

## **L'émergence de la finance comportementale et les principaux biais comportementaux qui impactent les décisions des investisseurs**

### **The emergence of behavioral finance and the main behavioral biases that impact investors' decision making**

**DAAMOUCHE Mohamed**

Enseignant chercheur

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Ain Chock - Casablanca  
Actuariat, Criminalité Financière et Migration Internationale (ACFIMI)  
Maroc

**GHANEM Sofia**

Doctorante

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Ain Chock – Casablanca  
Actuariat, Criminalité Financière et Migration Internationale (ACFIMI)  
Maroc

**Date de soumission :** 20/03/2026

**Date d'acceptation :** 12/04/2026

**Pour citer cet article :**

Ghanem S & Daamouch M (2026) « L'émergence de la finance comportementale et les principaux biais comportementaux qui impactent les décisions des investisseurs », Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Volume 10 : numéro 1 » pp : 349-363.

## Résumé

L'hypothèse d'efficience du marché, élaborée par Fama en 1970, a rencontré plusieurs critiques qui l'ont remise en question. En effet, cette théorie met en avant le fait que les cours des actifs financiers traduisent toujours l'ensemble de l'information disponible. Cependant, grand nombre de chercheurs et d'économistes ont détecté des anomalies et ont jugé d'irrationnels quelques comportements observés dans le marché financier. Dans ce contexte, la finance comportementale intervient afin de trouver des explications à ces anomalies et d'étudier l'influence de l'aspect psychologique sur le comportement des investisseurs, et par conséquent sur le marché financier. Cette révolution dans le monde de la finance a été portée par les travaux fondateurs de Tversky et Kahneman (1974, 1979), Thaler (1985) et bien d'autres. Les comportements des individus et des marchés sont analysés à travers l'identification de biais comportementaux qui impactent les décisions des investisseurs de manière irrationnelle, et par conséquent les prix des actifs. L'objectif de cet article est de suggérer une revue de littérature sur les biais les plus courants : le biais d'excès de confiance, l'aversion aux pertes, le comportement moutonnier, le biais d'ancrage et de représentativité.

**Mots clés :** Hypothèse d'efficience du marché, critiques, comportements irrationnels, biais comportementaux, prise de décision.

## Abstract

The efficient market hypothesis, established by Fama in 1970, has met a lot of critics that challenged it. As a matter of fact, the efficient market hypothesis highlights the fact that financial asset prices always reflect all the available information. However, many researchers and economists have detected anomalies and assessed as irrational some behaviors observed in the financial market. In this context, behavioral finance comes into play in order to find explanations to these anomalies and to study the impact of the psychological aspect on the investors' behavior, and the resulting effects that have influence on the financial market as a whole. This revolution in the world of finance has been driven by seminal work of Tversky and Kahneman (1974, 1979), Thaler (1985) and others. Individuals and markets' behaviors are analyzed through the identification of some behavioral biases that impact investors' decisions irrationally, and consequently assets' prices. The aim of this paper is, therefore, to suggest a literature review on the most common biases, in particular: overconfidence bias, loss aversion, herding effect, anchoring bias and representativeness heuristic.

**Keywords:** Efficient market hypothesis, critics, irrational behaviors, behavioral biases, decision making.

## Introduction

Introduite par Fama en 1970, l'hypothèse d'efficience du marché a pendant longtemps été l'approche théorique dominante de la finance moderne. En effet, cette approche a été soutenue tant par des fondements théoriques qu'empiriques, stipulant que les prix des actifs financiers intègrent l'ensemble de l'information disponible et qu'il est impossible de durablement battre le marché.

Cependant, l'hypothèse d'efficience du marché a fortement été critiquée à partir des années 1980. Plusieurs études théoriques et empiriques ont contesté sa validité en mettant en évidence les comportements irrationnels des investisseurs, les anomalies observées dans le marché financier et les limites structurelles qui impactent la formation des prix. Les principaux auteurs ayant remis en question l'hypothèse d'efficience sont : Shiller (1980), De Bondt et Thaler (1985) ainsi que Grossman et Stiglitz (1980). En effet, les résultats qui ressortent de leurs études sont incompatibles avec l'hypothèse d'efficience et stipulent que les marchés ne sont pas parfaitement efficients.

