

LA PLUS BELLE THÉORIE FINANCIÈRE NE PEUT DONNER QUE CE QU'ELLE A

Michel Albouy

Lavoisier | « [Revue française de gestion](#) »

2012/9 N° 228-229 | pages 107 à 126

ISSN 0338-4551

Article disponible en ligne à l'adresse :

<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2012-9-page-107.htm>

Distribution électronique Cairn.info pour Lavoisier.

© Lavoisier. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.



La plus belle théorie financière ne peut donner que ce qu'elle a

Avec la crise financière, il est tentant d'accuser les travaux et les théories financières de tous les maux. Pour certains, ces théories seraient à l'origine de mauvaises pratiques de management. Cet article¹ avance l'idée que la plus belle théorie financière ne peut donner que ce qu'elle a et que les dysfonctionnements observés du système financier ne sont pas forcément imputables aux enseignements tirés à la suite de ces travaux. Dans une première partie nous faisons un tour d'horizon des mauvaises pratiques observées en finance sur les marchés et dans les entreprises. Ce constat est suivi d'une analyse de l'influence qu'a pu avoir la théorie sur ces mauvaises pratiques. Dans une deuxième partie nous étudions les limites de la théorie financière et son nécessaire renouvellement, notamment à partir du prisme de la finance comportementale. Nous avançons également l'argument que c'est la complexité des systèmes financiers mis en place qui ont engendré les mauvaises pratiques.

La crise financière mondiale commencée en 2007 avec l'explosion des crédits hypothécaires américains *subprimes* n'en finit pas de secouer l'ensemble de la planète économique et financière. Cette crise qui dure et dont on ne voit pas la fin interpelle naturellement les citoyens comme les spécialistes de la finance. Elle place à nouveau le projecteur de l'actualité sur les mauvaises pratiques des acteurs du monde financier et mine le peu de confiance que la population pouvait avoir dans les fondements du système économique actuel. De toutes parts des voix s'élèvent pour demander plus de régulation et davantage d'encadrement des activités financières sur les marchés comme dans les banques. Bref, la finance, le « veau d'or » ou plus simplement l'argent, se retrouve une nouvelle fois mise en accusation. La charge n'est pas nouvelle, surtout en France chez nos dirigeants politiques. Déjà, le général de Gaulle affirmait que « la politique de la France ne se fait pas à la corbeille », montrant ainsi que les marchés financiers n'avaient pas à dicter les choix économiques du gouvernement. Au Congrès d'Épinay en 1971, le futur président de la République François Mitterrand accusait « l'argent qui corrompt, l'argent qui achète, l'argent qui écrase, l'argent qui tue, l'argent qui ruine, l'argent qui pourrit jusqu'à la conscience des hommes ». Balzac avait certainement raison de considérer l'argent comme l'un des principaux rouages de la pathologie humaine. Notre façon préférée de « régler nos comptes, au propre et au figuré ».

Depuis les années 1960, la recherche en finance s'est fortement développée. La

théorie financière a fait des progrès remarquables dans la compréhension des mécanismes financiers des entreprises et a accompagné l'émergence et le développement de nouveaux produits et marchés financiers. Cette théorie est aujourd'hui enseignée dans le monde entier et modèle la pensée de tous les financiers qu'ils soient en entreprise, dans les banques ou sur les marchés. La finance est une discipline des sciences de gestion particulièrement favorisée au plan académique dans la mesure où les théories peuvent faire l'objet de validations empiriques grâce à une information accessible à tous. Les développements récents de la recherche en finance vont de la formalisation théorique pure aux modèles et applications pratiques utilisés par les professionnels, en passant par les travaux économétriques sophistiqués visant à tester les théories. Mais « ces progrès » sont loin d'avoir apporté le bonheur aux hommes et aux femmes de cette planète si l'on en juge par la situation actuelle. Peut-on en déduire, qu'à l'instar de l'âne – ce pelé, ce galeux – de La Fontaine, tout le mal viendrait de cette « mauvaise théorie » financière ? Dans quelle mesure cette théorie est responsable des dérèglements actuels de « l'économie réelle » ?

La finance est souvent présentée comme une bulle artificielle étrangère à l'économie réelle. Interrogé sur ce sujet, Pierre Moussa, ancien président de Paribas, écrivait en 1989² : « On oppose la finance à l'économie parce que l'image de l'économie, c'est, dans le cœur des hommes, la terre, les machines, l'acier, les paysans et les ouvriers en sueur. En face de ce monde bien concret, la finance apparaît comme une sorte de fes-

2. P. Moussa (1989).

ton immatériel qui n'ajoute rien à la substance de l'économie, et qui est perçu, dès qu'il occupe une grande place, comme un vaste gaspillage, un feu d'artifice coûteux. Or, cette conception pondéreuse de l'économie, à laquelle la finance serait étrangère de par son caractère non pondéreux, ne correspond absolument pas à l'économie réelle, et surtout pas à l'économie d'aujourd'hui où les services (immatériels par nature) occupent une place de plus en plus considérable. » Il concluait sur ce sujet par cette déclaration : « Les financiers n'existent que parce qu'ils répondent à des besoins. » Plus de vingt après cette déclaration d'un grand banquier français, nombreux sont ceux qui aujourd'hui doutent fortement de la capacité des financiers à répondre aux besoins des entreprises et des particuliers.

L'appel à contribution d'Alain-Charles Martinet et de Jean-Philippe Denis intitulé « De bonnes théories peuvent et doivent détruire les mauvaises pratiques (et de bonnes pratiques peuvent et doivent également détruire les mauvaises théories) » constitue dans la situation actuelle une belle fenêtre pour revisiter, à la lumière des pratiques observées, les principales contributions de la théorie financière moderne. L'objet de cet article n'est pas de contester l'approche de Ghoshal (2005) et sa thèse que de mauvaises théories détruisent les bonnes pratiques de management ni de faire un plaidoyer *pro domo* pour la théorie financière. Plus modestement, nous souhaitons avancer l'idée que la plus belle théorie financière ne peut donner que ce qu'elle a et que les dysfonctionnements observés du système financier ne sont pas forcément imputables aux enseignements prodigués à la suite de ces recherches même si, comme nous le verrons, ces dernières ont légitimé

une certaine vision de l'entreprise et des marchés et partant certaines pratiques qui se sont avérées mauvaises.

Cet article est structuré de la façon suivante. Dans une première partie nous effectuons un tour d'horizon des mauvaises pratiques que nous pouvons observer en finance. Ce constat est suivi d'une analyse de l'influence qu'a pu avoir la théorie sur ces mauvaises pratiques. Dans une deuxième partie nous étudions les limites de la théorie financière et son nécessaire renouvellement, notamment à partir du prisme de la finance comportementale. Nous avançons également l'argument que c'est la complexité des systèmes mis en place qui ont engendré les mauvaises pratiques. En effet, notre position consiste à dire que si la théorie financière a permis, dans un premier temps, d'améliorer le fonctionnement des marchés et des organisations *via* notamment de nouveaux outils, elle a aussi créé une plus grande complexité qui a généré à son tour de nouveaux problèmes. C'est dans ces nouvelles zones complexes et mal maîtrisées que « le mal », si on peut dire, s'est logé et a prospéré.

