

Comportements moutonniers et déceptions sur les marchés boursiers, tout ce qui brille ne devrait pas toujours attirer

Herd Behavior and Disappointment on the Stock Markets: all that Glitters Shouldn't Always Attract

FINET Alain

Professeur des Universités
Université de Mons – Belgique
Management Financier et Dynamiques Territoriales

KRISTOFORIDIS Kevin

PhD
Université de Mons – Belgique
Management Financier et Dynamiques Territoriales

LAZNICKA Julie

Doctorante
Université de Mons - Belgique
Management Financier et Dynamiques Territoriales

Date de soumission : 13/02/2025

Date d'acceptation : 15/03/2025

Pour citer cet article :

FINET. A. & AL. (2025) « Comportements moutonniers et déceptions sur les marchés boursiers, tout ce qui brille ne devrait pas toujours attirer », Revue Française d'Économie et de Gestion « Volume 6 : Numéro 3 » pp : 361-386.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License



Résumé

En nous basant sur une méthodologie issue de la finance expérimentale et l'utilisation d'outils qualitatifs d'analyse, nous étudions le comportement et les décisions prises par huit étudiants en situation de trading continu durant trois journées. L'objectif de l'article est d'observer le développement de certains biais classiquement envisagés pour les investisseurs individuels sur les marchés boursiers. Notre attention se portera plus spécifiquement sur les comportements moutonniers et les décisions induites. À cette fin, nous nous concentrerons sur une annonce particulière, à savoir celle des résultats annuels de l'entreprise LVMH le 28 janvier 2025 après la clôture des marchés. Nous montrerons, d'une part, les différents éléments qui laissent à penser que certains mouvements boursiers positifs auraient dû être observés à l'annonce de cet événement. Ces éléments semblent avoir permis le développement d'un sentiment de marché positif à l'égard du titre. D'autre part, celui-ci puise également sa source de l'intense couverture médiatique assurée par les sites boursiers. Les différents témoignages écrits permettent de démontrer que les participants ont essayé de coller à la manière avec laquelle les marchés se comportaient (sans nécessairement s'interroger sur le bienfondé de ce sentiment), ont été fortement influencés par les flux informationnels délivrés par les sites boursiers (notamment au travers des annonces des analystes financiers) et que la réalité de certaines annonces (des performances moins élevées que prévues) a favorisé le développement de phénomènes de retrait. Nos résultats démontrent la pertinence d'une analyse plus poussée des cadres émotionnels pour comprendre les processus décisionnels sur les marchés boursiers.

Mots clés : finance expérimentale ; recherche qualitative ; prise de décision ; émotions ; analyse fondamentale.

Abstract

Using a methodology from experimental finance and qualitative analysis tools, we study the behavior and decisions made by eight students in a continuous trading situation over three days. The aim of the article is to analyze the development of biases commonly identified in individual investors on the stock market. We will focus specifically on herd behavior and the resulting decisions. For this purpose, we will look at a specific announcement, namely the annual results of the company LVMH on January 28, 2025 after the markets closed. We will show, on the one hand, the elements that suggest some positive stock market movements should have been expected when this event was announced. These elements seem to have contributed to the positive market sentiment towards the stock. On the other hand, this sentiment also comes from the intense media coverage provided by the stock market websites. The different written observations show that the participants tried to follow what the markets were doing (without necessarily questioning the validity of this feeling), were strongly influenced by the flow of information provided by the stock market websites (particularly through the announcements of the rating agencies) and the announcement (lower than expected performance) encouraged the development of withdrawal phenomena. Our results demonstrate the relevance of a more detailed analysis of emotional patterns in order to understand the decision-making processes on the stock markets.

Keywords: Experimental Finance ; Qualitative Research ; Decision-Making ; Emotions ; Market Efficiency.

Introduction

La littérature économique et financière avance que l'asymétrie informationnelle constitue une donnée centrale dans la compréhension du fonctionnement des marchés boursiers. Dans cette optique, la problématique de notre étude concernera l'analyse des comportements des investisseurs individuels sur les marchés boursiers. En effet, la littérature financière fait la démonstration d'un important déficit informationnel pour ce type d'investisseurs. Premièrement, les investisseurs institutionnels auraient accès l'information de manière plus rapide que les investisseurs individuels. Deuxièmement, le traitement des effets induits par les flux informationnels serait plus aisé pour les gros investisseurs que pour les investisseurs particuliers. Pour les investisseurs individuels, ce déficit informationnel peut induire le développement de postures particulières dans les processus décisionnels retenus, et notamment une forte influence des champs émotionnels et l'apparition de biais comportementaux et cognitifs. Ces différents éléments constituent les fondements de la finance comportementale ; ils permettent de s'écarter de l'hypothèse de rationalité des opérateurs sur les marchés boursiers. Dit autrement, puisque l'information est de peu d'utilité pour les investisseurs individuels, le recours à l'analyse fondamentale est alors peu pertinent. Les investisseurs individuels seraient donc en recherche de signaux pour orienter leurs stratégies de placement. Sur la base de l'état de l'art réalisé dans la section spécifiquement dédiée, nous pensons que le profil des investisseurs individuels les pousse à essayer de coller à des conventions développées par les marchés et soutenues par les comportements des investisseurs institutionnels. Dans la mesure où ces investisseurs auraient un accès privilégié à l'information et au traitement de celle-ci, les petits porteurs peuvent alors être tentés à coller au sentiment général du marché. Toutefois, cette manière de procéder risque d'entraîner le développement de biais et de comportements moutonniers qui supposent que les investisseurs institutionnels ne commettent pas d'erreur de jugement. En fonction des différents éléments présentés ci-dessus, l'objectif de cet article sera de répondre aux deux questions de recherche suivantes : premièrement, est-ce que les investisseurs individuels adoptent-ils des attitudes moutonniers ? Deuxièmement, de quelle manière des erreurs d'appréciation des investisseurs institutionnels influent-elles sur la gestion des émotions des petits porteurs ? À cet effet, les outils méthodologiques retenus seront d'inspiration qualitative et s'intégreront dans le champ générique de la finance expérimentale. Le positionnement épistémologique sera d'inspiration interprétativiste. Pour répondre aux deux questions de recherche, nous nous focaliserons sur une annonce bien particulière, à contenu informationnel fort et très commentée sur les sites boursiers ainsi que sur les phénomènes

d'anticipation associés à celle-ci. En fonction d'une annonce moins bonne que prévue, nous analyserons l'éventuelle évolution des émotions ressenties et des processus décisionnels induits. Cela nous permettra de répondre à la deuxième question de recherche.

L'article sera organisé comme suit : dans la première section nous réaliserons un état de l'art relatif aux investisseurs individuels, leur profil ainsi que leur manière d'envisager la prise de décisions dans des situations d'incertitude élevée. À ce niveau, nous démontrerons notamment l'importance des émotions pour comprendre le développement des biais, facteurs considérés comme cruciaux pour comprendre leurs processus décisionnels. Dans la deuxième section, nous réaliserons un relevé des différents biais susceptibles d'influer sur les processus décisionnels. La troisième section sera consacrée à la présentation de la méthodologie ainsi que l'échantillonnage envisagé. La quatrième section reprendra l'ensemble des résultats (en ce compris leur contextualisation). La cinquième permettra de répondre aux deux questions de recherche posées et de conclure le travail. Enfin, la dernière section présentera les différentes pistes de recherche complémentaire qui pourraient être envisagées.

