

Effets du suivi des entreprises cotées en bourse par les analystes financiers : une revue de littérature

Impact of analyst's coverage on firms: A review of theory

Fatima BERRADA, (Doctorante)
Laboratoire de recherche en Finance
ISCAE Maroc

Siham MEKNASSI, (Professeur de l'Enseignement Supérieur)
ISCAE – Maroc

Adresse de correspondance :	Groupe ISCAE 8114 Route de Nouasseur Casablanca 0522335482
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude et ils sont responsables de tout plagiat dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	BERRADA, F., & MEKNASSI, S. (2024). Effets du suivi des entreprises cotées en bourse par les analystes financiers : une revue de littérature. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 5(4), 383-396. https://doi.org/10.5281/zenodo.11001359
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: March 15, 2024

Accepted: April 19, 2024

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 5, Issue 4 (2024)

Effets du suivi des entreprises cotées en bourse par les analystes financiers : une revue de littérature

Résumé

Le flot d'informations disponibles sur les marchés financiers est abondant et ne peut être interprété par tout investisseur. Les analystes financiers collectent, analysent et publient des rapports et recommandations sur des entreprises cotées.

L'impact de la couverture des entreprises cotées par les analystes financiers a été longuement traité, et ce sur plusieurs marchés. La littérature s'est intéressée à la valeur informationnelle des rapports des analystes financiers aussi bien pour les investisseurs que pour l'entreprise suivie.

Différentes études (Barber et al., 2001; Bellando et al., 2016; Kecskés et al., 2016; Moshirian et al., 2009; D. B. Vukovic et al., 2021; Womack, 1996) ont pu relever que les publications des analystes financiers avaient de la valeur aux yeux des investisseurs et permettent d'orienter la décision d'investissement.

Pour l'entreprise cotée, la couverture et le suivi par les analystes financiers pourraient avoir un certain nombre d'effets positifs qui peuvent concourir à l'amélioration de sa liquidité et voire même sa pérennité sur le marché boursier.

La littérature stipule que les rapports des analystes financiers permettraient de réduire les asymétries d'informations aussi bien entre l'entreprise suivie et les investisseurs qu'entre les différentes catégories des investisseurs. Ils permettraient de réduire les coûts d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Leurs publications seraient également capables d'améliorer l'efficacité informationnelle du marché.

Dans cet article, nous essayerons de dresser une revue de littérature narrative des principaux travaux qui ont mis en exergue les impacts de la couverture et le suivi des entreprises par les analystes financiers. Nous nous focalisons sur la valeur de la couverture pour l'entreprise plutôt qu'aux yeux des investisseurs.

Mots clés : Analystes financiers, recommandations, asymétrie d'information, liquidité, efficacité informationnelle.

Classification JEL: G14

Type de l'article : Recherche théorique.

Abstract

The amount of information available in the financial markets is vast and cannot be interpreted by every investor. Financial analysts collect, analyse and publish reports and recommendations on listed companies.

The impact of financial analysts' coverage of listed companies has been extensively discussed in several markets. The literature has focused on the informational value of financial analysts' reports for both investors and the companies they cover.

Various studies (Barber et al., 2001; Bellando et al., 2016; Kecskés et al., 2016; Moshirian et al., 2009; D. B. Vukovic et al., 20-21; Womack, 1996) have found that financial analysts' publications are valuable in the eyes of investors and help to guide investment decisions.

For the listed company, coverage and monitoring by financial analysts could have a number of positive effects that could help improve its liquidity and even its survival on the stock market.

According to the literature, financial analysts' reports reduce information asymmetries both between the monitored company and investors and between different categories of investors. They reduce agency costs between majority and minority shareholders. Their publication would also improve the informational efficiency of the market.

In this article, we attempt to provide a narrative literature review of the main studies that have highlighted the impact of financial analysts' coverage and monitoring of firms. We focus on the value of coverage to the firm rather than to investors.

Keywords: Analyst coverage, informative content, recommendations, efficient market hypothesis, information asymmetry.

JEL Classification : G14

Paper type: Theoretical Research

1. Introduction

Les analystes financiers constituent une catégorie d'acteurs importante des marchés financiers contemporains (Bayle & Schwartz, 2005). Selon ces auteurs, les années 1990 furent même qualifiées « d'ère des analystes », au temps de la bulle internet.

Graham et Dodd définissent, dans leur ouvrage¹, les trois principaux rôles d'un analyste financier à savoir :

- Un rôle descriptif consistant à exposer et détailler les événements liés à une entreprise.
- Un rôle de sélection qui consiste à émettre un jugement et réaliser un choix entre les différentes valeurs. Ce qui a pour conséquence d'émettre des avis et recommandations aux investisseurs pour justifier leurs choix.
- Un rôle critique et de surveillance en contribuant à la bonne gouvernance des entreprises suivies.

L'importance des analystes financiers s'est accrue avec le développement des marchés financiers et de capitaux, l'augmentation des sociétés cotées en bourse et la complexité des activités des entreprises ainsi que leur internationalisation ce qui n'est pas facilement évaluable par les investisseurs et épargnants.

Dans les différentes définitions se rapportant au métier d'analyste financier, une distinction est généralement faite entre deux types d'analystes : les analystes buy-side et les analystes sell-side. Ces derniers sont employés par une banque d'affaires et leurs recommandations sont généralement à destination d'entreprises d'investissement clientes ou destinées au grand public. Quant aux analystes buy-side, ils sont généralement employés par un investisseur institutionnel et suivent un ou plusieurs secteurs tout en s'intéressant aux stratégies d'investissements. Leurs analyses et recommandations s'appuient souvent sur les analyses sell-side. Les travaux de ces analystes buy-side ne sont pas publiés et restent à l'intérieur de l'entreprise.

