



HAL
open science

Finance comportementale Le cas des analystes financiers

Hélène Rainelli-Weiss

► **To cite this version:**

Hélène Rainelli-Weiss. Finance comportementale Le cas des analystes financiers. Encyclopédie des ressources humaines, pp.618-624, 2012. halshs-02376287

HAL Id: halshs-02376287

<https://shs.hal.science/halshs-02376287>

Submitted on 22 Nov 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Finance comportementale

Le cas des analystes financiers

Résumé : Née dans les années 1950, la théorie financière des marchés a développé grâce à une heuristique féconde, des outils dont l'influence sur les pratiques est aujourd'hui encore très sensible. Les crises financières de ces dernières années ont fortement ébranlé cet édifice théorique par ailleurs remis en cause, sur le plan théorique, par les tenants d'un nouveau courant dit de « finance comportementale ». Ces derniers plaident, depuis un peu plus d'une décennie, pour une meilleure prise en compte des comportements humains réellement observés sur les marchés. A travers l'exemple de la profession d'analyste financier, il est possible de comprendre l'enjeu de ce débat et de voir que cette question des comportements appelle, outre des considérations sur la nature cognitive des décisions des acteurs, une réflexion sur l'organisation des professions de l'industrie financière. Ainsi la finance de marché se trouve-t-elle depuis peu préoccupée de questions depuis longtemps familières à la gestion des ressources humaines.

Mots-clés : Finance comportementale, analystes financiers, biais cognitifs, conflits d'intérêt, incitations, sociologie des marchés financiers.

De toutes les disciplines de sciences de gestion, la finance de marché apparaît peut-être comme la plus éloignée de la gestion des ressources humaines. D'un côté on parle d'hommes, de compétences, de motivation, d'implication, de l'autre de chiffres, de calculs fondés sur une rationalité unique et laissant peu de place à la variation interindividuelle. La gestion des ressources humaines mobilise des cadres théoriques aux statuts épistémologiques variés, la théorie financière s'appuie sur un paradigme unique dont les frontières apparaissaient jusqu'à récemment comme très statiquement définies. Guère de point commun non plus entre les méthodologies de recherche : entretiens et études de terrain d'un côté, manipulation à visée économétrique de larges bases de données sur les cours des actifs financiers de l'autre. Mais pour tranché qu'il soit, ce constat appartient peut-être déjà au passé. Confrontée à la succession de crises financières violentes ces dernières années, la communauté financière est amenée à remettre en cause ses représentations. Une nouvelle finance théorique, dite *comportementale*, se pose désormais en alternative à la théorie financière classique. Sa caractéristique principale est de replacer au centre de l'analyse le facteur humain, soigneusement écarté de tout rôle majeur par les théories de la seconde moitié du 20^{ième} siècle¹. Il s'agit là d'une remise en cause fondamentale du paradigme de référence qui donne lieu à des approches parfois divergentes et à des débats dont l'issue demeure incertaine. Aussi est-il difficile d'en dresser aujourd'hui un panorama stabilisé². Il n'en demeure pas moins possible d'étudier l'intégration de la question des comportements dans le corpus de la théorie financière à travers des exemples singuliers, notamment celui de la profession des analystes financiers. L'étude de la situation de ces acteurs clés des marchés permet d'éclairer à la fois l'intérêt et la difficulté qu'il y a à mieux rendre compte des comportements réels dans les représentations théoriques de la finance. Elle aide aussi, mieux que ne le ferait un exposé de portée générale, à nous interroger sur la fécondité respective des approches envisageables.

Analyse financière

Couramment l'analyse financière est prise au sens d'analyse fondamentale, à distinguer de l'analyse technique (étude de la seule évolution des cours de bourse dans l'objectif d'en prévoir l'évolution) et de l'analyse quantitative (évaluation d'actifs financiers complexes au moyen de modèles mathématiques sophistiqués). L'analyse fondamentale consiste à analyser les perspectives d'une entreprise (de préférence sur plusieurs années) pour en détecter les points forts, faibles ou douteux. L'objectif est de donner une recommandation (achat, vente, maintien en portefeuille), et une valeur estimée, qui sera comparée avec le cours pour appuyer la recommandation. Les analystes sell side travaillent pour une banque d'investissement ou une maison de courtage et émettent des recommandations d'achat ou de vente en fonction de l'analyse qu'ils ont menées sur telle ou telle société. Les analystes buy side travaillent pour un fonds d'investissement et lui fournissent, contrairement

¹ Pour un exemple éclatant, voir Akerlof et Schiller (2009)

² On trouvera plus loin un encadré qui propose quelques repères sur les principaux centres d'intérêts et les méthodes de la finance comportementale, telle qu'elle apparaît aujourd'hui.

