

25 ans de finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme

Par Mickaël Mangot

La finance comportementale a émergé comme domaine d'études académiques aux Etats-Unis au début des années 1980 avec les premières contributions d'un petit groupe de professeurs de finance (Hersh Shefrin, Robert Schiller, Werner De Bondt, Richard Thaler) intéressés par l'étude des comportements des investisseurs et des mouvements de marché sans parti pris théorique. Très vite, ils se sont mis à échanger régulièrement avec des psychologues comme Daniel Kahneman et Amos Tversky spécialisés dans l'étude des comportements individuels en univers risqué. Vingt-cinq ans plus tard, la finance comportementale a cessé depuis longtemps d'être un courant de recherche à la marge et s'est imposée comme le paradigme le plus à-même de remplacer l'approche néoclassique dominante en finance depuis les années 1950. Cette approche standard se voulait construite autour de deux postulats centraux: la rationalité des individus et l'efficacité des marchés. Forte de ces deux piliers, l'approche standard a pu modéliser de manière élégante les équilibres de marchés avec des conclusions fortes aussi bien au niveau microéconomique (à l'équilibre tous les agents atteignent leur optimum avec des portefeuilles qui maximisent le couple rentabilité-risque) que macroéconomique (les prix de marché reflètent parfaitement les valeurs fondamentales compte tenu de l'information disponible). Dans une approche radicalement opposée, la finance comportementale ne postule pas que les investisseurs sont rationnels pour ensuite déduire de ce postulat des prédictions concernant les équilibres de marché. S'inspirant de la psychologie, la finance comportementale observe empiriquement les comportements réels des investisseurs à partir de différents matériaux (questionnaires, expériences en laboratoire, décisions de la vie réelle...) et compare ces observations aux mouvements de cours sur les marchés. Dans de nombreux cas, les observations répétées induisent que les prémisses aussi bien que les conclusions de la théorie néoclassique sont fausses, invitant l'ensemble de la finance à changer de paradigme.

1. Finance comportementale 1.0 (années 1980-1990): identifier les erreurs des investisseurs et celles des marchés

Les premières années de la finance comportementale ont été marquées par une avalanche de découvertes concernant les comportements individuels des investisseurs et ceux des marchés.

1.1. Préférences, heuristiques et biais des investisseurs

- Les préférences: la finance comportementale a rapidement montré que les préférences (c'est-à-dire les inclinations subjectives permettant à un individu de choisir entre différentes options) des investisseurs ne sauraient se résumer à la seule aversion au risque, dont la conceptualisation remonte au 18^{ème} siècle et aux travaux pionniers de Daniel Bernoulli. Plus complexes, les préférences des investisseurs, synthétisées en 1979 par Kahneman et Tversky dans leur théorie des perspectives, incluent généralement une asymétrie de comportement entre gains et pertes et une plus grande sensibilité aux pertes qu'aux gains (soit une aversion aux pertes). Par ailleurs, les performances sont perçues par l'individu comme étant des gains ou des pertes à

partir d'une comparaison à un point de référence, lequel n'est pas toujours le prix d'achat et varie, au contraire, selon les circonstances.