Ces critiques ont ouvert la voie à une nouvelle discipline : la finance comportementale. L'émergence et l'essor de cette discipline interviennent comme une explication à l'inefficience du marché. De nombreux économistes ont commencé à analyser l'influence de l'aspect psychologique sur la prise de décision des investisseurs. Le principal but de ces études a été de comprendre comment les biais comportementaux impactent la rationalité des investisseurs et le fonctionnement du marché financier. Les fondateurs de la finance comportementale étant Tversky et Kahneman (1974, 1979) à travers leurs articles scientifiques « Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases » et « Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk ».

La finance comportementale met en avant l'existence de biais comportementaux qui expliquent certaines anomalies observées sur le marché. La littérature énonce plusieurs de ces biais, notamment : l'excès de confiance, l'aversion aux pertes, le comportement moutonnier, l'effet de disposition, le biais d'ancrage et de représentativité. Barber et Odean (2001) ont étudié le biais d'excès de confiance et son impact sur le comportement des investisseurs en faisant une distinction de genre. Bikhchandani, Hirshleifer et Welch (1992) se sont eux concentrés sur les comportements collectifs qui ont une influence même sur les individus supposés être rationnels, faisant référence au comportement moutonnier. Shefrin et Statman (1985) ont traité, pour leur part, l'effet de disposition, tandis que Tversky et Kahneman (1974, 1979) ont étudié le biais d'ancrage et de représentativité.

Dans cette perspective, la problématique centrale est formulée comme suit : Comment l'émergence de la finance comportementale est venue compromettre l'hypothèse d'efficience du marché ? Et, comment les principaux biais comportementaux identifiés dans la littérature impactent-ils les décisions des investisseurs ?

Afin de répondre à cette problématique, nous nous appuyons sur une approche qualitative fondée sur une revue de littérature relative à la finance comportementale. L'objectif étant de mener une analyse des principales contributions académiques permettant d'identifier et de définir les principaux biais comportementaux susceptibles d'impacter la prise de décision des investisseurs.

Cet article est organisé comme suit : la première partie présentera les fondements théoriques relatifs à l'hypothèse d'efficience du marché. Dans un deuxième temps, nous mettrons en avant les différentes critiques adressées à l'hypothèse d'efficience. Puis, la troisième partie sera dédiée à l'émergence de la finance comportementale comme étant une explication à l'inefficience du marché. Enfin, la dernière partie traitera les principaux biais comportementaux qui sont susceptibles d'impacter les décisions des investisseurs.

### **1. L'hypothèse d'efficience du marché**

L'hypothèse d'efficience du marché a été introduite par Fama en 1970 dans son article fondateur « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work ». Cet article propose une synthèse des fondements théoriques ainsi que les résultats empiriques qui soutiennent la théorie de l'hypothèse d'efficience du marché. Un marché efficient, selon Fama (1970), est un marché dans lequel les cours des actifs financiers reflètent l'ensemble de l'information disponible, et par conséquent il est impossible de « battre le marché » durablement. Afin de mieux illustrer cette idée, Fama (1970) introduit le modèle « fair game » qui stipule que le marché est équitable et que détenir l'information publique ne permet pas de réaliser de supers profits car les cours incorporent déjà toute l'information. Dans son article, l'auteur distingue trois formes d'efficience : (i) la forme faible où les cours reflètent l'ensemble de l'information historique, en l'occurrence les prix et les volumes ; (ii) la forme semi-forte où les cours intègrent la totalité de l'information publique disponible, notamment les news économiques et financières, les publications de résultats... ; et (iii) la forme forte à travers laquelle les cours rassemblent les informations tant publiques que privées.