I – LA THÉORIE FINANCIÈRE ET LES MAUVAISES PRATIQUES EN FINANCE

Les scandales financiers et les crises financières qui ont suivi n'ont pas attendu la fin du xx^e siècle pour voir le jour. Avec l'apparition des premières monnaies de papier au xv^e siècle en Italie et la création de banques chargées d'émettre cette nouvelle monnaie, notamment au $xvii^e$ siècle en Angleterre, le monde de la finance a connu une véritable révolution. Les banques émettrices ont obtenu la possibilité d'émettre une valeur en billets supérieure à celle de leurs

encaisses en or. En France, la banqueroute de Law en 1720 reste encore dans les mémoires et a contribué fortement à la méfiance des Français pour les banques. Considérant que ce qui détermine la prospérité de l'économie c'est la quantité de monnaie injectée, John Law propose au Régent de France la création d'une banque sur le modèle de la Banque d'Angleterre qui sera chargée d'émettre de la monnaie-papier. Rapidement, la spéculation sur les actions de la célèbre Compagnie des Indes ajoutée à l'émission inconsidérée de monnaie-papier aura raison du système mis en place. La Banque de France ne peut honorer les demandes de remboursement : c'est la banqueroute. Les émeutes explosent et les finances publiques s'écroulent.

Ce bref rappel montre que les crises bancaires et financières ne sont pas nouvelles et permet de relativiser la crise actuelle de la zone euro. Un fait est néanmoins intéressant à relever : la banqueroute de Law apparaît après une innovation majeure dans le système financier (la création de la monnaie-papier et l'émission d'actions) qui en augmente considérablement la complexité. Presque 300 ans après, le monde de la finance a connu à nouveau une vague d'innovations sans précédent avec la création de nouveaux marchés d'options et de contrats à terme sur toute la planète (dans les années 1980) et les mécanismes de titrisation, notamment des créances hypothécaires à l'origine de la crise des subprimes en 2007. D'une certaine façon, la création de l'euro en 2000 constitue également une grande innovation dont on peut douter de la bonne gouvernance. Dans quelle mesure les dirigeants européens ont bien mesuré la complexité et les exigences de cette nouvelle monnaie et dans quelle mesure les instru-

ments de pilotage sont adaptés pour traverser les zones de turbulence actuelles ? La faute à la théorie ou aux mauvaises pratiques ?

1. Les mauvaises pratiques en finance

L'objet de cette section est de recenser un certain nombre de mauvaises pratiques en finance à partir d'observations tirées de l'actualité des entreprises et des marchés financiers comme des banques.

En finance de marché

Depuis l'existence même des marchés financiers, les autorités de contrôle ont cherché à éradiquer les délits d'initiés qui permettent à des intervenants bien informés (c'est-à-dire bénéficiant d'une information privilégiée) de s'enrichir à coup sûr. Par exemple, en connaissant à l'avance le prix d'une offre publique d'achat il est facile d'empocher la prime offerte en achetant des actions sur le marché et en les présentant à l'offre. À titre d'illustration et pour montrer que ce type de mauvaise pratique peut se retrouver au plus niveau, citons le délit d'initié lors de l'OPA de Péchiney (une entreprise publique à l'époque) sur les actions Triangle en novembre 1988 qui avait défrayé la chronique en impliquant un chef de cabinet du ministre de l'Économie Pierre Bérégovoy. D'une façon générale, en étant informé avant le marché il est facile de profiter des écarts de cours. Cette pratique condamnable n'est pas toujours facile à détecter par les autorités de contrôle des marchés (AMF, SEC).

Une autre façon de s'enrichir facilement sur le dos des investisseurs est de manipuler les cours. Cela est difficile, voire impossible, à faire si le marché du titre est très large, mais si le volume d'échange est faible il est alors

possible de faire monter (ou baisser) le cours et d'en profiter. Alors, que personne ne pensait qu'on pouvait manipuler des taux d'intérêt interbancaire, le scandale du Libor (*London Interbank Offered Rate*) qui a éclaté à l'été 2012 a montré que cela était possible. En effet, ce taux qui sert de référence sur le marché interbancaire, a été manipulé pendant plusieurs années par certaines des banques (notamment Barclays) chargées d'en assurer le calcul (voir encadré). Au-delà de la culpabilité d'un certain nombre de traders, ce sont les procédures de contrôle interne des banques et la culture bancaire qui sont en cause.

Une autre mauvaise pratique sur les marchés se trouve également dans les prises de risques excessives par certains opérateurs. Le cas du trader Kerviel qui a fait perdre 5 milliards d'euros à la Société Générale en 2010 illustre ce phénomène et la faiblesse des systèmes de contrôle interne des banques. Certes, le trader a dépassé les limites autorisées et a maquillé ses opérations, mais ce dernier prétend que tous les traders le faisaient et que cela était dans la culture de la banque. D'autres cas ana-

logues de « traders fous » pourraient être cités. Toujours sur les marchés, nombreux sont les spécialistes à s'interroger sur les opérations d'achat-vente automatiques (*program trading*) gérées directement par les ordinateurs ou encore les opérations permettant de faire des allers-retours en quelques secondes (*flash trading*).

Dans la catégorie des mauvaises pratiques des banquiers on peut également citer la vente de « prêts toxiques » à des collectivités locales ou encore la vente de produits d'épargne à des particuliers sur la base d'informations insuffisantes, voire mensongères. Le cas des prêts toxiques est intéressant car il implique des emprunteurs normalement bien informés. En effet, les collectivités locales (régions, départements, communes) sont généralement bien pourvues en spécialistes de finance et malgré cela nombreuses sont celles qui ont souscrit à de tels prêts en voulant profiter de taux avantageux, tout au moins à court terme. C'est ainsi qu'en échange d'un taux attractif, certaines n'ont pas hésité à parier sur l'évolution de la parité euro/franc suisse ou encore du différentiel de taux entre deux

LE RÉCIT D'UNE MANIPULATION

La manipulation concerne le Libor et son cousin européen Euribor, qui sont des taux interbancaires extrêmement importants, parce qu'ils servent de référence à des produits financiers d'une valeur de 500 000 milliards de dollars. Chaque jour à 11 heures, l'Association des banquiers britanniques (BBA) et la Fédération bancaire européenne (FBE) demandent à un panel de banques à quel prix elles empruntent à leurs consœurs. La moyenne des réponses permet de calculer le Libor et l'Euribor. Les traders de Barclays ont compris qu'ils avaient une chance de gagner de l'argent facilement. La logique est simple : s'ils peuvent augmenter ou baisser de quelques points le taux que leur banque soumet à l'association des banques, ils pourront prévoir à l'avance l'orientation du Libor et parier sur les marchés sans prendre trop de risque.

Source : *Le Monde*, 4 juillet 2012.

monnaies étrangères. Malheureusement pour elles ces paris n'ont pas toujours été gagnants et certaines ont vu leurs taux d'intérêt s'envoler. Difficile de savoir (cf. encadré) si les responsables de ces collectivités locales étaient bien informés par leurs banquiers des risques qu'ils prenaient ou s'ils ont agi dans la perspective de bénéficier de prêts avantageux leur permettant de boucler plus facilement leurs budgets ?

Enfin, on ne peut passer sous silence l'escroquerie de Bernard Madoff en 2008 qui a fait perdre à ses clients des sommes colossales, plus de 50 milliards de dollars au total. Le système utilisé est ici relativement simple puisqu'il reprend la célèbre chaîne de Ponzi³. On fait croire à des déposants que les revenus de leurs portefeuilles sont gagnés par une bonne gestion alors qu'ils sont alimentés par un prélèvement sur le capital des nouveaux déposants. Le système s'effondre quand un nombre significatif de déposants demandent la restitution de leurs avoirs. Bernard Maddof a pu tromper ses clients grâce à la confiance qu'il avait su leur inspirer. Pour de nombreux déposants

c'était « un honneur d'avoir un compte chez Madoff »... Même des gérants de portefeuille de banques européennes se sont fait avoir en logeant une partie des avoirs de leur clientèle chez Madoff !

