



# À QUOI SERVENT LES ANALYSTES FINANCIERS ?

ÉRIC BAYLE \*  
MARC SCHWARTZ \*\*

Les analystes financiers constituent une catégorie d'acteurs importante des marchés financiers contemporains. Les années 1990 furent même qualifiées « d'ère des analystes », au temps de la bulle Internet. Avec l'éclatement de la bulle et la chute des marchés financiers, ils ont été mis sur la sellette. On leur reproche d'avoir alimenté cette bulle, de n'avoir pas bien anticipé la détérioration de la situation financière de grands groupes internationaux (Enron, Vivendi Universal, Worldcom...) et de ne pas être suffisamment indépendants des établissements financiers qui les emploient (conflit d'intérêts avec les activités de banque d'affaires). La presse se fait l'écho de mises en cause du travail des analystes, et les grandes banques d'affaires américaines ont accepté de payer des amendes très élevées pour éviter d'être traduites devant la justice.

L'analyse financière est définie par Élie Cohen (1997) comme « un ensemble de concepts, de méthodes et d'instruments qui permettent de formuler une appréciation relative à la situation financière d'une entreprise, aux risques qui l'affectent, au niveau et à la qualité de ses performances ». L'analyse financière apparaît comme une discipline rigoureuse, faisant appel à la rationalité du raisonnement et à des techniques avancées. Sharpe et Alexander (1990) en donnent une définition très précise : « elle consiste à analyser les niveaux de risque et de rendement anticipé d'actifs financiers pris isolément ou de groupes

\* Directeur financier Groupe SFA Nouvel Observateur.

\*\* Conseiller référendaire à la Cour des comptes.

Les auteurs s'expriment ici à titre personnel. Cet article est issu d'un travail de recherche effectué en 2003 au sein de la Chaire de finance du Conservatoire national des arts et métiers.



d'actifs financiers ». Ces définitions s'attachent davantage à l'usage pratique de l'analyse qu'à sa justification théorique. Poussée à l'extrême, cette approche conduit à une définition tautologique, qui ne manque pas de pertinence : *financial analysis is what financial analysts do*<sup>1</sup>. Cette approche instrumentale peut s'expliquer par la prégnance, dans la théorie financière classique, de l'hypothèse d'efficience des marchés. Si les marchés financiers sont efficients, et si le prix d'un actif reflète toute l'information pertinente disponible, alors à quoi peut servir de passer du temps à analyser la « vraie valeur » de cet actif ?

Les nouvelles approches de la théorie financière et de la théorie des organisations peuvent pallier cette absence de substrat conceptuel. L'économie n'est pas aussi parfaite que celle que décrivaient les auteurs classiques. L'entreprise est aussi le lieu de conflits d'intérêts et de relations d'agence, et l'information n'est pas disponible de manière identique pour tous. Dans ce contexte, l'analyse financière peut être vue comme « un antidote aux asymétries informationnelles, un modérateur des tentations opportunistes auxquelles les dirigeants sont exposés et un réducteur du risque moral qui affecte les investisseurs » (selon Cohen, 1997).

La Loi de sécurité financière (loi du 1<sup>er</sup> août 2003) donne pour la première fois une définition juridique de la profession d'analyste financier : « exerce une activité d'analyse financière toute personne qui, à titre de profession habituelle, produit et diffuse des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne, en vue de formuler et de diffuser une opinion sur l'évolution prévisible desdites personnes morales et, le cas échéant, sur le prix des instruments financiers qu'elles émettent ».

Le champ de l'analyse financière se décompose en deux approches distinctes : l'analyse fondamentale et l'analyse technique.

*L'analyse fondamentale* part du principe qu'il existe une « vraie » valeur, ou une valeur « intrinsèque » pour chaque actif. La méthode la plus couramment utilisée pour apprécier cette valeur intrinsèque est celle de l'actualisation des flux de liquidités : on calcule la valeur actuelle des flux de revenus que cet actif va générer dans le futur (dividendes, intérêts, ou *free cash flows*). La valeur intrinsèque est ensuite comparée au cours de Bourse, ce qui permet de conclure que le titre est sous-évalué ou surévalué, et d'émettre des recommandations d'achat ou de vente.

*L'analyse technique* est fondée sur l'étude des mouvements passés des cours de Bourse pour prévoir leur évolution future. Ces mouvements sont analysés en détail afin de déceler des tendances ou des phénomènes statistiques récurrents dans l'évolution des prix cotés par le marché. Lorsque ces phénomènes sont identifiés, ils sont utilisés pour prévoir les cours futurs par rapprochement avec les évolutions les plus récentes.



L'analyse technique repose sur l'hypothèse que les tendances passées vont se reproduire, que l'histoire tend à se répéter. Les analystes techniques s'appuient souvent sur des représentations graphiques (chartisme), et emploient une terminologie imagée (« tête et épaules », « tête et épaules inversées », « double dip ») et appliquent ces figures aux tendances actuelles des cours.

Les deux approches sont très différentes. Les « fondamentalistes » s'intéressent au futur, les « techniciens » au passé. Les premiers analysent l'entreprise elle-même, son environnement, la qualité de son management, ses perspectives de développement ; les seconds se concentrent sur le marché et sur sa dynamique propre pour prévoir les évolutions des prix. L'analyse technique est en complète contradiction avec l'hypothèse d'efficacité des marchés, qui postule que les cours de Bourse futurs ne peuvent pas être « prédits » par les cours passés.

Parmi les analystes « fondamentalistes », ceux qui exercent leur profession chez des gestionnaires de fonds sont appelés *buy-side* (ils sont du côté de l'acheteur), tandis que ceux qui exercent chez des courtiers sont appelés *sell-side*. Les *sell-side* - objet de cet article - doivent faire connaître leurs études et leurs recommandations, pour convaincre leurs clients d'acheter ou de vendre des titres, par l'intermédiaire de leur société, qui prélève une commission. Ils ont donc un rôle commercial important et doivent savoir mettre en valeur leurs travaux.

### *LE RÔLE DES ANALYSTES FINANCIERS DANS LA THÉORIE ÉCONOMIQUE : UNE APPROCHE NORMATIVE*

L'approche théorique de l'analyse financière peut être retracée au travers de l'histoire de la finance contemporaine. Si la théorie de l'investissement a trouvé ses fondements dans les années 1930, avec différents auteurs qui étaient des professionnels autant que des théoriciens (Williams, Graham, Keynes), la théorie financière moderne a pris son essor au lendemain de la Seconde guerre mondiale, les principaux textes fondateurs datant des années 1950 et 1960. La théorie financière contemporaine évolue aujourd'hui vers une vision plus nuancée de la réalité, faisant davantage de place aux analyses de la psychologie des agents et des sources d'inefficience.

#### *L'investissement dans la théorie économique*

En 1934, dans *Security Analysis*, Graham et Dodd présentent la première étude approfondie sur les analystes financiers. Ce texte fondateur veut jeter les bases d'une véritable théorie de l'investissement. L'analyste financier se voit assigner trois fonctions : description (des faits relatifs à une valeur financière), sélection (des valeurs en fonction



de leurs mérites propres) et critique (des données financières qui lui sont présentées). Dans sa fonction de « sélection », l'analyste est confronté à la notion de *valeur intrinsèque*, et aux écarts qui peuvent apparaître entre celle-ci et le prix de l'action. La valeur intrinsèque est définie de manière littéraire : « c'est la valeur justifiée par les faits, c'est-à-dire les actifs, les résultats, les dividendes, les perspectives de l'entreprise, aussi différents que les prix de marché déterminés par des manipulations artificielles ou affectés par des excès psychologiques ». Graham et Dodd évoquent une nouvelle théorie, une « complète révolution », selon laquelle « la valeur d'une action ordinaire dépend entièrement de ses revenus futurs » ; mais ils prennent leurs distances par rapport à cette méthode car il n'est pas facile de « projeter des tendances dans le futur ».