Durant cet écrit, la focalisation est faite sur les analystes sell-side, car leurs publications sont généralement diffusées à un plus large public aussi bien des investisseurs institutionnels qu'individuels.

Par ailleurs, la couverture comprend un suivi et une publication de différentes informations susceptibles de mieux faire connaître une entreprise. Ces informations peuvent être des recommandations, des prévisions de bénéfices ou des objectifs de cours.

Le principal travail des analystes financiers est de réaliser des prévisions sur les entreprises cotées. Pour mesurer et appréhender l'efficacité de leurs prévisions, il est normal de comparer leurs prévisions aux réalisations des entreprises.

Plusieurs études se sont intéressées à l'exactitude des prévisions des analystes financiers, principalement en termes de prévisions de bénéfice et d'objectifs de cours.

(Cowles, 1933) a réalisé la première étude sur les prévisions des spécialistes financiers qui fut plutôt négative. Après cette étude pionnière, plusieurs travaux se sont succédés à partir des années 1960 sur les capacités de prédiction des analystes financiers. Les résultats obtenus ne sont pas tous unanimes.

L'efficacité des analystes financiers peut également être appréhendée à travers l'étude des recommandations. La question de la valeur informationnelle des publications des analystes financiers a été longuement abordée par la littérature au fil des années et sur différents marchés, y compris quelques marchés émergents. Au début les résultats étaient quasi-unanimes et les auteurs trouvaient que le marché réagissait aux dites publications (Barber et al., 2001; Bellando et al., 2016; Moshirian et al., 2009; Su et al., 2019; Vukovic et al., 2021; Womack, 1996). L'évolution des résultats montre des impacts limités et inégaux dans leur ampleur d'un marché à un autre. Les constats récents sont plus mitigés et certains auteurs constatent des effets négatifs

¹ B. Graham and D. Dodd (1934): *Security analysis*.

suite à la publication des recommandations des analystes financiers (Engelberg et al., 2020; Guo et al., 2020; Hirshleifer et al., 2022). Certains auteurs ont même prouvé que les études anciennes ont surestimé la valeur informationnelle des rapports des analystes financiers (Loh & Stulz, 2011). Il paraît que les résultats soient biaisés du fait de la non-prise en compte d'autres événements qui ont pu survenir en même temps que les publications (Altinkiliç & Hansen, 2009; Kim & Song, 2015).

Par ailleurs, des études ont relevé que les recommandations des analystes financiers n'étaient pas de la même nature et de la même qualité pour toutes les parties concernées. Leurs recommandations sont plus utiles et informatives à leurs clients, dirigeants de fonds de placement et d'investissement (Brown et al., 2014; Busse et al., 2012).

Il convient de signaler que les analystes financiers, dans leurs rapports, se basent essentiellement sur l'analyse des données financières pour évaluer les performances financières d'une entreprise et évaluer ses résultats futurs pour en déduire des prévisions. Cependant, et dans le cadre de la théorie des parties prenantes, les analystes peuvent prendre en considération d'autres paramètres non financiers qui ont un impact significatif sur leur évaluation. À titre d'exemple, les analystes financiers accorderaient une importance significative au mode de gouvernance de l'entreprise suivie. Selon (Lang et al., 2004), les analystes financiers sont peu susceptibles de suivre des entreprises avec un faible mode de gouvernance interne. (Boubaker & Labégorre, 2008) affirment que les analystes financiers suivent les entreprises doté d'un niveau élevé entre la propriété et le contrôle.

Les effets de la couverture des entreprises par les analystes financiers ont été relevés dans plusieurs études et à l'occasion de plusieurs contextes. À titre d'exemple (Cliff & Denis, 2004; Rajan & Servaes, 1997) se sont intéressés au contexte de l'introduction en bourse. (Cliff & Denis, 2004) ont démontré que la couverture par les analystes financiers peut être synonyme de publicité pour l'entreprise nouvellement introduite en bourse et ainsi attirer de nouveaux investisseurs. Cette couverture peut booster le prix de l'action. (Das et al., 2006) confirment que les entreprises nouvellement introduites en bourse et couvertes par les analystes financiers tendent à surperformer par rapport aux autres.

Selon (Asquith et al., 2005; Beaver et al., 2008; Stickel, 1995; Womack, 1996) les analystes financiers sont capables de fournir des informations utiles à la prise de décision par les intervenants du marché. (Branson et al., 1998) trouvent que la réaction du marché est positive quand un analyste financier initie une couverture². Inversement (McNichols & O'Brien, 1997) démontrent que dès qu'un analyste abandonne la couverture et le suivi d'un titre ce dernier affiche de faibles rendements. Pour les auteurs, les analystes financiers auraient tendance à abandonner la couverture de l'entreprise au lieu d'émettre des recommandations négatives. Ces dernières pourraient compromettre leurs relations avec les clients ou même détériorer la relation avec les dirigeants de l'entreprise et perdre donc l'accès à l'information.

Les différents constats de la littérature permettent de souligner que le débat sur le rôle informationnel des analystes financiers a été longuement traité et continue à être d'actualité.

Le rôle informationnel des analystes financiers peut être analysé aux yeux des investisseurs, mais également aux yeux des entreprises couvertes. Ce rôle peut être appréhendé vis-à-vis de la performance du titre de l'entreprise couverte, de l'intérêt des investisseurs pour l'entreprise, de la liquidité de l'entreprise sur le marché boursier et de la réduction des asymétries d'informations.

Il convient de souligner que la plupart des études couvrent les marchés internationaux et développés. Quelques articles de la littérature se sont intéressés aux pays émergents (e.g.

