

Finance d'entreprise : voix nouvelles et nouvelles voies

Hélène RAINELLI-LE MONTAGNER*

Université de Paris 1 – Panthéon Sorbonne

Classification JEL : G000, G100, G300

Correspondance : rainelli.iae@univ-paris1.fr

Résumé : Cet article examine les implications sur les recherches en finance d'entreprise du renouvellement récent des conceptions théoriques sur le fonctionnement des marchés financiers. En distinguant les approches issues de la finance comportementale de celles portées par les conventionnalistes ou par les tenants de l'utilisation des études sociales de la finance ou de la sociologie économique, le travail présenté ici permet d'identifier un certain nombre de perspectives pour les recherches futures en finance d'entreprise.

Mots clés : finance d'entreprise – théorie financière – finance comportementale – conventions – études sociales de la finance – sociologie économique.

Abstract : This paper analyzes the consequences on corporate finance of changes in the standard paradigm approaching financial markets in terms of the rationality of their actors. Describing the characteristics of different trends in the recent literature (behavioural finance, conventions theory and the social studies in finance), we identify some paths for future research.

Key words : corporate finance – financial theory – conventions – social studies in finance – economic sociology.

* L'auteur est Professeur à l'IAE de l'Université de Paris 1 et membre du GREGOR.

Le paradigme de la théorie financière classique a triomphé dans les années 1990 avec l'attribution successive des prix Nobel d'économie en 1990 à Harry Markowitz, William Sharpe et Merton Miller (Modigliani avait été récipiendaire dès 1985) et, en 1997, à Robert Merton et Myron Scholes. Rétrospectivement, il apparaît, cependant, que cette décennie glorieuse inaugurerait la fin d'un cycle et l'entrée pour la finance académique dans des temps plus troublés. Le coin qui devait aboutir à la remise en cause radicale d'hypothèses jugées jusque-là centrales, fut enfoncé dès le milieu des années 80, mais plus encore au cours de la décennie qui vient de s'écouler, par les tenants de la finance comportementale. En proposant une nouvelle vision des marchés financiers, ils ont peu à peu contraint l'ensemble de la communauté académique à envisager les problèmes anciens sous un angle nouveau, mais aussi à s'emparer de problèmes qui avaient été considérés comme hors du champ de la finance jusqu'alors. Profitant de ces bouleversements, d'autres approches hétérodoxes, encore très minoritaires, ont vu le jour. La finance apparaît aujourd'hui assez semblable au domaine scientifique en crise dont parle Thomas Kuhn (1983) où plusieurs théories et écoles de pensées coexistent, reflétant des conceptions opposées et des « *manières différentes de voir le monde et d'y pratiquer la science* ». Le dialogue entre les différents courants y est rendu difficile, conformément à la prédiction de Kuhn, par l'absence d'un vocabulaire commun ou d'un accord sur ce qui, réellement, « fait problème ».

Comment la finance d'entreprise s'accommode-t-elle de ces bouleversements ? Par rapport à la finance dite de marché, sa situation a ceci de spécifique qu'elle a à faire face à deux vagues d'essence très différente. La première naît d'une interrogation fondamentale sur la théorie de la firme pertinente pour penser l'entreprise d'aujourd'hui. Les travaux de Rajan et Zingales (1998), Rajan et Zingales (2001), Zingales (2000) et Charreaux (2002) ont ainsi inauguré un débat central sur la nécessité de repenser le rôle joué par la théorie des droits de propriété dans la finance d'entreprise actuelle. Dès lors que cette théorie semble perdre en pertinence dans une économie de la connaissance, où l'actif humain et immatériel joue un rôle majeur dans la performance des entreprises, la nécessité d'une refondation théorique est posée. C'est d'elle, peut-être, que viendront les mutations les plus significatives de la finance d'entreprise au cours des décennies à venir. La seconde vague, qui vient bousculer les certitudes en finance d'entreprise, naît du renouvellement des conceptions théoriques sur le fonctionnement

des marchés financiers et la rationalité à l'œuvre dans la communauté financière. Au total, la finance d'entreprise se trouve ainsi, sous l'effet de deux mouvements indépendants, prise dans une reconfiguration théorique qui est très loin d'être achevée. Comment, dans un contexte aussi incertain, identifier les perspectives les plus prometteuses pour les recherches à venir en finance d'entreprise ? Le défi d'une reconfiguration théorique d'ampleur de la théorisation de la firme nous semblant aujourd'hui plutôt formulé que véritablement relevé, nous choisissons de ne pas nous aventurer sur ce terrain, laissant à d'autres, mieux placés que nous, le soin d'esquisser les pistes de recherche dont il est, sans aucun doute, porteur. C'est du renouvellement de la théorie financière des marchés que nous souhaitons partir ici pour identifier les perspectives qu'il offre aux chercheurs en finance d'entreprise. La question, même ainsi délimitée, reste vaste et nous proposerons modestement un essai de clarification des pistes possibles, sans être aucunement sûr d'être ni exhaustif¹, ni exact dans nos prédictions. Nous articulons notre propos en deux parties. La première constitue un essai de synthèse des principaux courants émergents de la théorie actuelle des marchés financiers. Dans la seconde, il s'agira de mesurer les implications de ces bouleversements théoriques pour les chercheurs qui souhaitent se situer du point de vue des problématiques financières auxquelles sont confrontées les entreprises.

1. La nouvelle finance : un paradigme en mutation

On ne peut comprendre la manière dont il est possible de se représenter l'entreprise et ses problèmes financiers en 2008 sans faire retour sur les changements profonds du paradigme général de la finance engendrés par les évolutions de la recherche récente en finance de marché. Si la finance comportementale est, de loin, le plus visible des acteurs de ce changement, d'autres courants y contribuent aussi. Pour comprendre les articulations entre ces approches nouvelles, qu'en dépit de leur diversité, nous rangeons ensemble sous le terme général de « nouvelle finance », on peut partir du constat que le paradigme de la théorie financière classique des marchés financiers repose, schématis-

¹ L'établissement d'une synthèse cohérente des avancées récentes spécifiques à la finance d'entreprise dépassant le cadre de ce papier, on renvoie à Schatt (2008), dans le même volume, pour une étude systématique de la production actuelle dans le domaine.

quement, sur une certaine forme de rationalité des investisseurs caractérisée par trois traits. Premièrement, les agents des modèles financiers sont dotés de la capacité d'intégrer toute information nouvelle à leurs croyances préalables conformément à la loi mathématique dite loi de Bayes. Deuxièmement, ils utilisent des processus de décisions cohérents au sens de la théorie de l'utilité espérée de Savage (Savage, 1964). Troisièmement, ils évoluent dans l'univers de la théorie des anticipations rationnelles, qui suppose (voir Sargent, 1993) que les distributions de probabilités subjectives qu'ils utilisent correspondent aux distributions véritables des variables économiques dans l'environnement qui est le leur. Tout se passe comme si ces agents connaissaient la structure réelle de l'économie dans laquelle ils agissent.

