Peut-On Expliquer la Volatilité du Marché Boursier Marocain Par un Comportement Mimétique des Investisseurs? By Nabil Sifouh & Khdiya Oubal

Et Khdiya Oubal

Received: 7 December 2019 Accepted: 1 January 2020 Published: 15 January 2020

Abstract

The purpose of this paper is to test empirically, if during the period 2002-2017, the volatility of the Moroccan stock market could be linked to mimetic behavior of investors. On a sample made up of 22 firms listed on the Casablanca stock exchange, we adopted an estimate of this behavior according to the measure of cross sectional absolute deviation CSAD to show that there is no solid evidence on the presence of mimicry at least for the period considered in this study.

Index terms— mimicry, volatility, stocks.

1 Introduction

Depuis pratiquement le début des années 2000, les mouvements des prix des actions cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca BVC, ont connu de fortes fluctuations marquant le caractère volatil de ce marché. En se référant aux fondements de la théorie financière moderne, ces mouvements s'expliquent par le changement dans la conjoncture économique. En effet, on stipule que le prix d'un actif est susceptible de refléter toute l'information disponible avec comme support théorique l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés financiers (Fama, 1970), et celle de la rationalité des investisseurs (Muth, 1961).

Les travaux évaluant l'efficience de la BVC, dans sa forme faible (selon Fama(1970), la forme faible de l'efficience stipule l'absence d'auto corrélation dans les séries des prix impliquant le caractère imprévisible et aléatoire des cours boursiers), montrent que le marché boursier marocain n'a pas encore atteint son stade de maturité et l'efficience est formellement rejetée (El Khttab et Moudine (2014), Chiny et Mir (2015)). A la lumière des conclusions des chercheurs marocains, et suite aux publications institutionnelles qui montrent la nature volatile du marché, nous soutenons qu'en dehors des fondamentaux économiques, d'autres arguments peuvent rendre compte de cette volatilité. Dans ce cadre d'analyse, la finance comportementale se propose comme cadre théorique alternatif lorsque certains mécanismes, relevant de la rationalité, échappent du contrôle de l'économiste. Selon l'esprit de la finance comportementale, certains biais de comportements peuvent conduire à la volatilité des prix, parmi ces comportements, l'étude de Sifouh et al (2018), montre l'effet de la confiance excessive des investisseurs sur la volatilité de l'indice de référence MASI (Moroccan All Shares index) pour la période allant de 2002 à 2017, avec comme principale conclusion la pertinence de l'information privée au détriment de celle contenue dans les fondamentaux des firmes et ceux de l'économie.

Avant d'écarter d'autres comportements susceptibles de conduire notre réflexion sur la nature des fluctuations des indices boursiers marocains, nous soulignons qu'un comportement d'excès de confiance, tel qu'il a été décrit dans les travaux des chercheurs depuis la fin des années 1990 (Daniel et al (1998), De Long (1999), Gervais et Odean (2001)?), relève d'une forme d'irrationalité individuelle, or, la littérature financière montre le rôle de l'irrationalité collective évoquant la notion de mimétisme des investisseurs en période de fortes agitations, ou de bulle financière. Par ailleurs, il existe une diversité d'opinions quant à la nature du mimétisme des investisseurs. En effet, il s'agit d'un comportement qui trouve son fondement dans deux approches complémentaires, la finance comportementale, et une approche conventionnaliste des marchés financiers en évoquant les notions, de croyance collective et d'opinion du marché.

2 II. ROLE DU MIMÉTISME DANS L'EXPLICATION DE LA VOLATILITE, DES BULLES ET DES CRISES FINANCIERES

45 L'objet de ce papier est de mettre l'accent sur cette notion, avant d'examiner si l'investisseur marocain exhibe
46 un comportement de suivisme, et si la volatilité des rendements de l'indice MASI pourrait être reliée à une forme
47 d'irrationalité collective soutenue par la théorie mimétique.

48 Dans une première section, nous montrerons, à travers la littérature existante, la relation entre mimétisme,
49 volatilité, bulles et crises financières. La deuxième section fera l'objet d'un rappel des travaux ayant testé
50 la présence et le rôle du mimétisme dans l'explication des mouvements des cours boursiers. La troisième, et
51 dernière section, portera sur un test empirique en examinant si durant la période 2002-2017, la volatilité de
52 l'indice MASI était la conséquence d'une forme d'irrationalité collective à travers un comportement grégaire au
53 sein des investisseurs.

