

**FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations**

Cahier du FARGO n° 1080501

La recherche en finance d'entreprise : quel positionnement méthodologique ?

Gérard CHARREAUX*

Professeur en sciences de gestion
Université de Bourgogne
LEG – Fargo (UMR Cnrs 5118)

Mai 2008

Résumé : Après avoir effectué, dans une première partie, un état des lieux permettant de préciser notamment la nature des questions que se posent les chercheurs en finance d'entreprise et les méthodes qu'ils emploient, la seconde partie est consacrée au positionnement de la recherche en finance d'entreprise et gouvernance sur le plan méthodologique. L'analyse fait ressortir tant l'importance de la modélisation sous ses différentes formes, qu'elle se rattache à la tradition de l'économie néoclassique ou à celle de l'économie néo-institutionnelle, que des travaux empiriques s'inscrivant dans le prolongement de cette modélisation. Sur le plan épistémologique, la recherche en finance d'entreprise semble se rattacher davantage à la tradition Millienne plutôt qu'à l'instrumentalisme ou à l'infirmerionisme.

Mots clés : finance d'entreprise, modèles, instrumentalisme, infirmerionisme.

Abstract : After examining, in a first part, the nature of the questions posed by researchers in corporate finance and of the methods they use, the second part is devoted to the methodological positioning of research in corporate finance and governance. The analysis emphasizes both the importance of modeling in its various forms, related to the neo-classical or neo-institutional economics traditions, and of the empirical work associated with the models. On the epistemological level, research in corporate finance and governance seems to be attached more to the Millian tradition rather than to instrumentalism or refutationism.

Keywords : corporate finance, models, instrumentalism, refutationism.

JEL Classification : B410, G300

* L'auteur remercie Pierre Salmon, Alain Schatt et Peter Wirtz pour leurs remarques constructives.

Un chercheur en finance, s'il a la curiosité d'ouvrir des revues scientifiques en stratégie, organisation, marketing, voire en comptabilité et en contrôle de gestion, sera surpris par l'importance et la fréquence des développements consacrés aux dimensions épistémologiques et méthodologiques. De tels développements sont quasi-inexistants dans les grandes revues de finance telles que le *Journal of Finance* ou le *Journal of Financial Economics*¹. Même en dehors de ces deux prestigieuses revues où règne le *mainstream*, de tels développements restent rares². Cette situation particulière, par rapport aux autres branches des sciences de gestion, est vraisemblablement due à l'influence de l'économie – principalement du *mainstream* néoclassique – sur la finance, puisque comme le mentionne Brennan (1995, p. 10), le terme usuel de *financial economics* n'était pas encore d'usage courant dans les années 70 et que, pour cet auteur, « [...] *the battle between finance as a subfield of management science and as a subfield of economics was not yet over* »³. À l'instar, de ce qui se passe dans les principales revues scientifiques en économie⁴, on rencontre peu de développements relatifs à l'épistémologie et à la méthodologie en finance et cela semble s'expliquer par le poids du *mainstream*, même si ce dernier a été ébranlé, d'une part, par l'influence de l'économie néo-institutionnelle, d'autre part, par l'émergence de la finance comportementale, elle aussi fortement connectée à l'économie. Cela ne signifie pas, bien entendu, qu'il y a accord unanime sur les fondements épistémologiques et les pratiques méthodologiques de la finance, mais que ces critiques sont écartées des principales

¹ On trouve, cependant, quelques allusions dans un article ancien de Friend (1973) ou, plus récemment et plus significativement, dans un article de Tufano (2001) portant sur l'utilisation des études de cas en finance, qui prolonge un éditorial de Jensen et al. (1989).

² La plupart des développements épistémologiques en finance semblent dus à deux auteurs Frankfurter et McGoun et ont été publiés dans des revues telles que *Journal of Psychology & Financial Markets*, *International Review of Financial Analysis*, *Journal of Economic Behavior and Organization*. Ces articles sont très critiques vis-à-vis du *mainstream* financier.

³ Cet ancrage de la finance dans l'économie peut notamment se percevoir à travers l'accroissement du poids relatifs des articles de finance dans les articles les plus cités en économie. Ainsi, selon Kim et al. (2006), les articles de finance qui comptaient pour 20 % des articles les plus cités sur la période 1970-1974, en représentaient 31,4 % sur la période 1995-1999.

⁴ Il y a cependant des exceptions notables telles que le *Journal of Economic Literature*, le *Journal of Economic Perspectives* ou *Economic Inquiry*.

publications. La littérature financière apparaît beaucoup moins pluraliste que les autres sciences du management et la notion même de « *critical studies* », comme il en existe par exemple en comptabilité⁵ et en management, ne semble pas affecter la finance, tout au moins telle qu'on peut la percevoir à travers ses principales revues.

Notre objectif dans cet article, cependant, n'est pas de chercher les explications, par exemple sociologiques ou économiques, à cette situation particulière, mais de faire un état des lieux épistémologique et méthodologique de la recherche financière actuelle, focalisé sur la finance d'entreprise et la gouvernance. Autrement dit, nous cherchons à préciser la nature des questions auxquelles cherchent à répondre les chercheurs en finance d'entreprise et gouvernance et les méthodes qu'ils emploient pour y répondre. Une fois ces précisions apportées, nous chercherons à positionner cette recherche sur les plans méthodologique et épistémologique. De façon à simplifier, nous qualifierons, cependant, par le terme unique de « méthodologiques » les questions relatives à l'épistémologie, c'est-à-dire aux questions de philosophie des sciences et celles de nature méthodologique, associées à la conduite même des recherches. Pour Hands (2001), l'épistémologie est parfois désignée comme la « Méthodologie » avec un M (majuscule) et la méthodologie *stricto sensu*, comme la « méthodologie » avec un m (minuscule).

Volontairement, nous limiterons cette réflexion à la finance d'entreprise en y incluant la gouvernance, pour plusieurs raisons. En premier lieu, la revue *Finance Contrôle Stratégie* étant positionnée sur la finance d'entreprise et la gouvernance pour sa dimension financière, il est légitime de privilégier ces domaines. En second lieu, si un certain nombre de travaux (notamment, Salmon, 1976 ; Schmidt, 1982 ; Frankfurter et McGoun, 1999, 2001, 2002 ; Huber et Verrall, 1999 ; McGovern, 2005) se sont déjà penchés, parfois de façon très critique, sur la méthodologie de la finance, à travers des aspects centraux de la finance de marché tels

⁵ Voir, par exemple, une revue spécialisée comme *Critical Perspectives in Accounting*.

que l'efficience ou le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers), on trouve peu de développements en finance d'entreprise⁶ à l'exception de l'article de Mourgues (2002) consacré à la théorie positive de l'agence (désormais TPA) de Jensen et Meckling (1976). En troisième lieu, si le lien entre *mainstream* économique et finance apparaît très étroit pour la finance de marché, il semble plus distendu pour la finance d'entreprise⁷ et la gouvernance en raison des dimensions décisionnelles et institutionnelles qui importent davantage en finance d'entreprise. Si cette dernière a recours à de nombreux outils initialement développés par la finance de marché⁸, par exemple le MEDAF, c'est elle qui a principalement introduit ces dimensions avec, notamment, le célèbre article de Jensen et Meckling (1976), souvent considéré comme fondateur de la TPA et, donc, de l'irruption de l'économie néo-institutionnelle dans le champ de la finance d'entreprise.

L'état des lieux présenté est également limité dans la mesure où nous nous focalisons sur la description et la caractérisation méthodologique des recherches, sans véritablement rentrer dans la discussion des choix méthodologiques faits par les chercheurs en finance que ce soit sur le plan scientifique ou sur celui des apports pratiques des recherches en finance d'entreprise. À l'occasion, cependant, ce type de questionnement apparaîtra en filigrane des développements, mais aucun bilan critique ne sera entrepris et aucune comparaison approfondie, non plus, ne sera faite par rapport aux options adoptées, par exemple, en stratégie ou en contrôle de gestion.

Compte tenu des objectifs affichés, la première partie de l'article sera consacrée à une description de la nature des questions que se posent les chercheurs en finance d'entreprise, en termes d'objectifs et non de domaines, puis à celle des méthodes utilisées pour répondre à ces

⁶ Compte tenu des connexions entre finance et comptabilité, à travers la théorie positive de l'agence, on peut accéder à certaines réflexions méthodologiques intéressant directement la finance d'entreprise, en particulier avec les articles de Jensen (1983), Watts et Zimmerman (1990), Boland et Gordon (1992) et Zimmerman (2001).

⁷ Cela conduit un auteur comme Schmidt (1982) à préconiser une orientation différente pour la finance d'entreprise, comparativement à la finance de marché.

⁸ Voir, par exemple, la présentation que font Jensen et Smith (1984) de la finance d'entreprise.

questions. La seconde partie utilisera les résultats de cette investigation pour positionner la recherche en finance d'entreprise sur le plan méthodologique.

1. Que font les chercheurs en finance ?

Pour décrire la nature des questions et des méthodes utilisées dans la recherche en finance d'entreprise, nous avons eu recours à plusieurs sources. Premièrement, nous avons utilisé la littérature existante. Les rares articles contenant des aperçus méthodologiques donnent cependant un certain nombre d'indications.

Deuxièmement, il nous a paru naturel de partir des articles publiés dans les revues considérées comme les plus prestigieuses et les plus influentes dans le domaine. Les classements de revues de finance font généralement apparaître en tête, le *Journal of Finance* et le *Journal of Financial Economics*⁹. Le travail de lecture et d'analyse étant relativement lourd, nous avons choisi de ne considérer que les articles de finance d'entreprise et de gouvernance publiés par le *Journal of Finance*, sur la seule année 2005, pour conduire notre investigation. Un tel choix, bien entendu, n'est pas exempt de biais. En choisissant une des revues les mieux classées au niveau international, on privilégie les méthodes relevant du *mainstream* économique-financier et on ne rend pas compte de certaines tentatives visant à développer la recherche en finance à partir d'une perspective plus hétérodoxe, par exemple, dans une perspective sociologique ou rhétorique (voir par exemple Huault et Rainelli-Le Montagner, 2007 ou McGoun, 2003), cependant, notre objectif n'est pas tant de rendre compte de l'ensemble des recherches développées en finance d'entreprise que d'en dégager les principales caractéristiques. La classification même des articles en finance d'entreprise est parfois contestable vue, dans certains cas, l'imbrication des thèmes de recherche entre finance de marché et finance d'entreprise. Toutefois, notre sentiment fondé sur notre connaissance du

⁹ Cette prédominance est confirmée par l'étude récente de Keloharju (2008).

domaine et une investigation superficielle du contenu du *Journal of Financial Economics* et d'autres années du *Journal of Finance*, nous conduit à conclure qu'une analyse plus large n'aurait pas modifié significativement les résultats obtenus. Le travail de dépouillement effectué a permis d'identifier dans le *Journal of Finance*, 35 articles traitant de finance d'entreprise et de gouvernance sur l'année 2005 et c'est sur cette base que nous conduirons notre investigation en sollicitant, à l'occasion, certaines études afin de mieux étayer nos conclusions.

Enfin et troisièmement, exclusivement pour les questions de méthode, nous avons complété cette base constituée d'articles récents par une analyse des articles qui ont « réussi », autrement dit, ceux considérés comme les plus influents auprès de la communauté scientifique financière¹⁰ en posant l'hypothèse que les options méthodologiques qui sous-tendent ces articles révèlent les préférences¹¹ des chercheurs du domaine.

Ces différentes sources vont être mobilisées pour décrire successivement la nature des questions de recherche posées en finance d'entreprise, puis les méthodes utilisées par les chercheurs pour répondre à ces questions.

1.1. La nature des questions posées en finance d'entreprise

Quelle est la nature des interrogations des chercheurs en finance d'entreprise et quel est le public potentiellement intéressé par ce type d'interrogation ? Pour répondre à ces questions, nous allons tout d'abord mobiliser deux articles retraçant l'histoire de la finance d'entreprise qui seront complétés par les enseignements qu'on peut tirer de l'analyse des articles tirés du *Journal of Finance*.

¹⁰ C'est le point de vue le plus habituel. Un autre point de vue possible aurait été d'analyser les articles scientifiques en fonction de leur contribution à la pratique financière.

¹¹ On fait ainsi l'hypothèse implicite que ces préférences sont de nature scientifique. Bien entendu, il serait possible de supposer que ces préférences sont d'une autre nature, fondées par exemple sur un objectif d'établir un pouvoir à l'instar de ce qu'avancent certains courants de la sociologie des sciences. Au-delà des méthodes, ces préférences peuvent également porter sur les résultats obtenus, selon qu'ils sont conformes ou non à une idéologie préétablie comme, par exemple, l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale.

1.1.1. Le passage de la finance « normative » à la finance « positive »

Deux articles dont l'objectif était de dresser un historique de la finance d'entreprise¹², celui de Jensen et Smith (1984), « *The Theory of Corporate Finance : A Historical Overview* » et celui de Brennan (1995), « *Corporate Finance Over The Past 25 Years* », sont particulièrement instructifs pour comprendre la nature des questions que se posent les chercheurs en finance d'entreprise et l'évolution du contenu de ces questions. Comme l'écrivent Jensen et Smith, dans les années 1950, les méthodes traditionnelles de l'économie commencèrent à être appliquées aux problèmes financiers ce qui s'accompagna d'un changement dans la nature des questions posées. Abandonnant la perspective normative, la finance s'inscrit désormais dans une perspective « positive », autrement dit « explicative ». Au lieu de traiter de questions telles que « Que devraient-êre les politiques d'investissement, de financement et de dividendes ? », les chercheurs se préoccupèrent de questions du type « Quels sont les effets des politiques d'investissement, de financement et de dividendes sur la valeur de la firme ? ». Le *survey* de Brennan confirme ce changement de perspective puisqu'il précise (1995, p. 10) que des questions de recherche amplement traitées avant les années 1970, telles que l'utilisation de la programmation linéaire dans le choix des investissements, les modèles de gestion de trésorerie fondés sur les modèles de gestion des stocks ou, encore, les modèles de gestion du crédit-client basés sur les chaînes de Markov sont désormais délaissées. Or, ces différentes questions, qui sont relatives à l'utilisation de la recherche opérationnelle pour résoudre les problèmes financiers, s'inscrivent dans une perspective normative ou, tout au moins, prescriptive.