1. Revue de la littérature

1.1. La gestion de l'incertitude : le cas des investisseurs individuels sur les marchés boursiers

Différents auteurs avancent que l'incertitude ne se retrouverait pas dans le monde extérieur mais dans l'esprit des individus (Tran L., 2018). Il conviendrait dès lors d'abandonner les postulats classiques d'optimisation au profit de l'idée de satisfaction. Il ne s'agirait donc plus d'évaluer la décision en fonction d'un critère d'optimalité mais de comprendre le processus de prise de décision et le raisonnement sous-jacent poursuivi (Gouin R. et Harguindéguy J., 2009). Dans cette logique, deux niveaux de cognition devraient être pris en considération : la cognition forte (les processus psychiques et cérébraux mis en évidence par les sciences cognitives) ainsi que la cognition faible (les éléments issus de la psychologie populaire) (Gouin R. et Harguindéguy J., 2007). Les différents travaux sur cette problématique ont mis en évidence des anomalies particulièrement importantes par rapport à l'hypothèse d'efficacité des marchés. Les comportements des agents économiques ne pourraient être réduits à la rationalité de l'homo œconomicus (Roland-Lévy C. et Kmiec R., 2016). Chanut V. et al. (2011) ont fait état que les limites à la rationalité parfaite s'étaient peu imposées ; elles seraient ainsi relativement ignorées dans les travaux de gestion et le modèle de rationalité absolue n'aurait pas été réellement remplacé.

En considérant différents travaux ci-dessous, nous émettons l'idée que l'hypothèse de rationalité est d'autant moins soutenable dès lors que l'investisseur est de petite taille. Ainsi, Chandra A. (2008) fait le constat que les investisseurs individuels ne prendraient pas toujours des décisions d'investissement rationnelles : elles seraient influencées par des facteurs comportementaux tels que la cupidité, la peur, la dissonance cognitive, les heuristiques, la comptabilité mentale et l'ancrage. En fonction de ces éléments et en paraphrasant Bourghelle D. et Brandouy O. (2006), « *un flux d'informations dense et rapide est souvent difficile à traiter en raison des capacités cognitives limitées des agents économiques, et la mobilisation du critère de rationalité optimisatrice semble inappropriée pour comprendre la manière dont se forment réellement les anticipations sur les marchés financiers* ». Les opérateurs boursiers de petite taille « bricoleraient » un ensemble de données de manière à créer de l'information qui se réduirait à une construction par l'intermédiaire d'un processus mental et d'une analyse des éléments transmis (Junghans P., 2016). Karlsson N. et al. (2009) démontrent ainsi qu'en situation d'incertitude, les individus vont se focaliser sur les premières salves de nouvelles positives et ne vont pas prendre en considération les informations ultérieures éventuellement contradictoires. La pression temporelle modifierait la manière avec laquelle les personnes explorent l'incertitude et tentent d'y apporter une réponse. Plus précisément, les participants réduiraient leur exploration et leur compréhension de l'incertitude sous la pression du temps et retiendraient des décisions à faible niveau de structuration (Wu C. et al., 2022). En reprenant les conclusions de Postel N. (2018), le risque probabilisable demeurerait une situation d'exception et aucune théorie ne pourrait émerger en prenant celle-ci comme standard de fonctionnement. Selon nous, le raisonnement humain est sous certains aspects très limité et les marchés boursiers présenteraient trop d'instabilité pour des exercices de modélisation. Dans cette logique, les prix ne constitueraient que le reflet que d'une « simple » convention sur des états futurs (Piluso N., 2007), en déconnexion avec l'analyse fondamentale. Dans l'idée conventionnelle, les flux informationnels seraient digérés et analysés par les investisseurs institutionnels et ceux-ci pourraient donc s'apparenter à des traducteurs « objectifs » de l'information. L'investisseur particulier pourrait simultanément se rendre compte de l'incertitude liée à ses propres estimations et décider de déléguer, aux investisseurs institutionnels, l'exercice d'analyse. Il s'agirait dès lors d'un recours à la prescription (François P., 2007).

En conclusion, il ressort de l'analyse les soubassements de la théorie des conventions et de la finance comportementale que, même si celle-ci est devenue centrale, elle n'est toutefois pas

encore en mesure de trouver des solutions pour atténuer les effets des biais comportementaux et cognitifs sur la rationalité de l'investisseur (Benjana H. et Yamani O., 2022). Dans cette logique, nous présentons, dans la section suivante, premièrement, une liste non-exhaustive des biais cognitifs et comportementaux traités dans la littérature, de manière théorique et/ou empirique. Nous présentons également leur influence sur les processus décisionnels des petits porteurs sur les marchés boursiers. Deuxièmement, nous attirons également l'attention sur l'importance des émotions pour comprendre le développement de ces biais.

1.2. Influence des biais et des émotions sur les processus décisionnels

L'excès de confiance (biais comportemental) : la tendance des individus à surestimer leurs compétences, à sous-estimer les risques et à prendre de mauvaises décisions. L'apparition de ce biais induirait un manque de diversification de portefeuille et exercerait une influence négative sur la valeur financière du portefeuille. Les individus en excès de confiance ont souvent la sensation qu'ils disposent de capacités supérieures à la moyenne (Levy M. et Tasoff J., 2017), ce qui les pousserait à multiplier les mouvements et à effectuer des opérations peu réfléchies sans recoupage des différentes informations disponibles. Différents auteurs insistent également sur le rôle joué par les expériences antérieures et la chance du débutant (Merkle C., 2017, Gao H., et al., 2021) dans le développement de ce biais. Selon Jlassi M. et al. (2014), l'excès de confiance serait le principal élément qui aurait déclenché et prolongé la crise financière mondiale de 2008 sur le marché américain. De manière générale, le développement de ce biais pourrait créer des poches importantes d'inefficience sur les marchés (Aljifri R., 2023).

Le biais de disponibilité (biais comportemental) : l'investisseur se contenterait de l'information immédiatement disponible, au lieu de rechercher toutes les informations nécessaires (Javed H., Bagh T., Razzaq S., 2017). Le biais de disponibilité pourrait être expliqué par des variables liées à l'âge et au nombre de transactions opérées (Toma F., 2015). Pour un investisseur, il s'agirait donc de recouper toutes les informations à disposition pour conforter son jugement. Se pose bien évidemment la question du temps à accorder à cette activité, en sachant que d'autres acteurs (professionnels) sur les marchés ont la possibilité de regrouper et de traiter plus aisément l'information.

Le biais de représentativité (biais cognitif) : la tendance des individus à fonder leurs décisions sur un ensemble très limité d'éléments qu'ils pensent représentatifs de la population, entraînant une détérioration du niveau de performance des portefeuilles (Bulent T. et al., 2016).

Le biais d'ancrage (biais cognitif) : la tendance des individus à prendre des décisions basées sur une référence ou une information passée. De l'étude de Mouna A. et Jarboui A. (2015), il ressort, sur le marché boursier tunisien, que les rendements des portefeuilles des petits investisseurs seraient influencés par différents biais comportementaux, dont l'ancrage. Les conclusions obtenues devraient inciter les investisseurs à prendre des décisions financières sur la base de leur capacité financière et de leur niveau d'expérience et à éviter de se fier à leurs sentiments.