La formalisation de ce raisonnement sera apportée en 1938, par John Burr Williams. Ce dernier précise dans sa *Theory of Investment Value* le concept de valeur : « la valeur d'un investissement est la valeur actuelle des flux de dividendes futurs dans le cas d'une action, ou des coupons et du remboursement du principal dans le cas d'une obligation ». La raison en est simple : « des hommes rationnels, lorsqu'ils achètent des actions et des obligations, ne paieraient jamais plus que la valeur présente des dividendes futurs anticipés ou des coupons et du principal anticipés ». Williams présente une série de formules de calcul pour valoriser toutes sortes de titres financiers, et définit la prime de risque. Alors que, jusqu'alors, la méthode de l'actualisation des flux de liquidités était utilisée seulement pour les titres à revenu fixe, il étend cette technique aux actions.

Les bases de l'analyse financière contemporaine sont jetées dès les années 1930 : la valeur intrinsèque et ses déterminants, la prise en compte de facteurs quantitatifs et qualitatifs, le calcul de la valeur par l'actualisation des flux de revenus futurs attendus, la notion de prime de risque.

Dans la *Théorie générale*, ouvrage essentiellement macroéconomique, Keynes consacre un chapitre entier aux comportements des investisseurs sur les marchés financiers - inspiré largement par son expérience personnelle. Il définit deux approches des marchés financiers, et propose de « désigner par le terme de *spéculation* l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché, et par le terme *entreprise* celle qui consiste à prévoir le rendement escompté des actifs pendant leur existence entière ».

L'approche par « l'entreprise » n'est pas autre chose que la détermination de la valeur intrinsèque d'un actif, et conduit à l'analyse fondamentaliste et aux travaux sur l'évaluation de l'entreprise. L'approche par « la spéculation » est une analyse de la psychologie des investisseurs, qui amène à l'étude des ressorts propres du marché



financier et finalement, à l'analyse technique. Elle sera développée par l'école de la finance comportementale des années 1980 et 1990, principale critique de l'hypothèse d'efficacité des marchés. Dans le fonctionnement des marchés financiers, ce sont, d'après Keynes, les tenants de la « spéculation » qui dominent. En effet, la plupart des investisseurs « se soucient beaucoup moins de faire à long terme des prévisions serrées du rendement escompté d'un investissement que de deviner peu de temps avant le grand public les changements futurs de la base conventionnelle d'évaluation. Ils se préoccupent, non de la valeur véritable d'un investissement, mais de la valeur que le marché, sous l'influence de la psychologie de masse, lui attribuera 3 mois ou 1 an plus tard ».

Pour bien réussir sur les marchés, il est plus efficace de bien comprendre leur fonctionnement et leur psychologie, plutôt que l'analyse du rendement attendu d'un titre. « L'objet de placements éclairés devrait être de vaincre les forces obscures du temps et percer le mystère qui entoure le futur. En fait, l'objet inavoué des placements les plus éclairés est, à l'heure actuelle, de “voler le départ” ». Et Keynes de conclure : « on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement ». Ces catégories peuvent être étendues aux analystes financiers. Les analystes fondamentalistes chercheraient plutôt à « percer le mystère qui entoure le futur » tandis que les analystes techniques se demandent comment « voler le départ ».

La *théorie du portefeuille* est développée par Harry Markowitz dans les années 1950, et prolongée par William Sharpe dans les années 1960. La valeur d'un investissement doit prendre en compte le risque de celui-ci et pas uniquement son rendement espéré. La diversification obtenue à travers la composition du portefeuille permet d'en réduire le risque en éliminant le risque spécifique, ou intrinsèque. Pour un même niveau de risque, un investisseur préférera un rendement plus élevé, et pour un même niveau de rendement espéré, il choisira l'actif le moins risqué. Ces postulats s'expriment simplement par l'utilisation de la moyenne et de la variance des rendements espérés. La combinaison de plusieurs actifs dans un portefeuille amène à l'utilisation de la covariance, c'est-à-dire de l'intensité de la corrélation existant entre les variations des rendements des actifs entre eux. La diversification permet de réduire le risque d'un portefeuille (sa variance) en réduisant son risque spécifique.

Sharpe complète l'approche de Markowitz en fournissant, avec le Modèle d'évaluation des actifs financiers (Medaf), un modèle permettant de calculer le rendement espéré d'un titre, par référence au taux d'intérêt sans risque. On développe les notions de risque spécifique (diversifiable) et de risque systématique (risque de marché)



mesuré par le coefficient *bêta*, qui exprime la corrélation entre la volatilité d'un titre et celle du marché dans son entier. La performance attendue d'une action pourra être reliée à celle du marché en prenant en compte avec le *bêta* son risque spécifique. Le grand succès du Medaf s'explique par le fait qu'il fournit une méthode simple pour calculer le taux de rentabilité exigé d'un titre. Ce dernier est une fonction linéaire de son risque, lui-même mesuré par le coefficient *bêta*. Le Medaf est un modèle simple car fondé sur un seul facteur explicatif. Dans les années 1970, différents auteurs ont mis en avant des « anomalies » c'est-à-dire des phénomènes boursiers non explicables par le Medaf. La mort du *bêta* fut (prématurément) annoncée lors du 20<sup>ème</sup> anniversaire de l'article fondateur de Sharpe (Dumas et Zisswiller, 1984).

Le modèle d'évaluation par arbitrage (*Arbitrage Pricing Theory* ou APT) introduit des facteurs exogènes (comme la conjoncture économique) sur la variation desquels est projeté le rendement de l'action. Dans une autre approche multifactorielle, Fama et French (1992) trouvent que la valeur explicative du *bêta* est moins bonne que celle de la taille de l'entreprise (capitalisation boursière) et le ratio de la valeur comptable des fonds propres à sa valeur boursière (*book to market*).

### *L'hypothèse d'efficience des marchés et le rôle des analystes financiers*

Si la théorie des marchés efficients est acceptée dans sa forme extrême, alors le travail des analystes doit être considéré comme inutile. Leur rôle consiste, en effet, à déceler les situations dans lesquelles le marché ne donne pas son prix correct à un titre (situations d'inefficience), pour en tirer des recommandations. Pour reprendre la terminologie keynésienne, celui qui est le plus à même de vaincre les forces obscures du temps, ce serait le marché lui-même, car il incorpore toute l'information pertinente disponible.

Le concept de « marche au hasard » a précédé celui de marché efficient. Le premier article publié par Eugene Fama (1963) est consacré exclusivement à l'analyse des mouvements de prix sur le marché boursier et il donne une définition statistique d'une marche au hasard : « (1) les variations de prix sont des variables indépendantes soumises au hasard et (2) ces variations se conforment à une loi de probabilité ». Une marche au hasard est une évolution dans laquelle les valeurs passées d'une variable ne donnent aucune indication sur ses valeurs futures : les cours de Bourse ne peuvent pas être prévus en étudiant leur évolution passée.

Fama (1965) donne ultérieurement une définition de ce qu'est un marché efficient : « un marché efficient est défini comme un marché où se trouve en compétition un nombre important d'agents rationnels cherchant à maximiser leur profit, chacun cherchant à prévoir la valeur future de titres financiers, et au sein duquel l'information importante



nécessaire est disponible pour tous les participants, presque gratuitement ». Dans un marché efficient, les prix reflètent à tout moment toute l'information disponible et pertinente, en raison de la concurrence qui s'y manifeste ; l'information pertinente est à la fois celle qui concerne les événements passés et celle qui relève d'anticipations communes sur le futur. En d'autres termes, « dans un marché efficient, le prix d'un titre sera à tout moment une bonne estimation de sa valeur intrinsèque ». Fama reconnaît toutefois que les acteurs du marché n'ont pas toujours la même analyse de la valeur intrinsèque d'un actif, et que ces désaccords peuvent entraîner le prix d'un titre à un cours différent de sa valeur intrinsèque. C'est la raison pour laquelle le cours d'une action varie erratiquement autour de sa valeur d'équilibre. Ces variations ont tendance à s'autoneutraliser. Si des investisseurs pensent que le cours d'une action est inférieur à sa valeur intrinsèque, ils achèteront cette action, faisant ainsi monter le cours, et le rapprochant de sa valeur intrinsèque.

Qu'est-ce qui explique, dans ces conditions, l'évolution des cours de Bourse, au-delà des ajustements autour de leur valeur d'équilibre ? C'est le fait que la valeur intrinsèque elle-même peut varier, en fonction de nouvelles informations rendues publiques, ou déjà anticipées par le marché, et qui sont susceptibles de modifier les perspectives de l'entreprise (nouveau contrat important, découverte scientifique...). Le prix des titres s'ajuste instantanément à leur nouvelle valeur intrinsèque. Les changements successifs de cours sont statistiquement indépendants et suivent une marche au hasard : « une série de mouvements de cours boursiers n'a pas de mémoire. L'évolution future du prix d'un titre n'est pas plus prévisible qu'une série de nombres choisis au hasard ».

