

Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux

Cette analyse de la littérature, consacrée au comportement mimétique (ou « moutonnier ») sur les marchés de capitaux, s'appuie sur deux articles récents de Devenow et Welch (1996) et Bikhchandani et Sharma (2000). Le « mimétisme », qui est généralement défini comme un ensemble de comportements individuels présentant des corrélations, peut dans certains cas refléter une attitude rationnelle des individus. On présente différentes situations dans lesquelles un tel mimétisme rationnel peut apparaître sur les marchés de capitaux. Enfin, on expose les résultats de tests empiriques récents. Ils tendent à indiquer que, sur les marchés développés, les investisseurs font effectivement montre d'un certain mimétisme. Sur les marchés émergents, ce comportement apparaît plus clairement, probablement du fait de moindres exigences d'information et d'un accès à l'information plus coûteux.

Éric JONDEAU
Direction générale des Études et des Relations internationales
Centre de Recherche

1. Définition du comportement mimétique

De manière générale, le « mimétisme » peut être défini comme un ensemble de comportements individuels présentant des corrélations. Toutefois, de nombreux investisseurs peuvent être amenés à acheter les mêmes titres pour la simple raison que, agissant en toute indépendance, ils ont reçu des informations corrélées. Par conséquent, la notion de mimétisme suppose une prise de décision à la fois systématique et erronée de la part d'un groupe. Intuitivement, un investisseur agit par mimétisme quand il est prêt à effectuer un placement donné en ignorant les décisions des autres investisseurs, mais qu'il change d'avis lorsqu'il constate que ces derniers ont renoncé à ce placement.

Il y a plusieurs explications au fait que les investisseurs rationnels sont influencés par les décisions de leurs pairs. Premièrement, ces derniers sont susceptibles de détenir une information privée sur le rendement du placement envisagé et leurs décisions révèlent cette information. Deuxièmement, il est intéressant, pour un gestionnaire de fonds, d'imiter les autres gestionnaires lorsque son mode de rémunération est fondé sur un rendement de référence. En dernier lieu, les investisseurs peuvent avoir une préférence intrinsèque pour le conformisme.

Il convient de distinguer le « mimétisme intentionnel » du « mimétisme fallacieux ». Ce dernier comportement intervient lorsqu'un groupe a les mêmes objectifs et dispose du même ensemble d'informations et que chacun de ses membres prend des décisions analogues de manière indépendante. Cette forme de mimétisme peut s'appuyer sur des éléments fondamentaux. Par exemple, une hausse inattendue des taux d'intérêt a pour effet de réduire l'attrait des actions : tous les investisseurs rationnels peuvent alors être amenés à réduire la part de ces titres dans leur portefeuille, sans que leur comportement puisse être, pour autant, qualifié de mimétique. Le mimétisme est intentionnel lorsque les investisseurs imitent délibérément le comportement de leurs pairs.

Le mimétisme peut également être irrationnel, notamment lorsque les investisseurs adoptent une stratégie de placement dynamique (réactivité positive, ou *positive feedback*), c'est-à-dire lorsqu'ils achètent des actions ayant récemment enregistré des performances supérieures à l'indice de référence. Cette forme de comportement mimétique n'est pas rationnelle sous l'hypothèse de marché efficient, étant donné que les prix de marché sont censés rendre compte de l'ensemble de l'information disponible.

2. Les causes du comportement mimétique rationnel

2.1. Modèles fondés sur l'information : les cascades

Le modèle de base des cascades suppose que tous les investisseurs ont accès, au même prix, à l'ensemble des opportunités de placement ¹. Dans le modèle fondé sur l'information, les investisseurs peuvent observer les actions de leurs pairs, mais n'ont

¹ Cette hypothèse exclut le cas où la décision d'un investisseur affecte l'utilité des autres agents, ce qui est l'explication classique des paniques bancaires. Ce modèle n'est pas adapté aux marchés de capitaux, puisque les décisions d'investissement agissent sur les prix et, de ce fait, sur les décisions des futurs investisseurs. En revanche, cette hypothèse est cohérente avec le fonctionnement des investissements directs à l'étranger dans des pays pratiquant un système de taux de change fixe. On examine ce modèle en premier, toutefois, en raison de sa simplicité.

