

## **Peut-on humaniser la finance ?**

### **Can we humanize finance?**

**Salima Harrab (Doctorante-chercheur)**

Laboratoire de recherche: Sciences de Gestion des Organisations

Université Ibn Toufail-Kenitra, ENCG Kenitra, MAROC

[harrab.salima@gmail.com](mailto:harrab.salima@gmail.com)

## RÉSUMÉ

Sur le marché financier, nous observons une multitude de théories qui ne semble pas correspondre à la réalité. A titre d'exemple, "l'affaire des tulipes hollandaises" selon laquelle le marché financier est guidé par le mimétisme de ses acteurs, et qui prouve que le marché est irrationnel. Pourquoi ? Tout simplement, parce que les investisseurs prennent leurs décisions en s'écartant de la rationalité et de son corollaire d'efficience des marchés financiers.

En effet, l'évolution des marchés financiers fournit quotidiennement aux théoriciens une quantité considérable des données empiriques sur lesquelles ils développent leurs réflexions sur le paradigme dominant (la finance traditionnelle). Notons qu'avant tout le marché financier est composé d'acteurs qui sont d'abord des humains qui certes, calculent, comparent, observent mais aussi ressentent et imitent.

Dans un tel contexte, des spécialistes issus d'autres disciplines que la finance, ont proposé une nouvelle approche provenant d'un caractère transdisciplinaire qui permet alors, d'analyser la finance sous l'angle de la psychologie et la sociologie. C'est ainsi que la finance comportementale est émergée en mettant en cause l'hypothèse de la rationalité et de l'efficience des marchés financiers, montrant que les investisseurs sont sujets à des biais comportementaux susceptibles de modifier à la fois leurs croyances mais aussi leurs préférences.

**Mots clés :** Finance comportementale, efficience des marchés financiers, les anticipations rationnelles, la prise de décision, les biais comportementaux de l'investisseur.

## ABSTRACT

On the financial market, we observe a multitude of theories that does not seem to correspond to reality. For example, "the Dutch tulip affair", according to which the financial market is guided by the mimicry of its actors, and which proves that the market is irrational. Why ? Simply because investors make their decisions by moving away from rationality and its corollary of efficient financial markets.

Indeed, the evolution of the financial markets daily provides theorists with a considerable quantity of empirical data on which they develop their reflections on the dominant paradigm. First of all, it should be noted that the financial market is composed of actors who are first and foremost human beings who, of course, calculate, compare, observe but also feel and imitate. In this context, specialists stemming from other disciplines than the finance, have proposed a new approach from a transdisciplinary character which allows then, to analyze finance from the point of view of psychology and sociology. Thus behavioral finance has emerged by questioning the assumption of the rationality and efficiency of the financial markets, showing that investors are subject to behavioral biases likely to modify both their beliefs but also their preferences.

**Keywords:** Behavioral finance, financial market efficiency, rational expectations, decision-making, behavioral biases of the investor.

## Introduction

La finance comportementale s'est émergée fortement suite à l'observation que les investisseurs se comportent contrairement aux hypothèses fondatrices de la finance traditionnelle. Née à la fin des années 1970, elle cherche de manière empirique via des expériences en laboratoires (Kahneman et Tversky 1979) à témoigner si les comportements des individus lors de leur prise de décisions s'éloignent de la rationalité et de son corolaire d'efficience des marchés financiers. En effet, les résultats des études empiriques menées par des psychologues concluent que les investisseurs ne sont pas pleinement rationnels. Leurs comportements s'affichent au contraire des biais qui affectent tout type d'investisseur (privé et professionnel). Ils peuvent être des :

- Biais cognitifs (heuristiques) qui sont dus à des erreurs de jugements systématique ;
- Biais émotionnels (peur, amour, sur confiance, humeur,...) ;
- Biais sociologiques (comportement moutonnier).

De telles considérations de biais comportementaux trouvent des prolongements en psychologie et en sociologie, et conduisent à s'interroger sur cette façon révolutionnaire d'appréhender le processus décisionnel, et à favoriser l'émergence de nouvelles tentatives pour expliquer le fonctionnement des marchés financiers. Cependant, dans quelles mesures la finance comportementale contribuerait de mieux comprendre les prises de décisions de l'investisseur sur le marché financier ?

En vue de chercher quelques éléments de réponses, nous optons pour les hypothèses suivantes :

$H_1$  : Le facteur psychologique interviendrait dans la prise de décision des investisseurs ;

$H_2$  : Le facteur sociologique interviendrait aussi dans la prise de décision des investisseurs.

Pour répondre à ces hypothèses, nous allons mobiliser un cadre méthodologique de lecture théorique selon le plan lancé après :

1. La théorie des anticipations rationnelles ;
2. L'hypothèse d'efficience des marchés financiers ;
3. La finance comportementale :
  - 3.1 Biais cognitifs ;
  - 3.2 Biais émotionnels ;
  - 3.3 Biais sociologiques.

