Revue d'Histoire des Sciences Humaines, 2009, 20, 101-127.

La finance comportementale ou le développement d'un nouveau paradigme

Christophe SCHINCKUS

Résumé
Cet article propose, à travers l'analyse de la construction de ce courant théorique, un état des lieux de la lutte épistémologique que mène la finance comportementale pour devenir le principal courant théorique de l'économie financière. Trois stratégies épistémologiques sont identifiées ici : l'une sociologique, l'une historique et l'autre méthodologique. Nous reprenons celles-ci sous la forme d'arguments en faveur du développement de la finance comportementale puisque ceux-ci ont progressivement permis à cette approche de dominer la finance, tant sur le plan théorique que sur le plan pratique, et de favoriser la multiplication de ses espaces de diffusion des savoirs. À la lecture de cette évolution, cet article suggère qu'il ne serait pas illusoire de voir, d'ici quelques années, la finance comportementale devenir le nouveau paradigme dominant de l'économie financière.

Mots-clés : Finance comportementale – Épistémologie – Économie financière.

Abstract : Behavioural Finance or the Emergence of a New Paradigm
This paper analyzes the epistemological struggle given by the behavioural finance to become the main theoretical framework of financial economics. Three kinds of strategies have been studied : a sociological, a historical and a methodological one. These strategies are presented as arguments in favour of behavioural finance because they have been developed to favour the emergence of this new approach. Nowadays, we can observe a strong institutionalization of the behavioural finance that is more and more published and studied in conferences and workshops. By developing such strategies, we can expect that behavioural finance become the new paradigm in financial economics.

***Key-words** : Behavioural Finance – Epistemology – Financial Economics.*

Introduction

L'objet de cet article est l'analyse des moyens utilisés par la finance comportementale pour tenter de devenir le principal courant de l'économie financière dominée jusqu'à présent par l'approche standard, également appelée dans cet article finance standard (à savoir celle initiée par Fama dans les années 1960 [1]). Trois arguments ont été retenus en faveur de la finance comportementale dans sa tentative à devenir le courant dominant [2] : un argument sociologique (la constitution d'une communauté scientifique), un argument historique (la construction d'une histoire canonique) et un argument méthodologique (la différenciation et l'intégration du cadre standard).

Cet article analyse en détail ces arguments et démontre comment la volonté de devenir le nouveau courant dominant contraint l'approche comportementale à développer des stratégies de mise en équivalence (c'est-à-dire des comparaisons systématiques) avec le courant dominant [3]. Nous étudierons ces stratégies dans chacun des trois arguments identifiés ci-dessus.

Les enjeux de ce papier sont multiples et concernent directement l'évolution théorique de l'économie financière caractérisée, ces dernières années, par une certaine diversification des approches théoriques [4]. La finance comportementale est l'une de ces nouvelles approches émergentes qui présente la particularité de vouloir s'imposer comme le nouveau courant dominant de l'économie financière [5]. Si elle y parvient, les conséquences pratiques sont réelles puisque les tenants de la finance comportementale estiment que les prix qui se forment sur les marchés ne correspondent en rien aux explications proposées par les modèles standards. C'est donc l'ensemble des décisions financières et des mesures de performances qui est directement concerné par cette modification de paradigme, si modification il y a.

Après avoir présenté brièvement la finance comportementale dans la première section, nous reviendrons, dans la seconde section, sur le rôle joué par ce que l'on appelle en finance la littérature des anomalies [6] qui a permis à la mouvance comportementale de se doter des moyens sociologiques pour s'ériger en nouveau paradigme. Dans la troisième section, sera présenté l'argument historique fondé sur la construction canonique de la discipline. Nous y soulignerons alors l'influence des recueils d'articles dans ce type de reconstruction historique. S'il est vrai que

[1] Le courant standard est essentiellement connu à travers ses modèles les plus célèbres : l'hypothèse d'efficience des marchés (FAMA, 1965 et 1970), le modèle d'évaluation des actifs financiers (SHARPE, 1964), l'importance de l'arbitrage… *Cf.* ROSS (2004) pour une excellente définition du courant standard. *Cf.* également dans ce numéro l'article de JOVANOVIC (2009).

[2] Nous faisons ici référence à l'idée de paradigme dominant au sens de Kuhn ou encore à la notion de programme de recherche principal telle que définie par Lakatos. Il s'agit de « *l'ensemble des règles admises et intériorisées comme "normes" par une communauté scientifique, à un moment donné de son histoire, pour délimiter et problématiser les "faits" qu'elle juge dignes d'étude* » (KUHN, 1983, 45).

[3] Les courants théoriques tels que l'éconophysique, les études neuronales ou encore la sociologie des marchés financiers, se développent de manière autonome sans stratégie de mise en équivalence avec le courant théorique dominant en place.

[44] SCHINCKUS, 2008 et 2009.

[5] Sur la volonté explicite de la finance comportementale de s'imposer comme courant dominant, *cf.* THALER, 1999, 16 ; ALBOUY, CHARREAUX, 2005. Cette volonté n'est pas affichée ni poursuivie par les autres approches émergentes (SCHINCKUS, 2009).

[6] FAMA, 1998 ; BALL, 1998.

l'émergence d'un courant n'est jamais indépendante des structures scientifiques existantes, celui-ci propose très souvent de nouvelles hypothèses, des concepts innovants et tente ainsi de justifier ses modèles à l'aide d'une méthodologie différente de celle utilisée par le courant dominant. Les auteurs d'un courant émergent tentent alors de se distinguer du courant dominant tout en intégrant les explications scientifiques satisfaisantes proposées par ce dernier [7]. La quatrième et dernière section reviendra sur cet argument méthodologique qui renvoie à la capacité de la finance comportementale à se différencier et à intégrer le cadre théorique proposé par la finance standard.

I - La finance comportementale : de la rationalité substantielle à la rationalité procédurale

Dans cette première section, nous caractériserons la finance comportementale en soulignant ses principales spécificités et en présentant les thèmes centraux à partir desquels il est possible de résumer cette nouvelle approche.

Au début des années 1980, apparaît une nouvelle approche se proposant d'étudier les phénomènes financiers en y englobant la dimension comportementale. Stracca [8] 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 [9]. Pour Frankfurter et McGoun [10], la finance comportementale reconnaît que les investisseurs se comportent individuellement et collectivement comme des humains (avec leurs défauts et leurs qualités psychologiques) et non comme un ensemble homogène d'individus « maximisateurs », tel que le suggère le paradigme dominant en science économique. Puisque les acteurs principaux des marchés financiers (les investisseurs) sont avant tout des humains, il convient d'étudier la manière dont ceux-ci réagissent et prennent leurs décisions. Les différents modèles de comportement humain proposés par la psychologie, la sociologie ou encore l'anthropologie offrent aux financiers des outils très utiles pour une compréhension plus fine (et plus proche de la réalité) des phénomènes de marché. D'une manière générale, ces approches comportementales tentent d'intégrer la complexité des comportements humains et proposent, dès lors, un niveau d'incertitude plus large que le schéma proposé par le cadre standard.

Il convient de noter qu'il n'existe pas, à ce jour, de véritable théorie unifiée de la finance comportementale [11]. Ce courant est encore instable et incomplet. Cependant, il est possible de caractériser ce courant à partir des diverses recherches du domaine qui, aussi hétérogènes soient-elles, reposent toutes sur trois hypothèses [12] bien précises :

- L'existence de biais comportementaux qui affectent le comportement des investisseurs. Il s'agit ici d'une hypothèse fondamentale en finance comportementale qui résulte directement des observations réalisées en laboratoire par des psychologues

[7] LAKATOS, 1974, 135.
[8] STRACCA, 2002.
[9] SAVAGE, 1972.
[10] FRANKFURTER, MCGOUN, 1999.
[11] Pour la première tentative d'unification du courant, *cf.* SHEFRIN, 2002.
[12] *Ibid.*, 4.

cognitivistes [13]. 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. Par la perception qu'il s'en fait, l'individu simplifie le monde réel à l'aide d'une heuristique simplificatrice. Il s'agit d'une caractéristique interne présente chez tous les acteurs économiques. Ces phénomènes de simplification ont été mis en évidence dans les récentes recherches en psycho-sociologie et en psychologie cognitive [14].

- L'effet des données environnementales ou psycho-sociologiques sur la prise de décision des investisseurs. Cette hypothèse résulte également des principaux résultats observés en laboratoire par les spécialistes de la psychologie cognitive. En effet, il apparaît, lors d'études psychologiques sur la prise de décision en situation de risque, que les individus sont sensibles à l'environnement et à la présentation de la situation de risque. L'approche standard suppose le contexte parfaitement transparent à la perception des agents ; *a contrario*, la finance comportementale suppose que l'environnement est opaque aux individus, ce qui entraîne souvent des biais de perception.

- L'hypothèse d'inefficience (informationnelle) des marchés financiers qui est, selon Shefrin [15], la cause des deux thèmes présentés ci-dessus. 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 manière de traiter l'information. Les écarts entre le comportement réel des agents et le comportement rationnel idéalisé biaisent l'efficience informationnelle du marché. Les auteurs de la finance comportementale remettent en cause la théorie de l'efficience informationnelle des marchés en la critiquant principalement sur sa dimension psychologique, à savoir, le comportement supposé rationnel des investisseurs [16].

[13] STRACCA, 2002.

[14] TVERSKY, KAHNEMAN, 1973 et 1974 ; ou encore TVERSKY, KOEHLER, 1994.

[15] *Ibid.*, 42.

[16] Soulignons que la thèse de l'inefficience ne semble pas faire l'objet d'un consensus au sein de la littérature spécialisée. S'il est vrai que les auteurs de la finance comportementale rejettent la théorie de l'efficience comme cadre de réflexion pour la discipline, que proposent-ils comme alternative ? C'est la question que FAMA (1998) pose dans sa critique de la finance comportementale. L'auteur se dit prêt à abandonner l'efficience si une théorie rivale bien argumentée venait à s'imposer au monde financier. Fama présente l'efficience comme une théorie décrivant l'influence du processus d'information sur les prix des actifs financiers. Pour lui, si une alternative doit s'imposer, elle doit le faire dans ces termes. L'auteur ajoute que cette nouvelle alternative devrait être soutenue par les observations empiriques et être capable d'expliquer les biais d'informations entraînant les sur- et sous-estimations. Dans son article, Fama souligne le caractère trop vague de l'inefficience. Aucun théoricien de la finance comportementale ne propose une véritable théorie de l'inefficience ou une définition précise de ce concept. Pour l'instant, la thèse de l'inefficience se résume à la négation de la thèse de l'efficience informationnelle. Contrairement à sa rivale, l'inefficience ne repose sur aucune hypothèse particulière. Cette absence de définition formelle du concept d'inefficience engendre quelques désaccords entre les auteurs du courant. S'il est vrai que le rejet de la rationalité parfaite semble plus ou moins accepté, rien n'est précisé concernant les hypothèses statistiques de la thèse sur l'inefficience des marchés.