54 2 II. ROLE DU MIMÉTISME DANS L'EXPLICATION DE 55 LA VOLATILITE, DES BULLES ET DES CRISES FI- 56 NANCIERES

57 Tout d'abord, nous rappelons que le mimétisme, comme notion en finance des marchés, trouve son fondement
58 dans des travaux relevant de la finance comportementale qui considèrent ce comportement comme l'un des
59 biais cognitifs qui contredisent l'esprit de la rationalité fondamentaliste de la théorie financière contemporaine.
60 Ensuite, cette rationalité exige une parfaite circulation de l'information permettant aux acteurs de construire
61 des anticipations conformément à l'information disponible. Il existe donc, selon ce principe, une étroite relation
62 entre hypothèse de rationalité (Muth, 1960), et celle de l'efficacité informationnelle au sens (Fama (1970)).

63 Un raisonnement axé sur la rationalité des investisseurs suppose que les marchés soient des lieux de calcul
64 et d'optimisation des choix avec comme conséquence l'efficacité des marchés financiers qui reste, malgré les
65 critiques, le paradigme scientifique dominant en finance. La discipline financière est construite dans la perspective
66 de devenir une science dure. Une telle vision reste, selon d'autres chercheurs optant pour d'autres approches
67 alternatives, une hypothèse difficilement vérifiable. Dans ce sens, la finance comportementale se propose comme
68 une alternative à la finance néoclassique en imposant la prise en compte des phénomènes comportementaux dans
69 toute évaluation des actifs financiers. La finance, comme le soutient certains chercheurs comme Thaler (1999), est
70 devenue comportementale de sorte que toute analyse des mécanismes de formation des prix nécessite la prise en
71 compte des facteurs humains en plus des éléments issus des fondamentaux selon une vision orthodoxe (Martin,
72 2016). Toutefois, une telle vision s'inscrit dans une approche qui considère les comportements moutonniers,
73 et les mouvements de foules spéculatives comme modèle de comportement collectif qui s'écarte à la fois de la
74 rationalité parfaite et de l'irrationalité individuelle défendue par les partisans du courant comportementaliste de
75 la finance. Le mimétisme paraît donc, comme mode de comportement qui illustre les liens d'interdépendance
76 entre psychologie, sociologie et économie. 1 Une vision orthodoxe paraît quand une théorie ou paradigme occupe
77 une place dominante au sein des théories concurrentes. Toute vision, approche ou paradigme qui diffère du
78 paradigme dominant est une hétérodoxie, en finance, l'orthodoxie correspond à la théorie financière moderne
79 fondée sur les hypothèses d'efficacité informationnelle et de rationalité. 2 La crise des Tulipes est considérée
80 comme la première crise financière dans l'histoire. Ladouceur (2011) comme l'un des rares auteurs qui se sont
81 intéressés aux enjeux de cette crise, montre qu'il s'agissait d'une flambée des prix des tulipes (type de fleurs rares)
82 en raison d'une demande excessive de ce type de fleurs qui était considéré comme signe de richesse en Hollande
83 de l'époque du 17^{ème} siècle.

84 En revanche, la prise en compte de l'irrationalité individuelle, soutenue par les adeptes de la finance
85 comportementale, est désormais insuffisante pour rendre compte de l'irrationalité collective se traduisant par
86 la volatilité, la formation des bulles spéculatives et le déclenchement des crises financières. En effet, cette
87 irrationalité collective n'est pas forcément le résultat de comportements individuels isolés. L'histoire des crises
88 financières, depuis la tulipomanie 2, montre que l'effondrement des prix est le résultat d'un comportement
89 irrationnel collectif qu'on ne peut expliquer uniquement par des comportements individuels comme le préconise
90 nombre de recherches en finance comportementale. Dans ce cadre d'analyse, la théorie du mimétisme se propose
91 comme un cadre de référence pour étudier les mécanismes de prix en s'inspirant à la fois de la psychologie, de
92 l'histoire des crises et de la sociologie.

93 compris les phénomènes de volatilité extrême, le conduisant à suivre les conventions faisant appel aux
94 croyances collectives des intervenants. Une approche conventionnaliste des marchés financiers s'inspire de la
95 vision keynésienne sur les conventions financières, selon cette approche, on révèle que les mécanismes de prix
96 suivent une forme de coordination que Keynes nomme « convention » (Piluso, 2008).

