

BEHAVIORAL FINANCE : WHAT JUSTIFICATIONS ?

LA FINANCE COMPORTEMENTALE : QUELLES JUSTIFICATIONS ?

***Abdelatif KERZABI**

Professeur, Université Aboubakr Belkaid, Tlemcen.

Kerzabi57@gmail.com

****Lamia DIB**

Docteur, Université Aboubakr Belkaid, Tlemcen

lamiadib@yahoo.fr

Reçu le : 18/03/2020

Accepté le : 23/03/2020

Publication : 08/05/2020

RESUME : La théorie économique repose sur le postulat que les agents économiques (entreprises et individus), ont des comportements rationnels. Cependant, l'observation des faits, nous montre que ces agents prennent parfois des décisions que la théorie économique standard ne peut expliquer. Il en est ainsi des décisions financières qui ne sont pas toujours rationnelles. La finance comportementale, tente de d'encadrer ce type de comportement par la remise en cause de la finance standard.

Nous sommes conscients que cette nouvelle théorie financière reste inachevée. Elle est encore en construction. Il convient de noter que ce courant financier ne s'est pas encore constitué en une véritable théorie unifiée mais, il est toujours possible de discuter de ce courant à partir des premières recherches dans ce domaine.

Dans ce travail, nous partons de l'idée que ce courant repose sur trois argumentaires que nous tentons de présenter : Le premier est d'ordre sociologique, le second est historique, quant au troisième, il est méthodologique.

Mot clés : Efficience du marché, finance comportementale, rationalité des investisseurs, information parfaite, allocation optimale.

1. INTRODUCTION :

Traditionnellement, la théorie des sciences économiques prend comme hypothèse l'«homo œconomicus» dont les décisions sont gouvernées par l'intérêt personnel et la rationalité. De plus, l'économie a longtemps été considérée comme une science non expérimentale, basée sur l'étude d'économies réelles plutôt que sur des expériences contrôlées de laboratoire.

La finance connaît depuis quelques temps un changement de paradigme (C. D'Hondt et R. De Winne, 2017) et l'approche comportementale amène une dimension plus réaliste à la finance, en proposant des alternatives aux hypothèses irréalistes de l'approche traditionnelle. Idéalement, les recherches devraient pouvoir exploiter et intégrer les points forts des deux courants : la rigueur de l'approche traditionnelle et le réalisme de l'approche comportementale.

Pour la théorie financière standard, les marchés financiers aboutissent nécessairement aux équilibres les plus efficaces économiquement. Ces marchés obéissent à des règles purement rationnelles. L'efficience des marchés peut se comprendre de différentes manières (J-P. Pollin, 1987) : En fonction du coût de fonctionnement des

*Faculté des sciences économiques et de gestion, Université de Tlemcen

** Faculté des sciences économiques et de gestion, Université de Tlemcen

marchés, c'est-à-dire, en fonction des conditions d'accès. Par la qualité de l'allocation des capitaux qui résulte de la confrontation entre les offres et des demandes de fonds prêtables. Par le rôle que joue le système financier dans la formation de l'équilibre économique, notamment dans la coordination des plans d'épargne et d'investissement.

L'hypothèse d'efficience des marchés financiers est un concept central de la théorie financière moderne. Si les marchés sont efficaces, cela signifie qu'aucune stratégie d'investissement ne peut permettre de dégager, pour un niveau de risque donné, un profit anormal. Cependant, l'investisseur n'est pas toujours rationnel. Ces sentiments sont soumis à des erreurs de jugements appelées, "biais cognitifs" ou à des facteurs émotionnels comme la peur ou l'excès de confiance, qui interfèrent lors de sa prise de décisions.

Nous considérons qu'en sciences économiques, l'un des concepts les plus fondamentaux, est l'hypothèse de «l'efficience des marchés financiers». Celle-ci est non seulement un concept opératoire lorsqu'il s'agit de déterminer le prix des actifs ainsi que l'équilibre sur les marchés financiers. Ce qui veut dire que l'hypothèse d'efficience affirme que les prix sur les marchés financiers reflètent toute l'information disponible et que tous les mouvements futurs qui peuvent affecter les prix sont dus à une variation de l'information.