² La littérature fait généralement la différence entre les initiations de couverture et les rapports de suivi. Selon Irvine (2003), les analystes financiers fournissent plus d'efforts ou possèdent plus d'informations dans leurs rapports initiaux. Certains auteurs prônent également que les rapports de suivi des analystes financiers ne sont qu'un remodelage de l'information.

(Bellando et al., 2016; Moshirian et al., 2009; Tiniç et al., 2021; D. Vukovic et al., 2020). Les constats sur ces pays sont plus mitigés et le marché réagit différemment aux publications des analystes financiers.

L'objectif de cet article est de dresser un état de l'art des principaux travaux qui se sont intéressés aux effets de la couverture des entreprises cotées en bourse par les analystes financiers.

2. Revue de littérature

2.1. Asymétries d'informations et environnement informationnel des entreprises

La littérature a bien confirmé, au fil des années, le rôle des analystes financiers en tant que réducteurs des asymétries d'informations autour l'entreprise couverte. Selon le modèle d'équilibre de marché initié par (Merton, 1987), les investisseurs détiennent les titres qu'ils connaissent et dont l'information est disponible. Les analystes financiers aident donc à faire connaître les entreprises. Par ailleurs, les coûts de l'information liés aux asymétries informationnelles diminuent avec le nombre d'analystes suivant le titre (Brennan & Subrahmanyam, 1995).

(Chang et al., 2006) se sont intéressés, dans leur étude, à la relation entre la couverture par les analystes financiers et les décisions financières des entreprises couvertes. Dans le cadre des asymétries d'informations, le nombre d'analystes financiers suivant une entreprise serait négativement corrélé à l'asymétrie d'information : soit parce qu'ils permettent de réduire les asymétries d'information soit parce qu'ils étendent leur couverture à des entreprises plus transparentes et dont les coûts de recherche d'information sont moins importants. À cause de cela, les entreprises les moins suivies seront constamment mal évaluées, ce qui impliquerait que ce type d'entreprise soit incapable d'émettre de nouvelles actions. Certaines études suggèrent que même si les analystes financiers ne réduisent pas significativement les asymétries d'informations ils seraient plus attirés par des firmes transparentes, car elles offrent un meilleur accès aux informations contrairement aux entreprises « opaques » pour lesquelles l'information est plus coûteuse.

Les résultats de cette étude ont permis de souligner que les entreprises peu suivies par les analystes financiers sont moins susceptibles d'émettre de nouvelles actions.

(Jensen & Meckling, 1976) stipulent que les activités des analystes financiers permettent de réduire les coûts d'agence et les asymétries informationnelles en séparant l'actionnariat et le contrôle. Selon (Moyer et al., 1989), la couverture des analystes financiers est un dispositif de surveillance efficace. Ce rôle de monitoring permet effectivement de réduire les coûts d'agence. Par ailleurs, (Bowen et al., 2008) démontrent que les analystes financiers aident à baisser le coût du capital, des résultats qui viennent étayer ceux de (Easley & Hara, 2004). (Bradley et al., 2014; Gleason & Lee, 2003) concluent que les analystes financiers peuvent fournir des informations utiles au marché ce qui a pour effet de diminuer l'asymétrie informationnelle parmi les investisseurs et permet donc de diminuer le coût du capital (Kelly & Ljungqvist, 2012).

En effet, les théoriciens ont reconnu que les asymétries d'information entre les différents investisseurs affectent négativement le coût du capital. Quand l'asymétrie d'information est omniprésente, les investisseurs non informés seraient réticents à faire des transactions sur le marché à cause des potentielles pertes qu'ils pourraient subir face aux investisseurs informés. C'est ainsi que les analystes financiers pourraient sensibiliser et informer les investisseurs à propos d'une firme et pourraient également réduire ces asymétries d'information (Merton, 1987). Par conséquent, la couverture des analystes financiers serait capable de réduire le coût de levée des capitaux.

Les résultats de (Li & You, 2015) sont, cependant, mitigés quant à la capacité des analystes financiers à réduire les asymétries informationnelles. De même (Juergens & Lindsey, 2009) ont pu conclure que même si les analystes financiers peuvent fournir de nouvelles informations au marché, ils ne la véhiculent qu'à une sélection d'investisseurs, ce qui aurait pour conséquence d'intensifier les asymétries d'informations entre les investisseurs. (Hirshleifer et al., 2022) confirment que les stratégies de divulgation des analystes financiers créent des asymétries d'information.

Dans leur étude sur l'impact des couvertures des analystes financiers des entreprises nouvellement cotées en bourse, (Dhensiri & Sayrak, 2010) permettent de conclure qu'ils n'observent pas une réduction significative du niveau d'asymétrie informationnelle, mais observent plutôt une amélioration significative de la liquidité du titre.

Par ailleurs, il convient de signaler que l'environnement informationnel est considéré comme un élément déterminant pour que les analystes financiers continuent à suivre une entreprise donnée. Selon (Bhushan & O'Brien, 1990) la couverture des analystes financiers, augmente pour les entreprises qui ont bénéficié d'une faible couverture auparavant. Les analystes seraient plus susceptibles d'abandonner la couverture des entreprises dont la valeur supplémentaire de couverture est faible comme celles qui sont largement suivies, de grande taille et dotées d'une faible volatilité. Les entreprises plus risquées et peu suivies ont des niveaux d'incertitude d'information élevés et de fortes asymétries d'information. Cependant, ces entreprises permettent aux analystes financiers de fournir une analyse plus pointue qui aurait de la valeur et contribuerait à améliorer l'environnement informationnel.