Ce passage du normatif au positif peut également s'interpréter comme celui de la finance du champ de la gestion à celui de l'économie, à l'instar de ce qu'écrivait Brennan

¹² On trouvera, par ailleurs, une histoire générale de la finance dans Belze et Spieser (2005).

dans son *survey*. Toutefois, tant Jensen (1983) que Jensen et Smith (1984) insistent sur l'importance de disposer de théories explicatives performantes pour aider les praticiens à prendre les meilleures décisions possibles. Ainsi, par exemple, dans une perspective très pragmatique (au sens épistémologique), Jensen va jusqu'à écrire (1983, p. 323) « *The choice among competing theories will be based on which is expected to yield the highest value of the objective function when used for decision making.* », et que l'évaluation de la signification des théories doit se faire dans cette perspective décisionnelle, laquelle doit primer sur les tests statistiques traditionnels. Précisons, cependant, que la position de Jensen, qu'on peut assimiler, à première vue¹³, à de l'instrumentalisme mais dans un sens pragmatique, ne reflète pas la position de l'intégralité de la communauté des chercheurs en finance.

Cette opposition théorie « positive »/théorie « normative » est traditionnelle dans la littérature épistémologique et est généralement attribuée à Hume et à sa célèbre « guillotine », selon laquelle on ne peut déduire ce qui doit être (le normatif) de ce qui est (le positif)¹⁴. La distinction entre théorie positive et normative est, comme dans l'économie du *mainstream*, clairement respectée en finance et le fait que la conception des théories positives se fasse, la plupart du temps, en fonction d'un objectif normatif tel que la maximisation de la valeur de la firme ou de la valeur actionnariale ne la remet pas en cause. La question même de l'origine de l'objectif à poursuivre est rarement débattue dans le paradigme financier qui, le plus souvent, fait référence, plus ou moins explicitement, à l'optimum de Pareto de premier rang accompagné d'un certain nombre d'hypothèses auxiliaires pour pouvoir être traduit en objectif de maximisation de la valeur de la firme ou, encore, de maximisation de la valeur des titres des actionnaires. Bien entendu, selon qu'on retienne un objectif de maximisation de la

¹³ Comme nous le verrons par la suite, la position de Jensen et du courant de la TPA est plutôt réaliste.

¹⁴ D'une certaine façon, en particulier relativement aux sciences de gestion, la trilogie proposée par John Neville Keynes, distinguant positif/normatif et prescriptif – c'est-à-dire les théories permettant de proposer la meilleure façon d'atteindre les objectifs – serait plus pertinente.

valeur globale de la firme¹⁵ ou de ses seuls actionnaires – objectifs qui ne convergent que sous certaines hypothèses – la conception des théories explicatives et des façons d’atteindre les objectifs préconisés varie. En ce sens, le positif est subordonné au normatif. Une finance qui retiendrait un objectif de maximisation du capital humain des salariés de la firme conduirait vraisemblablement à des modèles théoriques très différents, par exemple, pour expliquer la structure de financement.

Précisons, cependant, que la distinction normatif/positif est parfois contestée au motif que les jugements normatifs reposeraient eux-mêmes sur des faits, auquel cas la norme serait fondée sur ce qui est et la distinction normatif/positif perdrait sa justification. Tel serait le cas, par exemple, si l’objectif de maximisation de la valeur actionnariale correspondait à un fait établi¹⁶, ce qui est loin, semble-t-il d’être le cas, au vu des résultats des différentes enquêtes effectuées auprès des dirigeants. Il en est d’ailleurs de même de l’optimum de Pareto, puisque lors des enquêtes réalisées pour évaluer différents schémas de répartitions, les réponses obtenues ne confirment pas la préférence présumée pour la norme parétienne.

Quelle que soit la justification des normes, il est évident que la façon de poser la question conditionne la construction de la théorie, sa mise à l’épreuve ultérieure et les prescriptions qu’on pourra en déduire. Ainsi, en matière de gouvernance, le fait de retenir un objectif de maximisation de valeur actionnariale conduit à proposer une théorie permettant d’expliquer les systèmes de gouvernance en fonction de cet objectif et, dans une phase ultérieure, de préconiser des mesures adaptées à cet objectif, par exemple, la structuration du package de rémunération des dirigeants de façon à l’inciter à maximiser cette valeur.

¹⁵ L’objectif de la valeur globale de la firme peut, lui-même, se décliner de différentes façons selon qu’on adopte une valeur n’ayant pour contrepartie que les seules « créances » des investisseurs financiers dont les titres sont cotés ou si on retient, dans une perspective partenariale large, une valeur de la firme faisant intervenir comme contrepartie les créances implicites d’autres partenaires, par exemple, les salariés.

¹⁶ Ce qui poserait d’ailleurs la question de disposer d’une théorie explicative de l’adoption de cette norme de gestion. Elle pourrait passer, par exemple, par un argument de type évolutionniste. C’est l’argument avancé par Jensen pour justifier la maximisation de la valeur actionnariale. On retrouve, ainsi, l’argumentation proposée par Alchian (1950) pour justifier l’objectif de maximisation du profit. Autrement dit, la concurrence entre organisations ne laisserait subsister que les entreprises ayant adopté cet objectif.

1.1.2. La littérature financière actuelle, une confirmation de la nature positive de la recherche financière

Cette évolution vers une finance « positive » s'est-elle confirmée dans la recherche financière récente ? L'analyse des articles de finance d'entreprise issus du *Journal of Finance* pour l'année 2005, conduit à distinguer trois types de questions qui poursuivent toutes un objectif explicatif, ce qui confirme l'hégémonie de la finance positive :

(1) Les questions « fermées » portant sur l'explication d'un phénomène constaté (la variable à expliquer), à « rendre compte d'un fait », par exemple, la part importante de capital détenue par les entrepreneurs dans leur propre entreprise (Bitler et *al.*, 2005), les limites de la globalisation financière (Stulz, 2005), etc. La démarche consiste, comme dans Bitler et *al.* (2005), à construire un modèle permettant de prédire – au sens d'en rendre compte – le phénomène constaté. Dans le cas où le modèle formel proposé aboutit à des hypothèses testées, les résultats des tests ne font apparaître que des hypothèses corroborées, ce qui est peu surprenant au vu de l'objectif poursuivi, relativement modeste puisqu'il ne s'agit que de rendre compte de phénomènes constatés. Comme le souligne Salmon (2001), l'intérêt de ce type de recherche, qui peut paraître limité dans une perspective de mise à l'épreuve empirique, se révèle à terme par les travaux ultérieurs qui vont lui répondre pour la critiquer ou la compléter. La mise en évidence, lors de cette confrontation, de nouveaux faits incompatibles avec le premier modèle révélera alors une réfutabilité *ex post*¹⁷.

(2) Les questions – plus ou moins – « ouvertes » cherchant à cerner l'incidence d'un phénomène, qui constitue alors la variable explicative, sans que cette incidence soit connue à l'avance. On retrouve ce type d'interrogation, par exemple, dans Beck et *al.* (2005) qui cherchent à expliquer l'incidence des obstacles financiers, légaux ou de la corruption sur la croissance des firmes, chez Gupta (2005), qui s'interroge sur l'incidence des privatisations

¹⁷ Salmon (2001), « La réfutation révèle alors *ex post* l'existence, non discernée *ex ante*, de la réfutabilité ».

partielles sur la performance des firmes ou, encore, chez Durnev et Kim (2005), dont l'objectif est d'établir la relation entre les caractéristiques des firmes, l'environnement légal, leurs pratiques de gouvernance et leur valeur sur le marché. Dans ce type de questionnement, le modèle proposé est à même d'avoir un éventail plus riche de prédictions, celles-ci pouvant varier en fonction des paramètres fixés pour les variables explicatives. L'objectif poursuivi semble être la construction d'un outil – le modèle – permettant de parvenir à une explication contingente, de définir des zones de possibilité, qui pourront être soumises à évaluation empirique. Le caractère prédictif de ce type de modèle ne se limite pas à rendre compte d'un phénomène constaté, mais conduit à mettre en évidence des « faits nouveaux ».

(3) Les questions visant à identifier les déterminants d'un phénomène, à l'instar des recherches de Corwin et Stultz (2005) qui s'interrogent sur ceux de la structure d'un syndicat d'introduction en bourse ou de Faccio et Masulis (2005) qui cherchent à identifier ceux du choix du mode de paiement des fusions et acquisitions en Europe. Il ne s'agit plus, dans ce cas de figure, de construire un modèle permettant d'expliquer un phénomène constaté ou de faire une prédiction ouverte. Il s'agit d'évaluer les pouvoirs explicatifs respectifs des variables issues de modèles existants ou introduites de façon relativement intuitive. Dans le premier cas, on peut considérer que cette troisième catégorie de questions et de recherches a, en quelque sorte, un statut auxiliaire en s'inscrivant dans la mise à l'épreuve des résultats issus des deux premières catégories de questions.

Au-delà de l'objectif systématiquement explicatif des questions posées, et si on écarte la troisième catégorie de questions en raison de son caractère subordonné, deux autres dimensions nous semblent importantes pour caractériser les questions posées. En premier lieu, c'est le rôle attribué au phénomène à l'origine de la question, variable à expliquer ou variable explicative. En second lieu, c'est la dimension exploratoire associée au caractère ouvert ou fermé des questions posées. Comme on le verra dans la seconde partie, ces dimensions

conditionnent la nature du travail de recherche qui s'appuie, quasi-systématiquement, sur un modèle, même si celui-ci n'est pas nécessairement formalisé. Un point important qui permet, à notre sens, de caractériser la recherche en finance d'entreprise est le rôle central accordé à la modélisation pour répondre à des questions sur le réel. Cela ne signifie pas, bien au contraire, que les recherches empiriques sont rares, mais qu'elles s'inscrivent, presque toujours, dans la continuité d'un modèle, plus d'ailleurs pour en révéler le potentiel que pour le mettre à l'épreuve dans une perspective infirmationniste. Cette subordination quasi-systématique à la modélisation, qui apparente la recherche en finance à la recherche en économie – même si bien entendu cette dernière n'a pas l'exclusivité de l'usage des modèles –, est peut-être un des traits les plus caractéristiques comparativement à d'autres branches des sciences de gestion.

1.1.3. Quel est l'intérêt des questions posées ?

La formulation des questions de recherche conduit également à s'interroger sur le public pouvant être potentiellement intéressé par les réponses obtenues ? Comme on peut supposer que la communauté des chercheurs en finance – tout au moins ceux qui partagent le même champ d'investigation – est, *a priori*, intéressée par les questions posées et les réponses apportées, la question revient à s'interroger sur l'intérêt de ces questions et réponses pour les décideurs, autrement dit, de tenter d'évaluer le bien-fondé de la justification pragmatique proposée par Jensen (1983), quant à l'intérêt des théories positives pour la prise de décision. Au-delà des dirigeants d'entreprise ou d'institution financière dans certains cas, les résultats obtenus sont censés pouvoir aider également les autorités de régulation et les pouvoirs publics pour guider leurs interventions dans certains domaines (privatisation, réglementation boursière, etc.).

L'analyse des thèmes des articles issus du *Journal of Finance* montre cependant qu'ils sont souvent assez éloignés des préoccupations immédiates des dirigeants et gestionnaires

financiers. Si, par exemple, l'intérêt de savoir, quelle est l'incidence sur la valeur de la firme des fonds obtenus suite aux cessions d'actifs semble assez évident, cet intérêt apparaît beaucoup moins direct pour une question telle que « Comment expliquer rationnellement les vagues d'introduction en bourse? ». Ce scepticisme rejoint d'ailleurs les investigations de chercheurs comme Copeland (2002), qui, à l'issue d'une série d'interviews de praticiens de la finance, conclut que la majeure partie de ce qui est enseigné en finance est de peu d'utilité pratique, que les revues scientifiques de finance sont rarement lues par les praticiens y compris par ceux qui ont reçu une formation doctorale et que les compétences qui leur sont utiles pour exercer leurs fonctions ont été acquises par l'expérience. Ce constat très pessimiste¹⁸, d'un écart important entre les attentes des praticiens et les résultats de la recherche financière, conduit à se poser les questions suivantes : ce résultat n'est-il pas lié à la façon même de formuler les questions de recherche des chercheurs en finance ? N'est-il pas dû, au moins en partie, au passage d'une optique normative à une optique positive ? Les conclusions de Jensen concernant l'intérêt pour la pratique des théories positives ne sont-elles pas trop favorables ? Les praticiens ne sous-estiment-ils pas l'influence de la théorie financière sur leurs décisions et son utilité ?

Les attentes des praticiens sont habituellement formulées en termes d'aide à la décision, autrement dit de production de règles, d'outils, de recommandations facilitant la décision financière. En matière de finance d'entreprise, les attentes concernent donc les aides au choix d'investissement, au choix de financement, à la politique de dividendes, à la gestion des risques et si on tient compte de la connexité introduite par la gouvernance avec les structures juridiques et organisationnelles, de conseils sur des questions telles que la composition des conseils d'administration, des comités du conseil, des packages de rémunération, voire des structures juridiques associées aux différentes formes

¹⁸ L'article de Graham et Harvey (2001) conduit également à être pessimiste sur l'apport de la théorie financière à la pratique.

organisationnelles. Force est de reconnaître que, dans la plupart des domaines évoqués, les prescriptions et les outils qui trouvent leur origine dans la théorie financière restent fragiles et imprécis. On caractérise souvent la finance comme la science de l'évaluation, or, malgré les progrès accomplis, par exemple, pour prendre en compte le caractère optionnel de certaines décisions, on est loin de disposer d'une théorie de l'évaluation suffisamment précise pour satisfaire les besoins des décideurs. Ainsi, s'il est vraisemblable que les coûts de transaction et d'agence ont une incidence significative sur le coût du capital et l'évaluation des entreprises, l'estimation de cette incidence reste encore très floue. Dans certains cas, la recherche demeure même dans l'incapacité de conclure sur son sens global – positif, négatif, neutre – en raison de l'imbrication des différents facteurs supposés intervenir et les très nombreux tests réalisés fournissent des résultats souvent contradictoires.

Cette incapacité, toutefois, ne semble pas liée à la nature des questions posées mais bien davantage aux caractéristiques du domaine étudié, en particulier, à la possibilité d'établir des lois universelles dans un domaine qui relève des sciences sociales, à l'instar de ce qui se passe dans les sciences dures. Jensen (1983) subordonne l'intérêt de la théorie pour la pratique à la possibilité de faire des prédictions, mais une telle possibilité suppose l'existence, sinon de lois universelles, de régularités suffisamment stables, or certains épistémologues (par exemple, Cartwright, 1983 ; Lawson, 1989, 1997) doutent qu'on puisse identifier de telles régularités dans le domaine des sciences sociales.

