

Lab.RII

UNIVERSITÉ DU LITTORAL CÔTE D'OPALE
Laboratoire de Recherche sur l'Industrie et l'Innovation

CAHIERS DU LAB.RII
– DOCUMENTS DE TRAVAIL –

N°209

Février 2009



Éric VERNIER

Aymeric BOUCHIE de BELLE

IMPACT DES RÉSULTATS PASSÉS SUR L'AVERSION AU RISQUE DE L'INVESTISSEUR

THE IMPACT OF PAST RESULTS ON THE INVESTOR'S RISK AVERSION

Éric VERNIER
Aymeric BOUCHIE de BELLE

Résumé : Dans un contexte de crise, il est facile de perdre ses repères, et les comportements irrationnels actuels, la panique généralisée des investisseurs le démontrent. Alors que de nombreuses cessations de paiement des ménages américains étaient constatées depuis plusieurs mois, de nombreux investisseurs ont continué à acheter des produits liés au marché des *subprimes*. Une lecture de l'histoire financière souligne le caractère récurrent et global des anomalies de marché. Le présent article cherche à savoir en quoi de bons résultats financiers passés influencent l'aversion au risque d'un investisseur.

Abstract: In a context of crisis, it is easy to lose its points of reference; the current irrational behaviours and the general panic of investors demonstrate it. While for several months, many American households have been unable to meet their financial obligation, some investors have kept on buying financial products linked to the market of the *subprimes*. An interpretation of the financial history underlines the recurring and global character of the markets' abnormalities. The present article tries to know how good financial results achieved in the past can influence the investor's risk aversion.

**IMPACT DES RÉSULTATS PASSÉS SUR L'AVERSION AU RISQUE DE
L'INVESTISSEUR**

**THE IMPACT OF PAST RESULTS ON THE INVESTOR'S RISK
AVERSION**

**Éric VERNIER
Aymeric BOUCHIE de BELLE**

TABLE

INTRODUCTION.....	4
1. PERFORMANCE, EXCES DE CONFIANCE ET AVERSION AU RISQUE.....	5
1.1. Le succès entraîne un excès de confiance... ..	5
1.1.1. L'insuffisance de l'approche classique	5
1.1.2. Les apports de la finance comportementale	8
1.2. ... qui influence l'aversion au risque de l'investisseur.....	10
1.2.1. L'aversion au risque.....	10
1.2.2. Les composantes de l'aversion au risque : une nouvelle approche.....	12
1.3. Excès de confiance, aversion au risque et prise de décision	13
2. ÉTUDE EMPIRIQUE ET RECOMMANDATIONS MANAGERIALES	15
2.1. Une méthodologie cohérente... ..	15
2.2. ... permettant l'élaboration de résultats concrets... ..	16
2.2.1. H1 : Les investisseurs ne sont pas rationnels et prennent leurs décisions sous l'emprise de biais cognitifs	16
2.2.2. H2 : « Les bonnes performances passées entraînent un comportement d'excès de confiance »	18
2.2.3. H3 : « L'excès de confiance diminue l'aversion au risque des investisseurs »	20
2.3. ... propres à des recommandations managériales.....	21
2.3.1. Pour une meilleure gestion du risque	21
2.3.2. Au service de la performance	22
CONCLUSION.....	23
BIBLIOGRAPHIE	25

INTRODUCTION

Dans un contexte de crise, il est facile de perdre ses repères, et les comportements irrationnels actuels, la panique généralisée des investisseurs le démontrent. Alors que de nombreuses cessations de paiement des ménages américains étaient constatées depuis plusieurs mois, de nombreux investisseurs ont continué à acheter des produits liés au marché des *subprimes*. Un investisseur avisé, et surtout prudent, aurait plutôt tendance à vendre ces actifs. Une lecture de l'histoire financière souligne le caractère récurrent et global des anomalies de marché. Nous pouvons citer à titre d'exemple les nombreuses crises qui ont affecté les vingt dernières années. Le krach d'octobre 1987, la crise américaine des « *savings and loans* », l'effondrement du marché asiatique en 1997 ou encore l'explosion de la « bulle internet » en 2001 (Garboua, Maarek, 2007).

Ces défaillances du marché et des individus ne sont pas uniquement visibles en période de crise : sous-diversification de portefeuille, *trading* excessif (Odean, 1999), distribution régulière de dividendes, influence de la météo sur les indices n'en sont que des illustrations. Ce constat ne peut plus être ignoré - comme l'ont fait les défenseurs de l'approche classique pendant longtemps - d'autant que des revues de premier rang comme *Journal of Finance* ou *Review of Financial Studies* publient de plus en plus des articles qui expliquent ces phénomènes. Leurs auteurs sont essentiellement des psychologues et économistes ayant rejeté certaines hypothèses du modèle théorique classique, et qui appartiennent à un nouveau courant de recherche appelé *finance comportementale*. Cette discipline relativement nouvelle, a pour objet d'étudier le processus de prise de décisions financières en se référant à des outils empruntés à la fois aux sciences économiques, à la psychologie et aux sciences sociales.

Deux éléments importants sont à l'origine de cet intérêt soudain pour ce courant :

- d'une part l'éclatement de la bulle internet en 2000 qui a suscité la surprise de tous les investisseurs après une décennie d'euphorie boursière qualifiée par Alan Greenspan (Président de la Réserve fédérale de 1987 à 2006) d'exubérance irrationnelle où notamment, les investisseurs déterminaient leur stratégie en fonction des estimations des autres opérateurs, même si elles leur paraissaient erronées (rationalité autoréférentielle).
- d'autre part l'attribution en 2002 du prix Nobel d'économie à Kahneman et Smith pour leur recherche sur la part des biais psychologiques dans le processus de prise de décision. A travers cette consécration prestigieuse, la finance comportementale a acquis ses titres de noblesse.

Ainsi, la finance comportementale permet la mise en relief de comportements irrationnels, pouvant être identifiés afin de construire des stratégies aussi bien pour se couvrir contre ces biais¹ que pour en tirer profit (Mangot, 2005). L'un des biais, l'excès de confiance, a beaucoup intéressé les chercheurs (bien que la littérature sur ce sujet soit encore limitée) qui se sont alors appliqués à mieux le définir pour pouvoir en mesurer les impacts. L'excès de confiance (*overconfidence*) désigne l'état d'un individu qui surestime ses capacités personnelles au regard des données réelles. Plus la tâche et l'environnement sont complexes, plus les individus ont tendance à être soumis à ce biais de comportement qui les conduit à des jugements non rationnels (Broihanne, Merli, Roger, 2004). Dans l'univers financier, les

¹ Les biais sont relatifs au traitement de l'information disponible dans le but d'émettre un jugement ou une décision. Les raisonnements individuels présentent des raccourcis cognitifs qui influencent la prise de position, la rendant irrationnelle et non optimale au regard des théories financières classiques. Ces biais ont été identifiés et classifiés, et regroupent les termes suivants : Les biais de représentativité, les raisonnements analogiques, les biais de conservatisme et de confirmation, mais aussi les émotions telles que l'optimisme et l'excès de confiance.

acteurs évoluent dans un environnement complexe, car dynamique et volatil. Il semble donc logique que ces individus soient soumis à l'excès de confiance. L'individu est-il surconfiant de nature ou bien le devient-il par un processus dynamique ? Sa propre expérience peut elle conduire l'investisseur à modifier ses choix ? Par quel mécanisme ? De nombreuses questions surgissent lorsque l'on aborde le concept d'excès de confiance en univers financier. Nous aimerions ici mettre en relation l'expérience d'un investisseur, plus précisément les situations de succès, avec les notions d'excès de confiance et de risque. Ainsi, nous nous interrogerons sur l'impact du succès passé d'un individu sur sa perception du risque. Autrement dit, *en quoi de bons résultats financiers passés influencent-ils l'aversion au risque d'un investisseur ?*

Dans un premier temps, nous présenterons le cadre théorique où nous dresserons l'état de l'art en évoquant l'impact du succès sur le comportement de l'investisseur, puis l'influence de l'excès de confiance sur l'aversion au risque. Dans un second temps, nous proposerons notre étude empirique sur la perception et le comportement d'un investisseur en phase décisionnelle, et les solutions et stratégies destinées à améliorer l'action managériale.

1. PERFORMANCE, EXCES DE CONFIANCE ET AVERSION AU RISQUE

1.1. Le succès entraîne un excès de confiance...

Nous présentons ici les remises en question les fondements de la théorie classique. Nous montrerons que les individus sont influencés par leurs émotions à l'heure de faire un choix en milieu incertain. Ainsi, nous évoquerons dans un premier temps les concepts fondateurs de l'approche classique en mettant l'accent sur leurs limites. Ensuite nous mettrons en évidence les apports de la finance comportementale pour nous éclairer quant aux réalités des agents économiques, notamment sur l'effet d'une bonne performance passée sur le comportement et le jugement d'un investisseur.

1.1.1. L'insuffisance de l'approche classique

a) *L'homo œconomicus*

L'individualisme méthodologique est au centre de l'approche classique et est lié à une certaine idée de liberté de l'homme, où ce dernier se trouve à l'origine des faits de société. L'être humain est au cœur de l'activité économique (Schumpeter, 1913) et pour pouvoir expliquer des faits économiques, les scientifiques se sont attachés à simplifier la réalité en la modélisant afin de la rendre intelligible et compréhensible ; ainsi est né l'homo œconomicus censé synthétiser l'homme moyen. Les recherches en économie ne prennent en compte que la dimension économique et non sociale de l'individu. En effet, *« ce n'est pas de la bienveillance du boucher, du marchand de bière ou du boulanger, que nous attendons notre dîner, mais bien du soin qu'ils apportent à leurs intérêts. Nous ne nous adressons pas à leur humanité, mais à leur égoïsme ; et ce n'est jamais de nos besoins que nous leur parlons, c'est toujours de leur avantage »* (A. Smith, 1776). Ainsi, l'homo œconomicus est un être rationnel, dénué de tout sentiment, emporté par son égoïsme et son amour propre afin de maximiser son bien-être. Dans un tel contexte, toutes les recherches en sciences sociales sont écartées et l'homo œconomicus n'est pas soumis aux règles qui encadrent le comportement collectif telles que la culture, l'histoire, les croyances collectives, l'appartenance à telle ou telle classe sociale et n'est pas éthique puisqu'il n'a aucune morale et ne se soucie guère des problèmes environnementaux et sociétaux.

C'est sur cette base que se sont construites les théories économiques et financières modernes, qui ont découlé sur de nombreuses avancées en dotant les acteurs économiques de réels outils opérationnels. Citons les travaux de Von Neumann et Morgenstern (1944), Black et Scholes (1973), le modèle du MEDAF (Sharpe, 1964 et Lintner, 1965), la théorie du portefeuille de Markowitz (1952), ou encore Modigliani et Miller (1958) en finance d'entreprise.

b) Rationalité et choix d'investissement

L'investissement est un des objets d'étude principaux des travaux en sciences économiques. L'hypothèse de rationalité inhérente à l'homo œconomicus est parfaitement admise par la communauté financière comme nous l'avons vu précédemment. Néanmoins, cette notion de rationalité a évolué et, sans être fondamentalement remise en cause, a subi de profondes mutations.