2.2.Intérêt des investisseurs

La couverture permet également de maintenir la reconnaissance des investisseurs pour les actions de l'entreprise couverte. Selon (Easley et al., 1998), la publication des rapports des analystes financiers ne comprend pas forcément de l'information privilégiée, mais ne fait que remodeler de l'information publique disponible. Ces rapports attirent donc l'attention limitée de certains investisseurs en mettant en valeur une action parmi d'autres.

Selon (Asquith et al., 2005), les analystes financiers facilitent les transactions sur des titres en distribuant leurs rapports aux investisseurs, en communiquant directement sur les titres ou même en organisant des réunions entre les investisseurs potentiels et le management des entreprises couvertes. Ils sont capables donc de diriger l'attention des investisseurs sur des firmes particulières, ce qui améliore conséquemment la reconnaissance des investisseurs et permet d'améliorer les cours des titres.

(Li & You, 2015), en se basant sur un échantillon de 18 424 initiations de couverture sur une période entre 1996 et 2012, démontrent que les analystes financiers créent de la valeur pour les entreprises qu'ils couvrent en améliorant la connaissance des investisseurs. Selon (Merton, 1987), une amélioration de la reconnaissance des investisseurs permet de diminuer le coût du capital et d'améliorer les prix des titres. En suivant l'hypothèse que les investisseurs ne font des transactions que sur les titres qu'ils connaissent, les titres peu couverts seraient moins connus, ce qui réduirait leur nombre en circulation. Nous pouvons dire que les analystes financiers seraient capables de promouvoir les titres cotés auprès des investisseurs.

2.3.Performance et rendements

(Demiroglu & Ryngaert, 2010) ont étudié l'impact de la couverture d'entreprises cotées et n'ayant pas fait l'objet d'une couverture pendant au moins un an. En étudiant plus de 549 initiations de couvertures, les auteurs relèvent des rendements anormaux de plus de 4,86% enregistrés à l'annonce de l'initiation de couverture. Cette étude fait ressortir des rendements plus élevés que ceux observés dans des études plus anciennes : (Agrawal & Chen, 2008; Dhensiri & Sayrak, 2010; Irvine, 2003).

Par ailleurs, ces rendements observés ne sont pas entraînés par une initiation de couverture, mais plutôt par une couverture positive (recommandations positives). L'étude de Demiroglu et Ryngaert fait ressortir également une grande présence d'institutionnels (qui ne détenaient pas le titre avant la couverture) après l'initiation de couverture. Ces rendements autour des initiations de couverture ainsi que le changement dans l'actionnariat institutionnel ont été également rapprochés à la théorie de la courbe descendante³ selon (Miller, 1977) et (Merton, 1987).

(Shon & Young, 2011) confirment que les titres couverts par au moins un analyste financier surperforment l'indice de marché de deux points. À l'inverse, les entreprises non couvertes sous performent de deux points par rapport à l'indice de marché. Dans leur étude, les auteurs démontrent non seulement l'importance de la couverture des entreprises par les analystes financiers, mais examinent également les facteurs explicatifs qui poussent les analystes financiers à abandonner une couverture. Il en ressort que le niveau d'expérience de l'analyste financier est un facteur déterminant. En effet, selon les auteurs, les analystes les plus expérimentés accordent plus de poids au risque de l'entreprise, à la diminution de la liquidité, aux pertes comptables et à la baisse des marges.

Un peu plus tard, (Mola et al., 2012) examinent la valeur de la couverture en analysant les effets sur les performances de l'action de l'entreprise ainsi que l'intérêt des investisseurs après une perte de couverture. Une étude qui a été élaborée, entre 1984 et 2008, sur un échantillon de 16 662 entreprises qui n'ont pas reçu de couverture sur une période d'une année. Cette étude est intéressante dans la mesure où elle couvre une période marquée par les changements dans la réglementation régissant la profession des analystes financiers. Ces changements ont eu lieu entre 2000 et 2003 suite aux multiples scandales financiers ayant impliqué les analystes financiers. Les résultats de cette étude sont clairs et précis : la couverture par les analystes financiers ajoute de la valeur aux entreprises et améliore leurs rendements.

Plus récemment, (Lee & So, 2017) ont observé que les entreprises fortement couvertes par les analystes financiers surpassent les entreprises peu couvertes en termes de rendement de plus de 0,8% par mois.

2.4.Liquidité

Le travail des analystes financiers implique également la production d'informations destinées aux participants du marché ce qui a pour conséquence d'augmenter la quantité d'information publique et a donc un impact sur la liquidité.

(Dhensiri & Sayrak, 2010) définissent la liquidité d'un titre par la mesure de temps nécessaire pour vendre un titre tel que le titre puisse recevoir la totalité de sa valeur de marché. Il convient de signaler que différentes mesures de la liquidité sont adoptées par la littérature, écart bid-ask, volume de transactions journalier, turnover journalier... Les résultats peuvent donc diverger d'une étude à une autre selon l'indicateur adopté pour approcher cette liquidité.

(Easley et al., 1998) ont démontré que les entreprises avec une large couverture des analystes financiers avaient un nombre important d'investisseurs informés. En plus des investisseurs clients des sociétés de bourse/brokers qui reçoivent les rapports des analystes financiers, ces derniers attirent d'autres investisseurs qui deviennent informés, ce qui aurait pour effet d'augmenter le volume des transactions et par conséquent la liquidité du titre.

Des résultats qui confirment ceux de (Brennan & Subrahmanyam, 1995) : une augmentation de la couverture des analystes financiers entraîne un marché plus profond, et donc plus liquide, dû à une meilleure compétition entre les agents informés.