97 Lorsque des agents sont confrontés à leur méconnaissance des informations, et à leur ignorance des mécanismes
98 de fonctionnement des marchés, il est évident qu'une stratégie alternative consiste à suivre l'action des agents
99 qu'on considère mieux informés. L'anticipation des agents économiques est orientée vers l'anticipation de l'opinion
100 moyenne du marché, puis elle est focalisée sur ce que peut être cette anticipation, puis ainsi de suite, jusqu'à ce
101 qu'on arrive à un processus d'anticipations autocentrés justifiant le déséquilibre du marché au sein de ce qu'on
102 considère une cascade d'anticipations croisées (Piluso, 2008). Pour comprendre pourquoi il serait nécessaire
103 d'introduire la notion de « convention financière », Orléan (2004) aborde son analyse des conventions économiques
104 par la notion de « convention standard », selon ce chercheur : « La notion de convention est devenue d'un usage
105 courant en économie. Elle désigne une régularité de comportement R au sein d'une population P telle que :

106 (1) tous les membres de la population se conforment à R ; (2) chacun croit que tous les autres membres de P
107 se conforment à R et (3) trouve dans cette croyance une bonne et décisive raison pour se conformer à R ; (4) par
108 ailleurs, au moins, une autre régularité R' vérifiant les conditions précédentes aurait pu prévaloir ». ??Orléan,
109 2004, p.4).

110 Dans une autre définition, Orléan (1990) considère une convention comme « une organisation sociale au
111 travers de laquelle la communauté se dote d'une référence commune, produit d'une représentation commune
112 qui fonde les anticipations individuelles » ??Orléan, 1990, p.265). Par ailleurs, Pour analyser en profondeur le
113 fonctionnement des marchés financiers, une approche fondée sur la notion de convention est désormais compatible
114 avec une « analyse autoréférentielle » des marchés qui , selon Orléan (2007), renvoie à une logique impliquant
115 une structure spéculative pour laquelle chacun cherche à connaître l'opinion de l'autre justifiant une convergence
116 des comportements individuels vers un seul comportement collectif compatible avec les stratégies mimétiques des
117 foules spéculatives.

118 Maintenant, une vision du marché axée sur les logiques d'autoréférentialité et de convention financière, soutient
119 en toute légitimité le rôle des stratégies mimétiques des agents économiques dans la formation et la construction
120 de leurs anticipations du futur. Un tel processus conduit, selon Orléan, dans ses travaux depuis la fin des années
121 1990, à un mécanisme puissant favorisant la volatilité excessive des cours boursiers.

122 Maintenant, comment peut-on obtenir une mesure du mimétisme des investisseurs ?

123 3 III. MISE EN EVIDENCE DU MIMETISME SUR LES 124 MARCHES FINANCIERS

125 Depuis le début des années 1980, des chercheurs ont eu l'intuition que les investisseurs ont des influences les uns
126 sur les autres, en dehors des marchés financiers, ces travaux ont essayé de montrer qu'il existe des interactions dans
127 les actions des investisseurs, avec notamment ce qu'on nomme risque de contagion. L'un des premiers travaux
128 réalisés dans ce sens, est l'article ??e Diamond et Dybvig (1983) qui montre que les retraits massifs des dépôts
129 bancaires sont expliqués par les influences mutuelles des clients qui justifient les mouvements de panique lors
130 des crises bancaires. L'étude ??e Gorton (1988) est réalisée dans le même contexte, l'auteur de cette recherche
131 a exploité un siècle de données pour tester des théories sur la panique bancaire, la première conclusion de ce
132 travail montre que les crises de panique bancaires américaines pour la période (1865-1914) étaient le résultat
133 des réévaluations du risque fondées sur l'arrivée d'informations nouvelles. Pour la crise de panique survenue
134 avant la grande récession de 1930, l'auteur de cette recherche, montre qu'il ne s'agit pas des mêmes mécanismes
135 précédemment évoqués. Dans l'ensemble, les travaux consacrés à l'étude du comportement vis-à-vis du risque
136 bancaire ne révèle pas l'existence d'éléments imprévisibles ou aléatoires, il y a souvent une explication à la
137 panique bancaire.