Les théories financières classiques s'appliquent à expliquer ce que doit être le comportement d'un individu parfaitement rationnel en matière de prise de décision. La maximisation de l'espérance d'utilité (Von Neuman et Morgenstern, 1944) représente le critère de sélection d'investissement². Lorsqu'un individu décide d'investir sur les marchés financiers, il choisit de reporter à une date ultérieure une partie de sa consommation présente. Le futur, à la différence du passé n'est pas connu, et donc la décision d'investissement est prise en situation d'incertitude. Dans un tel environnement, un actif financier peut alors être interprété comme une variable aléatoire dont les paiements futurs sont conditionnés par la réalisation d'événements dans le futur. L'individu rationnel, à l'aide des probabilités (Knight, 1921) optera pour la situation qui maximise son utilité espérée (Bernouilli, 1713).

La théorie classique a aussi modélisé le choix d'investissement à travers le concept de Valeur Actuelle Nette (VAN), qui consiste à ramener à une même date des flux de revenus futurs et passés afin de sélectionner l'investissement répondant au mieux aux attentes des agents économiques. L'investisseur, au regard des ressources disponibles et de la rentabilité des capitaux investis pour chaque investissement, optera pour celui dont la VAN est la plus élevée. Pour une VAN nulle, l'investisseur sera indifférent entre investir et placer son argent dans un actif de même risque.

Jusqu'ici, nous pouvons résumer cette vision de la manière suivante : l'agent économique, rationnel, et dénué de toute émotion, choisit l'investissement qui lui procure la plus grande satisfaction. Pour ce faire il est capable de trier toute l'information et modifie ses choix si celle-ci venait à changer. Cette vision schématique a vu s'élever des voix afin de tempérer un tant soit peu le discours. Ainsi, sans remettre totalement à plat le concept de rationalité, de nombreux chercheurs ont développé, dans un souci de réalisme, une rationalité, disons plus humaine. Des travaux sur la rationalité ont permis de mitiger ce concept en lui faisant prendre de multiples facettes (Simon, 1947 ; Parthenay, 2005) et soulevant les limites de l'être humain et de ses capacités cérébrales (Vernier, 2003, 2004).

Le concept de rationalité limitée est au cœur de la pensée de Simon (1959). Elle fait référence à l'incapacité des individus à prendre en compte toute l'information disponible dans un environnement de plus en plus complexe, d'autant plus que les nouvelles technologies de l'information et de la communication accroissent considérablement le flux d'information et contribuent grandement à brouiller les pistes et à plonger les investisseurs dans des états de perplexité passagers (Colonomos, Ser, 2008). L'être humain reste rationnel dans la mesure où

² Cité par Broihanne, Merli, Roger, 2004.

lorsqu'il prend une décision il pourra majoritairement l'expliquer (Simon, 1991) et la complexité grandissante du monde qui l'entoure le pousse à adopter une procédure de choix rationnel afin d'affiner au mieux ses prédictions (Simon, 1976). Dans la même logique, le concept de rationalité cognitive (Walliser, 1989, 2000) se focalise sur le mode de construction des anticipations individuelles des prix. Ainsi, nous nous trouvons dans le cadre des anticipations rationnelles (Muth, 1961 ; Lucas, 1972) pour lequel une décision sera rationnelle quand elle peut être comprise compte tenu des informations détenues par l'individu et de ses croyances. L'universalisme de la rationalité est remis en question et une référence aux évaluations subjectives devient peu à peu admise. L'individu reste donc rationnel en tout point, dans une logique de maximisation mais sous contrainte, de temps bien entendu, mais aussi en termes de capacité et de croyances subjectives. Certains argumentent que l'on ne peut pas isoler le domaine économique des autres domaines plus sociaux (Mauss, 1925 ; Vernier, 2004), d'autres que la morale propre à l'économie capitaliste ne peut se retrouver dans tous les aspects de la vie humaine (Bourdieu, 1994).

c) Limites des théories financières classiques

Au delà de ces visions sociologique et anthropologique qui se dressent en critiques de la vision classique, ses postulats même - découlant de l'axiomatisation des choix (Von Neuman et Morgenstern, 1944) - sont remis en cause. En effet, la théorie classique n'explique pas tous les faits observés sur le marché, et ses défenseurs catégorisent comme étant des anomalies (pourtant nombreuses et récurrentes) tous faits non expliqués, ou contredisant la théorie. Allais (1953) démontre que l'axiome d'indépendance des alternatives - selon lequel la relation de préférence n'est pas perturbée lorsque nous mélangeons une troisième loterie avec les deux précédentes - n'est pas respecté par les individus. De même, Tversky (1969) remet directement en cause l'axiome de transitivité (ou de cohérence) selon lequel pour tout triplet de loteries $\{L_a ; L_b ; L_c\}$, si L_a est préférée à L_b et L_b est préférée à L_c alors L_a est préférée à L_c .

Notons que d'autres études ont montré les limites des fondements de la théorie classique, en remettant en cause l'efficacité des marchés (Orlean, 2007). Le concept de rationalité a subi d'autres critiques, en particulier que les agents économiques ne suivent pas la règle de Bayes pour effectuer leur choix ; en effet les individus ne semblent pas ajuster suffisamment la probabilité initiale d'un état futur à une nouvelle information. Une autre étude dont les conclusions sont que les individus font des choix incohérents (ou inversent leurs préférences) a été menée par Lichtenstein et Slovic (1971). Dans la même idée, des recherches sur le comportement d'investisseurs et de décideurs ont mis en avant des agents dont les préférences étaient incertaines, floues et même changeantes (Cyert et March, 1963). Ces auteurs mettent l'accent sur les notions d'apprentissage et d'adaptation. Là encore, les théories classiques sont ébranlées, l'individu étant censé avoir une vision claire et stable de ses préférences.

Des travaux sur l'irrationalité ont également porté un coup douloureux aux défenseurs de la vision classique (Elster, 1987). Le concept d'« excès de volonté » qui schématiquement souligne le fait qu'à trop vouloir dormir, on n'arrive pas à dormir, à vouloir être naturel, on tombe dans l'artifice... et que la démarche rationnelle et de calcul mise en place afin d'atteindre un but, ruine par avance ce qu'elle vise. A l'inverse, il pointe du doigt la « faiblesse de la volonté » ; l'auteur prend l'exemple d'Ulysse qui a interdit qu'on le détache du mât, quelles que soient ses injonctions, tant qu'il sera sous le charme des sirènes. Un parallèle peut être fait avec les marchés financiers. En effet, en période d'euphorie où le marché peut connaître une certaine surchauffe, il ne faut pas se précipiter et se laisser tenter, mais s'en tenir à ce qui avait été décidé à froid, en prévision d'une telle situation.

Enfin, des études en neurosciences (Verlaine, 2008) ont clairement démontré que les agents économiques ne décident pas « *rationnellement et consciemment sur la base d'évaluations de probabilités de survenance d'évènements et d'évaluations du bien-être dans différents états possibles.* » Ainsi des anomalies cognitives, fruits d'émotions et de sentiments s'opposent à une approche scientifique et rationnelle de la décision, notamment une tendance vers l'excès de confiance et « *une tendance à associer des évènements positifs largement dus au hasard à des capacités supérieures.* »

Toutes ces observations scientifiques démontrent de manière indiscutable que les raisons de la faiblesse de la théorie classique pour expliquer des phénomènes économiques se trouvent dans ses hypothèses mêmes. Pour expliquer les agissements des investisseurs, il convient de se tourner vers une autre discipline nous permettant de comprendre les comportements et jugements des agents économiques en phase décisionnelle : la finance comportementale.

1.1.2. Les apports de la finance comportementale

a) L'homo sapiens et le concept de rationalité

L'homo sapiens a existé pendant près de deux millions d'années et ceux qui survivaient avaient une forte tendance à fuir ou à se protéger des situations dangereuses, risquées ; comportement non recommandé pour être performant en finance si l'on considère que la prise de risque est rémunérée par le marché. Les théories financières classiques et les marchés financiers sont apparus avec consistance il y a moins de cinquante ans. En plaçant l'histoire humaine sur une échelle de 24 heures, cela représente moins de deux secondes. Il est difficile de juger et d'apprendre quelque chose sur un sujet en moins de deux secondes, c'est pourquoi il nous paraît intéressant d'écarter l'hypothèse de rationalité, afin de nous intéresser aux émotions et comportements humains pour tenter d'expliquer leurs décisions. La lecture de Zola (1891) permet d'éclairer le comportement des agents économiques en situation risquée³ : « *Et ce fut à cette minute, à deux heures moins un quart, que le tonnerre éclata en pleine Bourse : l'Autriche céda la Vénétie à l'empereur, la guerre était finie. D'où venait cette nouvelle ? Personne ne le sut, elle sortait de toutes les bouches à la fois, des pavés eux-mêmes. Quelqu'un l'avait apportée, tous la répétaient dans une clameur, qui grossissait avec la voix haute d'une marée d'équinoxe. Par bonds furieux, les cours se mirent à monter, au milieu de l'effroyable vacarme. Avant le coup de cloche de la clôture, ils s'étaient relevés de quarante, de cinquante francs. Ce fut une mêlée inexprimable, une de ces batailles confuses où tous se ruent, soldats et capitaines, pour sauver leur peau, assourdis, aveuglés, n'ayant plus la conscience nette de la situation. Les fronts ruisselaient de sueur, l'implacable soleil qui tapait sur les marches mettait la Bourse dans un flamboiement d'incendie. Et à la liquidation, lorsqu'on pu évaluer le désastre, il apparut immense.* » L'écrivain nous décrit de manière littéraire et minutieuse le comportement des agents de change face aux risques boursiers du siècle passé. Cette vision, plus humaine des investisseurs, semble la plus probable.

De manière plus scientifique de nombreux chercheurs ont tenté de répertorier les comportements déviants de la théorie classique. Nous allons ici tenter d'en retranscrire les principaux. Tout d'abord, commençons par les *biais de représentativité* dont on distingue le biais momentum (« *ce qui s'est produit dans le passé peut se reproduire dans un futur proche avec une probabilité bien plus grande qu'en réalité* ») du faux consensus (surestimer la représentativité de ce qui les concerne au sein du consensus) (Mangot, 2005). Ensuite, le *concept d'ancrage* a été brillamment mis en évidence lors d'une expérience de Tversky et

³ Cité par Rainelli-Le-Montagner, 2002.

Kahneman (1974)⁴ qui semble démontrer que les individus forgent leur jugement sur ce qui leur a été annoncé un peu plus tôt... une manière bien peu rationnelle pour prendre une décision. De même, Tversky et Kahneman (1974) ont démontré que les individus attribuaient des probabilités d'occurrence d'un événement en fonction de la **facilité** à laquelle il lui venait à l'esprit. Ainsi, l'investisseur peut penser que deux variables (sur la base de la facilité avec laquelle il les associe) sont fortement corrélées alors qu'en réalité, elles ne le sont que très peu. Par ailleurs, il a été mis en évidence un lien profond entre les **humeurs** des individus et leurs décisions d'investissement. Quelques exemples : influence de la météo sur les indices boursiers (Hirshleifer et Shumway, 2003), « l'effet lune », ou bien des effets plus intuitifs que sont les « effet week-end » et « effet congés ». Ainsi, l'homme n'est pas dénué d'émotions et de biais à l'heure de prendre une décision.

b) Les comportements d'optimisme-confiance-surconfiance

L'optimisme et la confiance en soi avaient un effet bénéfique sur la productivité et la créativité du travail fourni (Compte et Postlewaite, 2004). Le problème soulevé par les chercheurs est que l'homme est par nature majoritairement optimiste et aura tendance à surestimer les anticipations de rendements des actifs qu'il détient en portefeuille... d'où un décalage à la hausse des pronostics des particuliers par rapport aux analystes financiers (Mangot, 2005). Le concept de confiance en soi est quant à lui plus délicat à formaliser. Il a été largement observé que le manque de confiance en soi était contre-performant et n'était que peu compatible avec le domaine de la finance. Ce qui signifie qu'un certain degré de confiance en soi est bénéfique en finance.