- Les heuristiques et les biais associés : autre champ fertile de la recherche en finance comportementale, l'étude des heuristiques de jugement et de décision (c'est-à-dire des règles de décision frugales, automatiques et souvent inconscientes, qui aboutissent à des solutions rapides mais non-optimales) a débouché sur l'observation de multiples biais comportementaux chez les particuliers et les professionnels, notamment la tendance à prendre des décisions à partir d'informations reposant sur des échantillons trop petits (heuristique de représentativité) et facilement disponibles à l'attention et la mémoire (disponibilité). Par exemple, l'estimation des rentabilités à venir sur les marchés est souvent fortement influencée par les rentabilités observées dans le passé récent (biais momentum) et l'estimation du risque à venir par l'expérience de la matérialisation passée du risque. Une conséquence directe est que les investisseurs ont tendance à surestimer les rentabilités et à sous-estimer le risque après une hausse durable des marchés et inversement à être trop pessimistes et surestimer le risque lorsque les marchés ont déjà beaucoup chuté. Une autre heuristique bien éprouvée est la diversification naïve, la tendance des investisseurs à chercher à diversifier leurs actifs sans néanmoins prendre en compte les corrélations entre ces actifs, limitant de fait l'impact positif de la diversification sur la réduction du risque total de leurs portefeuilles.
- Les autres biais comportementaux : de nombreux autres biais, pas directement liés à l'utilisation d'heuristiques, ont été documentés trahissant les tentatives par l'individu, d'une part de simplifier la prise de décision et d'économiser ses ressources cognitives et, d'autre part, de maintenir élevée sa confiance dans sa capacité à se comporter avec réussite dans son environnement. Dans le premier groupe, on peut placer le biais de confirmation (la tendance à privilégier les informations qui confirment l'opinion initiale), le biais du résultat (la tendance à évaluer la qualité d'une décision passée à partir du résultat de cette décision et non de l'analyse du processus de décision) ou encore la comptabilité mentale (la tendance à décomposer une décision en sous-décisions afin de la simplifier). Dans le second groupe figurent l'excès de confiance, l'excès d'optimisme, l'illusion de contrôle, l'auto-complaisance (s'attribuer la responsabilité de ses succès et placer celle de ses échecs sur des causes externes), etc.
- Les effets de contexte : les décisions des investisseurs traduisent des préférences et des perceptions changeantes, sensibles aux effets de cadrage, à l'environnement social (modes, normes sociales, comportements moutonniers) et à l'état interne (humeurs, émotions) de l'individu. La bonne humeur est par exemple associée à des perceptions plus optimistes invitant à une plus grande prise de risque. De même, les décisions individuelles paraissent pouvoir être altérées par la modification du point de référence de l'individu via un changement de cadrage. En effet, lorsqu'il se *perçoit* en situation de pertes, l'individu est plus enclin à choisir une option plus risquée que lorsqu'il se *perçoit* en situation de gain.

Fort des nombreuses observations de la discipline depuis trois décennies, il nous est possible aujourd'hui de dresser une typologie des biais comportementaux qui affectent les participants aux marchés financiers. Les dizaines de biais déjà référencés peuvent être

différenciés selon leur type (cognitif, émotionnel ou social) et selon l'étape de la décision qu'ils influencent : durant la sélection et le traitement de l'information, durant la prise de décision à partir de ces informations ou enfin lors de l'évaluation a posteriori de la décision prise.

En dépit de la diversité, tous ces biais alimentent l'idée, centrale des modèles du processus de prise de décision, d'un investisseur, et plus généralement d'un individu, doté de deux systèmes cognitifs qui le rendent capable à la fois de raisonnements substantifs à partir d'informations multiples et complexes et de décisions quasi-automatiques sur la base d'heuristiques ou sous le coup d'émotions. Ce dernier système, appelé système 1, est automatique, très rapide, associatif et largement inconscient. Il est considéré comme le plus ancien des deux systèmes cognitifs dans l'histoire évolutive de l'homme. L'autre système, le système 2 qui est plus récent et propre à l'homme, est le système « rationnel », contrôlé, analytique, à la fois plus lent et plus gourmand en ressources cognitives que le système 1. En fonction des circonstances (motivation, stress, fatigue...) et de ses caractéristiques (éducation, expertise...), l'individu décide en s'appuyant sur l'un ou l'autre des deux systèmes.

1.2. Inefficiencies de marché

En plus de battre en brèche l'hypothèse de rationalité des individus, la finance comportementale a fourni pléthore de preuves empiriques qui contredisent la notion d'efficacité des marchés. Citons par exemple :

- Les effets momentum et contrarian : de très nombreuses études empiriques ont observé l'existence de cycles de marché intégrant un effet momentum¹ (la continuation de tendances à court-moyen terme) puis un effet contrarian² (le renversement de tendances à moyen-long terme) sur différents univers d'investissement (une ou plusieurs classes d'actifs) et avec différents niveaux de granularité (titres individuels, secteurs, indices nationaux). Contrairement à la forme faible de l'hypothèse d'efficacité, il ressort que les rentabilités observées sur les marchés sont positivement autocorrélées d'une période à l'autre, reflétant une prime momentum qui bénéficie aux actifs les plus performants dans le passé récent. Cette prime paraît n'être reliée à aucune mesure de risque objective. Elle semble davantage traduire les biais comportementaux des participants aux marchés (les investisseurs mais aussi les analystes financiers) qui les conduisent à réagir graduellement, avec retard et finalement avec excès aux informations de marché (à cause des biais de représentativité et de confirmation, des comportements moutonniers...).
- Les anomalies de valorisation : de nombreux exemples ont également été fournis où les prix de marché divergent significativement de valeurs fondamentales évidentes, comme dans le cas des actions siamoises³ (cotées simultanément sur différents marchés), des fonds fermés ou des holdings. D'autres travaux ont montré qu'il était difficile d'expliquer la forte rentabilité des actions sur longue période avec les modèles