138 Ce qui se passe sur les marchés financiers est relativement différent, de ce fait, le comportement des investisseurs
139 a fait l'objet de nombreuses études qui ont tenté sa mesure et sa modélisation. L'une des premières études
140 fournissant une mesure du comportement mimétique des investisseurs, est l'étude de Lakonishok, Schleifer et
141 Vishny (1992), les auteurs de la méthode dite« LSV », ont construit leur base de données sur la base de 769
142 fonds d'actions cotées sur les marchés américains du NYSE 3 , AMEX (American Stock Exchange) et OTC 4 .
143 La mesure LSV est retenue comme mesure de concentration des échanges effectués. Dans cette étude, les auteurs
144 de la méthode ont mesuré la concentration des gestionnaires de fonds réalisant des achats (ventes) d'un titre
145 pendant un trimestre donné. Cette concentration est mesurée en fonction de la proportion normale des acheteurs
146 (vendeurs) de toutes les actions du marché.

147 4 4

148 OTC est l'abréviation de (over-the-counter) est un marché financier américain fournissant des prix et de
149 l'information de liquidité pour près de 10 000 titres échangés de gré à gré.

150 Même si la mesure LSV a été adoptée comme mesure du comportement mimétique depuis les travaux ??e
151 Inspirée de la méthode CSSD, les travaux récents sur le mimétisme des investisseurs utilisent la méthode de
152 l'écart type transversal absolu CSAD (cross sectional absolute deviation) à l'instar de l'étude de Chang, Cheng
153 et Khorana (2000), une mesure que nous expliquerons dans la partie méthodologie dans cette étude.

154 Les travaux sur le mimétisme des investisseurs ont donc essayé de recourir à l'une des méthodes, LSV, PCM
155 et CSSD ou encore CSAD. L'objet de ces études était, principalement, de savoir si en période de fortes agitations
156 des marchés, les investisseurs ont tendance à suivre l'opinion générale du marché. Par ailleurs, outre ces trois
157 méthodes, d'autres méthodes ont été conçues pour permettre une adéquation des mesures au caractère instable
158 et volatil des rendements dans le temps, cependant, le principe reste le même et les trois mesures ci-dessus restent
159 les méthodes de référence pour rendre compte de la présence du comportement mimétique. En se basant sur ces
160 méthodes, une large littérature s'est développée pour étudier le lien entre la volatilité des cours boursiers et le
161 comportement mimétique des investisseurs. Selon Jondeau (2001), les mesures des mimétismes ont indiqué sa
162 présence effective sur bon nombre de places financières dans le monde. Ceci s'explique selon cet auteur par la
163 faible exigence en termes d'informations, et l'influence des frais d'accès à des informations devenues de plus en
164 plus onéreuses, un tel phénomène est beaucoup plus présent en contexte émergent d'après l'auteur.

6 CETTE RELATION UTILISE LA FORMULE DU MODÈLE D'EVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS MEDAF DANS SA VERSION DE BLACK (1972).

165 Les chercheurs ont essayé de confronter la réalité observée des marchés à la théorie du mimétisme, depuis
166 pratiquement le krach de 1987, ils se sont orientés vers les modèles de comportement, et notamment vers la
167 rationalité mimétique censée être au coeur des bulles financières. Shiller et al (1991) ont diffusé un questionnaire
168 auprès des investisseurs institutionnels au Japon afin d'étudier leurs comportements avant et pendant la crise
169 de 1987. Dans cette étude, les auteurs montrent que la chute des cours sur le marché américain était la seule
170 préoccupation des investisseurs japonais (en ignorant les informations locales). En outre, une comparaison entre
171 le comportement des investisseurs américains et celui des investisseurs japonais révèle des similitudes en termes
172 d'attitudes et de comportements en période de crise. Certes, on n'a pas fait référence à la notion de mimétisme
173 de manière explicite dans cette étude, cependant, du fait que la crise survenue aux Etats-Unis est la cause directe
174 (selon Shiller) de la chute de la bourse de Tokyo, le mimétisme est implicitement impliqué dans un tel processus.