L'excès de confiance est un domaine privilégié de la psychologie du jugement qui a été largement approuvé par les études de De Bondt et Thaler (1995). Il désigne le fait de surestimer ses capacités personnelles au regard d'une situation donnée (McGraw, Mellers, Ritov, 2004). Odean (1999) a élargi ce concept au monde professionnel et a établi une cartographie qui met en évidence que tous les agents économiques sont touchés par l'excès de confiance, particulièrement lorsque l'environnement dans lequel ils évoluent est complexe. Il en va ainsi des négociateurs, des banquiers d'affaires et des intervenants du marché car la finance est un terrain propice à la répétition de ce phénomène, la prévision y étant par nature très difficile. Il semble néanmoins compliqué de savoir si cet excès de confiance est bénéfique pour les performances des investisseurs, trop peu d'études empiriques étant disponibles. Néanmoins, certains ont montré que l'excès de confiance était bénéfique dans le secteur de l'innovation *high-tech* (Simon et Houghton, 2003).

c) Performance financière passée et excès de confiance

Les études effectuées sur l'excès de confiance nous poussent à rechercher ses origines afin de mieux cerner l'effet de l'expérience sur ce comportement. Tout d'abord un individu en confiance sera soumis à un biais de confirmation qui le poussera à rechercher dans les informations dont il dispose, celles qui confirment ses convictions préalables au regard de son expérience passée. Dans cette optique, l'agent évitera soigneusement les informations contraires, les considérant comme erronées par nature. La découverte d'informations concordant avec son jugement ne fera que renforcer celui-ci et rendre ainsi l'individu encore plus confiant, le mettant alors dans une situation d'excès de confiance.

Ensuite, l'individu en situation de décision aura tendance à chercher des points de repères dans sa mémoire, relatifs à son activité. Comme nous l'avons vu précédemment, l'être humain

⁴ Cité par Broihanne, Merli, Roger, 2004.

est optimiste par nature, et cela est d'autant plus vrai pour les individus « surconfiants ». Dans ce contexte ils auront d'une part une prédisposition à privilégier les situations de succès plutôt que les situations d'échecs, d'autre part ils se persuaderont que les succès qu'ils ont connus sont le fruit de leur expérience et de leur savoir faire, alors que les situations d'échecs seront attribuées à des facteurs extérieurs tels que la malchance ou bien le caractère aléatoire du marché boursier. En développant ce concept, il a été aussi montré que les investisseurs tendaient à privilégier leurs informations privées, jugées plus fiables (Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam, 1998). Cette erreur de jugement est appelée biais d'auto-attribution; là encore nous voyons bien que ce biais entraîne une situation d'excès de confiance au moment où les investisseurs doivent prendre une décision.

La fréquence de la mesure de la performance semble aussi influencer l'excès de confiance. (Gervais et Odean, 2001). Effectivement, plus le « feed-back » est fréquent, immédiat et clair, plus l'investisseur se rendra compte de son excès de confiance et modifiera par la suite son jugement. *A contrario*, plus cette rétroaction est éloignée dans le temps, moins l'investisseur prendra des décisions correctives.

Sur les bases de ces théories, certaines études empiriques ont démontré que les succès passés amenaient certains acteurs du marché à devenir surconfiants et ceci avait pour conséquence finale de baisser leur performance globale. C'est le cas des analystes financiers (Hilary et Menzly, 2006) et des traders (Odean, 1999). Un corpus théorique solide ainsi que des études empiriques rigoureuses semblent néanmoins mettre en évidence un lien certain entre l'expérience d'un succès passé et le comportement d'excès de confiance. Nous pouvons ainsi établir théoriquement que les bonnes performances financières passées entraînent un excès de confiance chez l'investisseur.

1.2. ... qui influence l'aversion au risque de l'investisseur

Le risque tient ainsi une place importante dans les théories financières classiques et est intimement lié à la notion de rationalité. La perception du risque dans l'approche classique est-elle pour autant trop restrictive ?

1.2.1. L'aversion au risque

a) L'investisseur face au risque

« *Mieux vaut prévenir que guérir* », ce célèbre adage s'applique surtout dans le monde des affaires, où la survie des entreprises est intimement liée à la gestion de leurs risques. En effet, tout agent en situation de décision est confronté à un risque, qui est essentiellement de ne pas atteindre son objectif ou bien de voir sa stratégie ne pas porter les fruits espérés. Dans le domaine de la finance, la perception et l'importance du risque sont encore plus grandes. Caubbot (1994) nous explique que l'« *on se trouve dans une situation de risque lorsque l'incertitude peut être quantifiée. Le mode habituel de quantification de l'incertitude étant l'attribution d'une distribution de probabilités* ». L'incertitude peut donc être modélisée, et cette connaissance avancée rejoint le concept de risque, ou nous sommes capables de spéculer quant à la probabilité d'occurrence de ce dernier.

Les investisseurs dans leur grande majorité n'aiment pas le risque, on dit alors qu'ils éprouvent de l'aversion pour le risque (« *caractéristique de celui qui ne souhaite pas courir un risque et qui sera prêt à le transférer à un tiers moyennant une rémunération, ou qui refusera tout actif ou toute action lui faisant courir un risque qu'il perçoit comme excessif compte tenu de sa capacité à le supporter* » selon Vernimmen). Mais tous les intervenants

n'ont pas le même degré d'aversion au risque. Ainsi, l'approche classique a tendance à distinguer trois attitudes des individus face au risque (Broihanne, Merli, Roger, 2004) :

- les *riscophobes* en référence à la traduction du terme anglo-saxon : « un investisseur est riscophobe si, pour toute loterie L, la satisfaction que lui procure la moyenne des gains de façon certaine est supérieure ou égale à la satisfaction qu'il retire de sa participation à la loterie » ;
- ceux qui sont *neutres au risque* : « un individu est neutre au risque s'il est indifférent entre participer à la loterie ou recevoir la moyenne des gains de façon certaine » ;
- les *riscophiles* : « un investisseur est dit riscophile si la satisfaction qu'il retire de la participation à la loterie est supérieure ou égale à la satisfaction associée à l'obtention certaine de la moyenne des gains. »

b) Aversion au risque et conséquences

Ainsi, selon son degré d'aversion au risque, l'investisseur sera plus tenté de choisir tel ou tel investissement. Ce choix se fera à partir de sa fonction d'utilité dont la concavité sera plus ou moins forte selon le coefficient d'aversion au risque (Broihanne, Merli, Roger, 2004). Comme nous l'évoquions plus tôt avec l'exemple des loteries, l'investisseur choisira tel ou tel projet si l'espérance de ses gains futurs est supérieure à son aversion au risque. La sélection d'un investissement est donc un jeu de balancier subtil où les deux poids qui s'opposent sont la *rentabilité* (ou performance) et le *risque* ; l'aversion au risque étant le curseur faisant pencher la balance d'un côté ou de l'autre. Ainsi donc, un investisseur prenant plus de risque recevrait un montant de plus-values supérieur à celui d'un investisseur frileux.

La conception traditionnelle de la performance en management stratégique est représentée par un ratio tel que le retour sur investissement dans le cas d'une entreprise (Jemison, 1987), mais il peut être applicable aux individus. L'espérance de ce retour sur investissement est croissante à mesure que la prise de risque augmente. Cette prise de risque est liée à la variation potentielle du résultat ; en effet, ce dernier peut s'avérer fructueux quand l'investissement est un succès, et désastreux dans le cas contraire. Empiriquement, dans la haute technologie (Simon et Houghton, 2003) ainsi que chez les entrepreneurs la prise de risque est en moyenne facteur de succès et de performance.

c) Les limites de l'étendue du concept

Dans la théorie classique, l'aversion au risque est une variable statique ; l'individu est considéré comme figé dans un état de nature qui est inamovible. Or, des travaux ont été entrepris et modélisés (Cressy, 2000) dans ce domaine et démontrent que l'aversion au risque est une variable dynamique⁵. Par ailleurs, Kahneman et Tversky (1979) démontrent que les investisseurs présentent une asymétrie de comportement lorsqu'ils sont confrontés à des gains potentiels ou des pertes potentielles. De même, ils ont mis en évidence des limites dans le concept même du risque. Ainsi l'investisseur éprouve de l'aversion au risque qui revêt deux visages : une aversion aux résultats et une attitude face aux probabilités, l'aversion aux résultats découlant de la décroissance de l'utilité marginale de la richesse (théorie microéconomique). Ce postulat met en évidence les caractères pessimistes et optimistes que peuvent revêtir les individus.

De manière générale, les concepts de rationalité et d'aversion au risque dans la théorie classique sont étroitement liés. Nous évoquions de nombreuses limites à l'hypothèse de rationalité, qui nous permettent de croire que les émotions, humeurs,... jouent un rôle

⁵ Cité par (Kan, Tsai, 2006).

primordial au moment de prendre une décision. Ces mêmes remarques peuvent être émises à l'encontre de l'aversion au risque en faisant un parallèle sur les humeurs, le temps, qui nous pousserait à être plus « apte », plus à même à investir.

1.2.2. Les composantes de l'aversion au risque : une nouvelle approche

a) Métier, personnalité et aversion au risque

Certains secteurs regroupent plus d'individus « riscophiles » ou « moins averses » que d'autres (Simon et Houghton, 2003). Contrairement à ce que l'on pourrait croire, dans la profession financière, il n'existe pas que des adeptes du risque. Une étude faite par Fenton-O'creevy, Nicholson, Soane et William (2005) révélant même que les professions clefs du secteur financier se composent d'individus hautement averses au risque, plus que dans certains secteurs tels que les loisirs, le social, voire même dans les orientations de carrières... En concentrant notre raisonnement sur la sphère financière, nous remarquons que certaines lignes de métiers sont assujetties à de forts biais, modifiant l'aversion au risque des intervenants concernés ; c'est notamment le cas des traders, des analystes financiers, des gestionnaires de portefeuille et des dirigeants financiers (Mangot, 2005). « *La finance fascine car elle est le lieu de la montée au sommet des héros. Le trader s'enivre du succès, puis vient le temps de la punition, parfois de la rédemption.* » (Colonomos et ser 2008).

Tout d'abord, pour la population des traders, clarifions un fait qui peut paraître paradoxal au regard des préjugés actuels : les traders ne seraient pas des « savants fous » de la finance, prenant des positions dangereuses et s'exposant à de grands risques (Fenton-O'Creedy *et al.*, 2005), bien que les exemples de Nick Leeson, et plus récemment (2007 et 2008), des traders de Calyon, de la Caisse d'Epargne et de la Société Générale qui ont fait perdre respectivement 250 M\$, 750 M€ et 5 Mds€ à leur institution, soient des contre-exemples... qui confirmeraient la règle. Ainsi, le trader serait un bon calculateur, au sang froid, conscient des risques encourus et élaborant des stratégies - voulues optimales - de couverture (Oberlechner, 2004). Malgré ces nombreuses qualités, le trader est un élément clef de la finance et est amené à gérer des volumes d'échanges colossaux. De ce constat naît la forte propension qu'auront les traders à être influencés par des biais psychologiques les emmenant à croire qu'ils comprennent le marché et qu'ils peuvent le contrôler (excès de confiance, biais d'auto attribution,...), ou bien les poussent à traiter les pertes et les gains de manière différente (effet de disposition, aversion aux pertes myopes). Ces biais auront tendance à modifier sa perception vis-à-vis de la réalité et l'amèneront à élaborer des stratégies irrationnelles et risquées. La présence de biais inhérents à l'activité de *trading* entraîne une diminution de l'aversion au risque.