Les comportements moutonniers (biais cognitif) : la tendance des individus à suivre la tendance générale du marché : il semblerait que les conditions générales du marché et les caractéristiques des titres conditionneraient l'émergence de ce biais (Zheng et al., 2021). En période d'expansion, les comportements moutonniers conduiraient au développement de bulles spéculatives (Nofsinger J., 2010).

Les heuristiques (biais cognitif) : la tendance à utiliser des raccourcis cognitifs pour prendre une décision. Un investisseur peut systématiquement s'intéresser à une situation qui lui semble coutumière et acheter des titres qui leur sont familiers parce qu'ils lui ont permis, dans le passé, d'accroître la valeur du portefeuille (Beaubrun-Diant K. et Maury T., 2016). De manière générale, les opérateurs financiers préféreraient se positionner sur des produits qui ont une signification personnelle particulière.

Tout ce qui brille attire (biais cognitif) : les investisseurs individuels privilégieraient les actions d'entreprises largement commentées par les journaux financiers et caractérisés par des volumes d'échanges anormalement élevés (Gambaro and Puglisi, 2015). Au départ de 28387 données en provenance d'investisseurs individuels sur le marché chinois, Chen et al. (2023) constatent qu'une fraction importante des investisseurs achètent principalement des actions qui attirent l'attention (des acheteurs basés sur l'attention).

Même si les biais peuvent être approchés de manière isolée, il n'en demeure pas moins que certains de ceux-ci présentent des niveaux élevés de superposition. Ainsi, sur le marché vietnamien et sur la base d'une enquête qualitative adressée à 400 opérateurs boursiers, Luu et al. (2023) avancent que l'excès de confiance et les comportements moutonniers exerceraient une influence importante sur les décisions d'investissement. Dans le même ordre d'idée, sur le marché chinois, les investisseurs souffriraient de trois biais comportementaux (Chen G. et al., 2007) : ils auraient tendance à solder les positions dont les prix se sont appréciés, mais pas celles dont le prix s'est déprécié (effet de disposition), ils sembleraient trop confiants (excès de

confiance) et ils penseraient que les rentabilités passées seraient indicatives de l'évolution des rentabilités futures (biais de représentativité).

Pour densifier l'approche, il convient de préciser que le développement des biais est fortement conditionné par les champs émotionnels. À noter que la littérature est peu abondante sur l'analyse des liens éventuels entre ces deux facteurs d'influence. Dans cette optique, nous reprenons le schéma amendé de Lerner, J. S. et al. (2015) qui permet de comprendre les différents éléments intervenant dans les processus de prises de décision. Dans la version originelle de cette représentation, il convient de préciser qu'est également reprise l'influence des variables liées aux traits culturels, aux traits de personnalité et celle des variables sociodémographiques.

Figure N°1 : Influence des émotions et des biais sur les processus décisionnels



Source : Adapté de Lerner et al. (2015)

2. Orientation méthodologique générale et échantillonnage retenu

Plusieurs auteurs ont démontré qu'il serait nécessaire de développer des modèles basés l'observation empirique des comportements pour consolider les avancées de la finance comportementale (Clochard G. et al., 2018, Charreaux G. et Albouy M., 2017), et ce notamment en travaillant au départ de l'expérimentation. Au niveau méthodologique, nous recourons à une analyse inspirée de la finance expérimentale et sous-tendue par le recours à des outils qualitatifs d'analyse. Cette double orientation imbriquée est motivée par les deux éléments suivants.

Premièrement, dès les années 80, Grether D. (1981) faisait le constat que l'expérimentation était généralement mobilisée par les chercheurs en psychologie mais très peu par ceux du domaine financier. Sous l'impulsion de la finance comportementale et de la meilleure maîtrise de certains outils technologiques, les paradigmes de recherche ont eu tendance à évoluer et un intérêt plus marqué a été adressé à la finance expérimentale. Ainsi, Bloomfield R. et Anderson A. (2009) avancent que l'expérimentation serait une méthode sous-utilisée dans le domaine financier mais présenterait des avantages pour les analyses en finance comportementale et pour celles des biais. Cette manière de travailler pourrait constituer un moyen utile de contourner plusieurs problèmes économétriques courants, tels que les variables omises et les variables non observées. L'expérimentation permettrait également d'étendre les modèles théoriques en

assouplissant certaines hypothèses de travail ou en examinant des situations trop complexes pour être traitées de manière quantitative. Les manipulations contrôlées présenteraient l'avantage de construire des environnements dans lesquels une théorie causale des phénomènes pourrait être testée avec un maximum de validité (Libby R. et al., 2002).

Dans le cadre de la finance expérimentale, une attention toute particulière doit être adressée à la construction du protocole expérimental scientifiquement éprouvé. Sur ce point, nous avons développé un certain nombre de propositions visant à une maîtrise de la conduite de ce type d'expériences dans le domaine de la finance (Finet A., Kristofordis K., Laznicka J., 2025, à paraître). À cette fin, nous nous sommes basés sur les différentes expériences que nous avons récemment menées (Finet A., Laznicka J., Palumbo H., 2024, Finet A., Kristofordis K., Viseur R., 2022, Finet A., Kristofordis K., Viseur R., 2022, Finet A., Kristofordis K., Viseur R., 2021). Cela nous a permis de corriger certaines faiblesses et d'affiner notre approche, notamment par l'évocation du problème de la dysrégulation émotionnelle induite par la multiplication des prises de décisions (Finet A., Laznicka J., 2025).

Deuxièmement, en phase avec la description ci-dessus, au niveau des outils d'analyse, nous recourons à des techniques à orientation qualitative. La littérature démontre un intérêt croissant pour le recours à des méthodologies qualitatives (Severin et al., 2022) pouvant prendre différentes orientations. Mwita K. (2022) met en évidence plusieurs techniques qualitatives potentiellement mobilisables : les entretiens, l'observation participante, les questionnaires ainsi que la documentation écrite. Dans le domaine du trading, la méta-analyse réalisée par Pérez-Sánchez et Delgado (2022) démontre que la collecte des données relatives aux investisseurs individuels s'effectue dans la grande majorité des études à orientation qualitative au départ d'éléments récoltés de manière orale (21 études sur les 25 recensées) soit sur la base de documents écrits (3 études sur les 25 recensées), soit au départ de focus group (une seule étude). Afin de consolider les résultats obtenus par l'approche qualitative, il est souvent conseillé de recourir à plusieurs techniques simultanément.

Au niveau de l'échantillonnage, l'expérimentation dans le domaine financier implique, dans la plupart des cas (She et al., 2017), le recours à des populations estudiantines (Ackert et al., 2003) et cette manière de procéder semble posséder du sens (Widyarini, 2017). En reprenant l'étude de Dorn D. et Sengmueller P. (2009), nous conservons cependant à l'esprit que les étudiants non directement intéressés par la valeur financière des portefeuilles pourraient avoir tendance à surjouer (toute forme d'excès de confiance mise de côté).

