

# Une Compréhension des marchés financiers : De la Rationalité à l'Adaptation

Understanding Financial Markets: From Rationality to Adaptation.

Auteur 1 : TIKNIOUINE El Yazid,

Auteur 2 : EL HAMDAOUI Mohamed,

Auteur 3 : RIFKI Samira,

---

TIKNIOUINE El Yazid, (Doctorant)

Université HASSAN I / Ecole Nationale de Commerce et de Gestion Settat

ELHAMDAOUI Mohamed, (Doctorant)

Université HASSAN I / Ecole Nationale de Commerce et de Gestion Settat

RIFKI Samira, (Enseignant chercheur)

Université HASSAN I / Ecole Nationale de Commerce et de Gestion Settat

**Déclaration de divulgation :** L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

**Conflit d'intérêts :** L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

**Pour citer cet article :** TIKNIOUINE .E Y, ELHAMDAOUI .M & RIFKI .S (2026) « Une Compréhension des marchés financiers : De la Rationalité à l'Adaptation », African Scientific Journal « Volume 03, Num 37 » pp: 001 – 026.



DOI : 10.5281/zenodo.22657254

Copyright © 2026 – ASJ



**Résumé :**

Depuis longtemps, la théorie des marchés financiers a été formulée et expliquée à l'aide de divers cadres théoriques impliquant des outils et des concepts afin de faciliter la compréhension de la formation des prix ainsi que les processus de décision des investisseurs. L'hypothèse d'efficience des marchés stipule que les prix reflètent toute l'information disponible et que les investisseurs sont complètement et totalement rationnels. Cela dit, les faits ultérieurs des marchés dérogent de temps en temps par rapport à la description normative de ces marchés, ce qui a été la raison de l'introduction et l'émergence de la finance comportementale. Cette perspective met en évidence l'influence des biais psychologiques et des réactions émotionnelles sur les investisseurs, ce qui peut provoquer des situations d'anomalies de marché.

Cet article fournit une vue d'ensemble comparative de ces perspectives et présente l'hypothèse des marchés adaptatifs (AMH) comme un cadre de théorie générale pouvant les lier et les concilier. En effet, à l'aide des principales contributions théoriques les plus influentes de la littérature financière, cet article tente d'expliquer comment le concept d'efficience des marchés, la psychologie de l'investisseur et la dynamique des marchés interagissent sur le temps. En conclusion, l'approche d'un seul et unique modèle pour comprendre les marchés financiers est probablement insuffisante. Bien que les processus impliqués varient de manière significative. Les conditions économiques, les facteurs d'apprentissage et la combinaison de facteurs rationnels et comportementaux ont tendance à modifier le comportement des marchés et celui des investisseurs.

Enfin, ces résultats soulignent que la combinaison de ces trois perspectives offre une compréhension plus complète et réaliste du fonctionnement des marchés financiers.

**Mots clés :** Finance Comportementale, Rationalité, Hypothèse d'efficience des marchés, Décisions d'investissement, Théorie des marchés adaptatifs, Biais cognitifs.

**Abstract:**

Financial market theory has long been formulated and explained through various theoretical frameworks employing tools and concepts designed to clarify price formation and investor decision - making processes. The Efficient Market Hypothesis posits that prices reflect all available information and that investors are entirely rational. However, actual market outcomes occasionally deviate from this normative description, prompting the emergence of behavioral finance. This perspective highlights the influence of psychological biases and emotional reactions on investors, which can give rise to market anomalies.

This article provides a comparative overview of these perspectives and presents the Adaptive Markets Hypothesis (AMH) as a general theoretical framework capable of linking and reconciling them. Drawing on key theoretical contributions from the financial literature, the article explains how the concept of market efficiency, investor psychology, and market dynamics interact over time. In conclusion, relying on a single model to understand financial markets is likely insufficient, as the underlying processes vary significantly. Economic conditions, learning factors, and the interplay between rational and behavioral elements all tend to alter market and investor behavior.

Ultimately, these findings underscore that combining these three perspectives offers a more comprehensive and realistic understanding of how financial markets operate.

**Keywords:** Behavioral Finance, Rationality, Efficient Market Hypothesis, Investment Decisions, Adaptive Markets Hypothesis, Cognitive Biases

**Introduction :**

Le marché boursier agit comme un organisme vivant, rendant presque irréalisable l'explication précise et détaillée des phénomènes déjà existants ainsi que ceux en cours. Il est important de mentionner que les économistes financiers ont formulé et suggéré diverses théories pour tenter d'éclairer et faire comprendre le comportement du marché. Les trois théories qui offrent une vision claire sur le fonctionnement des marchés financiers et la manière dont le sentiment des investisseurs est impliqué sont l'hypothèse de l'efficience du marché (EMH), la finance comportementale, et L'Hypothèse des Marchés Adaptatifs (AMH). L'analyse du comportement des marchés financiers constitue l'une des questions les plus fondamentales en finance. Jusqu'aux années 1950, les chercheurs ont émis l'hypothèse que les marchés peuvent instantanément intégrer toutes les données existantes. Ce modèle a été formalisé dans l'hypothèse de l'efficience des marchés, qui était derrière la plupart des modèles financiers traditionnels.

Cependant, plusieurs aspects empiriques, tels que les crashes boursiers ou les bulles spéculatives, ont réfuté l'hypothèse de base. En d'autres termes, à en juger par ces exemples, les investisseurs ne sont pas toujours parfaitement rationnels. Ainsi, une vision alternative basée sur la psychologie a émergé qui est la finance comportementale.

La dualité des visions a poussé Andrew Lo à proposer une troisième théorie, l'Hypothèse des Marchés Adaptatifs. Elle tente une intégration entre les deux visions du marché efficient et du comportement humain rationnel pour établir en fait que les marchés sont ni totalement performants et ni absolument irrationnels, mais ils s'adaptent tout simplement à la situation. L'Hypothèse des Marchés Adaptatifs s'efforce de parvenir à une synthèse en suggérant que le degré d'efficience des marchés est endogène et qu'ils peuvent donc évoluer dans le temps grâce à l'apprentissage et à l'adaptation collective des acteurs concernés. Ces théories proposent des points de vue divers pour saisir le mécanisme des marchés. En définitive, ces trois différents types de théorie offrent des perspectives très différentes dans le but de comprendre le fonctionnement des marchés. Cet article a présenté ces trois théories tour à tour.

Dès lors, la problématique de cette recherche peut être formulée comme suit : A quel point L'Hypothèse des Marchés Adaptatifs peut-elle réellement harmoniser entre l'hypothèse de l'efficience du marché et la finance comportementale ? L'objectif de cet article est donc de retracer les apports et limites de l'EMH et de la finance comportementale, puis d'introduire l'Hypothèse des Marchés Adaptatifs (AMH) comme tentative de conciliation dynamique. En

adoptant une approche critique et structurée, elle vise à démontrer que l'AMH permet une lecture évolutive et contextuelle du comportement des investisseurs et des marchés tout en déterminant les contributions, les limites et les potentielles intégrations entre elles.

L'article est organisé en quatre sections. Après cette introduction, la première section présente une revue critique de la littérature consacrée à la compréhension de l'hypothèse d'efficience des marchés et ses limites. La deuxième section est consacrée à la remise en cause de l'hypothèse d'efficience des marchés avec l'hémergence de la finance comportementale. La troisième décrit la conciliation de ces deux écoles de pensée dans une hypothèse unique qui est l'Hypothèse des Marchés Adaptatifs. Finalement, la dernière section présente la conclusion, les limites et les perspectives de recherche.

