

**La construction de la théorie
financière moderne :
de la finance néoclassique à la
finance néoinstitutionnelle
et comportementale.
Une introduction aux grands
auteurs en finance**

Gérard Charreaux et Michel Albouy

À l'instar des autres ouvrages de la collection « Les grands auteurs », l'objectif premier du présent ouvrage est de donner un aperçu de l'évolution scientifique d'un domaine – la finance – à travers l'analyse des travaux de ses principaux auteurs, tant en matière de contenu que de méthodes. Nous cherchons, tout spécialement, à mettre en évidence les principales questions posées, les réponses qui y ont été apportées et les grands débats qui ont agité et continuent à agiter la discipline. Au-delà de ces points fondamentaux, nous cherchons également à montrer les méthodes utilisées par les chercheurs en finance de façon, là aussi, à révéler les éventuelles spécificités du champ et à aider à percevoir clairement les chemins qui ont été suivis par les grands auteurs.

Un tel travail peut intéresser différents publics. En premier lieu, il est à même d'attirer l'attention des chercheurs, étudiants et praticiens spécialisés en finance. Pour les premiers, l'accroissement de la spécialisation fait que la connaissance du domaine est, sauf exception, très fragmentaire. Les spécialistes, par exemple, de l'évaluation des produits dérivés, méconnaissent, fréquemment, les développements en finance d'entreprise et en gouvernance et inversement. Or, comme le révèlent les travaux des grands auteurs, il y a souvent de fortes interconnexions entre les différents champs de la finance. Les doctorants ont habituellement tendance à ignorer l'histoire de la discipline, les enseignements en histoire des idées étant tombés, sauf exception, en désuétude. Une meilleure connaissance de cette histoire peut les aider à mieux comprendre comment leur propre domaine, à travers sa genèse et son évolution, s'inscrit dans le champ plus large de la finance et, enfin, à mieux se préparer pour leurs futurs recrutements et enseignements dans la mesure où il leur sera demandé d'avoir une connaissance qui dépasse amplement le seul thème de leur thèse. Quant aux étudiants moins avancés et aux praticiens, qui retiennent usuellement une vision très technicienne de la discipline, la lecture d'un tel ouvrage est à même de leur faire connaître l'origine et les limites des outils qu'ils utilisent – par exemple, des différentes modalités d'estimation du coût du capital –, et donc à « éclairer » leurs pratiques en les incitant à la prudence.

Notre ambition est, cependant, de dépasser le seul public financier pour nous adresser, plus largement, aux économistes et gestionnaires, quels que soient leurs domaines de prédilection. À travers cet ouvrage, le lecteur découvrira que des ponts s'établissent de plus en plus dans certaines recherches financières avec la théorie des organisations, la stratégie, le management, la psychologie, la psychologie sociale, la gestion des ressources humaines, la sociologie, le droit, l'histoire, et différentes composantes de l'économie (économie monétaire, économie des organisations, économie publique...). Il nous est fréquemment arrivé, lors de nos

propres recherches, de faire appel aux théories et aux résultats d'autres disciplines et certains ouvrages de la collection des grands auteurs ont grandement facilité notre appréhension de ces disciplines. Plus simplement, la seule curiosité intellectuelle éveillée, par exemple, par des échanges avec des collègues venant d'autres horizons nous a conduits, là aussi, à devoir prendre connaissance des contenus d'autres champs de l'économie et de la gestion ainsi que des méthodes scientifiques qu'elles privilégient. Une collection comme celle des grands auteurs facilite grandement cette prise de contact. Et cette dernière, même superficielle, permet d'enrichir les questions posées, les réponses apportées, les méthodes mobilisées. Elle permet aussi, à l'occasion, d'éviter certains malentendus et de donner naissance à des projets de collaboration.

Les récentes crises financières ont fréquemment conduit à émettre des jugements très sévères sur la théorie financière qu'ils émanent du grand public, de la presse ou des enseignants-chercheurs spécialisés ou non en finance¹. Citons-en quelques-uns : les économistes financiers auraient été incapables de prévoir les crises financières ; la finance en employant des modèles fondés sur des hypothèses irréalistes serait totalement déconnectée de la réalité et de la pratique financière ; la finance en privilégiant une approche individualiste s'appuyant sur une hypothèse de rationalité forte empruntée à l'économie néoclassique aurait conduit à former des individus égoïstes, prêts à faire courir des risques extrêmes à leurs organisations, ce qui expliquerait en grande partie la crise financière. Même si certaines de ces critiques comportent une part de vérité, elles sont souvent outrées et injustes (Albouy, 2012) et la lecture de cet ouvrage montre une réalité parfois bien différente. Certains grands auteurs (spécialement Shiller) ont été à même de prévoir les récentes crises financières et avaient mis en garde contre leur survenance. Sur le plan de la pratique, la finance a su développer de nombreux outils (en particulier d'évaluation) et même si ces outils ont des limites (connues fréquemment dès leur origine), il est difficile de prétendre que le lien avec la réalité, notamment avec la pratique est inexistant, même si certaines études montrent qu'il est fragile dans certains compartiments de la finance (Graham et Harvey, 2001).

