

Louvain School of Management

**La finance comportementale ou
comment la psychologie s'immisce
dans des décisions dites
rationnelles.**

Auteur : Julien Grandjean
Promoteur : Pierre Devolder
Année académique 2019-2020
Travail de fin d'études (TFE) en vue d'obtenir le titre de
Master (60) en Sciences de Gestion
Horaire décalé

RÉSUMÉ

La finance comportementale est une branche de la finance qui cherche à décrire et expliquer pourquoi, dans certaines situations, l'être humain adopte un comportement irrationnel dans sa prise de décisions.

La finance comportementale se situe aux antipodes de la théorie classique de la finance qui considère l'être humain comme étant un agent capable de produire des prévisions à très long terme, de calculer des probabilités et de faire des choix rationnels sans être influencé par ses émotions.

Le but de ce mémoire est de présenter aux lecteurs les bases de la finance comportementale en s'appuyant sur les connaissances scientifiques des dernières années dans des domaines aussi divers que la psychologie, la sociologie et l'anthropologie.

AVANT-PROPOS

Je souhaiterais remercier chaleureusement le Professeur Devolder de m'avoir permis de réaliser ce mémoire sous sa supervision. Mon intérêt pour la finance est en effet né de ses cours plus passionnants les uns que les autres.

Ce mémoire représente la fin d'une belle aventure que fut ce master 60 en sciences de gestion à horaire décalé.

Tables des matières

RÉSUMÉ	1
AVANT-PROPOS	2
INTRODUCTION	1
LA FINANCE COMPORTEMENTALE, CONCEPTS ET DÉFINITION	5
LA FINANCE COMPORTEMENTALE, LES DIFFÉRENTS FACTEURS INFLUENÇANT LA PRISE DE DÉCISIONS	6
Le recours aux heuristiques et les biais associés.....	6
La surestimation de ses capacités, la préservation de l'estime de soi et le biais d'optimisme	10
Les émotions et les capacités de self-control	11
Les relations sociales	13
Le contexte ou « <i>framing effect</i> »	15
DISCUSSION	16
CONCLUSION	19
REFERENCES	21

Liste des figures

Figure 1	16
-----------------------	----

INTRODUCTION

Lorsque nous parlons d'amis, de connaissances, d'individus, nous les décrivons souvent en utilisant des adjectifs. Certains sont dits pragmatiques. Ceux-ci pensent de façon rationnelle, ne prennent des décisions qu'en se basant sur des données objectives et ne se laissent pas facilement guider par leurs émotions. Ils exercent souvent dans la médecine, les mathématiques ou la recherche. Ils ne basent leur diagnostic que sur des données concrètes. À l'inverse, certaines personnes sont décrites comme étant plus irrationnelles. Elles prennent des décisions plus subjectives et exercent dans des professions où le côté empirique est moins palpable. Ces individus font le plus souvent partie de domaines classifiés comme abstraits à savoir : la psychologie, la philosophie ou les lettres.

Le monde de la finance se retrouve la plupart du temps dans la première classification (c.-à-d., les domaines dits rationnels). En effet, dans la pensée populaire, un financier est méticuleux. Il analyse les données avec minutie avant de prendre une décision. Il est méthodique et ne se laisse pas submerger par ses émotions. Il est en parfaite adéquation avec le modèle de l'« *homo economicus* » qui définit l'être humain comme étant un être rationnel décrit par Thaler et Sustain (2009) comme : «*un agent très intelligent, capable de produire des prévisions à très long terme, de calculer des niveaux de satisfaction grâce à des fonctions mathématiques et d'effectuer des choix rationnels sans être influencé par ses émotions*» (Thaler & Sunstein, 2019). C'est de ce constat de base, à savoir la rationalité du comportement humain, qu'ont été construites les fondations de la théorie financière et la notion d'efficience de marché.

En 1965, Eugène Fama décrivait un marché efficient comme étant : « [...] *a market where there are large numbers of rational profit-maximizers actively competing, with each trying to predict future market values of individual securities, and where important current information is almost freely available to all participants. In an efficient market, competition among the many intelligent participants leads to a situation where, at any point in time, actual prices of individual securities already reflect the effects of information based both on events that have already occurred and on events which, as of now, the market expects to take place in the future. In other words, in an efficient market at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value* »¹. L'hypothèse d'efficience de marché suppose donc que le prix d'une action, d'une obligation ou de tout autre instrument financier se base et s'adapte aux données disponibles à un moment T. La publication de résultats, la nomination d'un nouvel administrateur, les fonds propres ainsi que le niveau d'endettements sont autant de variables entrant en compte dans le calcul de la valorisation d'instruments financiers. Le côté subjectif, les croyances et les préférences des investisseurs ne sont pas censés être pris en considération. Par conséquent, la théorie d'efficience de marché suggère qu'il est difficile, voire quasiment impossible de réaliser des profits supérieurs au rendement moyen d'un marché financier hormis par chance. En effet, si le prix de chaque action représente l'ensemble des informations disponibles au sujet d'une société, avec des millions

¹ Résumé en français : « *Sur un marché efficient, la concurrence que se livre un grand nombre d'opérateurs avisés, crée une situation dans laquelle, à chaque instant, les prix des différentes valeurs reflètent les effets de l'information basée d'une part, sur des événements qui se sont déjà produits et, d'autre part, sur des événements que le marché s'attend à voir dans le futur. En d'autres termes le prix pratiqué est, à tout moment, une bonne estimation de la valeur intrinsèque du titre* » (Barraud & Paugam, 2013).

d'investisseurs scrutant les marchés chaque jour, il est peu probable – voire totalement impossible - que des valorisations excessives (ou trop faibles) persistent.