Dès les premiers travaux, les défenseurs de l'efficacité reconnaissent toutefois que le modèle qu'ils décrivent est théorique et ne peut être appliqué dans sa version absolue. Le marché « totalement » efficient est une vue abstraite, mais peut, d'après Fama, être considéré comme une « approximation raisonnable de la réalité » et une « vue simplifiée du monde ». Cela reflète assez bien la pensée académique dominante des années 1970 et 1980, comme le relève Michael Jensen (1978) : « There is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Markets Hypothesis ».

La première conséquence de l'hypothèse d'efficacité porte sur la gestion de fonds. S'il n'est pas possible de prévoir l'évolution des cours, alors il n'est pas possible de « battre le marché ». Bien sûr, certains investisseurs peuvent « faire mieux » que le marché ; mais c'est parce que d'autres font moins bien durant la même période. De bonnes performances pendant une période donnée ne donnent pas de garantie pour l'avenir. Il en résulte une distinction entre gestion passive (politique de placement diversifiée, en investissant dans des fonds indiciels) et gestion



active (politique volontaire de sélection de titres). L'hypothèse d'efficacité des marchés conduit à la gestion passive, car les gestionnaires « actifs » ne peuvent pas durablement faire mieux que la moyenne du marché. Ils ont des coûts de fonctionnement plus élevés parce qu'ils emploient des analystes financiers, des gérants, des économistes, alors que les gestionnaires « passifs » n'ont pas de tels besoins, se contentant de suivre l'indice qu'ils ont choisi. D'après Sharpe (2002), les coûts de gestion d'un fonds indiciel sont compris entre 15 et 50 points de base tandis que les coûts d'un fonds actif sont supérieurs à 100 points de base. Le rendement net des fonds sera donc, en moyenne, *inférieur* au rendement moyen du marché.

Fama a procédé à une étude portant sur une période de 20 ans remontant à 1976 ; il en ressort que les performances des 20 meilleurs gestionnaires de la première décennie se répartissent à égalité durant la seconde décennie : la moitié a amélioré ses performances, la moitié l'a dégradé<sup>2</sup>. Un fonds qui s'est bien comporté pendant une période a *une chance sur deux* de bien se comporter par la suite. Malkiel en tire une conclusion radicale : « le marché est tellement efficace pour coter les actions qu'un chimpanzé aux yeux bandés lançant des fléchettes sur le *Wall Street Journal* est capable de bâtir un fonds qui se comporte aussi bien que les fonds gérés par les experts ».

Une autre conséquence importante de l'hypothèse d'efficacité des marchés porte sur l'analyse financière elle-même. C'est l'analyse technique qui est la plus violemment remise en cause par les défenseurs de l'efficacité des marchés : « si le modèle de marche au hasard est une description acceptable de la réalité, le travail du chartiste, comme celui de l'astrologue, ne présente aucun intérêt pour l'analyse du marché boursier »<sup>3</sup>. Si l'analyse chartiste a été traditionnellement peu considérée d'un point de vue académique, elle est, en revanche, assez populaire, et fréquemment utilisée tant dans la presse financière, que dans les études d'analystes de marché, notamment les notions de « support » et de « résistance ».

S'agissant du rôle de l'analyse fondamentale, la contestation est moins forte, car le raisonnement sous-jacent est méthodologiquement solide. Même les économistes classiques les plus convaincus reconnaissent qu'il peut exister temporairement des inefficiences de marchés. Des analystes professionnels étudiant la valeur intrinsèque d'un titre peuvent donc déceler ces écarts de cours et en tirer profit. En agissant ainsi, ils contribuent au bon fonctionnement du marché car ils font disparaître ces écarts et font ainsi converger le prix du titre vers sa valeur fondamentale : ils rendent le marché plus efficace.

En 1965, Fama reconnaît qu'il n'y a « rien qui puisse suggérer qu'une analyse fondamentale de qualité ou une analyse de valeur intrinsèque



ne soit d'aucune utilité dans un marché efficient ». Il précise toutefois que « l'analyse fondamentale ne présente quelque intérêt que lorsque l'analyste dispose d'une information nouvelle qui n'a pas encore été prise en compte dans les prix de marché, ou de vues nouvelles concernant l'effet d'informations déjà disponible, mais non encore intégré dans les cours. Si l'analyste financier ne dispose ni de vues supérieures, ni d'information nouvelle, il ferait mieux d'oublier l'analyse fondamentale, et de choisir des valeurs au hasard ».

Grossman et Stiglitz (1981) apportent une justification théorique à l'intervention des analystes dans un modèle d'efficience informationnelle, où il est rationnel de constater que des rendements supérieurs à la moyenne existent, et rémunèrent l'effort d'analyse. Selon le « paradoxe de Grossman-Stiglitz », un marché parfaitement efficient d'un point de vue informationnel est une impossibilité. Si le marché était parfaitement efficient, le produit de la recherche d'information serait nul, et l'incitation à investir sur la base d'analyses spécifiques disparaîtrait.

*Le relâchement des hypothèses d'efficience  
et la nouvelle théorie financière de l'entreprise*

Si Jensen parle en 1978 de l'hypothèse d'efficience comme d'un « *paradigme dominant de la finance* », il n'en relève pas moins que les premières interrogations apparaissent. Eugene Fama (1991) relève que l'absence d'autocorrélation des rendements qui apparaissait clairement dans les années 1960, n'est plus aussi évidente. Un nombre croissant d'études montre qu'il existerait des tendances statistiques dans l'évolution des cours, par rapport aux cours passés ou par rapport à d'autres variables. Un autre phénomène est documenté, celui des anomalies de marchés : effets de taille (les rendements des actions à faible capitalisation sont supérieurs) et de calendrier (les rendements sont plus élevés en janvier, le lundi, les veilles de vacances ou le dernier jour du mois).

S'agissant des « études d'événements » (forme semi-forte de l'efficience), la réactivité des cours de Bourse est amplement démontrée. Les cours s'ajustent rapidement à des événements comme des changements dans la politique de distribution, des modifications de la structure financière des entreprises, ou des opérations de marché. Fama relève des conclusions étonnantes, qui ont permis de faire le pont avec la finance d'entreprise. Par exemple, une annonce d'augmentation de capital entraîne une réaction négative du marché, ce qui ne peut être expliqué que par des asymétries informationnelles (les dirigeants émettent des titres parce qu'ils pensent que l'action est surévaluée) ou une analyse en termes d'agence (les coûts d'agence ne sont pas les mêmes si l'entreprise recourt au marché).

La littérature des 20 dernières années a confirmé les premières



critiques émises contre l'hypothèse d'efficience. Lo (1997) et Lo et MacKinlay (1998) ont réuni les études les plus significatives dans ce domaine, qui font la liste des « anomalies » de marché : les prix des actions sont très volatils, ils sur-réagissent aux variations passées (corrélation positive des rendements), ils sous-réagissent aux annonces de résultats, et ils laissent apparaître des régularités qui peuvent être exploitées. Ces auteurs ne considèrent pas ces phénomènes comme des anomalies, mais comme le résultat de comportements rationnels. Ils introduisent la notion d'*efficience relative*, qui rend rationnelle la possibilité de réaliser de meilleurs rendements que le marché. La forme la plus absolue de l'efficience est progressivement amendée, pour laisser la place à « une vue plus nuancée », selon Schiller (2002).

Il en va de même en matière d'analyse de la firme, avec le développement d'une « nouvelle théorie financière néoclassique de l'entreprise », selon Quintard et Zisswiler (1990). Cette approche, qui fait le lien entre finance de marché, finance d'entreprise et théorie des organisations, repose sur l'existence d'asymétries informationnelles, de conflits d'intérêts entre les différents acteurs de l'entreprise et de coûts de transaction. Ces constats conduisent à la *théorie de la signalisation*, la *théorie de l'agence* et l'*économie des coûts de transactions*. Les signaux sont envoyés par les agents les mieux informés (les dirigeants) aux agents moins bien informés ; le niveau d'endettement, la structure financière de l'entreprise, la politique de distribution sont des signaux transmis au marché. Les relations d'agence ou de mandat sont celles qui se mettent en place entre un mandant (l'actionnaire) qui confie à un mandataire (le dirigeant) le soin de gérer l'entreprise à sa place. Elles suscitent des conflits d'intérêts et des coûts d'agence (coûts du contrôle ou de surveillance par les mandants, coûts de dédouanement des mandataires).