Peut-on pour autant en conclure que la recherche en finance ne présente aucun intérêt pour la pratique financière et que les deux univers sont condamnés à s'ignorer ? Nous ne le pensons pas, pour au moins deux raisons. Premièrement, à l'instar de ce qui s'est passé dans certains domaines de la finance de marché, les règles et les outils construits par la théorie financière peuvent progresser pour être utiles aux praticiens, lesquels, dans une logique très pragmatique, préfèrent, de toute façon, des conseils et des instruments, mêmes grossiers, à

l'absence totale de support décisionnel. Deuxièmement, l'influence, peut-être la plus importante, des recherches en finance d'entreprise sur la pratique passe par la création de cadres conceptuels qui permettent de construire les décisions. Ainsi, même si on ne dispose que de méthodes grossières pour évaluer le coût du capital, l'apport le plus important de la théorie n'est-il pas d'avoir fourni un cadre pour construire les décisions d'investissement ? De même, le véritable apport de la théorie des options, n'est-il pas d'avoir insisté sur les options cachées dans toute décision d'investissement ? Ce rôle cognitif des théories et des modèles, sur lequel nous reviendrons dans la seconde partie, est tellement prégnant qu'il reste très souvent inaperçu. L'examen des réformes récentes en matière de gouvernance révèle, cependant, à quel point les cadres cognitifs fournis par la théorie jouent un rôle déterminant dans la construction des codes de gouvernance (Wirtz, 2006).

1.2. La nature des méthodes

Au-delà de la nature des questions de recherche que se posent les chercheurs en finance et de l'intérêt de ces questions pour la pratique, une caractérisation de la recherche en finance d'entreprise passe également par une description des méthodes d'investigation utilisées. Pour mener à bien cette description, nous allons successivement recourir à trois sources : (1) la littérature existante, (2) la base d'articles du *Journal of Finance* et (3) les articles les plus cités issus des deux revues les mieux classées du domaine, le *Journal of Finance* et le *Journal of Financial Economics*.

1.2.1. Les méthodes d'investigation dans la littérature

Une des rares études décrivant les méthodes utilisées en finance est celle de Tufano (2001). Elle porte sur l'ensemble des articles de finance (finance d'entreprise et finance de marché) publiés dans trois revues en 1999 : le *Journal of Finance*, le *Journal of Financial*

Economics et la *Review of Financial Studies*. Les résultats obtenus seront présentés en les confrontant (cf. tableau 1) à ceux issus de l'étude plus générale de Morgan (1988), dont l'objectif était de comparer les méthodes utilisées en économie, science politique, sociologie, chimie et physique. Les chiffres figurant dans l'étude de Morgan résultent d'une synthèse de différentes études menées, entre 1982 et 1986, à partir des revues les plus significatives des domaines scientifiques concernés.

Tableau 1 – Nature théorique ou empirique des recherches dans différents domaines (d'après Morgan, 1988 et Tuffano, 2001)

Nature des travaux	Économie	Science Politique	Sociologie	Chimie	Physique	Finance (2)
<i>Travaux théoriques</i>						
Modèles mathématiques, pas de données	42 %	18 %	1 %	0 %	12 %	20 %
Analyse sans formalisation mathématique ni exploitation de données	7 %	23 %	18 %	0 %	0 %	1 %
Méthodologie statistique	1 %	0 %	3 %	0 %	0 %	7 %
Sous-total	50 %	41 %	22 %	0 %	12 %	28 %
<i>Analyse empirique</i>						
Fondée sur des données collectées à l'initiative de l'auteur	5 %	10 %	23 %	17 % (1)	41 %	12 %
Fondée sur des données publiées ou générées par ailleurs	39 %	41 %	51 %		0 %	52 %
Sans utilisation de l'inférence statistique	1 %	2 %	1 %		0 %	
Fondée sur des expériences et des simulations	6 %	6 %	3 %	83 %	48 %	4 %
Études cliniques						4 %
Sous-total	51 %	59 %	78 %	100 %	89 %	72 %

Remarques : (1) Regroupe les deux catégories de données ; (2) Pourcentages évalués en fonction de la nature des articles.

L'étude de Tuffano met en évidence que les travaux purement théoriques comptent pour 28 % en finance (sans distinction de la finance de marché et de la finance d'entreprise), avec une forte prédominance de la modélisation mathématique. Les travaux de nature empirique sont, très majoritairement, des études statistiques portant principalement sur des bases de données publiques et, plus accessoirement, sur des bases de données construites par l'auteur. Les méthodes d'investigation fondées sur des expériences, des simulations, voire des études de cas, sont peu utilisées.

D'une certaine façon, la finance occupe une position intermédiaire entre les deux extrêmes constitués par l'économie et la chimie. Avec la sociologie, elle est la plus proche des sciences dures en termes de recours à l'analyse empirique. Il faut cependant mentionner qu'en raison de sa nature particulière, comparativement aux sciences dures, elle a très peu recours aux expériences et simulations. En matière de travaux théoriques, elle apparaît être la discipline qui recourt le plus à la modélisation mathématique, mais de façon nettement moins prononcée qu'en économie où celle-ci représente 42 % des recherches. On peut également souligner, qu'il y a très peu d'analyse théorique non fondée sur la modélisation mathématique, contrairement à ce qu'on peut constater pour la science politique et la sociologie. Il est vraisemblable que si on étendait ce type d'investigation à d'autres branches des sciences de gestion, on aurait un profil plus proche de celui de la sociologie, avec une part importante d'analyse théorique non fondée sur des modèles mathématiques et, sur le plan empirique, principalement des études statistiques, avec, cependant, un recours plus important aux études cliniques.

Concernant la comparaison avec l'économie, compte tenu de l'ancienneté des chiffres figurant dans l'étude de Morgan, il est important de considérer ceux plus récents cités dans l'étude de Kim et *al.* (2006). Cette dernière révèle une évolution très significative des méthodes de recherche en économie, depuis 1970, – vues à travers les travaux les plus cités – des travaux de modélisation théorique vers les travaux empiriques. Si sur la période 1980-1984, la répartition des articles les plus cités était de 28,6 % pour la méthodologie, de 11,4 % pour les travaux empiriques, de 2,9 % pour les *surveys* et de 57,1 % pour les travaux théoriques, ces pourcentages étaient sur la période 1995-1999, respectivement de 22,9 % (méthodologie), 60 % (empirique), 5,7 % (*surveys*) et 11,4 % (travaux théoriques). La baisse des travaux de modélisation théorique est particulièrement notable¹⁹, puisque leur part était de

¹⁹ Cette baisse des travaux théoriques est également confirmée dans le récent article de Keloharju (2008) qui, sur la base de l'échantillon des 300 articles, publiés sur la période 2000-2006 et ayant recueilli le plus de citations

76,7 % sur la période 1970-1974. Par ailleurs, comparativement à l'étude de Tuffano, les profils de l'économie et de la finance sont désormais beaucoup plus proches, ce qui est peu surprenant, la finance étant souvent considérée comme une composante de l'économie.

1.2.2. Les méthodes d'investigation utilisées dans les articles du Journal of Finance sur 2005

La conclusion établie à partir de l'étude de Tuffano est-elle confirmée sur la base de l'échantillon d'articles concernant la seule finance d'entreprise ? Sur les 35 articles recensés, 21 articles sont des études de nature économétrique et statistique reposant sur des bases de données constituées ou non par l'auteur. Dans ces articles, les hypothèses testées sont, le plus souvent, issues d'une revue de littérature. Neuf articles offrent à la fois une modélisation mathématique et un test des hypothèses dérivées du modèle. Cinq articles présentent un modèle mathématique non accompagné d'un test empirique. Il faut également préciser que seuls deux des articles recensés ont recours à des données qualitatives issues de questionnaires ou d'interviews en complément de données quantitatives. Enfin, un des articles fondé sur la modélisation mathématique présente également une étude du modèle s'appuyant sur une simulation numérique. Aucun des articles retenus ne s'appuie sur une étude de cas ou sur une expérience au sens de l'économie expérimentale. Dans l'ensemble, il ne semble pas y avoir de différence très significative avec l'étude de Tuffano qui portait à la fois sur la finance de marché et la finance d'entreprise. La recherche en finance reste centrée sur la modélisation mathématique et les études économétriques : près de 86 % des études recensées comportent un test empirique et 40 % des articles incluent un modèle mathématique. De nouveau, la proximité avec les méthodes privilégiées en économie est confirmée. On ajoutera que les tests économétriques réalisés s'inscrivent en prolongation soit des modèles proposés, soit de modèles existants.

dans *Google Scholar*. Ainsi, aucun des 20 articles classés en tête n'est à prédominance théorique et il n'y a que sept articles parmi les 50 premiers qui le sont.

Comparativement à d'autres branches des sciences de gestion, on peut s'interroger sur le faible nombre d'études cliniques publiées dans les grandes revues de finance. Ce résultat apparaît d'autant plus surprenant que les éditeurs du *Journal of Financial Economics*, l'autre revue phare du domaine de la finance, avaient pris nettement position en faveur du développement des études cliniques (Jensen et al., 1989). Reprenons, afin d'illustrer cette prise de position, quelques extraits de l'éditorial encourageant la publication d'études de cas dans le *Journal of Financial Economics* :

« Clinical work can guide theorists and empiricists to empirically relevant imperfect market theories by providing in-depth analysis of the important dimensions of a phenomenon. When successful, such papers influence not only the issues that interest large-sample empiricists and the data they collect but also the hypothetical and simple characterizations that theorists use in modelling the world. Drawn directly from the world, such characterizations are more likely to be productive than those that come from the journal literature or solely from the researcher's imagination. » (Jensen et al., 1989, p. 4)

Cet accent mis sur le caractère productif des études de cas pour produire de nouvelles hypothèses était complété par quelques lignes consacrées aux standards pour évaluer ce type d'articles, les éditeurs insistant sur l'importance de soulever de nouvelles questions ou de mettre en évidence de nouveaux puzzles. Cette prise de position faisait d'ailleurs suite aux développements méthodologiques concernant l'intérêt des méthodes qualitatives que Jensen (1983) avait consacrés à la TPA appliquée à la recherche comptable, mais qui pouvaient être transposés à la finance d'entreprise.

Ce plaidoyer en faveur du développement des études cliniques se retrouvait à nouveau dans l'article introductif dû à Tuffano (2001), à un numéro spécial du *Journal of Financial Economics* associé à une conférence conjointement organisée par la *Harvard Business School* – dont on connaît la prédilection pour les études de cas – et la revue et consacré au rôle des

études cliniques. Dans cet article, Tuffano rappelait que la revue avait publié 41 articles à caractère clinique en 2000 (8 % du total des articles publiés) et revenait sur le positionnement méthodologique des études de cas et sur les différents rôles (construction de la théorie, test de la théorie, application de la théorie et communication) qu'elles pouvaient remplir. Un des articles de ce numéro spécial, celui de Graham et Harvey (2001), consacré à une étude réalisée auprès des praticiens visant à cerner l'intérêt pratique des apports de la théorie financière, allait d'ailleurs être distingué en obtenant le prix Jensen du meilleur article publié dans le *Journal of Financial Economics* pour l'année 2001. Malgré ces encouragements, les études cliniques se sont cependant peu développées, puisque sur les années 2004 à 2006, une seule étude clinique a été publiée dans cette revue. Il semble donc que la recherche en finance, – tout au moins dans ses deux principales revues supports – reste peu perméable au développement des recherches de nature qualitative, à l'instar de ce qui se passe dans le *mainstream* économique. Il est vraisemblable que ce phénomène s'explique, au moins en partie, par les liens relativement lâches (ou supposés tels) qui existent entre le travail de modélisation et sa mise à l'épreuve empirique, et les utilisations qu'on peut faire des études de cas.

1.2.3. Les options méthodologiques dans les articles les plus cités

Dans la mesure où les articles les plus cités sont souvent les plus innovants, il semble pertinent de compléter l'investigation sur la nature des méthodes utilisées de façon à voir s'ils diffèrent en matière de méthodes. L'identification de ces articles a été faite à partir du nombre de citations qu'ils ont recueillies, figurant dans la base *ISI Web of Knowledge*. Nous avons identifié pour les articles publiés dans les deux principales revues du domaine²⁰, les dix

²⁰ On pose l'hypothèse *a priori* plausible que les articles fondamentaux en finance paraissent prioritairement dans les deux principales revues du domaine. Bien entendu, il y a des exceptions célèbres comme les articles de Modigliani et Miller (1958) ou Miller et Modigliani (1961), considérés comme fondateurs de la finance d'entreprise moderne, consacrés respectivement à la structure de financement et à la politique de dividendes et

articles de finance d'entreprise publiés entre 1975 et 2007 et ayant recueilli le maximum de citations sur cette même période. Nous avons également collecté cette même information pour les articles publiés sur la période 2000-2007, de façon à voir s'il y avait eu des évolutions sur la période récente. Enfin, au-delà du classement fondé sur le nombre absolu de citations, nous avons également fait figurer certains articles ayant recueilli moins de citations (en raison notamment de leur caractère plus récent), mais ayant obtenu un score annuel moyen de citations important, ce qui explique que plus de dix articles figurent dans le classement.