De même, les analystes financiers, les gestionnaires de portefeuille et dans une moindre mesure, les dirigeants financiers présentent une aversion au risque relativement élevée compte tenu de leur profession. Et par le même processus, leur aversion au risque a tendance à diminuer du fait des biais auxquels ils sont exposés, qui sont respectivement :

- le biais d'optimisme et les comportements moutonniers ;
- l'effet de tournoi qui tend à faire prendre plus de risque en fin d'année pour rattraper le benchmark ;
- les biais d'optimisme et d'excès de confiance.

Dans la même idée, la personnalité (Filbeck, Hatfield, Horvath, 2005) ainsi que l'âge (Gervais et Odean, 2001) et le sexe (Mangot, 2005) de l'individu jouent énormément sur l'aversion au risque.

b) La dynamique de l'aversion au risque

Ces différentes approches mettent en relief un décalage certain entre la conception classique du risque et la conception qu'en a l'approche comportementale. Il convient à présent de montrer le processus dynamique de l'aversion au risque. Nous aborderons tout d'abord une nouvelle typologie des attitudes face au risque, puis nous présenterons les procédés par lesquels l'aversion au risque se modifie. Le comportement des investisseurs face au risque est changeant et dépend directement du contexte dans lequel ils se situent : prudence en situation de gains latents, afin de les concrétiser ; audace en situation de pertes latentes, dans l'espoir de revenir à l'équilibre (Kahneman et Tversky, 1979). Nous voyons donc que l'aversion varie à très court terme et, est asymétrique en fonction des gains ou des pertes affichées. Gervais et Odean (2001) révèlent une variation de l'aversion au risque à plus long terme. Nous nous permettons d'en déduire une certaine dynamique de l'aversion au risque, qui infirme ainsi son état stationnaire.

Une explication vient du fait que l'individu, par nature, cherche la maximisation et l'amélioration de son bien-être de manière constante. Il lui est donc particulièrement désagréable de voir son patrimoine financier se dégrader de période en période. L'individu - travaillant dans l'univers financier - a déjà satisfait la majorité de ses besoins et tend alors vers l'estime de soi qu'il souhaite satisfaire (Maslow, 1989). Si ce phénomène se combine au relatif excès de confiance qui caractérise les investisseurs, alors les pertes seront très mal acceptées par l'individu. De même, l'être humain, en matière financière, effectue « un cadrage hédonique », c'est-à-dire si l'investisseur veut optimiser et éprouver du plaisir, alors il associera ses pertes et dissociera ses gains (Thaler, 1985, 2000).

Par ailleurs, Cressy (2000) ajoute une autre composante du dynamisme de l'aversion au risque. À mesure que le niveau de richesse s'accroît pour un individu, ou bien la santé financière pour une entreprise, alors, au niveau individuel, le degré d'aversion au risque tendra à diminuer, l'entraînant à faire accepter des situations plus risquées à l'investisseur. Ainsi, la richesse serait négativement corrélée avec l'aversion au risque.

Enfin, il convient d'ajouter ce que nous soulignons précédemment, à savoir que les humeurs, les émotions affectaient les décisions d'investissement. Ce constat peut être transposé à l'aversion au risque (Hirshleifer et Shumway, 2003).

1.3. Excès de confiance, aversion au risque et prise de décision

Jusqu'à présent, nous nous sommes restreints à retracer le concept de risque à travers les théories classiques pour en souligner les limites, à la lumière des travaux des chercheurs partisans de l'approche comportementale.

a) Excès de confiance et aversion au risque

Nous avons mis en avant le concept de dynamisme de l'aversion au risque. Nous allons le comparer au modèle dynamique de l'excès de confiance présenté par Daniel, Hirshleifer et Subrahmanyam (1998, 2001), puis par Gervais et Odean (2001). Les individus, en général préfèrent oublier ce qui ne les arrange pas, ce que l'on appelle la dissonance cognitive. Les succès passés, par le mécanisme d'auto-attribution entraînent un comportement d'excès de confiance.

Si nous rejoignons l'analyse de Cressy (2000), selon laquelle à mesure que le degré de richesse augmente, l'aversion au risque diminue, avec le modèle de Gervais et Odean (2001), selon lequel les succès passés, (à savoir les bonnes performances financières passées) conduisent à l'excès de confiance, on peut en tirer les conclusions qui suivent.

Au fur et à mesure que l'on connaît de bonnes performances financières sur le marché, c'est-à-dire que nous effectuons des gains, notre niveau de richesse s'accroît. Or dans le modèle de Gervais et Odean (2001), le succès passé entraîne un excès de confiance et dans l'analyse de Cressy (2000), l'augmentation de la richesse entraîne la diminution de l'aversion au risque. En liant ces deux relations causales, nous pouvons conclure que l'excès de confiance entraîne simultanément une décroissance de l'aversion au risque dans le contexte de bonnes performances financières et d'augmentation de la richesse. Ainsi, l'excès de confiance influencerait négativement l'aversion au risque. Il s'agit à présent d'en évaluer les conséquences à l'heure de prendre des décisions d'investissement.

b) Les conséquences décisionnelles

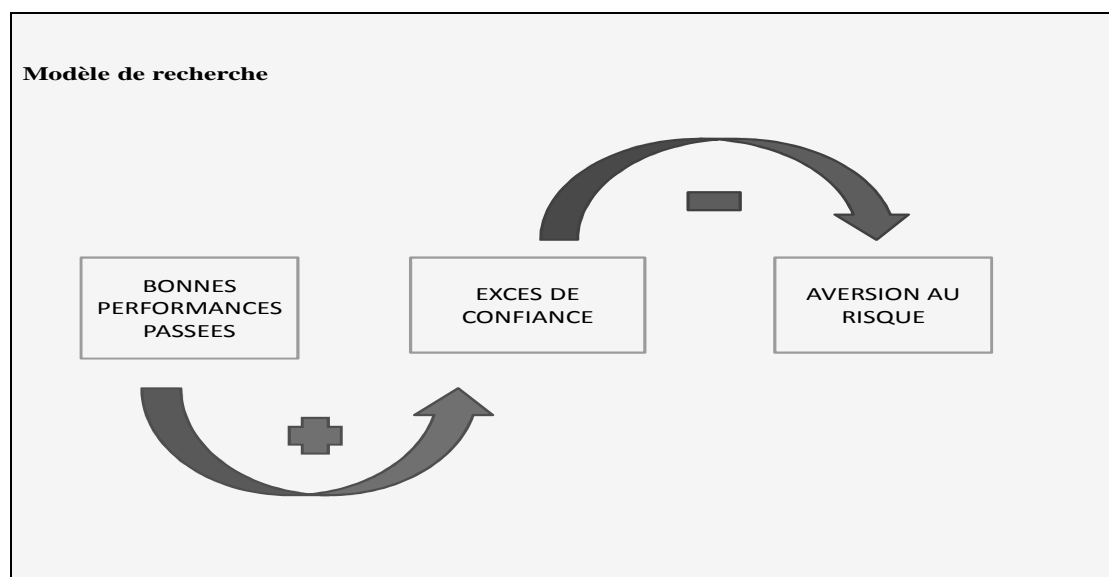
Selon la théorie classique, il existerait une prime de risque sur le marché. Ainsi, ce mécanisme autorégulateur affirme que les investisseurs prenant plus de risque seront rémunérés pour cette audace. Cette vision est modélisée à travers le MÉDAF (Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers, ou CAPM, Capital Asset Pricing Model) développé par Sharpe (1964) et Lintner (1965).

En nous référant à Odean (1999), l'excès de confiance entraîne un excès de *trading*. En effet, le trader est à la recherche des titres les plus prometteurs, car il croit pouvoir les identifier, ceci aura pour principale conséquence une rotation anormalement élevée de son portefeuille entraînant ainsi des coûts de transactions très importants. L'étude d'Odean (1999) portait sur l'analyse des relevés de compte de 66000 clients d'un *broker* entre février 1991 et janvier 1997. Elle a montré un taux moyen annuel de rotation de 75%, ce qui est réellement important. Ainsi, cette rotation excessive engendre des coûts en termes de frais de transaction évalués à 1,9 point de rendement par an en moyenne. Ainsi, les investisseurs ont sous-performé l'indice composite Nyse/Amex/Nasdaq d'approximativement 1,1 point. Donc l'excès de confiance entraînerait une moindre performance future. Dans la même idée, les analystes en situation d'excès de confiance ont tendance à s'éloigner du consensus en livrant des prédictions écartées de la réalité de plus de 10% (Hilary et Menzly, 2006).

En résumé, nous avons vu que les succès passés entraînaient un comportement d'excès de confiance, ensuite qu'il existait une relation négative entre excès de confiance et aversion au risque. Les bonnes performances financières passées provoquent chez l'investisseur une plus grande prise de risque, autrement dit une moindre aversion au risque. Ceci étant, nous sommes à même de nous interroger sur une éventuelle crise des théories financières classiques (Kuhn, 1983). Comme nous l'avons mis en relief, il semble de plus en plus difficile à ce courant de pensée d'expliquer les anomalies observées sur les marchés financiers. Doit-on pour autant croire à une crise de la finance classique ? Le débat reste encore très vif. Pour Robinson (1961), « *l'Économique suit son chemin boitillant, un pied dans ses hypothèses non vérifiées, et l'autre dans d'invérifiables slogans* », mais pour Friedman (1953) « *le seul test pertinent de la validité d'une théorie est la comparaison de ses prédictions avec l'expérience. C'est une idée fautive et qui a causé de grands dommages que de vouloir tester les postulats. Non seulement, il n'est pas nécessaire que les hypothèses de base soient réalistes, mais il est avantageux qu'elles ne le soient pas.* »

Nous avons alors souhaité tester trois hypothèses :

- H1. Les investisseurs ne sont pas rationnels et prennent leurs décisions sous l'emprise de biais cognitifs.
- H2. Les bonnes performances passées entraînent un comportement d'excès de confiance.
- H3. L'excès de confiance diminue l'aversion au risque des investisseurs.



2. ÉTUDE EMPIRIQUE ET RECOMMANDATIONS MANAGERIALES

2.1. Une méthodologie cohérente...

La méthode qualitative est particulièrement recommandée lorsqu'il s'agit d'explorer un phénomène nouveau, en profondeur, afin d'en comprendre la structure et le rôle du contexte sur son fonctionnement. (Hlaldy-Rispal, 2002 ; Miles et Huberman, 2003). Dans un tel contexte, les méthodologies qualitatives sont mêmes considérées comme plus efficaces compte tenu de la finalité que l'on veut donner à la recherche (Thietart, 1999). Dans une phase exploratoire, nous désirons comprendre le comportement d'individus dans l'univers bien particulier qu'est celui des marchés financiers, afin de pouvoir formuler des recommandations opérationnelles pour les praticiens.