175 Selon Raghuram et Das (1999), le comportement imitatif est fortement impliqué dans les mécanismes d'incidence
176 des anomalies financières, des phénomènes de volatilité extrême, ou même dans les processus de formation des
177 bulles financières et des crises. Au lendemain de la crise des Subprimes, beaucoup de chercheurs ont essayé donc
178 d'examiner le rôle du comportement moutonnier dans l'explication de la forte volatilité des marchés. Tan et
179 al (2008) ont mené une étude sur le marché chinois des actions en adoptant les mesures de Christie et Huang
180 (1995). La base de données concernent les cours des entreprises cotées aux bourses de Shanghai (Shanghai Stock
181 Exchange) et Shenzhen (Shenzhen Stock Exchange) pour une période allant du 12 juillet 1994 à 31 décembre 2003.
182 Les auteurs de cette étude ont procédé à une décomposition de l'échantillon global en plusieurs sous-groupes, et
183 la période globale en sous-périodes afin d'approfondir l'analyse du comportement mimétique, et afin de pouvoir
184 généraliser les résultats. Tan et al ont montré que les investisseurs dans les deux marchés, quel que soit le groupe
185 en question, sont caractérisés par leur comportement moutonnier. Par ailleurs, les auteurs soulignent que ce
186 comportement de suivisme est plutôt présent sur des horizons de court terme, et tend à disparaître lorsqu'on
187 retient des périodicités hebdomadaires ou mensuelles. Concernant l'impact sur la volatilité, les auteurs ont pris
188 en compte le critère de la moyenne mobile, lorsque la volatilité est supérieure à cette moyenne, ils l'ont qualifié
189 de volatilité excessive. Un résultat pertinent de cette recherche en introduisant la variable volatilité, suppose que
190 le mimétisme est beaucoup plus prononcé en période de forte volatilité. Selon ces auteurs: "Herding is present in
191 all four markets examined when markets are rising, and when volume and volatility are high." ??Tan et al, 2008,
192 p.75).

193 Sur le marché japonais, Cajueiro et Tabak (2007) ont également montré qu'en période d'extrêmes mouvements
194 de marché, le comportement mimétique est plus présent au sein des investisseurs dans les actions cotées à la bourse
195 de Tokyo (Tokyo Stock Exchange). La mesure adoptée est celle de CSAD (écarts absolus transversaux), ensuite,
196 les chercheurs ont procédé à la régression selon la méthode de Christie et Huang (1995).

197 Maintenant, si ces études ont relié la forte volatilité des marchés au comportement de mimétisme, la littérature
198 insiste aussi sur le rôle du comportement moutonnier dans la formation des bulles spéculatives. Dans ce contexte,
199 nous rappelons que si la théorie des bulles rationnelles 5 IV.

200 5 METHODOLOGIE

201 fournit un cadre théorique pour comprendre la nature de ces bulles, la théorie du mimétisme offre de son côté
202 un support théorique alternatif pour étudier les bulles et les crises financières en dehors de ce que préconise la
203 théorie des bulles rationnelles.

204 Les travaux sur le mimétisme des spéculateurs révèlent l'importance des mesures indirectes fondées sur les
205 méthodes évoquées, les méthodes LSV, PCM et la mesure ??e Christie et Huang (1995) En effet les auteurs ont
206 opté pour une approche fondée sur la notion de « la valeur Absolue de la Déviation (Absolute Value of Deviation
207 AVD), ainsi on définit cette valeur selon l'équation (1) comme suit:????? ??,?? = |?? ?? ? ?? ?? |??(?? ?? ?
208 ?? δ ??"δ ??")

209 Les ?? i et ?? m mesurent respectivement, le risque systématique du titre i et d'un portefeuille de marché
210 composé de titres à pondérations égales (?m étant la moyenne arithmétique de tous les ?i des titres), R f représente
211 le rendement d'un portefeuille sans risque.

212 6 Cette relation utilise la formule du Modèle d'Evaluation des 213 Actifs Financiers MEDAF dans sa version de Black (1972).

214 Chang et al ont défini ensuite l'espérance de l'écart type transversal des rendements de N titres à la date t selon
215 la formule (2) :ECSAD t = 1 N ? AVD i,t = 1 N N 1 ??? i ? ? m E(R m ? R f) N 1 ??ECSAD t ???(?? ??)
216 = 1 ?? ??? i ? ? m ? ?? 1 > 0 Et ?? 2 ECSAD t ???(?? ?? 2) = 0

217 D'après ces résultats, une absence du mimétisme est vérifiée en cas de relation non-linéaire et décroissante
218 entre ECSAD t et l'espérance de rendement du marché. Par ailleurs, Chang et al (2000) ont retenu comme proxy
219 du ECSAD t la mesure du CSAD t selon l'équation (3) comme suit :CSAD t = 1 N ? |R it ? R mt | N i=1

