

Vol. 39 ■ N° 1 ■ 2018

Finance

REVUE DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE DE FINANCE

Richard Thaler: The anomalies of life

Werner De Bondt
Marie Pfiffelmann
Patrick Roger

Analysts' stickiness, over-reaction and drift

Romain Boulland

Round-Number Bias in Investment: Evidence from Equity Crowdfunding

Fabrice Hervé
Armin Schwiendbacher

Investment goals and mental accounting in French retail clients

Marie-Hélène Broihanne
Hava Orkut

Finance

REVUE DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE DE FINANCE

Vol. 39 ■ N° 1 ■ 2018

DIRECTEURS DE LA RÉDACTION

Pascal François (HEC Montréal, Canada)

Carole Bernard (Grenoble École de Management, France)

DIRECTRICE DE LA PUBLICATION

Ségolène Marbach

UNE PUBLICATION DES PRESSES UNIVERSITAIRES DE GRENOBLE

SA coopérative à capital variable

Représentant légal: Ségolène Marbach

RCS Grenoble 072 500 911

SIRET 072 500 911 000 36

Dépôt légal: septembre 2018

ISBN: 978-2-7061-4253-6

ISSN: 0752-6180

Périodicité: trois numéros par an

© PUG 2018

VENTE ET ABONNEMENTS

Didier Capelli

didier.capelli@pug.fr

Presses universitaires de Grenoble

15, rue de l'Abbé-Vincent

38600 Fontaine – France

Tél.: 04 76 29 51 75

Fax: 04 76 44 64 31

www.pug.fr

TARIFS 2018

■ Prix de vente au numéro

58 € (France)

70 € (étranger)

■ Prix de l'abonnement France

120 € (individuel)

150 € (institutionnel)

■ Prix de l'abonnement Étranger

Port avion en sus (10 €)

Création graphique de la couverture et maquette intérieure: Corinne Tourrasse

Mise en page: desk@desk53.com.fr

Achevé d'imprimer en octobre 2018 sur papier 90 g Coral Book

(origine Espagne, certifié sans bois, sans chlore élémentaire)

sur les presses de Présence Graphique – F-37260 Monts

Toutes les encres et vernis utilisés sont d'origine végétale. Les eaux de mouillage des machines, les plaques, les produits de développement et les chutes de papier sont recyclés.

Imprimerie certifiée IMPRIM'VERT

N° d'impression :

– Imprimé en France

Editorial

In 2017, Professor Richard Thaler from the University of Chicago Booth School of Business, received the Nobel Memorial Prize in Economic Sciences for his contributions to behavioral economics. However, he has also made numerous contributions to the field of Finance. To honor these contributions, the first two volumes of Finance for 2018 include papers in behavioral finance (theoretical, empirical or experimental), all related to Richard Thaler's contributions.

We are very pleased to introduce this series of papers with a review of Richard Thaler's contributions to Finance by Werner De Bondt, Marie Pfiffelmann and Patrick Roger.

Note that the submission process as well as the review process were similar to those applied to regular articles submitted to the journal. All papers were assigned to one of the editors-in-chief and went through the review process and the necessary rounds of revisions before getting accepted for publication.

We would like to thank all contributors as well as the numerous referees who accepted to deliver high quality referee reports within a short deadline.

On behalf of the current editors-in-chief,

Carole Bernard
(Grenoble École de Management,
Univ. Grenoble Alpes ComUE, Vrije Universiteit Brussel)

Pascal François
(HEC Montréal)



Abstracts / Résumés

Richard Thaler: The anomalies of life

Werner De Bondt, Marie Pfiffelmann, Patrick Roger

For four decades, the spirited, contentious ideas of Richard Thaler, laureate of the 2017 Nobel Prize in economics, have perturbed economics and finance as well as decision theory, accounting, marketing, law, and public policy. We review Thaler's research philosophy and principal contributions, with an emphasis on his contributions to finance. In particular, we summarize and evaluate his work on inefficient markets, framing, decisions under risk, and choice architecture.

Depuis quatre décennies l'inspiration et les idées controversées de Richard Thaler, lauréat du Prix Nobel d'Économie 2017, ont secoué la science économique et la finance, mais aussi la théorie de la décision, la comptabilité, le marketing, le droit et les politiques publiques. Cet article propose une présentation de la philosophie de recherche de Thaler et de ses contributions les plus importantes, avec un focus sur ses travaux essentiels en finance. En particulier, nous revenons sur ses travaux relatifs à l'efficacité des marchés, à la prise de décision en situation de risque, au *framing* et à l'architecture des choix.