Par ailleurs, l'approche qualitative nous permettra de soulever l'interprétation que font les individus d'une situation donnée et étudiée (Erickson, 1986). En effet, les concepts d'excès de confiance et d'aversion au risque sont délicats à analyser car ils dépendent de mécanismes psychiques propres aux individus. De plus, selon Yin (1994) et Wacheux (1996), « *la mise en œuvre d'un processus de recherche qualitatif, c'est avant tout vouloir comprendre le pourquoi et le comment des évènements et des situations concrètes* ». Précisément, notre problématique vise justement à répondre à la question « comment ». En effet, notre préoccupation est de savoir comment de bons résultats financiers influencent l'aversion au risque.

Nous nous proposons d'étudier principalement les traders et les analystes financiers, car :

- « *Ces deux éléments – la position d'insider et les volumes échangés – portent en germe les biais psychologiques de la profession. Avec son statut privilégié, le trader peu aisément croire qu'il comprend et contrôle le marché* ». (MANGOT, 2005). Nous sommes ici au centre de notre problématique, et s'intéresser aux traders nous paraît donc totalement justifié d'autant plus que de nombreux chercheurs se sont déjà penchés sur cette profession. (Heisler, 1994 ; Odean, 1999 ; Oberlechner, 2004 ; Fenton-O'Creevy et al., 2005).
- « *Les analystes fournissent aux investisseurs (aux traders a fortiori) des informations précieuses sur les entreprises cotées. Leurs évaluations comme leurs recommandations sont incontournables au moment de sélectionner les titres à mettre en portefeuille. Aussi utiles*

soient-elles, leurs analyses sont sujettes à caution », principalement à cause des biais psychologiques et comportementaux. (Mangot, 2005). Tout comme la profession de trader, les analystes financiers ont fait couler beaucoup d'encre en recherche comportementale. (Korn, Laird, 1999 ; Tyszka, Zielonka, 2002 ; Hilary, Menzly, 2006).

En ce qui concerne les institutions, nous nous sommes intéressés à des banques de financement et d'investissement prestigieuses dans un souci de crédibilité et de représentativité. Ainsi nous avons décidé de choisir quelques établissements renommés et non un cas unique car nous nous intéressons à une population en général, c'est aussi ce qui a poussé notre choix de sélectionner des individus sur différentes places financières (Londres, New York, Hong Kong, Paris). Ainsi nous avons sélectionné la banque d'affaires américaine Morgan Stanley, Calyon (Crédit Agricole CIB), la Société Générale et Natixis. L'une des grandes difficultés des études qualitatives, c'est l'accès à des organisations, et plus particulièrement à des acteurs à interviewer (Baumard, Ibert, 2003). Ainsi, notre stratégie d'introduction au sein de ces banques est dite du « pied dans la porte » (Joule et Beauvois, 1987). En effet, cette stratégie consiste à interviewer un individu dans une organisation, et puis de demander à étendre le procédé à d'autres acteurs de la même institution. Ainsi, la confrontation de ces différents critères nous a amené à conduire notre étude sur 12 individus.

2.2. ... permettant l'élaboration de résultats concrets...

2.2.1. H1 : Les investisseurs ne sont pas rationnels et prennent leurs décisions sous l'emprise de biais cognitifs

a) La rationalité : une démarche subjective mais intelligible

L'investisseur de la population étudiée semble agir de manière rationnelle dans le sens où il essaye de maximiser son profit sous contrainte. Seulement il n'agit pas de manière rationnelle au sens de la rationalité absolue.

(1) L'investisseur privilégie les données passées aux probabilités

Majoritairement si les investisseurs utilisent les probabilités, il ne semble pas que ce le soit en termes de probabilités pures et formelles au sens de Knight (1921) et Bernoulli (1713). C'est plus à titre de visualisation des différents scénarios, en leur prêtant des probabilités issues de leurs croyances, issues de leurs expériences passées à court et long terme. Les investisseurs que nous avons retenus se basent en général sur les données passées en essayant de leur donner un sens logique permettant de faire des prévisions quant aux actions et performances futures. Ce qui va à l'encontre de la méthodologie que devrait suivre l'homo œconomicus.

(2) Une information trop dense qui nécessite une sélection

Même si l'information reste au cœur de leurs soucis d'analyse, les investisseurs n'apparaissent pas comme étant capables de prendre tout en compte (Simon, 1959) et sont donc obligés de procéder à une sélection, un choix. L'information provient de différentes sources - publiques et privées sous formes verbales et écrites - plus ou moins rapidement selon le poids des acteurs dans le marché. Les investisseurs ne paraissent pas accorder le même degré d'importance à leurs sources d'informations : certains privilégient l'information publique, d'autres ne l'utilisent qu'à titre indicatif, et tendent à les confronter à leurs informations et convictions individuelles, privées. En outre, l'investisseur ne semble pas pouvoir changer de disposition quant à sa décision d'investissement dans la mesure où chaque information est susceptible de modifier son choix car remettant partiellement son point de vue en cause ; ainsi, il a tendance à chercher les informations qui confirmeront sa pensée et essayer de ne pas se laisser influencer par les autres.

(3) Une rationalité imparfaite mais qui semble construite sur une démarche à la fois logique et subjective

La théorie visant à uniformiser l'investisseur en lui attribuant une capacité d'analyse parfaite semble mise à mal par notre observation. Ainsi, on rejoint le concept de rationalité limitée (Simon, 1959), d'autant qu'il a été souligné que les nouvelles techniques d'informations accroissent considérablement leur flux, et « noient » de cette manière les investisseurs dans certains contextes (Colomonos et Ser, 2008). Mais généralement, l'investisseur peut expliquer la démarche qu'il a entreprise pour arriver jusqu'à sa décision, car elle est issue d'une certaine procédure logique (Simon, 1976, 1991). Il est à noter que le sens de rationalité est assez subjectif car les individus ne semblent pas traiter l'information de manière égale et prennent des décisions en opérant un choix propre à leurs croyances (Muth, 1961 ; Lucas 1972) et se basant également sur un certain sentiment, voire un instinct.

b) La prédominance des biais cognitifs

Notre analyse nous laisse penser que les biais cognitifs sont omniprésents si ce n'est dans l'univers financier dans son ensemble, du moins dans la population étudiée qui apparaît néanmoins en être consciente. Mais il ne semble pas que tous les individus y soient soumis de manière homogène.

(4) L'expérience et les données passées sont au cœur de l'interprétation

Nos résultats semblent toucher de près au biais momentum, largement observé dans la réalité et développé dans la partie théorique qui précède. Ainsi, l'investisseur veut donner une certaine continuité logique aux données passées, ce qui le pousse à croire que ce qui s'est manifesté dans le passé, et récemment, a plus de chance de se reproduire. Comme le disait Confucius « *l'expérience est comme une bougie, elle n'éclaire que celui qui la porte* ». Ainsi les investisseurs se servent de leurs expériences pour comprendre et rendre intelligible le fonctionnement du marché (Cyert et March, 1963). Ils détectent certaines tendances comme les « effets weekend » et essaient de mettre en correspondance certaines variables qui évolueraient de manière similaire dans un contexte donné (Tversky et Kahneman, 1974).

(5) Un rôle important de l'information sujette à une sélection subjective

L'information est la base de la prise de décision et peut provenir de sources privées ou publiques (selon la nature du métier, l'expérience et les croyances des individus) ; elle donne lieu à des interprétations personnelles. Globalement, les investisseurs sont facilement influençables par le consensus lorsqu'ils n'ont pas une opinion fondée, et *a contrario* procèdent à un tri allant dans leur sens lorsqu'ils ont des convictions.

(6) Les humeurs et émotions présentes avec des degrés différents

Nos résultats montrent que humeurs et émotions agissent comme élément perturbateur au regard de l'objectif de maximisation de l'investisseur (théorie classique). Cependant, il apparaît que les traders semblent plus influencés que les analystes financiers. Une explication plausible serait que les traders sont poussés à prendre leurs décisions à très court terme, quotidiennement et sur des volumes conséquents, tandis que les analystes financiers prennent des décisions à moyen et long terme. Ils ont alors le temps pour formaliser leurs décisions portant sur des sommes qu'eux-mêmes ne gèrent pas directement.

Au-delà de leurs caractères propres à chaque individu, humeurs et émotions semblent étroitement corrélées aux marchés financiers. Ainsi, quand ce dernier est très volatil et « nerveux », alors l'investisseur s'y adapte en adoptant la même attitude. Il apparaît qu'étant

donné le « timing », les émotions agissent positivement sur la prise de décision en transcendant les détails et en hiérarchisant l'information en vue d'atteindre le but fixé dans le temps imparti. A nouveau l'expérience semble aider dans ce sens, permettant des « gains de pensées ».

(7) Une trop grande confiance en soi ?

Notre étude met de manière manifeste le jugement de l'investisseur au centre de son processus décisionnel et nous rejoignons en ce sens l'analyse de De Bondt et Thaler (1995). L'approche d'Odean (1999) quant à la relation entre excès de confiance et environnement nous apparaît pertinente. Nos différentes interviews mettent bien en relief la complexité du marché concrétisée par les connaissances pointues que doivent posséder les acteurs de marché, le flux énorme d'information et les méthodes approfondies d'analyse à maîtriser. Quant au concept d'excès de confiance, nous déduisons de nos entretiens que les investisseurs en général ont une tendance à surestimer la portée et la pertinence de leurs observations et connaissances compte tenu de la réalité (Mc Graw et *al.*, 2004).

Pour résumer, nous pouvons conclure que l'investisseur n'est pas rationnel lorsqu'il prend une décision. En effet, la place accordée aux probabilités est faible, et sa décision se base majoritairement sur des données passées. L'individu ne peut pas analyser toute l'information disponible et est tenté de la trier selon des critères qui lui sont propres. Cependant il a le souci de donner un sens logique et intelligible à sa démarche. Les travaux récents en neurosciences qui s'intéressent à l'instinct et l'intuition apportent un éclairage certain pour comprendre le processus décisionnel des investisseurs. Notons cependant que nos entretiens avec les investisseurs que sont les traders et analystes ne nous ont pas permis de vérifier tous les points développés dans le corpus théorique, notamment sur le fait que la vision marchande de maximisation serait présente ou non dans tous les domaines de la vie humaine. Une étude spécifique sur ce point pourrait trouver une certaine légitimité.

Les biais cognitifs ont une place importante dans le processus décisionnel de l'individu, dans la mesure où la place du subjectif y est grande. L'interprétation ainsi que les humeurs et émotions tiennent une place non négligeable. De même l'excès de confiance paraît toucher particulièrement les investisseurs. Notre analyse a soulevé le rôle important que joue l'expérience sur ce point, et nous a permis de nous intéresser à une certaine catégorisation entre traders et analystes.

Ainsi, globalement nous pouvons confirmer notre première proposition de recherche selon laquelle les investisseurs ne seraient pas rationnels et prendraient leurs décisions sous l'emprise de biais cognitifs. Cette hypothèse, très importante pour la validité de notre étude car elle en dessine le cadre, nous permet de nous pencher sur les deux prochaines hypothèses qui sont au cœur de notre problématique.

2.2.2. H2 : « Les bonnes performances passées entraînent un comportement d'excès de confiance »

a) Une certaine idée de la performance...