Dans le cadre de cette étude, l'expérience a consisté en trois journées de trading en continu, entre le 27 et le 29 janvier 2025. Il s'agit, en référence à Claudon P. et Weber M. (2009), de *jeter* les participants dans un *bain émotionnel* qui aurait pour effet de façonner, consolider ou exacerber certains biais psychologiques. Pour ce faire, nous avons sélectionné huit étudiants – sept hommes et une femme, ce constat correspond à ce qu'avance la littérature sur le sujet qui met en évidence une propension singulièrement masculine à participer à des activités en lien avec les marchés boursiers ou simplement à participer à des activités pour lesquelles la composante ludique est omniprésente (Barber et Odean, 2001) - dans la formation en gestion de l'Université de Mons (Belgique). La condition pour participer à l'expérience était d'avoir réussi une matière financière dispensée en deuxième année de cursus. Le respect de celle-ci avait pour vocation à s'assurer d'un minimum de connaissances dans le domaine financier. Les étudiants ont été rémunérés sur la base d'un salaire à l'heure prestée pour l'ensemble des trois journées et une récompense a été prévue pour le portefeuille financier le plus élevé au terme de l'expérimentation (d'une valeur de maximum 200 euros au libre de choix de la personne). ABC Bourse a été utilisé afin de permettre la création d'un jeu boursier sur la période de l'expérience. Au départ d'un portefeuille fictif de 100.000 euros, les étudiants ne pouvaient effectuer des opérations que des titres d'entreprises du CAC 40 (les 40 plus grosses capitalisations boursières sur le marché français) ; ce choix permettait de garantir une certaine familiarité avec les actions détenues en portefeuille. Il convient de préciser qu'en début d'expérience, le portefeuille n'était constitué que de liquidités. Aucune limite dans le nombre et les de transactions n'a été fixée. À noter que, toutes les heures, le site présentait le classement des différents participants. Un carnet de trading était mis à disposition de chaque étudiant : ils devaient y retranscrire la nature des mouvements qu'ils opéraient (achat versus vente), le nom de l'entreprise, le nombre d'actions achetées ou vendues, le montant financier de la transaction ainsi que le montant total des liquidités en portefeuille après la transaction.

En ce qui concerne le matériel d'analyse récolté, il est constitué, d'une part, des données en provenance des carnets de trading. Celles-ci permettent de repérer les différents mouvements opérés et l'ampleur de ceux-ci et renseignent sur l'orientation des stratégies de placement ainsi que de leur éventuelle évolution. En parallèle, toutes les informations présentées sur le site boursier ont été collectées par les organisateurs. D'autre part, à la fin de l'expérimentation, nous avons récolté les témoignages écrits des différents participants, en travaillant au départ de la version amendée du questionnaire de Harmon-Jones, C., et al., 2016). En fonction des différents documents écrits récoltés pour l'analyse (données en provenance des carnets de trading et

témoignages en fonction de scénarios préétablis), notre positionnement épistémologique afin de répondre aux deux questions de recherche se veut de nature interprétativiste.

3. Mise en contexte et résultats obtenus

3.1. Contexte général de l'expérimentation

L'expérimentation s'est déroulée sur trois journées durant lesquelles la configuration boursière générale présentait une orientation générale négative, même si les pertes étaient relativement réduites. Sont reprises ci-dessous (Tableau 1) les données relatives à l'évolution du CAC40 sur la période considérée ainsi que celles relatives à l'évolution des indices boursiers américains et japonais afin d'obtenir une vision plus large de l'environnement boursier.

Certaines données informationnelles ont négativement influencé le comportement du marché pendant les trois journées. Ainsi, pour le 27.01, il s'agit de l'émergence de Deepseek, groupe rival chinois des entreprises américaines actives dans le domaine de l'intelligence artificielle. La journée du 28.01 a été fortement influencée par la digestion de l'information de l'arrivée de Deepseek et des conséquences pour les entreprises américaines présentes sur le marché de l'intelligence artificielle. En ce qui concerne le 29.01, il s'agit de l'annonce des résultats annuels de LVMH (moins bons que prévus). Précisons que l'annonce par la FED le 29 janvier du maintien des taux d'intérêt avait largement été anticipée par les marchés.

Tableau N°1 : Évolution du CAC 40, du DJ30, du NASDAQ 100 et du TOPIX sur l'ensemble de l'expérimentation

Date	27.01.2025	28.01.2025	29.01.2025	Total
CAC 40	-0,0003	-0,00012	-0,0032	-0,0036
DJ 30	0,0065	0,0031	-0,0031	0,0065
NASDAQ 100	-0,0297	0,0159	-0,0024	-0,0162
TOPIX	0,0026	-0,0004	0,0068	0,009

Source : Données récoltées par les auteurs

3.2. Présentation de l'orientation du trading retenu et des stratégies de placement utilisées

Sur la base des données reprises dans les tableaux 2 et 3, nous faisons le constat que 53% des transactions se sont opérées le premier jour, ce qui est logique dans la mesure où le portefeuille initial n'était constitué que de liquidités. De manière générale, les stratégies retenues revêtent un caractère très prudentiel. Premièrement, les données statistiques en lien avec les temps de détention (Tableau 3) mettent en avant que 75% des participants ont conservé leurs actions pendant plus de deux heures, ce qui démontre le peu de recours à des stratégies offensives et à

du scalping trading (horizon de placement inférieur à 15 minutes). Deuxièmement, les niveaux de diversification des portefeuilles étaient relativement élevés (Tableau 4) et les participants ne semblent pas avoir concentré leurs opérations sur des titres bien précis. Pour expliquer cet état de fait, nous avançons que la configuration boursière baissière ne se prêtait pas à une multiplication des opérations. Même si le portefeuille financier n'était que fictif et les pertes sur l'indice limitées, les participants semblaient très affectés par les moins-values encourues (il y avait une sorte d'appropriation très forte et très personnelle du portefeuille et de l'évolution de sa valeur). Même si ce n'est pas l'objectif directement recherché dans cet article et que d'autres outils méthodologiques devraient être mobilisés, une aversion au regret et un biais de disposition sembleraient s'être développés (Raheja, S., & Dhiman, B., 2017). En allant plus loin dans le raisonnement, nous observons également que le troisième jour, un sentiment d'abandon semblerait s'être développé chez certains participants (3, 6 et 7) qui n'ont effectué quasiment plus aucune opération. Ce constat est d'autant plus surprenant qu'une récompense avait été promise au propriétaire du portefeuille le plus élevé. Ainsi, nous nous attendions à des stratégies plus agressives en fin d'expérimentation puisque certains participants n'avaient plus rien à perdre. Pour expliquer cet état de fait, nous émettons l'hypothèse que l'addition des désillusions pourrait pousser à des phénomènes d'abandon et les individus n'auraient plus suffisamment d'énergie pour faire face à leurs émotions (Domeignoz, C. et Morin, E., 2016). Des éléments d'explication seront avancés aux points 5.4. et 5.5. de l'article.

