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

Parcours : Master FEM		
Matière : Finance comportementale (corrigé)		
Session : Rattrapage	**Semestre** : S2	**Durée** : 2h
Enseignante : Meryem BELLOUMA		**Nombre de Page(s) :** 5

Remarque : l'examen est évalué sur la base de raisonnement clair de l'étudiant. Le barème tient en compte la capacité de l'étudiant à rédiger, à développer des liens entre les idées et surtout à sélectionner les informations essentielles pour répondre à la question de l'examen.

Introduction.

La théorie financière «classique» repose sur le postulat fondamental de la maximisation de la valeur de la firme. Les dirigeants des firmes doivent agir dans le but de maximiser cette valeur (théorie de l'agence). Les actionnaires arbitrent entre les rentabilités offertes sur les marchés financiers en fonction du niveau de risque accepté par chacun. Ceci suppose un fonctionnement efficient des marchés financiers. L'introduction de l'évaluation à la juste valeur tend en effet à caler l'évaluation des actifs et des passifs sur les valeurs du marché. La valeur comptable d'une entreprise tendrait ainsi, *in fine*, à rejoindre son cours boursier. Par conséquent, la question posée est de savoir si la théorie financière classique parvient à expliquer encore le fonctionnement des marchés financiers ou si elle est en train actuellement de se faire dominer par l'émergence d'un nouveau champ d'investigation, qui prend en compte le comportement des individus : la finance comportementale.

Point 1 : Les fondements de la théorie financière classique

La théorie financière puise ses origines dans la théorie économique classique. Toute organisation (entreprises, marchés, etc.) est conçue comme une boîte noire. Les marchés financiers qui régulent les économies, vont être étudiés uniquement à partir des prix affichés.

Principale théorie (la plus étudiée et qui va servir de piliers à de nombreuses autres théories financières) : l'efficience des marchés financiers. Plusieurs approches ou définitions ont été proposées à travers la littérature.

Vision «historique» à travers des travaux comme ceux de Bachelier (1900) : un marché efficient est un marché sur lequel on ne peut pas prévoir les rentabilités futures des titres (notion de marche au hasard des prix des titres).

Selon E. Fama (1965), un marché financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché, est immédiatement intégré dans le prix de cet actif. Comme toute l'information est déjà prise en compte dans les cours, il ne peut donc exister de délits d'initiés. Il existe différentes formes d'efficience informationnelle traduisant la capacité des prix à refléter, à tout instant, l'ensemble de l'information disponible :

- les informations connues et publiées (forme faible) ;
- les informations présentes et disponibles (forme semi-forte) ;
- les informations non encore publiées mais détenues par des personnes privilégiées (forme forte).

Enfin, M. Jensen (1978) ajoute que, sur les marchés efficients, les prix des actifs cotés intègrent les informations les concernant de telle manière qu'un investisseur ne peut, en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transaction engendrés par cette action.

L'efficience des marchés financiers repose, initialement et pour l'essentiel, sur plusieurs conditions :

- la rationalité des investisseurs : les agents économiques cherchent à maximiser le gain qu'ils peuvent réaliser pour un niveau de risque donné par rapport aux informations qu'ils reçoivent (renvoie à *l'homo- economicus*) ;
- La libre circulation de l'information et réaction instantanée des investisseurs : l'information doit être diffusée simultanément auprès de tous les agents économiques ;
- la gratuité de l'information : les agents économiques peuvent obtenir les informations sur le marché financier sans coûts supplémentaires ;
- l'absence des coûts de transactions et d'impôts : les investisseurs peuvent agir librement sur le marché financier sans que des coûts viennent annuler leurs gains potentiels réalisables ;
- l'atomicité des investisseurs : aucun investisseur ne doit pouvoir influencer le marché par sa simple intention de vendre ou d'acheter une masse importante de titres ;
- la liquidité : le prix de l'actif ne doit pas pouvoir varier pour des problèmes de liquidité…

L'efficience a été formulée, de manière implicite ou explicite, comme hypothèse fondamentale à de nombreux modèles de finance de marchés qui ont permis des avancées et des résultats importants dans l'histoire. On peut citer :

- Les théorèmes de Modigliani-Miller ;
- La théorie de la gestion et de la diversification de portefeuilles (Markowitz) ;
- Le MEDAF et l'APT (W. Sharpe et S. Ross) ;
- Les modèles optionnels (formule de Black & Scholes ou de Cox, Ross, Rubinstein)…

<u>Point 2 : Les reproches adressés à la théorie des marchés financiers</u>

A partir des années 80, de nombreuses études et recherches (principalement aux Etats-Unis) ont fait apparaître des contradictions (anomalies ? dysfonctionnement ?) ou des limites (hypothèses levées ? absence de dimensions humaines des marchés) à ces théories «classiques». Deux notions ont plus particulièrement remis en cause ce cadre classique :

- la rationalité des comportements des investisseurs ;
- l'arbitrage, qui est perçu finalement une technique limitée et risquée.

En effet, il existe des configurations de marché dans lesquelles les conduites ignorantes ou irrationnelles des individus (article de F. Black en 1986, intitulé «*Noise*») en sont suivies simultanément par un grand nombre d'investisseurs (hypothèse de corrélation) de telle sorte que leur impact sur les prix est effectif. Dans ce cas l'arbitrage n'est plus capable de faire obstacle aux dérives de cours engendrées par la présence des investisseurs irrationnels tel que l'indique la théorie classique.