La théorie positive de l'agence reconnaît explicitement un rôle aux analystes financiers. Jensen et Meckling (1976) estiment qu'ils ont une fonction de surveillance. Leur efficacité ne peut se mesurer par de meilleurs rendements, mais ils peuvent être socialement productifs s'ils contribuent à « réduire les coûts d'agence associés à la séparation de la propriété et de la gestion de l'entreprise ». Pour Jensen (1986), les coûts d'agence des *free cash flows* peuvent être réduits par la distribution de dividendes ou davantage de dette, l'ajustement pouvant être facilité par la surveillance des analystes financiers et des banquiers d'affaires. Cette hypothèse est testée par Doukas et *al.* (2000) qui trouvent, sur la période 1988-1994 un lien positif entre le nombre d'analystes suivant une société et sa valeur boursière : « l'analyse financière a un impact positif sur la valeur d'entreprise, par la surveillance exercée sur les comportements des dirigeants et en réduisant les asymétries informationnelles entre ces derniers et les investisseurs ».



Les développements théoriques des deux dernières décennies ont porté sur l'analyse du comportement des acteurs, leurs motivations psychologiques, et ont donné naissance à l'école de la *finance comportementale*, qui cherche à expliquer les « énigmes » que n'a pas pu résoudre la finance classique. D'après Thaler (1999), et bien qu'il existe des preuves éclatantes de l'efficacité de marchés (l'incapacité démontrée des gestionnaires à battre le marché), les marchés financiers de la « vraie vie » ne ressemblent pas à ceux que l'on décrit dans les manuels de finance.

La finance comportementale se concentre sur l'étude des comportements des investisseurs et des opérateurs pour expliquer les sur-réactions ou les sous-réactions des marchés. Qualifiée de « révolution dans la finance » par Schiller, l'école comportementale emprunte à d'autres disciplines que l'économie (sociologie, psychologie) des concepts pour expliquer le fonctionnement des marchés. Les investisseurs ne sont pas des êtres rationnels maximisant leur fonction d'utilité, mais réagissent selon des biais cognitifs, et des imperfections dans leur perception de la réalité, qui dominent leur analyse. Exemple : les dividendes sont perçus par les épargnants comme un véritable complément de revenu, ce que ne sont pas les plus-values en capital ; de ce fait, la politique de dividende des entreprises a un impact sur les cours de Bourse.

La finance comportementale a l'ambition de fournir un paradigme alternatif au modèle classique de la théorie financière caractérisé par l'efficacité des marchés, le modèle d'évaluation des actifs financiers, et les théorèmes d'indifférence de Modigliani et Miller. Elle s'appuie sur une approche plus réaliste des décisions des agents économiques : « les gens sont rationnels dans la finance classique et normaux dans la finance comportementale » (Statman, 1999).

### *Le rôle des analystes dans les marchés financiers contemporains*

D'une approche très négative (l'astrologue de Fama), la théorie est passée à une vue plus nuancée des analystes financiers. Dans un monde où l'efficacité n'est plus une règle absolue et où la gouvernance devient un objectif stratégique, l'existence d'une catégorie d'agents facilitant la compréhension et la diffusion d'une information financière fiable ne peut qu'être regardée avec faveur. Au total, la théorie assigne trois fonctions principales aux analystes financiers :

1. *les analystes doivent concourir au bon fonctionnement des marchés de capitaux.* En décelant les écarts existant entre le prix d'un titre et sa valeur intrinsèque, ils contribuent à la convergence des cours vers leur valeur d'équilibre et à une plus grande efficacité des marchés ;
2. *les analystes doivent aider les investisseurs à choisir des actifs ou des catégories d'actifs qui leur conviennent.* Leurs études doivent permettre aux investisseurs de mieux connaître la nature des risques pris en



acquérant un titre ou un portefeuille, et les aider à choisir un couple rendement/risque conforme à leurs préférences ;

3. *les analystes doivent contribuer à la bonne gouvernance des entreprises.* Ils participent du dispositif de contrôle des équipes dirigeantes et fournissent des informations sur la qualité du management et les perspectives de développement de l'entreprise ; ils interprètent les signaux émis par elle et contribuent à réduire les coûts d'agence liés à l'émission de titres financiers.

Cette vision normative, inspirée de la théorie, est aussi idéale que pouvait l'être l'hypothèse d'efficacité des marchés. Les analystes financiers n'ont pas alerté les investisseurs sur la réalité de la situation financière d'Enron, ni empêché la formation de la bulle Internet - sans doute même l'ont-ils alimentée.

### QUI SONT LES ANALYSTES FINANCIERS ET QUELLE EST LEUR INFLUENCE ?

#### *Le métier d'analyste*

Les sources détaillées sur les analystes financiers sont peu nombreuses en France. La profession est plus récente que dans les pays anglo-saxons, et y a moins attiré l'attention des chercheurs. La revue de la profession, *Analyse financière*, publie peu d'études sur les analystes eux-mêmes tandis que son homologue américain, le *Financial Analysts Journal*, en est rempli. La Société française des analystes financiers (SFAF) a été créée en 1961 et la revue *Analyse financière* en 1969. La recherche en analyse financière a pris son essor à la fin des années 1960, avec l'apparition d'équipes spécialisées au sein des grandes institutions financières, au moment où le marché parisien connaissait des réformes importantes<sup>4</sup>. L'analyse était principalement destinée aux établissements de crédit, et rarement rendue publique.

Avec l'essor et la dérégulation des marchés financiers et l'internationalisation des entreprises, l'analyse financière a connu des mutations importantes. Les équipes se sont fortement développées pour répondre à la concurrence des grandes banques européennes ou américaines : des services de recherche comprenant 50 à 100 analystes ne sont pas rares aujourd'hui. Elles se sont internationalisées, le suivi des valeurs s'exerçant principalement sur une base sectorielle. Le *Global Media Team* de Merrill Lynch suit près de 200 sociétés cotées, avec une quarantaine d'analystes. Les principales valeurs média européennes sont suivies en moyenne par 20 à 25 analystes. Jusqu'aux années 1980 et 1990, les études d'analystes et leurs recommandations étaient peu diffusées, et réservées à l'usage des maisons qui les produisaient et de leurs clients. La diffusion de l'information est aujourd'hui plus large, grâce à Internet.



Beaucoup d'études sont disponibles en accès libre ou sur demande. Les recommandations des analystes sont regroupées dans des bases de données très larges, qui permettent de suivre le consensus du marché<sup>5</sup>.

Le métier d'analyste financier est resté peu réglementé en France, jusqu'à la Loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 qui les soumet à l'Autorité des marchés financiers. La profession s'est auto-régulée, principalement par le biais de son Code de déontologie. La SFAF mène une réflexion d'ensemble sur le Code de déontologie, la carte professionnelle et le projet de statut. Fin 2004, l'AMF a confié une réflexion sur l'analyse financière indépendante à un groupe de travail qui a rendu ses conclusions en juillet 2005<sup>6</sup>.

La SFAF comptait en 2002 environ 1 700 adhérents, dont 1 150 titulaires, parmi lesquels des *sell-side* (nombre estimé à 600), des *buy-side*, et des gérants. Ce sont des hommes (à plus de 80 %), jeunes (la moitié ont moins de 35 ans), ayant reçu une formation de haut niveau (60 % des analystes européens interrogés par *Institutional Investor* sont titulaires d'un MBA). Leur rémunération est élevée : les deux-tiers des analystes européens disposaient en 2002 d'un traitement annuel supérieur à 150 000 US\$. Pour la France, les rémunérations supérieures à 137 000 € représentaient 46 % des analystes interrogés en 2000.

Les journées d'analyste *sell-side* sont exigeantes, car les premières réflexions et recommandations doivent être transmises avant l'ouverture des marchés. Dès qu'un événement concernant une entreprise est connu, les analystes doivent être en mesure de le commenter et d'apprécier son influence sur le cours. La pression est constante, particulièrement en provenance des vendeurs, qui ont besoin d'arguments pour convaincre leurs clients.