Tableau N°2 : Orientation du trading sur les trois journées d'expérimentation

	Total	A	V	Total	A	V	Total	A	V	Total	A	V
	J 1			J 2			J 3					
1	21	12	9	18	15	3	8	5	3	47	32	15
2	28	17	11	8	4	4	7	3	4	43	24	19
3	17	15	2	4	1	3	2	1	1	23	17	6
4	49	28	21	14	10	4	12	9	3	75	47	28
5	18	12	6	21	10	11	16	7	9	55	29	26
6	15	11	4	2	1	1	0	0	0	17	12	5
7	13	9	4	12	7	3	1	0	1	26	16	10
8	11	10	1	9	3	6	16	8	8	36	21	15
Total	172	114	58	88	51	35	62	33	29	322	198	124
Moy.	21,5	14,25	7,25	11	6,37	4,38	7,75	4,12	3,62	40,25	24,75	15,5

Source : Données récoltées par les auteurs

Tableau N°3 : Temps de détention des actions en portefeuille

Temps de détention moyen des étudiants	6 heures
Fréquence de détention des étudiants	
Entre 0 minute et 2h13	25%
Entre 2h14 et 8h29	50%
Entre 8h30 et 17h51	25%

Source : Données récoltées par les auteurs

Tableau N°4 : Niveau de diversification des portefeuilles

	Nombre d'entreprises en portefeuille	% de l'indice
1	22	0,55
2	12	0,3
3	15	0,375
4	26	0,65
5	16	0,4
6	8	0,2
7	12	0,3
8	16	0,4
Moyenne	15,875	0,397

Source : Données récoltées par les auteurs

3.3. Les anticipations de l'annonce des performances annuelles de LVMH : le développement d'un sentiment de marché

Nous avons décidé de nous focaliser sur l'annonce des résultats annuels de LVMH le 28 janvier après la clôture des marchés (et donc l'influence sur la valorisation boursière du groupe ne devrait être théoriquement repérée que le lendemain). Nos observations démontrent une couverture médiatique importante de l'action LVMH entre le 27 et le 29 janvier : durant l'expérience, un total de 16 avis d'analystes financiers ont été émis (6 positifs, 6 confirmations et 4 négatifs). À noter que seuls deux avis (un positif et une confirmation) ont été émis avant l'annonce officielle. Pour LVMH, nous avons recensé 32 annonces (en ce compris les 16 avis des analystes) entre le 27 et le 29 janvier. La couverture médiatique des événements susceptibles d'influer sur les performances boursières serait largement influencée par la taille de l'entreprise (LVMH représente ainsi une capitalisation boursière de 373 milliards d'euros – première capitalisation boursière sur la place parisienne). Le constat est d'autant plus fort pour LVMH que, dans la foulée de la présentation des résultats annuels, une conférence de presse a

été organisée et animée par le PDG de l'entreprise, Bernard Arnault (le contrôle de plusieurs médias français lui facilite l'accès au paysage audiovisuel).

Les données présentées ci-dessous nous permettent d'appuyer la thèse du développement d'un sentiment de marché associé à l'action LVMH dans les jours qui ont précédé l'annonce des résultats de l'entreprise. Ainsi, durant la semaine précédant l'annonce, la valorisation boursière de l'entreprise s'est fortement accrue (Tableau 5), tant de manière brute que de manière relative (en comparant la rentabilité du titre avec celle du marché). En considérant les volumes quotidiens moyens échangés, entre le 14 et le 27 janvier (10 jours précédant l'annonce), ils s'élèvent à 626.681 tandis qu'entre le 30 décembre et le 13 janvier (10 jours), ils ne s'élevaient qu'à 371.901. Ces premières données semblent démontrer une forte effervescence sur le titre et que les marchés anticipent un contenu informationnel positif associé à l'annonce des résultats annuels le 28 janvier après la clôture.

Tableau N°5 : Évolution de la rentabilité du titre et de la rentabilité nette

LVMH	Return	CAC 40 Return	Net Return
21-janv	0,033	0,00029	0,033
22-janv	0,009	0,0076	0,00126
23-janv	0,017	0,0087	0,008
24-janv	0,024	0,0171	0,0072
27-janv	0,029	-0,014	0,0435
Total	0,1128	0,02	0,093

Source : Données récoltées par les auteurs

L'analyse de la configuration graphique du cours de Bourse de l'entreprise en intraday démontre également une tendance positive jusqu'à 16 :49 le 28 janvier 2025 (le cours atteint à moment-là 762,7 euros, ce qui correspond à un gain d'un peu plus de 1% sur la journée). Les éléments récoltés démontrent une anticipation marquée d'une annonce à contenu informationnel positif, celle-ci est d'autant plus prononcée que les avis des analystes sont relativement positifs durant la journée du 27 janvier (surpondérer pour Morgan Stanley et neutre pour UBS). Ces anticipations ne paraissent pas infondées dans la mesure où les annonces des performances annuelles du groupe LVMH pour les trois derniers exercices comptables ont été suivies par des augmentations de la valorisation boursière de l'entreprise (Tableau 6).

Tableau N°6 : Historique des réactions des marchés boursiers à l'annonce des résultats annuels de LVMH

Jour de l'annonce	Cours de Bourse	Variation
25-janv-24	743,86	
26-janv-24 (résultats 2023)	832,7	0,12
25-janv-23	865,9	
26-janv-23 (résultats 2022)	876,52	0,0123
27-janv-22	770,08	
28-janv-22 après clôture (résultats 2021)	795,27	0,033

Source : Données récoltées par les auteurs

Dans cette logique, ce serait développée une sorte de « tradition » boursière selon laquelle l'annonce des résultats de LVMH coïnciderait à un accroissement de la valeur de l'entreprise. Les marchés anticiperaient donc des configurations boursières positives similaires pour les annonces futures.

3.4. Positionnement des participants sur le titre LVMH

En considérant, les données en provenance des carnets de trading, nous constatons que les opérations sur le titre LVMH représentent quasiment 10% de l'ensemble des opérations passées. À noter qu'en intégrant Hermès, L'Oréal et Kering dans l'analyse (du fait des effets de débordement dans le secteur du luxe), 22 % des transactions concernaient l'une ou l'autre de ces entreprises.

Pour des étudiants qui n'ont pas nécessairement l'habitude d'opérer sur les marchés boursiers, l'achat d'actions LVMH peut sembler logique : la tendance boursière sur le titre est positive depuis cinq journées, l'entreprise a tendance à dépasser le consensus, les avis délivrés par les analystes financiers sont, dans un premier temps (le 27 janvier), positifs et la valeur de l'action augmente durant la journée du 27 janvier (alors que l'indice est en configuration baissière). En début d'expérience (entre 09 :00 et 09 :30), 6 étudiants sur 8 vont acheter des actions LVMH ; à ce moment bien précis, les étudiants n'ont que peu de point de repère sur le fonctionnement des marchés, ils doivent orienter de manière personnelle les premiers placements effectués puisque le portefeuille n'est composé que de liquidités. En fin de journée, 9 opérations d'achat auront été passées sur le titre et sept participants posséderont des actions LVMH dans leur portefeuille. De manière plus détaillée, nous constatons que six participants ont fait l'acquisition d'actions LVMH le premier jour entre 09 :00 et 09 :30, c'est-à-dire au moment de

l'ouverture des marchés. Alors que l'indice suit une configuration baissière (-0,9%) entre 09 :00 et 10 :30, le titre LVMH évolue à contre-courant (un gain de 2,82% sur l'ensemble de la journée). De plus, à 09 :03, un analyste financier de Morgan Stanley annonce une recommandation à surpondérer le titre ; un autre analyste procédera à une annonce similaire à 12 :32, et les trois dernières opérations d'achat sur le titre s'effectueront dans les deux heures suivantes. Même si le market timing peut poser question dans la mesure où le titre avait déjà gagné plus de 11% durant les cinq séances précédentes, il semble que les participants se soient accrochés à des signaux informationnels denses, facilement accessibles mais dont la rationalité et les fondements pouvaient être questionnables. Ce serait donc un subtil dosage entre une volonté de coller à un sentiment de marché positif, une intense couverture médiatique et le caractère novice des participants qui les auraient conduits à se positionner massivement sur le titre LVMH.