L'engouement pour la finance comportementale et son hypothèse des marchés financiers inefficients a été favorisé par deux facteurs :

- Le rôle des résultats empiriques et ce, à deux niveaux : d'une part, les nombreuses anomalies accumulées dans la littérature financière depuis plus de vingt ans et d'autre part, les résultats empiriques soutenant les résultats des récents travaux psycho-sociologiques. La littérature des anomalies a joué un rôle prépondérant dans l'émergence de la finance comportementale car elle a incarné pendant plusieurs années un véritable espace de discussion pour les auteurs de la mouvance comportementale.
- L'élaboration de la théorie des perspectives proposée en 1979 par Kahneman et Tversky [17]. Ce modèle de prise de décision en situation de risque propose une vision alternative, et plus réaliste, à la théorie de l'utilité espérée. Pour Frankfurter et McGoun [18], personne en finance ne s'est réellement interrogé sur la validité des axiomes de von Neumann et Morgenstern jusqu'à l'émergence de cette théorie des perspectives. Cette théorie a permis une unification progressive de la finance comportementale, nous le verrons dans la dernière section de cet article.

L'usage des biais psychologiques pour décrire le comportement des agents, conjugué au développement de la théorie des perspectives impliquent une nouvelle conception de la rationalité dans laquelle la prise de décision de l'individu est influencée par sa subjectivité. On assiste dès lors à un glissement d'une rationalité économique parfaite vers une rationalité plus psychologique et plus limitée. Cette rationalité limitée utilisée en finance comportementale renvoie directement à la rationalité procédurale de Simon [19]. Il s'agit avant tout « *d'une procédure rationnelle de choix,* (qui) *ne pose pas la question de la rationalité du choix même* » [20]. Ce type de rationalité distingue les états du monde et la perception que s'en font les individus. Ces derniers sont d'ailleurs, par nature, soumis à toute une série de biais psychologiques (identifiés par les spécialistes de la psychologie cognitive). Importés en économie, ces biais comportementaux expliquent pourquoi l'individu ne dispose pas d'une rationalité parfaite. Dans le cadre de cet article, nous utiliserons la définition générale inspirée de Stracca [21] : les biais comportementaux [22] englobent les

[17] KAHNEMAN, TVERSKY, 1979.
[18] FRANKFURTER, MCGOUN, 2002.
[19] STRACCA, 2002.
[20] MOUCHOT, 2003, 459.
[21] STRACCA, 2002.
[22] Du manque d'attention au manque de mémoire, en passant par les associations inconscientes de phénomène, les biais cognitifs sont très nombreux. Par la perception qu'il s'en fait, l'individu simplifie le monde réel. Pour ce faire, il utilise des « raccourcis mentaux », règles psychologiques qui lui permettent de prendre des décisions rapidement. Très souvent, ces raccourcis empêchent l'agent de répondre de manière optimale à une situation donnée. Dans la littérature spécialisée, ces anomalies sont désignées sous le terme d'*heuristique décisionnelle*. Dans la même logique, les individus ont tendance à associer les nouveaux événements ou les informations récentes à ce qu'ils connaissent déjà. Dans pareil cas, les agents évaluent la probabilité d'un événement futur incertain par son degré de ressemblance avec un phénomène récemment observé. Ce biais heuristique, plus connu sous le nom de biais de la *représentativité*, a été identifié par TVERSKY et KAHNEMAN (1974). Ils ont également identifié un autre type de biais : *l'ancrage*. Confronté à un problème complexe, l'individu va sélectionner un point de référence initial et ajuster lentement sa réponse à chaque nouvelle information. Le phénomène d'ancrage, qui affecte aussi l'estimation des agents

traits de comportement des agents économiques qui ne peuvent être expliqués dans le cadre de la théorie économique standard [23]. 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 [24].

II - L'argument sociologique : la littérature des anomalies et la constitution d'un groupe de chercheurs

À partir des années 1980, l'économie financière standard a enregistré de nombreux résultats théoriques contredits par la réalité. Ces questionnements ont perduré durant toute la décennie et ont engendré une accumulation de critiques à l'égard du courant dominant. Pour beaucoup d'auteurs [25], le point de départ est l'étude empirique de Shiller [26] qui initia ces critiques en publiant une étude sur le marché américain qui démontrait un excès de volatilité de cours boursiers par rapport aux résultats attendus par le cadre standard. Suivit ensuite toute une série de travaux empiriques dont l'objet était d'une part de mettre en évidence des effets inexpliqués et d'autre part, de proposer une explication alternative à ces effets (souvent inspirée de la psychologique cognitive et de la sociologie). Ces travaux ont constitué peu à peu ce que l'on a appelé, en économie financière, la littérature des anomalies. Après avoir défini la notion d'anomalie en finance, nous montrerons comment la littérature des anomalies est devenue le point de constitution de la finance comportementale.

1. Le concept d'anomalie en finance

D'une manière générale, le concept d'anomalie peut se définir comme un « *écart, une irrégularité par rapport à une norme, à un modèle* » [27]. En termes épistémologiques, une anomalie est une « *énigme persistante du point de vue d'une certaine matrice disciplinaire ou d'un certain paradigme P, et que P n'arrive pas à résoudre ; un phénomène insolite ou bizarre qui ne cadre pas avec P* » [28]. Pour Kuhn, les anomalies s'apparentent à des « puzzles », à « *des problèmes spécifiques qui donnent à chacun l'occasion de prouver son ingéniosité ou son habilité* » [29]. Lakatos [30], autre grand nom de l'épistémologie, explique qu'une anomalie incarne « *un problème que nous considérons comme un défi à un programme de recherche particulier* ». Quant à Rorty [31], il explique qu'une anomalie est une observation, une

professionnels, peut engendrer des sous-réactions aux nouvelles informations. Pour une présentation détaillée des principaux biais psychologiques utilisés par la finance comportementale, *cf.* STRACCA, 2002.

[23] *Cf.* STRACCA, 2002.

[24] Pour BARBERIS et THALER (2002), ces biais comportementaux sont l'un des deux piliers de la finance comportementale, l'autre étant le postulat d'inefficience des marchés.

[25] Nous reviendrons sur ce point dans la section suivante.

[26] SHILLER, 1981.

[27] Dictionnaire de langue française : *Le petit Larousse illustré*.

[28] NADEAU, 1999, 16.

[29] KUHN, 1983, 62.

[30] LAKATOS, 1994, 101.

[31] RORTY, 1990, 320.

contradiction qui s'oppose au « discours normal » du jeu de langage dominant d'une discipline.

Le mot « anomalie » apparaît explicitement et de nombreuses fois dans la littérature financière. Gillet [32] rappelle que le terme « anomalie » n'est pas toujours synonyme de biais : « *une anomalie n'est un biais que jusqu'au moment où son explication a été découverte* ». Dans ce sens, l'ensemble des contradictions empiriques pour lesquelles la finance néoclassique a développé une explication représenterait l'ensemble des biais, alors que les énigmes irrésolues par la discipline incarneraient des anomalies. L'auteur [33] s'interroge également sur le statut de ces énigmes : « *Un biais à la théorie de l'efficience* (informationnelle) *pourrait n'être en réalité qu'un phénomène non encore expliqué ».* Les tenants du courant dominant évoquent également le fait que « *les biais peuvent être liés à des problèmes de méthodologie statistique* » [34] et donc davantage liés aux règles de correspondance qu'aux règles d'énonciation du corpus. En effet, il apparaît que certains biais tendent à disparaître en utilisant des méthodes statistiques plus sophistiquées [35].

Frankfurter et McGoun [36] expliquent que les anomalies financières n'étaient pas, à l'origine, perçues comme des remises en cause du courant en place. S'il est vrai que les contradictions empiriques constituaient une source d'études et de création de nouveaux modèles, ces nouveaux développements s'inscrivaient toujours dans le paradigme dominant et ce, jusque dans les années 1980. Avant cette décennie, il s'agit davantage d'ajustements plutôt que de nouveautés théoriques. En témoignent ces propos tenus par l'un des auteurs-phares du courant standard de l'économie financière, Jensen [37] :

> « Il y a des contradictions dans notre connaissance actuelle. Ma réaction à cela se résume à de l'excitation et de l'enthousiasme. J'ai peu de doute quant au fait que ces anomalies feront l'objet d'une connaissance plus approfondie et qu'il nous sera possible d'en comprendre les causes. Cette évolution ne se caractérisera pas par un abandon du concept d'efficience, ni par une remise en cause des modèles d'évaluation des actifs » [38].

L'auteur explicite sa confiance en son paradigme en ajoutant que la thèse de l'efficience des marchés constitue, selon lui, « *le seul pilier inébranlable de la finance* » et va même jusqu'à affirmer qu'« *aucune autre proposition en science économique n'a de plus solides fondements empiriques que celle de l'hypothèse d'efficience des marchés* » [39]. De tels propos s'inscrivent parfaitement dans une lecture kuhnienne ou lakatosienne des sciences selon laquelle « *rares sont les théoriciens engagés dans un programme de recherche qui accordent une attention excessive aux réfutations ; leur politique de recherche à long terme s'attend à de*

[32] GILLET, 1999, 160.
[33] *Ibid*, 159.
[34] *Ibid.*
[35] Selon FAMA (1998), l'identification des anomalies dépend directement de la méthodologie statistique utilisée (échantillon retenu, type de tests statistiques jugés pertinents, interprétation de la signifiance de ces tests…).
[36] FRANKFURTER, MCGOUN, 2002.
[37] JENSEN 1978.
[38] *Ibid.*, 95.
[39] *Ibid.* (traduction : ORLÉAN, 2005).

telles réfutations » [40]. Comme dans toutes les sciences, les réactions des théoriciens face aux anomalies et la définition même de ce concept au sein de la discipline caractérisent l'existence d'une heuristique positive qui immunise le paradigme dominant en empêchant les théoriciens de se perdre dans « un océan d'anomalies » [41]. Cette heuristique définit ce qui vaut la peine d'être connu et disqualifie tout ce qu'elle considère comme étant des anomalies secondaires.