Les analystes sont partagés entre les deux dimensions de leur métier : la recherche fondamentale s'appuyant sur des techniques avancées et nécessitant du recul, de la réflexion et du temps, et une fonction commerciale qui a pris une place croissante. Les analystes financiers vivent parfois mal cette double nature de leur travail. Ils estiment faire un métier noble et valorisant, mais considèrent la partie commerciale comme une contrainte. La pression est renforcée par le fait que les analystes sont évalués et classés. Les classements sont effectués par des enquêtes auprès des investisseurs, et sont parfois publiés. Ils ont des conséquences financières pour les *brokers* (les investisseurs répartissant leurs ordres entre ces derniers en fonction des résultats obtenus) comme pour les analystes eux-mêmes (bonus annuels). La concurrence est telle sur le marché, que les investisseurs disposent, pour une grande valeur, de plus de 20 sources d'analyse différentes. Il faut donc « faire la différence », « écrire le papier agréable à lire » en innovant, en trouvant un titre qui attirera l'attention du destinataire.



Le travail d'un analyste peut être segmenté en trois grandes tâches : recueil d'informations économiques et financières générales et d'informations spécifiques sur les sociétés suivies ; analyse de ces données et utilisation dans des modèles de prévision afin d'élaborer un objectif de cours (*target price*) et des recommandations associées et présentation de ces travaux aux clients (investisseurs, gestionnaires, *buy-side*). Labéguore (2002) constate que les sources d'information en provenance de l'entreprise sont les plus utilisées lors d'une introduction en Bourse (dossier d'introduction, rapport annuel, relations avec les dirigeants), ce qui est compréhensible, mais relativise l'objectivité de l'analyse si ces sources ne sont pas confrontées à d'autres informations.

Une fois la recommandation élaborée, il faut la présenter et convaincre ses interlocuteurs. La production des analystes est écrite ou orale. La production écrite est aujourd'hui transmise par voie électronique. Les abonnés reçoivent par e-mail :

- un commentaire général quotidien (*Media Daily, Morning Mail*) sur les événements de la journée ou de la veille (1 à 2 pages) ;
- des commentaires spécifiques liés à un événement donné (annonce de résultats, réunion d'analystes, statistiques sectorielles, annonce réglementaire...) ;
- des études de fond consacrées à une société donnée (5 à 50 pages) ;
- des revues sectorielles hebdomadaires, mensuelles ou annuelles (20 à 70 pages), qui commentent l'actualité du secteur et fournissent des tableaux détaillés d'analyse.

La production orale consiste en des appels téléphoniques aux clients (60 par semaine recommandés dans une grande banque parisienne), qui se transforment souvent en messages laissés sur une boîte vocale, et en des présentations faites lors de *road-shows* pour communiquer aux clients le résultat de la recherche et les suggestions d'investissement.

### *Que sait-on du comportement des analystes financiers ?*

#### *Les analystes sont optimistes*

Cela est perceptible au travers du poids relatif des recommandations positives et négatives. Durant les années 1990, on ne comptait, en général, pas plus d'une valeur recommandée à la vente pour 10 recommandations à l'achat. D'après Barber et *al.* (2001), les recommandations de vente pendant la période 1985-1996 représentaient 3 % du total des recommandations. Cet optimisme peut être une manière pour les intermédiaires financiers de garder de bonnes relations avec les émetteurs. L'échelle des recommandations est biaisée : dans l'esprit des



analystes, une recommandation « neutre » doit être entendue comme un signal négatif sur le titre, et chacun le comprend ainsi. Pour les analystes, il est plus difficile psychologiquement de recommander un titre à la vente, car cela constitue une rupture, un avis négatif, qui singularise celui qui l'émet. Le consensus des analystes dans le secteur des médias était, en 2003, sensiblement positif : sur un échantillon de 14 valeurs européennes du secteur, suivies chacune par 17 à 31 analystes, 32 % des recommandations étaient neutres, la moitié était positive et 18 % négatives (Bayle et Schwartz, 2003).

Une autre façon de constater leur optimisme est de mesurer la pertinence de leurs prévisions de résultat. Les différentes études empiriques citées par Womack (2002) concluent dans le même sens. Sur la période 1982-1998, la valeur médiane des prévisions de croissance des bénéfices est de 14,5 % tandis que la croissance réalisée a été d'environ 9 %, soit une erreur de prévision moyenne de plus de 60 %. Dreman et Berry (1995) procèdent à une revue de la littérature, qui montre « que les analystes commettent constamment des erreurs de prévision sur les résultats des entreprises et tendent à être sur-optimistes ». Une étude similaire, sur la période 1982-1992 (Clayman et Schwartz, 1994) conclut à des erreurs de prévision significatives sur les résultats par action : 57 % de surestimation en moyenne pour les prévisions publiées en début d'année. La raison de cet optimisme ? Les analystes ont tendance à « tomber amoureux » de leurs actions. Higgins (1998), dans l'une des rares études qui ne portent pas que sur les États-Unis, trouve une erreur moyenne (en valeur absolue) du même ordre de grandeur (45 % pour les États-Unis, et 50 % pour la France). Labéguore (2002) évalue la qualité des prévisions effectuées lors d'introduction en Bourse sur le nouveau marché et le second marché français et conclut que les dirigeants et les analystes affiliés à l'entreprise d'investissement sont significativement plus optimistes que les analystes externes.

#### *Les analystes sont souvent d'accord entre eux*

Le mimétisme, défini comme « un ensemble de comportements individuels présentant des corrélations » (Jondeau, 2001), touche les analystes financiers. Graham (1999) montre que les lettres d'information financière tendent à s'aligner sur la référence que constitue le *Value Line Investment Survey* et Welch (2000) que les recommandations des analystes sont influencées par les recommandations émises le plus récemment, et par le consensus du moment, que celui-ci soit juste ou pas. De fait, le « consensus » est considéré comme omniprésent ; il est psychologiquement difficile pour un analyste de s'en écarter significativement.

*Les analystes sur-réagissent aux informations qu'ils reçoivent*

Les marchés financiers sur-réagissent aux événements extérieurs, et amplifient l'impact des informations qu'ils reçoivent. Ce phénomène s'explique par des raisons psychologiques, les agents ayant tendance à donner dans leur appréciation du futur davantage de poids aux informations récentes. De Bondt et Thaler (1990) montrent que les analystes financiers participent à cette tendance. Les changements de prévisions sont trop importants pour pouvoir être expliqués rationnellement par les annonces de résultat des entreprises : « les analystes financiers sont décidément humains ».

*Les méthodes utilisées sont convergentes et consensuelles*

Les méthodes d'évaluation des entreprises peuvent se classer en différentes catégories (Fabre-Azema, 2002) : patrimoniales, analogiques et dynamiques. Fabre-Azema relève « une convergence vers une utilisation de plus en plus fréquente des paramètres fondamentaux », c'est-à-dire « des flux de trésorerie issus de l'exploitation, de la rentabilité économique et du taux de rentabilité économique normatif ». Une étude des méthodes utilisées par les analystes financiers du secteur des médias (Bayle et Schwartz, 2003) conclut dans le même sens.

16

La méthode d'actualisation des flux de liquidités (*discounted cash flows* ou DCF) est la plus fréquemment utilisée. L'horizon explicite de prévision est compris entre 5 et 10 ans, le taux d'actualisation entre 8 % et 9 %, et le taux de croissance à l'infini entre 2 % et 3 %. L'utilisation du coefficient *bêta*, tel que défini dans le modèle d'évaluation des actifs financiers, est l'expression du risque spécifique de l'entreprise. Son appréciation devrait donc être fondamentale pour apprécier la valeur d'une entreprise. Or, les études d'analystes comprennent rarement une analyse de la volatilité de l'action ou du risque spécifique de la firme. Cela explique la forte homogénéité des taux d'actualisation retenus, calculés le plus souvent sur le *bêta* moyen du secteur considéré (1,1 pour les médias en 2003).