En finance d'entreprise

Les mauvaises pratiques en finance d'entreprise sont également nombreuses. Parmi celles-ci citons la manipulation des chiffres comptables. Depuis la faillite d'Enron, la pratique des manipulations comptables (Albouy et Perrier, 2003) par les grandes entreprises cotées en Bourse, aidées en cela par des cabinets d'audit peu regardants, inquiète la communauté des investisseurs. Suite à la découverte de ces pratiques on ne compte plus les entreprises ayant enregistré des pertes de valeur significatives. On pourrait malheureusement multiplier les exemples de cas de manipulations comptables qui touchent aussi bien les États-Unis que l'Europe et l'Asie. Ces pratiques ont pris une telle ampleur que la SEC demande désormais aux dirigeants des plus grosses entreprises américaines cotées en Bourse des déclarations sur l'hon-

———— LES ÉLUS FACE AU PIÈGE DES EMPRUNTS « TOXIQUES » ————

À partir des années 2003-2004, au moment de la remontée des taux d'intérêt, certaines collectivités locales parfois très endettées et soucieuses de se donner une bouffée d'oxygène financière à l'approche des municipales, ont accepté des banques des formules alléchantes basées sur des taux variables. Ces emprunts dits « toxiques » garantissaient des taux défiant toute concurrence les premières années. Mais, souvent indexés sur des devises étrangères volatiles, ils ont dérapé avec la crise financière. Dans le collimateur des élus, Dexia, qui détient à elle seule 40 % du marché, est en première ligne. Mais on trouve aussi Natixis, la Royal Bank of Scotland (RBS), la Deutsche Bank ou encore la Caisse d'Épargne.

Source : *Le Monde*, 4 novembre 2009.

3. Une chaîne de Ponzi est un montage financier frauduleux qui consiste à rémunérer les investissements effectués par les clients. Ce montage a été utilisé par Charles Ponzi à Boston dans les années 1920.

neur afin de les impliquer personnellement : ils doivent garantir personnellement, par écrit, sous serment et en vue de publication, que les derniers bilans comptables fournis à la SEC sont à la fois complets et exacts. Dans le monde des grandes entreprises américaines, le truquage des bilans a un objectif : faire monter artificiellement les cours de l'action et enrichir les dirigeants grâce au système des stock-options. En théorie, les stock-options ne sont pas condamnables puisqu'elles permettent d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, notamment dans le cas des firmes de type managériales à actionnariat dispersé. En effet, dans ce type d'entreprise il est toujours possible de suspecter les dirigeants de ne pas gérer dans l'intérêt de leurs mandants que sont les actionnaires. Lier leur rémunération sur la performance boursière de la société qu'ils dirigent semble *a priori* de bonne pratique. Malheureusement, ces systèmes de rémunération complexes ont été dévoyés par les comportements opportunistes, voire délictueux, de certains dirigeants. On peut aussi ranger dans la catégorie des mauvaises pratiques en finance d'entreprise tous les systèmes de pilotage et/ou de contrôle exclusivement focalisés sur le court terme au détriment du long terme. C'est ainsi que choisir des projets d'investissement uniquement sur la base du délai de récupération (*payback*) – une pratique largement répandue – peut conduire à de très mauvais choix en privilégiant le court terme. Pourtant, la théorie financière recommande depuis longtemps l'utilisation du critère de la valeur actuelle nette qui nécessite d'évaluer la rentabilité d'un projet d'investissement sur une période à moyen ou long terme (5 à 10 ans).

L'utilisation abusive du recours à l'effet de levier lors d'acquisitions d'entreprises *via* des LBO (*Leveraged Buy Out*) (Albouy et Bonnet, 2008) peut constituer également une mauvaise pratique financière lorsque le remboursement de la dette étouffe toutes les possibilités d'investissement et donc de croissance future de l'entreprise. À noter cependant que les LBO n'empêchent pas systématiquement les entreprises d'être performantes. Ainsi, selon une étude de la Banque de France (2012) les petites et moyennes entreprises qui constituent l'essentiel des entités restructurées au travers de LBO s'avèrent le plus souvent plus performantes en termes financiers et plus dynamiques que la moyenne.

En matière de gouvernement des entreprises, nombreuses sont les mauvaises pratiques que nous pouvons citer comme le non-respect des droits des actionnaires minoritaires et l'enracinement des dirigeants qui leur permet d'extraire des bénéfices privés au détriment de leurs actionnaires. Ces mauvaises pratiques sont dénoncées dans de nombreux travaux de recherche en finance.

2. La théorie financière : une influence sur les bonnes et mauvaises pratiques

Toutes les mauvaises pratiques financières dont nous avons fait état ne sont pas directement le produit de la théorie financière moderne. La plupart de ces comportements délictueux s'expliquent par la cupidité et le cynisme des acteurs concernés. Cependant, on ne peut pas dédouaner la théorie en question dans la mesure où on ne peut nier une certaine influence sur les pratiques, bonnes et mauvaises. Cette influence est passée par la réhabilitation des marchés financiers et l'introduction de la régulation

marchande au sein même de l'entreprise. Mais la théorie a aussi contribué à promouvoir de bonnes pratiques.

La réhabilitation des marchés financiers

La théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers, développée notamment par Fama (1965, 1970), a incontestablement joué un rôle dans la réhabilitation des marchés financiers auprès des décideurs publics et privés. Alors, qu'il était de bon ton de railler les cours de la Bourse et leurs comportements erratiques, cela n'a plus été sérieusement possible après l'accumulation de « preuves scientifiques » démontrant l'efficience des marchés financiers dans les années 1970 aux États-Unis, mais également ailleurs dans le monde. Dans une revue très fouillée de la littérature sur l'efficience des marchés financiers européens Hawawini (1984) recensait plus de 280 références de travaux scientifiques concernant 14 pays européens.

Selon Fama, le marché constitue une interface très efficace qui facilite les prises de décisions financières dans l'entreprise et joue un rôle essentiel dans l'allocation optimale des ressources financières (Hamon, 2003). Fama est l'auteur de contributions théoriques très importantes qui vont de la modélisation du prix des titres risqués, à la théorie de l'agence, aux décisions d'investissement de financement et de distribution des entreprises, à l'étude des anticipations contenues dans la structure par terme des taux d'intérêt et à leurs liens avec les rentabilités exigées par les actionnaires. Sur un marché efficient, les prix reflètent immédiatement toute l'infor-

mation disponible. On parle d'efficience faible lorsque l'information est réduite aux cours passés et d'efficience semi-forte lorsqu'on considère toute l'information publique disponible. Ainsi, sur un marché d'efficience faible il ne serait pas possible de « battre systématiquement le marché » en utilisant les cours passés. De même, utiliser l'information divulguée publiquement par les firmes (données comptables, avis d'opérations financières, distribution de dividendes, etc.) ne devrait pas permettre de sur-performer systématiquement le marché. Les très nombreuses recherches empiriques sur les marchés ont validé ces hypothèses. Même l'hypothèse d'efficience forte qui consiste à considérer les informations privilégiées ne semble pas infirmée par les travaux de l'époque. Pour Fama, les résultats des nombreux tests empiriques montrent que les cours boursiers anticipent l'arrivée des « informations identifiables » comme les annonces de bénéfice, de dividendes, de modification du taux d'escompte de la Banque centrale ou même de variation du taux d'intérêt sur les bons du Trésor.