Tableau 2 – Classement des articles sur la période 1975-2007 (établi au 14/08/2007)

Auteurs	Titre	Source	Année	Nombre de citations	Moyenne de citations par année	Citations En 2006	Nature de l'article
Jensen et Meckling	Theory of Firm - Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure	JFE	1976	3694	115,4	275	Modélisation théorique Théorisation littéraire également
Myers et Majluf	Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have	JFE	1984	1113	46,4	81	Modélisation avec exemple numérique
Myers	Determinants of Corporate Borrowing	JFE	1977	787	26,2	50	Modélisation théorique
Jensen et Ruback	The Market for Corporate-Control - The Scientific Evidence	JFE	1983	611	24,4	23	Revue de littérature, analyse littéraire
Leland et Pyle	Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation	JOF	1977	553	17,8	29	Modèle théorique
Morck, Shleifer et Vishny	Management Ownership and Market Valuation - An Empirical Analysis	JFE	1988	523	26,1	56	Étude empirique économétrique Test d'hypothèse
Miller M.	Debt and Taxes	JOF	1977	499	16,1	17	Analyse

publiés dans l'*American Economic Review* et le *Journal of Business* ou, plus récemment, celui de Jensen (1986) à la base de la théorie du *Free Cash Flow*, paru dans l'*American Economic Review*. On peut cependant noter, concernant la finance de marché, que des articles aussi importants pour le développement du domaine que ceux de Sharpe, de Black et Scholes et de Merton ont été respectivement publiés dans *Management Science*, le *Journal of Political Economy* ou, encore, le *Bell Journal of Economics and Management Science*. Précisons cependant, que le *Journal of Financial Economics* n'a été créé qu'en 1974. Cette prédominance des deux principales revues de finance est confirmée par Keloharju (2008) qui propose son propre classement à partir des citations issues de *Google Scholar*.

							littéraire sur la base d'une modélisation sommaire Discours présidentiel Association américaine de Finance
La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer et al.	Legal Determinants of External Finance	JOF	1997	481	43,7	72	Analyse empirique économétrique Test d'hypothèse
Shleifer et Vishny	A Survey of Corporate Governance	JOF	1997	465	42,3	83	Revue de littérature
Smith et Warner	Financial Contracting - Analysis of Bond Covenants	JFE	1979	451	15,5	13	Analyse littéraire
Jensen	The Modern Industrial-Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control-Systems	JOF	1993	416	27,7	51	Analyse littéraire Discours présidentiel Association américaine de finance
Weisbach	Outside Directors and CEO Turnover	JFE	1988	402	20,1	37	Étude empirique économétrique
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer	Corporate Ownership around the World	JOF	1999	372	41,3	78	Étude statistique descriptive plus test d'hypothèse

Note : JFE *Journal of Financial Economics* ; JOF *Journal of Finance*.

Avant d'aborder la nature des méthodes utilisées dans ces articles, plusieurs remarques s'imposent. Premièrement, quatre articles sont des discours présidentiels (Association Américaine de Finance) ou des revues de littérature, ce qui, en général, entraîne une forme principalement littéraire. Deuxièmement, certains auteurs apparaissent à plusieurs reprises. Ainsi, Shleifer apparaît quatre fois et Jensen, trois fois, ce qui, bien entendu, détermine fortement les conclusions obtenues compte tenu de l'orientation de leurs travaux qui privilégient plutôt les analyses littéraires et les études empiriques. Les articles dont la contribution principale est un modèle théorique formalisé sont au nombre de trois, voire quatre, si on y inclut le célèbre article de Jensen et Meckling dont la contribution cependant dépasse largement le modèle de la structure de financement qui y est inclus et qui repose sur

une formalisation relativement rudimentaire. La contribution des autres articles consiste, soit en une analyse littéraire, soit en une étude empirique, le plus souvent un test d'hypothèse.

Au total, il apparaît, notamment si on substitue au classement fondé sur le nombre absolu de citations, celui reposant sur les moyennes annuelles que les articles les plus influents sont rarement très formalisés, en particulier pour les contributions de Jensen et Meckling et celles apparentées au courant juridico-financier de la gouvernance. Ce résultat peut être considéré, dans une certaine mesure, comme allant contre l'idée souvent reçue – tout au moins en France... – que les principaux développements théoriques en finance passent par une formalisation mathématique très poussée. Cette idée est contredite, tout au moins pour les recherches en finance d'entreprise et gouvernance dans lesquelles la modélisation reste souvent au stade littéraire.

Tableau 3 – Classement des articles sur la période 2000-2007 (au 14/08/2007)

Auteurs	Titre	Source	Année	Nombre de citations	Moyenne de citations par année	Citations En 2006	Nature
La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, et al.	Investor Protection and Corporate Governance	JFE	2000	171	21,4	37	Analyse littéraire
Claessens, Djankov, Lang	The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations	JFE	2000	140	17,5	36	Etude empirique Statistiques descriptives
Rajan, Servaes, Zingales	The Cost of Diversity : The Diversification Discount and Inefficient Investment	JOF	2000	116	14,5	16	Modélisation mathématique Simulation numérique Test économétrique d'hypothèses
Beck, Levine, Loayza	Finance and the Sources of Growth	JFE	2000	110	13,7	20	Etude empirique économétrique Test d'hypothèse
La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, et al.	Investor Protection and Corporate Valuation	JOF	2002	97	16,2	32	Modèle mathématique plus test empirique (économétrique) d'hypothèses
Graham JR, Harvey CR	The Theory and Practice of Corporate Finance :	JFE	2001	97	13,9	24	Etude empirique fondée sur des questionnaires

	Evidence from the Field						
Scharfstein, Stein	The Dark Side of Internal Capital Markets : Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment	JOF	2000	90	11,2	17	Modèle mathématique
Faccio, Lang	The Ultimate Ownership of Western European Corporations	JFE	2002	73	12,6	26	Etude empirique Statistiques descriptives
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, et al.	Agency Problems and Dividend Policies around the World	JOF	2000	72	9	16	Tests empiriques (économétriques) d'hypothèses issues de la littérature
Ritter, Welch	A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations	JOF	2002	71	11,8	24	Revue de littérature plus étude empirique

Les conclusions obtenues à partir des articles les plus cités sur la période 1975-2007 ne sont pas démenties par celles qu'il est possible de dégager à partir des citations des articles publiés sur la période 2000-2007. Il faut toutefois préciser que dans le hit-parade des articles sélectionnés, la place des articles consacrés à la gouvernance a augmenté. Les articles reposant sur une modélisation mathématique sophistiquée ne sont qu'au nombre de deux, l'article de La Porta *et al.* (2002) s'appuyant sur une modélisation assez simple. La plupart des articles sont de nature empirique et, parfois, ne consistent que dans des statistiques descriptives. On voit même apparaître un article (celui de Graham et Harvey, 2001) reposant sur des questionnaires.

Au total, les conclusions qu'on peut émettre à partir des articles les plus cités ne contredisent pas celles établies par Tuffano ou celles que nous avons obtenues sur la base des articles du *Journal of Finance* en 2005. Les études empiriques prédominent, la modélisation mathématique joue un rôle significatif mais non prépondérant. On peut également ajouter qu'en moyenne de citations, les articles les plus cités de la période 2000-2007 (moyenne de citations comprise entre 9 et 21,4) recueillent sensiblement moins de citations que ceux de la période 1975-2007 (moyenne annuelle de citations comprise entre 15,5 et 115,4 ou entre 15,5

et 46,4 si on exclut l'article de Jensen et Meckling). Il s'agit peut-être de la manifestation qu'un cycle de recherche en finance d'entreprise est entré dans sa zone de rendements décroissants à l'instar de ce que soulignaient Jensen et *al.* (2001) à propos de la finance d'entreprise antérieure à l'intégration des imperfections telles que les coûts d'agence et les asymétries informationnelles. Le mouvement de la finance comportementale qui a déjà fortement imprégné la finance de marché, mais dont l'influence en finance d'entreprise semble actuellement mineure – un seul article sur l'échantillon de 35 met en avant des aspects touchant à la finance comportementale – sera peut être à l'origine d'un prochain renouveau, tout au moins en termes de méthode (Rainelli-Le Montagner, 2008).

2. Aspects méthodologiques de la recherche en finance d'entreprise

La description qui vient d'être faite de la recherche en finance d'entreprise révèle, outre le rôle central accordé à la modélisation pour procéder à l'exploration théorique, une prédominance des travaux empiriques économétriques qui, sauf rare exception, ont pour objet de confirmer (plutôt que d'infirmer) les prédictions des modèles et sont donc subordonnés aux modèles. Il n'est pas abusif de conclure que les financiers sont avant tout des constructeurs de modèles (formalisés ou non) dont ils vont tester par la suite les prédictions²¹.

La nature des questions posées et les méthodes employées conduisent à classer les recherches en finance dans le courant dominant de la *Received View* (le « positivisme » au sens large²²). Au-delà de cette qualification grossière au vu du contenu hétéroclite de la *Received View*, peut-on caractériser plus précisément, sur le plan méthodologique, le positionnement de ces recherches ?

²¹ Dans les recherches à question fermée, le modèle est construit pour « prédire » un phénomène constaté, en rendre compte.

²² La *Received View* au sens large, telle que l'entend par exemple Hands (2001) regroupe outre les courants traditionnels de l'épistémologie, le positivisme logique, l'empirisme logique, le falsificationnisme Popppérien. Ce que certains auteurs, par exemple Girod-Séville et Perret (1999), qualifient de « positivisme », par opposition à des courants tels que l'interprétativisme et le constructivisme, correspond *grosso modo* à la *Received View*. On trouvera des définitions précises du positivisme, par exemple, dans Davis et *al.* (1998), dans Nadeau (1999) ou dans Ulises Moulines (2006).

Pour répondre à cette question, on peut, dans un premier temps, faire référence aux rares articles méthodologiques ayant eu pour thème la finance. Un des premiers articles de cette nature est celui de Salmon (1976) qui porte sur la méthode hypothético-déductive et les raisonnements en termes de « comme si » en économie. L'auteur montre que le MEDAF illustre l'intérêt de cette méthode et du raisonnement en « comme si » prôné par Friedman (1953) dans le domaine économique, notamment en termes de fécondité, pour prédire des faits nouveaux. Le MEDAF est l'un des modèles centraux de la finance de marché qui, cependant, a eu des conséquences importantes en matière de finance d'entreprise dans la mesure où il permet d'estimer le coût des fonds propres et, par suite, le coût moyen pondéré du capital. Dans un article très critique de la théorie financière, Frankfurter et McGoun (2002) prennent de nouveau l'exemple du MEDAF qui, selon eux, constituerait une illustration de l'instrumentalisme Friedmanien²³. Ils opposent cette démarche au « réalisme critique » prôné par Popper, principalement dans sa version falsificationniste²⁴. Ces deux auteurs considèrent que le MEDAF représente l'exemple-type de la méthodologie qui sous-tend l'économie financière ; leur critique porte principalement sur l'absence de réalisme des hypothèses qui conduirait à des théories inutiles tant sur le plan scientifique que pratique. Cette analyse méthodologique de la recherche en finance, fondée sur le MEDAF dont l'origine remonte à la fin des années (19)60, qui conclut en faveur de l'instrumentalisme à la Friedman, avec un rôle central attribué à l'irréalisme des hypothèses, peut-elle être transposée, telle quelle, aux recherches en finance d'entreprise, en particulier à travers les travaux fondateurs ? Une telle transposition, si elle s'avérait justifiée, signifierait une unité méthodologique du champ de la

²³ Précisons qu'ils retiennent, ici, l'interprétation instrumentaliste du texte de Friedman qui ne fait pas l'unanimité en raison de ses nombreuses ambiguïtés. Si des auteurs comme Boland (1979) ou Hausman (1992) classent Friedman dans la mouvance instrumentaliste, cette conclusion est critiquée notamment par Mingat et *al.* (1985) et Mäki (2003) considère, à certains égards, que Friedman est un réaliste et un constructiviste social. Pour la suite, même si cette qualification est contestable, nous utiliserons le terme instrumentalisme Friedmanien.

²⁴ Les auteurs opèrent une comparaison entre instrumentalisme Friedmanien et réalisme critique poppérien. Ils s'appuient sur l'analyse de Caldwell (1991), qui distingue le Popper falsificationniste des sciences dures de celui, non falsificationniste, des sciences sociales.

finance, à supposer, bien entendu, qu'elle rende compte de l'intégralité des recherches menées en finance de marché.

L'interprétation instrumentaliste s'oppose à une autre interprétation fréquente des démarches employées par les économistes financiers, celle du falsificationnisme Popppérien rattachée au courant réaliste. Tant l'examen du contenu des articles issus du *Journal of Finance*, qui montre qu'il est très rare que les hypothèses testées soient infirmées, que les conclusions d'épistémologues éminents de l'économie comme Blaug à propos de l'infirmité inoffensif des économistes du *mainstream* conduisent, cependant, *a priori*, à douter du bien fondé d'une telle interprétation. Si l'infirmité est fréquemment évoqué, ses exigences sont telles qu'il semble rarement pratiqué.

Pour qualifier, plus précisément, la nature méthodologique des recherches en finance d'entreprise, en particulier pour voir si elles relèvent de l'instrumentalisme ou du réalisme infirmité, il s'avère indispensable, à nouveau, de revenir au contenu des articles, en particulier, ceux qui sont considérés comme les plus influents du domaine. La première partie de l'article a montré qu'à l'instar du *mainstream* économique, la modélisation jouait un rôle central en finance d'entreprise tant pour forger les concepts que pour construire les hypothèses testables. En conséquence, nous allons centrer nos développements sur le travail de modélisation fait en finance d'entreprise, excluant de notre analyse, tant pour des raisons de priorité que de taille de l'article, les considérations spécifiques aux analyses empiriques, notamment à l'utilisation de l'économétrie. Ces dernières ne seront évoquées qu'en conclusion.

Comme nous l'avons mis en évidence, en première partie, en étudiant la nature des questions posées, la nature et le rôle des modèles varient assez sensiblement selon le type de recherche. Pour structurer notre analyse, nous examinerons le type de modélisation en considérant, successivement, les deux branches qui semblent avoir inspiré la plupart des

travaux contemporains en finance d'entreprise²⁵. La première, qui peut être vue comme un prolongement de l'économie néo-classique traditionnelle, est fondée sur le recours à des modèles formalisés. La seconde, qui s'inscrit dans une approche plus littéraire de la modélisation, est plus hétérodoxe et peut être considérée comme partageant les options méthodologiques de certains courants de la nouvelle économie institutionnelle. À travers cette analyse qui privilégie le travail de modélisation et le mode de construction des hypothèses testables, il sera également possible d'apporter des réponses plus précises à la question du positionnement méthodologique de la recherche en finance d'entreprise.

2.1. La modélisation formalisée dans la tradition néoclassique

Dans une synthèse récente portant sur l'utilisation des modèles en finance d'entreprise, Leland (2006) fait référence au modèle de Modigliani et Miller comme « l'ancêtre » des modèles structurels utilisés en finance. Il paraît donc utile de revenir sur le contenu de cet article pionnier, à l'origine de leur fameux théorème qui, pour Tirole (2006, p. 2), « [...] acted as a detonator for the theory of corporate finance, a benchmark whose assumptions needed to be relaxed in order to investigate the determinants of financial structure ». Un demi-siècle s'étant écoulé depuis la publication de l'article pionnier de Modigliani et Miller, ses principaux enseignements ayant depuis longtemps été absorbés dans les cours d'initiation à la finance d'entreprise, il n'est pas inutile de revenir sur son contenu et le modèle qu'il contient dans une perspective méthodologique. Ce modèle est souvent évoqué aujourd'hui comme l'archétype des modèles fondé sur des hypothèses irréalistes, déconnecté de toute préoccupation empirique et sans aucune utilité pratique. Cette présentation peut paraître surprenante si on revient aux objectifs des auteurs et au contenu précis de l'article. L'objectif

²⁵ Cette distinction s'appuie sur une logique similaire à la distinction opérée par Charreaux (2001) entre les deux branches de la « finance organisationnelle », sur la base d'une différence dans les types de modélisation. La nature des deux articles est cependant très différente, l'article de 2001 étant consacré au traitement de l'investissement dans la théorie financière et n'abordant que de façon très marginale le positionnement épistémologique de la recherche financière.

des auteurs, tel qu'ils l'énoncent (Modigliani et Miller, 1958, p. 264), était de parvenir à une définition opérationnelle du coût du capital et à une théorie de l'investissement utilisable en pratique. Par ailleurs, au-delà de la construction d'un modèle théorique formalisé aboutissant à une relation d'équilibre, les deux auteurs étaient préoccupés de la pertinence empirique de leur modèle, l'article en question incluant un test économétrique.