(8) Qu'entend-on par performance ? Un souci de distinction selon le métier

Pour un trader, la performance est essentiellement quantitative, chiffrée par rapport à un certain benchmark (le marché par exemple). On dira d'un trader qu'il est performant lorsqu'il y a création de valeur en termes monétaires. Notons que les résultats obtenus sont directement issus de sa décision et de son action. Cependant ajoutons qu'il existe une certaine performance d'ordre plus qualitative qui se mesure plus en termes d'investissement personnel

dans la tâche et de curiosité d'esprit, points essentiels dans un tel métier. Les analystes financiers aussi sont animés par le souci de la création de valeur, mais leur performance n'est pas strictement corrélée à un résultat chiffré et se caractérise de manière indirecte à travers la précision de leurs estimations. La performance de l'analyste se caractérisera aussi dans sa capacité à satisfaire et attirer de nouveaux clients externes.

(9) **Mesure et retour sur performance**

Les traders ont un retour direct dans des délais courts, car leurs transactions sont nombreuses et se concluent dans un temps assez restreint. Ainsi savent-ils quasiment en permanence et de manière assez claire quelle est leur performance. La performance des analystes financiers est issue d'un système de mesure émanant de leurs clients (attribution de notes/votes). Ce système de mesure n'est pas direct car les recommandations des analystes se situent dans un horizon de 6 à 8 mois et donc le retour sur performance est assez long.

Un même souci paraît s'appliquer aux performances des traders et analystes financiers : leur régularité. Un trader doit être régulier dans sa prise de gain, mais sa réelle performance se concrétisera par sa situation nette à la fin de l'année, à l'heure de déterminer le montant des bonus, récompenses financières étroitement corrélées aux résultats du trader. La régularité des performances des analystes semble encore plus importante dans la mesure où non seulement leurs estimations doivent être précises, mais aussi régulières. En effet, pour être crédible, influent et satisfaire les investisseurs qu'il conseille, l'analyste ne peut pas se contenter de faire de bonnes prévisions de temps en temps. À mesure que la précision de ses estimations deviendra régulière, sa performance relative aura tendance à croître.

b) ...favorable à l'émergence de l'excès de confiance

(10) **Une notion de performance propice à l'interprétation**

Nous avons détecté lors des entretiens que les investisseurs sont soumis à un biais de confirmation. Ils se basent dans un premier temps sur l'information publique, mais privilégient dans un second temps leur information privée, jugée plus fiable et permettant de se distinguer (Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam, 1998). Cette notion est fortement liée au biais d'auto attribution. En effet, l'analyse des réponses nous permet d'affirmer que les individus en situation de succès attribueront ce dernier à la fiabilité de leurs analyses et stratégies (leurs capacités personnelles) tandis que les échecs seront minorés, dus à des facteurs extérieurs, totalement en adéquation avec les fameux travaux d'Herzberg (1959).

Dans notre partie théorique, nous avons suggéré que les individus avaient un penchant pour se considérer « meilleurs » que les autres. Ceci est indéniablement vérifié à travers les réponses des interviewés. En effet, ils sont 100% à considérer que leur performance est supérieure à la moyenne dans leur ligne de métier, ce qui, d'un point de vue mathématique, est impossible. De même, presque tous jugent leurs aptitudes à détecter des « bons investissements » correctes, voire bonnes.

(11) **Métiers, mesures des performances et excès de confiance**

Les traders sont soumis à l'excès de confiance (Mangot, 2005) car ils ont une place privilégiée sur les marchés financiers et ont des connaissances très pointues des différents produits et techniques financières : ceci transparait largement à travers nos entretiens. Par ailleurs ils traitent sur des volumes très conséquents, mais le fait que le retour sur performance s'inscrit dans un délai court (feed-back fréquent et précis grâce à de nombreux outils), cet excès de confiance peut être vite corrigé (Gervais et Odean, 2001). Les caractéristiques propres au métier d'analyste financier font que cette classe d'investisseurs n'a pas un suivi

régulier de ses performances, celles-ci étant liées aux recommandations qu'ils font. Ainsi, la fréquence du « feed-back » est bien plus faible que pour les traders, et ils donc ont moins de retours sur leurs performances réelles. En conséquence, ils rectifient plus rarement leurs jugements, ont confiance en leur modèle et sont donc plus sujets à être soumis à un excès de confiance (Gervais et Odean, 2001).

Notre cadre théorique nous avait permis d'appréhender nos concepts de manière satisfaisante au regard de notre analyse de résultat. En effet, nous avons pu vérifier sa consistance à travers les notions de biais de confirmation, d'auto attribution, et de fréquence de feed-back. Nos entretiens nous ont néanmoins permis de mieux comprendre les caractéristiques de ces métiers, en termes d'activité et de performance, et ainsi mieux décrypter l'origine de l'excès de confiance chez les analystes et les traders. En conséquence, nous pouvons confirmer cette seconde proposition de recherche qui stipule que les bonnes performances passées entraînent un comportement d'excès de confiance.

2.2.3. H3 : « L'excès de confiance diminue l'aversion au risque des investisseurs »

a) Entre confiance et excès de confiance

(12) De la nécessité de l'audace et de la confiance...

En finance, il apparaît que la confiance en soi est primordiale (Compte et Postlewaite 2004). En effet tous les répondants partagent ce point de vue et estiment que c'est la résultante d'une bonne analyse ayant pris en compte tous les paramètres. De plus il a été avancé le fait que si l'on n'a pas confiance en soi, alors il est peu recommandé de prendre une décision. De manière générale, les traders doivent avoir confiance en eux (décision communiquée par la voix, timing serré), tout comme les analystes financiers (notion de crédibilité, d'influence et d'optimisme). Par ailleurs, il semblerait que l'audace soit aussi un paramètre important pour la population étudiée. Il s'agit de se distinguer du consensus pour les analystes, et d'être réceptifs à la notion de couple risque/rentabilité pour les traders.

(13) ...à l'excès de confiance

Il apparaît difficile d'établir une frontière entre les précédentes notions et l'excès de confiance, car nous nous référons ici à quelque chose de très subjectif, chacun ayant une personnalité qui lui est propre. Le but ici est de mettre en avant l'importance que revêt la confiance (et l'audace) en finance, mais qu'au-delà, lorsque l'investisseur tombe dans une phase obsessionnelle, les effets peuvent s'avérer désastreux, car il n'admettra pas s'être trompé, et donc n'entamera pas une démarche autocorrective.

Il est nettement admis par nos répondants que l'excès de confiance est présent dans leurs métiers, et qu'il est caractérisé par le fait que l'investisseur ne gère pas tout, qu'il ne prend pas tous les paramètres en considération ou bien encore qu'il ne les distingue pas. D'où l'idée d'excès de confiance, ce sentiment qui vise à surestimer ses compétences et capacités réelles au regard d'une situation donnée.

b) L'aversion au risque : une variable dynamique

(14) L'omniprésence du risque

L'analyse de nos résultats met en avant le fait que le risque est inhérent au domaine financier, tant chez les traders que chez les analystes financiers. Le couple risque/rentabilité est indissociable en finance. Les individus interviewés sont particulièrement sensibles au risque, dans la mesure où toute décision doit prendre en compte le risque qui y est associé, sans le sous-estimer.

(15) Une perception variable du risque

L'analyse de nos entretiens met en évidence que les investisseurs sont plus ou moins averses au risque en raison de leur personnalité (Fenton et *al.*, 2005). Il semblerait aussi que l'expérience des investisseurs ait une forte influence sur leur aversion au risque ; ainsi évitent-ils des prises de risque inconsidérées (les échecs qu'ils ont connus les ont rendus plus prudents et rigoureux quant à l'analyse de risque). Les cas médiatisés en 2008 (Société Générale, Caisse d'Epargne, etc.) s'avèrent extrêmement particuliers, mais la crise financière sans précédent qui secoue le monde nuance peut-être quelque peu nos résultats quant à la prise de risque, notamment des traders.

Le concept de « survivor bias » a été largement abordé par un de nos répondants ; ce concept fait référence à deux notions que nous n'avons pas traitées dans notre cadre théorique, ce qui a pour effet de compléter notre analyse. D'une part, en ignorant l'impact de ce biais, l'investisseur ne réalise pas que les rendements moyens sur lesquels il base trop souvent sa décision d'investissement sont faussés. En effet, ces rendements ne tiennent pas compte, par exemple dans le secteur des fonds d'investissement, du fait que les sociétés non performantes disparaissent (faillites, fusions,...) et qu'ainsi, le rendement moyen en est bonifié de pratiquement 2 % (Carhart, 1997). De plus, ce biais fait référence au fait que seul les individus ayant plus de 15 ans d'expérience en finance avaient une réelle connaissance du marché et que dans cette population, les « mauvais » avaient été éliminés et que si certains subsistaient, ceci n'était dû qu'à la chance. Les échecs influencent l'aversion au risque des répondants (notion d'expérience et de courbe d'apprentissage), contrairement aux situations de succès qui reposent, elles, sur un processus analytique bien fondé.

(16) De l'aveuglement à la chute

L'aversion au risque est un concept très proche de la gestion du risque, l'un n'allant pas sans l'autre. Ainsi, nos répondants à l'unanimité font état de l'incompatibilité de la gestion du risque et de l'excès de confiance (qui ne considère pas le risque dans son ensemble). L'investisseur soumis à l'excès de confiance a des convictions profondes qui le poussent à se désintéresser de son environnement externe. Ainsi, l'investisseur se contente de ses connaissances et n'est plus motivé par la curiosité et la soif d'apprendre. De là une certaine idée de perte de lucidité, d'aveuglement. Le corpus théorique ne nous a pas permis d'établir un lien entre excès de confiance et performance future, mais nos répondants sont unanimes sur ce point. D'une part en abordant le concept de « biais du survivant », d'autre part en soulignant que l'excès de confiance aboutissait obligatoirement à l'échec, voire à la fin d'une carrière professionnelle.

Nous validons ainsi l'importance de la confiance en soi en finance et de la dynamique de l'aversion au risque. De plus, notre étude nous a permis d'élargir les pistes issues de la théorie en apportant un éclairage sur la relation entre excès de confiance et performance future. Nous avons établi une logique visant à rapprocher le modèle de CRESSY (2000) de celui de GERVAIS et ODEAN (2001) et qui nous permettait de penser que l'excès de confiance influençait négativement l'aversion au risque. Nos résultats confirment cette hypothèse.

2.3. ... propres à des recommandations managériales

2.3.1. Pour une meilleure gestion du risque

(17) Une réduction des biais par l'expérience

Nous l'avons bien mis en relief à travers notre étude, l'expérience réduit les biais comportementaux. Les investisseurs se rendent mieux compte du caractère aléatoire et éphémère des marchés financiers et de l'impact de leurs décisions sur ces derniers. De

l'expérience, dit-on, découle la sagesse et le contrôle de soi, points apparemment essentiels dans la sphère financière. Dans une optique de long terme, les investisseurs les plus improductifs sont éliminés, mis à part quelques « chanceux » (survivor bias), et seuls ceux qui ont su développer les comportements les plus efficaces restent dans la partie.

(18) Privilégier les seniors aux postes de management, et favoriser leur formation

Les jeunes recrues fraîchement sorties de leurs formations pointues en finance, sont plus à même de s'adapter aux évolutions de la finance (volatilité accrue ; logiciels, produits et modèles financiers complexes). Cependant, et ceci rejoint le point faisant référence à l'expérience, les seniors disposent de très grandes qualités qui permettent de manager ces jeunes investisseurs. Néanmoins, il est indispensable pour eux de suivre des formations régulières et participer à différents colloques ou conférences afin de s'inscrire dans une logique apprenante, et se sensibiliser à des sujets spécifiques et d'actualités.

