

G E S T I O N

Finance comportementale

Philippe Gillet
Gérard Hirigoyen
Djibrilla Moussa-Ousseini



INTRODUCTION GÉNÉRALE

La rédaction d'un ouvrage est une aventure. Comme toute aventure, elle s'avère périlleuse, certes, mais toujours finalement une merveilleuse découverte. Découverte, d'abord, parce qu'il s'agit d'aller à la rencontre d'une thématique, de ne pas la trahir, pour finalement en quelque sorte se l'approprier et l'apprivoiser. Rencontre de personnes désireuses de travailler ensemble et de confronter leurs opinions, de frotter leurs cervelles comme l'a si bien dit Montaigne, sur un thème fondamental de la finance, celui de la finance comportementale.

Cette rencontre n'est bien sûr pas le fruit du hasard, elle est nécessitée. Elle répond au souci des auteurs d'ouvrir un débat, de confronter des conceptions, de renouveler la manière d'appréhender les questions et d'envisager de nouvelles perspectives.

Les tenants orthodoxes de la finance classique s'étonneront sans doute, quelque peu, qu'on consacre un ouvrage de plus à la finance comportementale et cela pour trois raisons au moins. D'abord, parce qu'elle a longtemps été vue comme une approche qui ne mérite pas qu'on y consacre beaucoup d'énergie (Fama, 1998) ; ensuite parce qu'à ce jour, elle n'a pas su fournir un modèle général expliquant l'inefficience des cours ; et enfin, en l'absence d'une telle théorie, la contestation scientifique du modèle de finance comportementale.

Un modèle a longtemps dominé et domine encore le domaine financier : celui de l'approche classique de la finance. Celle-ci repose sur deux postulats distincts, l'un au niveau micro-économique, la rationalité de la décision, et l'autre au niveau macro-économique, l'efficience informationnelle. Ces deux piliers constituent le paradigme libéral avec les deux modèles emblématiques du CAPM (Markowitz, 1952 et Sharpe, 1964) et de l'hypothèse de la « random walk » (Fama, 1965).

Au début de la décennie quatre-vingts, émerge une nouvelle finance théorique, dite comportementale, qui se pose en alternative à la théorie financière classique. Sa caractéristique principale est de replacer au centre de l'analyse le facteur humain, totalement absent de toute considération par les théories de la seconde moitié du vingtième siècle. Stracca (2002) explique que la finance comportementale est un nouveau domaine qui rejette la vision de l'agent économique caractérisé par un comportement de maximisation des préférences en accord avec les axiomes de Savage (1954). La Théorie des Perspectives élaborée en 1979 par Kahneman et Tversky interpelle non seulement sur la validité des axiomes de von Neumann et Morgenstern, mais propose une vision alternative, et plus réaliste, à la théorie de l'utilité espérée.

La finance comportementale propose de reconsiderer les hypothèses comportementales en abandonnant les axiomes de la décision rationnelle et la thèse de l'efficience des marchés. Eloigné semble le temps où M. Jensen (1978) notait « I believe there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the efficient market hypothesis ».

Schinckus (2009) synthétise les trois hypothèses qui fondent les recherches en finance comportementale :

- L'existence de biais comportementaux qui affectent le comportement des investisseurs. C'est là une hypothèse fondamentale en finance comportementale qui résulte directement des observations réalisées en laboratoire par les psychologues cognitivistes (Stracca, 2002). Ces biais sont des traits de comportement récurrents mais irrationnels au regard de l'économie financière standard. Les individus simplifient le monde réel et le processus de décision en recourant de façon intuitive à des routines décisionnelle (heuristiques) ; la rationalité n'est plus substantielle mais limitée ou procédurale (Simon, 1976). Les heuristiques ont été mises en évidence par les psychologues cognitivistes, essentiellement par Kahneman et Tversky (1974, 1979). Leur Théorie des Perspectives se substitue à la théorie de l'utilité espérée pour comprendre la décision en situation de risque. D'autres facteurs psychologiques sont également mobilisés comme la sur-confiance où la comptabilité mentale (Thaler, 1990 ; Kruger et Dunning, 1999).
- L'influence du contexte sur le choix de l'individu c'est-à-dire, l'effet des données environnementales ou psychosociologiques sur la prise de décision des investisseurs. Les préférences individuelles sont contingentes à la situation dans laquelle est placé l'individu.
- La remise en cause de la thèse d'efficience des marchés. A. Shleifer (2000) fut un des pionniers parmi les plus importants de cette contestation en soulignant, à la suite de Thaler (1988), la permanence d'anomalies observées sur les marchés. La conjecture de l'inefficience s'oppose à la théorie classique de l'efficience et attaque la rationalité supposée des investisseurs. Les individus commettent des erreurs systématiques dans leur façon de traiter l'information. Les écarts entre le comportement réel des individus et le comportement rationnel idéalisé biaissent l'efficience informationnelle du marché.

