

Le comportement des analystes financiers et des investisseurs à la lumière des apports de la finance comportementale

Par : Amina HAOUDI & Bouchra RAJOUANI¹

Résumé :

Cette étude examine le comportement des analystes financiers et des investisseurs à la lumière des apports de la finance comportementale. Elle est présentée en trois axes :

-le premier présente la finance comportementale comme une critique des hypothèses de base de la finance classique ;

-le deuxième axe examine les heuristiques utilisées par les acteurs sur le marché financier ;

- le troisième axe, enfin, aborde les biais comportementaux des analystes financiers et des investisseurs et les erreurs qui en découlent.

De l'étude réalisée, nous avons pu déduire les conclusions suivantes : (i) les analystes financiers et les investisseurs ne sont pas rationnels, ils utilisent des heuristiques, présentent de nombreuses faiblesses et sont souvent victimes de biais cognitifs, et (ii) de tous les biais dont sont victimes les analystes financiers et les investisseurs, l'optimisme et l'excès de confiance sont les plus importants et les plus étudiés. Ces biais impactent négativement les prévisions formulées (par les analystes) et les décisions d'investissement prises (par les investisseurs).

Mots clés : Finance comportementale, heuristiques, optimisme, excès de confiance.

¹ Amina HAOUDI, Professeur à la FSJES de Fès- Maroc
Bouchra RAJOUANI, doctorante à la FSJES- Fès- Maroc

Introduction

Selon la théorie classique, le marché financier est efficient et les acteurs de ce marché ont un comportement rationnel. Ainsi, dans la logique de cette théorie, les analystes financiers et les investisseurs seraient en possession d'éléments leur permettant de prendre la décision optimale sur le marché financier. Ils opéreraient dans un univers dans lequel ils ont une connaissance totale de l'ensemble des différentes alternatives d'actions. Les scandales financiers qui se sont succédés ces dernières années, ainsi que les crises financières qu'a vécues l'économie mondiale, et notamment la dernière crise financière issue des "subprimes", amènent à s'interroger sur le fonctionnement des marchés financiers et à comprendre le comportement des investisseurs, souvent influencés par des routines mentales, des erreurs de jugements ou même des facteurs émotionnels. A l'évidence, ceci conduit à douter de l'efficacité du marché financier et de la rationalité des acteurs de ce marché.

KAHNEMAN et TVERSKY (1979) proposent une étude alternative se focalisant sur des évidences de comportement en totale opposition avec la rationalité des investisseurs dont découle la théorie classique des marchés financiers. En effet, selon ces auteurs, les investisseurs ne sont pas pleinement rationnels et leur demande d'actifs financiers à risque est affectée par leurs croyances et leurs émotions, lesquelles ne sont évidemment pas justifiées par les fondamentaux économiques. Ils sont ainsi la proie de plusieurs biais qui affectent leurs logiques de raisonnement, et les poussent à commettre des erreurs de jugement. Des travaux empiriques et expérimentaux récents ont confirmé que les erreurs de jugements commises par les individus influencent le comportement des cours des titres sur les marchés financiers. En effet, les investisseurs n'obéissent pas forcément à des notions objectives de perte ou de gain financier calculés mathématiquement².

Dans cet article, nous cherchons à comprendre le comportement humain qui gouverne la dynamique du marché financier, en étudiant le comportement des analystes financiers et des investisseurs dans la littérature développée par le courant de la finance comportementale. L'article est présenté en trois points. Le premier point présente le courant de la finance comportementale comme étant une critique de la théorie de la finance classique. Le second étudie les heuristiques utilisées par les individus sur le marché financier. Quant au troisième point, il présente la théorie des perspectives de KAHNEMAN et TVERSKY et examine les

² ZAIANE S. et ABAOUB E. (2010) ; « L'excès de confiance des investisseurs individuels : application sur le marché boursier tunisien », *Revue Libanaise de Gestion et d'Economie*, n° 4.

biais comportementaux qui ont le plus attiré l'attention des chercheurs, à savoir, l'optimisme et l'excès de confiance des analystes et des investisseurs et leurs implications en termes d'erreurs comportementales de ces acteurs.

I- La finance comportementale : une critique des hypothèses de base de la finance classique

Deux hypothèses de l'approche classique ont été critiquées par les tenants de la théorie de la finance comportementale : la rationalité des acteurs et la possibilité d'arbitrage sans risque.

1.1-La rationalité limitée des acteurs

L'hypothèse de base de la finance comportementale est que les investisseurs ne sont pas, au moins pour partie, rationnels, ce qui génère des biais, des travers, des anomalies sur les marchés. L'approche comportementale réfute ainsi les hypothèses centrales de la finance classique selon lesquelles, l'agent économique serait cet être, doté de facultés hors du commun, maîtrisant parfaitement l'environnement dans lequel il agit et capable d'anticiper de manière rationnelle le futur.

L'hypothèse de rationalité limitée suppose que, dans la prise de décision, la rationalité des agents est limitée par leur stock d'information, leurs limites cognitives ainsi que par le temps qui leur est imparti pour prendre leurs décisions. En effet, la complexité du monde ne permet pas aux individus de connaître le modèle fondamental de détermination de prix. Les individus s'appuient plutôt sur des heuristiques pour évaluer le prix d'un actif. Egalement, les capacités cognitives des individus sont trop limitées pour qu'ils puissent tenir compte de l'ensemble de l'information disponible sur le marché, dans leur prise de décision. Les individus vont plutôt sélectionner les informations les plus saillantes et délaisser les autres informations. Par ailleurs, les agents ne sont pas dénués de dimension psychologique comme l'entend la théorie classique.