## 1. La théorie des anticipations rationnelles

Se plaçant dans le courant néoclassique, la théorie des anticipations a été introduite par John Muth (1961), développée par Robert Lucas (1972), et puis Thomas Sargent (1981). La théorie des anticipations rationnelles stipule que les agents économiques (entreprises/consommateurs) fondent en grande partie leurs prévisions selon les informations dont ils disposent, ainsi sur l'observation des expériences passées. Dans les années 50 et 60, les économistes pensaient que l'estimation d'une variable donnée par les agents économiques était fondamentalement liée aux données passées ; « l'anticipation du taux d'inflation futur, était vu comme la moyenne des taux d'inflation passés » (Frederic Mishkin 2013, p.183). Mais en réalité, les agents utilisent non seulement les données extrapolées du passé, mais aussi les informations disponibles qui peuvent agir sur la valeur future de la variable.

Dans ce sens, les économistes spécialistes des marchés financiers développaient une théorie proche de celle-ci baptisée "l'hypothèse d'efficience des marchés". « Cette théorie n'est rien d'autre que l'application des anticipations rationnelles au mode de formation des prix des actifs financiers » (Frederic Mishkin 2013, p.186). On attribue la paternité de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers à Eugene Fama grâce à un article publié en 1970 intitulé "Efficient Capital Markets : A Review of Theoretical and Empirical Works", qui, postule « qu'un marché est dit efficace si le prix d'un actif reflète l'intégralité des informations disponibles ».

## 2. L'hypothèse d'efficience des marchés financiers

L'hypothèse d'efficience des marchés financiers (Efficient Market Hypothesis, EMH) est un concept central de la théorie financière moderne (pour ne pas dire de l'économie plus générale) car elle pose la question de la construction des prix. L'EMH est née suite à l'idée que « les informations disponibles et pertinents, les nouvelles informations peuvent faire varier les cours de façon aléatoire » (Alboy 2005, p : 170). Cela est dit que le marché reflète les informations déjà survenues des événements passés et celles que le marché s'attend dans l'avenir pour refléter le prix d'un actif donné. Cette théorie doit réellement son expansion grâce aux travaux de Fama (1970) « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work ». La théorie est bâtie sur le raisonnement d'arbitrage. Elle est un utile simple « à tous les chercheurs qui veulent étudier les réactions du marché à l'annonce d'opérations

grâce à la méthodologie largement éprouvée des " études d'événements<sup>1</sup> » (Alboy 2005, p : 173). Fama (1970) distingue trois formes d'efficience informationnelles classées en fonction de la capacité des agents à se procurer les informations sur le marché :

- L'efficience faible : L'historique des cours ;
- L'efficience semi forte : les informations publiques (bilan comptable des entreprises, annonces, dividendes, résultats annuels, fusion-acquisition,...) ;
- L'efficience forte : le marché intègre outre que les informations passées et publiques, les informations privées détenues par les initiés.

En théorie financière, l'hypothèse de rationalité qui rassemble à la fois le comportement de l'individu et ses anticipations, joue un rôle prépondérant dans l'hypothèse de l'efficience du marché. D'une part, l'acteur rationnel reçoit les informations et anticipe la valeur future d'actif donné. En d'autre terme, l'investisseur rationnel fonde ses anticipations selon le type d'informations disponibles ; une information positive poussera l'agent à conserver ou à acheter des actions, contrairement à une information négative qui le conduira à les vendre. D'autre part, l'agent priorise son choix parmi plusieurs alternatives risquées qui lui sont proposées –sans émotions- de manière à maximiser l'utilité espérée, tout en affichant une aversion générale au risque (Friedman et Savage, 1948). Ceci étant dit, que la prise d'un risque financier doit être accompagnée par une récompense (prime de risque). Dans le cas d'irrationalité accrue sur le marché auprès de certains investisseurs qui entravent la valorisation des actifs, elle serait automatiquement corrigée par l'opportunité d'arbitrage où le trader rationnel intervient pour conduire le prix à sa valeur fondamentale.