L'attention dont la profession d'analyste fait désormais l'objet ne peut être déconnectée de l'explosion de la bulle Internet et des scandales financiers du début des années 2000 qui ont provoqué sur elle une onde de choc sans précédent. Remis en cause pour avoir continué très longtemps à émettre des recommandations d'achat sur des sociétés dont le cours dégringolaient, attaqués aux Etats-Unis pour leur complaisance à l'égard de sociétés par ailleurs en relation d'affaires avec les banques d'investissement qui les employaient, les analystes ont traversé ce qui est sans doute la plus grave crise de crédibilité de leur histoire. Celle-ci s'est traduite par un durcissement de la régulation (loi Sarbanes Oxley aux Etats-Unis, création d'une carte professionnelle pour les analystes financiers en France) et de l'organisation de leur travail³, le tout visant à renforcer la muraille de Chine⁴. Il est intéressant de constater, que dans le même temps, la théorie financière traditionnelle (voir encadré) fournissait très peu d'outils pour penser ces difficultés ou envisager des solutions. Pendant la décennie 1990 aux Etats-Unis, alors que les pratiques, longtemps encadré par le Glass Steagall Act, évoluaient, sous la pression des marchés, vers une quasi disparition de la séparation entre l'activité de banque commerciale (achat et vente de titres) et l'activité de banque d'investissement (conseil financier aux entreprises), des travaux scientifiques, de nature empirique, commençaient à s'intéresser aux pratiques des analystes financiers. Les phénomènes qu'ils mettaient en évidence ne faisait guère sens pour la théorie financière classique, cette dernière se révélant à cette occasion incapable d'envisager la réalité de l'exercice d'une profession dont, par ailleurs, elle régulait ou légitimait, au moins partiellement, par ses outils, les pratiques. Aussi quand la crise éclata vraiment, la communauté financière se trouvait-elle en réalité disposée à écouter ceux des théoriciens qui, depuis un certain temps déjà, suggéraient des pistes nouvelles.

³ Les contacts entre analystes et banquiers d'investissement sont rendus physiquement plus difficile (éloignement des bureaux, système de carte magnétique). Des amendes voire des peines de prison (au Royaume-Uni) sont prévues par la législation en cas de contacts.

⁴ On désigne par muraille de Chine, le rempart théoriquement infranchissable qui devrait exister dans une banque d'affaires entre les analystes financiers chargés de conseiller les clients sur l'achat ou la vente de titres et les activités de financement, dans lesquelles la banque conseille les entreprises par exemple pour une introduction en Bourse. L'utilisation ou même la connaissance par les analystes financiers des informations privées nécessairement divulguées à l'occasion d'une telle opération peuvent être constitutives d'un délit d'initié.

Dans ce qui suit, on rapprochera les théories de la finance des pratiques des analystes financiers. En commençant avec la théorie financière classique, puis en présentant les développements de la finance comportementale que l'on pourrait qualifier de cognitive, nous verrons comment se pose la question du comportement des analystes financiers et combien il importe, si l'on souhaite parvenir à une meilleure compréhension des phénomènes à l'œuvre sur les marchés financiers, d'étudier les conditions organisationnelles ou sociologiques de l'exercice des professions financières.

Finance comportementale

La finance comportementale s'est développée depuis environ une dizaine d'années en opposition aux thèses de la théorie financière traditionnelle. L'essentiel de la critique qu'elle porte sur le paradigme classique concerne les hypothèses de ce dernier sur l'efficacité des marchés d'une part et sur la rationalité des investisseurs d'autre part.

Anomalies sur les marchés financiers

Un certain nombre d'anomalies par rapport aux prescriptions de la théorie financière ont depuis plus ou moins longtemps été observées sur les marchés financiers. Il y a par exemple des cas où une opportunité d'arbitrage durable, facile à identifier ou à exploiter, persiste sur les marchés, « comme si » les investisseurs ne parvenaient pas à l'identifier, ce qui est très improbable, ou ne cherchaient pas à en profiter, ce qui est difficile à comprendre. Des énigmes plus locales restent inexplicables (cotations manifestement irrationnelles, réaction des cours à une nouvelle n'apportant aucune information pertinente). Certains comportements apparaissent quant à eux en violation flagrante avec la théorie financière. Citons la manie de boursicotage des investisseurs individuels qui se croyant capables de battre le marché, perdent beaucoup d'argent en frais de transaction ou la diversification très imparfaite des portefeuilles observées sur tous les marchés financiers y compris chez les investisseurs institutionnels qui font montre d'un biais domestique difficile à expliquer.

Les hypothèses de la finance comportementale

Considérant que ces anomalies sont inexplicables dans le cadre de la théorie traditionnelle, la finance comportementale propose d'ouvrir de nouvelles pistes, dont la caractéristique principale est qu'elles concernent alternativement ou simultanément deux des piliers du paradigme classique : la rationalité des investisseurs et/ ou l'efficacité des marchés.

Limites à l'arbitrage

Ainsi des travaux se penchent sur les limites à l'arbitrage par exemple en montrant que la présence d'investisseurs informés et d'investisseurs non informés peut empêcher les prix de revenir rapidement à leur valeur d'équilibre, si les informés doutent de la capacité des non informés à tirer le marché dans le bon sens.

Biais cognitifs

Le courant dominant de la finance comportementale, celui par lequel elle s'est fait connaître, est celui de l'explication des phénomènes financiers observés par l'existence de biais cognitifs chez les investisseurs. La psychologie et l'économie expérimentales ont montré que les individus en situation de choix faisaient souvent preuve d'excès de confiance en leur capacité ou d'optimisme quant aux résultats attendus. Par ailleurs, on observe des biais d'extrapolation, des effets de reliefs qui donnent une grande importance à l'information la plus frappante qui n'est pas forcément la plus pertinente, un grand conservatisme qui rend la révision des jugements lente et des effets d'ancrage par lesquels les individus calibrent leur décision sur des grandeurs non pertinentes. De nombreux travaux en finance comportementale cherchent à établir un lien causal entre l'existence de ces biais chez les investisseurs et les anomalies répertoriées plus haut.