Le marché financier n'est pas un espace neutre où s'exercerait la rationalité uniforme des agents en vue de la maximisation de leur utilité. C'est un espace où s'exerce une forte concurrence tendant vers l'oligopole, et provoque, à ce titre, des risques de conflits d'intérêt au sein de méga-groupes financiers engagés dans tous les métiers de la finance. Les bourses, les banques, les brokers (ou courtiers), les analystes financiers, les gestionnaires de portefeuille exercent leurs activités en prélevant sur les acteurs non financiers des commissions sur les flux et sur les stocks, dépendant directement du volume des transactions

et du niveau des cours traités. Chaque information fondamentale d'ordre macroéconomique est, dès sa publication, commentée par les porte-parole autorisés de l'industrie financière, relayés par les agences d'informations financières, la presse écrite et les chaînes de télévision spécialisées. Cette diffusion en cascade d'une information retraitée par les leaders d'opinion favorise les comportements moutonniers. Ainsi, sur les marchés financiers, l'imitation semble être à l'origine de comportements moutonniers qui font diverger les cours des valeurs fondamentales. La finance comportementale tend à justifier ce phénomène par l'existence d'investisseurs ayant une rationalité limitée et n'étant pas en mesure de traiter l'ensemble de l'information disponible. Ces investisseurs se contenteront alors de suivre les autres.

1.2-La théorie d'arbitrage limité

Pour les auteurs de la finance classique, l'action des arbitragistes conduit à éliminer les éventuels écarts de valeur entre le prix d'un actif et sa valeur fondamentale. Le jeu des arbitragistes consiste à prendre des positions afin de profiter des déséquilibres observés dans les prix d'actifs. Selon FRIEDMAN (1953), ces opérations sont stabilisantes en ce qu'elles tendent à ramener les prix à leur valeur d'équilibre.

La finance comportementale affirme que certaines caractéristiques des prix des actifs peuvent être interprétées comme étant des écarts par rapport à la valeur fondamentale. Ces écarts sont dus à la présence d'agents qui ne sont pas totalement rationnels. Pour FRIEDMAN, les agents rationnels vont rapidement annuler toutes les dislocations causées par les agents irrationnels via le processus d'arbitrage. Ainsi, lorsqu'il y a un écart par rapport à la valeur fondamentale, une opportunité d'investissement attractive est créée. Dans ce cas, les agents rationnels vont tout de suite rafler cette opportunité, corrigeant de cette manière l'écart et créant les conditions d'un retour des prix à la valeur fondamentale. La finance comportementale ne conteste pas la deuxième étape de cet argument. En effet, lorsque des opportunités d'investissement attrayantes se présentent, il est difficile de croire qu'elles ne sont pas rapidement exploitées. En revanche, elle conteste la première étape. L'argument présenté est que lorsqu'un actif est mal évalué, les stratégies visant à corriger l'écart par rapport à la valeur fondamentale peuvent être à la fois risquées (risque d'horizon, risque fondamental, risque des bruiteurs) et coûteuses (les coûts d'information, de mise en œuvre), ce qui les rend peu attrayantes. En conséquence, l'écart par rapport à la valeur fondamentale

peut persister³.

Les opérations des arbitragistes ne sont donc pas en mesure de ramener les prix à leur valeur d'équilibre, puisque même avec l'intervention des investisseurs rationnels, le retour à la valeur d'équilibre n'est pas certain. Les chercheurs ont mis en évidence plusieurs limites à l'arbitrage sur les marchés financiers. SHLEIFER et WALDMANN (1990) montrent que le bruit généré par les "noise traders" (agents irrationnels) augmente, d'une part, le risque associé à la détention de l'actif risqué, et d'autre part, augmente la rentabilité de l'actif risqué uniquement pour les agents irrationnels. Par conséquent, les arbitragistes (agents rationnels) vont limiter leurs interventions dans le marché. A terme, seuls les agents irrationnels survivent dans le marché. Il s'ensuit que même à long terme, le prix d'un actif peut être déconnecté de sa valeur fondamentale. Au niveau empirique, le bruit des agents irrationnels s'illustre par la manipulation des prix de la part des gourous et par l'existence de rumeurs.

Par ailleurs, les opérations d'arbitrage sont des activités non dénuées de risque et dont l'efficacité est par conséquent limitée. Pour SHLEIFER⁴, les arbitrages sont contrariés et parfois impossibles, les comportements ne sont pas toujours rationnels et les cours s'écartent quelquefois des valeurs fondamentales, réfutant ainsi l'efficience des marchés.

II-Heuristiques utilisées par les acteurs sur le marché financier

Pour TVERSKY et KAHNEMAN (1982), en situation d'incertitude, les individus élaborent leurs jugements sur la base d'heuristiques conduisant à des biais. Selon ces auteurs, les heuristiques sont des jugements courts et approximatifs, qui se substituent à un raisonnement long ou à une observation statistique dans l'explication des événements. Autrement dit, les individus confrontés à un choix complexe opèrent des simplifications ou des raccourcis de raisonnement. Les décisions prises sont alors régies par des règles simplifiées ou heuristiques.

Selon KAHNEMAN et TVERSKY, les individus utilisent principalement trois heuristiques : l'heuristique de représentativité, l'heuristique de disponibilité et l'heuristique d'ancrage.

³BEN MANSOUR KHARRAZ S. (2009) ; Hétérogénéité des croyances et équilibre des marchés financiers, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, p. 17.

⁴SHLEIFER A. (2000); Inefficient markets: an introduction to behavioral finance, Oxford University Press, Cité par ASSAIDI A. (2009) ; La formation des recommandations des analystes financiers et la prise de décision des gérants de portefeuille : le rôle de la rationalité mimétique ; Thèse de doctorat, CNAM, p.79.

2.1-Heuristique de représentativité

Selon cette heuristique, les gens ont tendance d'évaluer la probabilité d'occurrence d'un événement futur par son degré de représentativité à une catégorie déterminée. Les individus font leurs jugements sur des informations représentationnelles et non sur des statistiques, ce qui engendre une révision excessive de leurs idées antérieures.

L'heuristique de représentativité est illustrée par l'expérience suivante, réalisée par TVERSKY et KHANEMAN⁵ : Linda est âgée de 31 ans, célibataire, elle est franche et brillante. Elle a un diplôme en philosophie. Dans sa vie étudiante, elle était très influencée par les sujets de discrimination et de justice sociale et a aussi participé à des manifestations antinucléaires. La question posée est sur la probabilité que Linda soit : (1) Fonctionnaire dans une banque ; (2) Fonctionnaire dans une banque et active dans les mouvements féministes.