Par conséquent, le paradigme de l'efficience du marché a été mis en cause par plusieurs économistes (Shiller, Banz,...). Il a fallu une décennie plus tard pour contredire totalement le paradigme traditionnel. L'hypothèse présentait plusieurs anomalies par rapport à la rationalité des investisseurs et leurs comportements en s'appuyant sur des études empiriques qui ont trouvé des écarts entre l'EMH et les données du marché (January effect Donald Keim (1983), weekend effect French (1980) small firm effect (Banz 1981)). En se basant sur la théorie des anticipations rationnelles on comprend clairement que le seul cas où on peut observer le mouvement du prix d'un actif donné que s'il y'a une nouvelle information qui peut changer la valeur fondamentale. En réalité, c'est qu'il existe des mouvements violents des prix aperçu

---

<sup>1</sup> Les événements concernent tous les changements effectués au niveau d'une entreprise : le remplacement du dirigeant, l'émission de nouvelles actions, licenciement,... et tous ceux-ci doivent être mentionnés dans un contenu informationnel.

sur le marché financier nommé "volatilité excessive " (Shiller 1981, 1984). Cette variable, a priori inattendue contredit l'efficacité du marché et la rationalité des agents économiques. D'autres économistes ont stipulé d'autres facteurs qui peuvent varier le prix d'un actif. En réponse à ce nombre croissant d'anomalies, la finance comportementale a émergé.

### 3. La finance comportementale

La finance comportementale est l'une de ces nouvelles approches qui tente de s'imposer comme le nouveau paradigme de l'économie financière. Si elle y parvient, des économistes qui détiennent cette approche ont estimé que les prix formés et le comportement des individus sur le marché s'éloignent des prédictions du modèle néoclassique, et que ce modèle est incapable d'expliquer correctement la réalité. Profitant de ce bouleversement, des économistes comme Shiller (2002), Sheilfer (2000), Shefrin (2000, 2001), Thaler (1993, 2003) ont proposé une nouvelle vision des marchés financiers sous un angle nouveau qui a permis à la mouvance comportementale de se munir par des moyens psychologiques (Allais 1953) et sociologiques. En effet, les tenants de l'approche comportementale se sont concentrés sur des variables psychologiques et ils se sont éloignés de l'analyse économique. Par opposition à l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers, les chercheurs de la finance comportementale rejettent la vision que l'investisseur sur le marché financier se comporte autant que "maximisateur" (statisticien isolé) de son utilité espérée tel que le suggère le paradigme dominant en science économique. Ils se sont penchés particulièrement sur le comportement des investisseurs qui se sont avant tout des humains qui possèdent leurs propres qualités et défauts, ce qui convient d'étudier la psychologie de l'investisseur sur sa prise de décision, sur son choix entre différentes alternatives (Savage 1948) et aussi « comment les marchés financiers sont entraînés par des émotions telles que la peur, la cupidité et la panique » (Schulmerich et al. 2015, P : 364), afin de créer un modèle de la finance du marché inspiré de la psychologie.

A cet effet, trois biais ont été retenus en faveur de la finance comportementale en réponse à sa tentative à devenir le courant dominant, et qui influence mutuellement la prise de décision de l'investisseur :

- Biais cognitifs et émotionnels : qui empruntent de l'aspect psychologique;
- Biais sociologiques : qui sont issus de comportements mimétiques.

#### **H<sub>1</sub> : Le facteur psychologique interviendrait dans la prise de décision des investisseurs**

### 3.1 Biais cognitifs

Ce courant de recherche de la nouvelle finance qui a inauguré la fin d'un cycle classique, montre que les choix d'un investisseur sont influencés par des éléments dits heuristiques qui sont dus à des erreurs de jugements systématiques (ou biais cognitifs) et des facteurs émotionnels (peur, amour, sur confiance, humeur,...). Herbert Simon fut le premier auteur à avoir introduit la notion d'heuristique et à proposer la notion de « rationalité limitée ». La procédure établie par Simon (1955) était d'entraîner quelques modifications sur la prise de décision classique, qui correspondait à l'observation du comportement humain et qui « conduit à des simplifications de calcul substantielles dans la prise d'un choix » (Simon 1955, P : 104).

En appliquant l'analyse de gestion d'entreprise avec la théorie de sciences du comportement, la théorie de la rationalité limitée met en exergue que l'individu n'essaie pas de maximiser ses bénéfices mais plutôt de procurer un choix satisfaisant selon l'information disponible et le temps. Ceci étant dit, que l'individu ne dispose ni un accès illimitée (ou libre) à des informations, ni il a la capacité d'assimiler toutes les informations qui s'offrent devant lui pour maximiser son bénéfices. Et même s'il parvient à un accès libre, l'esprit humain "est borné" par des limites cognitives qui leurs permettent pas d'obtenir une vue générale de toutes les situations pour analyser chacune en terme de coûts et bénéfices.