Les différents courants de la nouvelle finance peuvent utilement être caractérisés par leur posture vis-à-vis de ces trois hypothèses.

1.1. La finance comportementale

Le plus important des courants de recherche de la nouvelle finance apparaît au milieu des années 1980 et se développe véritablement à partir du milieu des années 1990. Il est connu sous le nom de finance comportementale. S'il est impossible de résumer ici tous les développements actuels de cette approche, on peut en donner un aperçu en s'appuyant sur la synthèse proposée par Barberis et Thaler (2003).

La finance comportementale propose de rompre avec le paradigme traditionnel sur deux des hypothèses de rationalité. Elle met en cause, soit l'hypothèse d'investisseurs bayesiens, soit celles d'investisseurs respectant la théorie de l'utilité subjective de Savage, ou les deux en même temps. Notons, et c'est important, qu'elle ne propose pas de renoncer à la troisième hypothèse, qui porte sur la capacité des agents à connaître et donc à partager une vision unique de la structure de l'économie correspondant à la structure réelle². Mais c'est cependant bien une révolution que la finance comportementale propose. La caractéristique bayésienne de la rationalité des investisseurs dans le paradigme classique garantissait en effet l'intégration immédiate de l'information nouvelle dans les cours des actions et donc le fait que, à tout moment, les prix des titres financiers soient des prix justes, des

² On parlerait alors de rationalité limitée ou d'incertitude structurelle, établissant, ce faisant, un nouveau saut paradigmatique par rapport à la finance comportementale.

prix égaux à la juste valeur des actions³. La remise en cause de l'hypothèse de rationalité bayésienne ou de la maximisation de l'utilité espérée conduit donc les tenants de la finance comportementale à contester l'idée que, sur les marchés financiers, les prix soient toujours les plus justes possible.

La première tâche que se donne la finance comportementale est d'établir que le mécanisme de l'arbitrage, ne garantit pas, contrairement à l'hypothèse de Friedman (1953) adoptée par le paradigme classique, le retour rapide des cours à leur juste valeur. Sa seconde tâche est de rendre compte du comportement des investisseurs irrationnels qui jouent un rôle si important dans la perspective qu'elle adopte. Pour ce faire, elle recourt aux travaux menés depuis plusieurs décennies par les spécialistes de la psychologie cognitive⁴, suivant en cela la voie tracée par l'économie comportementale et/ ou expérimentale. Elle le fait selon deux modalités distinctes. Un ensemble de travaux essayent d'approcher l'irrationalité des investisseurs des marchés financiers au moyen de la notion de biais cognitif. Un autre poursuit la volonté d'intégrer dans des modélisations financières la théorie des perspectives proposée par Kahneman et Tversky (1979) et Tversky et Kahneman (1992).

Une série bien documentée de biais cognitifs propres aux agents économiques retient l'attention des chercheurs de la finance comportementale. Parmi ces biais, l'excès de confiance en ses propres capacités de prévision ou de jugement semble ainsi être largement répandu. Il peut être relié au biais d'attribution qui reflète une tendance individuelle à s'attribuer les succès que l'on rencontre dans une activité donnée tout en considérant que ses échecs dans la même activité résultent de la malchance. Les biais d'optimisme – surestimation de la survenue d'événements favorables et, au contraire, sous-estimation de la surve-

³ Cette valeur juste ou fondamentale est la valeur théorique censée refléter toute l'information pertinente d'un point de vue économique sur un titre donné. Son existence est non problématique dans le paradigme classique qui propose une formule pour le calcul de cette valeur. Elle demeure une notion pertinente en finance comportementale, ce qui n'est pas le cas, on le verra, de toutes les approches de la nouvelle finance. Le renoncement à l'hypothèse de connaissance par les agents de la structure réelle de l'économie affaiblit très fortement la notion de valeur juste.

⁴ On peut souligner que, du point de vue de l'histoire des idées, le recours à la psychologie cognitive a constitué le premier moment des développements de la finance comportementale. Les théories des limites à l'arbitrage sont venues, en second lieu, étayer et justifier l'édifice en cours de construction.

nue d'événements défavorables –, d'extrapolation⁵ – tendance à voir des séries, là où ne joue que le hasard –, ou d'ancrage – influence induite d'une information sans rapport avec la variable que l'on cherche à prévoir –, l'effet de relief – prise en compte d'éléments saillants d'informations au détriment d'éléments moins saillants –, sont autant de biais décrits par les tenants de la finance comportementale comme susceptibles de rendre compte du comportement des investisseurs irrationnels sur les marchés financiers.

Une autre approche consiste à mobiliser la théorie des perspectives de Kahneman et Tversky (1979) à l'intérieur de modélisations financières. La violation systématique de la théorie de l'utilité espérée dans les expériences de psychologie cognitive ou d'économie expérimentale a, en effet, conduit à chercher une théorie de remplacement. Celle de Kahneman et Tversky (1979) et Tversky et Kahneman (1992), qui a valu à celui des deux auteurs encore en vie le prix Nobel d'économie en 2002, est souvent considérée comme la plus adaptée à la manière dont les individus semblent prendre les décisions dans la réalité. Son utilisation reste cependant assez embryonnaire en finance⁶.

En résumé, la finance comportementale doit être comprise comme un très vaste et foisonnant courant de recherche fondé sur le double rejet de l'hypothèse bayésienne et du principe de maximisation de l'utilité subjective espérée. Son effort principal consiste à établir qu'il existe sur le marché de sérieuses limites au mécanisme d'arbitrage et à éclairer, de manière beaucoup plus « réaliste » que le paradigme traditionnel, la psychologie des individus en situation d'investir sur les marchés financiers. Son enjeu est la remise en cause radicale de l'idée classique selon laquelle les prix des actifs financiers reflètent à tout moment, non seulement l'ensemble de l'information disponible mais la « vraie », la « juste » valeur des titres. Cette possibilité d'un divorce durable entre prix et valeur sur les marchés financiers constitue un saut paradigmatique assez drastique. Elle ouvre, en effet, la question centrale de la capacité des marchés financiers à remplir la mission qui leur est usuellement dévolue, à savoir l'allocation optimale des investissements, et renouvelle, ce faisant, les perspectives traditionnelles de la

⁵ On parle aussi d'heuristique de représentation.