pas accès à leurs informations privées ou aux signaux qu'ils reçoivent. L'idée est qu'ils tirent des informations utiles de l'observation des décisions prises par les investisseurs en amont, au point d'ignorer, de façon rationnelle, leurs propres informations privées. Ainsi, une fois qu'une cascade est déclenchée, les décisions des investisseurs ne donnent plus aucune information sur leurs signaux aux investisseurs en aval. Or, l'optimum économique exigerait que chaque investisseur suive le signal qu'il a reçu à titre privé, car ce signal viendrait enrichir la somme des connaissances au profit de ses pairs. Le mimétisme crée ainsi une externalité négative dans la mesure où, dès que la cascade se déclenche, l'information publique cesse de s'accumuler.

Dans la littérature économique, les cascades ont contribué à expliquer des phénomènes empiriques tels que les décisions des gestionnaires de verser des dividendes, celles des déposants de déclencher une panique financière en effectuant des retraits massifs, celles des assureurs de garantir certains types de risques, celles des entreprises d'investir dans la recherche-développement dans un secteur particulier et celles des analystes de recommander l'achat de telle ou telle valeur.

Le comportement mimétique décrit par le modèle des cascades apparaît toutefois peu réaliste. D'une part, le déclenchement de la cascade est déterminé par le comportement des tout premiers investisseurs ; d'autre part, l'apparition d'une nouvelle information, aussi succincte soit-elle, peut interrompre la cascade. En outre, dans le modèle de base des cascades, le prix est fixé *ex ante* et ne varie pas. Les cascades pourraient s'appliquer aux marchés d'actifs si les prix n'y variaient pas de façon instantanée et sans à-coups (Avery et Zemsky, 1998). Or, après chaque décision d'achat ou de vente, le cours d'une action s'ajuste, prenant en compte l'information révélée par cette décision. Toutefois, le prix s'ajuste de manière à ce que, à partir des seules informations publiquement disponibles, il est indifférent à l'investisseur d'acheter ou de vendre. Dès lors, celui-ci suit sa propre information privée. En conséquence, il ne se déclenche jamais de cascade d'informations sur les marchés d'actifs. De ce point de vue, le marché boursier satisfait l'hypothèse d'efficacité informationnelle, puisque le prix reflète les éléments fondamentaux et qu'il n'y a pas d'erreur dans la fixation des prix, ce qui est incompatible avec les hypothèses du modèle de cascade.

Pour obtenir une cascade sur les marchés de capitaux, on doit ajouter une autre dimension à l'incertitude sous-jacente du modèle de base. Par exemple, il peut y avoir une incertitude quant à la justesse de l'information dont disposent les investisseurs. Dans ce cas, un comportement mimétique peut survenir, même si les investisseurs sont rationnels, et aboutir à ce que les prix ne reflètent plus l'ensemble de l'information privée de ces derniers. En effet, une séquence de décisions identiques peut intervenir sur un marché bien informé parce que la plupart des investisseurs reçoivent le même signal d'information privée ou sur un marché insuffisamment informé parce que, mal informés, ils adoptent un comportement mimétique.

2.2. Modèles fondés sur la réputation

Le comportement mimétique rationnel peut également s'expliquer par des considérations tenant aux relations principal-agent. La performance des gestionnaires est souvent mesurée de façon relative plutôt qu'absolue. Chacun d'entre eux reçoit un signal d'information sur la rentabilité d'un investissement donné. Si l'investisseur est très compétent, le signal est informatif, alors que s'il l'est peu, le signal est un simple bruit. Ni le gestionnaire ni son employeur ne connaissent le degré de compétence du gestionnaire. Comme ces derniers ne sont pas assurés de la capacité du gestionnaire de sélectionner les valeurs pertinentes, le fait de suivre les autres professionnels de l'investissement entretient l'incertitude quant à la capacité du gestionnaire à gérer efficacement le portefeuille. En conséquence, le gestionnaire ne tient aucun compte des informations privées, pour éviter de révéler son manque de compétence.