¹ Jegadeesh et Titman (1993), Rouwenhorst (1998,1999)

² De Bondt et Thaler (1985)

³ Froot et Dabora (1999)

standard de valorisation des actifs⁴ ou de relier la forte volatilité des cours aux seuls changements d'informations⁵ ou de variables fondamentales comme les dividendes⁶. A chaque fois, des explications comportementales à ces anomalies (impliquant par exemple le sentiment de marché ou l'excès de confiance généralisé chez les investisseurs) apparaissent vraisemblables.

- Les effets de calendrier : par ailleurs, de nombreuses corrélations ont été observées entre les rentabilités sur les marchés actions et des phénomènes calendaires ou climatiques (avec, entre autres, un effet de l'ensoleillement, des phases lunaires, de l'approche des jours fériés et du jour de la semaine⁷) qui seraient anecdotiques si elles n'étaient pas si nombreuses et suggéraient à chaque fois que les humeurs et les émotions collectives ont bien un impact (prévisible) sur les prix de marché.

2. Finance comportementale 2.0 (années 2000-2010): de la description des erreurs à l'action

Un deuxième moment de la finance comportementale paraît avoir débuté au tournant du millénaire avec la mise en application en parallèle de nombreuses applications directes des premières découvertes de la finance comportementale.

2.1. La gestion comportementale

- Les applications à la gestion d'actifs : la révélation d'anomalies de marché systématiques dues à la psychologie des investisseurs a favorisé la mise en place par les gestionnaires d'actifs (quand il ne s'agit pas des professeurs de finance comportementale eux-mêmes) de stratégies d'investissement fondées pour tout ou partie sur des critères comportementaux validés par les chercheurs comme étant générateurs de surperformance (par exemple des indicateurs du momentum sur les actions) ;
- Les applications à la gestion de fortune : un autre univers où la finance comportementale a trouvé des débouchés immédiats est celui de la gestion de fortune où ses découvertes sont précieuses pour améliorer la gestion de la relation-client. Parmi les applications déjà intégrées chez certaines institutions, on peut citer les questionnaires de comportement qui se juxtaposent aux questionnaires de risque pour cerner la personnalité financière des clients (par exemple chez Barclays Wealth Management) ou la popularisation de l'investissement par objectif (*goal-based investing*) construit à partir du concept de comptabilité mentale selon lequel les investisseurs ne perçoivent pas leur patrimoine comme un tout fongible mais plutôt comme un ensemble de compartiments étanches correspondant à différents objectifs (sécuriser un patrimoine, générer des revenus réguliers, accumuler en vue d'un projet...) et appelant différents niveaux de tolérance au risque.

2.2. La finance d'entreprise comportementale

⁴ Mehra et Prescott (1985)

⁵ Cutler et al. (1991)

⁶ Shiller (1981, 1993)

⁷ Kim et Park (1994), Dichev et Janes (2003), Hirshleifer et Shumway (2003)

Alors que les premières décennies de la discipline ont été largement consacrées à l'étude des comportements des investisseurs (particuliers, gérants et institutionnels), les années 2000 ont vu fleurir de très nombreux travaux qui se sont intéressés aux comportements des émetteurs, c'est-à-dire des sociétés cotées, avec deux approches bien distinctes :