Revenons, brièvement, sur la façon de procéder des deux auteurs qui se sont vus chacun décerner le Prix Nobel, en partie en raison de ce modèle. Après avoir dérivé leurs fameuses propositions qui sont des relations d'équilibre, à partir d'une formalisation qui apparaît très simple (au vu des pratiques contemporaines...), sur la base d'un modèle d'équilibre partiel et du raisonnement d'arbitrage, ils en évaluent la robustesse en considérant l'incidence potentielle de l'introduction tant de l'impôt sur les bénéfices que de la multiplicité des taux d'intérêt. Dans un deuxième temps, ils en déduisent un certain nombre de relations théoriques potentiellement testables, telles que l'incidence du levier d'endettement sur le coût du capital, relations qu'ils vont tester sur deux échantillons de firmes du secteur électrique et du secteur pétrolier. Pour mener à bien ces tests, ils sont confrontés au traditionnel problème de la mesure de certaines variables non observables, puisque les relations font intervenir des taux anticipés. À l'instar de deux études antérieures, ils retiennent une moyenne de taux réalisés pour approximer les taux anticipés. Les résultats obtenus corroborent leurs relations et sont censés disqualifier les théories antérieures²⁶. Les auteurs sont conscients des limites potentielles de leurs résultats ; ils évoquent les possibles biais statistiques et l'absence de prise en compte d'autres facteurs pouvant déterminer les taux de rentabilité. Cette discussion concernant la validité empirique des relations théoriques est également suivie d'une analyse des conséquences du modèle pour le choix des investissements. Ils concluent l'article sur une note méthodologique en justifiant l'utilisation d'un cadre d'analyse très réducteur pour des

²⁶ Modigliani et Miller (1958, p. 287) « [...] *the empirical evidence we have reviewed seems to be broadly consistent with our model and largely inconsistent with traditional views* ».

raisons de maniabilité et en mentionnant que les hypothèses simplificatrices peuvent désormais être levées de façon à parvenir à une théorie d'un plus grand réalisme et d'une plus grande pertinence²⁷.

Sur le plan méthodologique, nous sommes donc confrontés à un exemple classique de démarche hypothético-déductive. Le modèle prédit une relation de neutralité (hors incidence de l'impôt) entre structure de financement et valeur de marché de la firme²⁸. D'une certaine façon, cette régularité prédite peut être considérée comme un « fait nouveau », les théories alternatives concluant en faveur d'une non-neutralité. Cette prédiction apparaît corroborée par les tests pratiqués. Les théories alternatives ne permettant pas de prédire cette neutralité se trouveraient ainsi infirmées. La démarche de Modigliani et Miller peut-elle être qualifiée d'instrumentaliste ou de réaliste et infirmationniste ?

Pour un instrumentaliste, l'objectif d'une théorie n'est pas de découvrir ou de se rapprocher de la vérité, de proposer une explication²⁹, une théorie ne s'évalue que par son utilité, ce qui, dans l'interprétation traditionnelle de l'instrumentalisme, peut s'apprécier sur la base du caractère prédictif de la théorie. L'importance accordée au caractère prédictif n'est pas gratuit ; de bonnes prédictions sont importantes pour guider ceux qui sont en charge des politiques économiques : elles ont une utilité pratique (Hausman, 2001). Quand Jensen (1983) pose la question de la prédiction par rapport à la qualité des décisions des managers, il rejoint, à première vue, cette conception de l'instrumentalisme d'inspiration pragmatique. Par ailleurs, dans les versions extrêmes de l'instrumentalisme, les concepts mobilisés ne sont que des fictions permettant de construire la théorie, mais n'ont pas d'existence réelle. Par exemple,

²⁷ Modigliani et Miller (1958, p. 296), « *These and other drastic simplifications have been necessary in order to come to grips with the problems at all. Having served their purpose they can now be relaxed in the direction of greater realism and relevance [...]* ».

²⁸ Avec introduction de l'impôt, on sait que cette relation ne tient plus et qu'alors la valeur de la firme croît linéairement avec l'endettement en raison des économies d'impôt liées à la déductibilité des intérêts.

²⁹ Selon Hausman (2001), chez Friedman l'explication est assimilable à la prédiction, sauf que le phénomène à expliquer a déjà été observé. Autrement dit, l'explication se résume à une « rétrodiction », de même que dans le modèle déductif-nomologique de Hempel (voir Hands, 2001), les deux démarches se séparent cependant en raison de positions différentes sur le réalisme des hypothèses, puisque le modèle de Hempel suppose vraies les prémisses.

pour un instrumentaliste, la notion de coût d'agence n'est qu'une fiction utile à la construction de la théorie, elle n'est pas censée intervenir dans les calculs réels des agents économiques. Il en va différemment pour un réaliste. Enfin, un des avantages généralement attribué à l'instrumentalisme est qu'il permet de s'accommoder facilement du caractère approximatif, voire faux de certaines hypothèses, l'important étant d'avoir un bon caractère prédictif en particulier en matière de faits nouveaux.

Si on revient à Modigliani et Miller, leur démarche semble participer davantage du réalisme que de l'instrumentalisme. L'objectif poursuivi dépasse apparemment, dans l'esprit des auteurs, la simple prédiction ; ils proposent une explication causale du lien entre valeur de marché de la firme et structure de financement fondé sur le mécanisme³⁰ d'arbitrage. Autrement dit, ils offrent une réponse à la question du *comment* un tel résultat est-il à même de s'établir à partir des stratégies d'arbitrage des investisseurs³¹.

La prédiction issue du modèle n'est pas évaluée pour elle-même mais sert à des fins de corroboration de la théorie et de contestation des théories antérieures jugées moins réalistes. Le fait que les auteurs envisagent de modifier leurs hypothèses de façon à parvenir à un plus grand réalisme du modèle nous semble conforter cette conclusion. On pourrait ajouter que l'irréalisme initial des hypothèses chez Modigliani et Miller est associé au souci de simplifier la construction du modèle et peut s'interpréter, soit comme un irréalisme d'approximation ou de négligibilité (Mäki, 2000), soit comme un irréalisme heuristique pour reprendre la terminologie de Musgrave³² (1981) ; on ne peut prétendre, à l'instar de ce que prône

³⁰ Sur le rôle des mécanismes en économie, cf. Salmon (2000, 2007) ou Mäki (2001).

³¹ À cet égard, l'analyse que propose McGoun (2003) sur l'absence de mécanismes de causalité qui seraient associés à la relation d'équilibre caractérisant le MEDAF ne nous semble pas s'appliquer au modèle de Modigliani et Miller. Si la relation d'équilibre qu'ils obtiennent, en tant que telle, ne fait pas apparaître de schéma de causalité, sa dérivation s'appuie sur le mécanisme d'arbitrage résultant des interventions des investisseurs. L'appareillage qui sous-tend la dérivation du MEDAF a une structure très différente.

³² La typologie de Musgrave est cependant critiquée par Mingat et al. (1985) et par Mäki (2000).

Friedman³³ (1953), qu'ils recherchent, par principe, à accroître l'irréalisme de leurs hypothèses pour parvenir à un meilleur pouvoir prédictif. En particulier, l'invocation du mécanisme d'arbitrage n'a rien d'irréaliste ; ce qui l'est c'est le fait de supposer que les coûts d'arbitrage soient nuls, mais l'ignorance des frictions est usuelle et a surtout un rôle heuristique dans la construction des modèles. La notion même d'arbitrage est au centre du fonctionnement réel des marchés financiers et nul n'est besoin d'avoir recours à l'argument du « comme si ». De même, l'hypothèse que les investisseurs réalisent leurs calculs en termes de rentabilités anticipées, fonction de classes de risque, est un schéma très plausible.

La discussion, relativement prudente, des résultats et de leurs limites, laisse également entendre que les auteurs se situent davantage dans une perspective réaliste qu'instrumentaliste, laquelle ne se préoccuperait pas, en principe, du caractère de vérité de la théorie³⁴. La dimension infirmationniste intervient principalement à l'égard des théories concurrentes. On ne peut prétendre que la relation théorique identifiée ait été soumise à des tests sévères dans l'esprit Poppérien, il s'agit bien davantage de montrer que la relation identifiée est « possible ». Enfin, la discussion sur la fiabilité du test statistique en raison des limites associées à la mesure approximative de variables inobservables telles que des taux anticipés ou à l'utilisation implicite de la clause *ceteris paribus* en évoquant les problèmes potentiels liés à l'ignorance d'autres variables déterminantes conduit à s'interroger sur le caractère véritablement testable de la relation théorique. Cette difficulté à tester les théories est d'ailleurs fréquente en économie et en gestion et pose le problème de l'intérêt, voire de la possibilité-même d'une démarche infirmationniste en économie et en gestion et, plus spécifiquement, en économie financière (Caldwell, 1984 ; Hausman, 1985).

³³ Friedman (1953, p.14), « *Truly important and significant hypotheses will be found to have « assumptions » that are wildly inaccurate descriptive representations of reality, and, in general, the more significant the theory, the more unrealistic the assumptions (in this sense).* »

³⁴ On pourrait ajouter que l'autre dimension conventionnaliste de la méthodologie Friedmanienne, à savoir la recherche de la simplicité de la théorie n'est pas véritablement présente dans la démarche de Modigliani et Miller. Même si leur théorie peut-être considérée comme simple, sa structure théorique apparaît plus complexe, comparativement aux théories alternatives proposées à l'époque.

Si l'évolution de la modélisation financière a profondément transformé la structure du modèle initial de Modigliani et Miller, notamment, en introduisant les effets de la fiscalité et du risque de faillite et, surtout, en ayant recours aux modèles d'évaluation fondés sur la théorie des options, la fonction attribuée aux modèles structurels en finance d'entreprise reste identique, à savoir, évaluer les titres (actions et dettes) et choisir la structure de financement optimale. Ils restent fondés sur des hypothèses simplificatrices et le mécanisme d'arbitrage et permettent de répondre, au-delà de leur objectif principal, à un certain nombre de questions connexes telles que l'estimation des probabilités de défaillance, les décisions d'investissement qui affectent les *cash flows* ou, encore, l'impact des politiques fiscales. La révision des modèles se fait en fonction de leur pouvoir prédictif relativement à un certain nombre de variables observées telles que les *spreads* de crédit et les probabilités de défaillances. Au-delà de l'évolution de la structure, la révision du modèle porte également sur les valeurs des paramètres des équations qui sont calibrées de façon à ce que le modèle soit compatible avec les variables observées précédemment citées. L'évaluation de la compatibilité du modèle n'a pas pour but de chercher à infirmer le modèle mais de s'assurer qu'il est correctement paramétré relativement au domaine d'application visé avant d'entreprendre de répondre à d'autres questions en partant d'une base jugée fiable.

La démarche ainsi suivie, à l'instar de l'analyse que proposent Huber et Verrall (1999) pour caractériser, sur le plan méthodologique, la construction des modèles des actuaires, s'apparente à la « méthode déductive inexacte » d'Hausman (1992). Selon ce dernier, cette méthode, qui s'inscrit en prolongement de la méthode *a priori* – le « déductivisme » – développée par Stuart Mill, serait celle à laquelle souscriraient la plupart des économistes au vu de leurs pratiques effectives. Elle s'écarte tant de l'instrumentalisme que du falsificationnisme. Pour Mill, l'économie est une science à part. Si, en raison de leur complexité, il est quasiment impossible d'étudier les phénomènes économiques par

l'observation directe et en recourant à l'induction, en revanche, la connaissance (par l'introspection ou l'expérience quotidienne) des facteurs de causalité spécifiques – notamment, pour Mill, la poursuite de la richesse – à ces phénomènes faciliterait, en revanche, la mise en œuvre de la méthode déductive. Cette dernière procède alors à la construction des théories (ou plutôt des modèles qui les composent) à partir de ces facteurs dominants et d'un certain nombre d'hypothèses auxiliaires. Les lois obtenues, cependant, ne sont pas comparables aux lois universelles des sciences de la nature. Il ne s'agit que de lois tendancielles – des quasi-lois – sujettes à des facteurs de perturbation qui les rendent « inexactes » en termes de prédiction. Dans cette démarche, les confrontations entre prédictions et réalité ne sont jamais des tests visant à infirmer les lois. Les lois étant fondées sur des déterminants « connus » ne peuvent être réfutées ; les tests permettent uniquement de cerner leur « domaine d'application ». Hausman dans son adaptation de la méthode de Mill s'en écarte cependant, en substituant à la connaissance *a priori* des facteurs de causalité, la notion de « généralisation » crédible. S'interrogeant sur le rôle et les caractéristiques des quasi-lois, il conclut qu'elles permettent de faire des assertions contrefactuelles sur ce qu'on devrait observer « en l'absence » de facteurs de perturbation et seraient caractérisées par des clauses *ceteris paribus* « vagues ».