En définitive, le recours aux biais psychologiques pour appréhender le comportement des individus associé au développement de la Théorie des Perspectives conduit à une nouvelle conception de la rationalité dans laquelle la prise de décision de l'individu est influencée par sa subjectivité. On passe alors d'une rationalité économique parfaite vers une rationalité plus psychologique et plus limitée. Cette dernière retenue par la finance comportementale renvoie directement à la rationalité procédurale de Herbert Simon. Comme le note Mouchot (2003, p. 459), il s'agit d'abord « d'une procédure rationnelle de choix, (qui) ne pose pas la question de la rationalité du choix-même ».

En élargissant le concept de rationalité et en y introduisant des éléments psychologiques, la finance comportementale fait de la rationalité limitée et de ces biais l'un de ses piliers (Barberis et Thaler, 2002).

Face au paradigme de la finance de marché qui demeure (largement) dominant dans la communauté des chercheurs en finance, la finance comportementale propose une analyse alternative qui introduit des facteurs psychologiques. Orléan (2004) définit la finance comportementale comme « le corps de doctrine issu de l'alliance de la théorie financière, en l'occurrence la Noise Trader Approach, et des recherches que la psychologie cognitive a consacrées aux heuristiques de décision ». Cette définition réduit le champ de la finance

comportementale et la limite à la seule finance de marché. Or, il est aussi important de prendre en compte la finance d'entreprise. Pour H. Shefrin (2007), la finance comportementale identifie les principaux obstacles psychologiques au comportement de maximisation de la valeur, ainsi que les mesures que les dirigeants peuvent prendre pour atténuer les effets de ces obstacles.

Ainsi, la finance comportementale est l'application de la psychologie à la finance. Elle critique, notamment l'hypothèse de rationalité des individus, pierre angulaire de celle d'efficience des marchés. Dans cette nouvelle approche, le comportement humain ne sera plus appréhendé par le concept d'*homo-economicus*. La finance comportementale appréhende différemment le processus décisionnel que les individus doivent effectuer en prenant en compte le facteur psychologique. Ainsi, de façon plus générale, elle va s'efforcer d'expliquer par la psychologie d'une part, les anomalies de marché et d'autre part, les raisons des décisions financières non optimales, c'est-à-dire détruisant de la valeur. C'est pour cela qu'elle s'intéresse aux biais émotionnels, aux biais cognitifs, aux heuristiques, aux effets de cadrage et aux interactions sociales.

Ces questions relèvent d'une branche nouvelle de la finance comportementale, celle de la finance émotionnelle (R. J. Taffler et D. A. Tuckett, 2010). Cette dernière considère les marchés financiers du point de vue de l'inconscient. Elle s'appuie sur les riches connaissances de la compréhension psychanalytique de l'esprit humain pour élucider comment les émotions et les sentiments des individus contribuent à diriger toute activité d'investissement. Les développements consacrés à la valeur mimétique et à la valeur émotionnelle relèvent de cette approche.

Les jugements d'investissement peuvent être pris sur l'emprise de forces inconscientes puissantes et potentiellement débilitantes, dont les implications sont souvent méconnues. Entre autres choses, la finance émotionnelle suggère qu'une bonne compréhension de ces questions rend l'inconscient «conscient», peut aider à soulager les niveaux aigus d'anxiété et de stress dont souffrent de nombreux acteurs du marché, qu'ils soient consciemment reconnus ou non, et donc, la qualité des décisions d'investissement prises (Cass *et al.*, 2012).

Cet ouvrage est original dans sa conception. Il se distingue de tous ceux qui ont, jusqu'ici, été consacrés à la finance comportementale.

Il se structure autour de l'idée que la finance comportementale se positionne comme un nouveau paradigme qui vient pallier les limites de la finance classique et cela tant au niveau de la finance de marché que de la finance d'entreprise. Parce qu'elle se donne les moyens théoriques d'intégrer le cadre standard (en finance), des auteurs comme Thaler (1999, p. 16) ou Statman (1999, p. 21) n'hésitent pas à affirmer que ce courant incarnera à l'avenir la totalité de la discipline. Les théoriciens du courant comportemental s'exprimant toujours en termes de rationalité qui n'est plus parfaite mais limitée. En outre, la finance comportementale se donne les moyens grâce à la Théorie des Perspectives, d'intégrer le cadre de la rationalité parfaite.