Théorie des perspectives

De manière plus formalisée, la finance comportementale s'appuie aussi sur les travaux de Kahneman et Tversky, auteurs de la fameuse théorie des perspectives. De nombreux travaux⁵ s'attachent à utiliser cette théorie pour modéliser le prix des actifs financiers ou proposer des théories alternatives pour la gestion de portefeuille

Sociologie des marchés financiers

Sur un mode tout à fait différent, les sociologues ont commencé de s'intéresser depuis quelques années aux comportements sur les marchés financiers, et établissent un courant de recherche en plein développement sur ce thème.⁶ Il s'agit d'identifier les acteurs du marché, de comprendre la façon dont ils opèrent, les réseaux qui les relient, le type de socialisation qui est la leur. Par ailleurs, l'attention est portée sur

⁵ Pour plus de détails sur ces approches, voir Broihane MMH, M. Merli et P. Roger, Finance comportementale, Economica, 2004.

⁶ Voir Knorr Cetina, 2011

l'organisation du travail, la structure organisationnelle des grandes institutions financières et l'impact des marchés financiers sur la gouvernance de ces dernières.

Au total, la finance comportementale ouvre de nombreuses pistes nouvelles par rapport au paradigme classique. Elle s'intéresse à la possibilité d'investisseurs ayant une autre utilité que l'utilité traditionnellement admise, ou bien ne partageant pas la même vision du monde. Elle montre qu'il peut y avoir des investisseurs optimistes et des investisseurs pessimistes et que ces derniers pourraient bien être moins incités à échanger, ce qui expliquerait certaines survalorisations observées sur les marchés. Elle s'interroge sur le poids des interactions sociales à travers le mimétisme des investisseurs et sur les biais cognitifs de ces derniers. Bien que ses résultats demeurent exploratoires, leurs implications touchent des domaines aussi divers que la gestion de portefeuille, la communication financière et la régulation des marchés financiers.

Les analystes financiers face à la théorie financière classique

Comment décrire le corpus théorique dont se servent les financiers sur les marchés aujourd'hui ? Très schématiquement, les travaux développés au cours de la période 1952-1990, ont produit plusieurs résultats majeurs, d'ailleurs couronnées par deux prix Nobel d'économie. Le plus important de ces résultats est l'intérêt qu'il y a, pour un investisseur, à diversifier son portefeuille en choisissant des actifs financiers aussi différents que possibles. L'idée, très ancienne, est formalisée dans les années 1950 par Markowitz. Sous l'hypothèse, bien sûr audacieuse, que les rentabilités des actifs financiers suivent une loi normale, Markowitz établit la possibilité pour un investisseur de réduire ses critères de choix d'allocation d'actifs à deux grandeurs seulement : seuls comptent la rentabilité attendue (et l'espérance mathématique, premier moment de la distribution normale, fournit un instrument de mesure de cette dernière) et le risque (mesuré par la variance ou l'écart type, second moment de la loi de distribution). Le recours à ce corpus statistico-probabiliste permet d'utiliser un résultat majeur. Si la rentabilité attendue d'un portefeuille d'actifs est égale à la moyenne des rentabilités de chacun des actifs, le risque du portefeuille, qui fait mathématiquement usage de la corrélation des rentabilités entre les différents actifs, peut être notablement diminué si les actifs varient en sens inverse les uns des autres, ou même seulement sans relation les uns avec les autres. D'où la nécessité d'investir dans des actifs non corrélés, ou le moins corrélés possibles, qui est à la base de nombre des stratégies d'investissement menées aujourd'hui sur les marchés financiers. Poursuivant les travaux de Markowitz, Sharpe partagera son prix Nobel avec lui en 1991, grâce à la création d'un modèle fameux, le modèle d'équilibre des marchés financiers. Pour ce qui nous concerne ici, ce modèle met surtout l'accent sur la supériorité des stratégies qui consistent à détenir un portefeuille aussi diversifié que possible sur les stratégies qui consistent à choisir avec soin les actions qui semblent les plus rentables. On peut considérer que les travaux de Sharpe sont à la

base du principe de la gestion indicielle, selon lequel l'investisseur place ses fonds dans un indice de marché (par exemple le CaC 40) au lieu de chercher, titre par titre, à obtenir des rentabilités supérieures à la moyenne. L'autre élément qu'il importe de souligner ici, concernant les travaux de Markowitz et de Sharpe, est qu'ils se révèlent hautement normatifs. Au fond, Markowitz définit la rationalité qu'il convient d'adopter (maximiser une fonction d'utilité en termes de rentabilité et sous contrainte de risque, mesurés respectivement par l'espérance et la variance) et Sharpe décrit le monde qui advient si tous les investisseurs sont rationnels au sens de Markowitz. Dans ce monde, il n'est bien sûr pas d'autre choix que de se comporter selon la rationalité ainsi définie.