220 Avec R it est la rentabilité du titre i à la date t. R mt est la rentabilité moyenne en coupe transversale des N
221 titres à la date t. N : nombre de titres (firmes). CSAD t = ? + ? 1 |R mt | + ? 2 R mt 2 + ? t

222 L'estimation de la relation (4) permet d'examiner si en période de hausse extrême des cours, les investisseurs
223 ont tendance à suivre l'opinion générale du marché. Dans une telle situation, il faut s'attendre à ce que la
224 dispersion absolue des rentabilités autour de la moyenne du marché (représentée par l'échantillon d'entreprises)

225 soit moins proportionnelle aux valeurs extrêmes du marché, traduisant que les investisseurs ont tendance à
226 suivre l'opinion du marché durant les périodes de forte volatilité. Inversement, une relation significative entre
227 la mesure adoptée et la rentabilité moyenne du marché implique un accroissement des dispersions observées en
228 période d'extrêmes mouvements du marché ce qui rejette l'hypothèse du mimétisme. Pour le coefficient attaché
229 au carré du rendement du marché, il permet de tester s'il existe une relation non-linéaire entre le rendement
230 moyen du marché et l'écart type absolu transversal. En résumé, le modèle ??e Pour le pouvoir explicatif du
231 modèle, ce dernier étant significatif à 24% seulement, ne permet pas de confirmer la présence ou l'absence d'un
232 comportement de suivisme au sein des opérateurs du marché marocain si nous comparons ce résultat à celui
233 obtenu par les auteurs tunisiens qui ont constaté une significativité, en termes de coefficient de détermination,
234 supérieure à 90% en écartant formellement l'hypothèse de mimétisme.

235 Nos résultats corroborent plutôt certaines conclusions d'études réalisées en contexte européens, et notamment,
236 celle de Hassairi (2008) qui a constaté la non significativité statistique du terme quadratique sur les marchés de
237 la Belgique, du Danemark, de l'Irlande et des Pays-Bas. Ce résultat a été interprété comme l'existence d'une
238 relation linéaire entre le rendement absolu et l'écart type transversal absolu ce qui n'a pas permis une mise
239 en évidence formelle du mimétisme sur ces marchés. En contexte marocain, nous sommes arrivés à la même
240 conclusion, nous ne pouvons pas donc, confirmer ou infirmer la présence du comportement mimétique pour la
241 période considérée (2002 à 2017), en revanche, une conclusion pertinente est que la significativité du coefficient
242 attaché au rendement absolu du marché renforce le résultat de Sifouh et al (2018) sur l'impact de l'excès de
243 confiance des investisseurs dans l'explication des mouvements des prix des actions des firmes marocaines cotées.
244 En effet, un comportement d'excès de confiance soutient la pertinence de l'opinion individuelle des investisseurs
245 compatible avec les modèles de comportement défendus par les teneurs de la finance comportementale sachant
246 que le rejet de l'hypothèse mimétique n'accepte pas forcément l'hypothèse de rationalité fondamentaliste soutenue
247 par les partisans de la théorie d'efficience informationnelle. Le tableau 5 indique le résultat de cette estimation, le
248 coefficient β_1 est positif et significatif au l'écart type transversal absolu CSAD en fonction du rendement absolu
249 du marché et de son rendement au carré, a fait ressortir une significativité positive au seuil de 1% du rendement
250 de marché ce qui montre qu'en période de fortes variations du marché, il y a eu une importante dispersion des
251 rendements individuels des titres. Ce résultat rejette l'hypothèse d'un comportement de suivisme au sein des
252 opérateurs de marché. Cependant, le rendement quadratique du marché dont le coefficient est positivement non
253 significatif, ne permet pas de confirmer la non linéarité entre la dispersion du rendement et le rendement du
254 marché ce qui ne permet pas un rejet formel de l'hypothèse mimétique. Sur la base de ces résultats, on ne
255 peut pas affirmer la présence d'un comportement mimétique sur le marché boursier marocain pour la période
256 allant de 2002 à 2017. Maintenant, pour donner une interprétation possible à ce constat, nous rappelons que les
257 développements théoriques sur le mimétisme considèrent un tel phénomène comme l'une des principales causes
258 des bulles spéculatives et des krachs boursiers, or, malgré les fortes variations qui ont caractérisé l'évolution des
259 indices boursiers marocains, aucune analyse extraites des rapports institutionnels et des rapports d'activité ne
260 considère qu'il y a eu une véritable chute des cours qu'on peut qualifier de crise boursière, ni de véritable hausse
261 des prix compatible avec le modèle de bulle spéculative. ^{1 2}

¹NYSE : The New York stock Exchange : le nom officiel de la bourse de New York depuis 1863.