³ The law downward-sloping demand curve indique, de façon générale, que plus les prix baissent plus la demande augmente.

Selon (Easley et al., 1998) les entreprises ayant perdu toute couverture souffrent d'une détérioration du volume des transactions et de la présence d'investisseurs institutionnels dans la structure du capital. Ce constat est encore plus marqué après l'implémentation des nouvelles réglementations qui ont limité les avantages informationnels des analystes financiers. Ces entreprises sont même susceptibles, à plus long terme, d'être radiées de la cote.

Selon (Roulstone, 2003) l'hypothèse de liquidité, suggère que la relation entre la couverture des analystes financiers et la liquidité du marché dépend de l'information publique fournie à ce dernier. Plus le nombre d'analystes financiers suivant une entreprise est important, plus la quantité de l'information véhiculée au marché est importante ce qui en résulterait une liquidité marquée du titre en question. (Irvine, 2003) permet de relever, quant à lui, que la liquidité d'un titre est améliorée suite aux initiations de couverture et qu'elle est plus importante quand la recommandation est plus importante.

A leur tour, (Demiroglu & Ryngaert, 2010) démontrent l'impact de la couverture sur la liquidité du titre. Ils relèvent que les titres couverts après l'initiation des analystes financiers bénéficient à terme d'une augmentation de la liquidité, ce qui se reflète également sur les prix des actions. Le prix augmente de près de 0,53% suite à l'augmentation de la liquidité. (Kelly & Ljungqvist, 2012) avait souligné qu'une baisse de la couverture a directement un effet inverse sur le prix des actifs. Cet impact est réduit lorsque d'autres analystes continuent à suivre le titre en question.

Un peu plus tard, (Jiang et al., 2011) ont également étudié la relation entre le suivi des analystes financiers et la liquidité du titre, sur le marché américain. Cependant, ils incluent à cette relation l'effet de l'actionnariat institutionnel. Ils affirment que les entreprises dotées d'une importante présence des institutionnels dans leur capital affichent une meilleure liquidité et un indice de marché de qualité. Les résultats de l'étude suggèrent également que les entreprises peuvent atténuer les asymétries d'informations et améliorer la liquidité en augmentant l'actionnariat institutionnel.

Dans une étude plus récente, (Dang et al., 2019) ont examiné la relation entre la couverture des analystes financiers et la liquidité du titre couvert en couvrant une base de données composée de 41 pays, y compris des pays émergents, pour la période entre 2000 et 2010. Leur travail a permis de renforcer les constats de la littérature en confirmant l'amélioration de la liquidité du titre suite au suivi et la couverture dudit titre par les analystes financiers. Les analystes financiers jouent un rôle important dans la transmission de l'information publique aux participants du marché et par conséquent améliorent la liquidité. Néanmoins, les auteurs ont pu soulever un constat très important. La relation positive entre la liquidité de l'entreprise et le suivi des analystes financiers devient moins prononcée dans les pays avec d'importantes mesures de gouvernance et de transparence informationnelle. Il est clair que le cadre institutionnel et réglementaire au sein d'un pays a un effet sur cette relation.

Il convient de faire la distinction entre la liquidité d'un actif et la liquidité d'un marché même s'il existe un lien entre les deux. La liquidité d'un titre est étroitement liée aux volumes de transactions. L'information peut également être obtenue en consultant le carnet d'ordres sur la valeur à travers l'écart entre les ordres d'achat et les ordres de vente : plus l'écart est faible, plus le titre est liquide. Sur un actif liquide, les échanges des titres entre les différents investisseurs sont nombreux, ce qui entraîne un marché profond et donc plus liquide. Par conséquent, les contreparties sur le marché sont nombreuses aussi bien à l'achat qu'à la vente. Il est aussi important de souligner que les résultats peuvent être différents d'une étude à une autre selon le critère choisi pour mesurer la liquidité. (Brennan & Subrahmanyam, 1995) et (Roulstone, 2003) ont approché la liquidité du marché par les « spreads »⁴ des actions et la

⁴ Les "Spreads" sont les écarts entre le prix acheteur et le prix vendeur. Des écarts plus serrés sont le signe d'une plus grande liquidité tandis que des écarts plus larges se produisent pour des actions moins liquides ou très volatiles.

profondeur du marché⁵. (Dang et al., 2019) ont utilisé différents indicateurs de mesure de liquidité pour étayer leurs résultats.

2.5.Couverture perçue comme signal

Des études phares sur le sujet avaient émis un doute quant à la valeur de la couverture des analystes financiers, en tant que signaux d'investissement : (Altinkılıç et al., 2016; Barber et al., 2001; Womack, 1996). Des résultats controversés plus tard par (Lee & So, 2017) qui démontrent que la couverture en elle-même d'une entreprise par les analystes financiers est considérée comme un signal aux investisseurs contrairement aux signaux basés uniquement sur les recommandations d'achat et de vente. Cette étude a également fait ressortir que la couverture a un pouvoir prédictif sur la performance de l'entreprise et les rendements futurs. Les analystes financiers transmettent alors des informations sur les rendements attendus en offrant une plus grande couverture aux entreprises sous-évaluées et susceptibles d'avoir de meilleurs rendements. Lee et So (2017) ont pu relever également que l'information négative circule plus lentement que celle positive, car les analystes financiers déploient moins d'efforts envers les entreprises à faibles rendements futurs. Ces résultats confirment ceux de (Hong et al., 2000). Par ailleurs, les analystes financiers surveillent de très près les entreprises qu'ils couvrent en scrutant les informations et jouent donc un rôle de surveillance et de contrôle. La non-couverture d'une entreprise pourrait être perçue comme un signal vers les investisseurs sur les mauvaises pratiques d'une entreprise (He et al., 2019).