Au fur et à mesure des années cependant, l'efficacité des marchés a été remise en question. Il semble en effet difficile de pouvoir expliquer « *rationnellement* » certains mouvements financiers qui se sont déroulés lors des 100 dernières années. Afin d'illustrer ces propos, prenons un premier exemple.

Durant le « *bull market* »² de 1968, National Presto Industries se vendait à 45 dollars, une valeur représentant seulement 8 fois ses bénéfices. En 1969 et 1970, les bénéfices de National Presto Industries augmentèrent de façon continue. Malgré cette augmentation constante de bénéfices, la valorisation de l'action subit une chute drastique en 1970. En effet, à cette époque, soit 2 ans après avoir atteint une valeur de 48 dollars, l'action National Presto Industries ne valait plus que 21 dollars. Cette valeur (c.-à-d., 21 dollars) représentait moins de 4 fois les bénéfices enregistrés et moins que la valeur liquidative³ de la société. En d'autres termes, à cette époque donc, les investisseurs jugeaient que l'entreprise valait moins que la valeur nette de ses actifs à court terme.

Un autre exemple de valorisation aberrante est celui de Lucent Technologies Inc. qui, au milieu des années 2000 était possédée par plus d'investisseurs que n'importe quelle action américaine. Sa valorisation équivalait à l'époque à 192.9 milliards de dollars. Était-elle seulement justifiée ? Nous pouvons nous poser la question. En effet, en regardant le rapport

² Un « *bull market* » ou « marché haussier » en français est une bourse dans laquelle les cours semblent orientés durablement à la hausse.

³ « *Net current asset value* » en anglais.

financier de cette compagnie⁴, on peut s'apercevoir que Lucent avait valorisé 4.2 milliards de dollars comme « *goodwill* » pour l'achat d'une société qui n'avait à l'époque, aucun client et zéro revenu ! En plus de cela, Lucent avait intégré le cout de développement de nouveaux programmes dans la section « *capital asset* », retirant dès lors cette dépense des bénéfices reportés. Lucent avait également prêté 1.5 milliard de dollars aux acheteurs de ses produits. Un choix peu prudent en cas de crise économique (ou si ceux-ci tombaient en faillite dans le futur). Par conséquent, alors qu'en juin 2000, l'action Lucent valait 51 dollars, en 2002 elle n'en valait plus que 1.26 dollar. Cela représente une perte de valorisation de plus de 190 milliards de dollars ! Une chute de plus de 97% de la valeur d'une action peut être difficilement considérée comme rationnelle au vu des éléments qui étaient à la disposition des investisseurs dès l'année 2000 et va à l'encontre de la théorie d'efficience des marchés financiers.

D'autres exemples de valuations excessives (dans un sens ou dans un autre) furent également légion lors de la « *dot-com bubble* », lors de la crise de 2008 ou encore récemment avec la crise du coronavirus où la valorisation des différents actifs financiers ne cesse de fluctuer. Lors de telles crises, ces fluctuations (pouvant parfois atteindre plus de 10%) semblent avoir plus souvent trait au domaine de la psychologie et de l'anthropologie qu'à celui de la rationalité, caractéristique décrivant pourtant l'*homo economicus*.

Dès le début des années 1960, Daniel Kahneman, un psychologue israélien, s'est intéressé à la prise de décision chez les êtres humains. Avec le mathématicien et psychologue

⁴ Accessible sur le site www.sec.gov.

Amos Tversky, il a réalisé, durant plusieurs décennies, de nombreuses recherches afin de comprendre les bases cognitives et émotionnelles de la prise de décision. À deux, ils écrivirent de nombreux ouvrages et développèrent les bases de la théorie des perspectives⁵. Celle-ci valut à Kahneman le prix Nobel d'économie en 2002.

La théorie des perspectives est à la base de la finance comportementale qui cherche à décrire et expliquer pourquoi, dans certaines situations, l'être humain adopte un comportement irrationnel. Celle-ci va dès lors à contre-courant de la théorie de l' « *homo economicus* » qui considère les êtres humains comme étant des agents rationnels qui optimisent leurs choix pour arriver à un but déterminé.

Dans ce mémoire, je cherche à résumer les bases de la finance comportementale. En m'appuyant sur les travaux ayant étudié cette branche de la finance, j'explique et développe pourquoi l'investisseur, même professionnel, a tendance à poser des choix non rationnels et financièrement coûteux.