Cette conclusion nous semble bien caractériser le statut du modèle de Modigliani et Miller. Partant de l'hypothèse standard de recherche de maximisation de la valeur par les investisseurs financiers, ce modèle a notamment permis de comprendre quel serait le lien entre valeur de marché de la firme et structure de financement en l'absence de coûts de transaction, de faillite, etc. et en « isolant » (cf. Mäki, 1992) le modèle d'autres facteurs tels que, par exemple, l'environnement institutionnel, cette isolation équivalant à la définition de clauses *ceteris paribus* vagues. Les développements ultérieurs de la modélisation de ce lien, ont consisté à modifier les hypothèses auxiliaires en introduisant, par exemple, la fiscalité ou

les coûts de faillite. Même si les modèles structurels actuels semblent très différents du modèle fondateur de Modigliani et Miller, notamment dans leur quantification plus sophistiquée du risque et leur caractère dynamique associés aux processus stochastiques mobilisés, leur noyau dur reste très proche du cadre construit par Modigliani et Miller et le raisonnement d'arbitrage en demeure le mécanisme central. On peut, sans exagération, prétendre que le paradigme proposé par Modigliani et Miller demeure une des principales grilles de lecture permettant d'appréhender la finance d'entreprise – tout au moins pour ce qui concerne la structure de financement et la politique de dividendes – au moyen de modèles et qu'il n'est pas abusif de parler d'une même famille de modèle, celle des modèles structurels en finance d'entreprise (fondés sur le raisonnement d'arbitrage) pour reprendre le terme de Leland. Les développements de la théorie de la structure financière dans ce cadre se sont faits bien davantage selon la logique de la méthode déductive inexacte que selon celle de l'infirmerisme. Le modèle initial de Modigliani et Miller, en tant que cadre général de raisonnement, n'a jamais été infirmé et rejeté et ses adaptations successives ont permis de progresser dans la compréhension des déterminants de la structure de financement.

Cette conclusion nous semble également devoir s'appliquer à l'autre branche de la finance d'entreprise recourant aux modèles formalisés, qui, en introduisant les conflits d'agence et, par conséquent, une dimension organisationnelle³⁵, conduit à abandonner le principe de séparabilité entre structure de l'actif et structure de financement, considéré comme caractéristique de la théorie de Modigliani et Miller. C'est cette approche de la modélisation qu'on trouve au cœur du récent ouvrage de Tirole (2006) et qui constitue une illustration, de ce que Foss et Foss (2000) dénomment la « *No-Fat MIT Style Theory* ». Les modèles relevant de cette approche s'appuient sur la théorie des contrats (complets et incomplets) pour étudier la finance d'entreprise. Leur logique, très stylisée, est très bien décrite par Rasmussen (1994),

³⁵ Cette branche correspond également à ce que Charreaux (2001) qualifie de branche normative de la finance organisationnelle.

« [...] heart of the approach is to discover the simplest assumptions needed to generate an interesting conclusion – the starkest, barest, model that has the desired result. This desired result is the answer to some relatively narrow question ». Cette démarche apparaît relativement différente de celle de Modigliani et Miller dans la mesure où la question à laquelle tente de répondre le modèle est fermée, le fait stylisé ayant été constaté et constituant la variable à expliquer, alors que dans la démarche de Modigliani et Miller, la question est ouverte, la forme du lien entre la valeur de la firme et la structure de financement n'étant pas spécifiée *a priori*. La critique sévère de Brennan (1995, p. 13) concernant le caractère *ad hoc* des modèles financiers fondés sur la théorie du signal³⁶, qui a pour conséquence de les rendre, le plus souvent, inaptes à faire des prédictions empiriques au-delà de celles pour lesquelles ils ont été conçus, concerne bien davantage ce type de modèle que celui de Modigliani et Miller.

Ce dernier, à l'instar d'autres modèles comme celui qui sous-tend le théorème de Coase, selon lequel la structure de propriété n'a d'influence que si les coûts de transaction ne sont pas nuls, se limite à être un modèle *benchmark*, permettant d'établir les conditions pour lesquelles on obtiendrait une structure de financement neutre. La transformation du modèle par l'introduction de coûts frictionnels ne modifie pas son caractère ouvert, le résultat attendu restant indéterminé *a priori*. Par exemple, en introduisant simultanément la fiscalité sur les revenus des entreprises et des particuliers, Miller (1977), parvient, sous certaines conditions, à retrouver un résultat de neutralité.

En termes de démarche de construction du modèle sur la base d'« isolations » ou de « dés-isolisation³⁷ », selon le schéma d'analyse emprunté à Mäki (1992), les deux types de

³⁶ Cette démarche conduit, en faisant varier plus ou moins sensiblement les hypothèses pour aboutir au modèle produisant le résultat désiré à un cadre théorique très fragmenté, ce que reconnaît Tirole (2006, p. 6) en l'attribuant, cependant, à la jeunesse du champ théorique plutôt qu'à la méthode d'investigation elle-même. Foss et Foss (2000) suggèrent une défense contre la critique de fragmentation : les différents modèles réunis fourniraient une bonne approximation du monde réel. Ils s'interrogent, cependant, sur le caractère additif, c'est-à-dire sur la cohérence des différents modèles en raison de l'incompatibilité de certaines de leurs hypothèses.

³⁷ Pour Mäki (2004, p. 319), il est possible de présenter les différentes théories économiques à partir de la « méthode de l'isolation », chaque théorie étant construite à partir de choix différents concernant les variables

modélisation (modèles structurels à la Modigliani et Miller *vs.* Style MIT) sont assez différents, tout en pouvant chacun être considéré comme une variante de la méthode déductive inexacte. Si la démarche de Modigliani et Miller est véritablement déductive et permet de définir un ensemble des possibles, celle du type MIT peut être qualifiée de rétroductive et procède différemment en tentant d'identifier les conditions suffisantes pour que le phénomène observé se produise³⁸. Dans la démarche type MIT, le caractère très focalisé des modèles construits et leur forte sensibilité aux hypothèses retenues les rendent faiblement prédictifs (et vraisemblablement fortement inexacts) s'ils sont utilisés pour répondre à d'autres questions. D'une certaine façon, les deux démarches peuvent être considérées comme complémentaires, en particulier pour mieux cerner les limites des domaines d'application des modèles.

La méthode déductive inexacte place implicitement la notion de modèle au centre de la démarche d'investigation en économie et Hausman (1992) met en avant leur rôle en matière d'exploration conceptuelle. Comme le souligne Salmon (2007), les modèles jouent en économie (et en finance) un rôle encore plus développé que dans les autres sciences, sans que ce rôle d'ailleurs soit limité aux seuls modèles mathématiques, même s'ils sont privilégiés. La littérature épistémologique consacrée aux rôles des modèles, notamment en économie, s'est fortement développée et tant sa complexité que la variété des interprétations rendent difficile une présentation précise et rigoureuse des différentes conceptions de la modélisation³⁹ dans le cadre de cet article. Une conception qui semble, à notre sens, pouvoir éclairer les rôles des modèles en finance, est celle proposée par Morgan (1998, p. 320) selon laquelle « [...] *the function of models [...] would be to bring into focus, and help us to understand or interpret,*

explicatives et les variables à expliquer, ces choix consistant à inclure (« dés-isolation ») ou à exclure (« isolation ») des éléments de la réalité sociale en vue de comprendre les phénomènes économiques.

³⁸ Comme le soulignent Foss et Foss (2000), le fait de ne s'intéresser qu'à la composante « suffisante » de l'explication (par opposition à la composante « nécessaire ») permet assez facilement de proposer une explication possible, mais les mauvaises explications sont aussi faciles à construire que les bonnes.

³⁹ On peut se reporter à Morgan (1998), Hands (2001), Mäki (2001) ou à Frigg et Hartman (2006) pour des synthèses plus ou moins développées de cette littérature ainsi qu'à Salmon (2001, 2007) pour une clarification de la nature et du rôle des modèles en économie.

the economic world and, perhaps, our economic theories ». Une telle conception, proche de la perspective rhétorique de McCloskey (1990) qui compare les modèles à des métaphores⁴⁰, met en avant le rôle « cognitif » des modèles en tant qu'instruments d'investigation, de formulation de conjecture et d'exploration conceptuelle. Un modèle, même s'il est manifestement faux ou caricatural, constitue un outil permettant d'apprendre sur le monde. Appliquée au modèle de Modigliani et Miller et à ses successeurs, cette conception leur attribue un rôle de mise en perspective de la structure de financement en fonction de la problématique de la maximisation de la valeur de la firme. Ce faisant, ce modèle, selon l'analyse proposée par Morgan (2001), qui insiste sur les dimensions narratives associées à la modélisation, nous raconte également une histoire particulière qui contraint l'interprétation de la structure de financement et influence fortement les schémas mentaux, y compris ceux des décideurs. Cet aspect apparaît clairement si on commence à imaginer un modèle alternatif de la structure de financement fondé non plus sur la maximisation de la valeur de la firme, mais, par exemple, sur la maximisation de la latitude décisionnelle du dirigeant de la firme.

2.2. La méthodologie de la nouvelle économie institutionnelle appliquée à la finance

Comme en témoigne l'analyse de leur contenu, une partie non négligeable des articles issus du *Journal of Finance* ne reposent pas sur un modèle formalisé. Ces articles s'appuient souvent sur la méthodologie qui sous-tend la théorie « positive » de l'agence, courant habituellement reconnu comme une composante de la branche « littéraire » de la nouvelle économie institutionnelle. L'économie institutionnelle peut se définir de façon très large en suivant la suggestion de Mäki (1993), comme la branche de l'économie, pour laquelle les institutions constituent soit une variable explicative, soit une variable à expliquer. Rapportée à l'objet d'étude constitué par la finance d'entreprise, cette approche revient à dire que cet objet

⁴⁰ Cette conception métaphorique des modèles est appliquée aux modèles de la finance de marché par McGoun (2003), selon lequel la notoriété du modèle d'évaluation des options n'est pas due à sa performance en matière d'évaluation mais à l'introduction du concept de « *contingent claim* ».

se rattache à l'économie institutionnelle dès qu'on fait intervenir la structure des institutions, par exemple, la structure du conseil d'administration, les systèmes incitatifs, le système juridique pour expliquer la structure de financement ou le choix des investissements. Cette dimension, par exemple, est totalement absente du modèle de Modigliani et Miller, mais en revanche est présente, souvent sous une forme minimaliste, dans les modèles formalisés reposant sur la théorie de l'agence.

La notion d'institution n'est pas définie de façon unanime comme le montre Mäki (1993). Une des définitions les plus larges en a été proposée par Hodgson (2006, p. 2), selon lequel, les institutions peuvent être définies « [...] *as systems of established and prevalent social rules that structure social interactions.* ». Les courants inclus dans l'économie institutionnelle sont très disparates. Rutherford (1994) distingue l'ancienne de la nouvelle économie institutionnelle. L'ancienne économie institutionnelle regroupe principalement des auteurs comme Veblen, Mitchell, Commons et Ayres. Ce courant dominant aux États-Unis, dans la première partie du 20^e siècle, entretenait des liens étroits avec le pragmatisme au sens méthodologique (Hands, 2001). La nouvelle économie institutionnelle, toujours selon Rutherford, inclut les courants des droits de propriété, de l'analyse économique du droit, de la théorie des choix publics, de la TPA, de la théorie des coûts de transaction, de la théorie des jeux appliquée aux institutions, de l'histoire économique des institutions et, enfin, autrichiens et néo-schumpeteriens. Une définition large de l'économie institutionnelle conduit également à y inclure la théorie principal-agent (la version formalisée de la théorie de l'agence) et la théorie des contrats incomplets.

Sur cette base, la nouvelle économie institutionnelle comprend aussi bien des courants proches de l'orthodoxie néo-classique que des courants hétérodoxes, ce qui implique une forte hétérogénéité méthodologique. Un certain nombre d'auteurs (Foss et Foss, 2000 ; Mäki, 2004 ; Ménard 2001, 2005) ne retiennent, en conséquence, dans la nouvelle économie

institutionnelle, que les courants se distinguant assez nettement du courant néo-classique sur le plan méthodologique, notamment sur la base des hypothèses retenues en matière de rationalité des acteurs. Ainsi, le courant véritablement néo-institutionnel retiendrait une hypothèse de rationalité limitée des acteurs. Une telle hypothèse, considérée comme plus réaliste, a des implications en termes de méthode dans la mesure où elle rend la formalisation plus difficile, le plus grand réalisme des modèles se payant souvent au prix d'une moins grande maniabilité.

Si l'article de Modigliani et Miller peut être considéré comme l'ancêtre des démarches visant à utiliser les modèles formalisés en finance d'entreprise, d'une certaine façon, on peut considérer que l'article de Jensen et Meckling (1976) joue un rôle similaire pour la finance d'inspiration néo-institutionnelle⁴¹, même si, paradoxalement, cet article contient un modèle formalisé⁴² – de façon sommaire – de la structure de financement fortement imprégné par la finance néo-classique. De fait, les sources d'inspiration de cet article sont multiples. Si la filiation avec les théories des droits de propriété et des coûts de transaction est clairement revendiquée pour proposer une approche contractuelle de la firme, si l'article de Meckling (1976) contenant les fondements du modèle de rationalité hétérodoxe⁴³ *REMM – Resourceful, Evaluative, Maximizing Model* – est mentionné, la mise en évidence des coûts d'agence et de leurs conséquences repose sur une modélisation d'inspiration microéconomique standard passant principalement par des représentations graphiques et s'appuyant sur des hypothèses

⁴¹ La seconde branche de la finance organisationnelle dans l'analyse de Charreaux (2001).

⁴² C'est d'ailleurs une des rares occurrences d'un modèle relativement formalisé dans les travaux de Jensen consacrés à la théorie de l'agence, ce faible recours à la formalisation ayant vraisemblablement conduit à une sous-estimation de la valeur scientifique de ses travaux par la communauté des économistes, notamment des financiers. Des financiers concurrents se sont vus attribuer le Prix Nobel avec une œuvre ayant eu moins d'influence que celle de Jensen.

⁴³ Langlois (1998) montre en quoi le modèle de rationalité de Meckling (1976), précisé par Jensen et Meckling (1994), est hétérodoxe en introduisant l'hypothèse que les individus sont « *resourceful* », autrement dit qu'ils sont capables d'innovation pour agir sur les contraintes auxquelles ils sont soumis. Cette hypothèse permet d'introduire, pour reprendre l'analyse de Foss et Foss (2000), des marges de manœuvre pour les acteurs (une latitude) et d'analyser leur activité entrepreneuriale, ce qui ne semble pas possible dans le cadre de la modélisation formalisée à la base de l'approche contractuelle de la branche néoclassique. Cette dimension hétérodoxe se retrouve dans d'autres écrits de Jensen et Meckling. En particulier, leur dette envers Hayek est évidente dans la construction de leur théorie des organisations.

simplificatrices (et irréalistes), par exemple, celle d'anticipations rationnelles des investisseurs. Le rôle du modèle se veut principalement exploratoire pour illustrer le potentiel explicatif de la notion de coûts d'agence ; les développements illustrent très bien la dimension cognitive et narrative que peut avoir un modèle. Par ailleurs, Jensen et Meckling prennent leurs distances vis-à-vis de la finance néo-classique standard sur deux dimensions méthodologiques importantes. La première (Jensen et Meckling, 1976, p. 328) est qu'ils s'associent très clairement à la critique portée notamment par Coase et Demsetz à l'économie néoclassique – « l'économie du Nirvana » –, en refusant de considérer comme inefficente une situation où les coûts d'agence ne sont pas nuls ; autrement dit, une situation ne correspondant pas à l'optimum de premier rang. La seconde a une nature méthodologique plus affirmée quand les auteurs insistent sur l'originalité de leur démarche relativement à la littérature existante exclusivement normative (Jensen et Meckling, 1976, p. 309-310), alors qu'eux-mêmes centrent leurs développements sur les dimensions « positives » de la théorie.