⁶ Voir, par exemple, Barberis et al. (2001), Coval et Shumway (2000), Benartzi et Thaler (1995), Barberis et al. (2001).

finance d'entreprise, selon des modalités que l'on abordera dans la seconde partie de cet article.

Enfin, par extension, l'attention portée par la finance comportementale à la possibilité de biais psychologiques affectant les investisseurs amène aussi à s'interroger sur l'existence de biais similaires chez d'autres acteurs de la communauté financière, analystes mais aussi, bien sûr, dirigeants ou administrateurs d'entreprise. Nous y reviendrons.

Un autre courant de la nouvelle finance propose un renversement peut-être encore plus radical du paradigme classique. Il discute la troisième des hypothèses de ce dernier, celle qui consiste à penser que les investisseurs sont en capacité d'attribuer de justes distributions de probabilités aux variables économiques pertinentes, tout se passant comme si les agents connaissaient la structure réelle de l'économie. En référence à Orléan (2005, 2006), qui est le représentant principal de ce courant en France, on parlera ici d'hypothèse conventionnaliste.

1.2. L'hypothèse conventionnaliste

Notant que l'hypothèse des anticipations rationnelles (qui revient à postuler des agents connaissant la structure réelle de l'économie) suppose une certaine stationnarité du monde, Orléan (2006) plaide pour son abandon, à partir de deux arguments principaux. Le premier est que les conditions financières rétroagissent sur la santé économique des entreprises. La valeur fondamentale dépendant des effets produits par le marché boursier lui-même, il est très discutable de la postuler comme définie objectivement *ex ante*. Deuxièmement, les estimations de la valeur des titres financiers passent, selon le paradigme classique, par les prévisions des investisseurs concernant les flux futurs auxquels l'acquisition des dits titres leur donne droit. Or, le futur n'étant pas, pour les tenants de l'hypothèse conventionnaliste, stationnaire, ces prévisions ne peuvent pas être autre chose que des opinions sur l'avenir. Le monde étant incertain au sens de Knight, la « prévision juste » n'existe pas *ex ante*. La valeur résulte en réalité des interactions financières, elle se construit selon un temps historique et non pas, comme dans le paradigme classique, selon un temps logique⁷. On est face à un nouveau saut paradigmatique, non seulement par rapport à

⁷ Orléan (2006).

l'heuristique classique, mais aussi par rapport à la finance comportementale qui conservait comme pertinente la notion de valeur fondamentale. Dans l'approche conventionnaliste, l'attention portée aux fondamentaux de l'économie par les investisseurs des marchés financiers n'est pas niée, mais elle ne sert qu'à étayer des « opinions » et ne peut pas, par le jeu du calcul économique, être quantifiée *ex ante* de manière unique, objective et non discutable. L'opposition entre investisseurs rationnels et irrationnels qui est au cœur de la finance comportementale perd de son sens, et la notion de « juste valeur » de sa pertinence.

Dès lors, se pose la question de la manière dont, à partir d'opinions hétérogènes sur le futur, les investisseurs parviennent par le jeu du marché à produire un prix unique. L'hypothèse conventionnaliste refuse l'explication selon laquelle la rencontre des opinions diverses des acheteurs et des vendeurs sur la valeur d'un titre donné finit par produire, par le jeu de l'offre et de la demande, un prix moyen reflétant la diversité de ces opinions à proportion du nombre de leurs adeptes. Elle lui préfère l'hypothèse exposée en son temps par Keynes (1936) dans la célèbre métaphore du concours de beauté. L'idée est que les investisseurs ne sont pas uniquement et peut-être pas principalement préoccupés par la valeur fondamentale des titres, mais plutôt par les prix des titres sur le marché et par leur évolution probable. Cette question étant déterminée par l'appétit des autres investisseurs pour chaque titre, l'attention des investisseurs se focalise plutôt sur « ce que pense le marché » que sur ce qu'il convient d'en penser individuellement et objectivement.

Ce fonctionnement auto-référentiel (Orléan, 1999) conduit l'ensemble des investisseurs à construire collectivement une opinion de référence, le fameux consensus de marché, par rapport auquel chacun se déterminera. Ce consensus résulte d'une élaboration complexe où les estimations fondamentalistes sont prises en compte par les investisseurs selon le poids des différents *leaders* d'opinions, la capacité d'influence des uns ou des autres, la perception qu'ont les acteurs de l'état d'esprit du « marché », etc. Dès lors, l'approche conventionnaliste invite à comprendre la valeur des titres sur les marchés financiers comme des constructions sociales et les marchés, comme des machines cognitives à produire des représentations. Si elle appelle à étudier les interactions sociales et historiques à même de rendre compte du fonc-

tionnement des marchés, elle ne fournit, à ce jour, guère d'outils pour l'analyse proposée.

C'est en quelque sorte un troisième courant de la « nouvelle finance » qui prend ici le relais. Il est en effet possible de repérer, majoritairement à l'extérieur du champ académique de la finance, un intérêt grandissant des sciences sociales pour les marchés financiers. Les travaux qui en relèvent sont loin de constituer un ensemble unifié, mais tous peuvent être vus comme contribuant à apporter des réponses aux questions ouvertes par l'hypothèse conventionnaliste.

1.3. Finance et sciences sociales

Si la valeur sur les marchés financiers est le résultat d'interactions sociales complexes, les outils classiques de la finance ne sont pas d'une grande utilité pour comprendre ces dernières. Au contraire, le travail d'un certain nombre de sociologues présente un certain intérêt. L'approche suivie par Abolafia (1996) ou Smith (1999) aux États-Unis comme par Godechot (2001) en France consiste en une observation participante des pratiques sociales sur les marchés et fournit ainsi un éclairage renouvelé sur ces derniers. Ce qui frappe dans ces descriptions sociologiques, c'est la place tenue dans le fonctionnement pratique des marchés d'actions par l'ambiguïté perçue par les acteurs sur les valeurs des titres et les mécanismes des marchés. Après avoir rencontré et interviewé des fundamentalistes, des chartistes, des traders, des vendeurs, des suivistes, des *insiders*, etc., Smith (1999) conclut à l'intérêt de mobiliser les catégories des sociologies de la connaissance et de l'esprit pour comprendre les diverses perspectives interprétatives qui se rencontrent sur les marchés d'actions et mettre en évidence la manière dont ces interprétations sont elles-mêmes mobilisées pour atteindre des buts différents. Le marché est, ici, décrit comme un moyen d'objectiver des valeurs subjectives et largement ambiguës, à travers un processus de transformation qui est tout sauf simple.