LA FINANCE COMPORTEMENTALE, CONCEPTS ET DÉFINITION

La finance comportementale représente un champ de la finance qui « *s'appuie sur la psychologie, voire l'anthropologie, pour mieux décrire et comprendre le comportement des investisseurs et des marchés.* » (De Winne & D'Hondt, 2017). Celle-ci se base sur l'observation d'un certain nombre d'anomalies qui contredisent la théorie de l'efficacité des marchés

⁵ « *Prospect theory* » en anglais.

financiers. Elle démontre que les investisseurs ne sont pas épargnés par des biais cognitifs qui sont susceptibles de modifier à la fois leurs croyances et préférences. De façon générale, elle étudie le rôle de la psychologie dans le comportement des investisseurs et des analystes financiers.

Ci-dessous, j'énumère un certain nombre de facteurs pouvant expliquer le caractère systématique de biais comportementaux qui, au final, impactent tous les investisseurs et analystes financiers et qui par conséquent réduisent les bénéfices de leur portefeuille - ou celui de leurs clients.

LA FINANCE COMPORTEMENTALE, LES DIFFÉRENTS FACTEURS INFLUENÇANT LA PRISE DE DÉCISION

Le recours aux heuristiques et les biais associés

L'analyse heuristique (du grec « *heuriskein* » qui veut dire trouver) est un protocole de résolution employé pour fournir une solution réalisable à un problème trop complexe souvent déterminé par un grand nombre de critères à prendre en compte. À l'inverse d'un algorithme, qui va chercher et explorer l'ensemble des combinaisons possibles afin de trouver LA solution optimale, l'heuristique va se baser sur les expériences passées, l'intuition, etc. afin de filtrer les différentes options dans le but de réduire le champ des possibilités. De ce fait, elle ne permet pas toujours d'arriver à un résultat et garantit encore moins l'exactitude de celui-ci (Deluzarche, n.d.).

L'utilisation d'heuristiques dans notre prise de décision s'explique par le fait que, dans la vie de tous les jours, nous n'avons pas toujours le temps, l'énergie ou l'envie, d'analyser un problème en profondeur. La capacité analytique de notre cerveau étant limitée, celui-ci est obligé de faire des choix afin d'arriver à des solutions rapides permettant le traitement de nouvelles informations. Cela explique pourquoi nous utilisons souvent des raccourcis afin de répondre à une question complexe (Kahneman, 2011). Dans le domaine de la finance, plusieurs types d'heuristiques peuvent expliquer les fluctuations excessives des marchés financiers.

Une première heuristique est celle de représentativité qui décrit la tendance des investisseurs à baser leur jugement sur des informations qui leur sont familières et personnalisables plutôt que sur des bases statistiques. Cette heuristique invite par exemple à prendre des décisions en se reposant sur des échantillons trop petits (Kahneman, 2011; Kahneman & Tversky, 1974; Tversky & Kahneman, 1971). Elle amène régulièrement l'investisseur à distinguer des tendances à la hausse ou à la baisse sur les différents marchés financiers là où se déroulent des phénomènes aléatoires. Elle incline les investisseurs à surestimer la possibilité qu'un événement se reproduise et cela, d'autant plus que cet événement a été observé récemment (exemple : augmentation de 10% de la valeur d'une action). Elle permet en partie d'expliquer pourquoi de nombreux investisseurs ont tendance à acheter quand un titre est à la hausse et à vendre quand celui-ci commence à baisser (JEGADEESH & TITMAN, 1993).

Une seconde heuristique est l'heuristique de disponibilité. Celle-ci caractérise la prise de décision à partir d'informations rapidement disponibles à l'attention et la mémoire (Susskind, 2005). Par exemple, s'il vous est demandé de citer un grave problème sociétal, vous citerez probablement une information étant récemment apparue lors d'un journal télévisé ou vous ayant fortement marqué (exemple : la crise du coronavirus ou les attentats de Paris et Bruxelles). Il en va de même si l'on vous demande la probabilité d'une prochaine crise économique ou une estimation la rentabilité à venir des marchés financiers. Avec la crise des dot-com, celle de 2008 et la crise du coronavirus, les investisseurs ont tendance à surestimer la probabilité d'une crise financière et à estimer de façon erronée les rentabilités futures en s'appuyant sur les rentabilités observées dans le passé.

Une troisième heuristique est l'heuristique basée sur le conservatisme. Celle-ci « [...] *rend compte de la tendance des investisseurs à surévaluer la valeur des informations qui confirment leurs opinions et à minimiser les informations qui les infirment* » (Barraud & Paugam, 2013). Elle peut être expliquée par la peur du changement et de l'incertitude qui l'accompagne ainsi que par une réticence à admettre ses erreurs. Celle-ci est à l'origine de la sous-réactivité des investisseurs aux nouvelles informations comme la publication de résultats d'entreprises, la nomination d'un nouveau directeur ou encore les chiffres de l'économie de façon générale (Barberis, Shleifer, & Vishny, 1998). Elle est à l'inverse de l'heuristique de représentativité qui stipule que les investisseurs surréagissent aux informations relatives au passé (comme par exemple l'augmentation ou la diminution à court terme de la valeur d'un actif financier). Le biais de confirmation va dans le sens de cette heuristique puisqu'il suggère que les investisseurs recherchent intentionnellement les informations qui vont dans le sens

de leurs opinions et évitent de se retrouver face à des informations contradictoires (Festinger, 1957; Goetzmann & Peles, 1997). Ce biais entre donc dans un processus bien connu de la race humaine à savoir : la volonté de réduction de la dissonance cognitive (Festinger, 1957).