La valorisation par la méthode des multiples de sociétés comparables, également utilisée, s'appuie sur des estimations d'agrégats financiers pour l'année en cours et les deux suivantes : EBITDA<sup>7</sup>, EBIT<sup>8</sup> ou résultat net. Cette méthode est plus aisée à appréhender et relativement intuitive. Fournissant des indications relatives, elle répond bien à la demande des gérants qui ont à choisir entre plusieurs titres et sont souvent *benchmarkés*. Le ratio  $EV^9/EBITDA$  est le plus souvent utilisé comme base de valorisation relative d'une société ou dans un argumentaire d'investissement.

Le coefficient de capitalisation des résultats (PER) est moins fré-



quemment utilisé. Plusieurs difficultés peuvent être avancées : définition précise des résultats (avant ou après amortissement des survaleurs), difficulté d'utiliser le PER quand les résultats sont négatifs et impact sur le PER de la structure financière. D'autres ratios sont suivis par les analystes (*Price Earning Growth*, *Price to Book Value*, *Price to Cash Flow*, coefficient de rendement).

La valorisation par l'approche patrimoniale (somme des parties) est utilisée pour calculer la valeur du portefeuille d'activités d'une firme lorsque ses activités sont différentes ou jugées sans relation évidente. Implicite à cette méthode de valorisation est le fait que l'entreprise est jugée apte à se séparer de certaines activités.

La tendance du secteur de la communication dans les années 2000 à 2003 a été baissière. Les recommandations produites par les analystes médias ont été le plus souvent à l'achat ou neutres. Ont-ils été de mauvais conseil ? Un investisseur ayant développé une stratégie s'appuyant sur les recommandations des analystes n'aurait pas fait mieux que le marché. Une explication plausible est le biais optimiste des analystes. À l'inverse, peut-on parler d'autocensure ou de timidité ? D'après les analystes interrogés, une recommandation d'achat est produite si la différence entre le cours observé et la valorisation théorique approche ou dépasse 20 %. Après coup, les objectifs annoncés par les analystes apparaissent assez conservateurs. Compte tenu de la sensibilité des modèles DCF aux hypothèses sous-jacentes, on pourrait s'attendre à avoir un spectre plus large d'objectifs. Les analystes s'autocensurent à travers l'obligation implicite qu'ils se donnent de ne pas trop s'éloigner des cours cotés à la date de parution de l'étude.

### *L'efficacité et l'influence des analystes financiers*

D'un point de vue quantitatif, on peut mesurer l'exactitude des prévisions de résultat, ou s'intéresser aux prévisions de cours, ce rapprochement pouvant toutefois être interprété différemment : si la réalité rejoint la prévision, est-ce parce que cette dernière était juste ou parce qu'elle a eu un impact sur les anticipations des investisseurs ? Autrement dit, les analystes *anticipent-ils* ou *influent-ils* les cours de Bourse ?

La première étude sur les capacités de prévision des spécialistes financiers est celle d'Alfred Cowles, publiée en 1933 : *Can Stock Market Forecasters Forecast ?* La réponse à cette question, testée sur les performances de 20 compagnies d'assurance et 16 sociétés financières est plutôt négative. Étudiant les conseils boursiers donnés par le directeur du *Wall Street Journal* entre 1904 et 1929, Cowles constate que sur 90 occurrences où un changement d'orientation est annoncé par ce dernier, 45 se sont avérées justes et 45 fausses : 1 chance sur 2 !

Après ce travail pionnier, la recherche sur les capacités de prédiction



des analystes n'a réellement repris que dans les années 1960 et 1970. La conclusion générale (à quelques exceptions près) de la littérature est que les recommandations des analystes ont un impact sur les cours de Bourse, limité et inégal dans son ampleur. Fama (1991) cite différentes études qui arrivent à cette conclusion, par exemple en mesurant l'impact des changements de classement du *Value Line Investment Survey*. Le *Value Line* publie toutes les semaines un classement de 1 700 entreprises regroupées en 5 catégories. Le passage de la 2<sup>ème</sup> catégorie à la 1<sup>ère</sup> entraîne une hausse moyenne de 2,4 % du titre, s'étalant sur trois jours. Womack (1996) effectue une analyse de l'impact sur les cours de Bourse des changements dans les recommandations des analystes américains. Il trouve que ces changements ont toujours un effet sur les cours. Les changements positifs de recommandation entraînent en moyenne une hausse de plus de 3 % des cours, mais qui tend à se résorber. Les changements négatifs de recommandations entraînent une baisse moyenne de 4,5 %, qui subsiste et s'accroît, pour atteindre 5 à 9 % au bout de 6 mois. En France, Fontowicz et Garcia (2000) étudient les effets des réunions d'information de la SFAF sur les cours de Bourse et concluent que celles-ci entraînent une réaction significative des rendements le jour et le lendemain de chaque réunion.

18

La conclusion qui se dégage de ces différents travaux, assez claire, est bien résumée par Womack (2002) : « il est largement démontré que les changements dans les recommandations émises par les analystes ont des effets significatifs sur les cours de Bourse, non seulement immédiatement après les annonces, mais plusieurs semaines après ». Il devrait logiquement en résulter que les recommandations des analystes présentent un intérêt pour les investisseurs. Desai et al. (2000) relèvent que les actions recommandées par les meilleurs analystes ont produit en moyenne sur la période 1993-1996 un rendement supérieur à celui du marché de 4 % la première année et de 6 % la deuxième année. Barber et al. (2001) arrivent à une conclusion similaire, avec des observations portant sur une période plus longue (1986-1996) : + 4 % pour les actions bénéficiant des recommandations les plus favorables et - 5 % pour les actions avec recommandation négative. Une deuxième étude des mêmes auteurs (Barber et al., 2002), soulignent une année 2000 avec des conclusions opposées : les actions positivement recommandées ont produit - 31 % et les actions négativement recommandées + 49 % ! Hormis cette année, les conclusions précédentes sont maintenues.

Il est donc théoriquement possible de dégager des gains positifs (limités) en suivant les recommandations des analystes, si l'on réagit rapidement et si les coûts de transaction sont faibles. Le marché suit davantage les analystes quand ils émettent des opinions négatives : tout se passe comme si le marché *percevait* l'optimisme des analystes et en tenait compte.



Au total, le marché financier semble donner quelque crédit à l'opinion des analystes, pris dans leur ensemble. Ce constat confirme que l'analyse fondamentale peut permettre de déceler des inefficiences, susceptibles d'être exploitées. Les gains attendus d'une stratégie d'achat sont réels, mais trop faibles pour être durablement exploités. Ces conclusions sont compatibles avec la forme semi-forte d'efficience des marchés.

### *LES CONFLITS D'INTÉRÊTS ET LE DÉBAT SUR LE RÔLE DES ANALYSTES FINANCIERS*

Le débat sur le rôle des analystes a été alimenté par les excès constatés lors de la bulle des valeurs du secteur des télécommunications, des médias et de la technologie, au premier rang desquelles figuraient les valeurs Internet. Les biais constatés lors de jugements portés sur des entreprises à qui leur employeur apporte des services plus rémunérateurs peuvent provenir d'un conflit entre l'objectif d'indépendance de l'analyste, répondant en cela au mandat qui lui est confié implicitement par les investisseurs, et l'objectif commercial visant à obtenir des grands émetteurs qu'ils retiennent la banque employant l'analyste pour effectuer des opérations de marché.

La tension entre ces deux objectifs est forte. Les commissions prélevées par les banques d'affaires sur une introduction en Bourse peuvent être supérieures à 5 % du montant de l'opération (500 points de base) alors que la commission d'intermédiation est de l'ordre de 25 ou 50 points de base pour les grosses opérations. Le choix par un émetteur d'une banque d'affaires pour réaliser une opération de marché est également influencé par la qualité et la réputation de l'analyste qui va suivre la société. Un analyste peut donc subir des pressions (implicites ou explicites) pour donner une vision positive de la réalité (ou négative s'il privilégie un concurrent de l'entreprise suivie).