Avec ces travaux, l'idée s'est progressivement installée chez les décideurs publics et privés que la seule vraie valeur des actifs financiers et des entreprises était celle donnée par le marché. C'est ainsi que les normes comptables ont été modifiées pour évaluer les actifs et passifs à leur juste valeur de marché (IFRS⁴). La valorisation à la juste valeur a eu plusieurs conséquences, notamment sur la réglementation prudentielle des banques, sur la mesure du résultat des entreprises et sur le comportement des

4. Les IFRS (*International Financial Reporting Standards*) sont des normes comptables, élaborées par le Bureau des standards comptables internationaux (International Accounting Standards Board) destinées aux entreprises cotées.

dirigeants. Par exemple, avant les IFRS, pour ne pas faire état de pertes comptables sur un actif financier ces derniers étaient incités à les conserver dans l'attente d'un éventuel rebond.

Le résultat de cette réforme comptable fut d'augmenter la volatilité des résultats des banques comme des entreprises. Au moment même où les professionnels de la finance et de la comptabilité adoptaient le paradigme de l'efficacité des marchés, des travaux académiques réalisés dans les années 1980 commençaient à jeter un doute sur cette hypothèse.

L'idée que la seule valeur qui comptait était celle donnée par le marché a eu pour conséquence de magnifier le concept de création de valeur actionnariale mesuré par l'EVA (*Economic Value Added*). Dorénavant, les dirigeants de l'entreprise se doivent de dégager un profit qui permette de couvrir, voire de surpasser, le coût des capitaux engagés (fonds propres et dettes financières), et non plus seulement d'afficher un résultat comptable positif. C'est à cette condition que la firme peut créer de la valeur pour ses actionnaires. Si en théorie il n'y a rien de choquant à dire que les ressources financières apportées par les actionnaires et les créanciers financiers doivent être rémunérées à leur juste coût ajusté pour le risque, l'application de ces critères de valeur dans les entreprises a entraîné un certain nombre de dérives managériales (Albouy, 1999). Passons sur le fait que la valeur boursière de l'entreprise ne dépend pas exclusivement des décisions stratégiques et opérationnelles des dirigeants mais également et surtout de variables macro-économiques, voire géopolitiques. Nonobstant l'impact très diffus, voire négligeable, des dirigeants sur le cours de

Bourse de leur firme, des systèmes de rémunération articulés sur l'évolution des cours ou sur l'EVA furent mis en place ; le couronnement se trouvant avec les stock-options. Alors que ce système de rémunération des dirigeants avait été imaginé essentiellement pour les start-up en manque de capitaux, il fut repris pour de grandes entreprises matures et donna lieu à des abus. Le système des stock-options est, encore une fois en théorie, parfaitement cohérent. En transformant les dirigeants de sociétés cotées en actionnaires potentiels il permettait d'aligner la gestion de l'entreprise sur la valeur actionnariale. Ce faisant, alors que les dirigeants sont normalement en charge de l'intérêt social de l'entreprise (personne morale différente des actionnaires), ils se sont focalisés essentiellement sur le seul intérêt des actionnaires et certains n'ont pas hésité à gérer uniquement en fonction de cela parfois à très court terme. De plus, c'était sans compter sur les comportements opportunistes des acteurs et les faiblesses du gouvernement des entreprises. C'est ainsi que de nombreux scandales allant de la diffusion de fausses informations en vue de manipuler les cours de Bourse ou au délit d'initié ont éclaté aux États-Unis comme en Europe, voire en Asie.

L'introduction de la régulation marchande dans l'entreprise

La théorie financière avec ses très nombreux travaux empiriques visant à légitimer le rôle du marché a eu également pour conséquence d'introduire la régulation marchande au sein même de la gestion de l'entreprise. Cela peut s'observer à plusieurs niveaux : de la question de la structure de financement optimale à la gouvernance des entreprises.

Avant Modigliani et Miller (1958), la vision de l'endettement de la firme était vue uniquement à travers le prisme comptable. Il était admis que même si la dette coûtait moins cher que les fonds propres, il ne fallait pas dépasser une certaine limite à l'endettement au risque de mettre en péril la survie de l'entreprise. Avec Modigliani et Miller, les valeurs comptables du bilan font place aux valeurs de marché et la question principale devient de savoir quel est l'impact de l'endettement sur la valeur des fonds propres (capitalisation boursière). Avec un raisonnement d'arbitrage (notamment le célèbre « home made leverage »), ils démontrent formellement dans un monde sans impôt et sur des marchés parfaits que la valeur de la firme est indépendante du niveau d'endettement et qu'en définitive peu importe le mode de financement de la firme. Seule compte la capacité de l'entreprise à générer des *cash-flows* à partir de ses actifs. En introduisant la fiscalité sur les bénéfices et en considérant que les intérêts de la dette sont déductibles du bénéfice imposable, Modigliani et Miller (1963) démontrent que la valeur de la firme augmente avec l'endettement. La raison se trouve dans la valeur actuelle des économies d'impôt liée au coût de la dette. Ces démonstrations parfaitement rigoureuses vont changer définitivement la vision que les financiers portent à la question de l'endettement des entreprises. Dorénavant, s'endetter devient un facteur de création de richesse.

Depuis les travaux d'Akerlof (1970) on sait que sans un mécanisme permettant de signaler la qualité réelle des produits, les marchés caractérisés par un déséquilibre informationnel disparaîtraient. Les conditions d'équilibre des marchés où l'information est

asymétrique sont : un signal coûteux et des pénalités en cas de faux signal avéré. Compte tenu de l'asymétrie informationnelle existante entre offreurs et demandeurs de capitaux, un bon moyen de distinguer les « bonnes firmes » des « mauvaises » est de se signaler grâce à la dette. Selon cette théorie, un fort taux d'endettement permet aux dirigeants de l'entreprise de signaler sa bonne santé. La dette constitue un bon signal dans la mesure où il est coûteux et qu'il est fortement pénalisant en cas d'émission de faux. En effet, si la firme s'endette trop et qu'elle n'a pas les *cash-flows* futurs suffisants au remboursement de sa dette, elle sera contrainte à déposer le bilan. La sanction sera immédiate en cas d'émission de faux signal. On comprend pourquoi l'endettement permet alors de réaliser un équilibre séparateur sur des marchés où sévit l'asymétrie de l'information. La politique de dividende permet également d'envoyer des signaux au marché (Bhattacharya, 1979). Malheureusement, et contrairement à la théorie, la dette et les dividendes ne sont pas suffisants pour réduire l'asymétrie informationnelle entre investisseurs et dirigeants peu scrupuleux.

La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) en voulant réduire le « *free cash-flow* » discrétionnaire ira dans le même sens. La dette devient alors un moyen pour discipliner les dirigeants et les obliger à gérer au mieux les intérêts des actionnaires. Jensen (1986) suppose qu'un des moyens les plus efficaces pour réduire le *free cash-flow* est le financement par endettement. Selon Jensen la discipline de la dette est efficace dans la mesure où les créanciers, si le service de la dette n'est pas honoré, peuvent exiger la mise en règlement judiciaire de la société.