Dans ce contexte, Fama (1970) a mené des études empiriques liées à chacune des formes d'efficience. Les premières études, qui ont porté sur les marches aléatoires, ressortent avec le postulat selon lequel les fluctuations des cours sont imprévisibles et indépendantes. En

d'autres termes, s'il y a hausse du cours d'une action aujourd'hui cela ne signifie en rien que le cours va continuer de croître le lendemain. En effet, les cours passés ne permettent pas d'anticiper les cours futurs, ce qui confirme la forme faible d'efficience. Cependant, le modèle de la marche aléatoire ne constitue qu'un cas particulier de l'efficience. Selon Fama (1970), l'efficience ne signifie pas que les rendements sont parfaitement aléatoires mais plutôt qu'il est impossible de réaliser des profits anormaux compte tenu du risque. Les études empiriques menées par Fama (1970) suggèrent que le marché est économiquement efficient, et ce bien qu'il ne soit pas totalement aléatoire. En effet, les études démontrent que les rendements ne sont pas tout à fait indépendants car il ressort quelques dépendances statistiques, cependant celles-ci sont faibles et ne permettent pas de réaliser des profits, surtout après avoir retiré les frais de transaction. Par ailleurs, Fama (1970) souligne également le fait que l'efficience est maintenue grâce aux professionnels de marché, en l'occurrence les analystes, les traders... qui font le suivi des news, procèdent à des arbitrages, ce qui conduit forcément à une correction des prix. Enfin, Fama (1970) explique que les rendements anormaux sont évalués par rapport à un rendement théorique calculé à l'aide du modèle d'équilibre « Capital Asset Pricing Model », qui a été développé par Sharpe et Lintner (1964, 1965). Cependant, dès que les rendements anormaux sont détectés, ceci peut avoir deux causes soit à une inefficience du marché ou bien un modèle d'évaluation qui n'est pas valide.

## **2. Critiques adressées à l'Hypothèse d'Efficience du Marché**

L'hypothèse d'efficience du marché, telle que formulée par Fama en 1970 dans son article fondateur « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », a rencontré de nombreuses critiques. Cette théorie, comme mentionné précédemment stipule qu'il est impossible de régulièrement battre le marché en ayant seulement recours à des informations publiques et des données historiques. Cependant, cette théorie a fortement été critiquée à partir des années 1980. En effet, une multitude de recherches théoriques et empiriques ont contesté la validité de l'hypothèse d'efficience du marché en mettant en évidence les comportements irrationnels, les anomalies récurrentes et les limites structurelles affectant la détermination des prix.

### **2.1. Remise en question de l'efficience : volatilité excessive**

Dans son article intitulé « Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? », Shiller (1980) analyse le lien entre les cours des actions et les dividendes attendus. L'idée centrale repose sur le fait que la valeur d'une action dépend de ce qu'elle va apporter dans le futur, soient les dividendes futurs estimés. De ce fait, le cours de

l'action devrait fluctuer autant que les dividendes futurs. Supposons qu'une société verse un dividende quasiment identique chaque année et que les perspectives restent les mêmes, le cours de l'action devrait donc rester relativement stable car ce qui détermine la valeur de l'action est bien le dividende attendu. Le raisonnement de Shiller (1980) intègre deux éléments : (i) l'hypothèse d'efficience qui stipule que le cours des actifs reflète l'ensemble de l'information disponible ; et donc (ii) la conséquence raisonnable et conformément à l'hypothèse d'efficience, si en effet toute l'information est reflétée dans le cours, donc celui-ci intègre forcément la valeur actualisée des dividendes futurs. Shiller (1980) arrive à la conclusion selon laquelle dans un marché efficient, les cours incorporent les informations relatives aux dividendes futurs. Toute information nouvelle qui intervient a un impact sur la perception de l'investisseur des bénéfices futurs, donc des dividendes futurs et par conséquent le cours de l'action aujourd'hui. De ce fait, ce dernier fluctue en fonction des anticipations de revenus futurs. Toutefois, les données issues de cette étude font ressortir une forte fluctuation des prix malgré des dividendes qui ne présentent que de légères variations, d'où la notion de « volatilité excessive ». Ces résultats stipulent que les fluctuations observées sur le marché ne reflètent pas seulement la valeur fondamentale, ce qui remet en question l'hypothèse d'efficience.