Les résultats montrent que 89% des personnes interrogées choisissent la réponse 2 bien que 2 ne peut se produire sans la réalisation de 1. Selon la loi d'inclusion de classe, la réalisation d'un événement unique est toujours plus probable que celle d'un double événement. Au lieu que les individus se basent sur le raisonnement logique statistique, ils font plutôt recours à un raisonnement basé sur les informations jugées représentatives.

Au niveau des marchés financiers, l'heuristique de représentativité fait référence à la tendance à généraliser ce qui au départ n'est que particulier.

Premièrement, on considère souvent que ce qui s'est produit dans le passé récent peut se reproduire dans le futur proche avec une probabilité bien plus grande qu'en réalité. Au moment d'estimer la vraisemblance d'un événement, l'individu a tendance à surpondérer l'information récente au détriment de l'information historique. Cette surpondération de l'information récente biaise les anticipations de l'investisseur et affecte a fortiori ses prises de position sur les marchés. DE BONDT (1993) a montré à partir d'une enquête hebdomadaire conduite par l'Association Américaine des Investisseurs Individuels (AAII) sur la période 1987-1992 que leurs prévisions pour l'évolution du Dow Jones à l'horizon 6 mois étaient directement liées aux performances de l'indice la semaine avant l'enquête⁶.

Deuxièmement, on considère que ce qui se produit autour de soi doit se produire également à grande échelle. Ainsi, l'investisseur peut considérer que ce qui arrive à ses titres

⁵Cités par AFTALION F. (2004) ; La nouvelle finance et la gestion des portefeuilles, Economica, Paris, p. 46.

⁶ MANGOT M. (2008) ; Les comportements en bourse : 6 erreurs psychologiques qui coûtent chers ; Gualino éditeur, Paris, p. 80.

arrive au marché tout entier ou que ses réflexions sont largement partagées par les autres investisseurs⁷.

2.2-L'heuristique de disponibilité

Pour TVERSKY et KAHNEMAN (1974), l'heuristique de disponibilité est un principe par lequel les individus évaluent la fréquence d'une classe ou la probabilité associée à un événement en fonction de la facilité avec laquelle les exemples d'un tel événement leur viennent à l'esprit ; un événement tel qu'un accident de voiture est généralement plus facilement imaginable qu'une morsure de mygale.

Un exemple classique de l'utilisation de cette heuristique est donné par TVERSKY et KAHNEMAN en 1974. Ces auteurs ont posé à des sujets la question suivante : dans un échantillon aléatoire de textes en langue anglaise, est-il plus probable qu'un mot commence par la lettre k ou que k soit en troisième position (exclusion faite des mots de moins de trois lettres) ? Sur les 152 individus interrogés, 105 pensent que les mots commençant par la lettre k sont les plus nombreux. Dans les faits, les mots qui contiennent un k en troisième position sont deux fois plus nombreux et ce résultat est le fruit de l'utilisation de l'heuristique de disponibilité. En effet, ces auteurs justifient ce choix par le fait que les mots dont la première lettre est k viennent plus facilement à l'esprit que les seconds. Les participants affectent alors à ces mots une plus grande probabilité d'occurrence. Ces expériences ont été menées avec d'autres lettres et conduisent au même résultat. En outre, l'utilisation de cette heuristique conduit également à un biais que nous pourrions qualifier d'imagination⁸.

Les expériences menées par les psychologues montrent que cette heuristique est responsable d'autres biais de comportement. En particulier, son utilisation conduit les individus à évaluer le lien entre deux variables sur la base de la facilité avec laquelle ils associent ces deux variables. Dès lors, ceci conduit les individus à imaginer des corrélations fortes entre des variables qui sont en réalité faiblement corrélées. Ce biais est généralement nommé illusion de corrélation.

En matière de choix financiers, l'heuristique de disponibilité peut intervenir lorsque, faute d'informations suffisantes, l'investisseur utilise un raisonnement plus analogique que logique pour émettre un jugement et prendre position. C'est pourquoi l'accueil fait par le

⁷ IDEM, p. 85

⁸ BROIHANNE M. H., MERLI M. et ROGER P. (2004) ; Finance comportementale, Economica, Paris, p. 82.

marché aux opérations de fusion-acquisition et aux introductions en bourse dépend largement du succès des dernières opérations similaires.

2.3-L'heuristique d'ancrage

On parle d'heuristique d'ancrage lorsque les anticipations des personnes sont réalisées à partir d'un point de départ, appelé ancre, qui est modifiée en fonction des nouvelles informations pour obtenir une évaluation révisée. La présence de cette heuristique trouve sa plus célèbre illustration dans l'analyse des résultats obtenus lors de l'expérience menée par TVERSKY et KAHNEMAN, en 1974. Cette expérience comporte plusieurs étapes et les étapes 2 et 3 contiennent les questions posées aux participants⁹ : (i) première étape : une roue de la fortune est utilisée et permet de tirer de façon aléatoire un nombre compris entre 0 et 100. Le résultat du tirage au sort est communiqué aux participants ; (ii) deuxième étape : selon vous le nombre de pays africains membres de l'ONU est-il supérieur ou inférieur au nombre tiré ? ; et (iii) troisième étape : à combien estimez-vous le nombre de pays africains membres de l'ONU ?

De façon surprenante, le nombre tiré aléatoirement a une influence sur la réponse à la dernière question. A titre d'exemple, à la question finale, la réponse médiane est de 25 pour le groupe de sujets pour lequel le nombre issu du tirage aléatoire est de 10 et de 45 pour le groupe de sujets soumis à un tirage aléatoire de 65. Selon TVERSKY et KAHNEMAN, dans cette expérience, tout se passe comme si « les individus formulaient leurs estimations en partant d'une valeur initiale et en l'ajustant pour donner leurs réponses finales [et] ... cet ajustement est systématiquement trop faible »¹⁰. L'insuffisance de l'ajustement observé est couramment nommée biais d'ajustement.