Ce concept est fondamental aussi, parce qu'il a toujours été indispensable dans l'enseignement des sciences économiques. Encore que l'importance du concept, a été validée par l'attribution du prix Nobel d'économie politique à Eugene Fama en 2013 considéré comme un de ses pères.

Malgré la notoriété qu'a eue cette hypothèse tant dans les milieux professionnels que dans les milieux académiques, cette contribution plaide en faveur de la finance comportementale qui remet en question le paradigme de l'efficience des marchés financiers. Après un bref rappel de ce que l'on entend par «efficience des marchés» (1), nous passerons en revue les arguments en faveur de la remise en cause de ce concept (2), la finance comportementale comme alternative à l'efficience des marchés (3) et les arguments en faveur de cette finance (4).

2. L'EFFICIENCE DES MARCHES

La théorie financière standard qui s'est bâtie tout au long du XX^{ème} siècle, s'est basée sur trois piliers (M-H. Broihanne, M. Merli et P. Roger, 2004) : la maximisation de l'espérance d'utilité, l'hypothèse d'absence d'arbitrage et celle d'efficience des marchés. Développée par H. Fama entre les années 1950 et 1960, l'hypothèse d'efficience du marché part du principe que lorsqu'un marché est suffisamment développé et que les informations sur ce dernier sont connues par tous les acteurs, ces derniers étant rationnels, réagissent presque instantanément et de façon correcte. En d'autres termes, l'efficience des marchés implique la vérification de quatre conditions essentielles (G. Baccar-Mahboubi, 2012) :

- *La libre circulation de l'information et la réaction instantanée des investisseurs :*

Pour que les prix intègrent instantanément l'ensemble des informations disponibles, il est nécessaire que :

- l'information soit diffusée simultanément auprès de tous les agents économiques.

- les agents économiques puissent traiter l'information en temps réel et agir simultanément sur le marché en fonction de cette information.

En pratique il existe toujours un décalage entre la diffusion et le traitement de l'information. Par conséquent, ce décalage ne permet pas l'intégration instantanée de l'information. Ce sont les petits porteurs qui sont les plus lésés car ils reçoivent l'information en retard, d'où ils sont considérés comme irrationnels et ceci rend le marché inefficace.

- *La gratuité de l'information :*

Les agents doivent avoir accès à toutes sortes d'information sans que ceci engendre des coûts supérieurs de gestion.

- *L'absence des coûts de transaction et d'impôt :*

Les agents économiques peuvent hésiter à investir et à désinvestir si les coûts de transaction ou les taxes annulent le gain potentiel réalisable. Donc, et en présence de coût de transaction, les agents n'agissent sur le marché que lorsque le gain espéré couvre les frais de transaction.

Dans ce cas, seules les informations susceptibles d'avoir un effet important sur les prix seront prises en compte par les investisseurs.

- *L'atomicité des investisseurs et la liquidité :*

Les agents économiques ne vont pas réaliser des transactions sur les titres, si ces transactions elles mêmes, sont susceptibles pour des raisons de liquidité de faire varier le prix des titres.

Aucun investisseur ne doit pouvoir être en mesure d'influencer le marché par sa simple intention de vendre ou d'acheter une masse importante de titres. En aucun cas, le prix de l'actif ne doit varier pour des problèmes de liquidités.

Si le marché est efficient, aucun investisseur ne peut réussir à obtenir un profit anormal sur le marché pour un certain niveau de risque donné. Le prix d'un actif est donc égal à sa valeur théorique. La surévaluation ou sous-évaluation d'actif est donc impossible dans un marché efficient. Cette hypothèse de l'efficacité des marchés a donné naissance à tout un corpus théorique tels que la théorie du portefeuille de Markowitz (1952), le modèle d'équilibre des actifs financiers, de Sharpe (1964) ou le modèle d'évaluation d'options de Black-Scholes (1973) et Merton (1973).