## **2.2. Remise en question de l'efficience : effet de retournement**

Dans leur article « Does the Stock Market Overreact? », De Bondt et Thaler (1985) remettent également en question l'hypothèse d'efficience du marché. Ils ont tenu une analyse empirique dans laquelle ils ont classé les actions en deux catégories selon leurs performances passées : (i) les actions gagnantes qui ont réalisé de bonnes performances ; et (ii) les actions perdantes qui ont réalisé de mauvaises performances. Ensuite, ils ont constitué deux portefeuilles : (i) un portefeuille de gagnants ; et (ii) un portefeuille de perdants, l'idée étant par la suite de comparer les performances futures de ces portefeuilles. Il ressort de cette étude que le portefeuille des « losers » surperforme celui des « winners » sur les périodes suivantes, ce phénomène a été qualifié de retournement (reversal). Cet effet de retournement stipule que les investisseurs adoptent un comportement de surréaction à l'information, poussant les cours à s'écarter de leur valeur fondamentale momentanément. En effet, les investisseurs ont tendance à surréagir aux bonnes et mauvaises nouvelles poussant les « losers » à baisser encore plus et les « winners » à monter plus, ensuite les erreurs de prix sont corrigées. Ceci démontre que les cours ont été mal évalués traduisant une erreur systématique. Dans un marché efficient où les investisseurs sont rationnels, les cours incorporent correctement l'ensemble de l'information,

les rendements futurs ne peuvent être anticipés à partir des performances passées. Or, l'étude empirique menée par De Bondt et Thaler (1985) ressort des résultats qui contredisent l'efficience ; les gagnants sous-performent ensuite, de ce fait il est possible d'utiliser les rendements passés pour prédire le futur. Les résultats de cette étude, concluant que les « losers » surperforment les « winners » sur les périodes suivantes, sont incompatibles avec l'hypothèse d'efficience car l'information n'a pas été traitée de manière parfaitement rationnelle.

### **2.3. Remise en question de l'efficience : le paradoxe de l'information payante**

Dans leur article « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », Grossman et Stiglitz (1980) critiquent l'hypothèse d'efficience en mettant en avant un paradoxe fondamental. Dans un marché parfaitement efficient où les cours illustrent l'ensemble de l'information disponible, il serait donc inutile d'acquérir l'information coûteuse. En effet, l'acquisition de l'information requiert un investissement en temps, argent et compétences (suivi du marché, modélisation, employer des analystes, avoir recours à des bases de données payantes et algorithmes ...). Cependant, si aucun agent n'acquiert l'information, les cours ne reflèteraient donc pas celle-ci et le marché ne serait pas efficient. Grossman et Stiglitz (1980) ont donc mis en place un modèle d'anticipations rationnelles avec : (i) un actif risqué avec un rendement dépendant d'une information fondamentale payante ( $\theta$ ) ; (ii) une composante aléatoire ou bruit ( $\varepsilon$ ), par exemple des investisseurs qui vendent afin de dégager de la liquidité, des rééquilibrages de portefeuilles, plus globalement des faits non informationnels qui peuvent également faire bouger le cours ; et (iii) deux types d'agents, soient les agents informés qui paient pour observer  $\theta$  avant les autres, et les agents non informés qui, eux, observent le cours marché seulement. Dans le cas où  $\theta$  est élevé, les agents estiment que le rendement futur sera élevé donnant ainsi un signal d'achat, tandis que lorsque  $\theta$  est faible les agents anticipent un rendement futur faible reflétant ainsi un signal de vente. Par ailleurs, les agents non informés ne font qu'observer le cours alors qu'ils n'ont aucune visibilité sur les raisons qui le constituent. Ainsi, les agents informés assument un coût qui leur permet d'observer un signal privé, et par conséquent prendre de meilleures positions que les non informés.