## **I. De la rationalité normative à la rationalité réelle : cadre de lecture des décisions financières**

### **1. La finance néoclassique et l'hypothèse d'efficience des marchés : le paradigme de la rationalité**

Les théories traditionnelles de l'investissement, appelées également les théories financières néoclassiques, partent et suivent principalement la rationalité comportementale des investisseurs et y accordent une grande importance. L'une des principales théories pour défendre la rationalité comportementale peut être expliquée par l'hypothèse d'efficience des marchés (Ritter 2003).

Les hypothèses fondamentales de la finance néoclassique sont la rationalité des investisseurs, Les marchés sont parfaitement compétitifs en plus de la gratuité et la libre circulation de l'information. Elle s'appuie sur des hypothèses et des théories majeures telles que l'hypothèse d'efficience des marchés et la théorie de portefeuille moderne. Indéniablement, La rationalité des investisseurs est au cœur de l'hypothèse de l'efficience des marchés (EMH) et fonctionne en quelque sorte à l'opposé de leur comportement myope. Par conséquent, l'explication des phénomènes financiers par le paradigme néoclassique, notamment avec l'EMH, pose des difficultés. Dans la finance traditionnelle, les personnes, les organisations et même les marchés sont considérés comme rationnels (Baker et Filbeck, 2013).

D'après la théorie classique de la finance traditionnelle, l'investisseur rationnel devrait être capable de maximiser ses gains, minimiser ses pertes, diversifier son portefeuille, optimiser le couple risque-rendement, et avoir une information parfaite et totalement gratuite, c'est-à-dire un marché efficient. Néanmoins, plusieurs auteurs comme Chang, Kourtidis et Mittal critiquent ces postulats en répliquant qu'ils passent à côté des comportements irrationnels

rencontrés au jour le jour dans la réalité qui génèrent des décisions, des choix et des transactions que la finance classique ignore et ne puisse les expliquer à travers ses théories. Les investisseurs rationaux sont les principaux protagonistes des théories économiques classiques. Leur prise de décision est supposée être rationnelle et réfléchie, basée uniquement sur le risque et le rendement attendu du portefeuille global. Leur objectif principal est la maximisation de leurs gains d'un côté et de minimisation du risque envers leurs investissements de l'autre, tandis que les investisseurs normaux accordent une plus grande importance à d'autres aspects (Statman 2005). Ces investisseurs rationnels effectuent la meilleure diversification possible de leurs investissements et ne se laissent pas submerger par des émotions, forger leur opinion ou attendre une majorité d'opinions sur le marché. Ils sont les premiers à obtenir n'importe quelle information, laisser les déclarations des autres disparaître, prennent de bonnes décisions et sont prompts à réagir à l'information qui apparaît. Leur principe fondamental est de faire des investissements exclusivement sur la base des faits dès qu'ils obtiennent une sorte d'information officielle et ne se laissent pas bernier par des changements de coûts temporaires.

Pour que l'hypothèse de l'efficacité du marché soit applicable, Fama (1965) décrit trois niveaux d'efficacité des marchés financiers, le plus important est celui d'efficacité faible des marchés financiers, c'est-à-dire que les prix passés ne peuvent pas nous prédire les prix futurs. En d'autres termes, les marchés suivent ce qu'on appelle « une marche aléatoire ». Egalement, Fama (1965) pose les hypothèses suivantes : que les investisseurs sont rationnels, qu'il n'y a pas de coûts de transaction et tous les participants ont un accès illimité aux données de marché. Cette théorie suppose que les investisseurs se comportent de manière rationnelle et que les cours des actions reflètent fidèlement toute l'information disponible. Contrairement à Fama (1965) et Samuelson (1967) qui ont suggéré que les investisseurs se comportent de manière rationnelle et sans émotion, et que les marchés sont « efficaces en termes d'information », la finance comportementale reconnaît que les humains sont victimes à des biais cognitifs, des émotions et des heuristiques qui peuvent conduire à des erreurs systématiques de prise de décision (Tversky et Kahneman, 1973 ; Odlyzko, 2010).

La confiance dans l'efficacité du marché boursier s'est affaiblie au fil des ans. Par exemple, la bulle Internet (Shiller, 2003), la bulle immobilière (Kim et al., 2011) et la crise économique annoncée par la pandémie (Choi, 2021) ont toutes incité les experts financiers à réexaminer la théorie de l'hypothèse de l'efficacité des marchés (EMH). Selon cette théorie, sur un marché efficient, les prix devraient refléter pleinement et complètement l'ensemble des

informations disponibles et il ne devrait y avoir aucune possibilité de rendements anormaux liés à la prévision des fluctuations de prix. En effet, Sur des marchés efficients, l'information parvient au marché rapidement et équitablement.

### **1.1.Quand la rationalité ne suffit plus**

L'hypothèse de l'efficacité des marchés, caractérisée par des suppositions idéalistes fondées sur un monde parfaitement rationnel, est de plus en plus critiquée. En effet, cette théorie suppose que le marché est rationnel, tout le monde sait tout, tout le temps, et au même moment négligeant totalement le comportement irrationnel des marchés réels. De plus, dans la finance traditionnelle, il existe un manque de consensus sur l'efficacité des marchés financiers et sur la prise de décision rationnelle des investisseurs.

Alors que les théories financières traditionnelles ont des difficultés à expliquer les différentes énigmes du marché boursier et leur incapacité à appréhender pleinement les mouvements de celui-ci. Les modèles économiques traditionnels, qui supposent une prise de décision rationnelle, ne prennent pas en compte les facteurs psychologiques qui influencent le comportement des investisseurs, c'est là que la finance comportementale a émergé. Cette théorie reconnaît que le comportement humain survient fréquemment des hypothèses de la finance traditionnelle en raison des émotions, des heuristiques et des influences sociales. La finance comportementale a ainsi montré que le comportement humain n'est pas toujours rationnel et que les décisions sont souvent influencées par les préjugés, les émotions et les influences sociales.

Le raisonnement humain est appelé « rationalité limitée », ce qui signifie que le processus d'assimilation et l'intégration de l'information a des limites (Barber, 2009). Sur les marchés financiers, de nombreux investisseurs ne possèdent pas suffisamment de connaissances et de compétences et, lorsqu'ils prennent des décisions d'investissement, ils s'appuient et utilisent leur intuition subjective et leurs émotions (Antony & Joseph, 2017). Ainsi, La théorie de l'hypothèse de l'efficacité du marché (EMH) selon laquelle le marché est toujours efficient en offrant une information complète et les investisseurs sont toujours rationnels n'est plus fiable.

Actuellement, le marché est confronté à divers phénomènes intéressants tels que l'événement de bulle boursière en Turquie en 2024, qui est survenu en raison de l'attitude spéculative des investisseurs et a provoqué une augmentation des mouvements du cours des actions même si la mise en œuvre de la science fondamentale était faible (Kaya et al., 2024). Aussi, des études empiriques menées sur le marché boursier américain montrent que les investisseurs masculins

subissent une perte de profit de 4 % supérieure à celle des femmes en raison de leur agressivité et de leur excès de confiance en eux dans leurs investissements. Ces différents phénomènes confirment qu'il existe une déviation des règles logiques du marché des capitaux dans le mécanisme de marché réalisé par les acteurs du marché, car ils sont incapables de digérer rationnellement la disponibilité des informations (Vitmiasih et al., 2021).