Sur les marchés financiers, l'utilisation des heuristiques par les analystes financiers et les investisseurs débouche sur des biais de comportement de ces acteurs ; de tels biais ne passent pas sans impacter le fonctionnement des marchés (niveau des prix des actifs, volume des transactions...).

III- Théorie des perspectives, optimisme, excès de confiance et erreurs comportementales des acteurs

Face à des choix, l'utilisation des heuristiques conduit les individus à des comportements parfois éloignés de ce que prédit la théorie des probabilités et à la réalisation

⁹IBID, pp. 80-81

¹⁰Cités par BROIHANNE M. H., MERLI M. et ROGER P., op. cit., p. 81.

des erreurs dans l'interprétation de l'information. Ces déviations sont qualifiées de biais et les individus sont considérés comme victimes des biais psychologiques ou cognitifs.

3.1-Théorie des perspectives et biais cognitifs

La théorie des perspectives, fondée par KAHNEMAN et TVERSKY (1979), constitue une alternative à la théorie de l'utilité espérée et propose une vision plus réaliste du marché financier en prenant en considération les biais psychologiques des intervenants. Selon BROIHANNE et al. (2004), parmi les nombreuses théories alternatives à l'espérance d'utilité, la théorie des perspectives de KAHNEMAN et TVERSKY est probablement celle qui connaît le plus grand succès depuis plusieurs années.

A partir de tests de loteries, les deux auteurs notent que les individus, loin de présenter un visage constant, adoptent au contraire des profils différents (riscophilie versus riscophobie) selon que la loterie offre une espérance de gain positive ou négative et que la probabilité de gain/perte est faible ou forte. Les résultats de leurs travaux les conduisent à construire une théorie des choix individuels fondée sur les constations suivantes :¹¹

-l'investisseur n'est pas sensible au niveau de sa richesse, mais à la variation de celle-ci sur la période considérée, autrement dit aux gains et pertes. L'évaluation d'une loterie se fait donc par rapport aux variations de richesse qu'elle engendre et non par rapport aux niveaux absolus de richesse atteints lors de la résolution de l'incertitude ;

-les individus sont riscophiles du côté des pertes et riscophobes du côté des gains. Par le biais d'études expérimentales, KAHNEMAN et TVERSKY démontrent que, dans une situation où l'espérance de gain est positive, les individus ont de l'aversion au risque, ce qui jusque là n'est pas contradictoire avec les axiomes de VON NEUMAN-MORGENSTERN. En revanche, ils constatent que lorsque l'espérance de gain est négative, les individus recherchent le risque dans l'espoir de limiter leurs pertes. L'utilité des investisseurs est donc reflétée, dans la fonction de la théorie des perspectives, par une forme de S concave pour les gains et convexe pour les pertes ;

-une perte d'un montant donné a un effet négatif sur le bien-être plus important que l'effet positif lié à un gain de même montant. Par exemple, un pari symétrique donnant une chance équivalente de gagner ou de perdre cent dirhams n'est pas attractif pour la plupart des gens car l'idée de perdre cette somme dépasse, psychologiquement, la chance équivalente de la gagner. Cette troisième propriété a été désignée par l'expression d'aversion pour la perte du

¹¹BEN MANSOUR KHARRAZ S., op. cit., p. 22.

moment où elle reflète un désir plus grand d'éviter une perte que de réaliser un gain équivalent ;

-en plus de cette aversion pour la perte, les individus ont tendance à surpondérer les événements ayant une probabilité très faible d'apparaître, comme par exemple les épisodes de krachs boursiers, et à sous-pondérer les probabilités moyennes.

Après une analyse du cadre descriptif du processus décisionnel dans l'approche comportementale, voyons à présent comment cette approche démontre l'excès de confiance et le caractère optimiste des acteurs du marché financier.

3.2-Le caractère optimiste et la sur-confiance des acteurs

3.2.1-L'optimisme des investisseurs

Les observations des psychologues indiquent que les individus ont généralement une prédisposition à afficher un optimisme exagéré pour ce qui concerne leur sort. Faire preuve d'optimisme revient en fait à refuser de croire que la théorie des probabilités s'applique à son cas personnel. Un tel optimisme n'est pas forcément préjudiciable ; il aide par exemple à faire face avec une plus grande placidité à l'incertitude de la vie. En revanche, l'optimisme peut avoir un effet pervers sur les décisions d'investissement s'il alimente des anticipations irréalistes ou s'il fait ignorer les risques de perte.

Plusieurs modèles ont été consacrés à l'explication des phénomènes de bulle, et tous ont souligné l'importance de l'optimisme des investisseurs durant la phase de gonflement de ces bulles. À ce propos, SCHEINKMAN et XIONG (2003) ont bâti un modèle dans lequel les investisseurs sont prêts à acheter un titre à un prix supérieur à sa valeur fondamentale parce qu'ils anticipent la possibilité de le revendre à des investisseurs encore plus optimistes qu'eux¹².

L'effet d'optimisme a une grande influence sur le comportement de l'agent économique en considérant que les situations vont toujours lui être favorables et donc ce dernier va baser son choix sur des illusions. Mais cet agent va tenter de revendre son produit à un autre encore plus optimiste que lui¹³.

¹² BARRAUD C. (2010) ; « De l'efficacité des marchés financiers à la finance comportementale », Analyse financière n° 35, avril-mai-juin, p. 61.

¹³ MHIRI M., op. cit., p. 79.

A la demande du site internet américain de finance morningstar.com, les professeurs BENARTZI, KAHNEMAN et THALER¹⁴ ont confectionné un questionnaire pour déterminer à quel point les investisseurs américains étaient sujets au biais d'optimisme. Les résultats obtenus à partir de 1053 réponses d'abonnés, sont particulièrement éloquentes. A la question "Quand vous réfléchissez à des placements financiers, passez-vous plus de temps à penser au gain potentiel ou à la baisse potentielle ?", les auteurs proposaient cinq réponses possibles. Voici la ventilation des réponses des internautes : (i) Beaucoup plus de temps à réfléchir au gain potentiel : 39% ; (ii) Plutôt plus de temps au gain potentiel : 35% ; (iii) A peu près autant aux deux : 19% ; (iv) Plutôt plus de temps à la perte potentielle : 6% ; (v) Beaucoup plus de temps à la perte potentielle : 1%.