Le modèle démontre qu'un type d'agents est prêt à payer pour détenir l'information. Cependant, les cours ne reflètent pas l'ensemble de l'information car si c'était le cas, personne ne paierait pour être informé tandis que dans le cas où les cours ne reflétaient aucune information, beaucoup d'agents souhaiteraient payer ; il existe donc un équilibre entre

ces deux cas de figure et forcément une inefficience partielle. Le deuxième élément qui ressort du modèle traduit le fait que plus les agents sont informés, c'est-à-dire qu'ils achètent lorsque  $\theta$  est élevé et vendent quand  $\theta$  est faible, plus les cours sont informatifs. Toutefois, plus les cours sont informatifs plus l'avantage des agents informés baisse, et donc moins d'agents voudront assumer un coût afin de détenir l'information. Par ailleurs, le nombre d'agents informés est dépendant de plusieurs éléments, en l'occurrence le prix à payer pour détenir l'information, l'aversion au risque, le bruit du marché et à quel point le signal est exact. À titre d'exemple, on aurait moins d'agents informés si le coût de l'information est élevé et il y aurait un fort intérêt à chercher l'information si le niveau de précision du signal est élevé, car ce serait rentable pour les agents... Le modèle contredit l'hypothèse d'efficience du marché car, en effet, si la composante aléatoire (bruit) était inexistante et que l'information était parfaite et ne nécessitait aucun coût, l'équilibre serait amené à disparaître. Dans ce contexte, si les cours illustraient parfaitement  $\theta$ , les agents n'auraient aucun gain à être informés, n'assumeraient aucun coût et par conséquent les cours ne seraient plus informatifs. Enfin, si tous les agents détenaient la même information, cela conduirait automatiquement à une baisse des volumes traités sur le marché car ils penseraient forcément de la même manière, prendraient les mêmes positions et donc il y aurait peu d'échanges. Un marché parfaitement efficient se traduit par des agents qui détiennent l'ensemble de l'information, qui pensent tous de la même manière et donc ils n'ont rien à échanger ; plus le marché est efficient, plus les échanges diminuent.

### **3. L'émergence de la finance comportementale comme une explication à l'inefficience du marché**

Dans le sillage des différentes critiques qui ont été engagées à l'égard de la théorie d'efficience du marché, de nombreux chercheurs et économistes ont commencé à étudier l'impact de l'aspect psychologique sur la prise de décision des investisseurs, conduisant ainsi à l'émergence d'une nouvelle approche : la finance comportementale. L'objectif de cette discipline est de comprendre comment les biais comportementaux et les émotions peuvent affecter la rationalité des investisseurs et par conséquent le fonctionnement des marchés financiers.

Dans leur document « Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases », Tversky et Kahneman (1974) font une étude afin de comprendre le comportement des individus en situation d'incertitude, et notamment comment ceux-ci prennent des décisions. Cette étude a démontré que les jugements probabilistes ne se basent pas toujours sur les principes de

rationalité énoncés par la théorie moderne, ni les règles statistiques. Selon Tversky et Kahneman (1974), les individus ont plus recours à des heuristiques, c'est-à-dire des raccourcis mentaux, qui leurs permettent de rendre moins complexes les problématiques de jugement et simplifient la prise de décision. Ce document de référence remet en cause l'hypothèse d'efficience et la rationalité parfaite des décideurs et ouvre la voie vers une analyse des comportements réels des individus lors de la prise de décision. Le document distingue trois heuristiques : (i) de représentativité à travers laquelle les individus analysent la probabilité d'occurrence d'un événement selon sa similarité avec un stéréotype ; (ii) de disponibilité qui estime la probabilité de réalisation d'un événement tenant compte des informations les plus récentes et les plus accessibles, sans forcément tenir compte des fondamentaux économiques, conduisant ainsi à des erreurs d'évaluation ; et (iii) d'ancrage et d'ajustement où les individus entament leurs estimations avec une fixation inconsciente du cerveau sur une information spécifique, puis ajustent ces estimations de manière insuffisante et incomplète. Ce travail fondateur a créé une rupture avec la théorie moderne de portefeuille et a démontré que les décisions des investisseurs ne sont pas parfaitement rationnelles, mais qu'elles sont influencées par des biais psychologiques. Cette analyse menée par Tversky et Kahneman (1974) a servi de fondement pour l'émergence et l'essor d'une nouvelle discipline qui est la finance comportementale.