La finance comportementale est ainsi née en réponse aux difficultés rencontrées par le paradigme néoclassique pour expliquer les phénomènes financiers. Elle affirme que la psychologie humaine influence significativement les décisions des investisseurs et que les agents économiques n'agissent pas toujours de manière rationnelle. La section suivante va être consacrée au paradigme comportemental en présentant les principaux fondements théoriques utilisés pour expliquer les anomalies observées et les processus de décision des investisseurs.

## **2. La finance comportementale : remise en cause de la rationalité absolue des investisseurs**

### **2.1 Fondements théoriques et manifestations empiriques des anomalies comportementales**

En réalité, le comportement des investisseurs sur le marché est souvent en manque de concordance avec les théories financières classiques, qui supposent que les investisseurs agissent toujours de manière rationnelle. Ce décalage entre la théorie et la réalité du marché a conduit au développement d'approches financières modernes, dont la finance comportementale (Atif Sattar et al. 2020).

En effet, des études récentes mettent l'accent sur le rôle de l'émotion. Les décisions des investisseurs sont souvent influencées par la peur ou la cupidité, ce qui peut entraîner une volatilité des marchés. Ces facteurs émotionnels sont souvent ignorés par les modèles économiques traditionnels, qui se concentrent uniquement sur la prise de décision rationnelle. Jusqu'aux années 1980, la finance comportementale est apparue comme une nouvelle étude combinant le comportement sociologique et psychologique dans la prise de décision économique et financière. La finance comportementale propose donc des explications pour les anomalies pesantes du marché, en particulier lorsque les marchés sont confrontés à des « bulles » et à des périodes de profonde récession (Schwert 2003).

La finance comportementale a gagné en popularité au fil du temps. En effet, la théorie de la finance comportementale est apparue comme une critique de la théorie néoclassique remettant en question les hypothèses de l'efficacité du marché et postule que la rationalité des



investisseurs est limitée par des biais cognitifs, tels que l'excès de confiance, l'ancrage et le comportement du troupeau, entre autres, qui peuvent conduire à des erreurs systématiques de jugement et de prise de décision (Kahneman et Tversky, 1979). La finance traditionnelle dépend de l'objectivité et de la rationalité des investisseurs, tandis que la finance comportementale met en évidence les décisions des gens qui sont fréquemment influencées par des émotions et des biais cognitifs plutôt que par la pure logique.

Shefrin et Statman (2005) affirment que le terme « sentiment » en finance est synonyme d'erreur. Il n'existe donc pas de mesure unique ni universelle du sentiment de l'investisseur (Shleifer et Summers, 1990). Une définition plus précise est donnée par Brown et Cliff (2004) qui associent le sentiment de l'investisseur à son optimisme ou son pessimisme excessif. Selon Shefrin (2001), selon le point de vue de la finance comportementale, les facteurs psychologiques influencent de manière significative la prise de décision rationnelle des investisseurs.

Dans l'économie moderne, la finance comportementale est considérée comme une substance très cruciale, car elle permet d'offrir des réponses concernant les raisons des différences dans les décisions de chaque individu par rapport à ce que croit l'économie traditionnelle (Pujara & Joshi, 2020). Katariya et Joshi (2019) ont constaté que la théorie de l'efficacité des marchés et la finance comportementale sont toutes deux liées au comportement et aux décisions des investisseurs. Il peut être affirmé que si les investisseurs tenaient dûment compte des biais mis en avant par la finance comportementale lors de leurs prises de décisions d'investissement, leurs décisions seraient plus efficaces, ce qui réduirait les bulles spéculatives et les situations de crise.

Ainsi, la finance comportementale clarifie comment les émotions des dirigeants, investisseurs..., telles que la peur et la cupidité, peuvent influencer leurs choix. Effectivement, l'ambition peut les pousser à prendre des risques sans en mesurer pleinement les conséquences, tandis que la peur peut les conduire à une prudence excessive sur des marchés imprévisibles (Ackert et Deaves, 2010).

Le comportement des investisseurs a un impact significatif sur le marché boursier et sa performance globale. Les investisseurs affichent des comportements différents en période haussière et baissière. Lorsque l'optimisme domine, ils adoptent généralement un comportement haussier. A l'inverse, lorsque le pessimisme domine, ils adoptent généralement un comportement baissier.

Ainsi, sur la base de la finance comportementale, diverses études ont révélé l'existence de nombreuses erreurs de jugement cognitif et émotionnel sur les marchés : l'anxiété, le désir d'appât du gain, une surabondance de confiance (Shefrin, 2002). Etant des êtres humains, les investisseurs prononcent des jugements imparfaits, c'est-à-dire des erreurs systématiques. En effet, les quatre principaux éléments des heuristiques sont l'excès de confiance, le biais de disponibilité, l'ancrage et la représentativité. Tversky et Kahneman (1974) ont identifié la représentativité, le biais de disponibilité et l'ancrage comme les trois dimensions heuristiques fondamentales. Deux autres heuristiques ont été ajoutées à cette approche : l'excès de confiance et l'erreur de l'investisseur (Waweru et al., 2008).

## **2.2. Mécanismes psychologiques de la décision financière : heuristiques et biais cognitifs**

Les recherches montrent que les investisseurs se comportent souvent différemment à ce que prédisent les théories traditionnelles. Notamment, les investisseurs surestiment souvent leurs propres compétences, deviennent trop réticents au risque ou suivent les choix de la majorité. Compte tenu de ces biais et d'autres, les investisseurs font très souvent des choix qu'ils regretteront plus tard.

Pour cela, de nombreux chercheurs se sont intéressés aux biais cognitifs qui influencent les décisions financières. Tversky et Kahneman ont été les premiers à introduire les heuristiques. Ces derniers sont fréquemment la cause des erreurs. Gigerenzer et Gaissmaier confirment que ces comportements omettent parfois des informations cruciales pour accélérer le processus de choix. En effet, sur les marchés financiers, de nombreux investisseurs ne possèdent pas suffisamment de connaissances et de compétences et, lorsqu'ils prennent des décisions d'investissement, ils s'appuient sur leur intuition subjective et leurs émotions (Antony & Joseph, 2017).

Par ailleurs, certains auteurs se sont concentrés sur des biais spécifiques, par exemple, Baulkaran et Jain (2024) ont examiné six biais comportementaux pour déterminer leur impact sur le comportement des conseillers dans les institutions financières. Dans cette lignée, on va s'intéresser à la sur confiance, le comportement du troupeau, l'aversion à la perte et l'effet de disposition en raison de leur taux élevé dans les recherches antérieures et de leur effet critique sur les décisions et choix d'investissement.