Les deux premières réponses traduisent un biais optimiste : elles recueillent 74% des suffrages. Les deux dernières rendent compte d'un biais pessimiste, qui n'est avéré que chez 7% des sondés. Le biais optimiste est donc largement plus répandu.

3.2.2-L'excès de confiance

3.2.2.1-L'excès de confiance des investisseurs individuels

De la même manière que le biais d'optimisme fait surestimer sa chance, le biais d'excès de confiance fait surévaluer ses propres capacités. L'individu attribue le succès à ses propres compétences et l'échec à des événements imprévisibles (biais d'attribution)¹⁵. Cette tendance, généralisée, fait naître chez les individus une illusion de contrôle des événements.

L'excès de confiance est le biais comportemental le plus documenté en psychologie cognitive¹⁶. Les résultats de nombreuses expériences montrent que les individus sont généralement sur-confiants¹⁷. Ce biais n'est pas lié à une profession. Il est observé, par exemple, chez les médecins, les psychologues cliniques, les juristes ou les analyses financiers. En particulier, les événements que les individus considèrent comme certains se produisent dans 80% des cas et les événements jugés impossibles ont lieu dans 20% des cas. Il apparaît, en outre, que les individus surestiment la précision de leurs connaissances, en particulier, dans le domaine de leur activité professionnelle et, plus généralement, dans leurs réponses à des questions d'un niveau de difficulté modéré à élevé. Les individus surestiment leurs propres

¹⁴ Cités par MANGOT M., op. cit., p. 40.

¹⁵ LAVIGNE A. et LEGROS F. (2005) ; Finance comportementale et fonds de pension, Laboratoire d'Economie d'Orléans, Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion, Orléans, Document de Recherche, n° 2005-31, p. 16.

¹⁶ ELKEMALI T. (2010) ; Incertitude et comportement des analystes financiers : une comparaison des entreprises de haute et faible technologie, Thèse de doctorat, Université de Montpellier 2 et Université de Manouba, p. 71.

¹⁷ BROIHANNE M-H. et al., op. cit., p. 92.

capacités et sont particulièrement optimistes sur les événements futurs qui leur sont personnellement favorables. En outre, la sur-confiance se reflète directement dans l'opinion que les individus ont d'eux-mêmes : ils se considèrent, par exemple, comme de meilleurs conducteurs (SVENSON, 1981) ou de meilleurs gestionnaires (COOPER et al., 1988) que la moyenne et ont tendance à surestimer leur rôle dans la réalisation d'événements favorables (MILLER et ROSS, 1975).

En bourse, l'excès de confiance fait que les investisseurs sont persuadés de bien comprendre le marché et d'être capables d'anticiper ses fluctuations de court terme. Les réponses au questionnaire que SCHILLER a envoyé à plusieurs centaines d'investisseurs individuels et institutionnels la semaine qui a suivi le krach du 19 octobre 1987 apportent un éclairage particulièrement saisissant sur cette question. 29% des investisseurs qui ont retourné le questionnaire ont répondu qu'ils pensaient, le jour du krach, savoir à quel niveau le marché rebondirait. Parmi ceux qui se sont portés acheteurs ce jour-là, ils étaient même 48% à croire pouvoir chiffrer le point bas des actions américaines. En revanche, l'assurance n'était plus de rigueur quand ils devaient étayer leurs convictions. Là, les réponses sont ressorties très évasives, faisant souvent référence à l'intuition. Ainsi, même dans les situations les plus atypiques, les investisseurs se fient à leurs facultés pour prendre des positions. Ces facultés ne sont pas nécessairement soutenues par une utilisation intensive de l'information à disposition. Au contraire, les investisseurs paraissent ne pas tenir compte de toute l'information à leur portée et surtout de mal l'utiliser.

L'excès de confiance de l'investisseur se nourrit d'une comptabilité biaisée de ses succès et de ses échecs. L'investisseur se remémore facilement ses bons coups et oublie volontiers ses loupés. De même, il pense devoir ses succès à ses propres facultés mais porte ses échecs sur le compte du marché ou de la malchance. Ce comportement, appelé biais d'auro-attribution, permet de lui éviter d'avoir à réviser son opinion sur lui-même. Fort logiquement, l'excès de confiance n'est jamais aussi sensible que dans les marchés haussiers. De la même manière, le biais rétrospectif peut inciter à minorer la part d'imprévu sur les marchés en laissant croire après-coup à un enchaînement logique et prévisible des événements, alors que dans l'action c'est surtout la confusion et l'incertitude qui priment. Enfin, si l'excès de confiance entraîne souvent la non-utilisation de l'information disponible pour l'investisseur, l'utilisation intensive de celle-ci peut également favoriser l'excès de confiance chez lui. L'information est donc une arme à double tranchant.

La confiance excessive est souvent considérée comme étant la source d'importants volumes de transactions sur les marchés financiers spéculatifs. Cette confiance excessive due notamment à une sous-évaluation de leurs propres défauts d'information conduit les individus à prendre de mauvaises décisions.

Sur un marché où n'interviennent que des investisseurs parfaitement rationnels et pleinement informés, le volume d'échange des titres individuels est extrêmement faible. En effet, l'échange de titres résulte alors essentiellement d'ajustements de portefeuilles, guidés par la publication d'information affectant la valeur fondamentale de l'entreprise. Comment expliquer alors les volumes échangés sur les différents marchés mondiaux ? Intuitivement, les raisons de l'échange de titres financiers peuvent être multiples ; nous pouvons citer : un besoin de liquidité, un ajustement du couple rendement/risque, un refinancement de portefeuille (vente de titres gagnants afin de couvrir la perte sur d'autres positions) ou enfin des raisons fiscales. Cependant, les volumes échangés ne semblent pas pouvoir être justifiés par ces seuls arguments. Les chercheurs en finance comportementale avancent l'hypothèse suivante : les volumes d'échange sont extrêmement élevés car les investisseurs sont sur-confiants.