Dans leur article fondateur « Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk », Kahneman et Tversky (1979) commencent par remettre en question les hypothèses de rationalité parfaite relative à l'utilité espérée. Cette théorie qui stipule que les individus prennent des décisions rationnelles sous risque, en d'autres termes qu'ils évaluent les résultats finaux illustrant la richesse totale post décision qu'ils pondèrent par leur probabilité, puis au final ils optent pour l'option qui présente la plus grande utilité espérée. Cependant, les auteurs montrent que les décisions des individus sont souvent impactées par les biais psychologiques et ne respectent pas les principes de rationalité. Dans leur article, les auteurs mettent en avant un nouveau modèle de décision : la théorie des perspectives. Les fondements de cette approche expliquent que : (i) les individus évaluent les résultats, soient les gains et les pertes, par rapport à un point de référence ; (ii) les pertes ont un effet psychologique plus important que les gains, c'est le principe d'aversion à la perte ; (iii) la pondération des probabilités n'est pas linéaire. Ces travaux menés par Kahneman et Tversky (1979) ont fait une révolution dans le monde de l'économie et de la finance, en démontrant que les décisions réelles des investisseurs sont influencées par les aspects psychologiques, tels que la perception erronée

des probabilités et l'aversion aux pertes. Cet article fondateur a donc fortement contribué à l'émergence de la finance comportementale, qui à partir de ce moment sera une discipline qui aura pour but d'intégrer les aspects psychologiques dans l'interprétation des décisions d'investissement et des anomalies constatées dans les marchés financiers.

Dans une autre étude intitulée « Mental Accounting and Consumer Choice », Thaler (1985) met en avant une nouvelle approche relative au comportement du consommateur, une approche qui fait à la fois appel à l'économie et à la psychologie cognitive. Cette théorie a pour principal but de comprendre pourquoi les consommateurs prennent des décisions qui ne sont pas rationnelles et incohérentes avec les principes de la théorie moderne. L'étude met l'accent sur un concept appelé « comptabilité mentale » qui illustre le fait que les individus classent l'argent selon plusieurs catégories dans leur mental, et chaque classe est traitée différemment, ce qui impacte par conséquent leurs décisions. Ce concept fait référence à la manière dont les individus : (i) organisent mentalement leur argent en plusieurs catégories ; (ii) perçoivent les pertes et les gains ; et (iii) décident d'acheter. Selon Thaler (1985), cette classification psychologique peut conduire à des décisions non optimales et explique quelques comportements observés dans le marché ouvrant la voie à l'économie comportementale.

#### **4. Les principaux biais comportements qui impactent les décisions des investisseurs**

L'analyse des comportements des investisseurs se base sur la détection de biais comportementaux susceptibles d'influencer leur prise de décision. Contrairement au postulat de l'hypothèse d'efficience du marché selon lequel les investisseurs prennent des décisions rationnelles, la finance comportementale met en avant l'existence de biais comportementaux permettant d'expliquer certaines anomalies observées sur le marché. La littérature énonce plusieurs de ces biais : l'excès de confiance, l'aversion aux pertes, le comportement moutonnier, l'effet de disposition, le biais d'ancrage et le biais de représentativité.

Dans leur document « Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment », Barber et Odean (2001) ont étudié le biais d'excès de confiance et son impact sur le comportement des investisseurs, et ce en faisant une distinction de genre. Des études menées dans le domaine de la psychologie sont ressorties avec le résultat selon lequel les hommes sont plus surconfiants que les femmes. Barber et Odean (2001) ont pris en compte deux hypothèses dans leur étude, une première selon laquelle les hommes trahissent plus que les femmes ; et une deuxième selon laquelle le rendement réalisé par les hommes est plus faible du fait de leur trading excessif. Il ressort de cette étude empirique que les hommes passent 45% plus de transactions que les femmes, ce qui diminue le rendement de 2,65% par an

contre seulement 1,72% pour les femmes. L'étude a aussi démontré que la composition des portefeuilles des femmes est moins risquée que celle des hommes, qui eux investissent dans des valeurs ayant un bêta élevé et des « small cap ». Un autre biais comportemental qui a été identifié est l'aversion aux pertes. Revenons sur la théorie des perspectives, introduite par Kahneman et Tversky (1979) et citée ci-dessus, qui stipule que les pertes ont un impact psychologique plus important que les gains, ce qui se traduit par une tendance des investisseurs à vendre les paris gagnants et maintenir les paris perdants afin de prévenir les pertes.