- **La sur confiance (over confidence) et l'illusion de maîtrise**

L'excès de confiance est un biais comportemental courant qui affecte grandement les décisions d'investissement. Odean (1998) affirme que les investisseurs trop confiants

méprisent le risque car ils sont sûrs de leur capacité à prédire les mouvements du marché. En raison de leur confiance en leur capacité à prendre des risques, ils finissent par les sous-estimer et n'en tirent jamais de retour. Graham et al. (2009) soutiennent qu'un niveau élevé de confiance rend les investisseurs actifs, car ils effectuent beaucoup plus de transactions et investissent davantage dans des actions étrangères. De même, Ngacha (2019) et Souza et al. (2023) soulignent également que l'excès de confiance a un effet positif sur la prise de décision car il donne aux individus confiance en leur méthode et agit en conséquence. Cependant, cette assurance peut être un leurre. En effet, comme le décrivent Pallier et al., les individus surestiment souvent l'exactitude de leur jugement. Pompian appelle cela « la conviction trompeuse dans le raisonnement intuitif », tandis que selon Kumar et Goyal, ceux qui sont trop pleins d'eux-mêmes sont également les plus susceptibles d'ignorer les dangers. Ce concept, d'abord répertorié par Oskamp en 1965, se traduit par la tendance d'un individu à surévaluer les rendements potentiels, à se considérer d'un point de vue concurrentiel et à sous-estimer les sources d'incertitude future (Peón et al., 2016). L'existence d'un biais de confiance excessive conduit les investisseurs à croire que leurs jugements sont « meilleurs que la moyenne » (Weinstein, 1982).

Les dirigeants trop confiants dans le domaine de la finance d'entreprise ont tendance à mal évaluer les rendements des investissements et à prendre des décisions inefficaces. Selon la littérature, les PDG biaisés surinvestissent les flux de trésorerie disponibles, lancent de nombreuses fusions ou projets et maintiennent des stratégies non rentables plus longtemps qu'ils ne le devraient. Ben-David et al. (2013) ont montré que les entreprises dirigées par des cadres optimistes ont tendance à investir plus et à enregistrer en moyenne une dose plus élevée de dettes. Aussi, les managers sont considérés comme trop confiants s'ils ne diversifient pas leur portefeuille ou s'ils se vantent dans les médias. Cependant, concernant les dirigeants de PME marocaines, ils sont en faveur de cette hypothèse. En fait, Benayad et Aasri (2023) ont constaté que l'excès de confiance n'a donné lieu qu'à un coefficient de corrélation négatif, mais non significatif avec l'investissement, ce qui laisse présager que l'effet devrait changer d'un cadre à l'autre.

- **Le comportement moutonnier (herding) et la contagion des décisions**

Le mimétisme, comporte plusieurs aspects. Il s'agit de l'attitude consistant à suivre les autres investisseurs, et en leur faisant confiance implicitement, certains investisseurs privilégient les indices à leurs propres informations ou analyses (Zheng et al., 2021). Il est observé chez les investisseurs qui manquent de confiance, et dorment sur le slogan « Si presque tout le monde

agit de la même manière, il n'y a pas de problème à le faire ». Dickason et al., 2018, cités dans Almansour et al., 2023 affirment que cela est motivé par le désir de limiter les pertes, en particulier en période d'incertitude. Cela se produit généralement dans des environnements baissiers, et quelques jours avant le début d'une véritable crise financière. D'autre part, Filip et al. a constaté un fort mimétisme sur les marchés d'Europe centrale et orientale, Schwartz-Ziv note que cela fait également des marchés en hausse et en baisse. Dans ce contexte, Choi a remarqué que les investisseurs "offline" ont tendance à suivre la foule, notamment les personnes âgées plus susceptibles de croire les opinions des proches en raison d'une faible disponibilité et fiabilité de l'information.

En effet, selon Dewan et al. (2019), la conduite de groupe collectivement dynamique peut entraîner des prix d'actifs qui diffèrent systématiquement de la valeur fondamentale. Les individus sont fortement influencés par leur environnement social, donc quand l'un imite l'autre, c'est classique. Les individus préfèrent principalement agir de façon similaire aux autres pour réduire l'incertitude (Clarke et al., 2014). Avec l'avènement des réseaux sociaux et des plateformes numériques, la diffusion de l'information circule très vite et il est commun d'observer un effet de contagion sociale.

En examinant l'indice MASI conjointement avec vingt entreprises marocaines activement négociées sur la période 2006–2018, à travers un échantillon d'investisseurs au sein de chaque actif chaque année dans le cadre de leur stratégie. Hakmaoui et El Jebari montrent que le comportement grégaire existe bien sur le marché boursier marocain. Ils ont relevés des preuves solides de ce phénomène dans une variété de conditions de marché, et celui-ci est particulièrement marqué lors des mouvements de prix extrêmes ainsi que dans des périodes caractérisées par un stress financier systémique.

- **L'aversion aux pertes et l'asymétrie psychologique gains et pertes**

En finance comportementale, on observe que les profits et les pertes ne sont pas perçus de la même manière, les pertes ayant un impact psychologique plus important que les gains – un phénomène connu sous le nom d'« aversion aux pertes », un concept clé de la finance comportementale, qui suggère que les individus ressentent la douleur des pertes plus intensément que le plaisir des gains, ce qui peut conduire à des décisions financières sous-optimales. Les pertes peuvent donc causer plus de misère émotionnelle aux gens que la joie qui accompagne des gains comparables (Barberis et Huang, 2001).

Psychologiquement, perdre 10000 Dhs fait environ 2 fois plus mal que le plaisir ressenti en gagnant 10000dhs. En finance, cette douleur porte le nom de « DrawDown » qui est la perte

maximale subie par un portefeuille depuis son dernier plus haut. Ce DrawDawn ne représente pas simplement que des chiffres, mais c'est plutôt ce qui fait douter les investisseurs de leurs stratégies. Ainsi, c'est là où se cache la vérité essentielle que beaucoup d'investisseurs refusent d'accepter, la performance à long terme ne vient pas du talent mais de la régularité et de la capacité à gérer les émotions quand le DrawDown apparaît.

En effet, Barberis et Huang (2001) et Barberis et Thaler (2003) estiment qu'il s'agit de la propension des personnes de considérer une perte plus importante qu'un gain équivalent. Elle amène les investisseurs à prendre des décisions irrationnelles, notamment en maintenant des titres en baisse ou au contraire en vendant trop rapidement les titres en croissance. Tversky et Kahneman 1974 estiment que les investisseurs sont naturellement par nature averses au risque, en particulier à l'incertitude. Arora et al. (2015) placent ce facteur à un niveau plus élevé chez les personnes âgées de 41 à 55 ans et chez les femmes.

L'aversion à la perte induit un changement de comportement, il amène les investisseurs à se comportent plus prudemment lors de leurs gains, et prennent beaucoup plus de risque en cas de pertes. Mahina et al. (2017) a précisé que les investisseurs en bourse se sentent généralement en déconfort lorsqu'ils détiennent des actions perdantes pendant une période prolongée que lorsqu'ils vendent des actions gagnantes trop tôt

L'examen du comportement des investisseurs sur le marché financier marocain révèle, par ailleurs, que leurs décisions ne sauraient être réduites à une appréciation strictement rationnelle des couples rendement-risque. A cet égard, Qafas et El Bijri (2020) mettent en évidence l'aversion à la perte comme l'un des biais comportementaux susceptibles d'orienter notablement les choix des investisseurs à la Bourse de Casablanca. De même, les travaux de Bachisse et Hassainate travaux soulignent l'incidence substantielle de ce biais sur les décisions d'investissement au sein du marché financier marocain. Ces contributions convergent ainsi vers l'idée que les décisions d'investissement ne sauraient être appréhendées à l'aune de la seule combinaison du rendement attendu et du risque, la sensibilité différenciée des investisseurs aux pertes et aux gains constituant également une composante à part entière de la dynamique des marchés financiers. Cette lecture est d'avantage étayée par Sghiouar et Mossadak (2025), qui, en s'appuyant sur des données réelles de la Bourse de Casablanca couvrant la période du 22 février 2023 au 22 février 2025, établissent que l'aversion à la perte influence significativement le comportement de l'investisseur marocain et explique plus de 23 % du rendement espéré du portefeuille simulé.

