



RÔLE ET CARACTÉRISATION DE L'ANALYSE FINANCIÈRE

GAÉTAN BRETON ET ALAIN SCHATT*

Au cours de ces 20 dernières années, de nombreux chercheurs ont discuté du travail et de l'efficacité des analystes financiers. Ces travaux, publiés essentiellement dans des revues financières anglo-saxonnes, ont généralement pris pour acquis l'existence et l'importance des analystes financiers¹. Ceux-ci constituent une interface privilégiée entre les investisseurs, pour lesquels ils sont sensés travailler, et les dirigeants des entreprises cotées en bourse. Ils travaillent notamment dans des firmes de courtage, c'est-à-dire des firmes spécialisées et autorisées à effectuer des transactions au nom des investisseurs. Dans ces firmes, leur rôle est de faire des recommandations aux investisseurs quant aux titres à acheter, à conserver ou à vendre. Leurs directives débouchent souvent sur des analyses écrites, contenant des prévisions sur les entreprises évaluées et les recommandations en question. Ces dernières constituent, dans un premier temps, des listes de titres communiquées en priorité aux clients privilégiés puis, aux Etats-Unis en particulier, elles sont publiées pour un large auditoire dans certains journaux (*Wall Street Journal...*).

En France, le marché boursier occupe une place importante ; l'actionnariat populaire s'est fortement développé au cours des 15 dernières années. Par ailleurs, la présence des investisseurs étrangers, notamment celle des fonds de pension américains, est désormais non négligeable. Dans ce contexte, il nous semble intéressant de s'interroger sur le rôle joué par les analystes financiers, en tant qu'intervenants privilégiés au sein des marchés boursiers.

En tant qu'activité de marché, l'analyse financière nécessite des *inputs* (informations), qui sont transformés pour obtenir des *outputs* (prévisions et recommandations). Cette caractérisation de l'activité d'analyste financier fournit la structure de la synthèse de la littérature que nous

* Gaétan Breton est professeur à l'Université du Québec à Montréal et Alain Schatt est maître de conférences à l'Université de Franche-Comté (membre du CUREGE).



proposons. Dans la première section, nous fournissons divers éléments permettant de justifier l'importance de l'analyse financière. Puis, nous nous intéressons aux sources d'information utilisées par les analystes. Le processus décisionnel et les incitations des analystes sont examinés dans la troisième partie. Dans une quatrième partie, nous traitons de la qualité des prévisions et du contenu informatif des prévisions et recommandations pour les investisseurs. La cinquième section conclut.

ÉLÉMENTS POUR UNE COMPRÉHENSION DU RÔLE DES ANALYSTES FINANCIERS

Pour exposer en quoi les analystes financiers participent au fonctionnement du marché financier, il est nécessaire de rappeler les principaux enseignements de la théorie financière sur le fonctionnement des marchés. La théorie des marchés efficients prévaut depuis au moins trois décennies, date de publication de l'article de Fama (1970). Diverses théories alternatives ont émergé au cours de la dernière décennie, en particulier la théorie de la fixation fonctionnelle ou la théorie mécanique (Foster, 1986).

Dans un contexte de marché efficient, caractérisé par le fait que toutes les informations disponibles sont incluses dans le prix des actions et qu'aucun investisseur n'est capable de battre systématiquement le marché, une analyse superficielle pourrait nous mener à conclure à la parfaite inutilité du rôle de l'analyste. En effet, si toute l'information disponible est déjà intégrée dans les prix des actions, il n'existe aucune incitation à acquérir des services d'informations en provenance des analystes financiers. Cette conclusion ferait de ceux qui paient des sommes importantes pour acheter les recommandations des analystes des dupes, à tout le moins. Dans la mesure où les analystes existent et que de très nombreux investisseurs paient pour obtenir leurs recommandations, on ne peut négliger aussi simplement leur importance.

En nous appuyant sur les travaux de Grossman (1976) et Grossman et Stiglitz (1980), il devient aisé de justifier la présence des analystes financiers. Ces auteurs introduisent l'idée qu'en présence d'asymétries informationnelles entre les investisseurs, ainsi que de coûts d'acquisition de l'information, les prix sont « bruités ». Le marché peut alors contenir, au moins temporairement, des anomalies, qui sont le reflet d'une mauvaise évaluation². Celles-ci peuvent devenir des champs d'intervention privilégiés pour les analystes financiers (Bernstein, 1998). Le premier rôle reconnu à l'analyste est de repérer ces valeurs erronées, grâce à l'acquisition et au traitement de diverses informations. Ce travail permet d'anticiper dans quelle direction le prix va évoluer et ainsi de générer des rendements excédentaires. Par conséquent, les erreurs d'évaluation tendent à disparaître et les prix à s'aligner sur la valeur



intrinsèque des actions. Les investisseurs ont alors effectivement intérêt à acquérir des informations supplémentaires auprès d'analystes. Le coût de cette information est la contrepartie de la « rentabilité anormale » que les investisseurs peuvent réaliser grâce à cette nouvelle information.