3. LA REMISE EN CAUSE

Malgré le succès de cette théorie, l'hypothèse des marchés efficients reste une situation idéale qui ne résiste pas à la réalité. En effet, les investisseurs ne sont pas totalement rationnels, les coûts de transaction ne sont pas nuls, l'information n'est pas totalement gratuite, elle ne circule pas d'une manière aussi rapide que la théorie le prévoit. Un autre problème soulevé par ces théoriciens et qui traite de l'hypothèse d'homogénéité des agents, puisque le marché boursier est composé des investisseurs et des spéculateurs, qui n'ont pas les mêmes capacités d'interprétations face à des événements très techniques alors que cette théorie se fonde sur le fait que l'information soit compréhensible pour tous dans le but d'être interprétée de la même manière.

Selon ces théoriciens, les investisseurs peuvent avoir un comportement différent face aux mêmes informations selon leur besoin de liquidité, et leurs propres interprétations personnelles.

En effet, les hypothèses qui assurent le bon fonctionnement du marché financiers, sont généralement difficiles à vérifier en pratique, et ce suite aux comportements des agents et au processus lié à l'information.

En fin de compte, tous les piliers de l'efficacité des marchés n'ont pas tardé à se fissurer au fur et à mesure de l'accumulation des résultats empiriques et expérimentaux. En dépit de son apport considérable à la théorie économique et financière, cette théorie (K. Naoui et M. Khaled, 2010), se trouve depuis quelques années vivement contestée. Ses détracteurs mettent en avant l'incapacité de celle-ci à apporter des réponses pertinentes quant à certaines anomalies décelées sur les marchés financiers, notamment, la volatilité excessive des prix des actifs financiers.

La critique de Grossman et Stiglitz (1980), déconstruit l'information véhiculée par les prix. Pour ces auteurs, si les marchés sont efficients et que l'information est coûteuse, alors les agents n'ont aucun intérêt à payer pour acquérir de l'information. Les agents seront incités à ne plus payer pour obtenir de l'information puisqu'ils peuvent l'obtenir gratuitement en observant l'évolution des prix des actifs cotés sur le marché. En conséquence, si aucun agent n'est incité à payer pour acquérir de l'information, le prix de l'actif n'intégrera plus toute l'information disponible et le marché ne sera pas efficient au sens de Fama. Le marché présente donc obligatoirement un certain caractère d'inefficience, puisque l'écart avec l'efficacité est nécessaire pour rendre rentable la recherche d'information (Antoine Bouveret et Gabriele Di Filippo, 2009)

Sur un autre plan, la crise financière de 2008, a révélé plusieurs défaillances. Certaines de ces défaillances se sont déjà manifestées bien avant la crise, mais elles ont été réfutées ou ignorées jusque-là. Beaucoup de travaux ont démontré qu'il existait des anomalies bien avant cette crise. Mais, cette crise a été l'occasion idoine pour avancer les arguments pour une remise en cause de l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers.

4. LA FINANCE COMPORTEMENTALE : L'INEFFICIENCE DES MARCHES

Par opposition à l'hypothèse de l'efficacité des marchés, une nouvelle théorie va émerger. Cette théorie (ABC Bourse) va chercher à mettre en avant les situations lors desquelles, les marchés ne sont pas rationnels et essaiera d'en expliquer les causes par la psychologie des investisseurs. En d'autres termes, elle va recenser les travers des comportements humains ainsi que leurs effets sur les marchés afin de les utiliser lors de stratégies d'investissement.

Il s'agit de la finance comportementale qui fait partie de la nouvelle « économie comportementale » qui consiste à appliquer la psychologie à la finance. Cette théorie a été reconnue officiellement en 2002 avec la remise du prix Nobel d'Economie à ses deux pères qui sont **Daniel Kahneman** et **Vernon Smith**. Le premier pour avoir introduit en sciences économiques des acquis de la recherche en psychologie, en particulier concernant les jugements et les décisions en incertitude et le second pour avoir fait de l'expérience en laboratoire un instrument d'analyse économique empirique, en particulier dans l'étude de différentes structures de marché.

Ce nouveau domaine de recherche a pour origine deux disciplines : les analyses des psychologues cognitifs sur les jugements et les décisions des personnes, et les tests expérimentaux auxquels les économistes soumettent la théorie économique. L'analyse du comportement humain devant la décision est soumise à la psychologie. Ainsi par exemple, les craintes d'un investisseur qui vient de subir plusieurs échecs, aura tendance à craindre de plus en plus les valeurs risquées. Inversement, devant une série de bonnes transactions, l'investisseur aura tendance à sous-estimer les risques.