Ce raisonnement repose sur l'hypothèse que le gestionnaire est lui-même peu sûr de ses propres compétences. Mieux vaut donc pour lui imiter ses pairs, même si l'information qu'il reçoit lui dicte une autre attitude. Si la décision commune s'avère incorrecte, elle sera mise sur le compte d'un mauvais signal reçu par l'ensemble des opérateurs. Cette conclusion renforce la conviction ultérieure de l'employeur selon laquelle le gestionnaire est compétent (Scharfstein et Stein, 1990).

2.3. Modèles fondés sur la rémunération

Le fait de rémunérer un gestionnaire sur la base d'une comparaison entre sa propre performance et celle de ses pairs fausse ses incitations et crée un comportement moutonnier.

Maug et Naik (1996) étudient le cas d'un gestionnaire qui présente une aversion au risque et dont la rémunération augmente avec sa propre performance et décroît avec celle d'un autre investisseur, l'investisseur de référence. L'agent ainsi que l'investisseur de référence disposent d'informations privées imparfaites concernant le rendement des actions. L'investisseur de référence prend ses décisions d'investissement en premier et l'agent effectue son choix de portefeuille après avoir examiné la décision de l'investisseur de référence. Les modèles fondés sur l'information montrent qu'il y a une incitation à imiter l'investisseur de référence. Le mode de rémunération constitue une raison supplémentaire d'adopter la même stratégie. En effet, la rémunération de l'agent décroît s'il réalise une performance inférieure à celle de l'investisseur de référence. Ce mode de rémunération est optimal pour l'employeur en cas de problème d'aléa moral ou de sélection adverse dans la relation principal-agent. Comme souligné par Maug et Naik (1996), tout contrat efficient associera la rémunération de l'agent à la performance de l'investisseur de référence. Ce constat d'efficience contrainte repose toutefois directement sur l'hypothèse (posée par Maug et Naik, 1996) de l'existence d'un unique actif risqué.

Admiti et Pfleiderer (1997) examinent un modèle fondé sur plusieurs actifs risqués en matière de gestion de portefeuille déléguée, dans lequel l'agent dispose d'informations privées sur le rendement des actions. Ils concluent que les contrats de rémunération des agents fondés sur une référence sont inefficients, incompatibles avec un partage optimal des risques et inefficaces pour surmonter les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse. En effet, le rendement, corrigé du rendement de référence, ne constitue pas une statistique suffisante des informations privées dont dispose l'agent dans ce modèle fondé sur plusieurs actifs risqués.

3. Résultats empiriques

Il est extrêmement délicat de tester le comportement mimétique. Étant donné que chaque action achetée par un investisseur est nécessairement vendue par un autre, tous les opérateurs de marché ne peuvent appartenir au même groupe. On doit trouver un groupe d'investisseurs actifs sur le marché et agissant de façon similaire. Ce groupe est davantage susceptible d'adopter un comportement mimétique s'il est suffisamment homogène. En conséquence, on constate plus facilement un comportement mimétique au niveau de l'investissement dans un ensemble d'actions après élimination de l'incidence des éléments fondamentaux. En outre, il est probable qu'on ne puisse distinguer immédiatement un modèle d'information d'un modèle fondé sur la réputation, en analysant un ensemble de données, parce qu'il est difficile d'identifier la motivation qui sous-tend une opération non justifiée par les éléments fondamentaux.

Lakonishok, Shleifer et Vishny (1992) ont proposé une mesure statistique du mimétisme. Ce concept se définit comme la tendance moyenne d'un groupe d'investisseurs à acheter ou à vendre des actions données en même temps par rapport à ce qui serait prévisible si les investisseurs négociaient de façon indépendante. En fait, cette mesure évalue la corrélation des profils de négociation pour un groupe donné d'investisseurs et leur propension à acheter et vendre un même panier d'actions. Cette mesure, appelée LSV (du nom des ses auteurs), est détaillée dans l'annexe ci-après. Toutefois, elle n'est pas dépourvue de lacunes. En particulier, elle n'utilise que le nombre des investisseurs de part et d'autre du marché et ne tient pas compte du volume d'actions achetées ou vendues. Wermers (1995) a proposé un autre indicateur du mimétisme, qui intègre à la fois l'orientation et l'intensité de l'activité de négociation des investisseurs. Cet indicateur est appelé mesure de la variation du portefeuille (*portfolio-change measure*, ou PCM) dans le cadre de négociations corrélées. Il évalue dans quelle mesure les parts de portefeuille assignées aux diverses actions par différents investisseurs évoluent dans la même direction. La PCM est également définie en annexe.