Enfin, la théorie financière est souvent perçue de façon caricaturale, au vu de ses développements des trois dernières décennies. Comme le montrent, par exemple, les chapitres dédiés à la finance comportementale, la finance a su profondément se renouveler en intégrant des dimensions psychologiques et institutionnelles fortes. Le courant de la finance comportementale (Albouy et Charreaux, 2005 ; Schinckus, 2009 ; Baker et Wurgler, 2013) a permis de renouveler l'étude du fonctionnement des

1. Par exemple Bourguinat et Briys (2009).

marchés financiers et des décisions financières en prenant en compte les biais comportementaux et de commencer à résoudre de nombreux puzzles face auxquels la théorie financière traditionnelle restait sans réponse. En faisant des questions de gouvernance, axées à l'origine sur les problèmes posés par les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, un champ de recherche à part entière, la finance a su intégrer et, ce, depuis plus de quarante ans les dimensions institutionnelles – par exemple, juridiques – qu'elle ignorait dans le paradigme traditionnel. Ce faisant, en devenant plus humaine et plus sociale, la finance s'est singulièrement enrichie et a su proposer des approches mieux à même d'expliquer la réalité tant du fonctionnement des marchés financiers que des décisions financières des entreprises et des banques. Elle a su proposer des réponses plus adaptées à des problèmes comme, par exemple, les modalités de la régulation financière à mettre en place pour éviter les krachs. Cet enrichissement s'est aussi traduit par un élargissement des questions traitées, par exemple, en direction du lien entre qualité des institutions juridiques et performance financière, du bon fonctionnement des conseils d'administration ou, encore, de la structure des rémunérations des dirigeants ou de la structure des systèmes financiers. Cette évolution est particulièrement perceptible à la lecture des différents chapitres de l'ouvrage et il est difficile de continuer de définir la finance de façon étroite, en fonction du seul objectif d'allocation optimale de ressources risquées à travers le temps.

Pour atteindre les objectifs précités, nous allons proposer au lecteur un voyage à travers la finance où les œuvres des grands auteurs constituent autant d'étapes. Le choix de ces étapes n'a pas été aisé. La finance est l'un des champs les plus féconds des sciences économiques et de gestion comme en témoigne la liste des prix Nobel d'économie qui ont contribué, de façon souvent décisive, à son développement, à commencer par des économistes aussi prestigieux que Hicks, Samuelson ou Arrow, même si les travaux de ces derniers ont largement dépassé les frontières de la finance. En dépit d'une vision relativement restrictive, sur les 22 grands auteurs retenus dans cet ouvrage, on compte neuf récipiendaires de ce prix prestigieux (par ordre de réception, Markowitz, Sharpe, Miller, Merton, Scholes, Stiglitz, Fama, Shiller et Hart). Ce seul énoncé montre la difficulté à figurer parmi les grands auteurs en finance. Il témoigne aussi de l'ingratitude de la tâche à laquelle nous avons été confrontés, en notre qualité de coordinateurs de cet ouvrage, pour dresser la liste des auteurs retenus, en raison du nombre important de grands auteurs potentiels en concurrence.

Pour opérer cette sélection, sur le détail de laquelle nous reviendrons, nous nous sommes appuyés, au-delà de certains critères objectifs, sur notre

expérience d'enseignants-chercheurs en finance qui s'est étendue sur plus de quarante années en ayant commencé au début des années 1970. Cette longue expérience nous a permis de voir l'évolution des idées et des méthodes qui ont construit et animé la théorie financière et, dans certains cas, profondément influencé les pratiques des entreprises et des institutions financières, si ce n'est leur architecture même. Pour les plus anciens des grands auteurs, nous avons découvert leurs travaux pendant nos études de doctorat et ils ont inspiré nos propres recherches pendant de longues années. Ils ont aussi constitué la base de nos enseignements de finance et puis, au cours du temps, de nouveaux auteurs sont apparus. Leurs idées ont profondément fait évoluer le champ de la finance à tel point que le paysage actuel de la théorie financière est parfois difficilement reconnaissable par rapport à celui qui s'était établi pendant les décennies 1960-1970. On a souvent qualifié, et à juste titre, les travaux de cette période de (première) révolution de la pensée financière, mais nous montrerons, à travers les travaux de grands auteurs plus récents, que les dernières décennies représentent une révolution d'ampleur comparable, même si elle peut paraître moins évidente à première vue. Cette dichotomie entre la construction de la théorie financière dominante – la finance néoclassique – dans les décennies 1960-1970 et sa crise actuelle avec l'émergence d'un nouveau paradigme correspond approximativement à la différence existant entre la première édition de cet ouvrage en 2003, qui reposait, pour l'essentiel, sur les auteurs fondateurs de la finance néoclassique, et cette seconde édition. Cette dernière y ajoute, principalement, les auteurs ayant contribué à fissurer l'édifice mis en place – ce que Thaler appelle le « vieux » paradigme – et à opérer une seconde révolution en faisant émerger un paradigme différent, même si certains de ces « nouveaux » grands auteurs peuvent être considérés, au moins pour partie, comme des continuateurs, si ce n'est des défenseurs, de l'ancien paradigme.

Pour accompagner ce long voyage, nous allons, en premier lieu, préciser les contraintes qui nous ont orientés pour établir la liste des grands auteurs et les modalités précises de la sélection qui a été faite. En deuxième lieu, nous présenterons la logique que nous avons adoptée pour structurer l'ordre de présentation des différentes contributions dont nous donnerons un bref aperçu. En troisième lieu, nous tenterons de tirer un certain nombre d'enseignements de ce voyage en pays de finance. Enfin, nous concluons.