La finance comportementale reconnaît que les individus ne sont pas un ensemble homogène maximisateur. Les individus sont des humains, leurs comportements, doivent être pris avec les défauts et les qualités. Pour cette raison, la sociologie, la psychologie et l'anthropologie offrent aux financiers des outils mieux adaptés à la réalité. Les approches comportementales intègrent la complexité des comportements humains et donc plus d'incertitude que celle proposée par la finance standard.

Ce courant qui reste à compléter, repose sur trois hypothèses (C. Schinckus, 2009) :

- L'existence de biais comportementaux qui influent sur le comportement des investisseurs. Ces biais comportementaux seraient les principales causes des différences entre le comportement observé des agents et le comportement rationnel sur lequel se fonde l'économie financière standard.
- Les individus sont sensibles à l'environnement et à la présentation de la situation de risque
- Les individus commettent des erreurs systématiques dans leur manière de traiter l'information.

Ce courant opère un glissement de rationalité, il introduit une rationalité économique plus psychologique et plus limitée au lieu et place de la rationalité parfaite. Cette rationalité limitée utilisée en finance comportementale renvoie directement à la rationalité procédurale de Simon. Ici, il s'agit de la rationalité procédurale définie par un mécanisme de décision qui est développé par les agents lorsqu'il leur est impossible d'atteindre aisément une solution optimale. Cette impossibilité d'optimisation particulièrement sensible dans le cas de l'innovation est imputable à différents facteurs :

- . L'imperfection de l'information,
- . L'incomplétude de l'information
- . Les capacités cognitives limitées et donc rares dont les agents économiques disposent.

5. LES ARGUMENTS EN FAVEUR DE LA FINANCE COMPORTEMENTALE

Pour hisser la finance comportementale en courant dominant, les auteurs avancent Trois arguments (C. Schinckus, 2009) : un argument sociologique qui consiste en un regroupement de chercheurs en communauté scientifique à la faveur de ce nouveau courant et un argument méthodologique.

5.1. L'argument sociologique

De nombreux résultats ont été observés et enregistrés depuis les années 1980 et qui contredisent les résultats théoriques de l'économie financière standard. Ces résultats sont appelés « anomalies ». Ces anomalies ont permis la remise en cause de la théorie standard. Le concept d'anomalie peut se définir comme un écart, une irrégularité. En finance, l'anomalie est utilisée dans le sens d'un écart par rapport à une norme.

Beaucoup d'articles furent écrits depuis les années 1980 sur la finance comportementale, ce qui a permis de créer une véritable communauté de chercheurs qui soutiennent le même point de vue. Nous sommes devant un nouveau paradigme (T. Kuhn, 1962). Dans toutes les disciplines, l'histoire montre une volonté de poursuivre et de répéter le paradigme qui a été jugé valide à un moment donné. C'est légitime et utile, car il se produit ainsi une synthèse intégrative qui permet la transmission et le perfectionnement du savoir.

A la fin des années 1990, plusieurs revues sont dédiées à la finance comportementale. En 1999, est créée la revue intitulée *Journal of Psychology and Financial Markets* qui deviendra le *Journal of Behavioral Finance* en 2003. Cette revue a pour objectif de promouvoir une recherche interdisciplinaire directement inspirée des sciences cognitives afin de comprendre au mieux les influences psychologiques sur le comportement des investisseurs et les fluctuations du marché.

5.2. L'argument méthodologique

Pour s'imposer comme un nouveau paradigme et assoir sa suprématie méthodologique, la finance comportementale, doit imposer sa capacité à se différencier de la finance standard en termes de justification scientifique. Pour ce faire (C. Schinckus, 2009), elle se doit, à la fois, de reprendre les réponses satisfaisantes du cadre standard (en répondant aux anomalies observées) et d'expliquer en quoi elle propose une démarche réellement nouvelle justifiant une évolution de l'économie financière vers une dimension plus comportementale.