Le positionnement de la TPA prête à discussion. Mourgues (2002), sur la base de l'article fondateur de Jensen et Meckling, y voit une illustration de l'instrumentalisme Friedmanien. L'analyse de Boland et Gordon (1992) de la TPA part non pas de l'article de Jensen et Meckling mais des écrits de Watts et Zimmerman (1978, 1979, 1986), fondateurs de la théorie positive de la comptabilité. Très argumentée sur le plan épistémologique, cette analyse montre qu'il est difficile de caractériser précisément leur approche, leurs écrits étant souvent contradictoires. Boland et Gordon y identifient successivement des références à l'inductivisme, à l'instrumentalisme de Friedman, au positivisme à la Samuelson, à Poincaré, Hempel et, bien entendu, à Popper (dans son interprétation falsificationniste).

L'article fondateur de Jensen et Meckling (1976), pour important qu'il soit, comporte peu d'éléments sur les options méthodologiques retenues ; en particulier, il ne fait aucune référence à Friedman. Pour préciser ces dernières, il faut se reporter à l'article de Jensen

(1983) consacré à une analyse méthodologique de la théorie des organisations dont le projet était exposé dans l'article de Jensen et Meckling. Bien que l'article ait été publié dans *The Accounting Review*, les options qui y sont présentées s'appliquent à l'ensemble du projet global que Jensen développera tout au long de sa carrière, à savoir la construction d'une théorie « positive » des organisations qui aura des retombées dans la plupart des domaines de la gestion, en particulier en finance et en comptabilité⁴⁴, mais également en gestion des ressources humaines, en contrôle de gestion et, à un degré moindre, en marketing. Son objectif en développant cette théorie est d'expliquer le choix des différentes formes organisationnelles et le comportement des organisations. Il y précise, notamment, les relations entre théories positive et normative, l'importance pour la recherche du choix des tautologies – il s'agit en fait des hypothèses constituant le cœur de la théorie –, la nature des preuves et le rôle des mathématiques et, de nouveau, il insiste sur la distinction entre les deux branches de la théorie de l'agence, la branche principal-agent (normative et formalisée) et la branche positive (explicative et peu ou non formalisée).

La bibliographie de l'article de Jensen (1983), à l'exception d'un article de Whitehead et Russell, qui s'inscrit dans le positivisme logique, ne comporte aucune référence à la littérature épistémologique, notamment à Friedman et à Popper, ce qui est relativement surprenant pour un article à vocation méthodologique. Dans le texte, les références les plus directes interviennent pour préciser que le caractère positif de la théorie ne signifie pas que la méthodologie retenue soit celle du positivisme logique. L'article de Whitehead et Russell n'est utilisé que pour préciser le rôle des définitions dans la construction des théories. On trouve également des allusions tant à l'instrumentalisme qu'à une forme de réalisme. Ainsi pour Jensen (p. 320), le caractère positif de la théorie implique qu'on cherche à découvrir

⁴⁴ La théorie positive de la comptabilité dont les fondateurs sont Watts et Zimmerman (1978, 1979, 1986, 1990) est une des branches d'application de la théorie positive de l'agence appliquée aux organisations. Watts et Zimmerman s'inscrivent dans la mouvance de la TPA proposée par Jensen et Meckling.

comment le monde se comporte et que la théorie soit toujours potentiellement réfutable⁴⁵, ce qui conférerait un caractère réaliste et infirmationniste à la TPA. Quant à l'option instrumentaliste, sous une forme très pragmatique, on la retrouve comme critère de choix entre théories. Pour Jensen, il faut choisir la théorie qui conduit aux meilleures décisions, son argumentation passant par la qualité des prédictions servant à asseoir les décisions.

Rien n'est écrit sur le caractère souhaitable de l'irréalisme des hypothèses qui ferait véritablement pencher pour l'interprétation instrumentaliste. Jensen insiste, certes, sur le caractère productif en termes de prédiction de deux « tautologies » centrales dans la construction de sa théorie : (1) les individus sont supposés chercher à minimiser les coûts d'agence ; (2) seules les formes organisationnelles les plus efficaces (comparativement) survivent, mais le choix même du terme tautologie par Jensen montre que ces hypothèses ne sont pas considérées comme irréalistes. On peut d'ailleurs les considérer comme non testables. Leur statut d'hypothèses non testables composant le noyau dur de la théorie semble apparenter la démarche suivie à celle de Lakatos – avec sa célèbre analyse typologique des théories en noyau dur, ceinture protectrice et heuristiques –, ou à celle de Mill qui part d'éléments supposés connus. Les coûts d'agence ne sont pas considérés comme une fiction utile, mais comme des coûts tout aussi réels que les autres coûts⁴⁶ et tant l'analyse de leurs déterminants que leur mesure jouent un rôle central dans la théorie. Au vu de ces éléments, la démarche de la TPA semble donc pencher nettement en faveur du réalisme plutôt que de l'instrumentalisme.

Cette conclusion est d'ailleurs similaire à celle à laquelle parvient Ménard (2005) pour la nouvelle économie institutionnelle, notamment la théorie des coûts de transaction dont la démarche est très proche de celle de la TPA. Les critiques que Coase (1981) a porté à la

⁴⁵ Jensen (1983, p. 320), « *Answers to positive questions, [...] involve discovery of some aspect of how the world behaves and are always potentially refutable by contradictory evidence* ».

⁴⁶ Jensen et Mecking (1976), « *Agency costs are as real as any other costs. The level of agency costs depends, among other things, on statutory and common law and human ingenuity in devising contracts* ».

démarche instrumentaliste en relation avec l'irréalisme des hypothèses sont bien connues⁴⁷ et Ménard (2005, p. 168) souligne les efforts produits par l'économie néo-institutionnelle pour construire des prédictions testables sur la base d'hypothèses plus réalistes, « plausibles », en particulier concernant le type de rationalité retenu qui est une rationalité limitée, l'existence de coûts de transaction positifs, la possibilité de comportements opportunistes. Or, la TPA, elle aussi, retient une rationalité de type limitée intégrant, en outre, la possibilité de créativité pour les individus et suppose que les coûts d'agence, qui trouvent souvent leur origine dans l'opportunisme, sont positifs. Le rôle des prédictions y apparaît également différent de ce qu'il est censé être dans l'instrumentalisme Friedmanien. Toujours, selon Ménard (2005, p. 169), pour les économistes néo-institutionnels, les tests sont uniquement à considérer comme des indicateurs de plausibilité ; ils ne suffisent pas à légitimer une théorie. D'autres méthodes de légitimation, considérées comme non conventionnelles, peuvent être employées également : études de cas, études comparatives, analyses historiques (Ménard, 2005). L'intérêt des études de cas comme méthode de recherche a toujours été souligné par les économistes néo-institutionnels, en particulier par Coase qui a souvent développé ses réflexions théoriques à partir de cas. Cet intérêt pour les méthodes qualitatives est réaffirmé pour l'économie néo-institutionnelle en général par Ménard (2001) et, pour la TPA, par Jensen (1983) et Jensen *et al.* (1989).

Ce souci de plus grand réalisme de l'approche néo-institutionnelle, qu'on retrouve notamment chez Coase (1988) dans sa critique virulente de la « *Blackboard economics* » associée à l'approche formalisée néoclassique, se retrouve en matière de modélisation et, de façon un peu caricaturale, dans l'opposition que dresse Jensen entre TPA et théorie principal-agent (Jensen, 1983, p. 334). La théorie principal-agent serait habituellement formalisée et non orientée vers les faits. Pour étudier les contrats, elle procéderait à la construction de

⁴⁷ Coase (1981, p. 18), « *Realism in assumptions forces us to analyze the world that exists, not some imaginary world that does not* ».

modèles privilégiant un nombre de facteurs très limités susceptibles d'être déterminants dans la gestion de la relation d'agence (structures des préférences des parties, nature de l'incertitude, structure informationnelle). Elle chercherait à déterminer la forme des contrats optimaux et évaluerait les contrats relativement à l'optimum de premier rang. Cette approche normative n'est cependant pas dénuée de dimension positive, puisque les enseignements tirés des modèles sont utilisés pour tenter d'expliquer les formes observées dans la réalité.

Inversement, la TPA, toujours selon Jensen, recourt le plus souvent à une modélisation littéraire, à un degré d'abstraction moindre, et privilégie la dimension empirique. Son objectif est de modéliser l'incidence des déterminants de l'environnement (intensité capitaliste, spécialisation des actifs, coûts d'information, marché financier, marché du travail...) susceptibles d'influencer les coûts d'agence associés aux différents systèmes de contrôle et d'expliquer la survie de certaines formes contractuelles et organisationnelles (les organisations étant des nœuds de contrats). On cherchera ainsi à étudier les structures de financement réelles à partir des relations d'agence existant entre dirigeants, actionnaires et créancier et en tentant de lier les coûts d'agence à un certain nombre de déterminants identifiés au sein de l'environnement encadrant les processus de contractualisation. Dans cette méthode, le lien avec la réalité institutionnelle et sa complexité est relativement immédiat⁴⁸, même si, pour le faire apparaître, il est nécessaire d'isoler⁴⁹ les facteurs jugés principaux en posant, plus ou moins explicitement, un certain nombre de conditions *ceteris paribus*. La méthode, de nouveau, est similaire à celle qui est utilisée dans la théorie des coûts de transaction, le concept central étant celui de coûts d'agence et non plus celui de coûts de transaction.

⁴⁸ Il faut cependant identifier les facteurs susceptibles d'influencer les coûts d'agence, ce qui peut passer, par exemple, par le recours à des études de cas.

⁴⁹ Ce travail d'isolation est illustré dans le cas de la théorie des coûts de transaction par Mäki (2004). Son analyse pourrait être transposée à la TPA pour l'essentiel.

On peut s'interroger sur la nature de l'explication et des liens de causalité dans cette démarche. Comme le précise Jensen (1983, p. 331), et à l'instar de ce qui se passe pour la théorie des coûts de transaction (en substituant les coûts d'agence aux coûts de transaction), l'explication passe par les deux tautologies centrales qu'il invoque, la recherche par les acteurs de la minimisation des coûts d'agence et le processus de sélection des formes organisationnelles (et contractuelles) en raison de leur concurrence⁵⁰. Le passage sensible de ce schéma explicatif concerne le lien entre le mécanisme de sélection et le processus de réduction des coûts d'agence. Une véritable explication devrait passer par une analyse de ce lien, ce qui est d'ailleurs explicitement reconnu par Jensen lorsqu'il écrit que la compréhension du processus de sélection implique, notamment, d'analyser comment les contrats correspondant aux différents types d'organisation permettent de résoudre les problèmes d'agence au moindre coût (Jensen, 1983, p. 331-332). Dans le cas de la théorie des coûts de transaction qui a recours à une argumentation similaire, certains auteurs ont accusé la théorie d'avoir recours au fonctionnalisme faute de pouvoir véritablement expliciter ce lien (Mäki, 2004), l'argument traditionnel, fondé sur la compétition sur le marché, étant jugé peu recevable car ne pouvant garantir la sélection des formes les plus efficaces.

Malgré cette critique, qui peut être étendue à la TPA, le type d'explication fourni par l'approche néo-institutionnelle est jugée préférable par certains auteurs à celui qui prévaut au sein de l'approche de la modélisation formalisée dans la mesure où on peut considérer que l'« articulation causale » et, surtout, la « pénétration causale » (*causal penetration*), qui traduit l'idée de profondeur explicative, pour reprendre les notions introduites par Mäki (2004), sont meilleures dans ce type de théorie. Dans une perspective similaire, Foss et Foss (2000) considèrent que l'approche néo-institutionnelle est préférable à l'approche néoclassique car, moins déterministe, elle permet de prendre en compte la capacité entrepreneuriale et la

⁵⁰ On trouvera des précisions sur ces processus dans Charreaux (1999).

latitude des décideurs dans le monde réel, éléments indispensables à la compréhension des décisions et qui disparaîtraient dans la formalisation néoclassique. Les décisions financières sont à l'évidence concernées par cette remarque.

Le type de modélisation utilisé tant par la TPA que par la TCT a abouti à de nombreuses prédictions et à une très abondante littérature empirique, en particulier dans le domaine financier. L'élargissement des investigations des phénomènes financiers aux facteurs institutionnels, à travers les coûts d'agence, a permis une modification assez sensible du périmètre des objets étudiés en finance, comme en témoignent, par exemple, les nombreuses études consacrées au conseil d'administration ou aux systèmes de rémunération des dirigeants. L'essentiel de cet élargissement du champ d'investigation de la finance semble dû bien davantage à la finance néo-institutionnelle qu'à la finance formalisée traditionnelle, celle-ci intervenant, le plus souvent, pour prendre le relais et compléter les aperçus de la finance néo-institutionnelle en essayant d'apporter plus de rigueur grâce à la formalisation.

Une telle conclusion pourrait d'ailleurs conduire à s'interroger sur le rôle respectif des différents types de modélisation utilisés en finance (et plus largement en économie). Il semblerait que la modélisation littéraire utilisée en finance néo-institutionnelle ait davantage un rôle de défrichage et la modélisation formalisée, un rôle d'affinement, en particulier pour la modélisation du type MIT, la modélisation à prédiction ouverte à la Modigliani et Miller ayant en quelque sorte un rôle intermédiaire.