D'autres transactions vont également être opérées le deuxième jour (le cours de Bourse de LVMH poursuit son mouvement positif et les plus-values réalisées le premier jour ont sans doute motivé les positionnements sur le titre). Les montants financiers les plus importants ont été investis avant l'annonce officielle des résultats annuels de l'entreprise (92% des achats) et l'unique achat opéré le dernier semble avoir été réalisé de façon très désespérée. Ce point sera plus longuement traité aux points 5.5. et 5.6. de la suite de l'analyse.

Tableau N°7 : Nombre d'achats du titre LVMH par journée de trading

	Nombre d'achats	Montants investis	% par jour
J1	9	153.475	0,62
J2	5	77.535	0,31
J3	1	19.950	0,08
Total	15	250.960	1

Source : Données récoltées par les auteurs

L'ensemble des données récoltées tendent à démontrer une forte imbrication de trois biais : « tout ce qui brille attire » (induit par l'intensité des flux informationnels liés à l'annonce de l'événement considéré), les effets moutonniers (les participants essaient de coller au sentiment de marché et à la configuration graphique du titre) ainsi que le biais de disponibilité (l'annonce des résultats de LVMH est le seul événement Corporate d'importance pour les entreprises du CAC40 sur la période considérée).

3.5. L'annonce des résultats de LVMH et le développement d'un sentiment d'abandon

En considérant l'annonce du 28 janvier 2025 (effectuée après la clôture des marchés et donc les effets ne seraient repérables que le 29 janvier), le tableau 8 reprend l'évolution du cours de Bourse de l'entreprise durant l'expérimentation.

Tableau N°8 : Évolution du cours de Bourse de LVMH durant l'expérimentation

Date	Cours de Bourse	Variation
27.01.2025	754,8	0,0282
28.01.2025	750,6	-0,0056
29.01.2025	713,2	-0,0498
Total		-0.0272

Source : Données récoltées par les auteurs

Après l'annonce des résultats et le contenu informatif négatif associé à celle-ci (les résultats annoncés sont moins bons que prévus), nous n'observons qu'un seul achat sur le titre LVMH le troisième jour, et celui-ci semble avoir été effectué dans un geste de désespoir. Les commentaires rapportés par ce participant au moment où il a passé l'ordre sont particulièrement éclairants : « *Cet achat est risqué, après une baisse continue tout au long de la journée. J'espère une hausse spectaculaire, mais je reconnais que c'est très improbable, et je me sens désespéré par la situation* ». Ce témoignage nous a poussé à nous poser la question de la répercussion émotionnelle sur le comportement des participants, et ce d'autant plus que le nombre total de transactions passées le dernier jour était sensiblement inférieur à ceux observés pour les deux autres journées (cf. Tableau 2). Dans cette optique, nous leur avons demandé au terme de l'expérience de nous retranscrire leurs émotions à la suite de cet annonce décevante. À cette fin, nous nous basons sur les travaux de Harmon-Jones et al. (2016) qui avancent que cette manière de procéder "sert à approuver les émotions par des souvenirs guidés par les scénarios émotionnels". Ceux-ci rejoignent ce qui est évoqué par Gueroui F. (2016), en ce sens que "les scénarios constitueraient un moyen efficace pour la détection, l'interprétation et l'organisation de l'information en matière de planification et de prise de décision stratégique ».

Par le scénario « colère », il est demandé aux participants de se rappeler d'un moment où la configuration générale du marché ne correspondait pas à leurs attentes et a eu un effet négatif sur la valeur de leur portefeuille.

Participant 212077 : ce participant ignorait que l'annonce des résultats de LVMH allaient provoquer une telle chute. De plus, cela était son seul coup risqué. L'émotion principale était la déception.

Participant 220528 : Durant le deuxième jour, ce participant a voulu réinvestir dans LVMH en espérant un rebond lors du troisième jour mais il ne s'est pas informé et le secteur du luxe a chuté durant le troisième jour. Les émotions principales étaient : le dégoût et la surprise. Le participant se sentait nul et maladroit.

Participant 190030 : Lors du troisième jour, la chute du CAC40 et de LVMH ont fait regretter le participant de ne pas avoir vendu la veille. Les émotions principales étaient : le regret.

Pour le scénario « peur », il était fait référence à une situation de danger par rapport à la valeur financière du portefeuille détenu.

Participant 190030 : La chute de LVMH a provoqué chez ce participant une hésitation entre la vente et l'attente. Il se sentait agacé car le marché évoluait dans le mauvais sens. Les émotions principales étaient : l'énervement, l'agacement et la colère.

Par le scénario « anxiété », l'objectif était de comprendre la manière avec laquelle les participants avaient anticipé une évolution négative du marché.

Participant 220528 : Lors du début du troisième jour, LVMH a chuté et ce participant ne voulait pas reproduire la situation de Schneider donc il a vendu les actions de LVMH qu'il détenait.

Le scénario « tristesse » demandait aux participants de se rappeler d'une perte importante subie qui était difficile voire impossible à surmonter.

Participant 212077 : Ce participant ignorait que l'annonce des résultats de LVMH allaient provoquer une telle chute. Les émotions principales étaient : la déception, l'acceptation et la persévérance.

Participant 223457 : Ce participant a investi au mauvais moment des quantités importantes dans LVMH et L'Oréal. Cela lui a fait subir une grosse perte. Les émotions principales étaient : la déception, la tristesse, l'espoir.

Participant 190030 : Lors du troisième jour, ce participant a revendu LVMH et Schneider car le marché était baissier. Il ne stressait pas car il savait que la situation était irrattrapable. Les émotions principales étaient : le calme, la relaxation, la détente et l'abandon.

Participant 190030 : À la fin du premier jour, ce participant a racheté LVMH et, lors du deuxième jour, cette action a pris de la valeur. Le participant se disait qu'il commençait à comprendre et avait envie que cela continue. Les émotions principales étaient : l'envie, l'ambition, la confiance, la volonté et l'espoir.

Le scénario « joie » visait à cerner un moment lors duquel un évènement très positif s'était déroulé.

Participant 223457 : Lors de la montée du cours de LVMH et de L'Oréal, ce participant avait hâte de vendre les actions pour tirer profit de ses gains. Les émotions principales étaient : la satisfaction, le contentement, la joie, l'enthousiasme et la confiance.

L'annonce des résultats moins bons que prévus de LVMH semble avoir pris de court les participants ; les témoignages recueillis et les mots utilisés démontrent un étonnement à la suite de cette publication conduisant à un développement d'émotions à coloration négative et à un sentiment d'abandon. Les participants se rendent compte qu'ils ne comprennent la manière avec laquelle les marchés développent certaines orientations et se posent en victimes, à tout le moins ils expriment leur impuissance devant des configurations qui leur échappent. Ce sentiment d'abandon peut, selon nous, expliquer la baisse importante des transactions le troisième jour de l'expérimentation.

Conclusion

Au terme de cette analyse, nous répondons par l'affirmative aux deux questions de recherche posées dans l'introduction du travail. En effet, premièrement, dans le cadre de l'expérimentation conduite, nous faisons le constat de postures moutonnières, à savoir que les participants s'accrochent à un sentiment de marché et à une configuration générale par rapport à certains titres sous le feu de l'actualité. Nous pensons, à ce niveau, que le marketing orchestré par les sites boursiers y est manifestement pour quelque chose. L'inflation informationnelle ne peut qu'orienter l'attention vers des titres et des entreprises bien particuliers. Et donc si nous validons l'hypothèse d'effets moutonniers, ceux-ci sont toutefois à mettre en parallèle avec d'autres biais et notamment « tout ce qui brille attire ».