Un autre moyen qui sera également utilisé pour réduire les *cash-flows* discrétionnaires à partir des années 1990 est le rachat d'actions. En rachetant leurs actions les entreprises rendent l'argent dont elles n'ont pas besoin à leurs actionnaires. Ces opérations permettent aux actionnaires de contrôler les dirigeants et de s'assurer que ces derniers ne gaspillent pas le *cash* pour leurs propres intérêts (dépenses somptuaires, investissements non rentables, acquisitions réalisées à des prix exorbitants, etc.). Fondamentalement, dans cette vision, la régulation du système repose sur l'hypothèse de marchés fonctionnant suffisamment bien pour évaluer les actifs et la nécessité de contrôler des dirigeants opportunistes *via* l'introduction de la régulation marchande au sein de l'entreprise comme les stock-options. Avec Jensen, la nature de la firme devient contractuelle et marchande. Elle est alors assimilée à un nœud de contrats formels et informels ; son comportement est comparable à celui d'un marché dans le sens où la firme, centre contractant, permet de concilier les intérêts conflictuels des différents partenaires grâce à un processus d'équilibre complexe (Charreaux, 2003).

La théorie financière a également permis de développer des outils utiles aux dirigeants comme les techniques d'évaluation des entreprises fondées sur l'actualisation des *cash-flows* futurs. Le problème ici se trouve moins dans la technique elle-même que dans les facilités qu'elle offre en termes de manipulations des prévisions et donc de valorisations fantaisistes. L'introduction de Facebook sur le marché américain le 18 mai 2012 au prix de 38 dollars l'action constitue un bel exemple de répétition de la surévaluation des entreprises high-tech et autres *dot.com* douze années auparavant dans les années 1999-2000. À ce prix d'introduction Facebook était valorisée 104 milliards de dollars, soit l'équivalent de 100 fois son bénéfice net ! La préparation de cette introduction boursière a été entourée d'un enthousiasme rappelant les années de la bulle internet, au point que la principale banque organisatrice a accepté de relever le prix et d'augmenter le nombre d'actions introduites quelques jours avant le lancement boursier.

Trois mois après (le 2 juillet 2012), l'action cotait 20 dollars soit une perte de valeur de presque 50 % par rapport à son cours d'introduction. Morgan Stanley – la banque-

LES FAUX COMPTES DE FACEBOOK

Dans son premier rapport financier transmis à l'autorité de marché américaine, Facebook reconnaît l'existence de 83 millions de faux comptes parmi les 955 millions d'utilisateurs que rassemble le réseau. Ce phénomène, qui touche surtout les comptes dans les pays en développement, va mécaniquement affecter le revenu moyen par utilisateur du réseau. De quoi alimenter les doutes des analystes, mais aussi des annonceurs, selon lesquels Facebook peine déjà à monétiser son trafic. Plusieurs experts ont répété que le cours actuel (vingt dollars) reste surestimé. Le niveau actuel de l'action signifie que la société peut se développer de 80 % à 90 % d'une année sur l'autre. Ce qui est impossible selon *Global Equities Research*.

Source : *Les Échos*, 6 août 2012.

chef de file – avait visiblement surestimé ses capacités d'analyse ; à moins que cette valorisation excessive fût intentionnelle ? Mais comment faire une évaluation correcte quand les données sur lesquelles se fonde cette évaluation sont fausses (voir encadré « Les faux comptes de Facebook ») ? On touche ici les limites des outils dérivés de la théorie.

La régulation marchande a également atteint la gouvernance des entreprises en soumettant l'évaluation de la performance des entreprises au taux de rentabilité exigé sur le capital par les marchés financiers, soit directement pour les entreprises cotées, soit indirectement par les interventions des fonds de *private equity*. Comme le précise Gomez (2009), la théorie de la gouvernance actionnariale et financière s'est imposée alors comme cadre normatif aussi bien du gouvernement que du management des entreprises (Charreaux et Wirtz, 2005).

L'influence de la théorie financière sur les bonnes pratiques

Comme nous l'avons déjà souligné la théorie a permis de développer des outils performants permettant d'améliorer les pratiques et de développer des nouveaux produits utiles pour gérer le couple rentabilité-risque sur les marchés. Cette influence se retrouve dans les choix d'investissement comme de financement des entreprises. Grâce à la théorie, les dirigeants ont été sensibilisés à la nécessité d'évaluer la rentabilité et le risque des projets d'investissement sur un horizon temporel à moyen et long terme. De même, en matière de financement, de nombreux progrès ont été réalisés avec la meilleure compréhension de notions fondamentales comme le coût du capital et la création de nouveaux produits financiers

comme les obligations convertibles et autres actifs conditionnels. En finance de marché la théorie a permis d'établir des modèles d'évaluation des actifs conditionnels (options) et des contrats à terme. La principale contribution en matière d'options négociables fut incontestablement celle de Black et Scholes (1973). Leur modèle a contribué au développement de ces marchés en donnant de véritables outils de gestion des positions sur des portefeuilles d'options et a ouvert la porte aux innombrables modèles d'évaluation d'actifs contingents. Mais comme le précise Batteau (2003), Black et Scholes (1974) étaient conscients de l'existence de différents acteurs sur le marché. À côté des investisseurs « rationnels » (*smart investors*) qui croient à l'efficacité et suivent les prescriptions de la théorie, il faut introduire les « joueurs » (*gamblers*) qui aiment l'investissement risqué et les « allumés » (*fools* ou *noise traders*) qui ne font que produire d'inutiles transactions. Cette dualité entre *smart investors* et *noise traders* fera l'objet de très nombreuses contributions académiques ultérieurement et ouvrira la porte à la littérature sur la finance comportementale. Preuve que même les plus grands contributeurs à la construction de la théorie financière moderne n'étaient pas dupe de la complexité des marchés.

Par ailleurs, s'il convient de reconnaître l'existence de mauvaises pratiques en finance il ne faudrait pas laisser croire que cela soit le lot commun des entreprises. Toutes ne manipulent pas leurs comptes. Tous les dirigeants ne trompent pas leurs actionnaires et les délits d'initiés restent fort heureusement un comportement marginal. Il en va des entreprises comme des individus. Certaines ont une bonne réputation

tion auprès de leurs parties prenantes (actionnaires, clients, fournisseurs, salariés) et d'autres sont connues pour le peu de confiance qu'on peut leur faire. La théorie financière qui est la même pour tous ne peut donc expliquer ces différences de comportement. Cela ne signifie pas que cette théorie ne comporte pas de limites et qu'elle soit dédouanée du fait de la forte légitimité qu'elle a donnée aux mécanismes du marché.

II – LES LIMITES DE LA THÉORIE FINANCIÈRE ET SON NÉCESSAIRE RENOUVELLEMENT

Il serait facile de rejeter sur le seul comportement humain les mauvaises pratiques que nous avons signalées dans la section précédente et dédouaner ainsi la théorie. Dans cette vision il suffirait de renforcer davantage les contrôles et la régulation du système par les autorités compétentes. Cette piste n'est pas forcément à rejeter mais elle nous semble insuffisante. Ce dont nous avons besoin c'est d'une théorie renouvelée, qui intègre notamment les biais comportementaux des acteurs et qui permet de mieux comprendre la complexité des systèmes mis en place.