3.1. Résultats concernant les paniques bancaires

Depuis l'article de référence publié par Diamond et Dybvig (1983), la littérature économique comporte de nombreuses tentatives de modélisation de l'influence qu'exercent réciproquement les investisseurs les uns sur les autres lors d'une vague de retraits des dépôts. Parmi les travaux empiriques consacrés à ce sujet, on relève ceux de Gorton (1988) et Donaldson (1992), en désaccord sur le point de savoir si l'amorce de ces mouvements de panique dépend d'un grand nombre de facteurs imprévisibles (indiquant un déclenchement aléatoire) ou prévisibles (indiquant un déclenchement par l'information). Parks (1991) étudie l'historique des paniques financières aux États-Unis et fait valoir que la diffusion d'informations par les pouvoirs publics et par le secteur privé a pour effet d'enrayer le processus de contagion interbancaire des vagues de retrait des dépôts.

Certaines études empiriques ont testé le rôle éventuel des rumeurs dans les crises bancaires. Saunders et Wilson (1996) analysent de manière empirique le comportement des flux de dépôts dans un échantillon composé de banques saines et en situation de

défaillance sur la période 1929-1930. Ils constatent que, en 1932, il s'est produit un phénomène de contagion qui semble toutefois n'être intervenu ni en 1929, ni en 1933. Leurs résultats sont compatibles avec la présence d'un grand nombre de déposants informés qui ont su établir la distinction entre banques défailtantes et non défailtantes *ex ante*. Schoemaker (1996) teste le risque de contagion à partir d'une série de données relatives aux défaillances bancaires mensuelles dans le cadre du *US National Banking System* en vigueur aux États-Unis de 1880 à 1936. Les résultats empiriques de cette étude font état de l'existence d'un risque de contagion dans le système bancaire.

3.2. Résultats concernant les marchés boursiers

Les premiers résultats empiriques relatifs au comportement mimétique sur les marchés boursiers proviennent des travaux de Lakonishok, Schleifer et Vishny (1992) ainsi que de Grinblatt, Titman et Wermers (1995). Les deux études utilisent la même mesure LSV du mimétisme et ne relèvent que peu d'indications d'un comportement moutonnier sur leurs échantillons. Toutefois, ces derniers s'arrêtent dans le courant des années quatre-vingt.

Wermers (1999) utilise des données beaucoup plus récentes relatives aux portefeuilles d'actions (chiffres trimestriels) de la quasi-totalité des fonds communs de placement qui existaient entre 1975 et 1994. Il relève des signes de mimétisme de la part de ces organismes en ce qui concerne la valeur moyenne (mesurée par la statistique LSV). Il constate également que les fonds orientés sur les valeurs de croissance ont une propension au mimétisme plus marquée que ceux qui privilégient le revenu. Ce phénomène tient sans doute au fait que de nombreuses valeurs de croissance sont des actions de faible capitalisation, sur lesquelles il est plus difficile d'obtenir des informations publiques, ce qui incite davantage au comportement mimétique. Cette interprétation est confirmée par le constat d'un mimétisme plus marqué pour les petites valeurs de croissance. Avec sa mesure PCM du mimétisme, Wermers (1995) constate un comportement mimétique important de la part des fonds communs de placement. Il utilise les mêmes séries de données que Wermers (1999). Il observe également que, contrairement à la mesure LSV, la mesure PCM du mimétisme augmente à mesure que s'accroît le nombre de fonds négociant une valeur en particulier.