Elle montre en particulier que les individus en général et les investisseurs en particulier, ne sont pas totalement rationnels dans leurs décisions. Ils sont sous influence, particulièrement lorsqu'ils prennent une « décision en situation de risque et d'incertitude ». Leurs décisions peuvent ne pas correspondre exactement à leur utilité.

L'insertion de l'approche comportementale dans le cadre théorique de la finance traditionnelle permet ainsi d'une part, de pallier les limites de l'approche par la valeur et d'autre part, de généraliser la vision restrictive de la relation d'agence fondée exclusivement sur la déloyauté et l'opportunisme de l'agent. L'approche par la psychologie sociale nécessite de considérer tout à la fois des agents insuffisamment et excessivement loyaux.

L'ouvrage consacre également et de façon très novatrice d'une part, un chapitre à l'influence des technologies de l'intelligence artificielle sur la finance comportementale. Il est montré que les algorithmes de l'IA aident à comprendre, interpréter et modéliser les investissements les moins rationnels, voire « irrationnels », les prix anormaux, les biais comportementaux, l'inefficience des marchés, et les motivations cachées qui déterminent les décisions des différents acteurs sur les marchés. Ils sont eux-mêmes à la source de nouveaux comportements et de nouveaux biais remettant davantage en cause les hypothèses de rationalité et d'efficience de la finance classique. D'autre part, un chapitre à la problématique des neurosciences et de la finance comportementale. Chapitre consacré à l'étude du fonctionnement du cerveau dans le cadre de la prise de décision en finance et de la rationalité.

Cet ouvrage a été conçu pour un large public. En premier lieu, il est destiné bien sûr aux étudiants, notamment ceux qui suivent les masters financiers dans les Universités et les Écoles. Par la richesse des références bibliographiques recensées en fin de chaque chapitre, l'ouvrage est un outil indispensable pour tous ceux et celles qui, orientés recherche, veulent approfondir les thématiques abordées dans les chapitres. Il s'adresse aussi à tous ceux qui engagés dans la vie professionnelle, travaillent dans le domaine de la finance, que ce soit dans les entreprises, les banques ou encore les cabinets de conseil. Plusieurs chapitres peuvent plus particulièrement intéresser les dirigeants, notamment ceux d'entreprises familiales qui y trouveront des explications susceptibles d'améliorer leur compréhension de la réalité financière de leurs entreprises.

Au cours des vingt-trois dernières années, le prix Nobel d'Économie a été attribué trois fois à des théoriciens de la finance comportementale : Kahneman en 2002 ; Shiller en 2013 et Thaler en 2017. Un apport essentiel de ces chercheurs est de signaler constamment que l'être humain est très mal armé pour estimer des probabilités, très influencé par ses émotions, a un self-control imparfait et fluctuant, et a le plus souvent des préférences complexes, voire contradictoires. La finance comportementale rappelle qu'il est grand temps de remplacer l'homo economicus par l'homo sapiens.