Les travaux empiriques donnent du poids à l'idée que les biais optimistes sont plus importants quand la banque qui emploie l'analyste fournit à l'émetteur des services d'investissement. Michaely et Womack (1999) relèvent ainsi que les analystes affiliés à la banque introductrice émettent sensiblement plus de recommandations d'achat (écart de 50 %) que les autres analystes. En France, Labéguère (2002-1) relève que « les analystes affiliés à l'entreprise d'investissement apparaissent significativement plus optimistes que les analystes extérieurs à l'opération ». Dans cette étude, les erreurs de prévision des analystes affiliés à la banque introductrice sont élevées et supérieures aux erreurs commises par les autres analystes. Les analystes susceptibles d'apporter à leur employeur des opportunités commerciales peuvent en être récompensés



financièrement ou par une promotion professionnelle. Durant les années de la bulle, la rémunération des analystes vedettes des grandes banques américaines a ainsi atteint des niveaux extrêmement élevés : selon le magazine *Fortune*, la rémunération des analystes les plus cotés était en moyenne de 2,5 M\$, et une analyste célèbre du secteur Internet a perçu 15 M\$ en 1999.

Il existe d'autres sources potentielles de conflits d'intérêts. Par exemple, les relations avec les vendeurs : ceux-ci cherchent des suggestions et des arguments qui convaincront leurs clients, ce qui conduit à une pression vers plus d'écart entre les objectifs de prix et les cours de Bourse, pour que la recommandation soit attractive. Par ailleurs, les émetteurs constituent une source essentielle d'information pour les analystes. Pour bénéficier d'une information de qualité, l'analyste doit avoir un accès facile aux dirigeants, qui peuvent mal réagir à des recommandations négatives, en réduisant les contacts. De même, les *sell-side* doivent garder de bonnes relations avec les gestionnaires, qui apportent des commissions de courtage et qui les notent plusieurs fois par an. Enfin, même s'il ne propose pas de services de banques d'affaires, le *broker* peut avoir des activités de gestion pour compte propre ou pour compte de tiers. La tentation peut exister d'utiliser les résultats de la recherche d'abord pour la gestion des portefeuilles propres, avant d'en faire profiter la gestion pour compte de tiers, puis le marché.

Le débat sur les conflits d'intérêts et le rôle des analystes financiers a été très vif aux États-Unis dans les années 2000-2001, après l'éclatement de la bulle boursière et l'affaire Enron. Les déconvenues constatées par des investisseurs ayant suivi les conseils d'analystes célèbres ont entraîné des poursuites judiciaires et une mobilisation des pouvoirs publics. Le président de la *Securities Exchange Commission* (SEC) a estimé devant le Congrès : « il est devenu clair que les analystes financiers sont sujets à des influences diverses qui peuvent affecter l'intégrité et la qualité de leur analyse et de leurs recommandations ». À la suite d'une instruction menée par le procureur de l'État de New York à partir de juillet 2001, les grandes banques d'affaires américaines sont parvenues à un accord en décembre 2002, et ont accepté de payer des amendes totalisant 1,4 Md\$. Si les dirigeants ne font pas bon usage des fonds qui leur sont apportés par les épargnants, les analystes devraient contribuer à dénoncer ces pratiques.

Différentes mesures ont été prises ou sont en débat pour moraliser les pratiques relevées notamment aux États-Unis. Parmi les solutions évoquées figurent :

- le renforcement des « murailles de Chine » à l'intérieur des établissements financiers, pour limiter les relations avec la banque d'affaires, et le renforcement des règles déontologiques internes ;



- le développement des mesures de transparence et d'information des investisseurs : indication sur les notes d'analyse des relations d'affaires avec les sociétés suivies, de la répartition des recommandations entre les différentes catégories, rappel de l'historique des recommandations ;
- le développement d'une analyse financière indépendante des intermédiaires financiers, voire la séparation totale entre les activités de banque d'affaires et les activités de recherche.

Le groupe de travail de l'AMF de juillet 2005 recommande de développer l'analyse financière indépendante en créant un « label AMF », en favorisant la production d'études indépendantes lors d'opérations de marché et en organisant leur financement.

L'analyste financier est perçu par la presse et par les investisseurs comme ayant un rôle particulier, de nature quasi-fiduciaire. Mais si les banques d'affaires emploient des analystes, c'est parce que la recherche « maison » est un argument de vente et une source de bonne réputation. Si les grandes banques entretiennent des équipes aussi importantes, c'est qu'elles y trouvent un intérêt économique. Il y a là une contradiction inhérente au métier d'analyste : défenseur des intérêts de l'investisseur d'un côté, apporteur d'affaires pour son employeur de l'autre. Les analystes sont rationnels et répondent aux incitations reçues, de la part de leur employeur ou de leurs clients.

Faut-il séparer complètement la recherche de la banque d'affaires pour favoriser l'émergence d'une recherche indépendante ? Cette proposition, qui rencontre un certain écho, est motivée par l'idée que l'analyste, pour jouer pleinement son rôle *d'agent*, devrait n'avoir aucun lien professionnel de nature à compromettre son indépendance de jugement. Si l'émergence d'une offre diversifiée de recherche indépendante en analyse financière serait certainement profitable, les effets informationnels d'une séparation totale avec les activités de banque d'affaires devraient toutefois être analysés précisément.

L'étude des décisions des analystes financiers permet de traiter certaines des questions les plus fondamentales de la finance. Qu'est-ce qui détermine la valeur d'un actif ? Le comportement des investisseurs est-il rationnel ? Les marchés financiers sont-ils efficaces ?

*L'étude de la théorie* permet de mettre en avant ce que devrait être le rôle des analystes. Ils doivent aider les investisseurs en appliquant leurs compétences à déterminer la « vraie valeur » d'un titre. Ils peuvent, s'ils exercent correctement leur métier, contribuer à rendre les marchés financiers plus efficaces, en identifiant les écarts existant entre le prix d'un titre et sa valeur intrinsèque.

*En pratique*, on constate que les analystes financiers sont des profes-



sionnels, bénéficiant d'un niveau élevé de formation, jeunes, souvent passionnés. Ils consacrent une part croissante de leur temps de travail à des fonctions commerciales de présentation de leurs études : *les analystes financiers font de moins en moins d'analyse financière*. Leurs prévisions de résultat sont homogènes, consensuelles et optimistes. Le marché semble comprendre cet optimisme, si bien que l'effet des recommandations est asymétrique : les recommandations à l'achat sont moins suivies d'effet que les recommandations à la vente, jugées plus crédibles.

S'agissant des *méthodes de travail*, on relève aussi une grande homogénéité. Les méthodes de valorisation à base de DCF et de multiples de résultat sont les plus fréquemment utilisées. Les résultats obtenus sont peu différents en moyenne du cours coté lors de la publication de l'étude, ce qui est le signe d'une timidité de la prévision, ou la confirmation de l'efficacité du marché boursier (les cours de Bourse reflètent bien la valeur intrinsèque). L'analyse du risque d'exploitation ou du risque financier n'est pas systématiquement effectuée. De fait, la plupart des études convergent vers des valeurs standards reflétant un certain consensus du marché : le *bêta* utilisé est le *bêta* moyen du secteur, les taux d'actualisation retenus sont compris entre 8 et 10 % et le taux de croissance à l'infini des *free cash flows* entre 2 et 3 %. Le modèle implicite de calcul des taux de rendement attendus reste le Medaf, même si le *bêta* n'est pas analysé en tant que tel.

Les analystes sont soumis à des *conflits d'intérêts* qui compliquent leur pratique professionnelle. Ils ont été tentés de sortir de leur rôle traditionnel pour s'impliquer dans les activités de banque d'affaires, plus rémunératrices. Cette situation affecte leur jugement, ce qui a été démontré empiriquement. D'autres éléments compliquent le travail des analystes, notamment la double nature de leur travail : recherche fondamentale d'un côté, fonction commerciale de l'autre. Cette dichotomie est consubstantielle à l'organisation actuelle de l'intermédiation financière, les *brokers* utilisant leur recherche comme un argument de vente. Le développement de l'analyse financière indépendante devrait être favorisé, en parallèle à la production des grandes banques, ce qui suppose de résoudre le problème du financement de cette activité.

Au total, les analystes paraissent accepter le paradigme dominant de la théorie financière en matière d'évaluation d'actifs ; mais ils contestent vigoureusement un autre paradigme de la finance classique : l'hypothèse d'efficacité des marchés - car elle rendrait leur travail largement dénué d'intérêt. Utilisant des techniques financières sophistiquées, ils ne s'en réfèrent pas moins à leur intuition, à la connaissance qu'ils ont des entreprises suivies, et aux cours de Bourse, pour élaborer leurs recommandations et corriger les résultats de leurs calculs. Ils cherchent à la fois à « percer le mystère qui entoure le futur » et à « voler le départ ».