L'Heuristique de familiarité, quant à elle, apparaît lorsqu'un individu est disposé à opter pour une option plutôt que pour une autre uniquement parce que celle-ci lui est plus familière. Les investisseurs sont par exemple plus enclins à investir dans des sociétés qui proposent des produits familiers plutôt que dans celles proposant des produits peu communs. Ils surpondèrent également leurs positions dans des actions domestiques (Sercu & Vanpee, 2007), locales (Coval & Moskowitz, 1999), voire dans celles appartenant à la société qui les emploie (Meulbroek, 2002).

Une dernière heuristique est celle de la diversification naïve qui démontre que de nombreux investisseurs cherchent à diversifier leur portefeuille sans pour autant prendre en considération la corrélation entre les différents actifs de celui-ci.

Il est important de noter que l'utilisation d'heuristiques - et l'émergence des biais comportementaux sous-jacents - n'est pas seulement présente chez les investisseurs « amateurs », elle l'est également chez les « pros ». Une étude de 2019 démontre en effet que malgré le fait que les investisseurs institutionnels démontrent de fortes capacités d'analyses et de décisions en termes d'achat, leur décision de vendre un titre est souvent aberrante (Akepanidaworn, Di Mascio, Imas, & Schmidt, 2019). Ainsi, alors que leur décision d'achat surpasse l'indice de référence et une stratégie d'achat randomisée, leur décision de vente

sous-performe de plusieurs points une vente de titre basée sur une formule totalement randomisée.

La surestimation de ses capacités, la préservation de l'estime de soi et le biais d'optimisme

L'excès de confiance est une caractéristique courante de la race humaine : l'homme est conçu pour penser qu'il est meilleur que son voisin. Même si probablement essentielle à l'équilibre psychique de l'être humain, cette pensée reste néanmoins dangereuse car elle ne permet pas d'appréhender la réalité de façon analytique.

La réalité de l'excès de confiance se marque régulièrement lors de discussions entre collègues, amis ou famille sur des sujets tels que la conduite automobile ou la courtoisie. Ainsi, la plupart des gens ont tendance à incriminer « *la plupart des gens* » dont ils font probablement eux-mêmes partie. Les données observées dans le monde automobile vont dans le même sens. Par exemple, une récente étude auprès de 1.054 personnes de nationalité française démontre que 90,3% des personnes interrogées estiment être de « *bons conducteurs* » alors que selon l'Association des constructeurs européens d'automobiles, les Français conduisent moins bien que la moyenne européenne (Chauvot, 2020). Cela confirme les observations faites par les travaux cités plus haut : l'homme n'est pas un être de pensée rationnelle, il utilise des raccourcis et à recours aux heuristiques.

Cet abus de confiance, mis en parallèle avec une illusion de contrôle et de connaissances, amène régulièrement les investisseurs à vendre et à acheter fréquemment des

volumes importants d'actifs financiers au détriment de leur portefeuille (Hu, 1997). Ces impressions de confiance et de contrôle sont d'autant plus exacerbées par les plateformes en ligne et l'incroyable masse d'informations disponibles sur internet ; nous pensons comprendre les événements et la direction dans laquelle ils vont. Souvent malheureusement, ce contrôle n'est qu'une illusion qui entraîne de grosses déconvenues pour certains individus, avec des conséquences qui peuvent parfois avoir des fins catastrophiques.

Un exemple récent est celui de Alexander E. Kearn, un jeune homme de 20 ans étudiant à l'université du Nebraska qui s'est donné la mort après avoir investi durant la pandémie sur la plateforme d'investissement « *Robinhood* » dont la devise est « *investing for everyone* » (Klebnikov & Gara, 2020). En pleine période de Covid-19, ce jeune homme s'était mis à « *investir* » en plaçant son argent dans des instruments financiers de type « *options* ». Dans une note retrouvée plus tard sur son ordinateur, il explique cependant qu'il n'avait aucune idée des transactions qu'il effectuait et se demandait comme un homme de 20 ans sans aucun revenu peut être capable d'avoir une dette de près d'un million de dollars américains.

Parallèlement à cet excès de confiance se trouve le biais d'optimisme qui est un élément caractéristique des phénomènes de bulle où l'optimisme des investisseurs est un point crucial à la formation et aux gonflements de ces bulles (Scheinkman & Xiong, 2003).