Menés, plus près de la sphère académique de la finance, les travaux sur les analystes financiers⁸ produits dans la foulée de l'éclatement de la bulle financière Internet participent à cette contribution des sciences sociales à la compréhension du fonctionnement des marchés financiers. En mettant en évidence le rôle joué par l'organisation de la profession

dans les excès d'optimisme des analystes observés durant la courte ère de la nouvelle économie, Hong et Kubik (2003) montrent la pertinence de l'étude de variables ne relevant ni de la valeur fondamentale des titres, ni de la pure psychologie des acteurs du marché. Le fait que les analystes soient mieux rétribués et fassent une carrière plus brillante s'ils se montrent optimistes et, ce, d'autant plus qu'ils appartiennent à des banques d'affaires ayant pour clients les sociétés qu'ils suivent, témoigne de l'impact des processus sociaux dans la construction de la valeur des titres et de l'importance d'étudier l'organisation sociale des marchés, voire de l'ensemble de l'industrie financière.

Tout en reconnaissant n'avoir pas donné ici une vue exhaustive des nouvelles approches en finance, qui restent encore diverses et peu intégrées, il est permis d'espérer que cette présentation sera suffisante pour nous permettre de traiter la question qui est au cœur de cet article.

2. Quelles conséquences pour la recherche en finance d'entreprise ?

Quelles sont les perspectives ouvertes à la finance d'entreprise par l'évolution du paradigme traditionnel de la théorie financière des marchés ? Les pistes les plus nettes relèvent du courant dominant de la nouvelle finance, à savoir la finance comportementale. C'est par elles que nous commencerons.

2.1. Perspectives comportementales

La vision selon laquelle les investisseurs des marchés, mais aussi, par extension, les décideurs dans l'entreprise, seraient sujets à divers biais cognitifs⁸, sur les problématiques usuellement abordées en finance d'entreprise, des implications nombreuses. Schématiquement, la production académique actuelle de cette école de pensée semble dessiner quatre voies principales de recherche.

La première étudie la perception qu'ont les marchés financiers des décisions prises par les entreprises. Il s'agit de savoir si les réactions des marchés à telle ou telle opération peuvent être anticipées et si les marchés réagissent correctement. Desai et Jain (1997), par exemple,

⁸ Cette question a fait l'objet de très nombreux développements, voir par exemple Das et al. (1998), Hong et al. (2000), Hong et Kubik (2003).

mettent en évidence un effet retard (« *drift* ») dans l'évolution des cours après un fractionnement d'actions. De la même façon, on constate que la performance boursière des titres après augmentation de capital est généralement faible et reste médiocre plusieurs mois après l'opération (voir Loughran et Ritter, 1995 ; Spiess et Affleck-Graves, 1995, ou Gompers et Lerner, 2003 pour des résultats plus nuancés). On retrouve la même prédictibilité négative de moyen et long terme dans les opérations d'introduction en bourse (Loughran et Ritter, 1995, par exemple) ou les annonces de réduction des dividendes (Brav et *al.*, 2005). Sur le court terme, il semble exister une prédictibilité des rentabilités sur plusieurs jours à l'annonce de résultats (Bernard et Thomas, 1989). La consolidation de ces résultats empiriques constitue une piste de recherche possible. Leur explication, par la prise en compte de biais cognitifs propres aux investisseurs des marchés, est une autre voie d'exploration.

Par ailleurs, la difficulté apparente du marché à intégrer rapidement l'information liée à un événement concernant l'entreprise amène à s'interroger sur le type d'agents de marché qui échouent à traiter l'information correctement. Huh et Subrahmanyam (2005) étudient ainsi l'activité sur les titres au moment des augmentations de capital. Ils établissent le fait que les petits porteurs sont acheteurs nets, non seulement avant, mais aussi après l'opération. Deux erreurs cognitives semblent expliquer leurs choix : l'extrapolation naïve des bonnes performances enregistrées par les actions avant l'opération, et l'aveuglement quant aux critères de choix de la date de l'opération, évidemment plus bénéfique pour les dirigeants si le cours est surévalué. Par ailleurs, les augmentations de capital, principalement souscrites par des investisseurs individuels, enregistrent des performances boursières significativement moins bonnes que celles qui sont souscrites par des investisseurs institutionnels (Gibson et *al.*, 2004). Ce résultat semble confirmer le fait que les investisseurs individuels ont du mal à décrypter l'opportunisme des dirigeants dans le choix des dates de réalisation des émissions de titres. D'autres travaux sont nécessaires pour conforter les résultats obtenus notamment dans la direction de l'analyse différenciée des types d'investisseurs voire d'analystes sur les marchés financiers.

La seconde voie issue de la finance comportementale attire l'attention sur la manière dont les entreprises réagissent face à des marchés perçus comme non parfaitement rationnels. Les dirigeants

cherchent-ils à tirer avantage des erreurs d'appréciation des investisseurs ? Le type de titres qu'ils choisissent d'émettre ou leurs investissements sont-ils influencés par ces erreurs ? Stein (1996) pose la question centrale de savoir quels seraient, pour les dirigeants, les critères de décision d'investissement pertinents face à des marchés financiers irrationnels, c'est-à-dire à des investisseurs incapables d'évaluer les flux futurs de l'entreprise sans erreur. Il établit que des dirigeants soucieux de maximiser le cours actuel de l'entreprise devraient, dans une telle situation, utiliser un taux d'actualisation ajusté pour l'erreur commise par les investisseurs. S'il s'agit pour eux de maximiser la valeur de long terme, le CAPM reste l'outil de calcul du taux de rentabilité minimum, mais avec un bêta calculé sur la base des données comptables et non pas de marché.