En fin de compte, l'efficacité des marchés doit se concevoir comme un effet : le niveau d'efficacité atteint est la résultante de tous les moyens mis en oeuvre pour obtenir, codifier, analyser et faire circuler l'information le plus rapidement possible. Les analystes, en rectifiant les valeurs erronées, concourent à rendre les marchés financiers plus efficaces. En tant qu'utilisateurs sophistiqués de l'information (Govindajaran, 1980 ; Bence, Hapeshi et Hussey, 1995), ils participent au processus de circulation de l'information (Lang and Lundholm, 1996). Pour Kross, Ro et Schroeder (1990), leur avantage tient à leur capacité à collecter l'information et à la disséminer rapidement.

Ho et Michaely (1988) reconnaissent que l'efficacité des marchés peut dépendre de la structure des coûts pour produire l'information et des comportements des investisseurs. Ainsi le marché pour les petites entreprises serait beaucoup moins efficace que celui des grandes firmes. Les travaux portant sur les effets des nouvelles imprévues pour les grandes et les petites firmes vont dans ce sens : les effets sont moins grands pour les firmes plus importantes qui font l'objet d'un suivi de la part des analystes et des journalistes financiers, montrant ainsi l'importance de leur rôle dans l'augmentation de l'efficacité des marchés (O'Brien et Bushan, 1990 ; Bushan, 1989). Certes, Kross, Ro et Schroeder (1990) ne retrouvent pas de lien entre l'avantage des analystes et la taille des firmes, ce qui permet d'avancer que cette question mériterait une attention toute particulière de la part des chercheurs.

Dans le cas des descriptions alternatives du fonctionnement des marchés des capitaux, le rôle de l'analyste prend encore plus d'importance. La fixation fonctionnelle, ou la théorie mécanique, implique que les participants aux marchés financiers (au moins un certain nombre d'entre eux) sont incapables de bien décoder l'information et en conséquence d'estimer correctement les flux de liquidités futurs et que, de ce fait, ils s'attachent à des mesures alternatives plus ou moins adéquates sans en faire une analyse sérieuse (Foster, 1986). Le bénéfice comptable devient une information privilégiée dans un tel contexte. Le rôle de vulgarisateur joué par les analystes financiers, qui se focalisent sur les bénéfices par action (BPA) futurs, est alors d'une très grande importance. Comme l'information est mal interprétée par les investisseurs, il devient important de les aider à acquérir des informations plus adéquates. Cette description alternative du comportement des agents dans le marché des capitaux considère comme endémiques des situations que les défenseurs de l'efficacité qualifieraient de pures anomalies : asymé-



trie de l'information, capacités d'analyse différentes, coût de l'information, coûts de transactions... Dans un marché ainsi défini, le rôle des analystes est également primordial.

On constate à cette étape qu'en filigrane d'un grand nombre de travaux se trouve un questionnement sur l'importance des informations comptables pour les activités de marché. Cette synthèse rend également compte de l'intérêt, ou du désintérêt, que présente l'information comptable pour les analystes financiers. Dans la mesure où il est postulé que l'information comptable doit servir à la prise de décision des investisseurs, il apparaît important de savoir si ces utilisateurs potentiellement privilégiés de l'information comptable que sont les analystes financiers utilisent réellement cette information et quels sont les éléments qui sont utilisés précisément.

LES INFORMATIONS UTILISÉES PAR LES ANALYSTES FINANCIERS

Puisque la présence des analystes financiers se justifie notamment par un avantage informationnel, il est naturel d'en évoquer les sources. L'enjeu lié à la connaissance de l'information utilisée et nécessaire pour les analystes est double. D'abord, si on connaissait les informations vraiment utiles, on pourrait alors s'organiser pour les produire et les mettre en circulation plus rapidement et facilement. De plus, sachant ce qui importe, on pourrait cesser de produire les informations inutiles évitant ainsi des coûts considérables, comprenant les coûts de production et de diffusion pour les entreprises ainsi que les coûts de collecte, de tri et de traitement pour les analystes et *in fine* les investisseurs à qui ces coûts sont facturés.

Aspects méthodologiques

Les études sur cette question ont été menées à l'aide de différentes méthodologies. Les premiers travaux ont utilisé des questionnaires demandant aux analystes de classer les sources d'information par ordre d'importance (Lee et Tweedie, 1981 ; Chang, Most and Brain, 1983 ; Arnold et Moizer, 1984). Dans les études plus récentes, les chercheurs ont demandé aux analystes de décrire les informations dont ils avaient besoin dans l'exercice de leur travail (Vergoossen, 1993 ; Pike, Meerjanssen et Chadwick, 1993 ; Raffournier, 1996). Gniewosz (1990) a utilisé une méthode différente : l'observation directe. Cette méthode peut produire des résultats plus riches, mais elle demande un énorme investissement pour chacun des sujets en cause et, de ce fait, conduit à des observations en nombre limité dont les conclusions ne sont pas nécessairement généralisables.