Les émotions et les capacités de self-control

Un nombre important d'études a montré le rôle crucial que jouent les émotions dans la prise de décision. Chaque élément composant notre journée influence notre humeur et

l'état émotionnel dans lequel nous nous trouvons. Une augmentation de salaire, un accident de voiture, la pratique sportive, un film, sont autant d'éléments qui vont déclencher tantôt de la joie, tantôt de la tristesse. Il en est de même dans le monde de la finance où il a été démontré par exemple que la bonne humeur augmente la prise de risque (Isen & Patrick, 1983). Des éléments externes et qui ne sont pas sous notre contrôle jouent également un rôle prépondérant. De nombreuses corrélations ont en effet été observées entre la rentabilité des marchés actions et l'ensoleillement, les phases lunaires ou encore l'approche des jours fériés (Hirshleifer & Shumway, 2003; Kim & Park, 1994). Malgré leur côté farfelu, ces événements induisent des émotions auprès des investisseurs qui, par effet boule de neige, induisent des comportements d'achat ou de vente qui, pris de façon collective, ont un impact significatif sur les fluctuations des marchés d'actions.

En plus des émotions, les fonctions exécutives (c.-à-d., « *executive functions* » en anglais) jouent un rôle prépondérant dans les décisions financières. Les fonctions exécutives englobent de nombreuses capacités comme le fait de pouvoir jouer avec des idées, de prendre le temps de réfléchir avant d'agir, de rencontrer la nouveauté ou des défis non anticipés ainsi que de résister aux tentations et de rester concentré. Les fonctions exécutives les plus connues sont l'inhibition (c.-à-d., capacité de pouvoir résister aux tentations et à l'envie d'agir de façon impulsive), le contrôle des interférences (c.-à-d., l'attention sélective et l'inhibition cognitive), la mémoire de travail et la flexibilité cognitive (c.-à-d., voir les choses de différents points de vue) (Diamond, 2013).

Dans le cadre de la finance, certaines fonctions exécutives semblent jouer un rôle prépondérant. L'inhibition par exemple permet aux individus de pouvoir placer leur argent sur un compte d'épargne en vue d'un achat plus important dans le futur. La fonction de contrôles des interférences quant à elle permet de sélectionner les informations financières les plus importantes et mettre de côté celles qui sont hors sujet. Quant à la mémoire de travail et la flexibilité cognitive, elles permettent respectivement le maintien des informations à court terme et l'utilisation de ces informations en vue de prendre des décisions « *outside the box* » permettant – parfois – de réaliser des gains supérieurs à la moyenne⁶. Des carences en fonctions exécutives sont régulièrement reportées dans des populations caractérisées par des comportements inappropriés (exemple : dépendance au jeu, etc.) (Dalley, Everitt, & Robbins, 2011; *Diagnostic and Statistical Manual of Mental Disorders, Fourth Edition, Text Revision (DSM-IV-TR)*, 2000)

Les relations sociales

Alors que la flexibilité cognitive permet de sortir des sentiers battus, les relations sociales ont souvent l'effet inverse : elles invitent les investisseurs à se conformer aux actions et jugements des autres. Cette tendance au mimétisme les pousse à démontrer un comportement conformiste faisant que la diversification n'est pas à l'ordre du jour dans un groupe. La plupart des investisseurs possèdent à l'heure actuelle des actions *Apple*, *Amazon*

⁶ En effet, si chaque individu achetait strictement les mêmes produits financiers que son voisin, il ne pourrait jamais posséder un portefeuille avec un rendement supérieur à celui de la moyenne du marché.

ou *Microsoft* par exemple. Ils veulent investir dans le bitcoin. Ces tendances, similaires à celles des années 2000, naissent de l'avis de certains « *influenceurs* » qui suggèrent que l'une ou l'autre thématique d'investissement est plus prometteuse que l'autre. Elles influencent des nombreux individus à faire des choix parfois pertinents (exemple : lorsque Warren Buffet suggère aux investisseurs non professionnels de posséder un fonds indiciel comme celui du S&P 500⁷ par exemple (NARAYANAN, 2020)), parfois dangereux.

Ainsi, lorsqu'un investisseur ou un journal connu conseille la vente ou l'achat d'un titre, de nombreux investisseurs vont dans le même sens, amplifiant la fluctuation de valeur de cet actif. Par exemple, durant la « *dot-com bubble* » propre à la fin des années 90, un gestionnaire de fonds nommé James J. Cramer suggéra que les compagnies du secteur de l'informatique et d'internet sont « *the only ones worthowning right now [...] These winners of the new world are the only ones that are going higher consistently in good days and bad [...] You have to throw out all of the matrices and formulas and texts that existed before the Web. . . . If we used any of what Graham and Dodd teach us, we wouldn't have a dime under management.* » (Cramer, 2000). Parce que ce genre de discours était la norme de la part de gestionnaires de fonds à cette époque, de nombreux investisseurs ont investi leurs économies dans ce type d'actions, amplifiant un phénomène déjà extrême à ce moment-là à savoir : la survalorisation des actions des compagnies liées à l'informatique et à l'internet. La prophétie de monsieur Cramer n'en était pas correcte pour autant. En 2002, certains de ses fonds avaient déjà fait faillite et un investissement réparti équitablement sur l'ensemble des

⁷ Le S&P 500 est un indice boursier créé en 1957 qui reprend 500 grandes entreprises cotées sur les bourses aux Etats-Unis.

positions suggérées par monsieur Cramer aurait subi une perte de 94% (Graham & Zweig, 2006).