Baker et Wurgler (2002) et Graham et Harvey (2001) établissent empiriquement que les dirigeants semblent bien prendre les décisions de financement et donc de choix de structure financière en fonction de ce qu'ils perçoivent comme la surévaluation ou la sous-évaluation des actions de leurs entreprises (voir aussi sur ce point Brav et *al.*, 2005 ; Gilchrist et *al.* ; 2005). De la même façon, la distribution de dividendes est peut-être une réponse à la préférence des investisseurs pour de l'argent liquide, plutôt que pour une plus-value virtuelle qui suppose pour devenir effective de vendre une partie du capital, ce qui serait contraire à un biais cognitif assez bien documenté (Shefrin et Statman, 1984). Baker et Wurgler (2004) proposent, quant à eux, une explication des distributions de dividendes par l'existence de périodes de temps où les investisseurs s'en montreraient plus particulièrement désireux.

Les fusions-acquisitions, enfin, sont un terrain particulièrement propice pour le courant de recherche qui s'intéresse à la manière dont les dirigeants des entreprises tentent de profiter des erreurs des investisseurs sur les marchés. Shleifer et Vishny (2003), par exemple, proposent une théorie selon laquelle les dirigeants des firmes ont intérêt à pratiquer la croissance externe lorsqu'ils perçoivent leurs propres actions comme surévaluées. Ces dernières apparaissent en effet comme une monnaie d'échange particulièrement attractive pour l'acquisition d'autres entreprises. Par ailleurs, si les investisseurs ne sont pas dotés de la rationalité que leur prêtait le paradigme classique, il est peut-être possible de les leurrer efficacement. Les résultats de Teoh et *al.* (1998) et Polk et Sapienza (2006) plaident ainsi en faveur de la réalité de la manipulation des cours par les dirigeants et d'un relatif aveuglement du

marché face à cette question. Ils montrent que les entreprises dont les dirigeants manipulent les comptes de régularisation, en vue d'augmenter le résultat comptable avant une augmentation de capital, présentent des cours élevés avant l'opération et des rentabilités post-opération médiocres.

Les perspectives ouvertes par ces recherches sont nombreuses. Les dirigeants doivent-ils s'attacher à servir les intérêts des actionnaires actuellement présents au capital ou des actionnaires futurs ? De quel degré de connaissance de leur actionnariat et de ses préférences doivent-ils disposer (cette question rejoignant celles soulevées par le premier courant de recherche évoqué) ? Peut-on empiriquement mettre en évidence des tendances lourdes dans les choix effectués, et identifier les variables permettant d'expliquer ces choix ? Quelle est la fréquence des tentatives de manipulation des cours ? Quelle est leur efficacité et quelles sont les variables déterminantes à la fois de la fréquence et de l'efficacité de ces pratiques ? Comment repenser la fonction des marchés financiers, si, par exemple dans le cas de la décision d'investissement, on ne peut les considérer comme fournissant des signaux fiables sur les taux de rentabilité attendus ?

Une troisième veine de recherche prend comme objet les dirigeants et, par extension de la démarche proposée par la finance comportementale, reconsidère la question de la rationalité de leurs décisions. La formation des dirigeants d'entreprise, leur expérience, leur biais de jugement expliquent-ils les décisions qu'ils prennent ? Bertrand et Schoar (2003) mettent en évidence des « styles » de management. Subrahmanyam (2005) étudie la politique de communication comptable des entreprises dont les dirigeants ont une supériorité cognitive par rapport aux actionnaires externes. Il montre que ces dirigeants montrent une plus grande tendance à manipuler l'information comptable. Malmendier et Tate (2005a) mettent en évidence la relation forte entre l'excès de confiance des PDG, mesuré par la durée pendant laquelle leurs *stocks options* restent non exercées, et le surinvestissement pratiqué par ces mêmes dirigeants. Malmendier et Tate (2005b) étudient le comportement des PDG récompensés par des prix décernés par la presse grand public. Ils montrent que ces distinctions favorisent des comportements peu productifs (comme l'écriture de livres à succès). Ils établissent que les entreprises de ces dirigeants enregistrent des performances inférieures à celles d'un groupe de contrôle à la fois en matière de cours boursiers et de mesures comptables de la performance.

Elles sont plus susceptibles que la moyenne de tentative de maquillage des comptes. Ces développements étant encore embryonnaires, on peut imaginer d'autres travaux en vue de consolider les résultats obtenus. Les avantages et les inconvénients de l'excès de confiance des dirigeants pourraient, par exemple, être plus systématiquement étudiés (voir par exemple Gervais et Odean, 2001). D'autres biais cognitifs que l'excès de confiance, la propension au mimétisme, par exemple, ou l'impact des succès ou échec passés sur les décisions futures, pourraient être analysés à leur tour.

Enfin, un quatrième courant de recherche issu de la finance comportementale se penche sur les structures organisationnelles des entreprises et, en particulier, sur la structure du conseil d'administration et sur les pratiques qui pourraient protéger les entreprises de décisions aberrantes de leurs dirigeants. Paredes (2005), par exemple, montre que le biais d'excès de confiance peut être renforcé par les mécanismes de gouvernance, par exemple par des revenus incitatifs extrêmement élevés qui fournissent au dirigeant un *feedback* positif susceptible de renforcer sa confiance en lui. Des travaux supplémentaires sur l'impact des incitations monétaires sur la psychologie des dirigeants et sur leur prise de décision constituent une piste de recherche possible. Morck (2004), par ailleurs, fait état de la prise de conscience de l'existence des phénomènes de soumission à l'autorité (au sens de Milgram) ou de comportement moutonnier dans les conseils d'administration. Il regrette l'absence de résultats empiriques plus fournis sur cette question et suggère de continuer les recherches sur les ressorts psychologiques de la décision dans les instances de gouvernance. Ces travaux, encore peu nombreux, ouvrent des possibilités de réévaluation des recherches sur la gouvernance qui sont évidemment nombreuses et ont déjà commencé à être explorées (voir, par exemple, Charreaux, 2005).

Au total, la finance comportementale fournit les pistes les plus évidentes pour développer de nouvelles recherches en finance d'entreprise. Pour autant, les autres courants hétérodoxes doivent d'autant moins être négligés qu'ils ouvrent des horizons extrêmement nouveaux.

