FACULTE DES SCIENCES
ECONOMIQUES ET DE GESTION DE NABEUL

Université de Carthage
Faculté Des Sciences Economiques et de Gestion de Nabeul
Année Universitaire : **2015-2016**

Parcours : Master FEM		
Matière : Finance comportementale (corrigé)		
Session : Principale	**Semestre** : S2	**Durée** : 2h
Enseignante : Meryem BELLOUMA		

1- **Démontrez comment l'émergence des diverses crises ravive de façon continue le débat autour de l'hypothèse selon laquelle les cours reflètent à tout moment la valeur fondamentale des titres.**

Depuis les années 2000, un nouveau corpus théorique découlant de travaux menés à l'origine par des psychologues a été repris par des chercheurs en finance, à l'instar des travaux de Tversky et Kahneman (1979). Le point de départ de la finance comportementale a été de tester la rationalité des agents et les axiomes associés. Les conclusions des psychologues et autres membres de cette discipline ont été les suivantes : • les axiomes d'indépendance et de transitivité sont souvent dépassés par des décisions individuelles ; • les investisseurs ont un comportement moutonnier; • les investisseurs ne suivent pas la règle de Bayes ; • les investisseurs sont sur-confiants ; • les investisseurs simplifient les choix complexes à l'aide de règles et de raccourcis nommés heuristiques. L'ensemble de ces constatations a conduit les chercheurs à rejeter l'hypothèse de rationalité des agents et, par conséquent, le corollaire de l'efficience informationnelle des marchés financiers. on suppose que les investisseurs sont censés connaî- tre et avoir la capacité cognitive de traiter toute l'information disponible, de manière à étudier toutes les possibilités qui s'offrent à eux et à prendre des décisions optimales leur permettant de maximiser leur utilité. Mais, bien que la théorie de l'efficience informationnelle ait acquis un large crédit dans le milieu tant académique que professionnel et malgré sa vérification, l'émergence des diverses crises ravive de façon continue le débat autour de l'hypothèse selon laquelle les cours reflètent à tout moment la valeur fondamentale des titres.

2- **Les modèles consacrés à l'explication des phénomènes de bulle soulignent l'importance de l'optimisme des investisseurs durant la phase de gonflement de ces bulles : ils sont prêts à acheter un titre à un prix supérieur à sa valeur fondamentale parce qu'ils anticipent la possibilité de le revendre à des investisseurs encore plus optimistes qu'eux. Expliquez le biais d'optimisme en le comparant au biais d'excès de confiance.**

Plusieurs modèles ont été consacrés à l'explication des phénomènes de bulle, et tous ont souligné l'importance de l'optimisme des investisseurs durant la phase de gonflement de ces bulles. À ce propos, les investisseurs sont prêts à acheter un titre à un prix supérieur à sa valeur fondamentale parce qu'ils anticipent la possibilité de le revendre à des investisseurs encore plus optimistes qu'eux. À noter que ce modèle repose sur une hypothèse forte: l'absence de ventes à découvert, où seuls les investisseurs optimistes prennent des positions longues, puisque l'interdiction des ventes à découvert empêche les investisseurs pessimistes d'œuvrer massivement sur les marchés. Plus la différence d'opinion entre les investisseurs optimistes et pessimistes est forte, plus les prix seront élevés sur les marchés. Les prix reflètent essentiellement l'opinion des investisseurs optimistes et atteignent alors un niveau

supérieur aux fondamentaux. Ces études ont donc aisément été reprises pour tenter d'expliquer la formulation de la bulle internet, où il était impossible de vendre à découvert la majorité des petites sociétés cotées. En revanche, l'excès de confiance va plus loin que le biais d'optimisme et renvoie au fait de surestimer ses capacités personnelles. De ce fait, si les investisseurs sont sur confiants, ils ne peuvent être à l'écoute de l'opinion des autres. Ainsi, la sur confiance des investisseurs a pour conséquence une sur réaction à leurs signaux privés, qui débouche sur une autocorrélation négative des rentabilités à long terme. La sur confiance résulte du fait que les investisseurs attachent trop d'importance à leur information privée. En décidant de prendre des positions acheteuses, ils vont provoquer une hausse des prix qui n'aurait pas lieu d'être. Cette situation durera tant que l'information publique n'aura pas rétabli la situation.