- **L'effet de disposition et la gestion émotionnelle des positions**

Le biais de disposition, présenté par Shefrin et Statman (1984), montre l'habitude des investisseurs à vendre les titres gagnants et performants plus tôt qu'il ne le faudrait tout en gardant ceux, en perte, plus longtemps qu'il n'en faudrait. Ce phénomène, largement étudié par Shefrin (1985) et Odean (1998), n'est pas uniquement décrit par une sous-réaction aux nouveautés des informations, mais peut également conduire à des anomalies. De nombreux comportements psychologiques sont à la base de ce biais, notamment la croyance en un retour à l'équivalent inexacte, la volonté de retrouver un sentiment de victoire, le rejet de regret lié à une perte potentielle, ou un attachement accru à une action déjà décidée.

D'un autre côté, ce comportement est plutôt lié d'une manière ou d'une autre à la peur de manquer une opportunité (FOMO : Fear Of Missing Out), c'est le phénomène qui pousse les investisseurs à acheter au plus haut et à vendre au plus bas. Le pire ennemi quand il s'agit d'investir, c'est l'investisseur lui-même. Dans des situations où une opportunité est manquée, divers investisseurs ont vendu trop tôt des titres qui ont bien fonctionné dans le but de sécuriser des rendements raisonnables et ont conservé ceux perdants sans vouloir réaliser de pertes, mêmes dans des marchés très risqués, tels que les crypto monnaies ou les actions spéculatives. Cette asymétrie dans la gestion du risque profite au rendement global. Cette dynamique perturbe la gestion du risque et déséquilibre la performance générale des portefeuilles.

### **2.3. Apports explicatifs et limites analytiques de la finance comportementale :**

En résumé, comme l'affirment Jain et al. (2022), la connaissance des biais comportementaux et leur impact sur les décisions d'investissement augmenteront la logique des décisions d'investissement et créeront la possibilité d'une meilleure performance du marché. En effet, ces formes de comportement se retrouvent dans de nombreux marchés étendues sur plusieurs périodes, tels que la bulle Internet de 2000, la crise de 2008 et d'autres crises. Par conséquent, la finance comportementale explique des mouvements de groupe et individuels tout en étant très générale. Cette théorie ne se concentre pas sur le cadre du temps et du marché sur lequel ces comportements deviennent des facteurs. Ainsi, L'hypothèse d'un marché adaptatif tente de couvrir cette insuffisance.

## **II. L'Hypothèse des Marchés Adaptatifs (AMH) : vers une synthèse évolutive de l'efficience et du comportement**

### **1. L'hypothèse des marchés adaptatifs comme pont entre deux paradigmes**

Prises ensemble, les sections précédentes présentent deux perspectives distinctes à travers lesquelles les investisseurs et les marchés peuvent être appréhendés. L'hypothèse d'efficience des marchés considère le sentiment des investisseurs comme un bruit qui ne devrait pas influencer systématiquement les prix. La finance comportementale, quant à elle, suggère que le comportement humain est irrationnel lorsqu'il s'agit de prendre des décisions et que ce comportement influence les décisions d'investissement, le développement du portefeuille et le choix d'achat et de vente d'actions. Cela soulève une question centrale : ces points de vue peuvent-ils être conciliés dans un cadre unique et cohérent ? Empiriquement, les prix et résultats des marchés correspondent parfois à l'efficience surtout en période de calme et d'absence de bulles spéculatives, tandis que les influences comportementales et les effets émotionnels prennent une importance accrue en période de turbulences et de crises. Il est donc crucial de discerner les conditions qui déterminent la prédominance de chaque paradigme.

La conciliation des perspectives classiques et comportementales repose sur la reconnaissance du fait que les investisseurs ne sont pas statiques : ils apprennent, s'adaptent et mettent à jour leur comportement. En effet, compte tenu de l'évolution rapide des conditions de marché, les investisseurs réajustent constamment leurs décisions et leurs stratégies afin d'optimiser la performance de leur portefeuille. La rationalité et l'irrationalité sont donc des tendances dynamiques qui varient selon l'écologie du marché.

De plus, même sur les marchés caractérisés par des investisseurs rationnels, l'efficacité peut être temporairement compromise dues à l'arrivée de nouveaux participants inexpérimentés ou par l'évolution ou le changement des conditions. L'efficacité du marché fluctue donc en fonction du contexte et du temps. Effectivement, les biais comportementaux peuvent être atténués par diverses stratégies telles que l'apprentissage des erreurs et l'utilisation d'aides cognitives.

### **2. L'hypothèse des marchés adaptatifs**

En 2004, Andrew Lo a tenté de concilier ces deux écoles de pensée, l'hypothèse de l'efficience des marchés et la finance comportementale, en affirmant que les investisseurs s'adaptent aux changements. Ainsi, L'AMH affirme que les périodes de turbulence ou de changement peuvent obliger les investisseurs à ajuster leurs heuristiques pour refléter la



nouvelle réalité, car l'environnement d'investissement et le comportement des investisseurs sont tous deux sujets au changement (Hall et al., 2017).

Les marchés peuvent être efficaces à certains moments et inefficaces à d'autres ; cependant, il existe un schéma distinct d'efficacité et d'inefficacité. Cette nature particulière des marchés financiers relie et unit les théories de la finance traditionnelle et de la finance comportementale dans une hypothèse unique : l'Hypothèse des Marchés Adaptatifs (AMH) (Lo 2004, 2005).

Selon l'AMH, le marché est composé d'un ensemble de techniques de négociation en constante évolution, par conséquent, le niveau global d'efficacité évolue également (Meng et Li, 2021). L'AMH favorise l'efficacité du marché ainsi qu'une approche dynamique de l'investissement, ce qui peut faire bénéficier les investisseurs sur des marchés financiers en constante évolution.

Lo (2004) remet en question l'hypothèse d'efficacité du marché et l'hypothèse de la finance comportementale et précise que les investisseurs ne sont pas entièrement rationnels ni complètement irrationnels. Au contraire, l'investisseur est parfois rationnel et d'autres fois irrationnel. Essentiellement, les investisseurs apprennent de leurs erreurs. De plus, Lo (2005) soutient également que les investisseurs s'adaptent avec les différentes conditions en allant de l'irrationalité à la rationalité et vice versa. Par conséquent, le comportement des investisseurs est influencé par l'interaction de forces écologiques et environnementales, ce qui peut engendrer des résultats qui paraissent rationnels ou irrationnels. De ce fait, les participants du marché s'adaptent et rivalisent sans cesse pour assurer leur pérennité et préserver leur place.

En un mot, il développe une hypothèse des Marchés Adaptatifs en ayant une combinaison de l'hypothèse d'efficacité du marché et de la finance comportementale. Selon l'Hypothèse des Marchés Adaptatifs, les investisseurs agissent de manière rationnelle. En revanche, en raison de la volatilité du marché et des fluctuations des conditions soudaines, les investisseurs peuvent être désavantageux et peuvent agir de façon irrationnelle.