Frankfurter et McGoun [42] rappellent que le terme « anomalie » était, à l'origine, utilisé en finance pour qualifier toute forme de déviance par rapport aux deux modèles centraux du paradigme dominant : la théorie de l'efficience informationnelle des marchés (TEM) et le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF). De là, résulte cette attitude qui consiste à considérer comme une « anomalie » toute explication alternative au tandem TEM-MEDAF. Ainsi, les nouvelles approches théoriques ont très vite été assimilées à une littérature dite « des anomalies ».

En finance, il semble donc que le concept d'anomalie soit utilisé au sens premier du terme, à savoir, il s'agit d'un écart, d'une irrégularité par rapport à une norme. Cette norme se définit par les résultats offerts par le cadre théorique défini par le TEM et le MEDAF ; tout ce qui est en désaccord avec ce cadre analytique est alors qualifié d'anomalie. Selon Frankfurter et McGoun [43], cette caractérisation des approches alternatives a engendré leur marginalisation freinant ainsi leur développement pendant un certain temps. Contrairement à ce point de vue, nous pensons que les anomalies ont favorisé l'émergence d'une nouvelle approche en finance. En effet, celles-ci ont permis le développement d'une petite communauté d'auteurs qui ont progressivement développé et institutionnalisé une approche alternative plus comportementale. Comme on le constate ici, les anomalies n'incarnent pas, dans le cadre de l'économie financière, une remise en cause totale des théories mais plutôt l'identification d'écarts entre les résultats du cadre standard et la réalité. Ces écarts s'expliquent par l'existence de phénomènes psychologiques qu'il convient d'intégrer au mieux dans la modélisation. La « littérature des anomalies » a donc joué le rôle d'un espace de discussion favorable à la diffusion d'une approche plus comportementale qui intégrerait ces phénomènes psychologiques.

2. Les anomalies et la constitution d'une communauté de chercheurs

Dans les années 1980, la finance standard est sérieusement remise en cause par une série de tests empiriques qui mettent au jour plusieurs anomalies. À l'époque, ces anomalies et les explications proposées n'incarnent pas encore un nouveau courant à part entière. Il s'agissait d'une accumulation d'études complexes visant à identifier les manquements du courant dominant. En aucun cas, il n'était à l'époque question de « finance comportementale ». C'est ce que font remarquer Adams et Finn [44] :

> « Bien qu'il existe une tendance à appliquer le label finance comportementale à des papiers, qui dans les années 1980, incarnaient de simples contradictions de l'hypothèse de l'efficience (informationnelle) des marchés, il convient de rappeler qu'il faut un

[40] LAKATOS, 1994, 66.
[41] LAKATOS, 1994, 66.
[42] FRANKFURTER, MCGOUN, 2002.
[43] *Ibid*.
[44] ADAMS, FINN, 2006, 5.

> cadre plus élaboré pour réellement parler de finance comportementale, comme c'est le cas aujourd'hui ».

Ces auteurs soulignent que le terme « finance comportementale » est très souvent utilisé, *a posteriori*, pour qualifier des travaux sur les anomalies qui, à l'époque, ne se revendiquaient nullement de ce courant (qui n'existait pas encore). Ce type de démarche relève de la reconstruction canonique de la discipline, point sur lequel nous reviendrons en détail dans la section suivante.

Si les travaux sur les anomalies ne pouvaient pas être assimilés à l'époque à ce qu'on appelle aujourd'hui la finance comportementale, force est de constater qu'ils ont permis la constitution d'une communauté de scientifiques qui, plus tard, donna naissance au courant comportemental en finance. La littérature des anomalies a ainsi ouvert un espace de création et de diffusion d'une nouvelle approche ; les réponses proposées, aussi hétérogènes étaient-elles, provenaient d'une même communauté de chercheurs tous relativement jeunes et démarrant leur carrière académique [45], tels que Robert Shiller, Richard Thaler, Meir Statman, Hersh Shefrin… Tous ces auteurs, qui aujourd'hui sont considérés comme les pères fondateurs de la finance comportementale, incarnaient à l'époque une communauté de chercheurs désirant intégrer davantage les sciences cognitives (psychologie et économie expérimentale) dans le champ de la finance. En 1983, Thaler proposa par exemple un relevé des disciplines « utiles » à la résolution des anomalies observées. Son article intitulé « *Related Disciplines* » souligne le potentiel que représentaient la psychologie cognitive, l'économie expérimentale, la sociologie ou encore l'anthropologie pour résoudre les anomalies identifiées.

Il n'existait pas encore, à l'époque, de revues ou conférences spécialisées en finance comportementale. Aussi, les revues dans lesquelles ces « jeunes auteurs » publiaient, étaient le *Journal of Economic Perspectives* ou encore le *Journal of Economic Psychology*. Ces revues adoptaient une politique de publication plus large que les revues de finance standard, en acceptant des articles inspirés de la psychologie qui ne faisaient pas forcément écho aux anomalies identifiées dans le cadre théorique de la finance standard. Quant aux réponses comportementales aux anomalies de la finance standard, elles étaient souvent publiées dans les revues standards de la discipline (le *Journal of Finance* et le *Journal of Financial Economics,* revues dans lesquelles avaient été publiées les premières anomalies à la fin des années 1970 [46]).

Il n'existait donc pas d'espace institutionnel officiel où pouvait grandir l'approche comportementale. La situation change radicalement à partir des années 1990. Ce changement s'opère principalement grâce à trois éléments.

Tout d'abord, à partir des années 1990, le vocable « finance comportementale » est explicitement utilisé dans les travaux et cette approche va véritablement s'institutionnaliser. Shiller et Thaler ont créé, en 1991, les conférences semestrielles du National Bureau of Economic Research dédiées à la finance comportementale : les « *Workshops in Behavioral Finance* ». « *De nombreux séminaires et autres conférences sur la finance comportementale ont alors suivi* », explique Shiller [47]. Ces

[45] THALER, 1999, 66.

[46] Les articles publiés dans ces revues constituent d'ailleurs l'essentiel des textes retenus dans les recueils et les collections d'articles comme nous le verrons dans la section suivante.

[47] SHILLER, 2002, 13.

événements permettent une certaine homogénéisation des pratiques de recherche ainsi qu'un espace d'identification pour les chercheurs de la communauté concernée. En 1993, le premier fonds comportemental est lancé avec le soutien d'un académique reconnu de l'approche comportementale, Richard Thaler. Le fonds « Fuller & Thaler » s'apparente à une association professionnelle, tant l'entreprise est active dans la diffusion et la mise en application de l'approche comportementale.

Ensuite, l'accumulation d'articles de finance comportementale a permis d'une part, de stabiliser la culture partagée par les membres de la communauté et d'autre part, d'élargir cette communauté. On observe ainsi les premiers ouvrages dédiés à cette problématique. Pendant les années 1990, ces ouvrages sont essentiellement des recueils d'articles [48], il a fallu attendre une nouvelle décennie pour avoir les premiers manuels présentant la finance comportementale comme un courant à part entière (et non comme une somme de réponses aux anomalies). À ce sujet, Jovanovic [49] explique que « *les recueils d'articles sont publiés avant les manuels et l'intervalle de temps entre la publication des premiers et des seconds reste un indicateur d'évolution de la discipline* ». La publication de manuels nécessite une certaine unification théorique de la discipline, ce qui explique que les premières tentatives d'unification de la finance comportementale datent, comme nous le verrons dans la section suivante, de la fin des années 1990.

Enfin, des revues dédiées à la finance comportementales sont créées. 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. Cette revue espère devenir progressivement la référence au sein d'une discipline qui semble se doter des moyens institutionnels nécessaires pour diffuser au maximum ses savoirs.

La communauté de chercheurs s'est cristallisée autour d'un thème, les anomalies, qui, comme on l'a vu, n'incarnent pas, dans le cadre de l'économie financière, une remise en cause totale, mais qui correspondent plutôt à l'identification de différentiels entre les résultats proposés par le cadre standard et la réalité. Ces différentiels s'expliquent par la non prise en compte de la dimension comportementale des phénomènes, ce que se proposent de faire les auteurs de la finance comportementale. La mise à jour de ces différentiels permet à la finance comportementale de développer une stratégie de mise en équivalence, c'est-à-dire de systématiquement travailler par rapport au cadre théorique dominant. Les auteurs de cette nouvelle approche gardent tous la même matrice théorique comme référent principal pour mieux en montrer les manquements et donc mieux souligner les contributions du courant comportemental.

[48] THALER, 1993 ; SHLEIFER, 2000.
[49] JOVANOVIC, 2008, 219.

III - L'argument historique ou la construction canonique de la finance comportementale

Si la finance comportementale en tant que discipline n'existait pas encore dans les années 1980, nombreux sont les articles et les ouvrages à faire remonter cette discipline à cette décennie. Dès lors, l'histoire de l'approche comportementale semble continue et linéaire dans la littérature spécialisée : la finance comportementale est apparue dans les années 1980 et s'est développée dans les années 1990 pour devenir aujourd'hui l'un des principaux courants de la finance. Pourtant, on l'a vu, il n'était pas question de finance comportementale dans les années 1980 et la mouvance est restée très fragmentée jusqu'à la fin des années 1990. Dans cette section, nous revenons d'une part sur la reconstruction historique, généralement linéaire, de la finance comportementale en tant que discipline académique faite à partir des canons de textes, et d'autre part, sur le facteur d'unification qui a rendu possible une telle reconstruction historique de la discipline. Ce type de reconstruction historique d'un nouveau programme de recherche permet à celui-ci, d'une part de se doter des fondements historiques nécessaires à la constitution de toute discipline scientifique [50] et d'autre part, d'opérer au mieux un « déplacement progressif de problème » [51] qui incarne, selon Lakatos, la seule manière pour une discipline d'évoluer dans la continuité. Dans le cas de la finance comportementale, il s'agissait, à travers une telle reconstruction historique, de faire comprendre aux auteurs de l'économie financière standard qu'il convenait d'intégrer progressivement la dimension comportementale dans les modélisations. La reconstruction historique évoquée dans cette section a donc pour objectif principal de sélectionner les canons de textes qui reprennent les règles méthodologiques nécessaires à ce déplacement progressif de problème (ces textes permettront la création de ce que Lakatos appelle une « heuristique positive » [52] en finance comportementale).