²Peut-On Expliquer la Volatilité du Marché Boursier Marocain Par un Comportement Mimétique des Investisseurs?© 2020 Global Journals

MNG	appréhender la nature du comportement des opérateurs de marché. En contexte tunisien par exemple, les MANAGEM
NEX	chercheurs Miled et Darwez (2014) ont opté pour la NEXANS MAROC
SBM	même mesure. Sur un marché qui présente relativement BRASSERIES DU MAROC
SID MOX SMI WAA	les mêmes caractéristiques, nous menons un test de SONASID mimétisme selon la mesure de Chang, Cheng et MAGHREB OXYGENE khorana (2000) inspirée du modèle de Christie et SMI Huang. Wafa ASSURANCE a) Echantillon et données
b) Test du mimétisme par la mesure CSAD	Pour tester un comportement de suivisme au sein des opérateurs sur le marché marocain des actions, la constitution de la base de données a nécessité de ne retenir que les entreprises qui disposent de publications régulières des données sur les cours mensuels pour la période allant de janvier 2002 à Décembre 2017 en écartant les firmes dont les prix restent sans changement significatif pendant de longues périodes 6 . Nous avons pu sélectionner donc 22 Tableau 1: échantillon des entreprises retenues pour
BCE ATW	BMCE BANK ATTIJARIWafa BANK
BCI CDM ALM ATH CDA CMA CSR CTM GAZ LES LHM MAB MLE	BMCI CDM ALUMINIUM DU MAROC AUTO HALL CENTRALE DANONE CIMENTS DU MAROC COSUMAR CTM AFRIQUIA GAZ LESIEUR CRISTAL LAFARGE HOLCIM MAR MAGHREBAIL MAROC LEASING

6 CETTE RELATION UTILISE LA FORMULE DU MODÈLE D'ÉVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS MEDAF DANS SA VERSION DE BLACK (1972).

marché affiche des valeurs extrêmes (en valeur absolue).

V.

RESULTATS

Avant d'exposer nos résultats d'estimation de la relation (4), nous fournissons des statistiques descriptives sur les variables inscrites dans cette étude, ainsi qu'un test de stationnarité préalable à l'estimation en question.

a) Mesure de l'écart type transversal CSAD Tableau 5: Estimation du comportement mimétique selon la méthode de Chang et al (2000) inspirée de l'estimation de Black (1972). Le descriptives des trois séries CSAD, la rentabilité tableau 2 indique les statistiques moyenne absolue de 22

Tableau 2: Statistiques descriptives des séries des rendements et du CSAD $R^2 = 0.2417$

R^2 ajustée = 0.2337 Moyenne Médiane Maximum Minimum Skewness Kurtosis Jarque-Bera Probabilité Ob

Maintenant, nous menons un test de stationnarité Augmented Dickey-Fuller ADF (1981) de la

Chang et al (2000) permet de confirmer un comportement mimétique en cas : 1-d'absence de relation linéaire

b) Estimation du mimétisme Selon la méthode de Chang, Cheng et Khorana (2000) inspirée de l'estimation

[Note: Lseuil]

Figure 4:

- 262 [Raghubir and Das ()] ‘A case for theorydriven experimental enquiry’. P Raghubir , S R Das . *Financial Analysts*
263 *Journal* 1999. 55 (6) p. .
- 264 [Chang et al. ()] ‘An examination of herd behavior in equity markets: an international perspective’. E C Chang
265 , J W Cheng , A Khorana . *Journal of Banking and Finance* 2000. 24 p. .
- 266 [Diamond and Dybvig ()] ‘Bank runs, deposit insurance, and liquidity’. D W Diamond , P H Dybvig . *Journal*
267 *of political economy* 1983. 91 (3) p. .
- 268 [Gorton ()] ‘Banking panics and business cycles’. G Gorton . *Oxford economic papers* 1988. 40 (4) p. .
- 269 [Black ()] ‘Capital market equilibrium with restricted borrowing’. F Black . *The Journal of business* 1972. 45 (3)
270 p. .
- 271 [Fama ()] ‘Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work’. E Fama . *Journal of Finance*
272 1970. 25 p. .
- 273 [Christie and Huang ()] ‘Following the pied piper: Do individual returns herd around the market?’. W G Christie
274 , R D Huang . *Financial Analysts Journal* 1995. p. .
- 275 [Tan et al. ()] ‘Herding behavior in Chinese stock markets: An examination of A and B shares’. L Tan , T C
276 Chiang , J R Mason , E Nelling . *Finance Journal* 2008. 16 p. .
- 277 [Shiller et al. ()] ‘Investor behavior in the October 1987 stock market crash: The case of Japan’. R J Shiller , F
278 Kon-Ya , Y Tsutsui . *Journal of the Japanese and International Economies* 1991. 5 (1) p. .
- 279 [Daniel et al. ()] ‘Investor psychology and security market under-and over reactions’. K Daniel , D Hirshleifer ,
280 A Subrahmanyam . *the Journal of Finance* 1998. 53 (6) p. .
- 281 [Orléan ()] *L’approche institutionnaliste de la monnaie: une introduction*, A Orléan . 2007. Paris School of
282 Economics/Paris-Jourdan Sciences Economiques
- 283 [Orléan ()] *L’économie des conventions : définitions et résultats. Préface à la réédition d’Analyse économique des*
284 *conventions Presses Universitaires de France, collection « Quadrige*, A Orléan . 2004. p. .
- 285 [Miled and Et Darwez ()] ‘Le comportement mimétique sur le marché Financier Tunisien avant et après la
286 révolution’. K Miled , F Et Darwez . *Business Process International Conference on Business, Economics,*
287 *Marketing & Management Research (BEMM’14)*, 2014. 5.
- 288 [Jondeau ()] *Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux*, E Jondeau . 2001. 95 p. . Bulletin de la
289 Banque de France
- 290 [Orléan ()] *Le pouvoir de la finance*, A Orléan . 1999. Paris, Odile Jacob.
- 291 [Gervais and Odean ()] ‘Learning to be over confident’. S Gervais , T Odean . *Review of Financial Studies* 2001.
292 14 p. .
- 293 [Dickey and Fuller ()] ‘Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root’. D A Dickey ,
294 W A Fuller . *Econometrica: journal of the Econometric Society* 1981. p. .
- 295 [Cajueiro and Tabak ()] ‘Long-range dependence and market structure’. D O Cajueiro , B M Tabak . *Chaos,*
296 *Solitons & Fractals* 2007. 31 (4) p. .
- 297 [Martin ()] D Martin . *Croyances et marchés financiers. Idées économiques et sociales*, 2016. p. .
- 298 [Hassairi (2008)] *Mimétisme et marchés financiers européens*, S Hassairi . 2008. January. Avignon.
- 299 [Piluso ()] N Piluso . *La convention financière chez Keynes. L’Actualité économique*, 2008. 84 p. .
- 300 [Muth ()] ‘Rational Expectations and the Theory of Price Movements’. J Muth . *Econometrica* 1961. 29 (3) p. .
- 301 [Chiny and Mir ()] ‘Tests de l’efficience du marché financier marocain’. F & Chiny , A Mir . *Global Journal of*
302 *Management and Business Research: C Finance* 2015. p. .
- 303 [Thaler ()] ‘The end of behavioral finance’. R H Thaler . *Financial Analysts Journal* 1999. 55 (6) p. .
- 304 [Lakonishok et al. ()] ‘The impact of institutional trading on stock prices’. J Lakonishok , A Shleifer , R W
305 Vishny . *Journal of financial economics* 1992. 32 (1) p. .
- 306 [Odean ()] ‘Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average’. T Odean . *Le rôle des*
307 *influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers* », *Revue économique*, 1998. 1990.
308 1990. 41 p. .
- 309 [Wermers ()] (R Wermers . « *Herding, Trade Reversals, and Cascading by Institutional Investors*, 1995.
310 University of Colorado mimeo
- 311 [Khattab and Moudine ()] ‘« Essai sur L’efficience informationnelle du marché boursier marocain’. El Khattab ,
312 Y C Moudine . *Global Journal of Management and Business Research* 2014. 14 p. . (Finance)
- 313 [Sifouh et al. ()] ‘« Etude Empirique De L’effet Du Comportement D’excès De Confiance Sur La Volatilité Du
314 Marche Boursier Marocain’. N Sifouh , K Oubal , S Bayoud . ISSN 1857- 7431. *European Scientific Journal*
315 1857 -7881. 2018. 14 (31) p. . (Print)