L'AMH a émergé dans ce nouveau contexte de marché comme une explication plus complète des marchés financiers et du comportement des participants que les hypothèses antérieures. Au lieu de supposer que les investisseurs se comportent toujours de manière parfaitement rationnelle, l'AMH considère les marchés comme des écosystèmes évolutifs. Elle part du principe que le comportement humain est une combinaison complexe de multiples systèmes



de prise de décision à savoir : les habitudes, les émotions, l'intuition et la réaction au stress sans pour autant oublier le raisonnement logique.

L'hypothèse de marché adaptative (AMH) ne se concentre pas sur un comportement isolé. Elle examine et s'intéresse plutôt à la manière dont les investisseurs réagissent à l'évolution des conditions de marché. Dans ce cadre, les individus ne sont ni parfaitement rationnels ni totalement irrationnels. Ce sont des investisseurs intelligents, visionnaires, tournés vers l'avenir et compétitifs qui s'adaptent aux nouvelles réalités économiques.

La célèbre John Maynard citation de Keynes après lui avoir reproché d'avoir revu sa position sur l'étalon-or « Quand les faits changent, je change d'avis » illustre la logique adaptative derrière l'hypothèse de marché adaptative. En modélisant l'évolution du comportement en fonction de l'environnement dans lequel se trouvent les investisseurs, il apparaît clairement que les marchés parfaitement efficaces et ceux parfaitement irrationnels représentent deux extrêmes, dont aucun ne reflète pleinement l'état du marché à un moment donné.

Cependant, les marchés sont en constante changement. Ils évoluent au fil du temps, et les comportements des investisseurs qui s'y manifestent évoluent également. Par conséquent, des anomalies peuvent apparaître, disparaître, puis réapparaître. De même, des stratégies qui fonctionnaient auparavant peuvent devenir inefficaces lorsqu'elles sont trop souvent copiées comme l'illustre l'affaiblissement et l'atténuation constaté de l'effet janvier, mais elles peuvent redevenir performantes en cas de changement de contexte ou de diminution de la pression concurrentielle.

À mesure que le marché marocain se développe et gagne en maturité, une plus grande efficacité des prix au fil du temps est désormais attendue. Toutefois, les biais comportementaux peuvent encore peser lourd, notamment lorsqu'une part importante d'investisseurs moins expérimentés est présente. Généralement, les études sur les marchés émergents indiquent qu'une plus grande intégration aux marchés mondiaux tend à renforcer l'efficacité grâce à l'apprentissage, la concurrence et l'amélioration des pratiques de marché. Néanmoins, dans un contexte de choc tel qu'une guerre Iran-États-Unis (l'aversion au risque et la volatilité des prix du pétrole), des tensions de liquidité ou des fluctuations du sentiment de marché, peuvent brièvement alimenter la peur, les comportements grégaires, les réactions excessives et des erreurs d'évaluation à court terme sur le marché de Casablanca et tendre le marché vers des schémas influencés par les comportements, jusqu'à ce que les investisseurs tirent des leçons de cette situation et s'adaptent en attendant un nouvel équilibre soit rétabli. Le marché peut alors retrouver un régime plus efficace.

| Théories                                                | Mécanisme et approche                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Avantages                                                                                                                                                                               | Limites                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | Sources représentatives                                            |
|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| <b>Rationalité (Hypothèse d'efficience des marchés)</b> | Ici, l'idée est très simple : le prix présente un résumé de l'information. Quand une nouvelle arrive, les investisseurs la traitent vite, et ceux qui voient une erreur de prix tentent de la corriger soit par l'achat si c'est "trop bas", ou la vente si c'est "trop haut". Finalement, battre le marché durablement devient difficile sans prendre plus de risque. | C'est la théorie qui fournit un benchmark clair. Elle permet de formuler des tests simples : "le prix réagit-il vite ?", "les rendements sont-ils prévisibles ?".                       | Elle suppose un monde "Parfait" : information disponible tout le temps et facilement exploitable, investisseurs rationnels, arbitrage qui fonctionne sans restriction et friction. Cependant, dans la vraie vie, l'arbitrage peut être coûteux, risqué, et parfois impossible. Elle explique mal les périodes où l'émotion domine. | Fama (1970, 1991) ; Malkiel (2003)                                 |
| <b>Intuition et biais (Finance comportementale)</b>     | Cette théorie décrit l'investisseur comme un humain normal : il simplifie, il ressent, il imite. Sous incertitude et contrainte, il se base sur des raccourcis mentaux (heuristiques) et il est sensible à des biais (sur confiance, aversion aux pertes, effet de disposition, mimétisme). Et donc,                                                                   | Elle explique le "pourquoi" derrière des comportements qu'on voit partout et tout le temps : euphorie, panique, excès de volume, réactions asymétriques aux bonnes/mauvaises nouvelles. | Sa limite, ou plutôt son défi, c'est que le "sentiment" n'est toujours observable directement. Et certain temps, elle donne l'impression qu'elle explique bien après coup, mais prédit moins bien avant. Une autre limite à observer, c'est que beaucoup de biais existent,                                                        | Tversky & Kahneman (1974) ; Kahneman & Tversky (1979) ; Shleifer & |

|                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                             |
|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
|                                           | l'information n'est pas toujours "digérée" proprement ; elle peut être sur-interprétée ou même ignorée, et les décisions peuvent surtout se contaminer socialement.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Elle donne une lecture très utile de la réalité : l'information passe par la psychologie avant de devenir un prix.                                                                                                                                                                                                                                                                                      | mais lequel domine quand ? cela n'est pas toujours tranché.                                                                                                                                                                                                                                                    | Vishny (1997)               |
| <b>Adaptation des marchés adaptatifs)</b> | Avec cette théorie, on ne se demande plus si le marché est efficient ? mais plutôt dans quel contexte le marché est efficient ? Elle voit le marché comme un écosystème : les investisseurs apprennent, s'ajustent, copient ce qui marche c'est à dire les stratégies rentables, puis ce qui marchait finit par marcher moins puisque tout le monde va l'adopter. Donc l'efficience varie : il existe des périodes où les prix sont très propres, et d'autres où les biais redeviennent dominants. | Son point fort et la clé de cette théorie, c'est qu'elle réconcilie l'EMH et la finance comportementale au lieu de les opposer. Elle apporte le timing : elle explique pourquoi une anomalie peut exister à un moment puis disparaître plus tard. Elle est très utile pour parler de régimes de marché, c'est à dire les phases calmes ainsi que les phases stressées, et de dynamique d'apprentissage. | Sa difficulté est qu'il faut identifier correctement les régimes et éviter de voir des régimes partout. Si on complexifie trop, on risque de sur-ajuster le modèle. Et selon les données disponibles, il peut être difficile de capturer finement l'apprentissage qui est un processus lent et multifactoriel. | Lo (2004) ; Hamilton (1989) |

**Tableau 1 : Vue comparative des dimensions théoriques de l'efficience, du comportement et de l'adaptation**

Source : Adapté par TIKNIOUINE E., EL HAMDAOUI M. & RIFKI S. à partir de la littérature

### **3. Les introductions en bourse au prisme de l'efficience, du comportement et de l'adaptation**

Dans cette perspective, l'AMH perçoit les « anomalies » de marché non pas comme des « anomalies » permanentes, mais comme des phases temporaires. Lorsque l'environnement change par le biais de nouvelles opportunités, d'une forte incertitude ou de l'arrivée de nouveaux investisseurs débutants, les heuristiques et le sentiment prennent le dessus, les investisseurs ont d'avantage recours à leurs émotions ce qui entraîne une déviation des prix par rapport aux fondamentaux. Au fil du temps, à mesure que les investisseurs apprennent de l'expérience, des pertes et d'une diffusion plus large de l'information, ces écarts se réduisent la majorité du temps. En ce sens, les récents événements majeurs sur le marché marocain, notamment certaines introductions en bourse, peuvent être considérées comme des laboratoires naturels pour observer le sentiment et l'adaptation en temps réel.