Revenons tout d'abord sur le canon de textes de la discipline élaboré dans les années 1990. Le rôle des canons est d'élaborer une liste des grands textes et des grands auteurs d'une discipline afin de donner une consistance historique à celle-ci [53]. L'analyse et l'étude historique ne sont pas véritablement au cœur de la construction canonique [54] qui se fonde davantage sur la sélection de « grandes œuvres » et qui a pour objectif principal de présenter une histoire unifiée, linéaire et progressive d'une discipline. L'enseignement et la recherche permettent ensuite une perpétuation des canons [55].

---

[50] L'existence de sources historiques facilite la transmission d'un contenu scientifique commun (LAKATOS, 1994, 215).

[51] LAKATOS, 1974, 41.

[52] Une heuristique positive représente les lignes de conduites pour un programme de recherche ; il s'agit de l'ensemble des règles méthodologiques qui dictent aux auteurs ce qu'il convient de chercher et de quelle manière. *Cf. ibid.*, 66.

[53] PSALIDOPOULOS, 2000, 3.

[54] La construction canonique se limite à la sélection de textes ; en aucun cas, elle ne propose une méthodologie historique ou une grille particulière d'analyse pour justifier cette sélection.

[55] *Ibid.*

Jovanovic [56] explique que

> « L'histoire canonique peut être définie comme une histoire créée à partir d'une sélection de textes élaborée sans recours à une analyse et aux données historiques. En d'autres termes, une telle histoire agence chronologiquement une série de textes et crée dès lors des liens *ex post* entre ces textes afin d'en expliquer la chronologie ».

La finance comportementale n'existait pas encore dans les années 1980 ; or aujourd'hui, nombreux sont les articles ou les livres qui font référence aux « textes fondateurs » de la discipline (dont certains ont été écrits dans les années 1980). La première collection d'articles date de 1993 [57], elle reprend les 21 articles les plus importants de la mouvance comportementale comme le mentionne Thaler [58] :

> « Qu'est-ce que la finance comportementale ? La meilleure manière de définir ce champ aujourd'hui renvoie aux papiers de ce livre qui incarnent le mieux ce que j'appellerais la finance comportementale ».

Il s'agit d'une collection d'articles qui prétend donc incarner l'état d'avancement de la finance comportementale. On y retrouve la communauté de théoriciens qui s'était progressivement formée dans les années 1980 autour de la littérature des anomalies puisqu'il s'agit d'une concentration d'articles rédigés par les mêmes auteurs [59]. En ce qui concerne les revues scientifiques desquelles sont issus les articles, il s'agit essentiellement de journaux prestigieux : sept articles publiés dans le *Journal of Finance*, trois dans le *Journal Financial Economics* et trois dans l'*American Economic Review*. Le fait de retenir une majorité d'articles issus de revues prestigieuses permet de justifier le caractère établi et reconnu de l'approche comportementale en finance.

Le livre de Thaler [60] incarne le seul ouvrage de référence en finance comportementale dans les années 1990. La discipline a continué à se développer à travers la littérature spécialisée. Il faut attendre le livre de Shefrin [61] pour avoir un nouvel ouvrage de finance comportementale qui, lui aussi, s'apparente à un recueil d'articles puisque sur les sept chapitres proposés, cinq sont issus de revues scientifiques. À noter que deux de ces articles étaient déjà présents dans le livre de Thaler [62]. Outre ces deux articles en commun, les deux ouvrages [63] semblent s'accorder sur l'origine de la finance comportementale : il s'agirait de l'article de Shiller [64] sur la volatilité excessive qui aurait « *ouvert la voie à un champ nouveau de recherche* » [65]. Ce texte est d'ailleurs très souvent présenté dans la littérature comme le premier article de la mouvance comportementale [66].

[56] JOVANOVIC, 2008, 214.
[57] THALER, 1993.
[58] *Ibid.*, 17.
[59] Trois articles de Shiller, de Shleifer, de Summers, deux articles de Thaler et deux articles de Shefrin.
[60] THALER, 1993.
[61] SHEFRIN, STATMAN, 2000.
[62] THALER, 1993.
[63] SHLEIFER, 2000, 17 ; THALER, 1993, 21.
[64] SHILLER, 1981.
[65] SHLEIFER, 2000, 17.
[66] SHEFRIN, 2002 ; BROIHANNE, *et al.*, 2004 ; SCHINDLER, 2007.

À partir des années 2000, plusieurs ouvrages dédiés à la finance comportementale ont été publiés. Citons, par exemple, Montier [67], Shefrin [68], Broihanne *et al.* [69], Pompian [70], Schindler [71] ou encore Redhead [72]. Contrairement aux deux livres évoqués précédemment, ces ouvrages ne proposent pas une collection d'articles mais tentent plutôt de présenter la finance comportementale dans son ensemble en soulignant, par exemple, les fondements de la discipline ou encore sa méthodologie. Les biais psychologiques, l'économie expérimentale et le rôle joué par la théorie des perspectives dans l'unification de la discipline sont autant de thèmes que l'on retrouve dans ces nouveaux ouvrages. C'est précisément la place progressivement prise par la théorie des perspectives qui a rendu possible la publication d'ouvrages « généralistes » sur la finance comportementale car cette théorie offre un véritable fondement théorique à la discipline. Broihanne *et al.* [73] soulignent ainsi l'importance de la théorie des perspectives :

> « Parmi les nombreuses théories alternatives à l'espérance d'utilité, la théorie des perspectives de Kahneman et Tversky est probablement celle qui connaît le plus grand succès depuis plusieurs années (…) Les diverses applications dans le domaine de la finance sont prometteuses ; elles apportent en effet des solutions satisfaisantes à des problèmes longuement débattus dans la littérature académique ».

D'autres auteurs comme Shiller [74] n'hésitent d'ailleurs pas à intégrer cette théorie des perspectives dans la définition qu'ils donnent de la finance comportementale :

> « La révolution comportementale a commencé dans les années quatre-vingt avec les questions de la volatilité excessive des marchés financiers puis la découverte d'un grand nombre d'anomalies et enfin l'essai d'intégrer, en finance, la théorie des perspectives de Kahneman et Tversky et d'autres théories issues de la psychologie » [75].

Depuis la fin des années 1990, la théorie des perspectives apparaît ainsi comme le principal cadre unifiant la finance comportementale jusqu'alors trop fragmentée et dispersée dans ses réponses aux anomalies de la finance standard. Shefrin [76] et Campbell [77], expliquent que les développements théoriques futurs de la discipline tenteront d'intégrer davantage la théorie des perspectives (et non plus uniquement les biais psychologiques utilisés dans le cadre de cette théorie [78]) comme fondement afin d'unifier les travaux de la finance comportementale. En témoignent les travaux de Shefrin et Statman [79], ceux de Barberis, Huang et Santos [80] ou encore ceux de Barberis

[67] MONTIER, 2002.
[68] SHEFRIN, 2002.
[69] BROIHANNE, *et al.*, 2004.
[70] POMPIAN, 2006.
[71] SCHINDLER, 2007.
[72] REDHEAD, 2008.
[73] BROIHANNE, *et al.*, 2004, 99.
[74] SHILLER, 2006, 2.
[75] *Ibid*. Dans cet extrait, l'auteur reconnaît explicitement que la problématique de son article de 1981 est à la base de la mouvance comportementale.
[76] SHEFRIN, 2002.
[77] CAMPBELL, 2000, 1553.
[78] Il y a une différence entre l'intégration des biais psychologiques qui sont utilisés, entre autres, dans le cadre de la théorie des perspectives et l'intégration de la théorie elle-même (*i.e.* la manière de donner une explication théorique à ces biais psychologiques).
[79] SHEFRIN, STATMAN, 1994 et 2000.
[80] BARBERIS, HUANG, SANTOS, 2001.

et Huang [81]. Les travaux de Barberis, Huang et Santos ont initié ce qui constitue actuellement le fondement d'un nouveau thème de recherche en finance comportementale [82] : le développement d'un modèle d'évaluation des actifs financiers qui intègre la théorie des perspectives et qui, de plus, propose une explication aux principales anomalies [83] à la finance standard.

Les collections d'articles proposées par Thaler [84] et par Shleifer [85] ont, selon nous, joué un rôle important dans la construction d'une histoire canonique de l'approche comportementale en finance. Après avoir défini l'origine de la finance comportementale, ces livres proposent des liens *ex post* entre certains articles (érigés en textes fondateurs de la discipline) afin d'en expliquer une chronologie reconstruite. Cette chronologie donne une impression de linéarité à l'histoire de cette approche. Cette reconstruction canonique permet à la discipline de se doter de repères chronologiques nécessaires à la justification historique de la démarche mais également, on l'a dit, de sélectionner les textes qui définissent les règles méthodologiques nécessaires aux auteurs de la finance comportementale pour mieux opérer un « déplacement progressif de problème ». On retrouve ainsi dans cette reconstruction canonique ce que nous avons appelé plus haut, la stratégie de mise en équivalence de l'approche comportementale. En effet, la linéarité historique créée par cette reconstruction canonique accentue cette volonté des auteurs comportementaux d'inscrire leur approche dans la continuité du cadre standard. Ainsi, ces textes ont permis d'intégrer peu à peu la dimension comportementale dans les modélisations de l'économie financière. Toujours dans cette logique de comparaison, le fait de publier systématiquement dans les revues principales du courant dominant et d'y proposer des textes œuvrant à un déplacement de problème, démontre que la finance comportementale s'est développée en se comparant continuellement au cadre théorique dominant [86]. Soulignons enfin que cette histoire canonique est bien présente dans les ouvrages dédiés à la finance comportementale puisque ceux-ci font majoritairement référence aux écrits compilés dans les recueils de textes proposés par Thaler [87] et Shleifer [88].

---

[81] BARBERIS, HUANG, 2007.

[82] Le modèle BHS est souvent présenté comme le successeur du MEDAF – *cf.* à ce sujet BARBERIS, THALER, 2002 ; ou encore SHILLER, 2002.

[83] À savoir, l'énigme de prime de risque, l'excès de volatilité et le volume anormalement élevé des échanges.