Une méthode, actuellement prisée par les chercheurs en économie et gestion, consiste à procéder à des expériences contrôlées (Day, 1986 ; Bouwman, Frishkopf et Frishkopf, 1987). On rassemble des sujets dans un lieu et on leur demande, dans les cas qui nous intéressent, de procéder à l'évaluation de placements. Deux problèmes sont habituellement liés à cette méthode : le premier concerne le choix des sujets et le second concerne le matériel qui est fourni aux sujets. Plusieurs études utilisant cette méthodologie ont pris des étudiants pour remplacer des analystes ou des comptables. Ce choix diminue considérablement la valeur externe des résultats. Par ailleurs, la question du matériel est plus subtile. Dans sa pratique quotidienne, un analyste construit sa connaissance d'une entreprise et d'un secteur sur une certaine période. Quand il doit produire une évaluation, il utilise vraisemblablement un ensemble d'information. Quand, pour des raisons pratiques, le chercheur ne donne que quelques états financiers plus ou moins tronqués à l'analyste, un problème évident se pose : la réponse fournie par l'analyste est-elle bien celle qu'il aurait donné s'il avait eu le choix des informations ?

Bence, Hapeshi et Hussey (1995) ont interviewé 21 analystes et 12 investisseurs institutionnels, à l'aide de questions ouvertes. Les principales limites de cette méthode tiennent au mode de collecte de l'information, propre à orienter les réponses, et aux modalités d'analyse du contenu des entrevues qui demeurent souvent obscures. Enfin, une dernière méthode est l'analyse de contenu (Previts, Bricker, Robinson et Young, 1994 ; Rogers et Grant, 1998 ; Breton et Taffler, 1998). Celle-ci ne s'adresse pas aux déclarations sollicitées des analystes mais généralement aux résultats courants de leur travail, c'est-à-dire aux rapports qu'ils produisent.

Résultats empiriques

Les nombreux travaux publiés, qui s'adressaient directement aux analystes, ont souvent produit des résultats conflictuels. Par exemple, des analystes déclarent que les rapports annuels ne contiennent aucune information susceptible d'influencer les prix (Day, 1986), et en même temps, ils classent les états financiers comme une des trois premières sources d'information et considèrent que la parution des états financiers demeure un événement de première importance (Gniewosz, 1990). Il est important de noter que le classement demeure intrinsèquement tributaire de la liste qui est proposée. Il est très rare qu'un analyste y ajoute un élément. En conséquence, la convergence des premiers éléments est une indication bien plus importante que le classement précis entre ces éléments.

En dépit des affirmations de Kaplan et Roll (1975) qui prétendent que les états financiers constituent le moyen principal pour disséminer



l'information sur les événements économiques touchant la firme, les diverses études arrivent à des conclusions mitigées. Les contacts avec l'entreprise et l'évaluation des dirigeants ressortent comme étant des critères essentiels. Les conditions du marché semblent aussi jouer un rôle. Rodgers et Grant (1997) ne retrouvent, dans les rapports annuels, que 26 % des informations contenues dans les rapports de courtiers. Plusieurs auteurs concluent que les analystes ont besoin de plus d'information que ce que donnent les états financiers (Day, 1986).

En fait, l'analyse financière n'est pas une discipline strictement codifiée. Au-delà des grandes tendances, analyse fondamentale et analyse technique, les pratiques sont multiples. En conséquence, on peut croire que les différents analystes peuvent utiliser des informations différentes, ou, à tout le moins, les mêmes informations mais dans des proportions différentes. Une étude récente de Breton et Taffler (1998) indique justement que de telles différences existent.

Ces divers travaux traitant de cette question supposent, au moins implicitement, que les analystes financiers sachent et puissent exprimer véritablement quelles informations ils utilisent pour arriver à leurs conclusions et dans quelles proportions ils les utilisent. Il semble, au vu des études réalisées, que cela puisse varier sensiblement d'un analyste, ou d'une firme de courtage, à l'autre. L'analyse financière n'est pas assez clairement définie (codifiée) pour qu'on puisse dériver logiquement les informations nécessaires. On sait que, pour l'analyse technique, les prix passés constituent une information suffisante. Par contre, pour l'analyse fondamentale, qui est d'ailleurs, d'un point de vue théorique, le seul mode d'analyse justifié, c'est moins clair. D'après Arnold et Moizer (1984), l'analyse fondamentale regroupe des pratiques allant du dîner d'affaires jusqu'à l'utilisation de modèles informatisés simulant des conditions de marché et économiques globales. Ces pratiques impliquent des informations en quantité et qualité diverses.

En résumé, les analystes financiers utiliseraient un ensemble d'informations difficile à cerner compte tenu de la diversité de pratiques hétéroclites que recouvre le label « analyse financière ». Les principales constantes portent sur la qualité des dirigeants et leur capacité à élaborer et mener à bien des stratégies, les conditions du marché sectoriel dans lequel l'entreprise œuvre particulièrement et, enfin, la rentabilité de la firme. Au-delà de ces données, il n'existe pas encore de résultats définitifs sur ces questions. Concernant les états financiers, on peut raisonnablement croire toutefois qu'une bonne part de l'information contenue ne sert à rien de précis mais que sa divulgation fonctionne comme une garantie que la relation d'agence entre les bailleurs de fonds et les dirigeants de l'entreprise n'a pas été détournée (Dumontier et Raffournier, 1991).