ZAIANE et ABAOUB ont testé la présence du biais de sur-confiance sur le marché boursier tunisien¹⁸. Leurs résultats indiquent que, sur la bourse de Tunis, les investisseurs individuels sont sujets au biais de sur-confiance. En effet, les investisseurs ont confiance dans leurs intuitions, ils se considèrent chanceux et échangent des titres d'une manière agressive. Par ailleurs, ils utilisent plusieurs sources d'informations pour sélectionner leurs titres et ont tendance à surestimer la qualité de l'information dont ils disposent et leur capacité à l'interpréter. Ces traits leur confèrent une illusion de contrôle de l'évolution des marchés et biaisent leur perception des risques.

Les investisseurs sur-confiants ont tendance à utiliser le minimum de sources d'information dans la sélection de leurs titres. En effet, l'excès de confiance entraîne souvent la non-utilisation de l'information disponible.

3.2.2.2-L'excès de confiance des analystes financiers et des gérants

Plusieurs études statistiques ont montré que les individus ont tendance à surestimer la pertinence de leur connaissance. Selon GRIFFIN et TVERSKY (1992), les agents experts

¹⁸ZAIANE S. et ABAOUB E. (2010) ; op. cit., pp. 4-6.

sont plus sur-confiants que les individus inexpérimentés¹⁹. Le besoin de certitude de l'investisseur peut aussi être transféré vers les experts. Dans le cas de la bourse, il s'agit des analystes et des gérants de portefeuille. Pourtant, l'expertise peut s'avérer contreproductive si elle s'accompagne d'un excès de confiance dû à l'accès privilégié à l'information et au statut lui-même d'expert. Les prévisions des experts concernant le comportement des marchés financiers sont d'ailleurs généralement plutôt imprécises²⁰.

KORN et LAIRD²¹ soulignent que l'excès de confiance est un biais que l'on retrouve chez tous les experts, et en particulier chez les analystes financiers. Les experts sont peut-être encore plus sujets à ce biais que les particuliers parce qu'ils disposent d'une information privilégiée, que leur statut de professionnel rejaillit vraisemblablement sur leur ego et aussi parce qu'il est dans leur intérêt de transmettre leur confiance. Comme le suggère TETLOCK (1999), les experts développent avec le temps des stratégies pour maintenir intacte leur estime d'eux-mêmes en dépit des erreurs. Ils sont par exemple tentés de minorer leurs échecs en estimant que leurs prédictions se sont "presque produites" ou en en faisant porter la responsabilité à des chocs jugés imprévisibles²².

Sur le marché financier, plus l'analyste financier ou l'investisseur réussit de transactions (par chance ou par calcul), plus celui-ci aura tendance à reproduire l'opération toujours à une échelle plus élevée. Cet optimisme semblera alors justifié aux yeux de nombreux autres intervenants qui par mimétisme observeront une conduite identique. Les analystes et gérants seraient exagérément optimistes et auraient une très grande confiance dans leur jugement. Cette confiance excessive, proviendrait à la fois d'une attention insuffisante portée aux faits et d'une surestimation de leurs capacités. Ils auraient en effet tendance à confondre leurs souhaits avec la probabilité d'occurrence d'un événement.

3.3-Biais comportementaux des analystes et leurs impacts sur les décisions des investisseurs

3.3.1-Optimisme et erreurs de prévisions des analystes

Les chercheurs ont montré que les prévisions des analystes sont généralement optimistes. Les auteurs expliquent que les raisons de cet optimisme sont d'une part rationnelles et d'autre part comportementales.

¹⁹IBIDEM.

²⁰ MANGOT M., op. cit., p. 50.

²¹ IBID, p. 52.

²²IBIDEM.

3.3.1.1-Optimisme rationnel

Pour certains auteurs, l'optimisme est qualifié de rationnel dans la mesure où il provient des conflits d'intérêts auxquels sont exposés les analystes. Ainsi, selon DAS et al. (1998), les analystes sont incités à formuler des prévisions optimistes afin d'entretenir de bonnes relations avec les dirigeants des firmes, comme fournisseurs primordiaux de l'information. De même, pour FONTOWICZ (1998), le biais d'optimisme des analystes financiers est dû essentiellement aux relations de dépendance vis-à-vis des dirigeants des firmes dont ils ont le suivi. En effet, les dirigeants de ces firmes représentent souvent une source importante d'information pour les analystes, dont dépend la qualité de leurs prévisions et recommandations. Les analystes sont alors tenus de maintenir de bonnes relations avec ces dirigeants pour continuer à bénéficier de leurs informations. Cette proximité forcée mène les analystes à publier des estimations particulièrement optimistes concernant les résultats de ces firmes. En outre, les relations d'affaires entre l'employeur de l'analyste et certaines firmes, peuvent obliger l'analyste à se montrer plus optimiste en formulant ses prévisions de bénéfices pour les firmes en question. L'accès à l'information pour l'analyste est primordial, il est donc incité à aller dans le même sens que les souhaits des dirigeants.

Une étude de LIM²³ montre que l'optimisme des prévisions de bénéfices est d'autant plus fort qu'il concerne des sociétés pour lesquelles peu d'informations sont disponibles. L'étude montre aussi que les analystes de sociétés de courtage plus petites et les analystes moins expérimentés sont plus optimistes, confirmant l'idée que la dépendance vis-à-vis de la société suivie pour l'accès à l'information pourrait influencer la couverture par l'analyste. La demande d'information privée augmente lorsque l'incertitude quant aux bénéfices futurs s'accroît. La bonne relation avec les sociétés clientes facilite l'accès à ces types d'information et, pour la maintenir, les analystes publient des prévisions qui ne doivent pas déplaire aux dirigeants de ces firmes.