La pénétration des idées de Markowitz et de Sharpe dans les sociétés de gestion d'abord aux Etats-Unis puis en France a été rapide et de grande portée. Au niveau qui nous intéresse ici, il est intéressant de souligner que les relations des analystes financiers à ces théories ont toujours été marquées par une grande ambiguïté. Dans le monde de Markowitz et de Sharpe, l'existence même de l'analyse financière est loin d'être une évidence. Puisqu'il s'agit avant tout de détenir un portefeuille bien diversifié, l'étude des caractéristiques propres des actions de telle ou telle société est sans grand intérêt. Elles ont en effet vocation à s'annuler au sein des portefeuilles, et on ne peut dès lors guère s'attendre à ce que, sur un marché peuplé d'investisseurs rationnels, le risque pris en investissant dans tel secteur, ou sur tel type d'entreprise soit rémunéré : les investisseurs rationnels ne détiennent que des portefeuilles diversifiés et seul compte, pour un titre donné, sa contribution au risque global de mouvement de marché, supposé exogène. Cette négation même de l'intérêt de l'analyse financière est violente et n'est pas allée sans créer des tensions entre la communauté académique et les praticiens de marchés. Comme le montre très bien Walter (1996), elle est profondément enracinée dans l'approche gaussienne markovienne des marchés dans laquelle s'inscrivent aussi bien Sharpe que Markowitz, mais qui remonte aux travaux de Bachelier. Si les rentabilités des actifs financiers suivent une distribution normale et si les rentabilités d'une période sont indépendantes de celles de la période suivante, (on parle de marche au hasard), l'écart entre la performance d'un portefeuille géré activement et un indice de marché sera d'espérance nulle. Autrement dit, sur une période longue, l'investisseur passif réussira aussi bien que celui qui se sera servi des conseils, bien sûrs tarifés, des analystes financiers. Les études, entreprises dès les années 1960 aux Etats-Unis sur les performances comparées des deux types de gestion d'actifs, tendaient à accrédi- ter la validité des thèses théoriques et l'impossibilité pour les gérants de portefeuille d'utiliser avec profit, sur le long terme, les avis

des analystes financiers. L'affaire ne fut cependant jamais définitivement entendue. Les analystes ne disparurent pas pour autant et apprirent à coexister avec des opérateurs de salles de marché qui s'appuyaient sur des théories niant leur utilité réelle. La communauté académique n'affirme d'ailleurs pas tout à fait l'inutilité absolue de la profession. Fama (1965), dans des travaux qui sont postérieurs à ceux de Markowitz et de Sharpe, mais qui visent à légitimer l'approche ancienne de Bachelier et de ses successeurs, conteste le fait que les conseils donnés par les analystes puissent assurer une performance de long terme à la gestion de portefeuille, mais considère que, par leur action, les analystes contribuent à la dissémination de l'information et, partant, à l'efficacité des marchés. Doute sur l'intérêt particulier de recourir à l'analyse financière au moins à long terme, mais contribution à l'intérêt général, voilà à peu près la position de la finance traditionnelle sur le rôle des analystes. Ce discours n'a jamais été admis par les analystes financiers qui ne conçoivent par leur profession comme chargée d'entretenir, pour le bien être de la communauté financière, la bonne circulation de l'information ; leur pratique demeure de fournir à leurs clients ce qu'ils perçoivent comme étant le meilleur conseil.

La théorie financière classique n'a, quant à elle, pas profité longtemps des heures de gloire qu'elle a connu dans les années 1990. A peine Merton et Scholes venaient-ils de recevoir le prix Nobel d'économie, qu'ils se trouvaient tous deux mêlés à l'un des scandales financiers majeurs du vingtième siècle, la quasi faillite en 1998, du fond d'investissement LTCM qu'ils conseillaient, retenu au bord du gouffre par l'action énergique de la Fed. Le risque systémique évité de justesse, l'idée que quelque chose clochait au royaume de la théorie financière commença de faire son chemin dans l'ensemble de la communauté financière. La bulle Internet, les valorisations sans précédents, le krach qui s'ensuivit et les scandales financiers qui l'accompagnèrent achevèrent de semer le doute sur les fondements même de l'édifice théorique construit en une cinquantaine d'année. En 2002, puis 2003, le cercle des économistes en France se réunit autour des deux thèmes de colloques suivants : « Les marchés sont ils rationnels ? », puis « Peut-on faire confiance aux marchés financiers ? ». Des analystes firent leurs mea culpa, des gérants admirent s'être trompés. Le calme à peine revenu, la tempête née de la crise des subprimes qui éclata en 2007, ranima doutes et de remises en cause.

Du côté de la théorie, le paradigme traditionnel se trouve mis au défi de plusieurs manières. On commence par faire retour sur ses hypothèses fondatrices, et en particulier à questionner deux de ses fondements, jusque là jugés intangibles : la rationalité des

investisseurs d'une part et l'efficience des marchés de l'autre⁷. Rigoureusement impossible jusqu'au début des années 1990, la question que les modèles avaient pris grand soin de réduire à la portion congrue, voire d'évincer totalement refait surface : comment les acteurs des marchés se comportent-ils réellement ? Quels critères de décisions utilisent-ils ? Quels sont les freins, difficultés ou phénomènes spécifiques susceptibles de les empêcher d'agir conformément à la théorie ?

Finance comportementale et analystes financiers

La crise paradigmatique que traverse désormais la finance peut à bien des égards être rapprochée de la description qu'en donne Kuhn dans sa théorie des révolutions scientifiques : une fois que le paradigme a volé en éclat, il est courant que des écoles de pensées se développent sans lien les unes avec les autres et que l'accord sur ce qui fait problème ou sur la terminologie tarde à se réaliser. En finance, la remise en cause de la théorie traditionnelle s'est faite sous la bannière de la finance comportementale dont l'identité est faite de deux composantes. Les tenants de la finance comportementale affirment d'une part que les mécanismes de retour à l'équilibre peuvent être durablement mis en défaut sur les marchés financiers et d'autre part que la cause en est l'existence d'investisseurs irrationnels dont la psychologie doit être étudiée. Schématiquement, un premier courant s'est développé à partir des recherches de DeBondt et Thaler (1985), qui s'inspirent des travaux de la psychologie expérimentale et font l'hypothèse de l'existence chez les acteurs des marchés financiers de biais cognitifs. Il s'agit par exemple des simplifications heuristiques qui conduisent les sujets à simplifier le processus de décision en fonction de leurs propres limites en termes de mémorisation ou de formalisation. On observe ainsi des tendances à compartimenter les décisions, à choisir en fonction d'une référence dont la pertinence n'est pas avérée, à élaborer des schémas mentaux sur la base d'une représentation heuristique erronée. De nombreux auteurs en finance comportementale se sont inquiétés de l'influence de ces formes de raisonnement « biaisées » sur les décisions des investisseurs (Shiller (2002), Akerlof et Schiller (2009)). Par ailleurs, la psychologie a depuis longtemps mis en évidence la grande confiance exprimée par certains individus en situation de décision quant à leurs aptitudes personnelles. L'influence de ces phénomènes d'excès de confiance sur les marchés financiers mérite d'être mesurée (Odean, 1998). Certains auteurs proposent aussi d'aborder la question,