(He et al., 2019) se sont intéressés à la relation qui pourrait exister entre la couverture des analystes financiers et le risque de crash boursier futur⁶ de l'entreprise. Ces auteurs partent de l'hypothèse que la principale raison d'un crash du cours d'un titre est liée aux pratiques de non-divulgaration des informations négatives à temps. Ces pratiques sont généralement entraînées par les différents conflits d'agence et le degré d'opacité financière. La faible transparence financière des entreprises rend la tâche difficile pour les investisseurs. À l'opposé, les entreprises optant pour une plus grande transparence financière ne retiennent pas les mauvaises informations longtemps, ce qui aurait pour effet de réduire les probabilités de crash des cours boursiers (Hutton et al., 2009). De là ressort l'un des rôles des analystes financiers à savoir atténuer les pratiques de non-divulgaration des informations négatives et par conséquent réduire les risques de crash boursier des titres des entreprises couvertes.

Les auteurs démontrent que plus la couverture des entreprises par les analystes financiers est importante, plus le risque de crash est faible. Ce résultat supporte l'idée que les analystes financiers jouent non seulement un rôle positif comme intermédiaires d'informations, mais également comme agents de contrôle de l'information sur les marchés financiers. Ces résultats ne corroborent pas ceux d'études précédentes qui font ressortir que les analystes financiers préfèrent ne pas véhiculer d'informations négatives surtout dans le cadre des potentiels conflits d'intérêts auxquels ils font face (Michaely & Womack, 1999). D'autant plus que la principale source d'information utilisée par les analystes financiers est l'entreprise en question.

2.6.Amélioration de l'efficacité informationnelle

Les participants du marché peuvent considérer les analystes financiers comme une source d'amélioration de l'efficacité informationnelle des titres cotés. En effet, les investisseurs ne disposent pas tous des ressources et compétences nécessaires pour assimiler la quantité

⁵ La profondeur du marché est une notion qui fait référence à la liquidité du marché pour un titre en fonction du nombre d'ordres d'achat et de vente à différents niveaux de prix. Une plus grande profondeur du marché est souvent synonyme d'une meilleure liquidité.

⁶ Zhu (2016) définit le crash boursier d'un titre comme une forte baisse du cours sur une période donnée. Ce risque est basé sur l'hypothèse que les dirigeants d'entreprise reportent la divulgation d'informations négatives pendant une longue période pour des raisons stratégiques et non stratégiques.

d'information disponible sur les marchés. La vitesse d'incorporation de l'information dans les prix des titres augmente avec le suivi des analystes financiers (Hong et al., 2000)

Pour (Brennan & Subrahmanyam, 1995), le suivi des analystes financiers permet de réduire les coûts d'information liés aux différentes asymétries informationnelles, ce qui a pour conséquence d'améliorer l'efficacité informationnelle du marché due à la concurrence accrue entre les agents informés.

Une étude plus récente de (Kothari et al., 2016) a permis également de souligner que la couverture des analystes financiers permet d'améliorer l'efficacité de marché en réduisant l'incertitude autour de la valeur de l'entreprise couverte. En effet, en recueillant différentes informations pertinentes et en les transformant en rapports compréhensibles, ils améliorent la qualité de l'information et par conséquent l'efficacité informationnelle du marché boursier.

Quand le suivi d'une entreprise par les analystes financiers est important, il y a une grande compétition dans la collecte et le traitement des données ce qui entraîne une intégration de l'information dans les prix plus rapidement et par conséquent améliore l'efficacité du marché. Cependant, d'autres auteurs ont remis en cause le rôle des analystes financiers en tant qu'intermédiaires de l'information, et ce depuis le début des années 1970. Leurs prévisions ne reflèteraient pas les effets négatifs cachés par l'entreprise analysée et leurs rapports contiennent peu d'informations sur le risque et l'incertitude de l'entreprise (Kothari et al., 2009). D'autant plus que leur indépendance et leur objectivité ont été remises en cause par plusieurs auteurs (e.g. : (Michael & Womack, 1999)).

3. Conclusion

Au terme de cette revue de littérature, nous pouvons conclure que la couverture des entreprises par les analystes financiers n'est pas sans conséquences, et ce à différents niveaux. Plusieurs études ont pu mettre en évidence le rôle informationnel des analystes pour les différents participants du marché boursier.

Cet article s'est particulièrement intéressé à l'impact de la couverture et du suivi des analystes financiers sur l'entreprise cotée. Cependant, nous avons pu relever que les résultats ne sont pas toujours unanimes.

Les constats, quant à la capacité des analystes financiers à réduire les asymétries d'informations, sont mitigés. L'asymétrie informationnelle peut exister aussi bien entre l'entreprise cotée et les investisseurs qu'entre les catégories d'investisseurs. Les premières études (Brennan & Subrahmanyam, 1995; Gleason & Lee, 2003; Jensen & Meckling, 1976; Merton, 1987) ont affirmé que les analystes financiers jouent pleinement ce rôle. Cependant les résultats les plus récents, de par les différentes relations d'agence qui entourent le métier d'analyste financier, soulignent que les analystes financiers seraient eux-mêmes une source d'asymétries d'informations (Dhensiri & Sayrak, 2010; Hirshleifer et al., 2022; Li & You, 2015).

Par ailleurs, la littérature a permis de conclure que les analystes financiers permettent, en couvrant les entreprises cotées, d'accroître la connaissance des titres auprès des investisseurs, d'améliorer la liquidité du titre et de générer d'importants rendements.