Repères bibliographiques

- Cass, A., Lewis, J., & Simco, E. (2012). Dr. Alden Cass's Landmark Research Study: Casualties of Wall Street: An Assessment of the Walking Wounded. *The Bullish Thinking Guide for Managers: How to Save Your Advisors and Grow Your Bottom Line*, 179-193.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of financial economics*, 49(3), 283-306.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of financial economics*, 6(2/3), 95-101.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decisions under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Kruger, J., & Dunning, D. (1999). Unskilled and unaware of it: how difficulties in recognizing one's own incompetence lead to inflated self-assessments. *Journal of personality and social psychology*, 77(6), 1121-1134.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection, the journal of finance. 7 (1), 71-91.
- Mouchot, C. (2003). *Méthodologie économique*. Paris, Seuil.
- Neumann, J. V., & Morgenstern, O. (1944). Theory of games and economic behavior. Princeton university press.
- Orléan, A. (2004). Les marchés financiers sont-ils rationnels? *Reflets et perspectives de la vie économique*, (2), 35-41.
- Savage L. J. (1954). The foundations of statistics. John Wiley & Sons, Inc.
- Schinckus, C. (2009). La finance comportementale ou le développement d'un nouveau paradigme. *Revue d'histoire des sciences humaines*, (1), 101-127.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Shefrin, H., & Belotti, M. L. (2007, June). Behavioral finance: biases, mean-variance returns, and risk premiums. In *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly* (Vol. 24, No. 2, pp. 4-12).
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: An introduction to behavioural finance*. Oxford University Press.
- Simon, H. A. (1976). From substantive to procedural rationality. In *25 years of economic theory: Retrospect and prospect* (pp. 65-86). Boston, MA: Springer US.
- Simon H. A. (1976). From substantive to procedural rationality. In: *Method and Appraisal in Economics*. Cambridge University Press, Latsis, 129-148.
- Statman, M. (1999). Behavioral finance: Past battles and future engagements. *Financial analysts journal*, 55(6), 18-27.
- Stracca, L. (2002). Behavioural finance and aggregate market behaviour: where do we stand? Working Paper of the European Central Bank.
- Taffler, R. J., & Tuckett, D. A. (2010). Emotional finance: The role of the unconscious in financial decisions. *Behavioral finance: Investors, corporations, and markets*, 95-112.
- Thaler, R. H. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 12-17.
- Thaler, R. H. (1988). Anomalies: The ultimatum game. *Journal of economic perspectives*, 2(4), 195-206.

- Thaler, R. H. (1990). Anomalies: Saving, fungibility, and mental accounts. *Journal of economic perspectives*, 4(1), 193-205.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases: Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty. *science*, 185(4157), 1124-1131.

Les fondements paradigmatisques de la modélisation et de la théorie financière classique

Il est un peu paradoxal d'évoquer la notion de « finance classique ». De la même manière qu'en art pictural on différencie les périodes classiques, modernes et contemporaine, on peut également différencier de la même manière les périodes d'évolution de la finance. La période classique, ou *ante 1950*, constitue une période durant laquelle la science financière reste essentiellement une branche du droit et de la comptabilité. La science financière se contente à l'époque de la description des différents produits financiers, des droits et obligations des différentes parties et de leur traitement comptable. C'est à partir des années 1950 que, redécouvrant les travaux des Français Bachelier et Regnault, des auteurs essentiellement américains, tels William Sharpe, Merton Miller ou Stephen Ross ont posé les bases de la théorie financière dite moderne. C'est ensuite à partir de la critique de cette théorie financière moderne que naîtra, à partir des années 2000, la théorie financière contemporaine, dont Daniel Kahneman et Amos Tversky sont les fondateurs. La finance comportementale prend une part conséquente de la théorie financière contemporaine.

L'objet de ce chapitre est de présenter les piliers de la science financière classique – ou plutôt, dans notre terminologie, moderne – et les limites qui y sont attachées. Il sera logiquement suivi, dans le chapitre suivant, par la présentation des hypothèses de la finance comportementale.

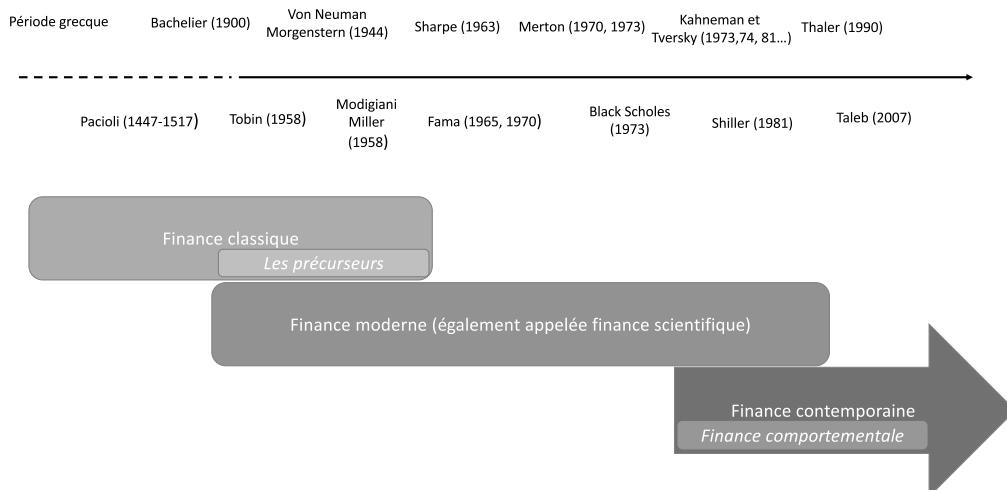


Figure 1. Les différents temps de la finance