⁷ Bien qu'il y ait des liens entre ces deux concepts, ces derniers sont subtils et il est généralement plus aisé, du point de vue de l'exposition, de considérer ces deux notions séparément.

tout à fait hors de propos en finance traditionnelle, des émotions exprimées par les individus en situation de choix. On sait par exemple que l'ambiguïté des termes d'une décision crée un inconfort qui amène les individus à favoriser les situations qui leur donnent le sentiment de comprendre ou d'être compétent. Cela pourrait expliquer, selon Camerer (1995), le montant anormalement élevé des primes de risque observées lorsque de nouveaux marchés financiers sont créés.

Exposés à l'instant en termes généraux, ces différents travaux s'intéressent, dans leurs applications empiriques, à des catégories bien définies d'acteurs des marchés, et en particulier aux analystes financiers. Ainsi De Bondt et Thaler montrent-ils que ces derniers souffrent d'un biais psychologique qui les fait surestimer l'importance de l'information récente au détriment de l'information plus ancienne. Ils font ainsi des prévisions trop optimistes sur les résultats futurs des entreprises qui viennent de distribuer des dividendes élevés, et trop pessimistes pour celles dont le niveau récent de dividendes a été faible. Truman (1994) montre quant à lui que les analystes confrontés à une nouvelle information pertinente, demeurent lents à modifier leurs prévisions. Ces phénomènes, qui ont des incidences non négligeables sur le cours des actifs, sont désignés par les termes de sur-réactions ou sous-réactions.

L'excès d'optimisme est un autre des biais psychologiques qui semble être partagé par les analystes financiers. Dreman et Berry (1995) étudient les prévisions trimestrielles des analystes sur la période 1972-1991 et montrent que celles-ci sont systématiquement supérieures aux résultats obtenus ultérieurement. Womack (1996) constate que les recommandations d'achat sont sept fois plus nombreuses que les recommandations de vente, phénomène qui sera encore amplifié pendant la période de bulle sur la Nouvelle Economie (Swedberg (2004)), pendant laquelle, on considère que moins de 1% des avis donnés par l'ensemble des analystes financiers à Wall Street étaient des avis négatifs. Das et al. (1998), Francis et Philbrick (1993), Hong et Kubik (2003) contribuent à établir la prégnance d'un biais d'optimisme des analystes financiers sur les résultats futurs des entreprises.

Un autre comportement non prévu par la théorie financière traditionnelle semble exister chez les analystes financiers comme chez d'autres acteurs des marchés. Contrairement à la vision de l'homo oeconomicus agissant sans référence autre que ses propres préférences en termes de rentabilité et de risque, il semble que les analystes financiers adoptent à l'occasion des comportements mimétiques. Truman (1994) met en évidence le poids des prévisions des autres analystes dans la révision des prévisions d'un analyste donné. Stickel

(1990) montre que cette dernière est influencée par les changements du consensus. Graham (1999) étudie le rôle joué par la réputation des analystes et la différence entre information publique et information privée dans la propension à adopter des comportements mimétiques. Welch (2000) établit directement l'influence de la révision d'un analyste sur les recommandations émises par les deux analystes qui s'expriment juste après lui.

Quel bilan tirer de ces travaux de finance comportementale qui ont en commun de tenter d'expliquer les recommandations des analystes financiers, pour partie par l'existence, chez eux, de biais psychologiques? Pour intéressantes et novatrices qu'elles soient, ces approches souffrent des faiblesses que leur reproche Fama (1998). Extrapolant sur des biais cognitifs bien réels mais difficile à mesurer précisément, elles fournissent des explications en excès, différents biais pouvant justifier le même phénomène sans qu'il soit possible de discriminer entre ces biais ou de juger de leur influence relative. Elles laissent par ailleurs un goût d'inachevé, très apparent si l'on s'intéresse comme ici, à une catégorie particulière d'acteurs. S'il est intéressant de savoir que les analystes financiers semblent excessivement optimistes, il est naturel de s'interroger sur les causes de ce phénomène. Si les analystes financiers semblent adopter des comportements mimétiques, la question se pose des facteurs qui déterminent ces comportements. Ainsi est-on amené à considérer que la finance comportementale, dans son acception première, articulée autour des biais cognitifs, n'est qu'une étape. Elle permet de poser des questions qu'écartait le paradigme traditionnel, mais n'y répond qu'incomplètement. Il apparaît alors nécessaire d'ouvrir une voie nouvelle qui consiste à étudier les pratiques professionnelles afin de comprendre la manière dont elles s'articulent avec l'organisation de l'industrie financière. C'est ici que la finance se rapproche très sensiblement de la gestion des ressources humaines ou du management des organisations.