(Irvine, 2003) souligne, qu'au vu des effets positifs de la couverture des entreprises par les analystes financiers, lesdites entreprises devraient encourager les analystes à couvrir leurs firmes tout en faisant attention à l'effet inverse en cas de rapports négatifs. En effet, cette couverture peut être une arme à double tranchant pour l'entreprise en question et peut même compromettre sa pérennité sur le marché boursier (He et al., 2019).

Si la couverture des entreprises par les analystes financiers est si primordiale pour les entreprises cotées, nous nous posons la question sur les critères de sélection des titres à couvrir

par les analystes financiers. Ce volet fera l'objet de notre prochaine publication, en s'intéressant au marché boursier marocain.

Références :

- (1). Agrawal, A., & Chen, M. A. (2008). Do analyst conflicts matter? Evidence from stock recommendations. *Journal of Law and Economics*, 51(3), 503–537. <https://doi.org/10.1086/589672>
- (2). Altinkılıç, O., & Hansen, R. S. (2009). On the information role of stock recommendation revisions. *Journal of Accounting and Economics*, 48(1), 17–36. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.04.005>
- (3). Altinkılıç, O., Hansen, R. S., & Ye, L. (2016). Can analysts pick stocks for the long-run? *Journal of Financial Economics*, 119, 371–398. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.09.004>
- (4). Asquith, P., Mikhail, M. B., & Au, A. S. (2005). Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics*, 75(2), 245–282. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.01.002>
- (5). Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2001). Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *Journal of Finance*, 56(2), 531–563. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00336>
- (6). Bayle, E., & Schwartz, M. (2005). À quoi servent les analystes financiers. *Revue D'économie Financière*, 81, 211–235. <http://www.jstor.org/stable/42905618>
- (7). Beaver, W., Cornell, B., Landsman, W. R., & Stubben, S. R. (2008). The impact of analysts' forecast errors and forecast revisions on stock prices. *Journal of Business Finance and Accounting*, 35(5–6), 709–740. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02079.x>
- (8). Bellando, R., Ben Braham, Z., & Galanti, S. (2016). The profitability of financial analysts' recommendations: evidence from an emerging market. *Applied Economics*, 48(46), 4410–4418. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1158918>
- (9). Bhushan, R., & O'Brien, P. C. (1990). Analyst Following and Institutional Ownership. *Journal of Accounting Research*, 28, 55–76.
- (10). Boubaker, S., & Labégorre, F. (2008). Ownership structure, corporate governance and analyst following: A study of French listed firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(6), 961–976. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.07.010>
- (11). Bowen, R. M., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Analyst Coverage and the Cost of Raising Equity Capital: Evidence from Underpricing of Seasoned Equity Offerings. *Contemporary Accounting Research*, 25(3). <https://doi.org/10.1506/car.25.3.1>
- (12). Bradley, D., Clarke, J., Lee, S., & Ornathanalai, C. (2014). Are analysts' recommendations informative? Intraday evidence on the impact of time stamp delays. *Journal of Finance*, 69(2), 645–673. <https://doi.org/10.1111/jofi.12107>
- (13). Branson, B., Guffey, D. M., & Pagach, D. P. (1998). Information Conveyed in Announcements of Analyst Coverage. *Contemporary Accounting Research*, 15(2).
- (14). Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1995). Investment analysis and price formation in securities markets. *Journal of Financial Economics*, 38(3), 361–381. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00811-E](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00811-E)
- (15). Brown, N. C., Wei, K. D., & Wermers, R. (2014). Analyst recommendations, mutual fund herding, and overreaction in stock prices. *Management Science*, 60(1), 1–20. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1751>
- (16). Busse, J. A., Clifton Green, T., & Jegadeesh, N. (2012). Buy-side trades and sell-side

- recommendations: Interactions and information content. *Journal of Financial Markets*, 15(2), 207–232. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2011.08.001>
- (17). Chang, X., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2006). Analyst coverage and financing decisions. *Journal of Finance*, 61(6), 3009–3048. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01010.x>
- (18). Cliff, M. T., & Denis, D. J. (2004). Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing ? *The Journal of Finance*, LIX(6).
- (19). Cowles, A. (1933). Can Stock Market Forecasters Forecast? *Econometrica*, 1(3), 309–324.
- (20). Dang, T. L., Trang, N., Doan, P., Minh, T., Nguyen, H., & Tran, T. T. (2019). Analysts and stock liquidity – Global evidence. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1–27. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1625480>
- (21). Das, S., Guo, R., & Zhang, H. (2006). Analysts ' Selective Coverage and Subsequent Performance of Newly Public Firms. *Journal of Finance*, LXI(3), 1159–1185. <http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v61y2006i3p1159-1185.html>
- (22). Demiroglu, C., & Ryngaert, M. (2010). The First Analyst Coverage of Neglected Stocks. *Financial Management*, 39(2), 555–584. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01084.x>
- (23). Dhiansiri, N., & Sayrak, A. (2010). The value impact of analyst coverage. *Review of Accounting and Finance*, 9(3), 306–331. <https://doi.org/10.1108/14757701011068084>
- (24). Easley, D., & Hara, M. O. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, LIX(4).
- (25). Easley, D., Hara, M. O., & Paperman, J. (1998). Financial analysts and information-based trade. *Journal of Financial Markets*, 1, 175–201.
- (26). Engelberg, J., McLean, R. D., & Pontiff, J. (2020). Analysts and anomalies. *Journal of Accounting and Economics*, 69(1), 101249. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.101249>
- (27). Gleason, C. A., & Lee, C. M. C. (2003). Market Price Discovery. *The Accounting Review*, 78(1), 193–225.
- (28). Guo, L., Li, F. W., & John Wei, K. C. (2020). Security analysts and capital market anomalies. *Journal of Financial Economics*, 137(1), 204–230. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.01.002>
- (29). He, G., Bai, L., & Ren, H. M. (2019). Analyst coverage and future stock price crash risk. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(1), 63–77. <https://doi.org/10.1108/JAAR-09-2017-0096>
- (30). Hirshleifer, D., Shi, Y., & Wu, W. (2022). *Do sell-side Analysts Say “Buy” While Whispering “Sell”?*
- (31). Hong, H., Lim, T., & Stein, J. C. (2000). Bad News Travels Slowly : Size , Analyst Coverage , and the Profitability of Momentum Strategies. *The Journal of Finance*, 55(1).
- (32). Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.003>
- (33). Irvine, P. J. (2003). The incremental impact of analyst initiation of coverage. *Journal of Corporate Finance*, 9(4), 431–451. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00053-6](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00053-6)
- (34). Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Related papers. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. <http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html%0AAalso>
- (35). Jiang, C. X., Kim, J. C., & Zhou, D. (2011). Liquidity, analysts, and institutional ownership. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 335–344.