(19) Une maîtrise nécessaire des probabilités

Il est nécessaire que tous les investisseurs aient des connaissances de bases des lois de probabilités, afin qu'ils puissent en alimenter leurs modèles d'analyse visant à faire des prévisions, des anticipations futures. La fiabilité d'un modèle dans le temps est essentielle (bien que quelques mouvements de court terme puissent lui donner tort) et s'avère par ailleurs être un outil pouvant contenir/limiter le biais d'excès de confiance chez les investisseurs. Par ailleurs, la connaissance de la théorie des grands nombres permet de relativiser leur excès de confiance si leur performance s'est avérée très bonne sur une relativement courte période. De même, maîtriser les notions de variance/covariance, permet de se rendre compte de l'utilité de bien diversifier son portefeuille avec des actifs faiblement, voire négativement, corrélés entre eux. Ceci peut répondre à la problématique des investisseurs quant à leurs exigences de régularités dans leurs performances, cette diversification permettant de lisser les résultats.

(20) Réexaminer ses modèles à intervalles réguliers

Savoir remettre en cause son jugement et son mode d'analyse est fondamental en finance. Il s'agit de faire preuve d'une certaine flexibilité dans la manière d'aborder une problématique d'investissement. L'investisseur doit être animé par la curiosité, rechercher d'autres pratiques ailleurs que dans son environnement proche et doit réexaminer le bien-fondé de ses convictions quand de nouvelles informations surviennent.

Ce système d'aller-retour sur son modèle d'analyse permet aussi à l'investisseur de faire le point sur ses performances, de s'auto-évaluer en quelque sorte. On rejoint ici le point développé précédemment, stipulant qu'à mesure que la fréquence de rétroaction était rapprochée, le biais d'excès de confiance se réduisait.

2.3.2. Au service de la performance

(21) Profiter des effets psychologiques de court terme...

L'information a une incidence directe sur les cours de la bourse mais le phénomène de sur-réaction dû au comportement des investisseurs tirera l'actif au-delà de sa valeur fondamentale, et, dans un délai assez court, reviendra à son niveau « normal ». De là l'intérêt de profiter de ces mouvements « irrationnels » appelés aussi effets « momentum ». Pour qu'elle ait un plus grand impact, cette information doit être publique et réputée fiable.

Étant averti du caractère cyclique des performances, l'investisseur devra acheter les titres qui sont sous performants depuis une durée significative au regard de leur cycle, et de vendre ceux qui s'avèrent être très performants sur le moment. L'effet de la rectification se fera tôt ou

tard ressentir (horizon de court à moyen terme), et c'est à ce moment donné que l'investisseur devra penser à déboucler ses positions.

(22) ...Mais inscrire sa stratégie d'investissement sur le long terme

En finance, il est pertinent d'essayer de penser à long terme, si possible deux coups plus loin que « la foule ». Il faut tenter d'identifier ce qui est ignoré aujourd'hui mais qui pourrait ressusciter un certain intérêt dans le futur. Nous sommes bien conscients de la difficulté de trouver de telles opportunités, car elles demandent de faire preuve d'une grande expertise dans le domaine visé. Néanmoins, ce qu'il est possible de détecter, ce sont des valeurs qui sont durablement sous-évaluées. Un sous-jacent idéal pour investir dans un horizon d'environ 3 ans est l'indice boursier (CAC 40, Dow Jones) car il présente un trend moyen qui est en hausse permanente, mais ponctué de hausse et de baisse de manière récurrente, cyclique. Il s'agit à partir d'une analyse graphique et de la connaissance de la valeur fondamentale de construire la stratégie adéquate.

(23) L'exemple des introductions en Bourse

Il a été révélé que dans une grande majorité des cas - voire même systématiquement - les sociétés introduites en bourse étaient sous-évaluées. De ce constat se profile une stratégie à très court terme, de l'ordre de quelques jours, qui vise à participer au plus grand nombre de procédures d'introduction en bourse. Néanmoins, pour s'assurer d'une bonne performance, il vaut mieux sélectionner les sociétés les plus médiatisées. Ce phénomène est généralisé, bien que certains marchés soient plus concernés que d'autres et que les opportunités soient intimement liées aux conditions de marché. Enfin, relativisons ce constat, en soulignant que les coûts de transactions peuvent annuler ou amoindrir considérablement les résultats attendus et donc de telles stratégies s'adressent plus aux investisseurs institutionnels.

(24) Caractéristiques clés d'un bon investisseur

Notre travail s'est appliqué à montrer l'importance de la psychologie et du tempérament d'un investisseur ainsi que le caractère très subjectif d'une décision d'investissement. Un bon investisseur doit donc trouver un style d'investissement qui correspond à son tempérament. Nous nous proposons ici d'identifier des caractéristiques clés permettant de définir un bon manager, qui à la fois minimisera la prise de risque, et maximisera son profit.

- Être curieux, avoir un œil sur un grand nombre d'informations pour profiter d'opportunités.
- Faire preuve de contrôle de soi, adapter son tempérament à la situation présente.
- Être organisé, montrer une vraie soif d'analyse.
- Être un généraliste, avoir une vue d'ensemble, mais avoir aussi le souci du détail.
- Afficher une réelle envie de gagner mais être flexible dans ses convictions.
- Ne montrer aucune aversion à aller à l'encontre de l'opinion générale du marché, éviter les comportements moutonniers. « *Be fearful when others are greedy* », Warren BUFFETT.
- Avoir une bonne connaissance de soi-même, afin de se prémunir contre certains réflexes, certains pics d'humeurs.

Enfin, un bon investisseur est une personne ayant souvent de l'expérience... et du bon sens.

CONCLUSION

Si dans un premier temps, c'est la littérature financière anglo-saxonne qui faisait référence à la finance comportementale, nous constatons aujourd'hui que ce courant n'est plus marginal et qu'il est, par exemple, mis en avant dans la presse spécialisée française (*L'expansion* de Juin 2008, Courpie et Dedieu). Notre mémoire couvre donc un domaine en pleine évolution

sur le plan théorique, et en ce sens revêt un caractère particulièrement intéressant. C'est dans un contexte économique-financier instable - découlant de la crise financière des subprimes - où les critiques adressées à destination des partisans des théories dites classiques sont vives qu'a émergé notre problématique de mémoire.

Afin de pouvoir répondre à nos interrogations, nous avons tout d'abord eu recours à une littérature à la fois vaste et spécifique au regard des concepts dégagés, ce qui nous a permis de construire une architecture théorique solide qui a abouti sur trois propositions de recherches que nous avons jugé intéressant de vérifier. Pour mener à bien ce travail et lui donner une dimension scientifique nous avons opté pour l'approche qualitative d'étude de cas dont nous avons tirés des résultats significatifs. Ainsi, la réponse à notre question initiale est la suivante : parce que l'investisseur n'agit pas de manière rationnelle et prend ses décisions sous l'emprise de biais cognitifs, des bonnes performances financières passées peuvent entraîner chez ce dernier un comportement d'excès de confiance qui aura pour conséquence une diminution de son aversion pour le risque.

Cette réponse, nous semble-t-il, s'inscrit dans le cadre évolutionniste des théories financières, et apporte des éléments de réflexions non négligeables, notre question de recherche étant encore très peu abordée dans le corpus théorique. Notre étude insiste sur les notions d'excès de confiance, d'expérience et de courbe d'apprentissage. Elle met aussi l'accent sur la nécessité de continuer et d'approfondir les travaux en neurosciences ainsi que de les incorporer aux théories financières afin de les rapprocher de la réalité. Par ailleurs notre étude confirme le bien-fondé des critiques existantes à l'encontre des théories financières classiques, et étoffe la base de réflexion sur le caractère très psychologique de la finance. D'un point de vue managérial, ce travail de recherche met en avant des problèmes réels présents dans les entreprises. Il propose des axes d'améliorations en matière de management tant des organisations que des individus en proposant des leviers d'actions - concrets, performants et intelligibles par le praticien - en matière de gestion de risque et de performance.

Il convient d'admettre à présent certains éléments de faiblesses pouvant altérer, remettre en cause la pertinence et la dimension scientifique de nos résultats :

- La littérature portant sur notre sujet est encore peu développée : un travail poussé, dans une logique d'accumulation des sources, peut compléter notre revue de littérature et amener à des travaux plus pertinents.
- Notre domaine d'expertise repose essentiellement sur la modélisation et les mathématiques financières ; en ce sens, un individu spécialisé dans les sciences humaines aurait pu aboutir sur des conclusions et des hypothèses différentes, et non moins intéressantes.
- Un nombre plus élevé d'entretiens aurait accru la représentativité et certainement affiné notre analyse. Néanmoins, le temps imparti à ce travail de recherche est relativement court : l'ambition qu'il donne à ce mémoire en est donc conséquent.
- L'information recueillie lors des entretiens et ensuite analysée peut être biaisée. En effet, la personne collectant les données peut ne pas saisir toutes les dimensions et subtilités sur le domaine d'expertise donné. Par ailleurs, le répondant est libre de ne pas tout nous dévoiler. Une collecte de données via l'observation aurait été plus « scientifique » et plus fiable, mais aurait été incompatible avec nos contraintes de temps. Finalement, le codage et le tri de l'information dans la matrice de résultats sont soumis à l'interprétation du codeur, et en ce sens peuvent relativiser la validité des résultats présentés.

Malgré les limites exposées ci-dessus, il nous semble que cette recherche soit cohérente dans sa globalité. Le sujet que nous avons traité nous a permis de mieux comprendre le processus décisionnel d'un investisseur dans son ensemble, et finalement nous permet de suggérer l'enchaînement logique suivant. Les succès ont tendance à faire émerger un comportement d'excès de confiance qui, lui, induit une diminution de l'aversion au risque d'un investisseur. Il est admis que tôt ou tard, ce changement de jugement entraînera une baisse des performances de l'investisseur, qui alors perdra la confiance excessive qu'il avait accumulée. Ainsi, il sera plus réceptif aux risques encourus ce qui normalement améliorera ses performances futures. À mesure que des situations de succès se représenteront, sa tendance à avoir une confiance excessive en lui-même resurgira. Notre étude a bien soulevé le fait que le facteur expérience était un paramètre crucial pour atténuer ce phénomène et son amplitude et, à long terme, faisait tendre vers une certaine régularité comportementale ainsi qu'un lissage des performances.

Néanmoins, l'expérience ne rend pas forcément plus rationnel, car elle ne permet pas d'expliquer ni d'atténuer certaines normes sociales et autres phénomènes affectifs. Ainsi, la finance comportementale a encore de beaux jours devant elle. En effet, réputés apatrides, les investisseurs semblent pourtant privilégier les valeurs de leur propre pays... et plus surprenant encore, démontrent un certain attachement de « voisinage ». Parmi les sociétés sélectionnées par les gérants de portefeuilles, une part non négligeable ont leur siège social à moins de 200 km des bureaux de ces investisseurs... Patriotisme et régionalisme sont-ils bien rationnels ? Nonobstant le fait que la proximité permet très certainement de limiter les biais, par une meilleure connaissance et donc une meilleure appréhension du risque.