- **Cash Plus : un choc d'attention et de sentiment**

L'IPO de Cash Plus est un exemple propre de choc d'attention et un exemple simple pour rendre l'AMH concrète. Une introduction en bourse, c'est un moment où tout s'accélère, il y a de la nouveauté, beaucoup d'attention, et en même temps une incertitude naturelle. En effet, les investisseurs n'ont pas encore l'historique de cotation pour s'installer. Les chiffres parlent avant toute interprétation, le prix d'introduction était de 200 MAD, la demande a atteint 48.819 milliards MAD, pour 244.163.978 actions demandées contre 3.800.000 actions attribuées. Autrement dit, l'offre était tellement rare que la souscription est devenue, psychologiquement, une compétition : ce n'était plus seulement "acheter une action", c'était "réussir à être servi". En effet, c'est un régime où l'information fondamentale (business model, perspectives...) existe, mais où le comportement collectif (peur de rater, narration positive, mimétisme...) pèse lourd dans la demande. Dans ce genre de contexte, l'AMH prédit exactement ce qu'on observe, l'attention amplifie la sur confiance et l'imitation, parce que les investisseurs doivent décider vite, avec peu d'historique, et sous pression sociale.

Par la suite, le titre atteint un sommet à 334 MAD le 15 décembre 2025, puis le marché se calme ; l'amplitude initiale (all-time low à 219.95 MAD le 8 décembre 2025) montre qu'on est dans une phase où le prix "cherche" encore sa zone d'équilibre. Ce qui nous intéresse ici, ce n'est pas de "raconter l'IPO", mais de montrer le mécanisme comportemental qu'elle déclenche. Cet exemple nous montre un choc d'optimisme et de mimétisme. Effectivement, beaucoup d'investisseurs veulent être servis, parce que l'actif est nouveau, visible et perçu comme une opportunité. Et c'est exactement là que l'AMH devient utile, dans une logique

AMH, l'élément le plus important c'est ce qui se passe après l'euphorie. Au début, le marché peut être dominé par l'attention et l'émotion (sur confiance, effet de troupeau, peur de rater...), puis, séance après séance, les investisseurs apprennent et s'adaptent, certains prennent vite leurs gains (effet de disposition), d'autres deviennent plus prudents si la volatilité surprend, et progressivement le prix se stabilise dans une zone plus cohérente avec les informations disponibles. Ceux qui étaient venus uniquement pour le coup vendent rapidement dès qu'un gain apparaît (effet de disposition). Ceux qui restent passent d'un raisonnement de foule "tout le monde y va" à un raisonnement de validation "est-ce que l'entreprise délivre ?". C'est exactement l'apprentissage adaptatif, le marché ne devient pas parfait, mais il devient moins naïf et plus adaptatif.

- **SGTM : Concurrence et imitation massive**

SGTM est l'autre exemple et même encore plus spectaculaire sur la demande. La synthèse des résultats indique 171.377 souscripteurs, 408.779.049 actions demandées, un montant souscrit d'environ 171.1 milliards MAD et un taux de satisfaction moyen de 2.94% avec une sursouscription de plus de 34 fois. Dans une logique AMH, c'est un environnement où la concurrence est maximale, tout le monde cherche à se positionner, donc les stratégies s'ajustent très vite. En effet, certains viennent juste pour suivre le mouvement, d'autres arbitrent, d'autres investisseurs encore restent long terme. Ici aussi, c'est un régime où l'imitation et l'attention a effectivement dominé la formation du prix à court terme.

Ce qui est intéressant, c'est la vitesse de la phase de sélection. Cette action indique un plus bas historique à 462 MAD le 16 décembre 2025 qui est le jour de l'introduction et un plus haut historique à 989 MAD le 26 décembre 2025. En dix jours, le marché passe d'un prix d'entrée à un pic, c'est typique d'un environnement où l'attention crée un momentum et une croissance autonome. D'après l'AMH, ce momentum n'est pas éternel. Quand la volatilité augmente, les stratégies se différencient. En effet, certains investisseurs prennent leurs bénéfices, d'autres renforcent avec la correction du prix alors que d'autres attendent. Le marché sélectionne donc les comportements les plus adaptés, et l'apprentissage s'accélère.

Ce cas a une valeur ajoutée très particulière, il montre que l'efficacité n'est pas absente, elle est progressive, conditionnelle, et surtout dépendante du contexte. Dans un premier temps, le prix est très sensible au sentiment (optimisme, attention accrue...). Dans un deuxième temps, le prix devient plus informatif parce que l'expérience accumulée et parfois la douleur des pertes discipline les investisseurs. Et c'est précisément ce que stipule l'AMH, une efficacité évolutive, dépendante du régime, de la concurrence, et de la composition des investisseurs.

Si on relie ces deux exemples aux biais cités ci-dessus, on n'aura pas besoin de forcer l'interprétation, les IPO sont naturellement des moments où l'on observe une intensité plus forte de raccourcis cognitifs, parce que l'attention est cumulée et concentrée, l'actif est nouveau, et l'incertitude est super élevée. Ce que l'AMH apporte, c'est précisément l'idée que ces biais ne sont pas une « déviation permanente », ils deviennent plus visibles dans certains environnements (euphorie, nouveauté, compétition), puis ils s'atténuent à mesure que les investisseurs apprennent, que l'information se diffuse, et que les arbitrages reprennent leur place. C'est comme cela que le marché peut être défini de façon cohérente : des phases, plutôt qu'un verdict unique « efficient / non efficient ».

**Conclusion :**

En guise de conclusion, et comme le démontre cet article, les avancées de la recherche en finance ont depuis crédité le questionnement du paradigme de l'efficacité. Il est donc légitime de se poser la question suivante : Le marché est-il vraiment efficace ? C'est une question qui peut littéralement décider si on gagne ou on perd de l'argent en bourse.

En effet, si le marché est considéré totalement efficace, cela signifie que personne ne peut le battre durablement, suivre la foule est inutile, et finalement les émotions des investisseurs sont leurs pires ennemis. Cependant, si le marché est supposé inefficace, alors le FOMO, les excès et les erreurs créent des opportunités d'arbitrage et donc des pièges. Pour cela, il existe deux visions qui s'opposent et qui ont reçu le prix Nobel en même temps, il s'agit de l'hypothèse d'efficacité des marchés qui suggère que le marché est rationnel, tout le monde sait tout, tout le temps, et au même moment. Et la finance comportementale qui stipule le marché est psychologique et reflète surtout les émotions des investisseurs.