- L'approche dite des investisseurs irrationnels : ce courant de recherche a cherché à savoir si les décisions financières des sociétés cotées reflétaient la prise en compte des biais comportementaux des investisseurs. Les résultats montrent, sans grande surprise, que dans leur ensemble les sociétés cotées réussissent à tirer profit des excès des marchés en s'introduisant et en procédant à des augmentations de capital lorsque les valorisations sont trop élevées et les cours sur le point de baisser et, inversement, en rachetant leurs titres lorsque les valorisations sont faibles, anticipant les hausses futures des prix⁸. De même, les résultats publiés sont anormalement souvent juste au-dessus de certains seuils symboliques, impliquant que les entreprises utilisent leurs marges de manœuvre comptables afin de recevoir le meilleur accueil possible par le marché.
- L'approche dite des managers irrationnels : les dirigeants de sociétés cotées ne sont par ailleurs pas immunisés contre les biais comportementaux voire pourraient, par nature ou en raison de leur parcours professionnel, être plus sensibles à certains biais que le reste de la population, par exemple à l'excès de confiance. Différentes études empiriques ont effectivement conclu, à partir de mesures indirectes de l'excès de confiance, que ce biais était très présent au sein de la population des dirigeants et que l'excès de confiance des managers avait un impact significatif sur la politique d'acquisitions de l'entreprise. Les dirigeants en excès de confiance entreprennent davantage d'opérations d'acquisition et se lancent plus souvent dans des acquisitions diversifiantes alors qu'il a été observé que ce type d'opérations avait tendance à détruire de la valeur. L'excès de confiance des managers a également un impact significatif sur le mode de financement des investissements. Les dirigeants en excès de confiance utilisent plus souvent les cash flows internes que les autres pour financer leurs investissements et recourent à un levier plus important. Enfin, les prévisions de résultats des entreprises sont également affectées par l'excès de confiance des dirigeants : les dirigeants en excès de confiance fournissent des fourchettes de prévision plus étroites que les autres dirigeants et, en conséquence, ont davantage tendance à manquer leurs propres prévisions.

2.3. Utiliser les biais comportementaux pour améliorer les décisions: le *nudge*

Si les biais comportementaux sont des sources d'erreurs potentiellement très préjudiciables, ils constituent aussi des leviers sur lesquels il est possible d'appuyer pour amener les individus à prendre, sans en avoir pleinement conscience, des décisions positives pour leur bien-être. La procrastination et le biais de statu quo, qui sont deux comportements fréquents en présence de préférences ambiguës ou face à des situations complexes, invitent à mettre en place des options par défaut « salutaires » desquelles les individus ne divergeront généralement pas, même s'il leur est laissé la possibilité de le faire. L'efficacité des options par défaut a été avérée dans de nombreuses situations non-financières (par exemple le don d'organe). Elle a été confirmée pour les décisions financières dans les études sur les décisions vis-à-vis des plans d'épargne-retraite collectifs,

⁸ Baker et Wurgler (2000, 2002, 2004), Dichev (2007)

notamment aux Etats-Unis (les plans 401k). Lorsque par défaut les salariés sont enrôlés dans le plan de leur entreprise, ils ne choisissent ensuite que très rarement d'en sortir ou de modifier le taux de contribution ou encore l'allocation d'actifs⁹. Introduire des options par défaut est ainsi une façon très simple d'amener les salariés à épargner suffisamment et à bien investir leur épargne en vue de la retraite.

Néanmoins, en raison des taux de contribution très faibles des salariés en enrôlement libre, les entreprises américaines rechignent souvent à placer par défaut des taux de contribution élevés (pourtant nécessaires), de peur de voir de nombreux salariés décider de quitter le plan. Alors même que les fondements de cette crainte sont discutables, des chercheurs¹⁰ ont imaginé un programme (Save More Tomorrow) qui tire profit de la forte préférence des individus pour le présent en fixant un taux de contribution initial faible mais programmé pour croître au rythme des augmentations de salaire. De la sorte, les salariés ne voient pas leur pouvoir d'achat immédiat rogné par l'épargne-retraite et continuent de percevoir des augmentations de salaire (mais de magnitude moindre).

3. Quel avenir pour la finance comportementale ?

3.1. Forces et faiblesses de la finance comportementale actuelle

En trois décennies de recherche, la finance comportementale a Incontestablement enrichi notre connaissance des comportements financiers et fait la lumière sur les erreurs les plus typiques et les situations à risque. Ses découvertes permettent d'ébaucher un portrait précis de l'investisseur très éloigné de la chimère qu'est l'Homo Economicus de la théorie néoclassique. Néanmoins, cet investisseur-type, qui ressort des différentes études empiriques des comportementalistes, aussi peu théorique soit-il, est un investisseur moyen qui n'existe pas. Les investisseurs réels ne sont pas sensibles de la même manière aux différents biais documentés et se distinguent, au contraire, par la grande diversité de leurs comportements. Par souci de réalisme, la finance comportementale ne saurait remplacer une chimère par une autre, l'investisseur rationnel par l'investisseur pseudo-rationnel. Ses découvertes offrent davantage une grille d'analyse sur laquelle il paraît pertinent de positionner les comportements individuels, avec une proximité des individus plus ou moins grande avec ce portrait-robot en fonction de leurs caractéristiques personnelles (personnalité, éducation, expériences...). Pour l'instant, la discipline s'est davantage mobilisée pour répertorier les déviations moyennes par rapport à des normes de rationalité que pour fournir des distributions de comportements sur un continuum dont la rationalité parfaite constituerait une extrémité.