[84] THALER, 1993. À souligner que Thaler a proposé, en 2005, un second volume à son premier recueil d'articles. 19 articles censés reprendre les avancées les plus importantes de la finance comportementale sont réunis dans cet ouvrage. Dans la continuité du premier volume, il s'agit d'un ouvrage qui reprend les travaux d'un petit groupe d'auteurs (on y retrouve trois articles de Shleifer et de Thaler, deux articles de Barberis, de Daniel, de Stein, de Benartzi, de Titman). Les revues scientifiques concernées sont un peu plus variées que dans le premier volume, même si cinq articles sont issus du *Journal of Finance* qui reste visiblement la référence de la discipline financière et ce malgré la création récente du *Journal of Behavioral Finance*. À noter que trois de ces articles sont déjà présents dans le livre de SHLEIFER (2000) et que la théorie des perspectives y est davantage présente puisque neuf de ces articles se fondent sur la théorie des perspectives (contre quatre seulement dans le premier volume).

[85] *Ibid*.

[86] Le fait de publier des textes dans les principales revues du courant dominant de l'économie financière témoigne déjà d'un déplacement de problème.

[87] THALER, 1993 et 2005.

[88] SHLEIFER, 2000.

IV - L'argument méthodologique : l'intégration et la différenciation

Lorsqu'ils développent une nouvelle sous-discipline scientifique, les auteurs doivent accepter le fait que leur nouveau champ devra lutter contre les structures théoriques d'une discipline plus large déjà bien en place [89]. Ils devront ainsi promouvoir et imposer de nouveaux résultats, concepts, hypothèses, théories etc. L'émergence d'un nouveau courant ne peut être indépendante des structures théoriques de la discipline existante [90]. En d'autres termes, lorsqu'une nouvelle approche émerge, celle-ci se doit d'une part, de se distinguer des approches existantes et d'autre part, de s'inscrire dans une discipline pré-existante.

Dans cette dernière section, nous revenons sur un double phénomène qui permet à la finance comportementale de mieux asseoir sa suprématie méthodologique, à savoir, la capacité de l'approche comportementale à intégrer le cadre standard de l'économie financière et sa capacité à s'en différencier en termes de justification scientifique. Cette double évolution est subtile car elle peut paraître contradictoire. Il n'en est rien. La finance comportementale souhaite s'imposer comme le nouveau courant dominant de l'économie financière et pour ce faire, 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.

Ces deux phénomènes (l'intégration et la différenciation) s'apparentent, au niveau épistémologique, à deux mouvements distincts : l'un lakatosien, l'autre kuhnien. Pour Lakatos, l'évolution d'une discipline se fait dans la continuité grâce à des déplacements progressifs de problème. Dans ce cas de figure, l'intégration de l'ancien cadre dominant se fait progressivement et les anomalies sont résolues par rapport à ce cadre [91]. De son côté, Kuhn considère que l'évolution d'une discipline est discontinue et non cumulative. Tout changement de paradigme entraîne une « fracture conceptuelle » avec le cadre théorique précédent engendrée par la reconstruction d'une nouvelle matrice théorique [92].

Dans le cas de l'émergence de la finance comportementale, on retrouve ces deux schémas épistémologiques. Bien que ces deux mouvements soient souvent étudiés distinctement en épistémologie, il convient ici d'étudier ces deux schémas conjointement et surtout de comprendre quel rôle ils jouent dans le développement de la finance comportementale.

1. La différenciation avec le cadre standard

Nous présentons ici plus en détail le mouvement kuhnien de différenciation méthodologique opérée par la finance comportementale par rapport au cadre théorique standard. Ce mouvement permet à l'approche comportementale de mettre

[89] JOVANOVIC, 2008, 215.
[90] *Ibid.*
[91] LAKATOS, 1994, 101.
[92] KUHN, 1983, 125.

en avant ses spécificités méthodologiques mais également de justifier une plus grande scientificité de son approche [93].

Kuhn [94] explique que le changement de paradigme engendre « *une reconstruction de tout un secteur sur de nouveaux fondements, reconstruction qui change certaines des généralisations théoriques les plus élémentaires de ce secteur et aussi nombre des méthodes et applications paradigmatiques* ». Pour s'imposer comme nouveau paradigme dominant, une approche émergente se doit d'aborder différemment les problèmes étudiés. Ainsi, une « différence » doit être marquée et soulignée afin de mieux justifier les contributions de la nouvelle démarche. C'est précisément ce que fait la finance comportementale. En effet, malgré la continuité sémantique soulignée ci-dessus, il convient de rappeler que la finance comportementale s'affiche explicitement comme une approche alternative fondée sur une méthodologie, sur une posture épistémologique et sur des fondements théoriques différents de ceux proposés par la finance standard.

Au *niveau méthodologique*, la finance comportementale se différencie de la finance standard et ce pour deux raisons. La première résulte de sa filiation avec l'économie comportementale puisqu'elle fait appel à l'introspection et tente de modéliser le processus de décision des agents (contrairement à la finance standard qui a une approche purement normative du processus). La deuxième raison résulte du lien avec l'économie expérimentale [95]. En effet, la finance comportementale se fonde avant tout sur des concepts et paramètres observés en laboratoire. Ces paramètres sont censés apporter davantage de réalisme dans la discipline financière puisqu'ils permettent d'intégrer les principaux biais psychologiques.

La filiation théorique entre la finance comportementale et l'économie (et la psychologie) expérimentale apparaît comme une évidence dans la littérature financière. « *Les tenants de la finance comportementale ont trouvé à cette thèse* (efficience des marchés) *des contre-arguments forts dans des travaux de psychologie expérimentale, prolongés par des travaux d'économie expérimentale* » [96]. Il convient cependant de revenir sur cette filiation afin d'une part, de voir sur quel domaine de l'économie expérimentale la finance comportementale se fonde, et d'autre part de souligner le type de justification que la démarche expérimentale propose.

L'économie expérimentale, dont les origines remontent, selon Davis et Holt [97], aux années trente, est une méthode d'investigation consistant à reproduire une situation économique stylisée en laboratoire. L'économiste qui contrôle totalement l'environnement dans lequel les expériences ont lieu, sélectionne les éléments qui

[93] SHLEIFER, 2000, 175.

[94] KUHN, 1983, 124.

[95] Rappelons ici rapidement la distinction entre l'économie comportementale et l'économie expérimentale : « *Bien que l'économie comportementale se fonde intégralement sur des données expérimentales, nous considérons l'économie comportementale comme une approche très différente de l'économie expérimentale. Au niveau méthodologique, l'économie comportementale est très éclectique. Ils [les auteurs comportementaux] définissent eux-mêmes des paramètres, non sur la base des méthodes de recherche qu'ils utilisent mais plutôt sur la base des implications d'une analyse psychologique du comportement économique. L'économie expérimentale, de son côté, définit ses paramètres uniquement sur la base de l'expérimentation* (…). *Les théoriciens de l'économie expérimentale ne sont pas concernés par les mesures cognitives que les comportementaux trouvent si utiles* » (CAMERER, LOEWENSTEIN, 2002, 7).

[96] AKTAS, 2004, 31.

[97] DAVIS, HOLT, 1993, 5.

caractérisent au mieux le phénomène étudié. L'expérimentation procure des observations en vue d'étudier un phénomène méconnu ou pour tester une théorie particulière. Les décisions et les réactions des participants constituent alors un ensemble de données qui font ensuite l'objet d'analyse et de tests statistiques. Dans un ouvrage désormais classique en économie expérimentale, Davis et Holt [98] distinguent trois domaines d'application de la méthode expérimentale en économie : les marchés expérimentaux, les jeux en interactions et les choix individuels [99]. La finance comportementale s'inscrit directement dans ce troisième domaine d'application puisqu'elle tente de modéliser ces choix individuels dans un contexte financier.

Expliquer les « anomalies » de la finance standard en se fondant sur un cadre théorique plus réaliste (c'est-à-dire confirmé par des observations en laboratoire), tels sont les objectifs que s'impose la finance comportementale. 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. Cependant, la méthode actuellement utilisée par ce paradigme pour justifier ce réalisme confine le courant dans un monde théorique fait de « paramètres » qui, certes, apparaissent intuitivement plus réalistes, mais surtout qui semblent avoir une portée pratique limitée. Les partisans de la finance comportementale sont conscients que leur courant théorique se doit, à présent, de développer sa dimension prédictive sans quoi, elle ne trouvera qu'un faible écho auprès des praticiens. Outre les paramétrisations standardisées et « prêtes à l'emploi » proposées par certains auteurs [100], les théoriciens du courant comportemental tentent de développer des modélisations plus simplifiées. En effet, en proposant des modèles dans lesquels il y a une importante phase de paramétrisation, la finance comportementale réduit sa portée pratique et donc son instrumentalisation auprès des praticiens. De cette *posture épistémologique* résulte une certaine fracture avec l'instrumentalisme [101] explicitement affiché au sein du courant standard, comme le soulignent McGoun et Skubic [102] :

> « S'il est vrai que la finance comportementale utilise les mêmes méthodes statistiques que la finance traditionnelle, ses hypothèses sont plus réalistes que celles de

[98] *Ibid*.

[99] En reproduisant, en laboratoire, un environnement concurrenciel proche de celui offert par les marchés, les auteurs étudient l'influence de la configuration des institutions marchandes sur l'efficacité des échanges. Ces analyses renvoient directement aux travaux de Vernon SMITH (1962, 111) initiés dans les années 1960. La thématique des jeux en interaction renvoie directement aux tests en laboratoire étudiant les échanges et interactions en l'absence de processus de centralisation ou d'institution particulière. Les principaux travaux sur le sujet portent surtout sur les comportements stratégiques ou de coopération des individus. Le troisième domaine abordé par l'économie expérimentale concerne les choix individuels. Les travaux sur cette thématique se concentrent surtout sur le processus de décision des individus. Ainsi, de très nombreux travaux invalident l'idée de rationalité parfaite et le cadre théorique défini par la théorie de l'utilité espérée. Les tests en laboratoire permettent aux économistes d'identifier des biais psychologiques des individus mais également la manière avec laquelle ceux-ci développent des heuristiques simplificatrices de la réalité.

[100] *Cf*., par exemple, LAURY, HOLT, 2000.

[101] L'instrumentalisme friedmanien est surtout connu pour le fait qu'il prône un *irréalisme des hypothèses* : « Pour être importante, une hypothèse doit être fausse du point de vue descriptif » (FRIEDMAN 1953, 12). De nombreux points de l'instrumentalisme « à la Friedman » se retrouvent implicitement dans l'économie financière standard. Sur ce point, *cf.* FRANKFURTER, MCGOUN, 1996 ; MCGOUN, SKUBIC, 2000, 136.