L'hypothèse d'efficacité des marchés, qui était jusqu'à lors la base et l'origine de la discipline, semblait inappropriée compte tenu de la variété de ses anomalies dans la réalité et du comportement irrationnel de l'investisseur. L'application de la psychologie à la finance a fourni des explications sur les raisons de la différence d'opinion par rapport à la rationalité des décisions des investisseurs. En particulier, la finance comportementale s'est concentrée sur les divers biais cognitifs et émotionnels tels que l'aversion pour la perte et l'excès de confiance. De nombreux exemples en attestent.

Effectivement, l'hypothèse d'efficacité des marchés représente un cadre théorique nécessaire pour comprendre le rôle de l'information dans la formation des prix, tandis que la finance comportementale explique les écarts observés dans la réalité, à savoir lorsque les décisions des investisseurs sont influencées par des biais cognitifs et émotionnels.

Cependant, l'opposition de ces deux écoles de pensée ne suffirait pas pour comprendre la complexité des marchés modernes. Dans cette perspective, l'hypothèse des marchés adaptatifs (AMH) apparaît comme une voie de réconciliation particulièrement pertinente. En fait, la conception de l'hypothèse des marchés adaptatifs (AMH) se considère comme une avancée significative. Elle suggère que les comportements financiers puissent être analysés d'une manière ou d'une autre qui reconnaît que les investisseurs, malgré la complicité de leurs erreurs, ont une capacité d'apprentissage et de mémoire. Cette théorie ne rejette pas les idées de base de l'hypothèse d'efficacité des marchés ni les constatations de la finance comportementale, mais les articule dans une perspective tangible et dynamique. Autrement

dit, les marchés peuvent être plus efficaces à certaines périodes et plus sensibles aux comportements collectifs des investisseurs à d'autres moments.

La procrastination est l'un des problèmes majeurs en matière de comportement d'investissement. Malgré sa sous-estimation élevée comme un phénomène qui impacte la prise de décision rationnelle, il s'agit d'un véritable obstacle. Cependant, les nouvelles technologies proposent des solutions modernes de manière innovante, comme l'IA, le machine learning, le big data, ou encore les robo-advisors. Contrairement à la vision négative de la déshumanisation de la gestion financière, ces technologies offrent des possibilités directes d'intégration des facteurs humains dans l'analyse et la prise de décision en matière d'investissement. Par conséquent, elles peuvent être essentielles pour réduire les biais, prédire et éviter le comportement irrationnel et optimiser le comportement des investisseurs. Ainsi, loin d'opposer les théories, notre article défend l'idée qu'elles sont complémentaires et que leur articulation permet une compréhension plus riche et plus moderne du fonctionnement des marchés financiers.

Enfin, en dépit de l'accroissement rapide de la littérature en finance comportementale, plusieurs limites émergent. La plupart des études analysées dans ce domaine se sont focalisées sur les marchés développés, ne prenant pas en considération les pays en développement. En outre, les études financières portant sur les investisseurs nationaux restent très peu représentées. Par conséquent, il est nécessaire de mener des recherches empiriques spécifiques, surtout dans le contexte marocain. Cela permettra de mieux comprendre les caractéristiques comportementales des investisseurs et d'ajuster les modèles comportementaux.



**BIBLIOGRAPHIE:**

- Ritter, J.R. (2003) Behavioral Finance. Pacific-Basin Finance Journal, 11, 429-437.
- Portfolio Theory and Management, 2013, by H. Kent Baker and Greg Filbeck
- Meir Statman, 2005. "Normal Investors, Then and Now," Financial Analysts Journal, Taylor & Francis Journals, vol. 61(2), pages 31-37
- From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance Robert J. Shiller, 2003. JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES VOL. 17, NO. 1, (pp. 83–104)
- INTERACTIONS BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND TRADE OPENNESS, Dong-Hyeon Kim, Shu-Chin Lin, Yu-Bo Suen, 2011
- Choi, Woojin, The Role of Financial Statement in Decision Making (June 14, 2021)
- Do Retail Trades Move Markets? Brad Barber, Terrance Odean and Ning Zhu, The Review of Financial Studies, 2009, vol. 22, issue 1, 151-186
- Tian, Y. (2024). Behavioral Finance: Loss Aversion, Market Anomalies, and Prospect Theory in Financial Decision-Making. GEBM 2024, Volume 28.
- The Impact of Behavioural Finance on Investment Decision-making: A Study of Selected Investment Banks in Nigeria, Anthony and Joseph (2017)
- THE RELATIONSHIP OF FINANCIAL BEHAVIORS WITH PERSONALITY TRAITS AND FINANCIAL LITERACY: AN EMPIRICAL RESEARCH, Muhammed Kalaycı , Salih Tutar (2024)
- The Impact of Behavioral Finance Factors and the Mediating Effect of Investment Behavior on Individual's Financial Well-being: Empirical Evidence from Pakistan, June 2021 Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies 7(2):317-328
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. Behavioral Finance Biases in Investment Decision Making, April 2020 International Journal of Accounting Finance and Risk Management 5(2):69
- "Behavioral finance," Papers 03-14, Schwert, G. William, 2003. "Anomalies and market efficiency"
- Baulkaran, Vishaal, et Raj Jain. "Behavioral Biases and Comfort Level in Financial Planning: An Empirical Investigation." Financial Planning Review 7, no. 1 (2024): e1169.
- The Noise Trader Approach to Finance. Andrei Shleifer; Lawrence H. Summers. Journal of Economic Perspectives. vol. 4, no. 2, Spring 1990.
- Investor sentiment and the near-term stock market. Gregory W. Brown and Michael T. Cliff. Journal of Empirical Finance, 2004, vol. 11, issue 1, 1-27

Qafas, A. & El Bijri, N. (2020) — Les biais cognitifs et émotionnels chez l'investisseur marocain. L'étude identifie notamment l'aversion à la perte et l'effet de disposition dans le contexte marocain.

Bachisse, M. & Hassainate, M. — Behavioral biases and rational decision making process: structural equation modeling approach, Moroccan stock market.

Mossadak et al. (2025) — L'aversion à la perte chez l'investisseur marocain : simulations multi-agents des implications pour la prise de décision financière. Étude directement centrée sur l'aversion à la perte et la Bourse de Casablanca.

Pujara, V. & Joshi, B. P. (2020). Indian Behavioral Finance: Review of Empirical Evidence.

An Pham Ngoc Nguyen, Crane, M., Conlon, T., & Bezbradica, M. (2024). Herding Unmasked: Insights into Cryptocurrencies, Stocks and US ETFs.

Ackert, L. F., & Deaves, R. (2010). Behavioral finance: Psychology, decision-making, and markets. South-Western Cengage Learning.

Walasek, L., Mullett, T. L., & Stewart, N. (2024). Loss aversion is not robust: A re-meta-analysis. Journal of Economic Psychology.

Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making: A survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. International Journal of Business and Emerging Markets, 1(1), 24–41

Linge, R. (2025). Behavioral Finance

Are Investors Beyond Rationality? Uncovering Behavioral Finance in Stock Investment Decision Making: A Comprehensive Systematic Literature Review, The Journal of Business and Management 8(1):54-72

The Role of Fomo (Fear of Missing Out) in Making Financial Decisions, Kaishav Jajoo, Pankaj Kumar Baag (2025)

- What Influenced Stock Investment Decision During the COVID-19 Pandemic? Environment, Expectations, and Biases: A Systematic Review (2025), Jaradpan Intarawanich, Kanu Priya Mohan, Piyada Sombatwattana