Dans leur article « A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades », Bikhchandani, Hirshleifer et Welch (1992) se concentrent sur les comportements collectifs qui ont une influence même sur les individus supposés être rationnels. Les auteurs mettent en avant un mécanisme d'« informational cascades » qu'ils définissent comme suit : “An informational cascade occurs when it is optimal for an individual, having observed the actions of those ahead of him, to follow the behavior of the preceding individual without regard to his own information”. En effet, les individus ont tendance à observer les comportements des autres avant de prendre leurs décisions ; et généralement au lieu de se référer à l'information privée qu'ils détiennent ils suivent la décision prise par la majorité. Ce type de comportement provoque l'émergence de normes sociales, de tendances de modes... et dans le monde de la finance des bulles financières et des mouvements de paniques, car tout le monde suit la même tendance bien qu'elle soit erronée et les décisions des individus vont dans le même sens. Les individus voient les décisions prises par une majorité comme étant un signal informatif ; ils pensent que les autres ont pris cette décision car ils détiennent une information, ce qui les conduit à prendre la même décision bien que leur signal privé y soit opposé, c'est bien ce qui définit le comportement moutonnier ou le « herding behavior ».

Par ailleurs, Shefrin et Statman publient en 1985 un article intitulé « The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long » dans lequel ils traitent un autre biais comportemental qui est l'effet de disposition. Ce biais se traduit par une tendance à vendre trop rapidement les actions gagnantes et à garder plus longtemps celles qui sont perdantes dans l'espoir qu'elles se rattrapent. Ce comportement peut être qualifié d'irrationnel car il pourrait avoir un impact négatif sur le rendement du portefeuille. Comme de nombreuses études qui ont été menées dans le cadre de la finance comportementale, cette étude s'est également basée sur le travail fondateur de Kahneman et Tversky (1979), en se référant à la théorie des perspectives car les décisions des investisseurs sont prises par rapport à un point

de référence qui est le prix d'achat. Par ailleurs, l'effet de disposition peut être expliqué par l'aversion à la perte car les investisseurs préfèrent garder l'action bien qu'elle soit perdante afin de ne pas concrétiser la perte en espérant qu'elle va remonter. Les investisseurs préfèrent aussi sécuriser les gains bien que l'action puisse continuer de croître afin de ressentir la satisfaction d'avoir réussi. Par conséquent, l'effet de disposition témoigne du fait que les investisseurs ne sont pas tout à fait rationnels et explique de nombreux comportements observés sur le marché financier, tels que la sous performance réalisée par les portefeuilles, les ventes sur les valeurs qui surperforment...

Dans leur article « Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases », Tversky et Kahneman (1974) mentionnent le biais d'ancrage à travers lequel, comme mentionné ci-dessus, les individus entament leurs estimations avec une fixation inconsciente du cerveau sur une information spécifique, puis ajustent ces estimations de manière insuffisante et incomplète. Ce biais se base sur une information initiale qui sert de valeur de référence, cette information n'est pas suffisamment ajustée quand un nouveau signal apparaît, ce qui conduit les investisseurs à prendre des décisions biaisées. D'autres études ont porté sur le biais d'ancrage, notamment dans leur article « Comparative processes in social judgment: Mechanisms underlying the anchoring effect », Mussweiler et Strack (1999) stipulent aussi que les individus prennent en compte les signaux qui confirment l'ancre, soit le signal initial sur lequel s'appuient les individus pour faire leurs choix. Une autre étude intitulée « The anchoring-and-adjustment heuristic: Why the adjustments are insufficient », menée par Epley et Gilovich (2006) qui a démontré que l'ancre peut émaner soit d'une information extérieure ou d'un signal auto généré par l'individu lui-même, et que les ajustements sont insuffisants. Cette insuffisance revient à plusieurs raisons, en l'occurrence : les limites cognitives car les individus ne vont pas loin dans leur raisonnement ; le manque de motivation car les individus ne sont pas suffisamment précis dans leurs prévisions ; et l'attachement au signal de référence initial. Le biais de représentativité a aussi été introduit par Tversky et Kahneman (1974), où comme cité précédemment les individus analysent la probabilité d'occurrence d'un événement selon sa similarité avec un stéréotype. Ceci revient à plusieurs raisons, notamment l'ignorance des individus des probabilités réelles et le fait qu'ils se basent sur les résultats d'un échantillon en pensant que ça représente la majorité. D'autres travaux ont mis en avant l'importance des biais comportementaux, cette fois-ci, dans la prise de décision des dirigeants, notamment dans le cadre des TPME (Aasri & Benayad, 2021).