Par ailleurs, la prise en compte des mécanismes d'organisation et de fonctionnement des marchés financiers (théorie de la microstructure des marchés financiers) rend caduque en partie l'argument de l'arbitrage :

- tous les titres ne sont pas parfaitement substituables sur les marchés ;
- les mécanismes de fixation des prix jouent un rôle non négligeable (systèmes d'enchères, cotation en continu ou au fixing, etc.) ;
- l'erreur d'évaluation, qui peut parfaitement perdurer et même s'aggraver ;
- des frictions observées sur les marchés (coûts de transaction, taxes, etc.).

Dans ce cas, sous l'action des investisseurs irrationnels, le prix peut s'écarter de manière durable de la valeur fondamentale sans que les arbitragistes rationnels ne puissent ramener entièrement le cours de l'action à sa valeur fondamentale en raison du risque de prix. Ainsi, à partir de la remise en cause de ces deux hypothèses - les investisseurs ne sont pas pleinement rationnels et l'arbitrage reste limité - le marché cesse d'être efficient.

Faux, prétendent certains défenseurs de l'hypothèse d'efficience (Fama, 1991 et 1998 ; Jensen, 2004). Lorsque des comportements irrationnels sont le résultat de choix indépendants, ils ne sont pas corrélés et se compensent mutuellement. Leurs effets s'annulent sans qu'il y ait besoin d'intervention active de la part des autres investisseurs rationnels. Même dans le cas où les estimations des investisseurs irrationnels sont corrélées, il est possible que l'efficience l'emporte par la force de l'arbitrage : en se portant acheteurs sur les titres sous-évalués et vendeurs sur les titres surévalués, les individus rationnels interdisent aux prix de s'écarter des valeurs fondamentales.

Point 3 : Les apports de la finance comportementale ***(Behavioral Finance)***

La finance comportementale remet en question le postulat de rationalité des investisseurs et utilise la psychologie pour tenter de comprendre certaines situations où les marchés ne sont pas efficients. L'idée est que la psychologie peut aider à comprendre le comportement des cours boursiers (en particulier la validation et la fixation de cette hypothèse d'efficience) et qu'elle permet d'expliquer certains phénomènes, comme les anomalies boursières (effets janvier, week-end, etc.), les bulles observées sur les marchés et les krachs. Elle découle des travaux de A. Tversky et D. Kahneman (1974, 1979) sur la structure des décisions à prendre (prix Nobel d'économie en 2002). Par exemple, R. Thaler (1993) indique que, pour trouver une solution à un problème empirique (financier), il est nécessaire de déterminer l'état ou la situation dans laquelle certains agents, appartenant à l'économie, agissent d'une façon moins importante que l'ensemble des agents rationnels. Ce courant de pensée, va donc recenser les *travers de comportement* et leurs effets sur les marchés financiers, sous forme d'*anomalies de prix ou de rendement*.

Les travers de comportement sont :

- *cognitifs* (erreur dans la prise de décision et/ou le comportement adopté face à une situation donnée résultant d'une faille ou d'une faiblesse dans le traitement des informations disponibles), liés à la compréhension (cadrage...), à la mémoire (ancrage mental...), aux habitudes mentales (ou heuristiques) ;
- *émotionnels* (peurs, envies, admirations, répulsions, fierté, etc.) ;
- *individuels* ou *collectifs* (comportement de groupe ou de foule, mimétisme, etc.) ;
- *prophéties auto-réalisatrices* (on me dit que cette action va monter donc j'achète, d'autres en font autant, ça monte, mon conseil a eu raison ; l'analyse technique constitue par exemple un outil de validation de ce type de comportement).

Les *anomalies de marché*. On peut par exemple expliquer en partie le phénomène de tendance boursière, haussière ou baissière, par une suite de sous-réactions et surréactions collectives aux informations. Ces tendances peuvent aboutir, par effet d'entraînement et d'exacerbation à des niveaux de prix extrêmes et disproportionnés par rapport aux fondamentaux économiques.

Ainsi, le champ de la finance comportementale a pour objet la construction d'un modèle plus détaillé du comportement de l'investisseur. Deux grands courants peuvent être avancés :

- l'élaboration d'une théorie appelée « héorie des perspectives» qui se présente comme alternative à la théorie d'utilité avec la prise en compte de facteurs comportementaux plus réalistes susceptibles de mieux expliquer les agissements des investisseurs ;
- l'identification des biais comportementaux permet d'analyser un bon nombre de phénomènes considérés par la théorie de l'efficience comme des anomalies. Les biais comportementaux des investisseurs sont principalement l'aversion à la perte (elle stipule que les individus sont beaucoup plus sensibles aux pertes qu'aux gains) et la confiance excessive (attribution systématiquement d'une pondération plus importante pour certains types d'information et d'une pondération moins importante pour d'autres). Ce dernier courant a fait l'objet de développement plus important.

Conclusion

La finance comportementale remet-elle en cause la finance classique concernant les marchés financiers ? Probablement.

L'avenir le dira plus sûrement mais à ce jour l'absence de cadres formels et de théories unifiées en finance comportementale (en particulier sur les biais comportementaux et l'irrationalité) laissent planer un doute. Par conséquent, il n'est pas possible de rejeter la théorie financière classique dans son ensemble, car elle demeure une base de référence pour les praticiens et les théoriciens. Il appartient simplement aux chercheurs de l'améliorer de manière à mieux comprendre les mécanismes des marchés financiers.