L'ÉTUDE DU PROCESSUS DÉCISIONNEL

Après avoir évoqué la question des informations collectées par les analystes financiers, la question du processus de transformation de l'*input* (les diverses informations) en *output* (prévisions et recommandations) mérite une attention toute particulière. En tant qu'experts, les analystes financiers sont réputés produire des avis pertinents sur la valeur des titres et l'éventualité de les acheter ou de les vendre : la qualité de ces avis est-elle uniquement liée à la richesse des informations mises à leur disposition ? Cette question n'est pas neutre dans le contexte actuel de développement exceptionnel des technologies d'information. L'ensemble des investisseurs va avoir accès plus rapidement et à un moindre coût aux nombreuses informations disponibles dans l'économie. Est-ce que tous les investisseurs seront capables de faire des prévisions de qualité quand ils auront plus d'informations à leur disposition ? La connaissance du processus décisionnel des analystes financiers permet de cerner les causes des avantages dont ils disposent sur le marché boursier. Elle pourrait également permettre d'établir des programmes experts pour choisir les titres ; de telles tentatives ont d'ailleurs déjà été faites.

Aspects méthodologiques

Diverses études ont principalement utilisé l'expérience en laboratoire, avec quelques variantes opérationnelles pour comprendre et expliquer comment l'information était traitée par les analystes financiers dans le but de produire des prévisions et des recommandations. Par exemple, certains ont ajouté la verbalisation et l'analyse de protocole à l'expérience fondamentale (Biggs, 1984 ; Bouwman, Frishkopf et Frishkopf, 1987). L'analyse de protocole consiste d'abord à demander au sujet de décrire verbalement son processus d'analyse au fur et à mesure qu'il effectue celle-ci (verbalisation). Ces descriptions sont analysées à l'aide de techniques plus ou moins apparentées à l'analyse de contenu. Il faut préciser que la verbalisation peut créer des distorsions dans les pratiques habituelles des analystes : ils peuvent se conformer à ce qu'ils perçoivent être la manière normale de faire le travail.

Mear and Firth (1987) abordaient la question à partir de la théorie de Brunswick. Le principe de base est que l'environnement fournit des indices qui sont transformés en éléments d'information, puis en décisions. Leur but était de découvrir comment ces indices se transforment en information et de voir si les analystes étaient conscients du poids attribué aux différents indices. Plus récemment, Breton et Taffler (1995) ont utilisé 63 analystes financiers venant de 5 grandes firmes de courtage londoniennes à qui ils ont donné 2 ensembles d'états financiers complets : un ensemble contenait des manipulations matériellement importantes, alors que l'autre en était dépourvu. Le but était de voir si les



analystes étaient sensibles aux manipulations comptables. Cette étude se situe donc à la jonction des études sur l'information utilisée et son traitement, puisqu'on regarde si la qualité des données comptables est prise en compte et, de ce fait, comment on arrive à une décision. La principale limite de ces études est que l'information comptable, comme nous l'avons évoqué précédemment, ne constitue qu'une partie, et pas nécessairement la plus importante, de l'information utilisée par les analystes.

Hunton et McEwen (1997) ont utilisé une technologie hautement sophistiquée qui leur permettait de suivre les mouvements des yeux des analystes sur l'écran et de savoir où et pour combien de temps les yeux se posaient. Les informations disponibles étaient nombreuses compte tenu des multiples possibilités de l'ordinateur. La technique est intéressante puisqu'elle évite de poser des questions et obtient des données directement. Cependant, elle n'est pas sans problèmes puisque les informations disponibles sont fort nombreuses, ce qui rend la manipulation de la simulation complexe. Enfin, il devient difficile de savoir si le temps d'arrêt des yeux sur un élément d'information est un bon indicateur de l'importance de l'élément.

Résultats empiriques

8

Parmi les principaux résultats obtenus dans ces travaux, nous pouvons citer ceux de Mear and Firth (1987), qui concluent que les analystes étaient en mesure d'attribuer aux différents indices des coefficients d'importance qui étaient en relation avec leurs décisions finales. Day (1986) trouve que les analystes financiers sont assez conventionnels : ils ont une connaissance limitée des principes et procédures comptables et deviennent méfiants quand des techniques inattendues sont utilisées. L'auteur conclut que des changements dans les informations produites pourraient aider les analystes dans leur travail de prévision. Breton et Taffler (1995) trouvent que les analystes ne semblent pas être sensibles à la qualité de l'information comptable puisque leurs conclusions ne tiennent pas compte des manipulations possibles de l'information.

Pour Hunton and McEwen (1997), les analystes les plus performants utilisaient une stratégie de recherche directe par opposition à une stratégie séquentielle, sachant que les informations sur la répartition du capital, les tendances du secteur ou de la firme et les ajustements du quatrième trimestre seraient traités différemment par les bons et les moins bons analystes. Ils trouvent également certains indices indiquant que le travail des analystes pourrait être biaisé par la relation que la firme de courtage entretient avec la firme qui est analysée. Plus les relations se resserrent, plus les analystes deviennent optimistes.

Ce dernier résultat laisse à penser que le système d'incitation des analystes est un élément influençant assez significativement la qualité de l'*output*. En tant qu'employés d'entreprises (de sociétés de courtage et de banques d'affaires) proposant d'autres services à leurs clients que l'analyse financière, les analystes peuvent être incités à fournir des évaluations satisfaisantes sur certains clients, afin de maximiser la performance de leur propre entreprise. En particulier, les départements de finance d'entreprise des grandes banques sont en relation d'affaires avec les entreprises sur des projets d'émission de titres ou de fusions et acquisitions.