Dans sa recherche, LIM illustre la notion de "biais rationnel". L'auteur trouve que l'optimisme permet, en facilitant l'accès aux informations privées détenues par les dirigeants, d'améliorer l'exactitude des prévisions des analystes. Ainsi, des prévisions optimales des analystes peuvent exister en faisant l'arbitrage entre l'amélioration des relations entretenues avec les dirigeants (en termes d'accès à l'information) et la formulation des prévisions biaisées. En publiant des prévisions optimistes, les analystes facilitent leur accès aux

²³ LIM T. (2001); Rationality and analysts' forecast bias, Journal of Finance, vol. 56, n°1, pp. 369-385.

informations privées détenues par les dirigeants, et améliorent leur exactitude de prévision. Les analystes sont rationnels quand ils publient des prévisions biaisées (optimistes).

HONG et KUBIK²⁴ étudient les trajectoires de carrière des analystes en relation avec la qualité et l'optimisme de leurs recommandations. Ils montrent que les analystes plus précis dans leurs prévisions ont une meilleure progression de carrière. Les deux auteurs relèvent également que les analystes plus optimistes que le consensus progressent tout aussi vite. Ces chercheurs présentent une deuxième explication de l'optimisme étroitement liée à celle de la relation d'affaires dirigeant-analyste. Elle se fonde sur l'importance du rôle animateur des analystes financiers sur le marché secondaire. En effet, étant donné qu'une part de sa rémunération dépend de courtages générés, l'analyste financier est incité de formuler des prévisions optimistes permettant d'augmenter le volume des transactions et par conséquent générer plus des commissions pour la société qui l'emploie²⁵.

3.3.1.2-Optimisme comportemental

Bien que de nombreuses études soutiennent l'idée de la rationalité de l'optimisme des analystes, un nouveau courant de recherche appréhende l'optimisme en termes de biais comportemental. En effet, les chercheurs en finance comportementale constatent que les prévisions des analystes ne sont pas parfaitement rationnelles et sont généralement affectées par des phénomènes de sous- et sur-réaction aux nouvelles informations.

Les prévisions des analystes financiers sont régulièrement utilisées par les chercheurs en finance et par les investisseurs comme estimateurs des anticipations des marchés. Un certain nombre d'études économétriques montrent qu'en matière de bénéfices, les prévisions des analystes financiers n'incorporent que partiellement les informations fondamentales. En particulier, DREMAN et BERRY (1995) montrent que ces prévisions sont globalement optimistes, alors que d'autres études indiquent des sous-réactions systématiques à l'information (ELLIOT et al., 1995)²⁶. L'étude empirique menée par EASTERWOOD et NUTT (1999) tente de réconcilier les deux phénomènes de sous et sur-réactions. Les analystes

²⁴ HONG H. and KUBIK J. (2003); Analyzing the analysts: career concerns and biased earning forecasts, *Journal of Finance*, vol. 58, n°1, pp. 313-351.

²⁵ Pour JACKSON (2005), les prévisions optimistes produisent plus de commissions pour les brokers, mais elles peuvent affecter la réputation de la banque employant l'analyste. Ainsi, selon l'auteur, il faut assurer l'équilibre entre la formulation des prévisions préservant la bonne réputation de la banque d'une part et engendrant plus des courtages d'autre part. Voir à ce sujet CHAMBOST I. (2007) ; Contribution à l'analyse de la formation du jugement des analystes financiers sell-side, Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Conservatoire National des Arts et Métiers, p. 64.

²⁶ Cités par BROIHANNE M-H. et al. , op. cit., pp. 211-212.

apparaissent optimistes face aux nouvelles informations car ils sur-réagissent lorsqu'elles sont favorables alors qu'ils sous-réagissent si elles sont défavorables. Ce comportement semble cohérent avec leurs incitations financières car la plupart d'entre eux travaillent pour des sociétés d'investissement dont l'objectif est de promouvoir les entreprises dont ils suivent l'évolution. En outre, les analystes peuvent également être optimistes car les informations comptables dont ils disposent peuvent éventuellement être manipulées par les dirigeants.

Pour l'analyste, la recommandation d'achat ou de vente d'un titre se fonde sur l'information prévisionnelle dont il dispose. La recommandation d'achat s'assimile à une bonne nouvelle sur l'avenir du titre, alors que la recommandation de vente est jugée comme une mauvaise nouvelle. Dans le cas où l'analyste est optimiste, son comportement sera caractérisé par une préférence à donner de bonnes nouvelles, plutôt que de mauvaises. Il aura alors tendance à privilégier les recommandations d'achat. A l'inverse, si l'analyste est pessimiste, la tendance sera de privilégier des recommandations de vente.

Pour les auteurs de la finance comportementale, les prévisions formulées par les analystes sont caractérisées par les biais étudiés ci-dessus à cause des heuristiques par eux utilisés.

3.3.2- Impact des biais de prévision des analystes sur les investisseurs

La sur-confiance des analystes et les prévisions trop optimistes qu'ils formulent impactent le cours des actions des entreprises émettrices. Cela étant, les investisseurs accordent généralement une confiance quasi-aveugle aux prévisions des analystes financiers. Le facteur psychologique est donc un paramètre d'une importance cruciale dans l'étude des marchés financiers et des intervenants sur ces marchés.

Les biais de prévision des analystes peuvent naturellement, en vertu de leur rôle d'intermédiaire, influencer, de manière considérable, le comportement des investisseurs sur les marchés financiers. En effet, selon DEBONDT et THALER (1990), les biais de prévisions des analystes peuvent expliquer jusqu'à 50% de la sur-réaction du marché. Toutefois, ces biais systématiques n'empêchent en rien les investisseurs de continuer à accorder du crédit aux prévisions des analystes.

Nous pouvons établir une relation entre l'optimisme des analystes financiers et le phénomène de mimétisme. En effet, les prévisions trop optimistes formulées par les analystes dits supérieurs seront rapidement adoptées par les analystes inférieurs et, par conséquent, elles vont influencer les décisions prises les investisseurs et les gérants.

Conclusion

Cet article s'est interrogé sur le comportement des analystes financiers et des investisseurs dans le cadre de la finance comportementale. Selon cette théorie, le marché financier n'est pas efficient et les acteurs de ce marché, notamment les analystes financiers et les investisseurs, ne sont pas parfaitement rationnels.