Deuxièmement, en ce qui concerne les modifications émotionnelles au fil de l'expérience, nous remarquons que les désillusions induites par l'annonce des résultats de LVMH ont provoqué des modifications importantes dans les cadres émotionnels des participants. Les sentiments de joie observés durant les deux premières journées induites par les plus-values associées à la détention de titres LVMH ont laissé la place à des phénomènes de déception à la suite de l'annonce des résultats moins bons que prévus. Cette modification des champs émotionnels a provoqué des phénomènes d'abandon et de retrait. Les résultats obtenus au niveau de l'expérimentation mériteraient toutefois d'être confirmés en travaillant au départ d'un nombre plus important d'annonces et de participants.

Nous estimons que la sous-représentation des études qualitatives dans le domaine de la finance pose question, notamment lorsqu'il s'agit de comprendre et d'évaluer les émotions et les sentiments des investisseurs. Cette manière de procéder nous semble particulièrement pertinente dans la mesure où la finance comportementale met fortement l'accent sur la compréhension de la réalité psychologique et émotionnelle des individus afin de comprendre les processus décisionnels. Dans ce contexte, l'utilisation de la finance expérimentale soutenue par des protocoles scientifiques éprouvés pourrait améliorer la compréhension des mécanismes sous-jacents aux comportements des opérateurs boursiers.

Différentes pistes de développement pourraient être envisagées.

Premièrement, en suivant la même perspective méthodologique, il pourrait être intéressant de consolider les résultats en multipliant les perspectives et les outils méthodologiques à orientation qualitative (par exemple, l'administration de questionnaires, l'organisation d'entretiens semi-structurés et de groupes de discussion). Deuxièmement, l'analyse de la manière avec laquelle les attentes financières à la suite de transactions spécifiques pourraient façonner les processus décisionnels ultérieurs permettrait d'approcher la dérégulation émotionnelle qui pourrait influencer la construction et la reconstruction des stratégies d'investissement. Troisièmement, il serait pertinent de reproduire ce type d'expérience dans des environnements boursiers contrôlés, dans lesquels nous aurions la responsabilité de configurer l'orientation générale du marché. En effet, les biais étudiés semblent fortement dépendants de l'orientation du marché : par exemple, la confiance excessive devrait être plus fréquente sur les marchés haussiers que baissiers. De même, le contrôle de l'environnement boursier pourrait nous aider à comprendre la manière avec laquelle se forment les sentiments d'euphorie (avec une forte présence de confiance excessive) comparativement aux sentiments d'abandon (avec une forte présence du biais de disposition en lien avec la théorie du regret). Quatrièmement, l'utilisation d'instruments neurophysiologiques (sudation cutanée, variation du rythme cardiaque, etc.) pourrait renforcer les conclusions tirées des approches qualitatives.

ANNEXES

Annexe 1 : Pourcentage des opérations (achats et ventes confondus) dans les entreprises de l'indice

Entreprise	Nombre opérations	%
Accor Hotels	18	0,0571
Air Liquide	13	0,0412
Airbus	6	0,019
Arcelor Mittal	9	0,0286
Axa	11	0,035
Bnp Paribas	12	0,038
Bouygues	4	0,0127
CapGemini	11	0,035
Carrefour	12	0,038
Crédit Agricole	7	0,0222
Danone	4	0,0127
Dassault Aviation	5	0,0159
Edenred	2	0,0063
Engie	3	0,0095
EssilorLuxottica	6	0,019
Eurofins Scient.	3	0,0095
Hermes	16	0,0508
Kering	8	0,0254
Legrand SA	7	0,0222
L'Oréal	15	0,0476
LVMH	30	0,0952
Michelin	9	0,0286
Orange	2	0,0063
Pernod Ricard	10	0,0317
Publicis Groupe	4	0,0127
Renault	4	0,0127
Safran	2	0,0063
Saint Gobain	4	0,0127
Sanofi	6	0,019
Schneider Electric	16	0,05
Société Générale	12	0,0381
Stellantis	8	0,0254
STMicroelectronics	13	0,0413
Téléperformance	5	0,0159
Thales	3	0,0095
Total Energies	8	0,0254
Vinci	7	0,0222
Total	315	1

BIBLIOGRAPHIE

- Ackert, L. F., Church, B. K., Tompkins, J., & Zhang, P. (2005). What's in a name? An experimental examination of investment behavior. *Review of Finance*, 9(2), 281-304. <https://doi.org/10.1007/s10679-005-7594-2>
- Aljifri, R. (2023). Investor psychology in the stock market: An empirical study of the impact of overconfidence on firm valuation. *Borsa Istanbul Review*, 23(1), 93-112.
- Barber, B., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292. <https://doi.org/10.1162/003355301556400>
- Beaubrun-Diant, K., & Maury, T. (2016). Home tenure, stock market participation, and composition of the household portfolio. *Journal of Housing Economics*, 32, 1-17.
- Benjana, H., & Yamani, O. (2022). Psychology of investors: Reexamination of the traditional finance. *Revue Contrôle, Comptabilité, Audit*, 6(1), 1-22.
- Bloomfield, R., & Anderson, A. (2009). Experimental finance. *Johnson School Research Paper Series*, 23, 22 pages.
- Bourghelle, D., & Brandouy, O. (2006). Sensitivity of financial markets to macroeconomic information: A conventionalist reading. In *L'économie des conventions, Méthodes et Résultats*, 209-226.
- Bulent, T., Neslihan, Y., & Recep, B. (2016). What factors affect behavioral biases? Evidence from Turkish individual stock investors. *Research in International Business and Finance*, 37, 515-526.
- Chandra, A. (2008). Decision making in the stock market: Incorporating psychology with finance. *National Conference on Forecasting Financial Markets of India*, 28 pages.
- Chanut, V., Guibert, N., & Rojot, J. (2011). La rationalité limitée en gestion : état des lieux et perspectives. *Management & Avenir*, 48(8), 94-96. <https://doi.org/10.3917/mav.048.0094>
- Charreaux, G., & Albouy, M. (2017). La construction de la théorie financière moderne : De la finance néoclassique à la finance néoinstitutionnelle et comportementale. Une introduction aux grands auteurs en finance. In M. Albouy (Ed.), *Les Grands Auteurs en Finance* (pp. 4-54). Caen: EMS Editions.
- Chen, C., Lu, X., & Zhang, Y. (2023). Is attention-based stock buying profitable? Empirical evidence from Chinese individual investors. *Pacific-Basin Finance Journal*, 82. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102120>