2.2. *Perspectives conventionnalistes et apports des sciences sociales*

L'hypothèse conventionnaliste ouvre des perspectives à ce jour sous-explorées sur la question de l'information sur les marchés financiers, de sa réception et de son interprétation. L'étude des ressorts de la communication financière se trouve déjà renouvelée dès lors que l'on adopte les perspectives de la finance comportementale. Si les investisseurs ne sont pas tous rationnels, s'ils peuvent se tromper durablement sur l'évaluation des titres ou mettre du temps à intégrer une information nouvelle, alors il importe de savoir si la communication financière des entreprises doit en être modifiée et dans quelle direction. Mais l'approche conventionnaliste, en franchissant le pas supplémentaire qui la conduit à rejeter la possibilité pour les investisseurs de se référer à une valeur objective calculable *ex ante*, va encore plus loin et appelle à l'étude de la formation des opinions sur le marché financier.

Il n'est pas absurde d'imaginer sur ce thème une collaboration féconde entre chercheurs en marketing et en finance. La voie en ce domaine a été ouverte par Zuckerman (1999), qui mobilise des catégories utilisées en marketing pour rendre compte des difficultés des entreprises ne faisant pas l'objet d'un suivi par de nombreux analystes. Les analystes financiers apparaissent dans cette étude comme des intermédiaires de marché, à l'interface entre l'offre et la demande de titres. L'échec des entreprises à intéresser ces intermédiaires reflète une certaine confusion sur l'identité du produit que constituent les actions de cette entreprise et ce manque de légitimité se traduit par une demande moindre et donc un cours bas. La conjugaison de ce type d'approche et d'approches plus classiques en finance (voir, par exemple, sur la question du suivi des analystes Brennan et Tamarowski, 2000) peut conduire à un renouvellement fécond de la réflexion sur la gestion par les entreprises de leurs relations avec les investisseurs, un sujet assez largement sous-étudié à ce jour.

Dans la même veine, la sociologie semble avoir des concepts et des outils à offrir aux chercheurs ouverts aux approches les plus hétérodoxes de la nouvelle finance. L'analyse menée par Zuckerman (2004a) sur les classements des entreprises en termes de codes SIC est ainsi tout à fait éclairante. Le point de départ de sa recherche est de supposer que la taxonomie utilisée sur les marchés financiers qui classe les différents titres par grands secteurs d'activité est un outil visant à réduire

l'ambiguïté sur les valeurs des actions. À l'intérieur d'un même secteur, ces valeurs sont commensurables. L'efficacité du système de classification est cependant variable, certaines entreprises entrant plus facilement que d'autres dans les nomenclatures des secteurs. En montrant que le volume des transactions et la volatilité des cours des entreprises les moins facilement « classables » sont significativement supérieurs à la moyenne, Zuckerman (2004a) propose une explication liée à la plus grande difficulté pour le marché de converger sur une évaluation commune. La classification en secteur échouerait donc à réduire, pour ces titres, les difficultés d'interprétation. La structure sociale du marché, construite par les acteurs pour résoudre des problèmes de marché, en l'occurrence l'ambiguïté sur les valeurs des titres, produit en retour des effets sur ce marché. En outre, on a ici encore la confirmation que le processus de valorisation est un construit social et non le résultat d'un calcul objectif et facilement mis en œuvre par tous, ce qui peut avoir des conséquences sur la stratégie des firmes.

Ce type de résultats, très novateurs en finance, fournit des pistes de recherches véritablement nouvelles pour l'étude de la communication financière des entreprises. Il souligne, aussi, le caractère contingent de la structuration des opinions ou des modes d'évaluation sur les marchés financiers. L'exercice interprétatif d'évaluation des titres à partir d'une information nécessairement ambiguë ne peut faire l'économie de « théories de la valeur » ou de schèmes de classification admis et utilisés par les acteurs du marché à un moment donné. Mais ces outils d'aide à l'interprétation sont susceptibles de changements comme le montrent, par exemple, les travaux de Shleifer et Vishny (1991) ou Fligstein (1990) sur l'accueil favorable reçus par les conglomerats américains dans les années 1960.

Cette perspective sociologique aboutit ainsi à une posture relativiste plus attentive à l'histoire des représentations que le paradigme de la finance classique, très marqué par le concept selon lequel les formes actuelles résultent d'un processus conduisant à de plus en plus d'efficacité. Ce relativisme lui-même ouvre la voie au rapprochement de certains travaux en finance avec les théories de la sociologie économique. L'analyse des pratiques des analystes financiers (Fabre-Azema, 2001 ; Beunza et Stark, 2004) est, bien sûr, un terrain privilégié pour ce type d'approche. Ce n'est pas le seul. Zajac et Westphal (2004) plaident pour l'utilisation de la théorie institutionnelle pour rendre compte de la réaction des marchés financiers à l'annonce par

une entreprise d'un plan de rachat d'actions. Ils montrent que le sens de cette réaction a changé au cours du temps et proposent d'expliquer ce changement par l'adhésion progressive des acteurs du marché à la théorie de l'agence. Les concepts de mimétisme institutionnel et de légitimité (Meyer et Rowan, 1977 ; Di Maggio et Powell, 1991) auraient ainsi une pertinence dans les problématiques de finance d'entreprise. La controverse ouverte par Zuckerman (2004b), sur les conclusions de Zajac et Westphal (2004), nous semble le signe de l'intérêt des perspectives proposées par le rapprochement de la finance d'entreprise des sciences sociales et de la sociologie économique. On en trouve un autre exemple dans les travaux de Zorn (2004), qui retracent historiquement la montée de l'influence des directeurs financiers dans les entreprises américaines en insistant sur l'impact des politiques publiques et des changements de régulation sur les stratégies menées par les plus grandes entreprises. Zorn et Dobbin (2003) inscrivent, eux aussi, leur réflexion sur l'influence récente des marchés financiers sur les stratégies industrielles dans la lignée des travaux de la sociologie économique institutionnaliste en mettant en évidence les effets de mimétisme institutionnel dans le système économique américain.