- <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2011.06.004>
- (36). Juergens, J. L., & Lindsey, L. (2009). Getting Out Early: An Analysis of Recommendations and Market Reactions. *The Journal of Finance*, LXIV(5).
 - (37). Kecskés, A., Michaely, R., & Womack, K. L. (2016). Do earnings estimates add value to sell-side analysts' investment recommendations? *Management Science*, 63(6), 1855–1871. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2385>
 - (38). Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2012). *Testing Asymmetric-Information Asset Pricing Models*. 212. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr134>
 - (39). Kim, Y., & Song, M. (2015). Management earnings forecasts and value of analyst forecast revisions. *Management Science*, 61(7), 1663–1683. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1920>
 - (40). Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. (2009). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47(1). <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>
 - (41). Kothari, S. P., So, E. C., & Verdi, R. (2016). Analysts' Forecasts and Asset Pricing: A Survey. *Annual Review of Financial Economics*, 8, 197–219.
 - (42). Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2004). Concentrated control, analyst following, and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least? *Journal of Accounting Research*, 42(3), 589–623. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.t01-1-00142.x>
 - (43). Lee, C. M. C., & So, E. C. (2017). Uncovering expected returns: Information in analyst coverage proxies. *Journal of Financial Economics*, 124(2), 331–348. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.007>
 - (44). Li, K. K., & You, H. (2015). What is the value of sell-side analysts? Evidence from coverage initiations and terminations. *Journal of Accounting and Economics*, 60(2–3), 141–160. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.08.006>
 - (45). Loh, R. K., & Stulz, R. M. (2011). When are analyst recommendation changes influential? *Review of Financial Studies*, 24(2), 593–627. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq094>
 - (46). McNichols, M., & O'Brien, P. C. (1997). Self-Selection and Analyst Coverage. *Journal of Accounting Research*, 35(1997), 167. <https://doi.org/10.2307/2491460>
 - (47). Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483–510.
 - (48). Michaely, R., & Womack, K. L. (1999). Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. *Review of Financial Studies*, 12(4), 653–686. <https://doi.org/10.1093/rfs/12.4.653>
 - (49). Miller, E. (1977). Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *The Journal of Finance*, 32(4), 1151–1168.
 - (50). Mola, S., Rau, P. R., & Khorana, A. (2012). Is there life after the complete loss of analyst coverage? *Accounting Review*, 88(2), 667–705. <https://doi.org/10.2308/accr-50330>
 - (51). Moshirian, F., Ng, D., & Wu, E. (2009). The value of stock analysts' recommendations: Evidence from emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 18(1–2), 74–83. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2008.11.001>
 - (52). Moyer, C., Chatfield, R. E., & Sisneros, P. M. (1989). Security Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(4), 503–512.
 - (53). Rajan, R., & Servaes, H. (1997). Analyst following of initial public offerings. *Journal of Finance*, 52(2), 507–529. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04811.x>
 - (54). Roulstone, D. T. (2003). Analyst Following and Market Liquidity. *Contemporary Accounting Research*, 20(3), 552–578. <https://doi.org/10.1506/x45y-pmh7-pnyk-4et1>

- (55). Shon, J., & Young, S. (2011). Determinants of Analysts ' Dropped Coverage Decision : The Role of Analyst Incentives , Experience , and Accounting Fundamentals. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(October), 861–886. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02250.x>
- (56). Stickel, S. (1995). The anatomy of the performance of buy and sell recommendations. *Financial Analysts Journal*.
- (57). Su, C., Zhang, H., Bangassa, K., & Joseph, N. L. (2019). On the investment value of sell-side analyst recommendation revisions in the UK. In *Review of Quantitative Finance and Accounting* (Vol. 53, Issue 1). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0749-y>
- (58). Tiniç, M., Tanyeri, B., & Bodur, M. (2021). Who to trust? Reactions to analyst recommendations of domestic versus foreign brokerage houses in a developing stock market. *Finance Research Letters*, 43(October 2020). <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.101950>
- (59). Vukovic, D. B., Ugolnikov, V., & Maiti, M. (2021). Sell-side analysts' recommendations a value or noise. *International Journal of Finance and Economics*, 26(2), 3134–3151. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1954>
- (60). Vukovic, D., Ugolnikov, V., & Maiti, M. (2020). Analyst says a lot, but should you listen? Evidence from Russia. *Journal of Economic Studies*, 47(4), 729–745. <https://doi.org/10.1108/JES-10-2018-0352>
- (61). Womack, K. L. (1996). Do brokerage analysts' recommendations have investment value ? *The Journal of Finance*, 51(1), 137–167.