Autre limite, la discipline est encore peu portée vers la prescription, en dépit des approches récentes pour améliorer les comportements d'épargne-retraite (le nudge). Il y a encore peu d'études longitudinales sur la dynamique des comportements financiers (anticipations, points de référence, apprentissage...) et sur l'efficacité à long terme des méthodes de débiaisement.

Enfin, les découvertes de la finance comportementale fournissent un « catalogue » de biais (parfois contradictoires) qui rend la prédiction des comportements-types très difficile et encore plus son intégration dans des modèles de valorisation d'actifs. Cette fragmentation reste encore aujourd'hui un inconvénient majeur de l'approche comportementale par rapport à l'approche néoclassique

⁹ Madrian et Shea (2001), Beshears et al. (2009)

¹⁰ Thaler et Benartzi (2004)

beaucoup plus unifiée et formalisée, et débouchant sur des conclusions à la fois claires et falsifiables (et falsifiées...).

3.2. Le futur de la finance comportementale : personnalisation, apprentissage et modélisation

Au-delà de la description de biais comportementaux courants voire généralisés, la finance comportementale ne devrait pas, dans un futur proche, faire l'économie d'une démarche visant à personnaliser les comportements. Un point de départ serait d'essayer de distinguer ce qui, dans les comportements, relève de traits universels façonnés par l'évolution commune à toute l'humanité et ce qui a été intermédié par la culture. L'interprétation des heuristiques la plus répandue est qu'il s'agit de processus psychiques ancestraux que l'homme partage avec de nombreux animaux. En revanche, les perceptions individuelles du risque sur les marchés financiers sont directement associées aux expériences personnelles ainsi qu'aux normes sociales, par exemple au degré de confiance à l'intérieur des sociétés¹¹. Mais qu'en est-il des préférences ? Des travaux, relativement isolés, ont déjà relié les comportements face au risque avec des caractéristiques culturelles, par exemple le degré d'individualisme ou de collectivisme des sociétés¹². Ces recherches n'en sont néanmoins qu'à leurs balbutiements. Plus généralement, la question qui se pose est celle de savoir si les comportements financiers sont largement innés ou acquis, avec des conséquences pratiques immédiates. S'ils sont principalement innés, l'éducation (financière et comportementale) ne peut avoir qu'une place secondaire et les efforts des institutions financières devront se concentrer sur la sélection de leurs personnels, en utilisant par exemple des tests de personnalité.

Le recours à des questionnaires de personnalité financière ou à d'autres outils (comme l'étude statistique des transactions passées) est de toute façon appelé à se développer tant pour répondre aux nouvelles exigences réglementaires auxquelles font face les distributeurs de produits d'épargne que dans un souci de contrôle des risques (en interne) ou d'amélioration des pratiques commerciales.

Un autre champ de recherche appelé à se développer est celui de l'étude de la transformation des comportements, qu'il s'agisse de la transformation par un processus naturel d'apprentissage ou par le recours à des méthodes ad hoc. L'état actuel des connaissances indique que l'expérience ou l'expertise n'immunisent pas contre tous les biais comportementaux. En comparant les comportements des professionnels et ceux des particuliers, il ressort que certains biais sont limités par l'expertise (les biais cognitifs), d'autres sont d'une amplitude comparable (les biais émotionnels) quand d'autres encore apparaissent plus prononcés chez les experts (l'excès de confiance et ses dérivés). Quant aux méthodes de débiaisement, si elles ont été formalisées et testées par les psychologues et les théoriciens de la décision, elles ont encore peu été utilisées et évaluées dans un environnement financier. Ces méthodes, qui sont de trois types (éduquer le décideur, améliorer le processus de décision, modifier l'environnement de la décision), ont abouti dans des environnements non-financiers à des résultats variables d'un biais à l'autre¹³. Si une conclusion est à tirer de ces études, c'est qu'un débiaisement réussi implique une remise en cause régulière et disciplinée du comportement, sans quoi l'individu retourne inmanquablement à son comportement initial.