Conclusion

L'exercice tenté dans cet article était de dessiner des perspectives pour la recherche future en finance d'entreprise. La posture prospective qu'il implique nécessairement ne va jamais sans risque. Elle est rendue d'autant plus difficile, dans le cas d'espèce, par les bouleversements récents du paradigme classique de la finance et le fait que la recomposition d'un paysage académique cohérent en finance soit très loin d'être achevée. Cet état de chose rend nos conclusions fragiles. Il nous a, cependant, donné une grande liberté de réflexion, dont se dégagent quelques idées principales. Tout d'abord, les perspectives ouvertes par la finance comportementale sur le fonctionnement des marchés financiers ne sauraient rester sans effet sur la recherche en finance d'entreprise. Elles induisent en effet un renouvellement assez radical de la représentation de la relation entreprises/marchés proposée par la finance classique. Les impacts potentiels touchent toutes les décisions financières de l'entreprise : décision d'investissement, décision de financement, distribution de dividendes et décisions de gouvernance. En

outre et par extension, l'émergence d'une problématique de rationalité des investisseurs renvoie à celle de la rationalité des dirigeants, ouvrant un champ de recherche potentiel pour ce qui pourrait devenir une véritable finance comportementale de l'entreprise. Parmi les innombrables questions posées, citons les suivantes : comment repenser la finance d'entreprise si on admet la présence simultanée d'irrationalité chez certains investisseurs et chez les dirigeants des entreprises ? Quelle est l'efficacité des choix opportunistes d'émission de titres sur la baisse du coût du capital ? Quelle régulation doit-on concevoir pour les marchés financiers ? Faut-il protéger les dirigeants des pressions des investisseurs irrationnels ou protéger les investisseurs des décisions de dirigeants irrationnels ?

Les approches hétérodoxes des marchés financiers qui s'inscrivent dans une hypothèse d'incertitude radicale sur ces marchés ouvrent des perspectives entièrement nouvelles aux questions liées à la communication financière des entreprises. Ce champ de recherche est en effet susceptible d'évoluer de manière radicale, dès lors que l'on s'affranchit de la vision exclusivement quantitative de l'information très largement portée par la finance classique, pour adopter une perspective interprétativiste. Le recours à d'autres disciplines (sciences politiques, marketing, sociologie) est ici à envisager.

Plus généralement des apports venus des sciences sociales et, en particulier, de la sociologie économique se développent de manière autonome et sur d'autres supports académiques que ceux utilisés habituellement par les chercheurs en finance. Si les chercheurs de ce courant sont plus nombreux à s'intéresser aux marchés financiers qu'aux décisions financières de l'entreprise, leurs travaux semblent extrêmement prometteurs. Si l'auteur peut se risquer, ici, à un point de vue subjectif, cette direction de recherche lui semble d'autant plus stimulante qu'elle pourrait permettre à la finance de se rapprocher d'autres disciplines des sciences de gestion qui puisent déjà largement dans les possibilités offertes par ces nouvelles approches.

D'un point de vue pratique, et quelle que soit la perspective que l'on choisit d'adopter parmi celles que propose la nouvelle finance, la nécessité de travaux de terrain d'un genre nouveau se fait jour. La finance comportementale appelle à plus d'expérimentation, les approches des sciences sociales invitent à rompre avec l'habitude ancienne en finance de ne s'intéresser qu'aux données standardisées (cours des titres, ratios comptables) : enquêtes de terrains et entretiens

avec les acteurs sont peut-être susceptibles de fournir des résultats véritablement nouveaux dans des domaines où un certain essoufflement du paradigme classique a souvent été relevé⁹.

Finalement, comme on le soulignait dès l'introduction, c'est peut-être, indépendamment des soubresauts du paradigme de la finance traités ici, d'une reconfiguration théorique plus fondamentale autour de la théorie de la firme que la recherche en finance d'entreprise renaîtra entièrement. Ce risque – ou cette chance – génère une ombre portée sur les perspectives présentées ici. Mais en l'absence de certitude sur l'avenir, les voies tracées plus haut ouvrent, en tout état de cause, des perspectives de recherche stimulantes, dont sortira, vraisemblablement, une partie des travaux de demain.

Bibliographie

- Abolafia M. (1996), *Making Markets : Opportunism and Restraint on Wall Street.*, Harvard University Press.
- Baker M. et al. (2004), « Behavioral Corporate Finance : A Survey », *NBER Working Paper n° 10863*.
- Baker M. et Wurgler J. (2002), « Market Timing and Capital Structure », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, p. 1-32.
- Baker M.P. et Wurgler J. (2004), « A Catering Theory of Dividends », *Journal of Finance*, vol. 59, p. 1125-65.
- Barberis N. et al. (2001), « Prospect Theory and Asset Prices », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, p. 291-311.
- Barberis N. et Thaler R. (2003), « A Survey of Behavioral Finance », in G.M. Constantinides, M. Harris et R.M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, p. 1053-1128.
- Benartzi S. et Thaler R. (1995), « Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, p. 75-92.
- Bernard V.L. et Thomas J.K. (1989), « Post-Earnings-Announcement Drift : Delayed Price Response or Risk Premium ? », *Journal of Accounting Research*, vol. 27, Current Studies on The Information Content of Accounting Earnings, p. 1-36.

⁹ La voie des approches de terrain connaît ainsi un certain regain d'intérêt en finance avec la redécouverte de l'importance de Lintner (1956) et les travaux de Graham et Harvey (2001) ou Baker et Wurgler (2002) par exemple.

- Bertrand M. et Schoar A. (2003), « Managing with Style : The Effect of Managers on Firm Policies », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 4, p. 1169-1208.
- Beunza D. et Stark D. (2004), « Tools of the Trade : The Socio-Technology of Arbitrage in a Wall Street Trading Room », *Industrial and Corporate Change*, vol. 13, n° 2, p. 369-400.
- Brav A. et al. (2005), « Payout Policy in the 21st Century », *Journal of Financial Economics*, vol. 77, p. 483-27.
- Brennan M.J. et Tamarowski C. (2000), « Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n° 4, p. 26-37.
- Charreaux G. (2002), « Variation sur le thème : à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 3, p. 5-68.
- Charreaux G. (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise 'comportementale' : une réflexion exploratoire », *Revue Française de Gestion*, vol. 31, n° 157, p. 215-238.
- Coval J. et Shumway T. (2000), « Do Behavioral Biases Affect Prices ? », Working Paper, University of Michigan.
- Das F. et al. (1998), « Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts », *The Accounting Review*, vol. 73, n° 2, p. 277-294.
- Desai H. et Jain P. (1997), « Long-Run Common Stock Returns Following Stock Splits and Reverse Splits », *Journal of Business*, vol. 70, n° 3, p. 409-433.
- Di Maggio P.J. et Powell W.W. (1991), « The Iron Cage Revisited. Institutionalised Isophormism and Collective Rationality in Organizational Fields », in P.J. Di Maggio et W.W. Powell (Eds), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago University Press, p. 63-82.
- Fabre-Azema F. (2001), « L'étude des pratiques des analystes financiers en matière d'évaluation des entreprises lors de leur introduction en bourse : une approche exploratoire », CEREG, Université Paris 9, Working Paper.
- Fligstein N. (1990), *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press.
- Friedman M. (1953), « The Case for Flexible Exchange Rates », in *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, p. 157-203.