3- **Interprétez l'hypothèse fondamentale de la finance comportementale : « L'arbitrage des agents rationnels est limité » en montrant les divergences avec les fondements de la finance classique.**

La finance comportementale se démarque de la finance de marché sur ce point. Cette hypothèse découle du risque de prix : en cas de déviation du prix, on n'est jamais sûr que le prix retrouvera sa valeur fondamentale, ou qu'il le retrouvera dans un horizon proche. Le temps que mettra le prix pour revenir à sa valeur fondamentale est suffisamment long et aléatoire pour les arbitrages contre les écarts anormaux de prix soient risqués. L'approche comportementale introduit ici l'incertitude des anticipations dans le raisonnement. S'il existe des perturbations irrationnelles, les arbitrages rationnels seront risqués et les décisions "compensatoires" ne seront donc pas systématiques.
Par exemple, en cas de hausse excessive du cours de certaines actions, l'arbitrage rationnel, qui consisterait à revendre les actions surévaluées, comporte un risque, car l'investisseur fondamentaliste est confronté à deux incertitudes : les titres sont-ils réellement surévalués (les performances futures des entreprises peuvent prouver le contraire) et combien de temps va durer la hausse des cours (la revente immédiate peut engendrer des pertes si l'écart de prix augmente encore) ? Ce fut le cas durant les années 1980 des actions japonaises.

4- Montrez comment la dimension comportementale complique l'analyse disciplinaire traditionnelle instaurée par les mécanismes de gouvernance.

La dimension comportementale complique l'analyse disciplinaire traditionnelle en remettant en cause les vertus présumées de certains mécanismes. Ainsi, pour Morck (2004), l'indépendance formelle des administrateurs est insuffisante si, en raison du sentiment de loyauté éprouvé habituellement vis-à-vis de l'autorité légitime, ils n'exercent pas un véritable contrôle du dirigeant. Paredes (2003, 2005), qui plus est, suggère que certaines mesures, au cœur de la conception disciplinaire de la gouvernance, seraient à même de renforcer les biais comportementaux. Par exemple, le niveau élevé des rémunérations, qui résulte de la mise en place des systèmes incitatifs (bonus, stock options), amplifierait le sentiment de surconfiance des dirigeants en leur adressant un signal très positif sur leurs compétences. Plus largement, l'instauration systématique de garde fous aurait un effet similaire en donnant l'illusion aux dirigeants qu'ils sont prémunis contre tous les types d'erreurs. Or, comme le souligne Roe (2003), dans sa critique du modèle juridico-financier de la gouvernance, les garde fous, notamment juridiques, visent principalement à protéger contre les comportements peu scrupuleux des dirigeants et non contre leurs erreurs de jugement. Si ces mécanismes

parviennent à réduire les coûts d'agence dus à l'opportunisme, ils échouent à corriger les erreurs de gestion se manifestant, par exemple, par une exploitation sous-optimale des opportunités d'investissement. Enfin, même le postulat naïf, selon lequel la transparence en matière d'information n'aurait que des effets bénéfiques, peut être battu en brèche. La transparence entraînerait une surcharge d'information pouvant provoquer une dégradation de la qualité des décisions : « trop d'information tue l'information ».

La prise de conscience des effets négatifs, tant des biais comportementaux sur les coûts d'agence que des mécanismes disciplinaires sur les biais, conduit à enrichir les réflexions sur les systèmes de gouvernance que ce soit sur le plan explicatif ou normatif.