Le contexte ou « *framing effect* »

En plus des émotions et des différentes heuristiques présentes ci-dessus, un biais cognitif dénommé « *Framing effect* » a été démontré par les travaux de Tversky et Kahneman (Tversky & Kahneman, 1989). Ce biais cognitif suggère qu'un individu peut avoir des comportements totalement contradictoires face aux gains et aux pertes suivant la situation dans laquelle il se trouve. L'individu est « *risquophobe* » en période de gains virtuels et « *risquophile* » en période de pertes. Cela s'explique par la valeur subjective que l'individu donne à gagner une somme déterminée. En effet, en période de gains virtuels (augmentation théorique de la valeur d'un portefeuille par exemple) une augmentation supplémentaire accroît moins la notion de bien-être de l'individu qu'une augmentation similaire permettant de réduire ou combler ses pertes en période de perte. De façon intéressante, ce schéma de réponse est inversé lorsque les performances sont encaissées et deviennent réelles. Les pertes conséquentes marquent l'individu qui devient réticent face à certaines classes d'actifs (le marché des actions lors de la crise de 2008 par exemple) alors que son aversion au risque diminue lors de gains importants.

Ce type de comportement est d'autant plus surprenant qu'il est en totale opposition avec le fait qu'un indice devient plus risqué lorsque sa valeur augmente et moins risqué lorsque celle-ci diminue fortement (Graham & Zweig, 2006).

DISCUSSION

Les facteurs qui influencent la prise de décision chez les investisseurs sont bien définis. Ils englobent des comportements heuristiques désormais démontrés et développés dans la littérature scientifique. Ainsi les biais comportementaux ne sont plus la connaissance de seulement quelques érudits et pionniers du monde de la finance et de la psychologie ; ils sont à la portée de tous et connus de la plupart des investisseurs.

De façon ironique cependant, bien que tout un chacun connaisse l'effet pervers des biais cognitifs, les erreurs de jugement, la tendance au mimétisme et l'effet boule de neige de l'appréciation des actifs financiers en période de marché haussier sont autant d'éléments encore courants qui suggèrent une surestimation de l'estime de soi de la part des investisseurs : « *cela arrive aux autres, mais ne peut m'arriver ; je suis un investisseur averti des dangers du monde de la finance et de l'investissement en général* ». À l'instar de la conduite automobile, l'accident de parcours paraît peu probable et la maîtrise totale.

Les statistiques et données disponibles démontrent cependant une tout autre réalité. En effet, peu importe l'année, approximativement 90% des analystes financiers sous-performent au moins un de leurs index de référence (Figure 1). La réalité n'est malheureusement pas fort différente pour les investisseurs amateurs. Elle est même pire. Ceux-ci sont en effet plus enclins à sélectionner des titres de maigre qualité ainsi qu'à acheter lorsque les marchés sont à leur apogée. Ils ont également une rotation d'actifs élevée souvent associée à une perte importante de rendement (Hu, 1997).

FUND CATEGORY	COMPARISON INDEX	1-YEAR (%)	3-YEAR (%)	5-YEAR (%)	10-YEAR (%)	15-YEAR (%)
All Domestic Funds	S&P Composite 1500	63.43	83.40	86.72	86.65	83.74
All Large-Cap Funds	S&P 500	63.08	80.56	84.23	89.51	92.33
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	44.41	86.34	85.06	96.48	94.81
All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	47.70	88.83	91.17	95.71	95.73
All Multi-Cap Funds	S&P Composite 1500	56.46	83.64	84.91	90.70	87.67
Large-Cap Growth Funds	S&P 500 Growth	32.92	67.58	80.92	93.65	93.49
Large-Cap Core Funds	S&P 500	68.98	88.45	90.99	94.95	94.67
Large-Cap Value Funds	S&P 500 Value	46.88	80.37	85.07	70.44	85.71
Mid-Cap Growth Funds	S&P MidCap 400 Growth	18.05	91.46	81.13	97.69	95.32
Mid-Cap Core Funds	S&P MidCap 400	61.67	88.24	87.90	96.15	96.51
Mid-Cap Value Funds	S&P MidCap 400 Value	43.14	75.41	81.54	88.04	88.89
Small-Cap Growth Funds	S&P SmallCap 600 Growth	15.08	86.53	86.67	95.56	98.73
Small-Cap Core Funds	S&P SmallCap 600	58.59	93.78	95.59	96.23	96.55
Small-Cap Value Funds	S&P SmallCap 600 Value	74.07	82.14	95.45	92.78	89.47
Multi-Cap Growth Funds	S&P Composite 1500 Growth	46.32	83.24	85.11	94.77	86.21
Multi-Cap Core Funds	S&P Composite 1500	68.78	92.78	90.13	90.14	90.82
Multi-Cap Value Funds	S&P Composite 1500 Value	49.57	76.47	76.24	84.21	85.96
Real Estate Funds	S&P United States REIT	36.90	59.76	73.68	84.54	81.13

Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 29, 2017. Returns shown are annualized. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes.

Figure 1 : Pourcentage des fonds d'action américains surpassés par des indices de références. (Source : 2017 SPIVA US Scorecard).