Contrairement à la finance standard qui a une approche purement normative, la finance comportementale, fait appel à l'introspection et tente de modéliser le comportement des agents. Aussi, la finance comportementale se fonde sur des concepts et paramètres observés en laboratoire. Ces paramètres qui relèvent de la psychologie, apportent plus de réalisme à la finance. Cette volonté de réalisme tant au niveau des hypothèses qu'au niveau des réponses données aux anomalies permet à la finance comportementale de souligner sa dimension explicative

Enfin, la finance comportementale rejette les principales hypothèses de la finance classique telles que la rationalité parfaite et l'efficacité des marchés. Elle prône une rationalité procédurale qui s'inspire directement de l'expérimentation des comportements. Elle reconnaît que les agents économiques possèdent des limites computationnelles liées à ses capacités restreintes de traitement de l'information.

6. CONCLUSION

On comprend que la finance comportementale recense les biais de comportement et leurs effets sur les marchés financiers, sous forme d'anomalies de prix ou de rendement. La finance comportementale, cherche à détecter ces travers et anomalies de marché, et si possible les utiliser dans les stratégies de placement. Elle s'oppose en cela à la théorie classique basée sur l'hypothèse d'efficacité du marché d'Eugene Fama.

La théorie de l'efficacité des marchés financiers, est supposée refléter à chaque instant toute l'information disponible et où les agents ont un comportement et des anticipations rationnels. La gratuité de l'information (V. Mignon, 2008) est sous-jacente au fait que les prix reflètent toute l'information. Ceci est fortement irréaliste et l'existence de coûts d'acquisition et de traitement de l'information a des conséquences très fortes sur l'efficacité. Les intervenants sur les marchés financiers (V. Mignon, 2008) sont humains et que les « forces du marché » ne sont pas suffisamment puissantes pour compenser les défaillances humaines.

La crise financière a montré les limites de l'efficacité des marchés. Les institutions financières ont enregistré des pertes financières estimées à 4 100 milliards de dollars selon le dernier rapport sur la stabilité financière du FMI. La capitalisation boursière mondiale a chuté de presque 50% en 2008, passant de 62 747 Mds de \$ fin 2007 à 32 575 Mds de \$ à fin 2008.

La meilleure manière de résumer (C. Schinckus, 2009) la différence entre ces deux courants est, sans doute, de dire que la finance comportementale est plus ouverte aux contributions des autres sciences sociales et moins concentrée sur l'élégance des modèles en soulignant l'évidence qu'elle décrit avant tout des comportements humains.

BIBLIOGRAPHIE :

ABC-Bourse, La finance comportementale, les apports de la psychologie

https://www.abcbourse.com/apprendre/19_finance_comportementale.html

Baccar-Mahboubi G., (2012) Etude de l'efficience des marchés financiers; applications au tunindex 20, *Master finance d'entreprises et des marchés, Institut des hautes études commerciales de Carthage (IHEC Carthage) Tunisie.*

Broiha M-H., Merli M. et Roger P.,(2004), *Finance comportemental , Collection Gestion.*

Bouveret A. et Di Filippo G., (2009), Les marchés financiers sont-ils efficients ? L'exemple du marché des changes, *Revue de l'OFCE* -110- Juillet

Dang Khoa Pham N., (2012), L'efficience des marchés financiers face à la crise financière de 2007, *Mémoire présenté comme exigence à la Maîtrise en économie, Université du Québec à Montréal.*

D'Hondt C. et De Winne R., (2017), La finance comportementale: enjeux et perspectives, *Regards Economiques*, n° 131, Mars.

Mignon V., (2008), Les ambiguïtés de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers, *Regards croisés sur l'économie, Volume 1, n° 3, pp. 104-117*

Naoui K. et Khaled M., (2010), Apport de la finance comportementale à l'explication de la volatilité excessive des prix des actifs financiers , *Libanaise de Gestion et d'Économie, Volume 3, Issue 4*, pp. 65-99

Pollin J-P., (1987), «L'efficience des marchés financiers : quelques perspectives récentes, *Revue d'économie financière*, n°1, pp. 108-114

Schinckus C., (2009), La finance comportementale ou le développement d'un nouveau paradigme , *Revue d'Histoire des Sciences Humaines*, Volume1 n° 20, pp. 101-127