Un autre segment de la littérature s'attache à la concentration des rendements des différentes actions autour du rendement de marché durant les périodes de fortes variations des cours. Cette approche se fonde sur l'idée que, en période de turbulences boursières, les différentes valeurs ont tendance à se regrouper plus étroitement autour du marché, de sorte que les marchés adoptent une stratégie de moindre différenciation entre les actions. En particulier, Christie et Huang (1995) s'appuient sur les rendements quotidiens des actions américaines pour montrer, à l'aide de leur mesure de dispersion, que la dispersion autour du rendement de marché est relativement plus forte en période de fortes fluctuations des cours. Ce résultat peut être interprété comme allant à l'encontre du principe de mimétisme. Toutefois, comme l'a souligné Richards (1999), le test élaboré par Christie et Huang ne permet pas d'identifier toutes les formes de comportement mimétique.

3.3. Résultats concernant les marchés émergents

Une littérature abondante s'attache à déterminer si le comportement mimétique des investisseurs internationaux est susceptible d'entraîner une volatilité excessive des marchés émergents. Kim et Wei (1999) utilisent les données de fin de mois relatives à la détention de chaque action cotée à la Bourse de Corée (KSE) durant la période comprise entre décembre 1996 et juin 1998. Les données comportent des informations indiquant si l'investisseur est coréen ou étranger, résident ou non résident, s'il s'agit d'un particulier ou d'une institution. À l'aide de la mesure LSV du mimétisme, ils constatent que les investisseurs non résidents ont fait preuve d'un comportement mimétique beaucoup plus marqué que les investisseurs résidents. En outre, les actionnaires individuels témoignent d'un mimétisme beaucoup plus prononcé que les investisseurs institutionnels.

En utilisant les données du KSE relatives aux opérations quotidiennes, Choe, Kho et Stulz (1999) parviennent à des conclusions similaires. Ils examinent le comportement des investisseurs étrangers avant la crise sur les marchés coréens (de novembre 1996 à décembre 1997) et durant l'épisode de la crise (d'octobre 1997 à décembre 1997). Ils constatent un mimétisme important pour les actions coréennes. Ils concluent également que les investisseurs étrangers ont utilisé des stratégies de négociation par réactivité positive avant le déclenchement de la crise. Durant la sous-période de la crise, ils constatent un certain recul du mimétisme.

3.4. Résultats concernant les analystes financiers et les lettres d'information spécialisées

Un autre domaine susceptible de donner lieu à un comportement mimétique important est celui des analystes financiers et des lettres d'information spécialisées dans les placements. Il convient de noter que le mimétisme dont témoignent les analystes, lorsqu'ils recommandent certains placements, n'implique pas celui des investisseurs.

Graham (1999) développe un modèle de réputation relatif au comportement mimétique des lettres d'information. Il utilise un ensemble de données couvrant la période 1980-1992 et comportant 5 293 recommandations émises par 237 lettres d'information. La référence est constituée par le *Value Line Investment Survey*. Graham constate que la précision des informations privées obtenues par chacun (la capacité de l'analyste) est le facteur essentiel qui incite une lettre d'information à s'aligner sur *Value Line*. En particulier, le mimétisme s'observe davantage si la lettre d'information bénéficie d'une solide réputation. Les résultats de Graham sont compatibles avec diverses formes de comportement mimétique.

À partir de la base de données historiques de Zacks sur les recommandations, Welch (2000) étudie le comportement mimétique au sein d'une population de 226 analystes financiers sur la période 1989-1994. Il révèle que les recommandations des analystes sont influencées à la fois par le consensus du moment et par les révisions les plus récentes effectuées par les autres analystes. Or les révisions des autres analystes ont une incidence d'autant plus forte qu'elles s'avèrent être *ex post* de bonnes estimations du cours du titre en question, alors que l'impact du consensus ne dépend pas de sa pertinence prédictive.

En dépit des difficultés posées par la mesure du comportement mimétique, les données empiriques récentes relatives aux marchés développés tendent à indiquer que les investisseurs font effectivement montre d'un certain mimétisme. Sur les marchés émergents, cette tendance apparaît plus clairement. Ce phénomène s'explique probablement par les moindres exigences d'information et le caractère plus onéreux de l'accès à l'information, de sorte que les cascades d'informations et le mimétisme de réputation peuvent davantage s'observer.