Les analystes financiers sont des êtres sociaux

Trois problématiques principales marquent la profession d'analyste financier dans ses rapports à son environnement. La première est celle du conflit d'intérêt potentiel auquel est soumis l'analyste financier sell-side qui travaille pour une banque d'affaires. Lorsque celle-ci entretient des relations commerciales avec les sociétés que l'analyste a en charge de recommander, la question de l'indépendance des vues de l'analyste se pose. Michaely et Womack (1999) établissent ainsi que les performances à long terme des introductions en

bourse ayant fait l'objet de recommandations d'analystes travaillant pour la banque en charge de l'introduction sont systématiquement inférieures à celles des actions recommandées par des analystes indépendants. Les premiers se montrent donc trop optimistes lors de l'évaluation initiale. Hayward et al (1998) montrent pour leur part que les analystes tendent à noter les sociétés clientes de leur employeur plus favorablement que les analystes externes. Womack (1996) souligne de son côté le fait que le nombre beaucoup plus important de recommandations à l'achat qu'à la vente pourrait venir de la nécessité de maintenir de bonnes relations avec la société cliente de la banque. Pour Hong et Kubik (2003), si la précision des prévisions est récompensée en termes d'évolution de carrière chez les analystes, l'optimisme l'est aussi et plus largement que la précision pour les analystes chargés de recommander les actions de sociétés clientes de la banque ou du courtier qui les emploie. Leurs résultats montrent que les banques d'affaires récompensent les analystes qui font la promotion des actions, alors que les clients internes ou externes de ces analystes seraient en droit d'attendre un conseil objectif. Ce problème, inhérent à l'organisation actuelle de l'industrie financière⁸, a connu son apogée au cours de la bulle Internet. Tout s'est en effet passé durant cette période, comme si l'existence de ce conflit d'intérêt potentiel avait cessé d'être reconnu par la communauté financière. Comme le note Swedberg (2004), aux Etats-Unis, cette période a vu les analystes financiers se rapprocher dangereusement des activités d'investissement des banques qui les employaient. Il était intéressant pour les analystes de générer de l'activité en émettant des recommandations optimistes, ce qui servait en même temps les intérêts de la banque d'investissement en favorisant la bonne réalisation des introductions en bourse pour lesquelles elle recevait mandat. Cette période fut un âge d'or pour les analystes. Certains devinrent de super stars. Blodget, analyste responsable du Groupe de Recherche Internet chez Merrill Lynch, apparût plus d'une centaine de fois à la télévision sur CNN et CNBC au cours de la période 1999-2000. Les rémunérations individuelles annuelles pouvaient atteindre 10, 15 voire 20 millions de dollars comme dans le cas de Jack Grubman, analyste spécialisé sur les Telecom chez Salomon Smith Barney, filiale de Citygroup. C'est lui qui, dans une interview demeurée célèbre, déclara en 2000 : « ce qui était autrefois un conflit d'intérêt doit être considéré aujourd'hui comme une synergie »⁹. C'est encore lui qui continuait de recommander l'achat de Worldcom jusqu'en avril 2002, alors qu'à cette date, l'entreprise

⁸ Voir Jacquillat, L'analyse financière indépendante comme vecteur de la confiance, in Peut-on faire confiance aux marchés financiers, Le Cercle des Economistes, Chroniques Economiques, Descartes et Cie, 2003.

⁹ Cité dans Swedberg (2004)

avait perdu 90% de sa valeur. Ou qui en février 2001, recommandait l'achat des actions de Winstar, jeune entreprise de Telecom, en prédisant une remontée du cours de 1\$ à 50\$ dans un avenir proche. La société, qui devait faire faillite peu après, avait rapporté 24 millions de \$ de commissions à Salomon Smith Barney. La révélation de l'ampleur de ces dérapages eu lieu le 8 avril 2002, lorsque le procureur général de l'Etat de New York, Eliot Spitzer informa les médias qu'il venait de requérir une action judiciaire contre Merrill Lynch sur la base d'une enquête portant sur 30 000 documents et des milliers d'e-mails. Blodgett était particulièrement dans le collimateur pour avoir émis des recommandation d'achats sur des actions que, dans des mails privés, il qualifiait de 'piece of shit' ou 'piece of crap'. Merrill Lynch choisit de transiger avec le procureur, pour une somme qui avoisinerait les 100 millions de \$.

Malgré le durcissement de la régulation et la prise de conscience de l'ensemble de la communauté financière, il n'est pas évident que le problème du conflit d'intérêt ait à ce jour trouvé de solution pérenne (voir par exemple Benchemam, 2009). L'analyse financière coûte cher (la facture globale payée par Wall Street à l'analyse financière était environ 1.4 milliards de \$ en 1997, 3 milliards en 2000), et la concurrence entre les banques d'affaires aboutit à une baisse structurelle des frais de courtage qu'il est possible de facturer au client. Dès lors, qu'il s'agit de rentabiliser cette activité, et en dépit de la hauteur de la muraille de Chine, les dérapages restent possibles selon un grand nombre d'experts¹⁰.