BIBLIOGRAPHIE

- ALBOUY. M ; CHARREAUX. G, « La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant », *Revue Française de Gestion*, Paris, 2005,
- ALLAIS. M, « Le comportement de l'homme rationnel devant le risque : critique des postulats et axiomes de l'école Américaine », *Econometrica*, 1953
- ALLARD-POESI. F, « Coder ses données » dans GIORDANO. Y, « Conduire un projet de recherche – une perspective qualitative », *Editions EMS, Paris*, 2003
- BAUMARD. P, IBERT. J, « Quelles approches avec quelles données ? », *Dunod*, 2003
- BERNOUILLI. N, « Specimen theoriae novae de mensura sortis », *Commentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae*, 1713
- BLACK. F, SCHOLES. M, « The Pricing of Options and Corporate Liabilities », *Journal of Political Economy*, May-June 1973
- BOUCHIE DE BELLE A., « En quoi de bons résultats financiers passés influencent-ils l'aversion au risque de l'investisseur ? », *Mémoire ESSCA*, 2008
- BOULAIRE. C, « Portrait chinois : Le jeu de la métaphore en tant qu'expérience », *Décisions Marketing*, 2004
- BOURDIEU. P, « Raisons pratiques sur la théorie de l'action », *Seuil*, 1994
- BROIHANNE. M-H; MERLI. M; ROGER. P, « Finance Comportementale », *Economica*, 2004
- CARHART. M, « On persistence in Mutual Fund Performance », *Journal of Finance*, 1997
- CAUBBOT. R, « Théories financières », *Economica, Paris*, 1994
- CHARREAUX. G, « L'approche économique-financière de l'investissement », Université de Bourgogne, 2001, <http://pagesperso-orange.fr/gerard.charreaux/perso/articles/invt0201.pdf>
- CICCONE. J, « Achieving investment goals », *The Wealth Navigation Team*, 3 Mai 2002

- CLEMENTS. J, « In the field of investing, self-confidence can sometimes come back to haunt you », *Wall Street Journal*, 22 Sept 1998
- COLOMONOS. A, SER. J, « Finance, passion... et risque », *Libération*, Jeudi 17 Janvier 2008
- COMPTE. O; POSTLEWAITE. A, « Confidence-Enhanced Performance », *The American Economic Review*, Dec 2004
- COUPRIE. H, « La réalité défie la théorie », *L'expansion*, Juin 2008
- CRESSY. R, « Credit Rationing or Entrepreneurial Risk Aversion? An Alternative Explanation for the Evans and Jovanovic Finding », *Economics Letters*, 2000
- CYERT. RM, MARCH. JG, « A behavioural theory of the firm », *Englewood Cliffs*, 1963
- DANIEL. D; HIRSHLEIFER. A; SUBRAHMANYAM. A, « Investor psychology and security market under – and overreactions », *The Journal of Finance*, Dec 1998,
- DANIEL. D; HIRSHLEIFER. A; SUBRAHMANYAM. A, « Overconfidence, arbitrage and equilibrium asset pricing », *The Journal of Finance*, 2001
- DEAVES. R ;LUDERS. E; SCHRODER.M, « The dynamics of overconfidence: Evidence from stock market forecasters », *ZEW Discussion Paper*, 7 Octobre 2005
- DE BONDT. W; THALER. R, « Financial decision making in markets: a behavioral perspective », *Finance, Handbooks in Operations Research and Management Science*, 1995
- DEDIEU. F. « Idée reçue: Les traders sont rationnels », », *L'expansion*, Juin 2008
- ELSTER. J, « Le laboureur et ses enfants », *Les éditions de minuit*, 1987
- ERICKSON. F, « Qualitative methods in research on teaching », *Handbook of Research on Teaching*, New York, 1986
- FENTON-O'CREEVY. M; NICHOLSON. N ; SOANE. E; WILLIAM. P, « Traders: risks, decisions, and management in financial markets », *Oxford University Press*, 2005
- FILBECK. G; HATFIELD. L; HORVATH. P, « Risk aversion and personality type », *The Journal of Behavioural Finance*, 2005,
- FRIEDMAN, M, « The Methodology of Positive Economics », *The University of Chicago Press*, 1953
- GERVAIS. S, ODEAN. T, « Learning to be overconfident », *Review of Financial Studies*, 2001
- GLASER. M; WEBER. M, « Overconfidence and trading volume », *Geneva Risk and Insurance Review*, Juin 2007,
- GRAWITZ. M, « Méthodes des sciences sociales », *Dalloz*, 1986
- GREFFE. D ; MAIRESSE. J ; REIFFERS. J-L. « Encyclopédie Economique », *Economica*, 1990
- HEISLER. J, « Loss aversion in futures markets: an empirical test », *The Review of Futures Markets*, 1994
- HERZBERG F., *The motivation to work*, New York, Wiley, 1959.
- HILARY. G; MENZLY. L, « Does past success lead analysts to become overconfident? », *Management science*, 4 Avril 2006
- HIRSHLEIFER. D, SHUMWAY. T, « Good day sunshine: stock returns and the weather », *Journal of Finance*, 2003
- HLALDY RISPAL. M, « La méthode des cas, application à la recherché en gestion », *Editions de Boeck université, Bruxelles*, 2002
- JEMISON. D, « Risk and the relationship among strategy, organizational processes, and performance », *Management Science*, Sept 1987
- JOULE. R.V, BEAUVOIS. J.L, « Petit traité de manipulation à l'usage des honnêtes gens », *P.U.G, Grenoble*, 1987

- KAHNEMAN. D, TVERSKY. A, « Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, 1979
- KAN. K ; TSAI. W-D, « Entrepreneurship and risk aversion », *Small Business Economics*, 2006
- KNIGHT. FH, « Risk, Uncertainty and profit », *Houghton Mifflin, New York*, 1921
- KORN. D, LAIRD. C, « Hearts, mind and money », *Finance Planning*, 1999
- KUHN. T, « La structure des révolutions scientifiques », *Flammarion*, 1983
- LEVY-GARBOUA. V; MAAREK. G, « La crise des subprimes sur le divan », *La Tribune*, 13 Septembre 2007
- LICHTENSTEIN. S, SLOVIC. P, « Reversal of Preference between Bids and Choices and Gambling Decisions », *Journal of Experimental Psychology*, 1971
- LINTNER. J, « The valuation of risky assets and the selection of risky investments in stock portfolio and capital budgets », *Review of Economics and Statistics*, 1965
- LUCAS. R, « Expectations and the Neutrality of Money », *Journal of Economic Theory*, 1972
- MANGOT. M, « Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers », *Dunod, Paris*, 2005
- MARKOWITZ. H, « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, 1952
- MASLOW. A, « Vers une psychologie de l'être » *Fayard, Paris*, 1989
- MAUSS. M, « Essai sur le don », *L'Année Sociologique*, 1925
- McGRAW. P; MELLERS. B. RITOV. I, «The affective cost of overconfidence », *Journal of Behavioural Decision Making*, 2004
- MENKHOFF. L; SCHMIDT. U; BROZYNSKI. T, « The impact of experience on risk taking, overconfidence, and herding of funds managers: Complementary survey evidence », *European Economic Review*, Oct 2006
- MILES. M.B, HUBERMAN. A.M, « Analyse des données qualitatives », 2^{ème} édition, *Editions de Boeck université, Paris Bruxelles*, 2003
- MILLER. D, « The Icarus Paradox: How exceptional companies bring about their own downfall », *Business Horizons*, Jan/Feb 1992
- MODIGLIANI. F, MILLER. M, « The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment », *American Economic review*, June 1958
- MUTH. J, « Rational expectations and the theory of price movements », *Econometrica*, 1961
- OBERLECHNER. T, « Perceptions of successful traders by foreign exchange professionals », *Journal of Behavioral Finance*, 2004
- ODEAN. T, « Do investors trade too much? », *The American Economic Review*, Dec 1999
- ORLEAN. D, « Axes de la recherche en sciences économiques : Efficience informationnelle versus finance comportementale », *Presses de la Rue d'Ulm*, 2007
- PARTHENAY. C, « Herbert Simon : Rationalité limitée, théorie des organisations et sciences de l'artificiel », *Working paper, Paris XIII & Université de Cergy-Pontoise*, 2005
- RAINELLI-LE-MONTAGNER. H, « Des marchés et des hommes », *Sciences et Pratiques Managériales, Economica*, 2002
- ROBINSON. J, « Exercices d'analyse économique », *Presses Universitaires de France (1963), Paris*, 1961
- SCHUMPETER. J.A, « Théorie de l'évolution économique », *Dalloz*, 1913
- SHARPE. W, « Capital assets prices: A theory of market equilibrium under condition of risk », *Journal of Finance*, 1964

- SIMON. H.A, « Administrative Behavior. A study of Decision-Making Processes in Administrative Organization », 1947, traduction française, *Economica*, 1983
- SIMON. H.A, « Theories of Decision-Making in economics and Behavioral Science », *American Economic Review*, 1959
- SIMON. H.A, « From Substantive to Procedural Rationality », *Method and Appraisal in Economics*, 1976
- SIMON. H.A, « Rationality in Political Behavior », *Carnegie Mellon University*, Février 1991
- SIMON. M, HOUGHTON. S, « The relationship between overconfidence and the introduction of risky products: Evidence from a field study », *Academy of Management Journal*, , Apr 2003,
- SMITH. A., « Recherches sur la nature et les causes de la Richesse des Nations », *Gallimard*, 1976
- THALER. R, « Mental Accounting and Consumer Choice », *Marketing Science*, 1985
- THALER. R, « Homo oeconomicus, sociologicus... ou sapiens? L'avenir incertain de l'homo oeconomicus », *Problèmes Economiques*, Juin 2000
- THIETART. R-A, « Méthodes de recherche en management », *Dunod*, 1999
- TVERSKY. A, « Intransitivity of preferences », *Psychological Review*, 1969
- TVERSKY. A, KAHNEMAN. D, « Judgement under Uncertainty: heuristics and Biases », *Science*, 1974
- TYSZKA. T, ZIELONKA. P, « Expert judgments: financial analysts versus weather forecasters », *Journal of Psychology in Financial Markets*, 2002
- VAN CAMPENHOUT. P, « Profession : trader, sorcier de la finance », *lalibre.be*, www.lalibre.be/index.php?view=article&art_id=399479, 4 Février 2008.
- VERLAINE. M, « Vers une approche évolutionniste des marchés financiers », *www.next-finance.fr/Vers-une-proche-evolutionniste*, 31 Mars 2008
- VERNIER E. (2004), « Épargne salariale, épargne retraite, innovation au profit de qui ? », *Innovations, Cahiers d'Économie de l'Innovation*, n° 19, 2004-1, pp. 101-113.
- VERNIER E. (2003), *Épargne salariale (L'imposture)*, Paris, L'Harmattan.
- VON NEUMANN. J, MORGENSTERN. O, « Theory of Games and Economic Behaviour », *Princeton University Press*, 1944
- WACHEUX. F, « Méthodes qualitatives et recherche en gestion, *Economica*, Paris, 1996
- WALLISER. B, « Instrumental Rationality and Cognitive Rationality », *Theory and Decision*, 1989
- WALLISER. B, « Economie Cognitive », *Odile Jacob*, 2000
- YIN. R.K, « Applications of case study research », *Design and methods*, 1994
- ZOLA. E, « L'argent », *Editions Charpentier*, 1891