Ces acteurs utilisent des heuristiques et présentent de nombreuses faiblesses. L'utilisation des heuristiques par les analystes financiers et les investisseurs débouche sur des biais de comportement. De tous les biais dont sont victimes les analystes financiers et les investisseurs, l'optimisme et l'excès de confiance sont ceux qui ont le plus retenus l'attention des chercheurs. Ces biais impactent négativement les prévisions des analystes et les décisions prises par les investisseurs.

Les conclusions de cette étude théorique devraient être testées empiriquement au niveau du marché boursier marocain afin de vérifier si, sur ce marché, les analystes financiers et les investisseurs utilisent ou non des heuristiques, sont-ils optimistes et sur-confiants et s'ils commettent des erreurs dans leurs jugements et dans leurs décisions.

Bibliographie

- AFTALION F. (2004) ; *La nouvelle finance et la gestion des portefeuilles*, Economica, Paris.
- ASSAIDI A. (2009) ; *La formation des recommandations des analystes financiers et la prise de décision des gérants de portefeuille : le rôle de la rationalité mimétique* ; Thèse de doctorat, CNAM.
- BARRAUD C. (2010) ; « De l'efficiance des marchés financiers à la finance comportementale », *Analyse financière* n° 35, avril-mai-juin.
- BEN MANSOUR KHARRAZ S. (2009) ; *Hétérogénéité des croyances et équilibre des marchés financiers*, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine.
- BROIHANNE M. H., MERLI M. et ROGER P. (2004); *Finance comportementale*, Economica, Paris.
- CHAMBOST I. (2007) ; *Contribution à l'analyse de la formation du jugement des analystes financiers sell-side*, Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Conservatoire National des Arts et Métiers.
- COOPER R. et al. (1988) ; « Entrepreneur's Perceived Chances for Success », *Journal of Business Venturing*, 3, 97-108.
- DE BONDT W., THALER R. (1985); « Does the Stock Market Overreact ? », *Journal of Finance* Vol.40. 793–805.
- DREMAN D. N. et BERRY M. A. (1995), « Analyst Forecasting Errors and their Implications for Security Analysis », *Financial Analyst Journal*, Vol. 51, n°3.
- EASTERWOOD J. et NUTT S. (1999); « Inefficiency in analysts' earnings forecasts: Systematic misreaction or systematic optimism? », *Journal of Finance*, 54, 1777–1797.
- ELKEMALI T. (2010) ; *Incertitude et comportement des analystes financiers : une comparaison des entreprises de haute et faible technologie*, Thèse de doctorat, Université de Montpellier 2 et Université de Manouba.
- ELLIOT J. et al. (1995); « Evidence from Archival Data on the Relationship between Security Analyst's Forecasts Errors and Prior Forecast Revisions », *Contemporary Accounting Research*, 11, 919-938.
- FONTOWICZ L. (1998) ; *La pertinence des prévisions des analystes financiers, une approche dans un cadre multirelationnel*, Thèse de doctorat, université de Lille II.
- FRIEDMAN M. (1953); « The Case for Flexible Exchange Rates », in *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press.
- HONG H. et KUBIK J. (2003); « Analyzing the analysts: career concerns and biased earning forecasts », *Journal of Finance*, vol. 58, n°1.
- KAHNEMAN D. et TVERSKY A. (1979); « Prospect Theory: An analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, vol. 47, n°2, pp. 263-292.
- LAVIGNE A. et LEGROS F. (2005) ; *Finance comportementale et fonds de pension*, Laboratoire d'Economie d'Orléans, Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion, Orléans, Document de Recherche, n° 2005-31.
- LIM T. (2001); « Rationality and analysts' forecast bias », *Journal of Finance*, vol. 56, n°1, pp. 369-385.

MANGOT M. (2008) ; *Les comportements en bourse : 6 erreurs psychologiques qui coûtent chers* ; Gualino éditeur, Paris.

MCNICHOLS, M. et O'BRIEN P.C. (1997); *Self-selection and analyst coverage*, *Journal of Accounting Research*, 35.

MHIRI M. (2011) ; *Choix des portefeuilles internationaux : Diversification, attitude face au risque et barrières à l'investissement*, Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université de Cergy-Pontoise.

MILLER D. T. et ROSS M. (1975) ; « *Self-Serving Biases in the Attribution of Causality : Fact or Fiction ?* », *Psychology Bulletin*, 82, 213-225.

ODEAN T. (1998); « *Are investors reluctant to realize their losses ?* », *Journal of Finance*, Vol. 53, n°5, p.1775-1798.

OLSEN R.A. (1996); « *Implications of Herding Behavior for earnings Estimation, Risk Assessment, and Stock returns* ». *Financial Analysts Journal*, juillet/août.

SCHEINKMAN J. et XIONG W. (2003); « *Overconfidence and Speculative Bubbles* », *Princeton University*.

SHEFRIN H. et STATMAN M. (1985); «*The Disposition to Sell Winners too early and Ride Losers too Long : Theory and Evidence*», *Journal of Finance*, 40, 777-790.

STRACK F. et MUSSWEILER T. (1997); « *Explaining the Enigmatic Anchoring : Mechanisms of selective Accessibility* » ; *Journal Of Personality and Social Psychology*, 73, 437-446.

SVENSON O. 1981 ; « *Are we all Less Risky and more Skillfull than our Fellow Driver* », *Acta Psychologia*, 47, 143-148.

TVERSKY A. ET KAHNEMAN D. (1982); « *Judgments of and by Representativeness* », in *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Kahneman D., and Slovic P., and Tversky A., CUP.

TVERSKY A. ET KAHNEMAN D. (1974); « *Judgments under Uncertainty: Heuristics and Biases* », repris dans *Uncertainty in Economics*, édité par Diamond P., Rothschild M., (1987), Academic press.

ZAIANE S. et ABAOUB E. (2010) ; « *L'excès de confiance des investisseurs individuels : application sur le marché boursier tunisien* », *Revue Libanaise de Gestion et d'Economie*, n° 4.