Au-delà de cette question, centrale, des conflits d'intérêt, une seconde caractéristique de la profession d'analyste financier doit être soulignée. Son exercice repose sur la capacité à réunir et à traiter une information qui n'est pas, on le sait bien, aussi directement disponible que le voudrait la théorie financière traditionnelle. Une des sources de cette information est constituée par l'équipe dirigeante de l'entreprise qui organise sa communication financière en direction des analystes. Dès lors, il est particulièrement important pour les analystes de préserver une qualité de relation avec la dite équipe dirigeante, ce qui peut les amener à tempérer leurs doutes sur le modèle stratégique ou les perspectives futures de l'entreprise. Das et al (1998) montrent ainsi que les prévisions les plus optimistes émises par les analystes le sont sur les entreprises pour lesquelles il est le plus difficile d'avoir des informations. Ceci pourrait s'expliquer par le besoin des analystes de garder de bonnes relations avec les dirigeants de ces entreprises qui sont la source principale de leur information. De même Francis et Philbrick (1993) montrent que les prévisions des analystes sont en moyenne

¹⁰ Voir Jacquillat, Op. Cit.

optimistes et qu'elles le sont d'autant plus que la recommandation émise est une recommandation de vendre. Il s'agirait pour les analystes de se faire pardonner par les dirigeants cette recommandation négative. Womack (1996) explique lui aussi l'écrasante majorité de recommandations d'achat par le désir des analystes de préserver de bonnes relations avec les dirigeants des sociétés.

Enfin, un troisième facteur peut être mobilisé pour expliquer le comportement des analystes. Il s'agit des questions de carrière et d'incitations. Certains ont souligné que la recommandation la plus rare n'était pas la recommandation à la vente mais la recommandation de garder l'action (ni acheter ni vendre). La raison pourrait en être que les bonus des analystes sont calculés sur les marges générées par leur activité, marges qui sont nulles si les investisseurs conservent leurs titres¹¹. La réputation semble jouer un rôle non négligeable dans cette profession. Hayward et al. (1998) montrent que si le biais des analystes en faveur des entreprises clientes de la banque d'affaires qui les emploie constitue un phénomène avéré, ce biais est moins marqué pour les analystes de très grande réputation ou appartenant à des départements d'analyse très reconnus par la communauté financière, ce qui poussent les auteurs à recommander qu'on analyse cette question en termes de rapports de force ou de pouvoir entre les différents acteurs. Womack (1996) estime que les recommandations à la vente étant plus rare, elles sont aussi plus visibles et exposent l'analyste à plus de risque en cas d'erreur. Un jugement erroné sur une recommandation à la vente sera plus coûteux en termes de réputation qu'une erreur en cas de recommandation à l'achat qui sera plus probablement partagée avec la majorité des autres analystes. Diether, Malloy et Scherbina (2004) par ailleurs démontrent que plus la dispersion du consensus des analystes est large, c'est-à-dire plus l'incertitude sur la valeur d'une entreprise est grande, plus le consensus apparaît en moyenne optimiste et plus les performances futures s'avèrent décevante pour les investisseurs. La structure des incitations dans laquelle travaillent les analystes pourrait selon les auteurs amener les analystes les plus pessimistes à ne pas émettre de recommandation¹². Hong, Kubik et Solomon (2000) montrent que les analystes les plus inexpérimentés ont plus de chance de perdre leur emploi à la suite de prévision incorrecte que leurs collègues plus

¹¹ Ainsi un analyste déclare-t-il « *Parce que nos études sont financées par les ordres que passent nos clients. Et ce sont eux qui génèrent à l'année un volume de courtage chez le broker.* » , cité par Benchemam (2009)

¹² Sur cette question des incitations voir aussi Charron, 2010

expérimentés. Ils ont encore plus de chance de perdre leur emploi pour des prévisions audacieuses éloignées du consensus. Cela explique pourquoi, les analystes les plus jeunes dévient moins du consensus et révisent plus fréquemment leurs prévisions. Hong et Kubik (2002) établissent empiriquement le fait que la précision des prévisions est un facteur d'accélérateur de carrière. Cela dit, l'optimisme en est un aussi, et de manière plus marquée que la précision des prévisions, dès lors que l'analyste travaille sur des sociétés clientes de son employeur. Dreman et Bery (1995) soulignent la persistance des erreurs de prévision des analystes et s'interrogent sur le fait de savoir si la difficulté des analystes à s'éloigner du consensus ne serait pas liée à des considérations de carrière.

Pour conclure, on aura compris, à travers l'exemple des analystes financiers, que les évolutions récentes de la théorie financière la rapprochent des problématiques depuis longtemps familières à la gestion des ressources humaines. Le paradigme initial de la finance de marché, triomphant dans les années 1990, avait réussi à exclure presque complètement la question des comportements des acteurs des marchés du champ de l'analyse. A la faveur de la grave crise financière du début des années 2000, cette question revient interroger l'ensemble de ceux qui s'intéressent aux marchés financiers.

Nous l'avons vu, la finance comportementale s'est d'abord développée et fait connaître au travers de travaux qui mobilisaient les résultats de la psychologie expérimentale. Cet angle d'entrée lui a permis de remettre en cause un fondement essentiel du socle théorique traditionnel, celui de la rationalité des investisseurs telle que Markowitz l'avait établie. On espère avoir montré ici, au travers de l'exemple des analystes financiers, que ce premier pas, s'il va dans la bonne direction, demeure cependant insuffisant. Dès lors que l'on admet qu'il importe pour la théorie financière de mieux comprendre les pratiques réelles des marchés, des travaux sur l'organisation de l'industrie financière, le type d'incitation, de rémunération explicite et implicite des acteurs deviennent, en finance aussi, des facteurs d'analyse pertinents. Ce qui est vrai pour les analystes financiers, placés malgré eux sous les feux de la rampe à l'occasion de scandales financiers retentissant, l'est aussi pour d'autres acteurs des marchés, gérants de portefeuille, investisseurs institutionnels, traders etc...

Pour terminer, on peut regretter qu'aujourd'hui, cette voie semble plus largement explorée par les sociologues¹³ que par les financiers et qu'elle trouve relativement moins

¹³ Voir à cet égard les travaux coordonnés par Knorr Cetina (2011) ou ceux de Godechot (2001).

d'échos dans les grandes revues financières que la voie comportementale sur les biais cognitifs. Il nous reste à parier qu'il ne s'agit là que d'une question de temps.