Lin et Mc Nichols (1998) testent l'idée que les prévisions faites par des analystes travaillant dans des entreprises en relation d'affaires avec certains clients (analystes affiliés) évaluent plus positivement ces clients que des analystes qui appartiennent à des entreprises n'étant pas en relation d'affaires avec les firmes évaluées (analystes non affiliés). Ces auteurs étudient 769 recommandations effectuées par des analystes « affiliés » à des clients ayant réalisé une émission d'actions entre 1989 et 1994. Les résultats obtenus confirment leur hypothèse : les différences de recommandations entre les analystes affiliés et les non affiliés sont significatives. Les analystes affiliés recommandent plus fortement les actions de leurs clients que les analystes non affiliés. En fait, les perspectives de croissance de bénéfices à long terme sont évaluées plus fortement par les affiliés, alors qu'il n'existe aucune différence dans les prévisions de BPA à court terme (un an) entre les deux catégories d'analystes.

Dans le même esprit, Hayward et Boeker (1998) étudient 8169 évaluations faites par 555 analystes de 44 banques d'affaires, portant sur 70 entreprises ayant réalisé environ 250 opérations de financement d'entreprise entre 1989 et 1993. Deux résultats intéressants émergent de cette étude. Premièrement, les analystes des banques évaluent plus positivement les entreprises clientes du département finance d'entreprise de la banque d'affaires à laquelle ils appartiennent : l'évaluation est meilleure quand le client est important et quand la transaction entre la banque et le client est proche dans le temps. Deuxièmement, les auteurs montrent que la réputation de l'analyste (mesurée grâce au classement des analystes dans le *all star analysts* publié en octobre), et du département où il évolue, influencent l'évaluation faite. Les évaluations semblent plus « honnêtes », c'est-à-dire moins surévaluées, quand les analystes ont une bonne réputation.

Une seconde incitation permettant d'expliquer la nature et la qualité des recommandations tient au fait qu'une mauvaise recommandation par un analyste résulte en une « mise en quarantaine » par les dirigeants d'entreprise (Ho et Harris, 1998). L'émission d'une recommandation négative constitue donc une décision risquée pour les analystes,



puisqu'elle peut avoir pour conséquence de ne plus être conviés aux réunions d'informations et de ne plus accéder à des informations privilégiées (Francis, Hanna et Philbrick, 1997). Tous ces travaux tendent à prouver qu'une partie non négligeable de la qualité des *outputs* (prévisions et recommandations) dépend des incitations des analystes.

LA QUALITÉ ET LE CONTENU INFORMATIF DES PRÉVISIONS ET RECOMMANDATIONS DES ANALYSTES FINANCIERS

Il semblerait assez logique de postuler que les résultats fournis par les analystes à leurs clients investisseurs doivent être satisfaisants, sans quoi cette activité d'analyse financière aurait probablement disparue. Quelle que soit l'information utilisée par les analystes et le processus décisionnel permettant d'obtenir les prévisions et recommandations, on peut croire que leur présence et leurs coûts se justifient. Deux courants de recherche ont essayé de le démontrer.

Le premier traite de la fiabilité (ou précision) des prévisions. Les travaux faisant référence à cette problématique s'attachent à vérifier la capacité des analystes à effectuer de bonnes prévisions et à expliquer les erreurs de ces prévisions. Le second traite de l'utilisation effective des prévisions et recommandations par les investisseurs. Ces travaux s'attachent à vérifier le contenu informatif de l'activité d'analyse, tant en termes de réaction des prix que de volumes de transaction.

La fiabilité des prévisions

Pour étudier la qualité des prévisions des analystes, deux méthodes ont été retenues par les chercheurs. Une première méthode consiste à vérifier la précision absolue des prévisions, c'est-à-dire l'amplitude de l'écart entre les bénéfices par action (BPA) prévus et ceux réalisés. Les chercheurs tentent généralement d'expliquer les causes des erreurs de prévisions à l'aide de trois types de facteurs : des facteurs généraux (politique monétaire...), des facteurs industriels (capacités excessives dans une industrie...) et des facteurs spécifiques aux entreprises (grèves...). Une seconde méthode traite de la précision relative des prévisions, c'est-à-dire de la supériorité des prévisions des analystes par rapport à celles obtenues par des modèles statistiques utilisant des séries temporelles.

Les études ont permis de mettre en évidence de faibles erreurs de prévision. Fried et Givoly (1982) montrent que, sur un échantillon de 1200 prévisions faites entre 1969 et 1979, l'erreur de prévision moyenne est de 5,3 %. Elles sont d'autant plus faibles que la durée restant à courir avant la publication des bénéfices de l'entreprise est faible (Elton, Gruber et Gultekin, 1982). Elles sont négativement liées à la taille des



entreprises cotées en bourse et à la couverture des firmes dans le *Wall Street Journal* (Lys et Sohn, 1995). Autrement dit, plus il existe d'informations disponibles sur les entreprises, plus les erreurs de prévision sont faibles. Enfin, elles sont surtout liées aux facteurs spécifiques. Elton, Gruber et Gultekin (1982) montrent que deux tiers des erreurs s'expliquent par les facteurs spécifiques, contre un tiers pour les facteurs industriels et 2 à 3 % pour les facteurs généraux.