## NOTES

1. Sharpe, Alexander, 1990.
2. *An interview with Eugene Fama*, in : Peter Tanous, *Investment Gurus*, February 1997 (www.dfaus.com).
3. Fama (1965), page 15.
4. Cf. *Analyse financière* n° 79, 4<sup>ème</sup> trimestre 1989 (*Vingt ans après*) ; *Analyse financière* n° 2 (nouvelle formule), déc. 2001 (*Les mutations d'une profession - Spécial 40<sup>ème</sup> anniversaire de la SFAF*).
5. I/B/E/S (*International Brokers Estimates System*), devenue *First Call*, *Zacks Investment Services*, *Value Line*, *Global Estimates*, ou Jacques Chahine Finance en France.
6. « Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante », Groupe de travail de l'AMF, juillet 2005.
7. EBITDA : earnings before interest, tax, depreciation and amortization (excédent brut d'exploitation).
8. EBIT : earnings before interest and tax (résultat d'exploitation).
9. EV : enterprise value (valeur d'entreprise).

## BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS Patrick (1995), *Anomalies sur les marchés financiers*, Économica, Paris.
- BARBER Brad, REUVEN Lehavy, MCNICHOLS Maureen, TRUEMAN Brett (2001), « Can Investors Profit from the Prophets? Security Analysis Recommendations and Stock Returns », *The Journal of Finance*, n° 56.
- BARBER Brad, REUVEN Lehavy, MCNICHOLS Maureen, TRUEMAN Brett (2001), « Prophets and Losses: Reassessing the Returns to Analysts Stock Recommendations », *Research Paper* n° 1692, Graduate School of Business, Stanford University, May.
- BAYLE Éric, SCHWARTZ Marc (2003), « Les analystes financiers : rôle actuel et indicateurs utilisés », Mémoire pour le DESS de Finance d'Entreprise, Convention national des arts et métiers, septembre.
- BLOCK Stanley (1999), « A Study of Financial Analysts: Practice and Theory », *Financial Analysts Journal*, July-August.
- DE BONDT Werner, THALER Richard (1990), « Do Security Analysts Overreact? », *The American Economic Review*, Volume LXXX, Issue 2, May.
- CHOPRA Vijay (1998), « Why So Much Errors in Analysts' Earnings Forecast? » *Financial Analysts Journal*, Volume LIV, n° 2, November-December.
- CLAYMAN Michelle, SCHWARTZ Robin (1994), « Falling in Love Again - Analysts Estimate and Reality », *Financial Analysts Journal*, Volume L, n° 5, September-October.
- COHEN Elie (1997), *Analyse financière*, 4<sup>ème</sup> édition, Économica, Paris.
- COWLES Alfred (1933), « Can Stock Market Forecasters Forecast? », *Econometrica*, Volume 1, Issue 3, July.
- DESAI Hemang, LIANG Bing, SINGH Ajai (2000), « Do All-Stars Shine? Evaluation of Analyst Recommendations », *Financial Analysts Journal*, Volume LVI, n° 3, May-June.
- DREMAN David, BERRY Michael (1995) « Analysts Forecasting Errors and Their Implications for Security Analysis », *Financial Analysts Journal*, Volume LI n° 3, May-June.
- DUMAS Bernard, ZISSWILLER Richard (1984), « La mort du bêta ? » *Analyse financière*, 4<sup>ème</sup> trimestre.
- KEYNES John Manyard (1969), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Éditions Payot pour la traduction française, Paris.



FABRE-AZEMA Flavie (2002), « Études des méthodes d'évaluation employées par les analystes financiers lors des introductions en Bourse sur le Second marché de la Bourse de Paris », *Cahiers de Recherche* n° 2002-09, Cereg-Dauphine, Université de Paris-Dauphine.

FAMA Eugene (1963), « Mandelbrot and the Stable Paretian Hypothesis », *The Journal of Business*, Volume XXXVI, Issue 4, October.

FAMA Eugene (1965), « Random Walks in Stock-Market Prices », *Selected Papers* n° 16, Graduate School of Business, University of Chicago.

FAMA Eugene (1970), « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, Volume XXIV, Issue 2, May.

FAMA Eugene (1976), *Foundations of Finance*, Basic Books, New York.

FAMA Eugene (1991), « Efficient Capital Markets: II », *The Journal of Finance*, Volume XLVI, Issue 5, December.

FONTOWICZ Laurent, GARCIA Marc (2000), « L'impact informationnel des réunions d'information de la SFAF », *Analyse financière*, n° 121, Janvier.

GORDON Myron, SHAPIRO Eli (1956), « Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit », *Management Science*, Volume III, Issue 1, October.

GRAHAM Benjamin (1973), *The Intelligent Investor*, Harper Business, New York, 4th Edition.

GRAHAM Benjamin, DODD David (1934), *Security Analysis*, Mc Graw Hill Inc, New York.

HIGGINS Huon Ngo (1998), « Analyst Forecasting Performance in Seven Countries », *Financial Analysts Journal*, Volume LIV, n° 3, May-June.

HOOKE Jeffrey (1998), *Security Analysis on Wall Street*, Wiley, New York.

JENSEN Michael (1978), « Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency », *Journal of Financial Economics*, 6.

JENSEN Michael (1986), « Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, Volume LXXVI, Issue 2, May.

JENSEN Michael, MECKLING William (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, Volume III, n° 4, October.

LABEQUORE Florence (2002), « Introduction en Bourse : qualité des prévisions publiées par la société émettrice et les analystes financiers », 7 juin (non publié).

LABEQUORE Florence (2002) « Enquête : la couverture des introductions en Bourse par les analystes financiers », communication à l'Association française de finance, 26 octobre (non publié).

LO Andrew (ed) (1997), *Market Efficiency: Stock Market Behaviour in Theory and Practice*, The International Library of Critical Writings in Financial Economics, Edward Elgar Publishing, Londres.

LO Andrew, MACKINLAY Graig (1999), *A Non Random Walk Down Wall Street*, Princeton University Press.

MALKIEL Burton (2003), *A Random Walk Down Wall Street*, 8th Edition, Norton.

MARKOWITZ Harry (1952), « Portfolio Selection », *The Journal of Finance*, Volume VII, n° 1, March.

MICHAELY Roni, WOMACK Kent (1999), « Conflicts of Interest and the Credibility of Underwriter Analysts Recommendations », *The Review of Financial Studies*, Volume XII, n° 4.

MICHAELY Roni, WOMACK Kent (2002) « Brokerage Recommendations: Stylized Characteristics, Market Responses and Biases », Prepared for *Advances in Behavioral Finance II*, edited by Richard Thaler.

MILLER Merton (1999), « The History of Finance, An eyewitness account », *The Journal of Portfolio Management*, Summer.

QUINTARD Aimable, ZISSWILLER Richard (1990), *Théorie de la Finance*, Presses Universitaires de France, 2<sup>ème</sup> édition, Paris.

SCHLEIFER Andrei (2000), *Inefficient Markets, An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press.

SHARPE William (1964), « Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », *The Journal of Finance*, Volume XIX, Issue 3, September.

SHARPE William (2002), « Indexed Investing: A Prosaic Way to Beat the Average Investor », Presented at the Spring's President Forum, Monterey Institute of International Studies, May 1.

SHARPE William, ALEXANDER Gordon (1990), *Investments*, 4th Edition, Prentice-Hall, New York.

SHILLER Robert (2002), « From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance », *Cowles Foundation Discussion Paper*, n° 1385, October 14.

SICARD François (2002), « L'analyste financier et l'entreprise ou les liaisons dangereuses », *Analyse Financière*, n° 5, 4<sup>ème</sup> trimestre.

STATMAN Meir (1999), « Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements », *Financial Analyst Journal*, Volume XV n° 6, November-december.

THALER Richard (1999), « The End of Behavioral Finance », *Financial Analysts Journal*, November/December.

VERNIMMEN Pierre (2000), *Finance d'Entreprise*, 4<sup>ème</sup> édition par Pascal Quiry et Franck Ceddaha, Éditions Dalloz, Paris.

WILLIAMS John Burr (1938), *A Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Boston.

WOMACK Kent (1996), « Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value ? » *The Journal of Finance*, Volume LI, Issue 1, March.