Bibliographie

1. AKERLOF, G. et R. SHILLER (2009), *Les esprits animaux*, Pearson.
2. BENCHEMAM F. (2009), « La gestion des ressources humaines des analystes financiers français sell-side : bilan et perspectives », *Analyse financière*, n°31, 43-46.
3. BROIHANNE MH, M. MERLI ET P. ROGER, (2004), *Finance comportementale*, Economica.
4. CAMERER, C. (1995) "Individual decision making", in Kagel and Roth (eds.), *Handbook of Experimental economics*, Princetown University Press.
5. CHAMBOST I. (2007), *Contribution à l'analyse de la formation du jugement des analystes financiers sell-side*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, CNAM.
6. CHARRON, J.O. (2010), *La relation entre estimation de la valeur fondamentale des sociétés cotées et évolution de leur cours: une contribution basée sur des études de cas*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, CNAM.
7. DAS, LEVINE C. SIVARAMAKRISHNAN K. (1998) "Earnings predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts", *The Accounting Review*, vol 73 n°2, april, 277-294.
8. DEBONDT W. & R. THALER (1985), « Does the Stock Market Overreact ? », *Journal of Finance*, 40, July, p 793-805.
9. DIETHER, K., MALLOY, C. et A. SCHERBINA (2004), « Stock Prices and Differences of Opinion: Empirical Evidence That Stock Prices Reflect Optimism », *Journal of Finance*.
10. DREMAN David N., BERRY Michael (1995), "Analyst forecasting errors and their implication for security analyses" *Financial analyst Journal*, May-June p 30-41.
11. FAMA E.F.(1965) "Random walks in stock market prices" *Financial Analyst Journal* sept-oct p 55- 65.
12. FAMA, E. (1998) "Market efficiency, long-term returns, and behavioural finance", *Journal of financial economics*, vol. 49, pp. 283-306.
13. FRANCIS J., PHILBRICK D. (1993), "Analysts' Decisions as products of Multi-task environment, *Journal of Accounting Resarch* , vol 30, automne pp 216-230.
14. GODECHOT O. (2001) *Les traders, Essai de sociologie des marchés financiers*, Éditions La Découverte.
15. GRAHAM J.R.(1999), « Herding among investment news letters : theory and evidence ». *Journal of Finance*.
16. HAYWARD M. L.A. , BOECKER W. (1998), "Power and conflicts of Interest in professional firms : Evidence from Investment Banking", *Administrative Science Quartely*.
17. HONG, H.; KUBIK, J. D. (2003); "Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts", *Journal of Finance*, Feb, Vol. 58 Issue 1, p313, 39 p.
18. HONG, H.; KUBIK, J. D.; SOLOMON, A.(2000), "Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts", *RAND Journal of Economics*, Spring 2000, v. 31, iss. 1, pp. 121-144.
19. JACQUILLAT B., (2003), L'analyse financière indépendante comme vecteur de la confiance, in *Peut-on faire confiance aux marchés financiers, Le Cercle des Economistes, Chroniques Economiques*, Descartes et Cie.
20. KNORR CETINA K. & PREDA A. ED (2011), *Handbook of the Sociology of Finance*, OXFORD UNIVERSITY PRESS.
21. MICHAELY R., WOMACK K.L., (1999), "Conflict of interest and creditability of Underwriter Analyst Recommendations", *The Review of Financial Studies*", special, vol 12, n°4, p 653-686
22. ODEAN, T. (1998a), "Are investors reluctant to realize their losses ?" *Journal of finance*, vol. 53, n°5, octobre, 1775-98.
23. SHILLER R.J., (2002) "Bubbles, Human Judgment and Expert opinion", *Financial Analysts Journal*, vol n°58 n°3, mai-juin p 18-26.
24. STICKEL S.E.(1990), "Predicting Individual analyst Earnings Forecast ", *Journal of Accounting Research*, vol 28 N°2, autumn pp 409-417.
25. SWEDBERG, R., (2004), "Conflicts of Interest in the US Brokerage Industry", in *The Sociology of Financial Markets*, Edited by Karin Knorr Cetina and Alex Preda, OXFORD UNIVERSITY PRESS.
26. TRUEMAN B.(1994), « Analyst forecasts and herding behaviour". *Review of financial Studies* 7 (1), pp 97-124.

27. TVERSKY A., KAHNEMAN D., "*Prospect Theory: An Analysis of Decision Under risk*", *Econometrica*, 47, 1979, pp263-291 .
28. WALTER C. , "Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers" *Annales HSS*, juillet pp 873-905.
29. WELCH I., (2000) "Herding among security analysts", *Journal of financial Economics*, vol 58, n°3, p 369-396.
30. WOMACK K. (1996) "Do Brokerage Analysts' Recommendations have investment Valeur ?" *Journal of finance* vol 51 n°1 p 137-167.

Hélène Rainelli-Weiss

Diplômée de l'EM Lyon, M.Sc of Finance de l'université de Lancaster (UK), Professeur de finance à l'IAE de Paris, directrice du Master Finance de l'IAE de Paris, membre du GREGOR, Hélène Rainelli-Weiss poursuit des recherches dans le domaine de la sociologie des marchés et s'intéresse notamment à la construction et à la transformation des marchés financiers.

Rainelli.iae@univ-paris1.fr

IAE de Paris

21 rue Broca, 75240, Paris Cedex 05