Étant donné qu'il est irréaliste de supposer que la majorité – et même une petite partie – des investisseurs (amateurs ou professionnels) deviennent totalement rationnels, il semble important de prendre des mesures à différents niveaux.

Premièrement, les institutions financières devraient avertir leurs clients lorsque ceux-ci semblent aller dans une direction erronée. Bien que pouvant être contraire à leurs intérêts financiers, signaler à un client qu'il est probablement sujet à un biais cognitif semble être une question d'éthique et de professionnalisme de la part de ces institutions. En plus de cela, d'un point de vue marketing, agir de la sorte peut leur donner un avantage important vis-à-vis de la concurrence ; rien ne vaut une bonne réputation. Un engagement particulier doit également être d'application au niveau de leurs analystes et « *stock-pickers* » afin que ceux-ci

ne tombent pas dans les nombreux pièges énumérés dans la première partie de ce mémoire. Dans leur récente étude, Akepanidaworn et al. (2019) suggèrent l'utilisation de feedbacks réguliers afin de comparer et d'analyser la pertinence des décisions de vente et d'achat d'actifs financiers (Akepanidaworn et al., 2019). De telles mesures semblent d'autant plus cruciales que de nombreux fonds d'épargne pensions sont gérés par des banques et compagnies d'assurances. La pérennité de ce système dépend du comportement et des décisions de quelques-uns.

Secondement, les régulateurs doivent prendre les choses en mains afin de proposer des lois afin d'encadrer « *strictement* » les pratiques d'investissement. Par exemple en obligeant la directive MiFID II (pour « *Markets in Financial Instruments Directive* ») aux établissements financiers qui fournissent des services d'investissement et/ou des services auxiliaires, l'Europe a désiré mieux protéger les investisseurs en obligeant les banques à procurer à ceux-ci un rapport détaillé reprenant l'ensemble de leurs frais. Il permet par exemple de comparer le return réel d'un fond par rapport à un index et de relativiser la performance brute d'un portefeuille avec l'ensemble des frais cachés (c.-à-d., frais courants, taxe boursière, précompte mobilier, etc.). Le choix entre réglementation et information peut cependant parfois s'avérer cornélien, car une réglementation restrictive dans le but de protéger un groupe d'individus peut parfois être néfaste pour un autre.

Finalement, même si cette possibilité semble peu probable, il me semblerait intéressant de rendre la science « *accessible à tous* ». Le domaine de la connaissance « *pointue* » ne devrait pas être réservé uniquement à certains chercheurs. Il devrait profiter

au plus grand nombre. Certains articles ne devraient être payants. À l'inverse, les consulter devrait être gratuit, voire même encouragé par les autorités publiques. Dans une période de taux obligataires nuls (ou carrément négatifs) et de taux d'intérêt inférieurs à l'inflation, de nombreuses personnes se tournent désormais vers les marchés financiers afin de recevoir un revenu de leur épargne. Malheureusement, beaucoup tombent dans le piège des heuristiques et des biais cognitifs. Parce qu'un investisseur averti en vaut probablement deux, il me semble important que tout un chacun puisse avoir accès à la littérature scientifique et aux connaissances amenées par la finance comportementale.

CONCLUSION

Le changement de paradigme amené par la finance comportementale permet d'avoir une vision plus réaliste du comportement des individus. Il propose des alternatives à l'approche traditionnelle en faisant collaborer des sciences aux courants parfois opposés comme la psychologie, la sociologie et l'anthropologie.

Ce champ de la finance (c.-à-d., la finance comportementale) ne doit pas être réservé au seul monde académique ; ses connaissances doivent être partagées et être porteuses de messages forts envers les investisseurs, les gestionnaires de fonds et les régulateurs.

Il s'agit en définitive d'identifier et de proposer des solutions aux investisseurs afin que ceux-ci ne tombent pas dans le piège des heuristiques (ou le moins possible) et de permettre

aux régulateurs de déterminer les éléments pour lesquels une intervention est nécessaire pour la société et les individus en général.

En continuant ce travail de recherche et de partage de connaissances, il peut être espéré que des crises financières et des actes de désespoir profond comme celui de Monsieur Kern deviennent l'exception plutôt que la norme.