1. Une complexité qui ne pouvait qu'engendrer de mauvaises pratiques

La finance a connu au cours de ces trente dernières années de très grands changements et de nombreuses innovations avec la création de nouveaux marchés (marchés à terme et d'options) et de nouveaux produits financiers. Si l'on ajoute à cette évolution, la globalisation de l'économie, l'utilisation de systèmes informatiques toujours plus puissants et la possibilité de faire des arbitrages instantanément sur toute la planète, on a une petite

idée de la complexité du système qui s'est progressivement mis en place. La dérive est ici plus forte en finance de marché qu'en finance d'entreprise. C'est ainsi que la complexité a été mise à contribution pour réaliser des montages structurés complexes, peu transparents, dont l'utilité est loin d'être évidente et dont la compréhension par les investisseurs est limitée. Cette complexité a généré ses propres failles.

Tout système complexe génère ses propres failles

Aujourd'hui une connexion internet permet à tout un chacun de s'informer des cours des tous les actifs imaginables (actions, obligations, contrats à terme, options, matières premières, devises, produits agricoles, etc.) et de faire des transactions. Cela était tout simplement unimaginable il y a seulement trente ans. Ne parlons pas du début du xx^e siècle, une époque où pour acheter des actions à New York il fallait envoyer par bateau un commis, le télex et le téléphone n'existant pas. Avec l'informatique et internet la finance a vu ses capacités d'intervention décuplées pour le meilleur comme pour le pire. La crise des subprimes démarrée aux États-Unis en 2007 a révélé au grand jour le processus de diffusion et de contagion des risques de ces crédits hypothécaires dans le monde entier. La plupart des banques ont été touchées et les conséquences économiques de cette crise financière sont toujours présentes de l'Amérique à l'Asie en passant par l'Europe.

La complexité et la nouveauté ne se trouvent pas uniquement dans les nouveaux produits et marchés financiers mais également dans les entreprises elles-mêmes. L'entreprise traditionnelle composée d'actifs tangibles générant des *cash-flows* à partir de chiffres d'af-

faïres relativement prévisibles a fait place à l'entreprise high-tech, voire virtuelle. Zingalès (2000) a bien montré comment la finance classique et la gouvernance des entreprises sont impactées par cette « nouvelle firme » en émergence. Comment contrôler une entreprise lorsque l'essentiel de sa valeur se trouve dans son capital humain et non dans ses actifs tangibles ? Comment évaluer une entreprise quand ses principaux actifs sont immatériels ? Comment évaluer un réseau social comme Facebook ? Face à ces questions et bien d'autres encore, les outils traditionnels de la finance sont bien insuffisants. Dès lors, il ne faut pas s'étonner de voir apparaître des « petits malins » prêts à profiter des failles du système.

Tout système complexe génère ses propres failles. Cela est vrai dans toutes les activités humaines. Paradoxalement plus la complexité⁵ s'accroît et plus le système devient fragile. Cela est vrai pour la finance comme pour les centrales nucléaires, le système de santé, les transports aérien et maritime ou toute autre activité. On se souvient de la paralysie du transport aérien européen du fait de l'explosion d'un volcan en Islande ou encore de la catastrophe de la centrale nucléaire à Fukushima au Japon. Chaque fois, ces catastrophes font les unes des journaux et on cherche des « responsables ». D'une façon générale, on peut caractériser les systèmes complexes par notre incapacité à expliquer ou à prédire leur comportement : nous sommes démunis pour expliquer le comportement organisé d'une colonie de fourmis, de même que pour prédire la survenue d'un tremblement de terre ou d'un krach boursier. Dans le monde réel,

une partie de la complexité provient de l'irrationalité des acteurs (et de leurs décisions) ainsi que de la multitude d'impacts dès que l'on considère un système ouvert. Déjà en 1976, Simon nous mettait en garde sur la complexité des systèmes complexes : « les déconvenues que nous avons eues dans les modèles prévisionnels utilisés pour guider la politique économique peuvent être dues à la complexité intrinsèque du système économique. D'un autre côté, elles peuvent aussi venir du fait que nous avons introduit des hypothèses fausses dans les modèles simples que nous utilisons ». Cela est également vrai en finance dans la mesure où de nombreuses hypothèses faites pour arriver à des modèles simples et utilisables sont fausses (comme par exemple la normalité des taux de rentabilité des actifs financiers).

La complexité engendre les mauvaises pratiques

Mais la complexité ne rend pas seulement nos modèles obsolètes. Le problème avec la complexité c'est qu'elle permet, voire facilite, l'émergence de mauvaises pratiques. Face à l'incompréhension engendrée par la complexité des situations, il est possible pour certains acteurs de chercher à profiter de leur position. En finance, la sophistication croissante des marchés et des produits s'est accompagnée de la multiplication des failles en raison soit d'erreurs non intentionnelles, soit de comportements opportunistes. Les erreurs non intentionnelles (comme par exemple une mauvaise évaluation d'un titre ou une prise de risque excessive) peuvent résulter des systèmes incitatifs mis en place mais également de

5. Sur la problématique de la complexité voir les travaux du prix Nobel H. Simon et de J.L. Lemoigne (1990). Voir également le dossier « Le management face à la complexité », *Revue française de gestion*, vol. 38, n° 223, avril 2012.

l'incapacité d'avoir des systèmes de contrôle sans failles. Les comportements opportunistes visent à profiter des failles du système, voir à en créer de nouvelles comme on l'a vu avec la comptabilité créative et la manipulation des comptes ou encore les modes de rémunération des dirigeants. Dans ce cas les acteurs n'hésitent pas à s'affranchir du système de contrôle ou à le contourner. Dans la réalité, la frontière entre erreurs non intentionnelles et comportements opportunistes est poreuse et la distinction est parfois difficile à faire (cf. l'affaire Kerviel). Mais l'essentiel ici est de noter que la complexité se trouve à la source des mauvaises pratiques.

Si la théorie financière a permis dans un premier temps d'améliorer le fonctionnement des marchés et des entreprises *via* notamment ses nouveaux outils, elle a créé une complexité qui a généré de nouveaux problèmes. Par exemple, grâce aux options sur devises ou aux marchés à terme il est possible pour une entreprise de gérer son risque de change. Mais utiliser de tels outils n'est pas sans risque surtout si les opérateurs ne

sont pas suffisamment compétents ou si ces derniers utilisent à mauvais escient ces instruments. Par ailleurs, si certains opérateurs veulent se couvrir d'un risque (change, taux, etc.) il faut bien que d'autres acceptent de prendre ce risque. C'est le rôle assumé par les spéculateurs qui, contrairement à ce que d'aucuns pensent, sont utiles et nécessaires au bon fonctionnement du marché. Mais cette spéculation poussée à l'extrême et l'excès de confiance dans les modèles peuvent se retourner contre ses acteurs et entraîner le système à sa perte. Le cas du fonds LTCM (voir encadré ci-dessous) est révélateur que même les institutions dirigées par des prix Nobel peuvent faire faillite et obliger l'État à intervenir pour éviter un risque systémique. Autre exemple : grâce à la titrisation il est possible pour une banque de retrouver de la liquidité en vendant ses créances sur le marché. C'est donc bien une opération utile pour la banque et justifiable socialement. Mais là encore, la complexité des titres émis peut rendre toute traçabilité et donc toute évaluation impossible. C'est ce que l'on a pu observer avec les CDO⁶ (*Collate-*

LA FAILLITE DE LTCM

Situé à Greenwich, dans le Connecticut, le fonds LTCM (*Long Term Capital Market*) avait été créé en 1994 par une équipe de première main emmenée par deux économistes nobélisés, Myron Scholes et Robert C. Merton. Il a vite connu le succès grâce au célèbre modèle d'évaluation d'options Black-Scholes. Dès 1995-1996, le fonds rapportait plus de 40 % par an. En 1997, il atteint son apogée avec des actifs de 7 milliards de dollars et des bénéfices de 1,5 milliard. Mais en 1998, LTCM se prend les pieds dans la crise des marchés émergents et s'enfonce dans le rouge, entraînant tous les marchés financiers et les banques dans sa chute.