- Chen, G., Kim, A., Nofsinger, R., & Rui, M. (2007). Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 20, 425–451.
- Claudon, P., & Weber, M. (2009). L'émotion : Contribution à l'étude psychodynamique du développement de la pensée de l'enfant sans langage en interaction. *Devenir*, 21(1), 61-99.
- Clochard, G., Hollard, G., & Perez, F. (2018). Richard H. Thaler et les limites de la rationalité. *Revue d'économie politique*, 128(4), 535-548.
- Domeignoz, C., & Morin, E. (2016). Les émotions ont leur raison, qu'il convient d'écouter. *Entreprendre & Innover*, (2), 7-15. <https://doi.org/10.3917/entin.029.0007>
- Dorn, D., & Sengmueller, P. (2009). Trading as entertainment? *Management Science*, 55(4), 591-603.
- Finet, A., & Laznicka, J. (2025). Methodological research keeping in mind emotional dysregulation: How to build an experimental design. *Psychology and Behavioral Sciences*, 14 (1), 7-18.
- Finet, A., Kristofordis, K., & Laznicka, J. (2025). How to design a financial market experimentation: The qualitative approach. *International Journal of Social and Administrative Sciences*, forthcoming, 16 pages.
- Finet, A., Laznicka, J., & Palumbo, H. (2024). From which planet do they come from? Biases in trading strategies: Does the gender matter? *The International Journal of Business & Management*, 12(12), 1-11.
- Finet, A., Kristoforidis, K., & Viseur, R. (2022). De la composante genre dans les activités de trading : Une étude exploratoire. *La Revue des Sciences de Gestion*, 313, 43-51.
- Finet, A., Kristoforidis, K., & Viseur, R. (2022). Les instruments de prises de décisions en situation de trading : Une étude exploratoire. *La Revue du Financier*, 44(248), 4-18.
- Finet, A., Kristoforidis, K., & Viseur, R. (2021). L'émergence de biais comportementaux en situation de trading : Une étude exploratoire. *Revue Recherches en Sciences de Gestion*, 146, 147-182.
- François, P. (2008). *Sociologie des marchés*. Collection U. Armand Colin.
- Gambaro, M., & Puglisi, R. (2015). What do ads buy? Daily coverage of listed companies on the Italian press. *European Journal of Political Economy*, 39, 41-57. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2015.03.008>
- Gao, H., Shi, D., & Zhao, B. (2021). Does good luck make people overconfident? Evidence from a natural experiment in the stock market. *Journal of Corporate Finance*, 68, 18 pages.

- Gueroui, F. (2016). La conception et l'usage de la méthode des scénarios. *Management & Avenir*, 87(5), 15-34. <https://doi.org/10.3917/mav.087.0015>
- Gouin, R., & Harguindéguy, J. (2007). De l'usage des sciences cognitives dans l'analyse des politiques publiques. *Swiss Review for Political Science*, 13(3), 369-393.
- Gouin, R., & Harguindéguy, J. (2009). Retour de la "rationalité limitée" et cognition forte : enjeux et intérêts pour le renouvellement de l'analyse des politiques publiques. *10e Congrès de l'AFSP, section 39 : Les mobilisations ethnolinguistiques en Europe, axe 1 : Les concepts et les approches : flux et reflux*, AFSP, Sep 2009, Grenoble, France, 11 pages.
- Grether, D. (1981). Financial incentive effects and individual decision-making. *Social Science Working Paper*, 401, 13 pages.
- Harmon-Jones, C., Bastian, B., & Harmon-Jones, E. (2016). The discrete emotions questionnaire: A new tool for measuring state self-reported emotions. *PloS One*, 11(8), e0159915.
- Javed, H., Bagh, T., & Razzaq, S. (2017). Herding effects, overconfidence, availability bias and representativeness as behavioral determinants of perceived investment performance: An empirical evidence from Pakistan stock exchange. *Journal of Global Economics*, 6(1), 13 pages.
- Jlassi, M., Naoui, K., & Mansour, W. (2014). Overconfidence behavior and dynamic market volatility: Evidence from international data. *Procedia Economics and Finance*, 13, 128–142.
- Junghans, P. (2016). L'irrationalité au cœur du traitement de l'information par le dirigeant de grande entreprise. *I2D - Information, données & documents*, 53(1), 12-14.
- Karlsson, N., Loewenstein, G., & Seppi, D. (2009). The ostrich effect: Selective attention to information. *Journal of Risk and Uncertainty*, 38(2), 95-115.
- Lerner, J. S., Li, Y., Valdesolo, P., & Kassam, K. S. (2015). Emotion and decision making. *Annual Review of Psychology*, 66(1), 799-823. <https://doi.org/10.1146/annurev-psych-010213-115043>
- Levy, M., & Tasoff, J. (2017). Exponential-growth bias and overconfidence. *Journal of Economic Psychology*, 58, 1–14.
- Libby, R., Bloomfield, R., & Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 775–810.
- Luu, T., Quang, L., Nguyen Diep, & Duong, K. (2023). Behavioral factors influencing individual investors' decision making in the Vietnam market. *Journal of Eastern European and Central Asian Research*, 10(2), 264-280.

Merkle, C. (2017). Financial overconfidence over time: Foresight, hindsight, and insight of investors. *Journal of Banking and Finance*, 84, 68-87.

Mouna, A., & Jarboui, A. (2015). A study on small investors' sentiment, financial literacy and stock returns: Evidence for emerging markets. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 3(1), 10-19.

Mwita, K. (2022). Strengths and weaknesses of qualitative research in social science studies. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 11(6), 618-625.

Nofsinger, J. (2010). Household behavior and boom/bust cycles. *Journal of Financial Stability*, 8, 161-173.

Pérez-Sánchez, J., & Delgado, A. R. (2022). A metamethod study of qualitative research on emotion regulation strategies. *Papeles del Psicólogo*, 43(2), 103-109.
<https://doi.org/10.23923/pap.psicol.2989%0D>

Piluso, N. (2007). Le rôle de l'incertitude dans la théorie du chômage de Keynes. *Cahiers d'Économie Politique*, L'Harmattan, 13 pages.

Postel, N. (2008). Incertitude, rationalité et institution : Une lecture croisée de Keynes et Simon. *Revue Économique*, 59(2), 265-289.

Raheja, S., & Dhiman, B. (2017). Influence of personality traits and behavioral biases on investment decision of investors. *Asian Journal of Management*, 8(3), 819-826.
<https://doi.org/10.5958/2321-5763.2017.00129.9>

Roland-Lévy, C., & Kmiec, R. (2016). La crise et ses représentations : L'apport de la psychologie économique. *Idées économiques et sociales*, 183(1), 23-29.
<https://doi.org/10.3917/idee.183.0023>

Severin, M. I., Raes, F., Notebaert, E., Lambrecht, L., Everaert, G., & Buysse, A. (2022). A qualitative study on emotions experienced at the coast and their influence on well-being. *Frontiers in Psychology*, 13, 902122. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.902122>

She, S., Eimontaite, I., Zhang, D., & Sun, Y. (2017). Fear, anger, and risk preference reversals: An experimental study on a Chinese sample. *Frontiers in Psychology*, 8, 1371.
<https://doi.org/10.3389/fpsyg.2017.01371>

Toma, F. (2015). Behavioral biases of the investment decisions of Romanian investors on the Bucharest Stock Exchange. *Procedia Economics and Finance*, 32, 200–207.

Tran, L. (2018). Herbert Simon et la rationalité limitée. *Regards croisés sur l'économie*, 1(22), 54-57.

Widyarini, I. (2017). The role of negative moral emotions (anger and disgust) in ethical decision making. In *8th International Conference of Asian Association of Indigenous and Cultural Psychology (ICAAIP 2017)* (pp. 244-250). Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/icaaip-17.2018.57>

Wu, C., Schulz, E., Pleskac, T., & Speekenbrink, M. (2022). Time pressure changes how people explore and respond to uncertainty. *Scientific Reports*, 8(1).

Zheng, Z., Tang, K., Liu, Y., & Guo, J. M. (2021). Gender and herding. *Journal of Empirical Finance*, 64, 379-400. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2021.10.005>