Dans une perspective explicative, l'introduction des biais conduit à considérer que les systèmes réels de gouvernance ont pour objectif non seulement de réduire les coûts d'agence au sens traditionnel, mais également les coûts comportementaux qui se surajoutent à ces derniers. Comme déjà souligné, la composition hybride et le rôle réel du conseil d'administration, qui dépasse la seule fonction disciplinaire, peuvent s'expliquer sur la base d'arguments comportementaux (Cox et Munsinger, 1985 ; Bainbridge, 2002 et Langevoort, 2001). Le contenu de la loi sur les sociétés peut également être réinterprété en ce sens, en particulier pour les aspects touchant à la protection des investisseurs financiers. Il est même possible d'en déduire une théorie des systèmes nationaux de gouvernance, alternative aux théories juridico-financières ou politiques (pour une synthèse voir Charreaux, 2004), certains biais comportementaux étant contingents au contexte culturel. Le risque, bien entendu, de tomber dans le piège du déterminisme culturel simpliste n'est pas absent, mais de même que la formation du cadre juridique d'un pays reçoit souvent une explication de nature historique (voir par exemple, Acemoglu, Johnson et Robinson, 2001), certains biais collectifs semblent être apparus au cours de l'histoire. Ainsi, le sentiment majoritairement hostile au marché financier, présent dans certaines nations, semble trouver son origine dans les spoliations

collectives d'ampleur nationale qui les ont frappées à certaines époques et il est vraisemblable que ces biais ont joué un rôle dans la structuration des systèmes de gouvernance. L'hostilité envers la finance de marché a pu conduire à renforcer le rôle des banques et des formes de gouvernance associées. L'évolution des biais comportementaux collectifs, à la suite de crises majeures, peut fournir une explication aux phénomènes de retournement constatés par Rajan et Zingales (2003) dans certains pays comme la France dont le développement financier, sur la base du critère Capitalisation boursière/PNB, était supérieur à celui des Etats-Unis au début du 20e siècle. Plus généralement, l'analyse des systèmes de gouvernance peut être enrichie en considérant les rôles de débiaiseur ou de protection contre les biais joués par les mécanismes de gouvernance, rôles qui diffèrent substantiellement de la fonction disciplinaire entrevue habituellement sous le seul angle de la lutte contre l'opportunisme.

5- En vous référant aux enseignements de la finance comportementale, expliquez comment la décision de financement a été perçue.

Voir partie du cours qui explique la différence entre la décision de financement selon les adeptes de la finance comportementale et la finance classique en se référant à la théorie du financement hiérarchique.

6- Les adeptes de la finance comportementale ont présenté des indices mesurant les sentiments des investisseurs :
Comment ces indices ont-ils évolué?
Après avoir exposé les indices (voir chapitre 4), l'étudiant doit montrer comment ces indices sont partis de la simple distinction entre les optimistes et les pessimistes à une étude plus approfondie de l'étude du sentiment de l'investisseur selon les différentes épisodes de fluctuation des cours des titres en allant vers l'intégration d'autres facteurs macroéconomiques.

Dans quelles mesure ces indices présentent –ils des limites quant à l'appréhension de la réalité sur le marché?
(voir les limites – question de cours)

7- Quelles sont les étapes préconisées par la finance comportementale lors de la prise de décision d'investissement? Quelles sont les divergences notées par rapport au raisonnement de la finance classique ?

Voir partie II du cours (chapitre relatif aux étapes de choix d'investissement)
Les divergences avec la finance classique :
En finance comportementale, l'investisseur mémorise les investissements antérieurs et est influencé.
Les biais comportementaux altèrent l'interprétation du choix, alors qu'en finance classique, les investisseurs se basent sur des critères rationnels (VAN, TRI…)

8- Identifiez la différence entre les notions d'aversion au risque et l'aversion aux pertes?.

L'aversion au perte est une notion apportée par la théorie des perspectives qui caractérise la situation d'un investisseur qui est passé par une succession de série de pertes. L'aversion au risque est une notion classique qui est utilisé indifféremment du scénario précédent (gain, perte).