Source : *Les Échos*, 15 septembre 2008.

6. CDO : obligation adossée à un portefeuille de prêts accordés soit à des particuliers, soit à des entreprises. La banque qui fait un montage de CDO scinde le portefeuille en différentes tranches afin que les premiers risques de défaut soient supportés par les parts dites « actions ». Ces dernières sont souscrites par des *hedge funds*, les autres parts théoriquement moins risquées sont souscrites par des investisseurs exigeant des placements de qualité.

ralised Debt Obligation) émis notamment lors de la crise des subprimes.

D'une certaine façon, c'est le même schéma que celui rencontré, par exemple, dans le domaine de la santé. On a créé les antibiotiques, mais ceux-ci devenant inefficaces, on se trouve confrontés à des problèmes plus complexes. Les hôpitaux dont la mission est de soigner les patients sont aussi à l'origine des maladies nosocomiales. Dans le domaine des organisations, la complexité entraîne la multiplication des contrôles et des coûts associés ce qui crée de nouveaux problèmes. Ainsi, la finance n'est qu'une facette d'un problème beaucoup plus général, qui vise l'ensemble des activités humaines et qui a tendance à se complexifier avec les progrès de la science.

2. Comment infléchir les mauvaises pratiques ?

Faire un état, même incomplet, des mauvaises pratiques en finance est une chose. Montrer que ces mauvaises pratiques sont le fruit de la théorie financière moderne en est une autre. Les théories développées en finance ont permis sans aucun doute de faire de nombreux progrès dans la compréhension du monde financier et ont permis de construire des outils de gestion utiles pour les entreprises et les opérateurs de marché. De ce point de vue, la théorie n'est pas à rejeter en bloc. Mais en même temps, comme nous avons essayé de le montrer, cette théorie a eu deux impacts importants. D'une part, elle a légitimé d'une façon peut-être excessive le rôle du marché financier dans la gestion des entreprises et d'autre part, elle a contribué à une complexité croissante du système financier le rendant ainsi plus fragile et ouvert à des comportements opportunistes des acteurs.

Mais pouvait-il en aller autrement avec la mondialisation des échanges ? La réponse à cette question est négative. Avec la croissance des flux financiers, la volatilité des cours des actions, des prix des matières premières, des taux d'intérêt et de change, il a bien fallu mettre en place des outils permettant de gérer tous ces risques induits que ce soit pour les entreprises et les gestionnaires de fonds. Les nouveaux marchés avec leurs produits financiers n'ont fait qu'accompagner ces besoins. Cette nouvelle technologie financière, issue en grande partie de la recherche en finance, n'est pas mauvaise en soi et elle n'est pas davantage porteuse de mauvaises pratiques, bien au contraire. C'est plutôt l'usage qui en est fait par certains opérateurs qui l'est. On retrouve ici même le débat sur la responsabilité de la recherche en physique nucléaire dans l'usage qui en a été fait au cours de la Seconde Guerre mondiale. C'est toujours la même problématique qui anime encore aujourd'hui les débats sur les nanotechnologies et leurs utilisations potentiellement dangereuses.

L'idée qu'une « meilleure théorie » pourrait améliorer les pratiques reste cependant une question ouverte. En effet, à supposer même que ces « bonnes théories » existent – ce qui reste à démontrer – il faudrait encore que les praticiens les connaissent pour infléchir leur comportement. Et dans quelle mesure la simple raison suffirait ? Quand on voit le temps et le nombre de formations qu'il a fallu faire pour essayer d'infléchir les méthodes de choix d'investissement dans les entreprises en insistant sur la nécessité de privilégier des critères à long terme (comme la valeur actuelle nette), on peut légitimement douter que de bonnes théories peuvent détruire les mauvaises pratiques.

Plus modestement, il nous semble qu'on peut espérer un infléchissement des pratiques en comprenant mieux le comportement des acteurs et en renouvelant les théories financières. Ceci étant, rien n'est assuré dans la mesure où les acteurs ne sont pas forcément les utilisateurs des théories.

Mieux comprendre le comportement des acteurs

Tout d'abord, il convient de reconnaître que la finance, *a contrario* de la physique, relève des sciences sociales même s'il lui arrive d'utiliser un appareil mathématique de niveau comparable. Cela signifie que ce qui se passe sur les marchés et les entreprises n'est que le résultat des jeux des acteurs. De ce point de vue, les hypothèses que l'on est amenées à faire sur ces acteurs (banquiers, dirigeants d'entreprise, investisseurs, etc.) sont essentielles.

D'une façon générale, la théorie financière moderne suppose que les individus adoptent un comportement parfaitement rationnel recherchant à maximiser leur utilité espérée et cette formalisation repose sur plusieurs axiomes (Broihanne *et al.*, 2005). Cette axiomatique est essentiellement due à von Neumann et Morgenstern (1944, 1947). Malgré les apports considérables de ces auteurs à la théorie économique des choix en univers incertain, la rationalité parfaite des acteurs a été contestée par les chercheurs en finance comportementale⁷. De nombreux exemples du comportement humain montrent en effet que les choix des individus ne sont généralement pas en accord avec ce que prédit l'hypothèse de rationalité parfaite. Pour Tversky et Kahneman (1974) les individus confrontés à un choix com-

plexe opèrent des simplifications ou raccourcies de raisonnement. Les décisions sont alors régies par des règles simplifiées (ou heuristiques).

Au-delà de ces simplifications il semble également que le comportement des acteurs financiers soit sujet à de nombreux biais, comme les biais de surconfiance, d'optimisme, de pessimisme, de surréaction et de sous-réaction. Cela concerne même les analystes financiers, une population qui devrait pourtant se montrer exemplaire en matière de rationalité dans la mesure où leurs avis impactent les décisions des investisseurs. Comme le montrent Huong Dinh et Gajewski (2005) des prévisions biaisées et hétérogènes influencent négativement la convergence des prix vers la valeur fondamentale. Les prix de marché pourraient, dans ces conditions, ne pas refléter la valeur fondamentale des actifs financiers.

Renouveler les théories financières

L'appel au renouvellement des théories en finance n'est pas nouveau. C'est même plutôt une constante. À chaque congrès de la prestigieuse American Finance Association l'adresse inaugurale met l'accent sur cet impératif. Zingales (2000) plaide même pour une refondation de la finance.

En finance d'entreprise, l'étude du comportement des acteurs s'avère également fructueuse pour comprendre l'action des dirigeants dans des opérations de fusions-acquisitions mais également dans les décisions d'investissement et de financement. Selon Bessière (2007), la prise en considération de l'excès de confiance ouvre des perspectives nouvelles en finance d'entreprise même si l'effet du biais n'est pas for-

7. Voir le dossier de la *Revue française de gestion* « La finance comportementale », vol. 31, n° 157, juillet-août 2005.

cément négatif. De même, la gouvernance des entreprises peut être revisitée à la lumière du prisme comportemental. Ainsi, selon Charreaux (2005), l'action des différents mécanismes de gouvernance peut s'analyser en fonction de leur incidence sur les coûts d'agence et les biais comportementaux.