[102] *Ibid*.

la finance auto-proclamée rationnelle ; ce réalisme étant en inadéquation avec l'instrumentalisme friedmanien (de la finance standard) ».

Frankfurter et McGoun [103] ajoutent :

« Bien qu'il ne soit pas encore tout à fait possible d'identifier de manière univoque la méthodologie de la finance comportementale, il est certain qu'elle n'adhère pas, comme la finance orthodoxe, aux présupposés de l'instrumentalisme friedmanien » [104].

Les auteurs argumentent leur point de vue en soulignant que « *l'objectif premier de la finance comportementale est surtout de produire une explication acceptable plutôt que de faire de la prévision des marchés financiers* » [105].

En accord avec Frankfurter et McGoun [106], nous pensons que la finance comportementale se distingue de la finance standard en matière d'instrumentalisme puisqu'elle se fonde sur un certain de degré de réalisme des hypothèses (au niveau des comportements des investisseurs). Ce réalisme apparaît explicitement comme le socle épistémologique du courant comportemental.

Enfin, rappelons qu'en ce qui concerne les *fondements théoriques*, la finance comportementale rejette totalement les principaux concepts de la finance standard : la rationalité parfaite, la thèse d'efficience des marchés ainsi que la notion d'arbitrage [107]. L'approche comportementale se fonde sur une autre modélisation du processus de décision (rationalité procédurale) directement inspirée de l'économie expérimentale et comportementale.

Outre leurs différences de méthodologie et d'approche, les positions épistémologiques de la finance comportementale (réalisme) sont également très différentes de celles qui sont adoptées par le courant traditionnel (instrumentalisme). Cette différenciation se marque toujours par rapport au cadre théorique standard. Aussi on retrouve ici la comparaison systématique opérée par la mouvance comportementale avec le cadre dominant. Ce mouvement kuhnien de différenciation permet à la finance comportementale de se doter de moyens méthodologiques spécifiques pour mieux justifier sa démarche et la manière avec laquelle elle atteint ses résultats [108].

2. L'intégration du cadre standard

Après avoir étudié le mouvement kuhnien de différenciation méthodologique en finance comportementale, nous approfondissons dans cette sous-section le mouvement lakatosien d'intégration pour démontrer comment la finance

[103] FRANKFURTER, MCGOUN, 2002, 205.

[104] Même si certains auteurs (comme Machlup, par exemple) ne reconnaissent pas le caractère instrumentaliste de l'épistémologie friedmanienne, soulignons que les positions tenues par FRIEDMAN (1953) sont communément associées aux fondements de l'instrumentalisme en économie. Pour plus d'information sur ces débats, *cf.* BLAUG, 1994, 93-111.

[105] *Ibid.*

[106] FRANKFURTER, MCGOUN, 2002.

[107] ROSS, 2004, 11.

[108] Et pour mieux justifier la manière avec laquelle elle utilise des concepts issus du courant standard pour atteindre ces résultats.

comportementale vise à intégrer le courant dominant. Lakatos [109] explique qu'il existe trois façons de résoudre une anomalie :

> « en la résolvant dans le cadre du programme original (l'anomalie se transforme en exemple) ; en la neutralisant, c'est-à-dire en la résolvant dans le cadre d'un programme différent indépendant (l'anomalie disparaît) ; ou enfin en la résolvant dans le cadre d'un programme rival (l'anomalie se transforme en contre-exemple) ».

La finance comportementale est directement concernée par la troisième manière de résoudre les anomalies [110]. La différence entre un programme de recherche rival et un programme de recherche indépendant réside dans le fait que le premier tente d'assurer une continuité dans le développement de la discipline alors que le second est souvent issu d'autres disciplines. La finance comportementale s'érige en programme de recherche rival et souhaite imposer une perspective plus comportementale à l'économie financière existante. Pour cela, cette approche s'exprime toujours par rapport au cadre théorique dominant. Nous avons associé ce type d'argumentation à une stratégie de mise en équivalence (comparaison systématique) développée par la finance comportementale. Le rôle des anomalies dans la littérature, par exemple, était de mettre en avant des écarts entre les résultats proposés par le cadre standard et la réalité. Ces écarts se rapportent toujours à un référent théorique bien précis : le courant standard, ce qui signifie que l'on conserve ce cadre théorique (et sa terminologie). Le courant comportemental ne pouvait pas ignorer les résultats du courant dominant dans la mesure où son point de départ était précisément d'apporter des réponses aux anomalies de ce courant. Pour cette raison, il convenait d'assurer une certaine continuité avec le courant standard afin de se faire comprendre et de convaincre [111] des théoriciens et les praticiens majoritairement formés dans le cadre théorique précédent. Ce point explique que la grande majorité des articles consacrés à la finance comportementale propose une partie introductive dans laquelle les principaux biais psychologiques sont présentés [112].

Cette continuité avec le courant standard de l'économie financière passe par une certaine continuité du langage. La finance comportementale garde ainsi en grande partie la terminologie du courant dominant ; elle introduit cependant un glissement au niveau des concepts utilisés. Bien que le vocabulaire théorique (et donc la manière de penser les investisseurs) se soit considérablement enrichi [113], il s'exprime toujours en termes de « rationalité » même si ce terme ne renvoie pas tout à fait à la même chose que dans le cadre standard. Un investisseur est qualifié de « rationnel » en finance standard si celui-ci agit en accord avec le cadre défini par la théorie de l'utilité

[109] LAKATOS, 1994, 101.

[110] Alors que des programmes de recherche comme l'éconophysique, par exemple, qui se développent indépendamment de l'économie financière standard, sont plutôt concernés par le second cas évoqué par Lakatos.

[111] Il s'agit de convaincre les théoriciens du cadre standard du bien-fondé de la démarche comportementale.

[112] Il s'agit souvent d'une sorte de mise à niveau du lecteur concernant les principaux biais de la psychologie cognitive.

[113] L'émergence de la finance comportementale a contribué à l'enrichissement du vocabulaire financier. Des termes comme « ancrage », « conservatisme », ou encore « regret » font désormais l'objet d'une définition bien précise en finance alors que ces mots n'évoquaient rien aux théoriciens de la discipline avant les années quatre-vingt.

espérée [114]. C'est donc un agent capable de transformer toute situation d'incertitude en situation de risque par sa capacité objective à évaluer le contexte décisionnel. Dans cette acception, le sens du mot « rationalité » renvoie aux conséquences attendues d'une situation objectivement donnée. À travers la notion de « rationalité limitée » (ou procédurale), les auteurs de l'approche comportementale reconnaissent que l'agent possède des limites computationnelles liées à ses capacités restreintes de traitement de l'information. Ce réalisme cognitif permet à la finance comportementale de considérer la rationalité non plus comme une capacité omnisciente à assigner une probabilité objective mais plutôt comme un processus subjectif qui permet aux investisseurs de faire des choix jugés satisfaisants compte tenu des limites calculatoires des agents. Dans cette perspective, une distinction est faite entre le contexte et la perception que s'en font les investisseurs. Ici, le sens du mot « rationalité » renvoie à une certaine cohérence du raisonnement des individus [115].

S'il est vrai que les deux « rationalités » renvoient à des sens différents, elles n'en sont pas moins pour autant incompatibles. D'ailleurs, dans la littérature financière, la théorie des perspectives de Kahnemann et Tversky est présentée comme un enrichissement du cadre développé en rationalité parfaite qui peut, d'ailleurs, être exprimé au sein de la théorie des perspectives [116]. À cet égard, les deux « rationalités » partagent bien des similitudes comme, par exemple, la non-remise en cause de l'axiomatique de l'intérêt individuel : les préférences individuelles sont toujours considérées comme données et prédéterminées et les fins subjectives des investisseurs s'expriment toujours dans la même logique de « maximisation », même si on parle plutôt de « satisfaction » (dans le cas de la rationalité procédurale) pour des raisons de limites cognitives des agents. Walliser note à ce sujet :

> « Par ailleurs, si l'on considère un modèle de rationalité limitée, il est possible de réinterpréter les actions auxquelles il conduit comme résultant d'un modèle de rationalité forte, du moins de façon formelle. Ainsi, le comportement "satisfaiseur" apparaît comme optimisateur pour des seuils d'aspiration suffisamment élevés » [117].

Ces points communs entre les deux rationalités incitent les auteurs de la mouvance comportementale à présenter la rationalité procédurale comme un élargissement de la rationalité standard. Cela signifie que le cadre théorique défini par cette dernière peut très bien « s'intégrer » dans le courant comportemental. C'est précisément ce que souhaitent les auteurs de la finance comportementale : faire de la théorie standard un cas particulier du cadre comportemental. Ce type d'intégration reflèterait ainsi une certaine suprématie de la mouvance comportementale sur l'économie financière puisque les principaux thèmes du courant dominant seraient intégrés et élargis au sein de cette approche comportementale [118].

---

[114] Et plus précisément la théorie de l'utilité espérée telle qu'elle a été réinterprétée (en termes d'espérance-variance) par Markowitz dans sa théorie du portefeuille.

[115] *Cf.* aussi TADJEDDINE, 2000.

[116] Pour un exemple de conditions sous lesquelles il est possible d'exprimer la théorie de l'utilité espérée dans les termes de la théorie des perspectives, *cf.* BROIHANNE, *et al.*, 2004, 111.

[117] WALLISER, 2000, 83.

[118] Et les anomalies s'y verraient résolues.

Il n'y a pas qu'en matière de rationalité que la finance comportementale assure une continuité sémantique [119] avec le paradigme dominant. Il en va de même avec le cadre statistique. En ce qui concerne la problématique du risque et de l'incertitude en finance, la contribution de la finance comportementale se situe au niveau de la prise en compte de la complexité du comportement humain. Cependant, au niveau de la modélisation du contexte décisionnel, celle-ci se fonde toujours (comme pour la finance standard) sur une certaine extériorité [120] de ce contexte par rapport aux interactions et surtout sur l'hypothèse que celui-ci est probabilisable à l'aide d'une loi de distribution de probabilité [121]. Signalons, à ce sujet, que l'usage de la loi normale pour caractériser l'évolution de la valeur fondamentale [122] du prix des actifs financiers n'est pas forcément remis en cause par la finance comportementale [123].