Il faut noter, toutefois, que la plupart des mesures statistiques ne permettent pas de distinguer entre comportement mimétique intentionnel et mimétisme fallacieux. En effet, il est difficile de saisir l'incidence des changements intervenant dans les fondamentaux. En outre, il est souvent impossible d'établir une distinction entre les différentes formes de comportement mimétique, telles les cascades d'information et le mimétisme de réputation. En fait, l'étude du mimétisme demeurera probablement une tâche délicate tant que les données requises ne seront pas accessibles. En particulier, les marchés étant largement anonymes, il est très difficile d'obtenir des données sur les informations privées reçues par les agents et sur les stratégies des différents investisseurs.

Annexe

Mesures statistiques du mimétisme

La mesure statistique du mimétisme proposée par Lakonishok, Shleifer et Vishny (1992) se définit comme la tendance moyenne d'un groupe d'investisseurs à acheter (vendre) en même temps des actions données, par rapport à ce que l'on pourrait attendre si ces investisseurs agissaient de façon indépendante. Cette mesure évalue la corrélation des profils de négociation pour un groupe donné d'investisseurs et leur propension à acheter et à vendre le même type d'actions. Le sous-ensemble d'investisseurs se compose en général d'un groupe homogène de gestionnaires auxquels on s'intéresse. Soit $B(i,t)$ et $S(i,t)$ le nombre d'investisseurs de ce sous-ensemble qui achètent (vendent) des actions i au trimestre t et $H(i,t)$ la mesure du mimétisme relatif à l'action i pour le trimestre t . La mesure du mimétisme se définit alors de la manière suivante :

$$H(i,t) = |p(i,t) - p(t)| - AF(i,t)$$

où $p(i,t) = B(i,t) / (B(i,t) + S(i,t))$ est la proportion d'investisseurs du groupe qui achètent des actions i et $p(t)$ la moyenne de $p(i,t)$ sur l'ensemble des actions i qui ont été négociées par au moins un investisseur du groupe. Enfin, $AF(i,t)$ désigne le facteur d'ajustement :

$$AF(i,t) = E [|p(i,t) - p(t)|]$$

où l'espérance est calculée sous l'une hypothèse nulle d'absence de mimétisme, de sorte que $B(i,t)$ suit une distribution binomiale de paramètre $p(t)$. Si $N(i,t) = B(i,t) + S(i,t)$ est suffisamment élevé, le facteur d'ajustement est nul, puisque $p(i,t)$ tend vers $p(t)$ quand le nombre d'opérateurs de marché actifs augmente. Si $N(i,t)$ est faible, le facteur d'ajustement sera en général positif. Des valeurs de $H(i,t)$ significativement différentes de zéro s'interprètent comme le signe d'un comportement mimétique.

Cette mesure, appelée LSV, n'est pas sans inconvénients. D'abord, elle utilise uniquement le nombre d'investisseurs présents de part et d'autre du marché, sans tenir compte du nombre d'actions achetées ou vendues. De plus, elle ne permet pas d'identifier des profils intertemporels de négociation. En outre, le choix de la catégorie d'investissement i et de l'intervalle de temps t durant lequel les données sont observées est très important. Enfin, la fréquence à laquelle les investisseurs négocient un titre est essentielle pour le choix de l'intervalle de temps t .

Wermers (1995) a proposé une nouvelle mesure du mimétisme qui tient compte à la fois de l'orientation et de l'intensité de l'activité de négociation des investisseurs. Cette mesure est connue sous le nom de mesure de la variation du portefeuille (PCM) dans le cadre de négociations corrélées. Elle évalue dans quelle mesure les parts de portefeuille assignées aux diverses actions par les différents investisseurs évoluent dans la même direction. Le PCM se définit de la manière suivante :

$$\rho_{t,\tau}^{I,J} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{n=1}^{N_t} \Delta\omega_{n,t}^I \cdot \Delta\omega_{n,t-\tau}^J}{\hat{\sigma}^{I,J}(\tau)}$$