Par ailleurs, les analystes sont plutôt optimistes (O'Brien, 1988 ; Butler et Lang, 1991 ; Das *et al.*, 1998) : le BPA prévu excède fréquemment le BPA réalisé. Les études évoquées précédemment concernant le problème des incitations appuient particulièrement bien cet optimisme qui a été vérifié dans de très nombreux cas spécifiques. Rajan et Servaes (1997) s'intéressent par exemple au suivi effectué par les analystes des sociétés qui s'introduisent en bourse. Ils confirment, pour un échantillon d'entreprises introduites entre 1975 et 1987, que les analystes surestiment systématiquement les BPA futurs des entreprises.

La supériorité des prévisions des analystes sur les prévisions obtenues à l'aide de modèles statistiques utilisant des séries temporelles a été démontré par Kross et al. (1990), Brown et al (1987), Abarbanell et Bernard (1992), Fried et Givoly (1982), Elton, Gruber et Gultekin (1984), O'Brien (1988). Ce résultat n'est pas surprenant dans la mesure où les analystes financiers ont la possibilité d'utiliser eux-mêmes de tels modèles statistiques, en plus de la possibilité qui leur est offerte de corriger continuellement les prévisions, par l'intégration d'informations nouvelles ne pouvant être prises en compte par les modèles statistiques. Si les BPA prévisionnels sont probablement liés partiellement aux BPA passés, il est évident qu'ils dépendent également de l'évolution des marchés et des structures des entreprises. La meilleure précision des analystes tient à la possibilité d'intégrer ces évolutions dans leurs prévisions.

Le contenu informatif des recommandations

Avant d'aborder la question du contenu informatif des prévisions et des recommandations, nous tenons à rappeler qu'il existe une distinction fondamentale entre recommandation et prévision. Si les analystes sont capables d'effectuer dans certains cas des prévisions d'assez bonne qualité, nous ne connaissons pas le lien fondamental qui existe entre les révisions de prévisions et les recommandations des analystes. Normalement, un certain niveau de changement dans les anticipations de rendement devrait impliquer une révision de la recommandation. Cette relation demeure toutefois nébuleuse.

Cela étant dit, il semble que les recommandations des analystes aient un contenu informatif, puisque le marché financier réagit positivement



à l'annonce de recommandations d'achat par les analystes, sachant que certains intervenants, à savoir les clients des sociétés de courtage, ont connaissance avant l'ensemble des investisseurs des recommandations des analystes. La méthodologie des études d'événement, désormais classique dans les recherches financières et comptables, est généralement utilisée par les chercheurs. Elle comporte trois étapes. La première consiste à évaluer une rentabilité dite normale, c'est-à-dire une rentabilité qui prévaut en l'absence d'une information nouvelle, à l'aide du modèle de marché ou d'un autre modèle de référence. Puis la rentabilité anormale est calculée ; elle est égale à l'écart entre la rentabilité normale et la rentabilité réelle. La dernière étape consiste à tester si cette rentabilité anormale est statistiquement différente de zéro ou non. Si elle n'est pas différente de zéro, on dit que la nouvelle information (ou l'événement analysé) n'a pas de contenu informatif. Par contre, dans le cas contraire (rentabilité anormale significativement positive ou négative), les chercheurs concluent à un contenu informatif de l'événement.

L'étude de Womack (1996) est particulièrement intéressante. Il étudie les réactions du marché financier à 1573 recommandations entre 1989 et 1991, effectuées par les 14 plus importantes sociétés de courtage aux Etats-Unis, portant sur 822 firmes fortement capitalisées et bien suivies par les analystes. Il montre que les investisseurs réagissent assez fortement aux recommandations des analystes. Les rentabilités anormales enregistrées s'élèvent à 3 % pour les conseils d'achat et pour les recommandations de vente à - 4,7 %, sachant que les réactions sont plus prononcées (à la hausse et à la baisse) pour les entreprises plus faiblement capitalisées. Sur les six mois suivants, les conseils d'achat ou de vente, les hausses des cours pour les recommandations d'achat et la baisse des cours pour les recommandations de vente sont confirmées.

La principale limite de ce type d'études tient au fait qu'elles ne prennent généralement pas en compte les différents coûts de transaction, tels que les coûts d'information (connexion à une base de données et temps d'utilisation de celle-ci) et frais d'achat et de vente. Le problème des frais de transaction est notamment soulevé par Barber *et al.* (1998), qui trouvent que la quantité de transactions nécessaire pour s'ajuster continuellement aux recommandations est telle que les coûts de transaction oblitèrent les rendements excédentaires dus aux stratégies. Si, aux coûts de transaction, on ajoute le coût d'obtention des recommandations des analystes quand elles ont encore une valeur, il ne reste plus d'avantage du tout. En fait, pour Barber *et al.* (1998), les recommandations ont une valeur pour quelqu'un qui a déjà décidé de transiger, c'est-à-dire un investisseur qui sait ce qu'il va vendre, mais qui doit encore décider ce qu'il va acheter.

Au total, les prévisions des analystes semblent d'assez bonne qualité et leurs recommandations méritent d'être suivies. Toutefois, une



incertitude pèse sur les gains réalisés, qui pourraient être oblitérés par les coûts de transaction nécessaires à l'opération.