La finance comportementale s'exprime donc majoritairement dans les mêmes termes que ceux de la finance dominante. En matière d'objectivation du monde, le cadre standard semble rester la norme puisque la finance comportementale parle d'inefficience (par rapport à l'efficience) et de rendement anormaux (par rapport à ceux obtenus si tous les investisseurs étaient parfaitement rationnels). Ce parallélisme entre les deux courants est reconnu dans la littérature puisque McGoun et Skubic expliquent que :

> « La finance comportementale considère toujours que le risque et le rendement attendu sont quantifiables (…). Bien que les règles de décision des investisseurs soient différentes de celles retenues dans le cadre de la finance néoclassique, les concepts fondamentaux (rendement attendu, manière de quantifier le risque…) de cette dernière demeurent les mêmes » [124].

De même, Statman souligne que « *Certains outils* (les outils statistiques) *de la finance comportementale sont identiques à ceux de la finance standard mais s'en distinguent par le fait qu'ils présupposent un autre modèle de comportement humain* » [125], et Shiller, reconnaît que :

> « Les distinctions entre la finance standard et comportementale ont parfois été exagérées. La finance comportementale n'est pas totalement différente de la finance néoclassique. La meilleure manière de résumer la différence entre ces deux courants est, sans doute, de dire que la finance comportementale est plus éclectique, 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 » [126].

---

[119] Il s'agit ici, on l'a vu, d'une continuité de vocabulaire avec une certaine discontinuité de sens pour certains concepts (exemple, la rationalité procédurale).

[120] C'est-à-dire la croyance que le futur peut être le reflet statistique du passé indépendamment des interactions futures.

[121] ORLÉAN, 2005, 24.

[122] La notion de valeur fondamentale est elle aussi intégrée dans le cadre comportemental, soit de manière explicite (THALER, 1991) soit de manière implicite (BARBERIS, HUANG, SANTOS, 2001) grâce à l'usage d'une notion de « valeur de référence » qui présente toutes les caractéristiques du concept de valeur fondamentale.

[123] Sauf pour le D-MEDAF qui propose un élargissement du cadre statistique. Sur le maintien de la normalité des rendements en finance comportementale, *cf.* SHLEIFER, 2000, 131 ; BARBERIS, SHLEIFER, VISHNY, 1998.

[124] MCGOUN, SKUBIC, 2000, 135.

[125] STATMAN, 1999, 19.

[126] SHILLER, 2006, 4.

La finance comportementale s'apparente donc, d'une part, à un cadre alternatif à l'approche standard en finance et d'autre part, à un enrichissement voire un simple élargissement de cette approche. Puisque la finance comportementale se donne les moyens théoriques d'intégrer le cadre standard, certains auteurs [127] n'hésitent pas à affirmer que ce courant incarnera à l'avenir la totalité de la discipline : « *Je prédis dans un futur proche que le terme "finance comportementale" sera perçu comme redondant. Quel autre type de finance y a-t-il ?* » [128]. Statman [129] ajoute que, pour s'imposer, la finance comportementale se doit de proposer une « *nouvelle théorie d'évaluation des actifs qui explique les anomalies. Mais cette nouvelle théorie se doit également d'être cohérente avec le comportement rationnel maximisant* ». Quelques précisions s'imposent concernant cette continuité entre le courant standard et comportemental en finance.

Il s'agit, selon nous, d'une nécessité rhétorique. En effet, cette « réappropriation » du vocabulaire standard permet surtout à la finance comportementale de s'exprimer dans les termes du courant qu'elle souhaite englober et surtout d'expliquer de nouvelles idées à l'aide d'un discours pré-existant. En proposant des réponses aux anomalies du cadre standard, l'approche comportementale se devait, non seulement d'offrir de nouvelles explications, mais surtout d'intégrer les modélisations existantes jugées pertinentes par la communauté scientifique. Ainsi, les théoriciens du courant comportemental s'expriment toujours en termes de rationalité qui n'est plus parfaite mais limitée. De plus, la finance comportementale se donne les moyens, grâce à la théorie des perspectives, d'intégrer le cadre de la rationalité parfaite. Si pour Thaler [130], il ne fait aucun doute que « *la finance comportementale sera essentiellement développée par des jeunes chercheurs qui n'auront pas été limités dans leur manière de penser par le vieux paradigme* » [131], il convient de convaincre également les théoriciens et autres praticiens actuels qui eux, ont été formés dans le « vieux paradigme », pour reprendre les termes de Thaler.

Implicitement, Shiller [132] reconnaît qu'une telle intégration permet à la finance comportementale de jouer progressivement un rôle de premier plan auprès des praticiens mais également en matière de politique publique (en matière de réforme de la sécurité sociale aux États-Unis, par exemple). Aujourd'hui, s'il est vrai que la finance comportementale est parfois présentée comme une « tendance à la mode » sur les marchés, elle incite certains praticiens à se réorienter, voire à créer des fonds dont la gestion s'inspire directement du cadre théorique défini par la finance comportementale [133].

---

[127] THALER, 1999, 16 ; STATMAN, 1999, 21.

[128] THALER, 1999, 16.

[129] STATMAN, 1999, 21.

[130] THALER, 1999, 16.

[131] Cette remarque faite par Thaler n'est pas neutre. Elle renvoie implicitement aux écrits de Kuhn sur la nécessité d'une nouvelle génération pour imposer un nouveau paradigme : « *Presque toujours, les hommes qui ont réalisé les inventions fondamentales d'un nouveau paradigme étaient soit très jeunes, soit tout nouveaux venus dans la spécialité dont ils ont changé le paradigme* » (KUHN, 1983, 131).

[132] SHILLER, 2006, 4.

[133] La plupart des grandes sociétés financières proposent désormais des fonds dit « *behavioral* ». Citons également le fonds *Fuller & Thaler Asset Management* dont l'un des responsables n'est autre que Richard Thaler, l'un des auteurs phares de la finance comportementale.

L'intégration progressive du courant standard par le cadre comportemental favorise également la phase d'institutionnalisation (évoquée à la section précédente) à travers laquelle la finance comportementale s'est dotée de moyens institutionnels de diffusion de ses savoirs. Ainsi, on ne recense plus les colloques et autres conférences sur le thème de la finance comportementale organisés à travers le monde. Il en va de même avec les revues où la création de journaux. Les autorités monétaires, elles-mêmes, participent à cette institutionnalisation en proposant de la documentation pour informer les acteurs sur l'évolution de la discipline. Citons, à cet égard l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) qui, en septembre 2006, a consacré un numéro spécial de son *Cahier Scientifique* à la finance comportementale. Si la finance comportementale proposait une toute nouvelle rhétorique scientifique, il serait impossible d'observer ce genre de phénomène d'institutionnalisation.

Ce « mouvement d'intégration différenciée » apparaît véritablement comme un tour de force car la finance comportementale se dote des moyens conceptuels pour, d'une part, intégrer les résultats du cadre standard qui font l'unanimité au sein de la communauté scientifique, et d'autre part, proposer une nouvelle démarche nécessaire à la réponse aux nombreuses anomalies de la finance standard.

Conclusion

La finance comportementale peut-elle devenir le nouveau paradigme dominant de la discipline financière ? Les trois arguments épistémologiques mis en avant dans cet article semblent répondre favorablement à la question. L'argument sociologique que nous avons assimilé au regroupement d'auteurs au sein de la littérature des anomalies est important car il a permis à la mouvance comportementale de se doter d'une véritable communauté de chercheurs œuvrant chacun dans le même sens. Cette communauté s'est peu à peu institutionnalisée avec la création d'espaces de diffusion des savoirs (journaux, colloques semestriels…).

L'histoire canonique de la discipline, que nous avons présentée dans notre argument historique, a joué un rôle prépondérant dans la construction d'une linéarité de l'histoire de la finance comportementale. Les sélections d'articles réalisées par Thaler [134] et Shleifer [135] proposent ainsi une certaine collection chronologique de textes érigés en « textes fondateurs de la discipline ». Cette histoire canonique a permis aux auteurs de la finance comportementale d'intégrer progressivement la dimension comportementale dans les modélisations de la finance standard. Ce type de reconstruction apparaît comme un moyen de faire de la finance comportementale le futur paradigme dominant, car en soulignant de cette manière le caractère plus général de la finance comportementale, l'histoire canonique relègue l'économie financière standard à un cas particulier de ce mouvement.

Enfin, dernier argument en faveur du développement de la finance comportementale : une certaine intégration du cadre théorique standard conjugué à une différenciation méthodologique de ce cadre. Il s'agit là d'un tour de force de la finance comportementale car cette « intégration différenciée » permet à la discipline

[134] THALER, 1993 et 2005.
[135] SHLEIFER, 2000.

d'expliquer des phénomènes anciens (connus dans le cadre standard, exemple une bulle spéculative) en utilisant des notions et des concepts nouveaux.

L'aspiration de la finance comportementale à devenir le futur paradigme dominant de l'économie financière oblige cette approche à une certaine forme d'argumentation : celle de la comparaison systématique. Les trois arguments identifiés dans cet article se fondent, nous l'avons vu, sur ce type d'argumentation puisque le courant standard reste le référent théorique par rapport auquel la finance comportementale se développe. Les anomalies de la finance standard ont incarné, nous l'avons également vu, le principal point de constitution d'une communauté scientifique spécifique à la finance comportementale. Celle-ci s'est ensuite développée progressivement par comparaison systématique au cadre dominant en proposant de nombreuses réponses comportementales aux manquements de la finance dominante. Notre second argument relatif à l'histoire canonique de l'approche comportementale s'est lui aussi construit par rapport à la finance standard puisqu'il vise à présenter l'approche comportementale comme une « continuité logique » qui engloberait le cadre standard. Enfin, le troisième argument que nous avons appelé le « mouvement d'intégration différenciée » incarne également une stratégie de mise en correspondance puisque ce mouvement renvoie à la capacité de la finance comportementale à intégrer le cadre standard tout en proposant une meilleure justification de la démarche scientifique entreprise.

Christophe SCHINCKUS
CEREC-Facultés Universitaires Saint-Louis, Bruxelles, Belgique
GRESE-Université Paris I-Panthéon-Sorbonne, Paris, France
schinckus@fusl.ac.be

Bibliographie

ADAMS B., FINN B., 2006, *The Story of Behavioral Finance*, New York, Universe Press.

AKTAS N., 2004, La finance comportementale, un état des lieux, *Reflets et Perspectives*, 2, 19-33.