- Gervais S. et Odean T. (2001), « Learning to Be Overconfident », *Review of Financial Studies*, vol. 14, p. 1-27.
- Gibson S. et al. (2004), « Smart Investments by Smart Money : Evidence from Seasoned Equity Offerings », *Journal of Financial Economics*, vol. 72, n° 3, p. 581-604.
- Gilchrist S. et al. (2005), « Do Stock Price Bubbles Influence Corporate Investment ? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, n° 4, p. 805-827.
- Godechot O. (2001), *Les traders. Essai de sociologie des marchés financiers*, La Découverte.
- Gompers P.A. et Lerner J. (2003), « The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings : The Pre-Nasdaq Evidence », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 4, p. 1355-1392.
- Graham J.R. et Harvey C.R. (2001), « The Theory and Practice of Corporate Finance : Evidence from the Field », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n° 2-3, p. 187-243.
- Hong H. et Kubik J.D. (2003), « Analyzing the Analysts : Career Concerns and Biased Earnings Forecasts », *Journal of Finance*, vol. 58, p. 313-351.
- Hong H. et al. (2000), « Security Analyst's Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts », *Rand Journal of Economics*, vol. 31, p. 121-144.
- Huh S.W. et Subrahmanyam A. (2005), « Order Flow Patterns around Seasoned Equity Offerings and Their Implications for Stock Price Movements », *International Review of Finance*, vol. 5, n° 1-2, p. 75-111.
- Kahneman D. et Tversky A. (1979), « Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, vol. 47, p. 263-291.
- Keynes J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan.
- Kuhn, T. (1983), *La structure des révolutions scientifiques*, Champs Flammarion.
- Loughran T. et Ritter J. (1995), « The New Issues Puzzle », *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 1, p. 23-52.
- Malmendier U. et Tate G.A. (2005a), « CEO Overconfidence and Corporate Investment », *Journal of Finance*, vol. 60, p. 2661-2700.
- Malmendier U. et Tate G.A. (2005b), « Superstar CEOs », Working Paper Stanford University.

- Meyer J.W. et Rowan B. (1977), « Institutionalized Organizations : Formal Structure as Myth and Ceremony », *The American Journal of Sociology*, vol. 83, n° 2, p. 340-363.
- Morck R. (2004), « Behavioral Finance in Corporate Governance- Independent Directors, Non Executive Chairs, and the Importance of the Devil's Advocate », NBER WP.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob.
- Orléan A. (2005), « La sociologie économique et la question de l'unité des sciences sociales », *L'Année Sociologique*, vol. 55, n° spécial Sociologies économiques, p. 279-305.
- Orléan A. (2006), « Connaissance et finance : de l'hypothèse d'objectivité du futur à l'hypothèse conventionnelle », Working Paper.
- Paredes T. (2005), « Too Much Pay, Too Much Deference : Is Ceo Overconfidence the Product of Corporate Governance ? », *Florida State University Law Review*, vol. 32, p. 673-762.
- Polk C. et Sapienza P. (2006), « The Stock Market and Corporate Investment : A Test of Catering Theory », *Review of Financial Studies*, à paraître.
- Rajan R.G. et Zingales L. (1998), « Power in a Theory of the Firm », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 2, p. 387-432.
- Rajan R.G. et Zingales L. (2001), « The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms », *The American Economic Review*, vol. 91, n° 2, Papers and Proceedings, p. 206-211.
- Sargent T. (1993), *Bounded Rationality in Macroeconomics*, Oxford University Press.
- Savage L. (1964), *The Foundations of Statistics*, Wiley.
- Shefrin H.M. et Statman M. (1984), « Explaining Investor Preference for Cash Dividends », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, p. 253-282.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1991), « Takeovers in the '60s and the '80s : Evidence and Implications », *Strategic Management Journal*, vol. 12, n°2, p. 51-59.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (2003), « Stock Market Driven Acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol. 70, p. 295-311.
- Smith C.W. (1999), *Success and Survival on Wall Street : Understanding the Mind of the Market*, Rowman & Littlefield.
- Spieß D. et Affleck-Graves J. (1995), « Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings », *Journal of Financial Economics*, vol. 38, p. 243-267.

- Stein J.C. (1996), « Rational Capital Budgeting in an Irrational World », *The Journal of Business*, vol. 69, n° 4, p. 429-455.
- Subrahmanyam A. (2005), « A Cognitive Theory of Corporate Disclosures », *Financial Management*, vol. 34, p. 5-33.
- Subrahmanyam A. (2008), « Behavioral Finance : A Review and Synthesis », *European Financial Management*, vol. 14, n° 1, p. 12-29.
- Teoh S.H. et al. (1998), « Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings », *Journal of Financial Economics*, vol. 50, p. 63-99.
- Tversky A. et Kahneman D. (1992), « Advances in Prospect Theory : Cumulative Representation of Uncertainty », *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 5, p. 297-323.
- Zajac E. et Westphal J.D. (2004), « The Social Construction of Market Value : Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions », *American Sociological Review*, vol. 69, p. 433-457.
- Zingales L. (2000), « In Search of New Foundations », *The Journal of Finance*, vol. 55, n° 4, p. 1623-1653.
- Zorn D.M. (2004), « Here a Chief, There a Chief : The Rise of the Cfo in the American Firm », *American Sociological Review*, vol. 69, n° 3, p. 345-364.
- Zorn D.M. et Dobbin F. (2003), « Too Many Chiefs ? : How Financial Markets Reshaped the American Firm », Working paper.
- Zuckerman E.W. (1999), « The Categorical Imperative : Securities Analysts and the Illegitimacy Discount », *American Journal of Sociology*, vol. 104, n° 5, p. 1398-1438.
- Zuckerman E.W. (2004a), « Structural Incoherence and Stock Market Activity », *American Sociological Review*, vol. 69, n° 3, p. 405-432.
- Zuckerman E.W. (2004b), « Towards the Social Reconstruction of an Interdisciplinary Turf War », *American Sociological Review*, vol. 69, n° 3, p. 458-465.