Analysts' stickiness, over-reaction and drift

Romain Boulland

We show that investor underreaction and overreaction to company news (Michaely, Thaler, and Womack, 1995; De Bondt and Thaler, 1985) can be traced back to sell-side analysts' tendency to delay their stock recommendations for several months. Analysts exhibit stickiness in their stock recommendations because they face reputational concern in changing such

recommendations too often and/or difficulties in processing new information. Using a broad set of corporate events, we find that heterogeneity among the population of analysts causes their response to corporate news to be spread over several months. Long-term drift and return reversal following those events can be predicted at different horizons by the fraction of contrarian recommendations, i.e., recommendations that contradict the initial market reception of the news. Together, our findings highlight the role of analysts' stickiness in shaping long-term stock price reaction to corporate news.

Dans cet article, nous étudions les phénomènes de sous-réaction et de sur-réaction des investisseurs aux annonces des entreprises (De Bondt et Thaler 1985 ; Michaely, Thaler, et Womack 1995). Nous montrons que ces deux phénomènes trouvent leur source dans la tendance qu'ont les analystes financiers à retarder la publication de leurs recommandations d'achats/ventes de titres pendant plusieurs mois. Les analystes financiers ne changent leurs recommandations qu'avec parcimonie, soit parce qu'il y a un coût de réputation associé à des changements de recommandation trop fréquents, soit parce qu'ils ont des difficultés à analyser le flux d'information des titres qu'ils suivent. Nous étudions un ensemble d'événements d'entreprises et nous montrons que l'hétérogénéité des analystes les conduit à publier de façon dispersée, sur plusieurs mois, des recommandations d'achat ou de vente en réponse à ces événements. À la suite de ces événements, le cours de bourse des entreprises concernées peut soit continuer à évoluer dans la même direction pendant plusieurs mois, soit voir son évolution s'inverser. Nous montrons que ces deux phénomènes peuvent être prédits par la proportion de recommandations d'analystes qui contredisent la réception initiale de l'événement par le marché. Nos résultats mettent ainsi en lumière le rôle des analystes financiers dans la formation des prix à long terme.



Round-Number Bias in Investment: Evidence from Equity Crowdfunding

Fabrice Hervé, Armin Schwienbacher

We examine whether uncertainty affects the use of round numbers in investment decisions. Using unique data of more than 15,000 investments

from WiSEED—the largest equity crowdfunding platform in France—for the period 2009-2016, we find that investors are more likely to invest a round number when facing greater uncertainty in equity crowdfunding campaigns. As more investors pledge funds, the perceived uncertainty is reduced, which in turn reduces the use of round numbers by follow-up investors. This finding is consistent with the round-number bias. When investors no longer know the funding status of the ongoing campaign, experience helps reduce the round-number bias. This suggests the presence of a learning-by-doing phenomenon through experience: as investors become more familiar with equity crowdfunding investments, they are less prone to behavioral bias. These findings are consistent with behavioral theories of investment.

Nous étudions l'impact de l'incertitude sur l'utilisation des nombres ronds dans les décisions d'investissement. Sur une base de données de plus de 15 000 investissements provenant de WiSEED (la plus grande plateforme d'équity crowdfunding en France), nous démontrons que les investisseurs sont plus susceptibles d'investir un nombre rond lorsque l'incertitude est grande durant la campagne. Lorsque davantage d'investisseurs ont contribué, l'incertitude perçue est moindre, ce qui réduit l'utilisation de nombres ronds par les futurs investisseurs. L'expérience des investisseurs joue un rôle modérateur lorsque les investisseurs sont privés de toute information sur le statut de la campagne. Ceci suggère un effet d'apprentissage. Ces différents résultats sont en phase avec les théories comportementales de l'investissement.

Investment goals and mental accounting in French retail clients

Marie-Hélène Broihanne, Hava Orkut

Mental accounting is a cognitive process that guides individuals' personal financial decisions. Although well-documented, the investigation into how individuals form and select mental accounts, how these accounts evolve over time and are affected by environmental factors, has yet to be undertaken. In this paper, we identify how an external force, the MiFID questionnaire, may strengthen mental accounting. Based on a sample of more than 60,000

retail clients' questionnaire answers and banking records, we identify the determinants of the number of investment goals. We build a typology of retail clients' mental goals and show that the actual investment decisions of retail clients, fit their mental goals.

La comptabilité mentale est un processus cognitif qui guide les décisions financières personnelles des individus. L'étude de la façon dont les individus forment les comptes mentaux, de l'évolution de ces comptes avec le temps ou sous l'effet de facteurs environnementaux n'a jamais été menée. Nous montrons comment un facteur externe, le questionnaire MiFID, peut renforcer la comptabilité mentale. Nous utilisons les données bancaires et les réponses aux questionnaires de plus de 60 000 clients. Nous identifions les déterminants du nombre d'objectifs d'investissement. Nous construisons une typologie d'objectifs mentaux et montrons que les décisions financières correspondent aux objectifs mentaux des clients.