### 3.2 Biais émotionnels

Kahneman et Tversky (1979), qui ont vu leur travail couronné par un prix Nobel en 2002, ont suggéré un modèle qui met en cause la théorie de l'utilité espérée. Ces deux psychologues Kahneman et Tversky vont mener des études expérimentales pour étudier le comportement des individus face à la situation risquée, en présentant un modèle descriptif des choix risqués et non un modèle axiomatique où les individus répondent différemment à des situations en fonction d'un contexte de gain ou de perte. Ce modèle appelé « théorie des perspectives », stipule que l'individu manifeste une attirance pour les pertes plutôt que les gains ; il valorise le risque de perte plus que l'espérance de gain. Cette attirance décrit le comportement humain dans un contexte décisionnel. Les individus vivent très mal ; par exemple une chute d'une action, l'échec d'investissement,... cela explique qu'ils sont plus sensibles aux perspectives de pertes qu'à celles associés aux gains. En outre, ce biais renvoie aussi à l'excès de confiance de l'investisseur qui accorde trop d'importance à ses propres décisions. Il a tendance à



surestimer les informations dont il dispose ou celle qu'il reçoit. Sur les marchés financiers, ce comportement engendre à échanger plus de titres que les autres (volume de transactions) ce qui introduit une volatilité excessive des prix. Cela peut se traduire par un excès d'optimisme.

**H<sub>2</sub>: Le facteur sociologique interviendrait aussi dans la prise de décision des investisseurs.**

**3.3 Biais sociologiques**

Dans la même veine, la prise de décision d'un acteur sur le marché est aussi stimulée par des facteurs sociologiques ; le marché financier est constitué de plusieurs acteurs, chaque individu peut être influencé par les comportements des autres intervenants, c'est l'exemple de "l'affaire des tulipes hollandaises" qui était utilisé fréquemment par les keynésiens pour expliquer "l'esprit animal" selon lequel le marché financier est guidé par le mimétisme de ses acteurs et qui prouve que le marché est irrationnel. Cet exemple nous donne une leçon à quel point la folie de spéculation peut guider les esprits les plus réfléchis.

Dans un livre paru en 2009<sup>2</sup>, les deux lauréats du prix Nobel d'économie, Robert Shiller et George Akerlof, expliquent que les agents ne sont pas des *homo economicus* mais bien au contraire ils sont influencés dans leurs prises de décision par des "esprits animaux" à savoir la confiance, l'équité, la corruption, l'illusion monétaire et les histoires. Ils rajoutent qu'une des faits économiques marquants « sont dus pour une grande part à des phénomènes d'ordre mental » c'est-à-dire ils suivent un schéma de pensées. Ils mettent en cause le paradigme traditionnel "les anticipations rationnelles" et "l'efficacité du marché". Ils ont aperçu que ces théories ne sont pas fiables lors de période de crise car l'impact du mental est négligeable, et que l'existence de motivation et d'optimisme sombre dans l'oubli.

---

<sup>2</sup> « Les esprits animaux : Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie »

## Conclusion

La finance comportementale représente un très vaste foisonnant courant de recherche dans la théorie financière. Elle a gagné en popularité les milieux académiques ainsi que les professionnels. Son enjeu est la remise en cause des hypothèses d'efficience des marchés financiers selon lequel l'investisseur est rationnel et que les prix cotés reflètent les anticipations des revenus futurs grâce à des informations pertinents et disponibles. Son effort principal consiste à rejeter plus d'éclairage sur la réalité des marchés financiers de manière plus réaliste que le paradigme traditionnel qui est la psychologie de l'individu en situation d'investissement. En effet, investir avec succès n'est pas une chose aussi simple, cela requiert de dépasser les faiblesses de son propre esprit dont l'investisseur n'est autre que « l'ennemi de lui-même ». En revanche, il reste à porter l'attention si ces biais psychologiques et sociologiques de la finance comportementale affectent -mis à part les traders (ou les gérants de fonds)- d'autres communautés financières (dirigeants d'entreprises, administrateurs,...).

## RÉFÉRENCES

Allais, M. (1953). Le comportement de l'Homme rationnel devant le risque : critique des postulats et axiomes de l'école américaine. *Econometrica*, 21 (4), 503-546.

Akerlof, G.A. & Shiller, R.J. (2009), *Les esprits animaux : comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie*, Pearson Education France.

Andersen, J.V. & Nowak, A. (2013), *An Introduction to Socio-Finance*, Springer.

Albouy, M. (2005). Peut-on encore croire à l'efficacité des marchés financiers?. *Revue française de gestion*, 4 (157), 169-188.

David Hirshleifer, D. (2001). Investor Psychology and asset pricing. *The journal of finance*, LVI (4), 1533-1597.

Frederic Mishkin, F. (2013), *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson France.

Friedman, M. & Savage, L.J. (1948). The utility analysis of choices involving risk. *the journal of political economy*, 56 (4), 279-304.

Schulmerich, M., Leporcher, Y. & Ching-Hwa Eu. (2015), *Applied Asset and Risk Management*, Springer.

Shiller, R. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), 83-104.

Simon, H.A., (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69 ( 1), 99-118.

Tversky, A. & Kahneman, D. (1979). Prospect theory : an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47 (2), 263-292.

Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty : heuristics and biases. *Science*, 185 (4157), 1124-1131.