Nous avons essayé, dans cet article, de présenter la variété de problématiques concernant les analystes financiers, en insistant sur les méthodes de recherche et les principaux résultats issus des travaux d'origine anglo-saxonne. Que faut-il en retenir ?

Premièrement, si la présence des analystes est indispensable au bon fonctionnement du marché boursier, leur processus décisionnel, de collecte et de traitement d'information reste mal connu. Cette méconnaissance semble tenir à la grande variété de pratiques que recouvre principalement le concept d'analyse fondamentale. Il est très facile de donner une définition théorique liée à la valeur actuelle des flux de liquidité futurs, mais la façon de procéder à l'approximation de flux demeure beaucoup plus aléatoire. La multiplicité des pratiques rend difficile toute caractérisation des informations nécessaires au travail d'analyse financière. Cette grande disparité de pratiques traduit une non moins grande variété de formations chez les analystes et chez les directeurs de recherche qui ont été constatées lors d'études précédentes.

Deuxièmement, les analystes financiers, comme tout agent économique, sont incités à faire des choix, à réaliser des investissements plus ou moins spécifiques, en fonction de certaines incitations. Il pourrait s'avérer profitable, pour les investisseurs et les autorités boursières françaises, de mieux appréhender ces incitations et les choix qui en découlent.

En dernier lieu, nous pouvons avancer que les investisseurs anglo-saxons sont intéressés par les avis des analystes financiers. Les réactions significatives des investisseurs à l'annonce d'informations en provenance des analystes en constituent une bonne preuve. Le développement des technologies de communication permettra sans doute de développer et de faciliter l'accès à de nombreux services spécialisés d'analyse financière, et favorisera par conséquent le bon fonctionnement des marchés boursiers.

NOTES

1. Nous nous intéressons uniquement aux analystes en charge du suivi des actions. Nous n'évoquons pas ici le rôle et l'importance des analystes de crédit, qui contribuent au bon fonctionnement du marché de la dette financière. Ceux-ci sont employés par les banques, ou pour une minorité dans des sociétés de notation, et sont chargés d'évaluer la capacité de remboursement des emprunteurs.

2. Sur les marchés financiers, la valeur intrinsèque d'un actif est théoriquement égale à la somme des flux de liquidités futurs actualisés. En pratique, on tente d'estimer les flux futurs et le taux d'actualisation en utilisant toutes les informations publiques.

BIBLIOGRAPHIE

- J. ARNOLD, et P. MOIZER (1984), « A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares », *Accounting and Business Research*, pp. 195-207.
- B. BARBER et D. LOEFFLER (1998), « The 'Dartboard' column : second-hand information and price pressure », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, pp. 273-284.
- D. BENICE, K. HAPESHI et R. HUSSEY (1995), « Examining Investment Information Sources for Sophisticated Investors Using Cluster Analysis », *Accounting and Business Research*, Vol. 26, N° 1, pp. 19-26.
- P.L. BERNSTEIN (1998), « The Expected Return of the Security Analyst », *Financial Analysts Journal*, mars, avril, pp. 4-8.
- S.F. BIGGS (1984), « Financial Analysts Information Search in the Assessment of Corporate Earning Power », *Accounting Organization and Society*, pp. 313-323.
- G. BRETON et R. TAFFLER (1995), « Creative accounting and investment analyst response », *Accounting and Business Research*, 25, 81-92.
- G. BRETON et R. TAFFLER (1998), « What drives sell-side analyst stock recommendations decisions : a content analysis approach », working paper, UQAM Montréal.
- L. BROWN, R. HAGERMAN, P. GRIFFIN et M. ZMIJEWSKI (1987), « Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings », *Journal of Accounting and Economics*, 9, 1, 61-87.
- M.J. BOUWMAN, P.A. FRISHKOFF et P. FRISHKOFF, (1987), « How Do Financial Analysts Make Decisions ? A Process Model of the Investment Screening Decision », *Accounting Organization and Society*, pp. 1-29.
- R. BUSHAN (1989), « Firm Characteristics and Analyst Following », *Journal of Accounting and Economics*, pp. 255-274.
- K. BUTLER et L. LANG (1991), « The forecast accuracy of individual analysts : evidence of systematic optimism and pessimism », *Journal of Accounting Research*, 29, 1, pp.150-156.
- L.S. CHANG, K.S. MOST et C.W. BRAIN, (1983), « The Utility of Annual Reports: An International Study », *Journal of International Business Study*, pp. 63-84.
- S. DAS, C. LEVINE et K. SIVARAMAKRISHNAN (1998), « Earnings predictability and bias in analysts' earnings forecasts », *The Accounting Review*, 73, 2, pp. 277-294.
- J.F.S. DAY (1986), « The Use of the Annual Report by UK Investment Analysts », *Accounting and Business Research*, pp. 295-307.
- W. DE BONDT et R. THALER (1987), « Do security analysts overreact ? », *American Economic Review*, 80, 2, pp. 52-57.
- P. DUMONTIER et B. RAFFOURNIER (1991), « L'information comptable : pour qui ? pourquoi ? », *Revue française de gestion*.
- E. ELTON, M. GRUBER et M. GULTEKIN (1981), « Expectations and share prices », *Management Science*, 27, 9, 975-987.
- FAMA E., (1970), « Efficient capital markets : a review of theory and empirical work », *Journal of Finance*, 25, 2, 383-417.
- G. FOSTER (1986), *Financial Statements Analysis*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- J. FRANCIS, J.D. HANNA, et D.R. PHILBRICK (1997), « Management communications with securities analysts », *Journal of Accounting and Economics*, Vol 24, pp. 363-394.
- D. FRIED et D. GIVOLY (1982), « Financial analysts' forecasts of earnings : a better surrogate for market expectations », *Journal of Accounting and Economics*, 4, 2, 85-107.
- G. GNIEWOSZ (1990), « The Share Investment Decision Process and Information Use: An Exploratory Case Study », *Accounting and Business Research*, pp. 223-230.
- V. GOVINDAJARAN (1980), « The Objectives of Financial Statements: An Empirical Study of the Use of Cash Flow and Earnings by Security Analysts », *Accounting Organization and Society*, pp. 383-392.
- P. GRANDIN (1995), *Production d'informations privées et gestion de portefeuille*, Presses Universitaires de France.
- S. GROSSMAN (1976), « On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information », *Journal of Finance*, 31, 573-585.