## Conclusion

L'objectif de cette revue de littérature a été de mettre en évidence les travaux qui ont porté sur les principaux biais comportementaux susceptibles d'impacter les décisions des investisseurs, en l'occurrence : le biais d'excès de confiance, l'aversion aux pertes, le comportement moutonnier, le biais d'ancrage et de représentativité. Allant de l'hypothèse d'efficience du marché qui stipule que les prix des actifs financiers intègrent l'ensemble de l'information disponible, des études tant théoriques qu'empiriques ont mis en avant les limites de cette approche ouvrant la voie à l'émergence de la finance comportementale.

Cette nouvelle discipline est intervenue afin d'expliquer les anomalies observées dans le marché financier, en intégrant l'aspect psychologique comme une composante majeure dans la prise de décision des investisseurs. Des études menées dans ce sens ont démontré qu'il existe des biais comportementaux, tels que : le biais d'excès de confiance, l'aversion aux pertes, le comportement moutonnier, le biais d'ancrage et de représentativité, qui jouent un rôle majeur dans les décisions d'investissement. En effet, ces biais affectent la rationalité des investisseurs et le fonctionnement du marché financier.

Aujourd'hui, la finance comportementale illustre un cadre théorique majeur qui permet de comprendre le comportement des investisseurs et les dynamiques constatées dans le marché financier. Cependant, dans un contexte marqué aujourd'hui par l'émergence de l'intelligence artificielle, il serait intéressant d'analyser dans quelle mesure ces nouvelles technologies réduisent l'impact des biais comportementaux sur les décisions d'investissement.

## BIBLIOGRAPHIE

- Aasri, M. R., & Benayad, K. (2021). L'impact des biais comportementaux sur les décisions financières des dirigeants des TPME : revue de littérature. *Revue Internationale des Sciences de Gestion*, 4.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992-1026. <https://doi.org/10.1086/261849>
- De Bondt, W. F. M. D., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793. <https://doi.org/10.2307/2327804>
- El Amri, A., Oulfarsi, S., Eddine, A. S., El Khamlichi, A., Hilmi, Y., Ibenrissoul, A., ... & Boutti, R. (2022). Carbon Financial Market: The Case of the EU Trading Scheme. In *Handbook of Research on Energy and Environmental Finance 4.0* (pp. 424-445). IGI Global.
- Epley, N., & Gilovich, T. (2006). The Anchoring-and-Adjustment Heuristic: Why the Adjustments Are Insufficient. *Psychological Science*, 17(4), 311-318. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9280.2006.01704.x>
- Fama, E. F. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70(3), 393–408.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, pp. 263–291.

Kobiyh, M., El Amri, A., Oulfarsi, S., & Hilmi, Y. (2023). Behavioral finance and the imperative to rethink market efficiency.

Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13. <https://doi.org/10.2307/1924119>

Mussweiler, T., & Strack, F. (1999). Comparative Processes in Social Judgment: Mechanisms Underlying the Anchoring Effect. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 79(2), 161–193.

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

Shefrin, H., & Statman, M. (1985). *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long*. *Journal of Finance*, 40(3), 777–790.

Shiller, R. (1980). Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? (N° W0456; p. w0456). National Bureau of Economic Research.

Thaler, R. (1985). Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science*, 4(3), 199-214.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). <http://www.jstor.org> Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science, New Series*, 185(4157,), 1124-1131.