D'une façon encore plus générale, il nous semble important de réintroduire dans les recherches en finance la prise en compte des externalités des décisions prises par les dirigeants. Au lieu de limiter l'analyse aux frontières de l'entreprise il conviendrait de l'élargir. De ce point de vue, les travaux sur la responsabilité sociale de l'entreprise et la finance éthique sont à encourager. Comme le rappellent Martinet et Reynaud (2004), l'idée générale du concept d'externalité dû à Alfred Marshall est que l'activité de l'entreprise et/ou les décisions des dirigeants peuvent affecter son environnement, au-delà du marché, sans qu'il y ait acceptation préalable. Ainsi, la firme de la théorie néo-classique qui poursuit la maximisation de son profit ou de sa valeur de marché est incitée à utiliser gratuitement les économies externes que lui procure son environnement. Cela est bien connu mais toute la difficulté réside dans la complexité de la mise en œuvre de politiques publiques prenant en compte justement ces externalités pour mieux encadrer les marchés et réduire les risques liés aux mauvaises pratiques. Vaste programme à l'heure de la dérégulation des marchés et de la mondialisation des entreprises !

CONCLUSION

Les mauvaises pratiques en matière de finance de marché comme d'entreprise existent et ont eu même tendance à s'ampli-

fier avec la complexité croissante du système financier et son développement exponentiel. Dans cet article nous avons voulu défendre l'idée que la plus belle théorie financière ne peut donner que ce qu'elle a et que les dysfonctionnements observés du système financier ne sont pas forcément imputables aux enseignements prodigués à la suite de ces recherches. Même si les théories financières ne donnent qu'une représentation simplifiée (trop ?) de la réalité, elles ont permis d'accompagner le développement des marchés financiers et des outils de gestion financière nécessaires pour gérer les différents risques des entreprises. Paradoxalement, les mauvaises pratiques que nous avons dénoncées n'invalident pas, bien au contraire, certains présupposés des théories financières. C'est ainsi que la théorie de l'agence qui stipule que les différents acteurs sont opportunistes et cherchent à maximiser leurs propres intérêts, même au détriment des autres, se retrouve illustrée par l'actualité. De même, la théorie des signaux qui suppose l'existence d'une asymétrie informationnelle entre offreurs et demandeurs de capitaux est bien au cœur de la problématique du fonctionnement des marchés financiers avec des informations manipulées, voire fausses, véhiculées par les acteurs. Certes, les réponses apportées par ces théories sont insuffisantes et elles ont parfois légitimé certaines pratiques qui se sont avérées contestables, mais peut-on jeter le bébé avec l'eau du bain ? L'idée que de « bonnes » théories peuvent et doivent détruire les mauvaises pratiques est séduisante mais est-il si sûr que les théories influencent autant les comportements humains ? Peut-on rendre responsable les

théories financières de la cupidité, du mensonge et autres travers humains ? En d'autres termes, si renouveler les théories financières est une nécessité, est-ce suffisant pour générer de bonnes pratiques ? Il nous semble que le problème va bien au-

delà de la finance. S'il suffisait d'une « bonne théorie » pour rendre l'Homme plus humain, éradiquer le mensonge et supprimer les comportements opportunistes, voire la barbarie, cela serait magnifique. Mais restons optimistes !

BIBLIOGRAPHIE

- Akerlof G.A. (1970). "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, août, p. 488-500.
- Albouy M. (1999). « La mesure de la création de valeur : théorie, applications et limites », *Revue française de gestion*, n° 122, janvier-février, p. 81-90.
- Albouy M. et Bonnet C. (2008). *OPA, OPE et LBO*, Economica, Paris.
- Albouy M. et Perrier S. (2003). « Manipulations comptables et évaluation de l'entreprise », *La Revue du Financier*, n° 139, p. 51-65.
- Bessière V. (2007). « Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 10, n° 1, p. 39-66.
- Bhattacharya S. (1979). "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy", *Bell Journal of Economics*, p. 259-270.
- Batteau P. (2003). « Fisher Black », *Les Grands Auteurs en Finance*, M. Albouy éd., Editions, EMS, Colombelles, p. 165-201.
- Black F. et Sholes M. (1973). "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, vol. 81, p. 635-654.
- Black F. et Scholes M. (1974). "From Theory to a New Financial Product", *Journal of Finance*, vol. 29, p. 399-412.
- Broihanne M.H., Merli M. et Roger P. (2005). « Le comportement des investisseurs individuels », *Revue française de gestion*, vol. 31, n° 157, juillet-août, p. 145-168.
- Charreaux G. (2003). « Michael C. Jensen : le pionnier de la finance organisationnelle », *Les Grands Auteurs en Finance*, M. Albouy éd., Éditions EMS, Colombelles, p. 121-145.
- Charreaux G. et Wirtz P. (2005). *Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives*, Economica, Paris.
- Fama E.F. (1965). "The Behaviour of Stock Market Prices", *Journal of Business*, vol. 38, n° 1, p. 34-105.
- Fama E.F. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, p. 383-417.
- Jensen M.C. (1986). "The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.
- Jensen M.C. (2004). "Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance", *European Financial Management*, vol. 10, n° 4, p. 549-565.

- Jensen M.C. et Meckling W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Ghoshal S. (2005). "Bad Management Theories are Destroying Good Management Practices", *Academy of Management Learning and Education*, vol. 4, n° 1, p. 75-91.
- Gomez P.Y. (2009). « La gouvernance actionnariale et financière », *Revue française de gestion*, vol. 35, n° 198-199, novembre-décembre, p. 369-391.
- Hamon J. (2003). « Eugène Fama et l'efficacité des marchés financiers », *Les Grands Auteurs en Finance*, M. Albouy éd., Éditions EMS, Colombelles, p. 87-119.
- Hawawini G. (1984). *European Equity Markets: Price Behavior and Efficiency*, Monograph Series in Finance and Economics, Graduate School of Business Administration, New York University.
- Huong Dinh T. et Gajewski J.F. (2005). « Une étude expérimentale des prévisions des analystes et de l'efficacité informationnelle des marchés », *Revue française de gestion*, vol. 31, n° 157, p. 189-202.
- Lemoigne J.L. (1990). *La modélisation des systèmes complexes*, Dunod, Paris, réédité en 1995.
- Martinet A.C. et Reynaud E. (2004). *Stratégies d'entreprise et écologie*, Economica, Paris.
- Modigliani F. et Miller M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48, p. 261-297.
- Modigliani F. et Miller M. (1963). "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, vol. 53, p. 433-443.
- Moussa P. (1989). *La roue de la fortune : souvenirs d'un financier*, Fayard, Paris.
- Simon H., (1976). « Sur la complexité des systèmes complexes », *The Philosophy of Science Association*, vol. 2, p. 507-522, n° 6, www.intelligence-complexite.org
- Tversky A. et Kahneman D. (1974). "Judgement Under Uncertainty: Heuristic and Biases", *Science*, vol. 185, p. 1124-1130.
- Von Neuman J. et Morgenstern O. (1947). *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, (1^{re} Ed. 1944).
- Zingales L. (2000). "In Search of New Foundations", *Journal of Finance*, vol. 55, n° 4, p. 1623-1653.