¹¹ Guiso, Sapienza et Zingales (2005)

¹² Hofstede (2001)

¹³ Larrick (2004)

Enfin, la finance comportementale aura définitivement acquis ses lettres de noblesse lorsqu'il n'existera à proprement parler plus de finance comportementale, c'est-à-dire lorsque l'approche standard aura intégré les découvertes sur les comportements à ses modèles de valorisation. L'incorporation d'une prime momentum dans les modèles multifactoriels constitue une première consécration ainsi qu'une étape importante sur la voie de modèles de valorisation performants et construits sur des fondements microéconomiques réalistes.

Conclusion

S'il n'est pas encore achevé, un changement de paradigme en finance est néanmoins en cours. En vingt-cinq ans d'existence, la finance comportementale a amené les universitaires à questionner le socle de leurs connaissances tout en fournissant aux praticiens des marchés (institutionnels, gérants, émetteurs...) des savoirs empiriques ayant des applications concrètes quasi immédiates. Pour les uns comme pour les autres, les succès de la finance comportementale appellent un changement dans les pratiques. Les universitaires sont invités à embrasser une démarche plus empirique et moins spéculative tandis que les praticiens sont amenés à troquer la psychologie informelle qu'ils utilisent au quotidien pour une approche plus scientifique et plus systématique. L'histoire a montré que la finance était un domaine en mutation permanente qui suit le rythme des innovations technologiques, qu'elles viennent du monde académique ou de l'industrie. La finance comportementale fait partie de ces innovations qui impriment une inflexion définitive à toutes les strates de la finance.

Références bibliographiques

- Baker M. et Wurgler J., (2000), "The equity share in new issues and aggregate stock returns", *Journal of Finance*, 55, 2219-2257.
- Baker M. et Wurgler J., (2002), "A catering theory of dividends", *Harvard University Working Paper*.
- Cutler D., Poterba J. et Summers L., (1991), "Speculative Dynamics," *Review of Economic Studies*, 58 (3).
- De Bondt W. et Thaler R., (1985), "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, 40 (3).
- Dichev I., (2007), "What Are Stock Investors' Actual Historical Returns? Evidence from Dollar-Weighted Returns", *American Economic Review*, 97.
- Dichev I. et Janes T., (2003), "Lunar cycle effects in stock returns", *Journal of Private Equity*, 6(4), 8-29.
- Froot K. et Dabora E., (1999), "How are Stock Prices Affected by the Location of Trade?" *Journal of Financial Economics*, 53 (2), 189-216.
- Guiso L., Sapienza P. et Zingales P., (2006), "Does Culture Affect Economic Outcomes?" *Journal of Economic Perspectives*, 20 (2).
- Hirshleifer D. et Shumway T., (2003), "Good day sunshine : stock returns and the weather", *Journal of Finance*, 58(3), 1009-1033.
- Saunders E., (1993), "Stock prices and Wall Street weather", *American Economic Review*, 83, 1337-1345.
- Hofstede G. (2001), *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions and Organizations Across Nations*
- Jegadeesh N. et Titman S., (1993), "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency," *Journal of Finance*, 48 (1), 65-91.

- Kim C.-W. et Park J., (1994), "Holiday effects and stock returns: further evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(1), 145-157.
- Larrick R.P., (2004), "Debiasing" in D.J. Koehler et N. Harve, *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*
- Madrian B. et Shea D., (2001), "The power of suggestion: inertia in 401(k) participation and savings behavior", *Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1149-1188.
- Malmendier U. et Tate G., (2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment," *Journal of Finance*, 60, 2261-2700.
- Malmendier U. et Tate G., (2008), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, 137.
- Mehra R. et Prescott E. (1985), "The equity premium: a puzzle", *Journal of Monetary Economics*, 15, 145-161.
- Rouwenhorst K.G., (1998), "International Momentum Strategies," *Journal of Finance*, (53), 267–284.
- Rouwenhorst K.G., (1999), "Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets," *Journal of Finance*, 54 (4), 1439–1464.
- Shiller R.J., 1981, "Do Stock Market Prices Move too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?", *American Economic Review*, 71, 421–436.
- Shiller R.J., 1993, *Market Volatility*, MIT Press.
- Thaler R. H. et Benartzi S., (2004), "Save more tomorrow: using behavioral economics to increase employee saving", *Journal of Political Economy*, 112(1), 164-187.