où $\Delta\omega_{n,t}^I$ représente la variation de la part du titre n dans le portefeuille I durant la période $[t-1, t]$ et $\Delta\omega_{n,t-\tau}^J$ la variation de la part du titre n dans le portefeuille J durant la période $[t-\tau-1, t-\tau]$. N_t est le nombre d'actions situé à l'intersection du panier de titres négociables du portefeuille I durant la période $[t-1, t]$ et du panier de titres négociables du portefeuille J durant la période $[t-\tau-1, t-\tau]$. Enfin, $\hat{\sigma}^{I,J}(\tau)$ est la moyenne du produit des écarts types transversaux. Il se définit comme suit :

$$\hat{\sigma}^{I,J}(\tau) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{1}{N_t} \sqrt{\sum_{n=1}^{N_t} (\Delta\omega_{n,t}^I)^2 \cdot \sum_{n=1}^{N_t} (\Delta\omega_{n,t-\tau}^J)^2}$$

Références bibliographiques

Admiti (A.) et Pfeiderer (P.) (1997) : « Does It All Add Up? Benchmarks and the Compensation of Active Portfolio Managers », *Journal of Business*, 70, 323-350.

Avery (C.) et Zemsky (P.) (1998) : « Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets », *American Economic Review*, 88, 724-748.

Bikhchandani (S.) et Sharma (S.) (2000) : « Herd Behavior in Financial Markets: A Review », *IMF Working Paper* 00/48.

Choe (H.), Kho (B.-C.) et M. Stulz (R.) (1999) : « Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? » The Korean Experience in 1997, Ohio State University *mimeo*.

Christie (W. G.) et Huang (R. D.) (1995) : « Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd Around the Market? » *Financial Analysts Journal*, Juillet-Août, 31-37.

Devenow (A.) et Welch (I.) (1996) : « Rational Herding in Financial Economics », *European Economic Review*, 40, 603-615.

Diamond (D.) et Dybvig (P.) (1983) : « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, 91, 401-419.

Donaldson (R. G.) (1992) : « Sources of Panics: Evidence from the Weekly Data », *Journal of Monetary Economics*, 30, 277-305.

Gorton (G.) (1988) : « Banking Panics and Business Cycles », *Oxford Economic Papers*, 40(4), 751-781.

Graham (J. R.) (1999) : « Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence », *Journal of Finance*, 4, 237-268.

Grinblatt (M.), Titman (S.) et Wermers (R.) (1995) : « Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior », *American Economic Review*, 85(5), 1088-1105.

Kim (W.) et Wei (S.-J.) (1999) : « Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis », NBER Working Paper 6968.

Lakonishok (J.), Shleifer (A.) et Vishny (R. W.) (1992) : « The Impact of Institutional Trading on Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, 32, 23-43.

Maug (E.) et Naik (N.) (1996) : « Herding and Delegated Portfolio Management », London Business School *mimeo*.

Park (S.) (1991) : « Bank Failure Contagion in Historical Perspective », *Journal of Monetary Economics*, 28, 271-286.

Richards (A.) (1999) : « Idiosyncratic Risk: An Empirical Analysis, with Implications for the Risk of Relative-Value Trading Strategy », *IMF Working Paper* WP/99/148.

Saunders (A.) et Wilson (B.) (1996) : « Contagious Bank Runs: Evidence from the 1929-1933 Period », *Journal of Financial Intermediation*, 5, 409-423.

Scharfstein (D.) et Stein (J.) (1990) : « Herd Behavior and Investment », *American Economic Review*, 80, 465-479.

Schoenmaker (D.) (1996) : « Contagion Risk in Banking », *Financial Markets Group Discussion Paper*, 239, LSE Financial Markets Group.

Welch (I.) (2000) : « Herding Among Security Analysts », *Journal of Financial Economics*, 58 (3), 369-396.

Wermers (R.) (1995) : « Herding, Trade Reversals, and Cascading by Institutional Investors » University of Colorado *mimeo*.

Wermers (R.) (1999) : « Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices », *Journal of Finance*, 54, 581-622.