- S. GROSSMAN et J. STIGLITZ (1980), « On the impossibility of informationally efficient markets », *American Economic Review*, 70, 393-408.
- M. HAYWARD et W. BOEKER (1998), « Power and conflicts of interest in professional firms : evidence from investment banking », *Administrative Science Quarterly*, 43, 1, pp. 1-22.
- M.J. HO, et R.S. HARRIS (1998), « Market Reactions to Messages from Brokerage Ratings Systems », *Financial Analysts Journal*, janvier/fevrier, pp. 49-57.
- T. HO, et R. MICHAELY (1988), « Information Quality and Market Efficiency », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol 33, N° 1, pp. 53-70.
- J.E. HUNTON, and R.A. MCEWEN (1997), « An Assessment of the Relation Between Analysts' Earnings Forecast Accuracy, Motivational Incentives and Cognitive Information Search Strategy », *The Accounting Review*, Vol. 72, N° 4, pp. 497-515.
- R.S. KAPLAN, et R. ROLL (1975), « Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence », *Journal of Business*, Vol 45, pp. 225-257.
- W. KROSS, B. RO, et D. SCHROEDER (1990), « Earnings Expectations: The Analysts' Information Advantage », *The Accounting Review*, Vol 65, N° 2, pp. 461-476.
- M.H. LANG, et R.J. LUNDHOLM (1996), « Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior », *The Accounting Review*, Vol. 71, N° 4, pp. 467-492.
- T.A. LEE, et D.P. TWEEDIE (1981), *The Institutional Investor and Financial Information*, ICAEW, London.
- H. LIN et M. MCNICHOLS (1998), « Underwriting relationships and analysts' earnings forecasts and investment recommendations », *Journal of Accounting and Economics*, 25, pp.101-127.
- T. LYS et S. SOHN (1990), « The association between revisions of analysts' earnings forecasts and security-price changes », *Journal of Accounting and Economics*, 13, 4, pp. 341-363.
- R. MEAR, et M. FIRTH (1987), « Cue Usage and Self-Insight of Financial Analysts », *The Accounting Review*, Vol LXII, No 1, pp. 176-182.
- P. O'BRIEN (1988), « Analysts' forecasts as earnings expectations », *Journal of Accounting and Economics*, 10, 1, pp. 53-83.
- P.C. O'BRIEN, et R. BUSHAN (1990), « Analyst Following and Institutional Ownership », *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp. 55-76.
- R. PIKE, J. MEERJANSSEN et I. CHADWICK (1993), « The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany », *Accounting and Business Research*, pp. 489-499.
- J. PREVITS, R. BRICKER, T. ROBINSON et S. YOUNG (1994), « A Content Analysis of Sell-Side Financial Analysts Company Reports », *Accounting Horizons*, Vol. 8, N° 2, pp. 55-70.
- R. RAJAN et H. SERVAES (1997), « Analyst following of initial public offerings », *Journal of Finance*, 52, 2, pp. 507-529.
- R. ROGERS, et J. GRANT (1997), « Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts », *Journal of Financial Statement Analysis*, Vol 3, N° 1, pp. 17-30.
- K. SCHIPPER (1991), « Cometary on analysts' forecasts », *Accounting Horizons*, 5, pp. 105-121.
- S. STICKEL (1991), « Common stock returns surrounding earnings forecast revisions: more puzzling evidence », *The Accounting Review*, 68, 2, pp. 402-416.
- S. STICKEL (1992), « Reputation and performance among security analysts », *Journal of Finance*, 47, pp.1811-1836.
- S. STICKEL (1995), « The anatomy of the performance of buy and sell recommendations », *Financial Analysts Journal*, 51, pp.25-39.
- R.G.A. VERGOOSSEN (1993), « The Use and Perceived Importance of Annual Reports by Investment Analysts in the Netherlands », *European Accounting Review*, N° 2, pp. 219-244.
- K. WOMACK (1996), « Do brokerage analysts' recommendations have investment value ? », *Journal of Finance*, 51, 1, pp. 137-167.