ALBOUY M., CHARREAUX G., 2005, La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant, *Revue Française de Gestion*, 157, 139-143.

BALL R., 1998, The Theory of Stock Market Efficiency : Accomplishments and Limitations, *in* STERN J.M., CHEW D.H., (eds.), *The Revolution in Corporate Finance*, Oxford, Blackwell Business, 2-15.

BARBERIS N., HUANG M., 2007, *Preferences with Frames : a New Utility Specification that Allows for the Framing of Risks*, New Haven, Yale University (document de travail).

BARBERIS N., THALER R., 2002, A Survey of Behavioral Finance, *in* THALER R., (ed.), *Advances in Behavioral Finance,* New York, Princeton University Press, 1-75.

BARBERIS N., HUANG M., SANTOS T., 2001, Prospect Theory and Asset Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 116, 1-53.

BARBERIS N., SHLEIFER A., VISHNY R., 1998, A Model of Investor Sentiment, *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.

BENSIMHON L., 2002, *Finance comportementale et impacts sur les marchés financiers : un modèle de cascades informationnelles*, Toulouse, Université de Toulouse (document de travail).

BLAUG M., 1994, *La méthodologie économique*, Paris, Economica.

BOURDIEU P., 2002, *Science de la science et réflexivité*, Paris, Éditions Raisons d'Agir.

BROIHANNE M.H., MERLI M., ROGER Ph., 2004, *Finance comportementale*, Paris, Economica.

CAMERER C., LOEWENSTEIN G., 2002, Behavioral Economics : Past, Present and Future, Pittsburgh, Carnegie-Mellon University (document de travail).

CAMPBELL J., 2000, Asset Pricing at the Millennium, *Journal of Finance*, 55, 4, 1515-1567.

CAMPBELL J., COCHRANE J., 1999, Force of Habit : a Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior, *Journal of Political Economy*, 107, 2, 205-251.

DAVIS D., HOLT Ch., 1993, *Experimental Economics*, Princeton, Princeton University Press.

FAMA E., 1965, Random Walk in Stock Market Price, *Financial Analyst Journal*, 21, 5, 55-59.

FAMA E., 1970, Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25, 2, 383-417.

FAMA E., 1998, Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioural Finance, *Journal of Finance*, 49, 3, 283-306.

FRANKFURTER G., MCGOUN E., 1996, *The Methodology of Finance : what it is and what it can be*, Londres, JAI Press.

FRANKFURTER G., MCGOUN E., 1999, Ideology and the Theory of Financial Economics, *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 39, 159-177.

FRANKFURTER G., MCGOUN E., 2002, Resistance is Futile : the Assimilation of Behavioral Finance, *International Review of Financial Analysis*, 10, 375-389.

FRIEDMAN M., 1953, La méthodologie de l'économie positive, *in* COLLECTIF, *Essais d'économie positive*, Paris, Litec, 3-32 (traduction : MILLIÈRE G., 1995).

GILLET Ph., 1999, *L'efficience des marchés*, Paris, Economica.

JENSEN M.C., 1978, Some Anomalous Evidences Regarding Market Efficiency, *Journal of Financial Economics*, 6, 1, 95-101.

JOVANOVIC F., 2008, The Construction of the Canonical History of Financial Economics, *History of Political Economy*, 40, 2, 213-242.

JOVANOVIC F., 2009, Le modèle de marche aléatoire dans l'économie financière de 1863 à 1976, *Revue d'Histoire des Sciences Humaines*, 20, 51-78.

KAHNEMAN D., TVERSKY A., 1979, Prospect Theory : an Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47, 2, 263-292.

KAHNEMAN D., TVERSKY A., 1992, Advances in Prospect Theory : Cumulativ Representation of Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297-323.

KUHN Th., 1983, *La structure des révolutions scientifiques*, Paris, Champs-Flammarion.

LAKATOS I., 1974, *Histoire et méthodologie des sciences*, Paris, Presses Universitaires de France (traduction : MALAMOUD C., SPITZ J.F., 1994).

LAURY S., HOLT Ch., 2000, *Further Reflections on Prospect Theory*, Athens, Georgia University (document de travail).

MCGOUN E., SKUBIC T., 2000, Beyond Behavioral Finance, *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1, 135-144.

MONTIER J., 2002, *Behavioral Finance : Insights into Irrational Minds and Markets*, West Sussex, Wiley Finance.

MOUCHOT C., 2003, *Méthodologie économique*, Paris, Seuil.

NADEAU R., 1999, *Vocabulaire technique et analytique de l'épistémologie*, Paris, Presses Universitaires de France.

ORLÉAN A., 2005, Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale dans la théorie financière moderne, *in* BOURGHELLE D., BRANDOUY O., GILLET R., ORLÉAN A.

(dir.), *Croyances, représentations collectives et conventions en finance*, Paris, Economica, 19-42.

POMPIAN M., 2006, *Behavioral Finance and Wealth Management. How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*, New York, Springer.

PSALIDOPOULOS M., 2000, *The Canon in the History of Economics*, London, Routledge Editions.

QUIGGIN J., 1981, Risk Perception and Risk Aversion among Australian Farmers, *Australian Journal of Agricultural Economics*, 25, 2, 160-169.

QUIGGIN J., 1982, A Theory of Anticipated Utility, *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 3, 4, 92-109.

REDHEAD K., 2008, *Personal Finance and Investments : a Behavioural Finance Perspective*, Londres, Routledge.

RORTY R., 1990, *L'homme spéculaire*, Paris, Seuil (traduction : MARCHAISSE Th.).

ROSS S., 2004, *Neoclassical Finance*, Princeton, Princeton University Press.

SAVAGE L.J., 1972, *The Foundations of Statistics*, New York, Dover Publications (date originelle de publication : 1954).

SCHINCKUS Ch., 2008, The Financial Simulacrum, *Journal of Socio-Economics*, 73, 3, 1076-1089.

SCHINCKUS Ch., 2009, *La diversification théorique en finance de marché : vers de nouvelles perspectives de l'incertitude*, Thèse de doctorat, Paris, Université Paris I-Panthéon-Sorbonne.

SCHINDLER M., 2007, *Rumors in Financial Markets : Insights into Behavioral Finance*, Londres, Wiley Finance.

SHARPE W., 1964, Capital Asset Prices : a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19, 3, 425-442.

SHEFRIN H., 2002, *Beyond Greed and Fear : Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Oxford, Oxford University Press.

SHEFRIN H., STATMAN M., 1994, Behavioral Capital Asset Pricing Theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 3, 323-349.

SHEFRIN H., STATMAN M., 2000, Behavioral Portfolio Theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 2, 127-151.

SHILLER R., 1981, Do Stock Prices move too much to be justified by Subsequent Changes in Dividends, *American Economic Review*, 71, 3, 421-436.

SHILLER R., 1989, *Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends*, Stanford, National Bureau of Economic Research, 2846 (document de travail).

SHILLER R., 1999, Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, *in* TAYLOR J., WOODFORD M., (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, Elsevier, 1305-1340.

SHILLER R., 2000, *Exubérance irrationnelle*, Paris, Valor Éditions.

SHILLER R., 2002, *From Efficient Markets Theory to Behavorial Finance*, New Haven, Yale University, 1385 (document de travail).

SHILLER R., 2006, Tools for Financial Innovation : Neoclassical *versus* Behavioral Finance, *The Financial Review*, 41, 3, 1-8.

SHLEIFER A., 2000, *Inefficient Markets : an Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press.

SIMON H., 1956, A Behavioral Model of Rational Choice, *Quarterly Journal of Economics*, 69, 1, 89-118.

SIMON H., 1976, From Substantive to Procedural Rationality, *in* LASTIS S., (ed.), *Method and Appraisal in Economics*, New York, Cambridge University Press, 129-148.

SIMON H., 1986, Rationality in Psychology and Economics, *Journal of Business*, 59, 4, 209-224.

SMITH V., 1962, An Experimental Study of Competitive Market Behavior, *Journal of Political Economy*, 70, 111-112.

STATMAN M., 1999, Behavioral Finance : Past Battles, Future Engagements, *Financial Analysis Journal*, 55, 6, 18-27.

STRACCA L., 2002, Behavioral Finance and Aggregate Market Behavior : where do we stand ?, Frankfurt-am-Main, European Central Bank (document de travail).

TADJEDDINE Y., 2000, Les formes cognitives de la rationalité. Une typologie des décisions spéculatives, *Politix*, 13, 52, 57-71.

THALER R., 1983, Related Disciplines, *Journal of Economic Literature*, 21, 3, 1046-1048.

THALER R., 1993, *Advances in Behavioral Finance. Volume I*, New York, Russel Sage Foundation.

THALER R., 1999, *The End of Behavioral Finance*, Paper of Association for Investment Management and Research.

THALER R., 2005, *Advances in Behavioral Finance. Volume II*, New York, Russel Sage Foundation.

THALER R., JOHNSON E., 1990, Gambling with the House Money and trying to Break Even : the Effects of Prior Outcomes on Risky Choice, *Management Science*, 36, 6, 643-660.

THALER R., KAHNEMAN D., SCHWARTZ N., 1997, The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking : an Experimental Test, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 2, 647-661.

THALER R., MULLAINATHAN S., 2000, *Behavioral Economics*, Stanford, National Bureau of Economic Research, 7948 (document de travail).

TVERSKY A., 1969, The Intransitivity of Preferences, *Psychological Review*, 76, 1, 31-48.

TVERSKY A., GRIFFIN D., 1992, The Weighting of Evidence and Determinant of Overconfidence, *Cognitive Psychology*, 24, 3, 411-435.

TVERSKY A., KAHNEMAN D., 1973, Availability : a Heuristic for Judging Frequency and Probability, *Cognitive Psychology*, 5, 207-232.

TVERSKY A., KAHNEMAN D., 1974, Judgment under Uncertainty : Heuristics and Biases, *Science*, 185, 4157, 1124-1131.

TVERSKY A., KAHNEMAN D., 1982, The Psychology of Preferences, *Scientific American*, 246, 160-173.

TVERSKY A., KOEHLER D., 1994, Support Theory : a Nonextensional Representation of Subjective Probability, *Psychological Review*, 101, 547-567.

TVERSKY A., SLOVIC P., KAHNEMANN D., 1990, The Causes of Preference Reversal, *American Economic Review*, 80, 204-217.

WALLISER B., 2000, *L'économie cognitive*, Paris, Odile Jacob.