REFERENCES

- Akepanidaworn, K., Di Mascio, R., Imas, A., & Schmidt, L. (2019). Selling Fast and Buying Slow: Heuristics and Trading Performance of Institutional Investors. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3301277>
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment¹We are grateful to the NSF for financial support, and to Oliver Blanchard, Alon Brav, John Campbell (a referee), John Cochrane, Edward Glaeser, J.B. Heaton, Danny Kahneman, David Laibson, Owen Lamont, Drazen Prelec, Jay Ritte. *Journal of Financial Economics*, *49*(3), 307–343. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00027-0)
- Barraud, C., & Paugam, L. (2013). *Elements de finance comportementale*.
- Chauvot, M. (2020). Les Français conduisent moins bien que la moyenne européenne. Retrieved from <https://www.lesechos.fr/industrie-services/tourisme-transport/les-francais-conduisent-moins-bien-que-la-moyenne-europeenne-1223585>
- Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (1999). Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *The Journal of Finance*, *54*(6), 2045–2073. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00181>
- Cramer, J. (2000). The Winners of the New World. Retrieved from <https://www.thestreet.com/personal-finance/the-winners-of-the-new-world-891820>
- Dalley, J. W., Everitt, B. J., & Robbins, T. W. (2011). Impulsivity, Compulsivity, and Top-Down Cognitive Control. *Neuron*, *69*(4), 680–694. <https://doi.org/10.1016/j.neuron.2011.01.020>
- De Winne, R., & D’Hondt, C. (2017). La finance comportementale : enjeux et perspectives. *Regards Économiques*, (131), 1–10.
- Deluzarche, C. (n.d.). Heuristique. Retrieved from <https://www.futura-sciences.com/sciences/definitions/mathematiques-heuristique-545/>
- Diagnostic and Statistical Manual of Mental Disorders, Fourth Edition, Text Revision (DSM-IV-TR)*. (2000) (Vol. 1). Arlington, VA: AmericanPsychiatricAssociation2000a. <https://doi.org/10.1176/appi.books.9780890423349>
- Diamond, A. (2013). Executive Functions. *Annual Review of Psychology*, *64*(1), 135–168. <https://doi.org/10.1146/annurev-psych-113011-143750>
- Festinger, L. (1957). *A theory of cognitive dissonance*. (Stanford U).
- Goetzmann, W. N., & Peles, N. (1997). COGNITIVE DISSONANCE AND MUTUAL FUND INVESTORS. *Journal of Financial Research*, *20*(2), 145–158. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1997.tb00241.x>
- Graham, B., & Zweig, J. (2006). *The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing*.
- Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003). Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. *The Journal of Finance*, *58*(3), 1009–1032. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00556>
- Hu, S. (1997). Trading Turnover and Expected Stock Returns: The Trading Frequency Hypothesis and Evidence from the Tokyo Stock Exchange. *SSRN Electronic Journal*.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.15133>

- Isen, A. M., & Patrick, R. (1983). The effect of positive feelings on risk taking: When the chips are down. *Organizational Behavior and Human Performance*, 31(2), 194–202. [https://doi.org/10.1016/0030-5073\(83\)90120-4](https://doi.org/10.1016/0030-5073(83)90120-4)
- JEGADEESH, N., & TITMAN, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. Farrar, Straus and Giroux.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.
- Kim, C.-W., & Park, J. (1994). Holiday Effects and Stock Returns: Further Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(1), 145. <https://doi.org/10.2307/2331196>
- Klebnikov, S., & Gara, A. (2020). 20-Year-Old Robinhood Customer Dies By Suicide After Seeing A \$730,000 Negative Balance. Retrieved from <https://www.forbes.com/sites/sergeiklebnikov/2020/06/17/20-year-old-robinhood-customer-dies-by-suicide-after-seeing-a-730000-negative-balance/#64a4eb1638>
- Meulbroek, L. (2002). The Promise and Challenge of Integrated Risk Management. *Risk Management & Insurance Review*, 5(1), 55–66. <https://doi.org/10.1111/1098-1616.00006>
- NARAYANAN, A. (2020). Warren Buffett Sticks With This Investing Advice After Coronavirus Crash. Retrieved from <https://www.investors.com/news/warren-buffett-sticks-with-two-key-pieces-investing-advice/>
- Scheinkman, J. A., & Xiong, W. (2003). Overconfidence and Speculative Bubbles. *Journal of Political Economy*, 111(6), 1183–1220. <https://doi.org/10.1086/378531>
- Sercu, P. M. F. A., & Vanpee, R. (2007). Home Bias in International Equity Portfolios: A Review. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1025806>
- Susskind, A. (2005). *La finance comportementale*. (Larcier). Bruxelles.
- Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2019). *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New York:).
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1971). Belief in the law of small numbers. *Psychological Bulletin*, 76(2), 105–110. <https://doi.org/10.1037/h0031322>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1989). Rational Choice and the Framing of Decisions. In *Multiple Criteria Decision Making and Risk Analysis Using Microcomputers* (pp. 81–126). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg. https://doi.org/10.1007/978-3-642-74919-3_4

Abstract : Behavioural finance aims at the understanding of the sometimes irrational decisions made by investors and financial analysts. To complete its goal, behavioural finance draws on different scientific fields such as psychology, sociology, and even anthropology. The goal of the present thesis is to present the readers with a short review of the field of behavioural finance.

Résumé : La finance comportementale est une branche de la finance qui cherche à décrire et expliquer pourquoi, dans certaines situations, l'être humain adopte un comportement irrationnel dans sa prise de décisions. La finance comportementale se situe aux antipodes de la théorie classique de la finance qui considère l'être humain comme étant un agent capable de produire des prévisions à très long terme, de calculer des probabilités et de faire des choix rationnels sans être influencé par ses émotions. Le but de ce mémoire est de présenter aux lecteurs les bases de la finance comportementale en s'appuyant sur les connaissances scientifiques des dernières années dans des domaines aussi divers que la psychologie, la sociologie et l'anthropologie.

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN
Louvain School of Management

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve
Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique
Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique

www.uclouvain.be/lsm