Conclusion

La recherche en finance d'entreprise apparaît, quasi exclusivement, à vocation explicative et repose sur deux types de modélisation associées à deux principaux courants de recherche, d'une part, la modélisation formalisée d'inspiration néoclassique, d'autre part, une modélisation littéraire, apparentée au courant néo-institutionnel. Ces traditions, par ailleurs,

ne semblent ni rattachées à l'instrumentalisme Friedmanien, ni à l'infirmerionisme Poppérien. Tant du point de vue du rôle accordé aux mécanismes inobservables, de la réalité supposée de certaines notions introduites comme les coûts d'agence ou, encore, de l'objectif plus ou moins explicite de la plupart des travaux en finance d'entreprise qui semblent largement dépasser la simple prédiction instrumentaliste, il semble que la recherche en finance s'inscrive dans le champ du réalisme et s'apparente davantage à la démarche Millienne qu'à l'infirmerionisme Poppérien. Si une partie des recherches ne contient qu'une réflexion théorique, une autre partie, qui est devenue majoritaire, comporte une dimension empirique qui, parfois, est exclusive. Dans les deux types de recherche, cependant, la modélisation est présente soit comme objectif de l'article, soit comme base de l'étude empirique. Et cette omniprésence de la modélisation, est vraisemblablement une caractéristique forte de la recherche en finance d'entreprise, comparativement aux autres branches des sciences de gestion.

Les types de modélisation utilisés ont des objectifs plus ou moins ambitieux, en relation avec la nature plus ou moins ouverte des questions posées. Leurs structures supposent des types d'explication relativement différents en fonction des processus qui sous-tendent les schémas de causalité proposés, les mécanismes invoqués restant cependant, quelle que soit leur nature, décrits de façon sommaire. Les théories et les modèles qui leur sont associés ont une fonction de production de concepts qui permettent d'interroger les phénomènes financiers et d'aider à la structuration des décisions financières.

Cette dimension pourtant très importante de l'utilité pratique que peuvent avoir les modèles financiers n'est pas toujours perçue, ce qui explique le fréquent scepticisme des dirigeants (et, plus généralement des praticiens) vis-à-vis de la recherche. Quand, pourtant, ces mêmes dirigeants déclarent gérer en fonction d'un objectif de valeur actionnariale, ils ont recours à un concept produit par la théorie financière qui va guider leurs décisions en matière

de choix des investissements et des financements ou, tout au moins, permettre de les justifier. De même, le succès relativement récent du concept de gouvernance, dû principalement aux développements de la recherche en finance organisationnelle, a profondément influencé les schémas mentaux des dirigeants et les usages, par exemple, en matière de composition des conseils d'administration ou de conception des packages de rémunération. Il suffit de revenir quelques décennies en arrière et de comparer les discours des dirigeants à ceux qu'ils font actuellement pour cerner l'influence profonde des concepts produits par la théorie financière. Ces concepts ont tellement imprégné les schémas mentaux qu'on a souvent tendance à oublier leur caractère de « construction » théorique et l'histoire financière qu'ils conduisent à raconter et à produire. Le caractère « performatif » des concepts et des modèles qui, en structurant les décisions, contribue à « construire » les phénomènes financiers⁵¹ (c'est-à-dire la réalité financière) est bien connu de la tradition de la sociologie de la connaissance scientifique, mais le fait que les éventuelles régularités – par exemple, l'effet possible de la structure de financement, de la politique des dividendes ou de la structure des systèmes incitatifs des managers sur la valeur de la firme – soient produites par les décisions financières sur la base de concepts issus de la théorie ne remet pas en cause – tout au moins, pour les chercheurs en finance inscrits dans la tradition réaliste – la réalité de cet univers et la possibilité de l'étudier de façon objective à travers les hypothèses testables auxquelles conduit le travail de modélisation.

Ce travail empirique prend de plus en plus d'importance dans la recherche en économie et en finance d'entreprise, au point même qu'on peut parfois penser qu'il se fait au détriment du travail de construction des modèles et de génération de concepts, même si les deux types de recherche sont complémentaires et interdépendants. Les travaux économétriques, en relation avec le développement des logiciels et des bases de données,

⁵¹ Pour un exemple de la performativité de la théorie financière, voir McKenzie (2003). On trouvera une discussion plus générale de la performativité des sciences économiques dans Muniesa et Callon (2008).

occupent une place de plus en plus privilégiée dans la mise en relation des modèles avec la réalité, les méthodes alternatives, par exemple l'expérimentation au sein du courant de la finance comportementale, restant encore peu développées dans le champ de la recherche en finance d'entreprise. Cette importance des travaux économétriques aurait mérité que davantage de place leur soit consacrée dans cette discussion des caractéristiques méthodologiques de la recherche en finance d'entreprise.

L'utilité des travaux économétriques, en raison de la fréquente absence de robustesse des résultats obtenus soulève souvent un certain scepticisme. Ainsi, dans un article portant sur l'évolution possible de la recherche en économie au cours du nouveau millénaire, Colander (2000, p. 127) fait état de ce scepticisme dans les termes suivants :

« [...] *The editors of the Journal of Money, Banking and Credit found that even when they had requested the data from authors (which was almost never done at this time, because of the primitive state of computing power), they could not replicate the results of the studies (Dewald et al., 1986). Remember, this was straightforward replication, not even taking into account whether the particular ad hoc model chosen by the author was especially appropriate! McCloskey and Ziliak (1996) found that statistical inference was incorrectly used in a large majority of articles in the American Economic Review, the premier research journal of the period. Little wonder that in a 1997 survey of economists, 95 percent of the respondents were at least somewhat skeptical of empirical work (Mayer, 1997) ».*

Au-delà des problèmes de réplication et d'interprétation ainsi évoqués, ce scepticisme, qui touche aussi la recherche financière empirique, trouve également son origine dans la pratique fréquente du « *data mining* ». Mayer (2000, p. 184) donne du *data mining* la définition générale suivante « [...] *data mining is the fitting of more than one econometric specification of the hypothesis* »⁵² et cite la remarque de Leeper et al. (1996, p. 5) selon

⁵² Par exemple, à partir du MEDAF, il est possible d'obtenir plusieurs formes d'équations testables, comme l'ont montré Charreaux et Charreaux (1976). Cette possibilité est à l'origine de problèmes importants et bien connus

lesquels il n'y aurait rien de répréhensible⁵³ dans cette pratique : « *Economists adjust their models until they both fit the data and give "reasonable" results. There is nothing unscientific or dishonest about this* ». Il précise, ensuite, que l'attitude hostile à l'égard du *data mining* est due à une définition plus restrictive de cette pratique consistant à ne pas faire état des résultats des régressions les moins favorables. Autrement dit, le *data mining* conduirait à un biais d'acceptation en faveur des théories et aurait pour conséquence d'accroître les exigences des revues en termes de seuil d'acceptation des articles, ce qui inciterait les chercheurs à renforcer cette pratique⁵⁴. Mayer conclut que le biais lié au *data mining* n'est acceptable que si les résultats présentés sont utilisés uniquement à des fins d'illustration, pour montrer que l'hypothèse théorique testée « pourrait » être correcte, c'est-à-dire comme « argument de possibilité ». On confirme, sur ce point, la remarque de Salmon (2007, p. 380) sur l'usage massif par les économistes du conditionnel pour qualifier leurs contributions censées apporter une « *possible explication ou explication du possible* ».

Au-delà des pratiques de l'économétrie se pose la question de la possibilité même qu'elle puisse produire des résultats robustes dans le domaine économique et financier comme le soutient, par exemple, le courant du réalisme critique de Lawson (1997) qui nie qu'il puisse exister des lois conduisant à la constatation de régularités universelles dans ce domaine, en raison, notamment, des comportements d'adaptation des agents économiques. Cet argument est reconnu des financiers puisqu'il est à la base de la théorie de l'efficience des marchés : une régularité qui serait observée dans le comportement des cours serait amenée à disparaître du seul fait de son intégration dans les comportements des acteurs. Cette position extrême n'est cependant pas partagée par l'ensemble des méthodologues. Ainsi Hoover (2002) considère

pour le falsificationnisme, puisque si l'équation testée est rejetée, on ne sait pas si le problème vient de la relation théorique ou des modalités de passage à la spécification économétrique.

⁵³ Cette position est, bien entendu, contingente à la perspective méthodologique à laquelle on se rattache, mais elle correspond assez bien à la position majoritaire des chercheurs en finance.

⁵⁴ On arrive ainsi au résultat constaté au niveau de l'échantillon d'articles du *Journal of Finance*, selon lequel, aucune des hypothèses testées ne semble infirmée, ce qui confirme la conclusion de nombreux spécialistes de la méthodologie économique selon laquelle l'infirmité est souvent invoqué mais quasiment jamais pratiqué.

que même s'il n'y a pas de lois universelles en économie (et en finance), il existe des semi-régularités dont la validité spatio-temporelle est limitée mais qui resteraient testables et justifieraient l'utilité de l'économétrie, conclusion que partage Salmon (2007). On peut d'ailleurs noter que l'économétrie peut permettre d'étudier la stabilité de ces semi-régularités, leur disparition pouvant permettre de poser une nouvelle question théorique.

Au final, la recherche financière apparaît, par ses méthodes, très proche des recherches menées en économie qu'elles se rattachent au courant néoclassique ou au courant néo-institutionnel. Dans les deux cas, la modélisation, formalisée ou non, y joue un rôle important et la recherche empirique, qui apparaît le plus souvent subordonnée à la modélisation, reste principalement fondée sur l'économétrie, les autres méthodes empiriques, expérimentation et recours aux études de cas, y jouant un rôle marginal. Comme le souligne Rainelli-Le Montagner (2008), les nouvelles voies de recherche ouvertes en finance d'entreprise, en particulier à travers les approches comportementale et sociologique, entraîneront peut-être des évolutions significatives conduisant à une plus grande proximité de la finance d'entreprise avec les autres branches des sciences de gestion.

Bibliographie

Alchian A.A., (1950), « Uncertainty, Evolution and Economic Theory », *Journal of Political Economy*, vol. 58, n° 3, p. 211-221.

Beck T., Demirgüç-Kunt A. et Maksimovic V. (2005), « Financial and Legal Constraints to Growth : Does Firm Size Matter? », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 1, p. 137-177.

Belze L. et Spieser Ph. (2005), *Histoire de la Finance*, Vuibert.

Bitler M., Moskowitz T.J. et Vissing-Jørgensen A. (2005), « Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 2, p. 539-576.

- Boland L.A. (1979), « A Critique of Friedman's Critics », *Journal of Economic Literature*, vol. 17, n° 2, p. 503-522.
- Boland L.A. et Gordon I.M. (1992), « Criticising Positive Accounting Theory », *Contemporary Accounting Research*, vol. 9, n° 1, p. 142-170.
- Brennan M.J. (1995), « Corporate Finance Over the Past 25 Years », *Financial Management*, vol. 24, n° 2, p. 9-22.
- Caldwell B. (1984), « Some Problems with Falsificationism in Economics », *Philosophy of the Social Sciences/Philosophie des sciences sociales*, vol. 14, n° 4, p. 489-495.
- Caldwell B.J. (1991), « Clarifying Popper », *Journal of Economic Literature*, vol. 29, n° 1, p. 1-33.
- Cartwright N. (1983), *How the Laws of Physics Lie*, Oxford University Press.
- Charreaux G. (1999), « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in G. Koenig (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle*, Economica, p. 61-141.
- Charreaux G. (2001), « L'approche économico-financière de l'investissement », in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement – Au-delà de l'évaluation financière : une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert Fnege, p. 13-60.
- Charreaux G. et Charreaux N. (1976), « Un problème méthodologique : la liaison entre les modèles d'équilibre définis sur les marchés financiers et les équations testables », Université de Dijon, Cahiers du CEMF, Série Finance, n° 14.
- Coase R.H. (1981), « How Should Economists Choose ? », in R.H. Coase (1994), *Essays on Economics and Economists*, University of Chicago Press.
- Coase R.H. (1988), *The Firm, the Market and the State*, University of Chicago Press.
- Colander D. (2000), « New Millennium Economics : How Did It Get This Way, and What Way Is It? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 1, p. 121-132.

- Copeland T.E. (2002), « What Do Practitioners Want? », *Journal of Applied Finance*, vol. 12, n° 1, p. 7-14.
- Corwin S.A. et Stultz P. (2005), « The Role of IPO Underwriting Syndicates : Pricing, Information Production, and Underwriter Competition », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 1, p. 443-486.
- Davis J.B., Hands D.W. et Mäki U. (1998), *The Handbook of Economic Methodology*, Edward Elgar Publishing.
- Dewald W.G., Thursby J.G. et Anderson R.G. (1986), « Replication in Empirical Economics : The Journal of Money, Credit and Banking Project », *American Economic Review*, vol. 76, n° 4, p. 587-603.
- Durnev A. et Kim E.H. (2005), « To Steal or Not to Steal : Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 3, p. 1461-1493.
- Faccio M. et Masulis R.W. (2005), « The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 3, p. 1345-1388.
- Foss K. et Foss N.J. (2000), « Theoretical Isolation in Contract Theory : Suppressing Margins and Entrepreneurship », *Journal of Economic Methodology*, vol. 7, n° 3, p. 313-339.
- Frankfurter G.M. et McGoun E.G. (1999), « Ideology and the Theory of Financial Economics », *Journal of Economic Behavior & Organizations*, vol. 39, p. 159-177.
- Frankfurter G.M. et McGoun E.G. (2001), « Anomalies in Finance. What Are They and what are They Good for? », *International Review of Financial Analysis*, vol. 10, p. 407-429.
- Frankfurter G.M. et McGoun E.G. (2002), « Positive Financial Economics as a Catch-22 », in G.M. Frankfurter et E.G. McGoun (Eds), *From Individualism to the Individual : Ideology and Inquiry in Financial Economics*, Ashgate Publishing.

Friedman M. (1953), « The Methodology of Positive Economics », in M. Friedman, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, traduction française, « La méthodologie de l'économie positive », in M. Friedman, *Essais d'économie positive*, Litec, 1995.

Friend I. (1973), « Mythodology in Finance », *Journal of Finance*, vol. 28, n° 2, p. 257-272.

Frigg R. et Hartmann S. (2006), « Models in Science », *Stanford Encyclopedia of Philosophy*, <http://plato.stanford.edu/entries/models-science/>.

Girod-Séville M. et Perret V. (1999), « Fondements épistémologiques de la recherche », in R.A. Thiétart, *Méthodes de recherche en management*, Dunod.

Graham J.R. et Harvey C.R. (2001), « The Theory and Practice of Corporate Finance : Evidence from the Field », *Journal Financial Economics*, vol. 60, p. 187-243.

Gupta N. (2005), « Partial Privatization and Firm Performance », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 2, p. 987-1015.

Hands D.W. (2001), *Reflections without Rules. Economic Methodology and Contemporary Science Theory*, Cambridge University Press.

Hausman D.M. (1985), « Is Falsificationism Unpractised or Unpracticable? », *Philosophy of the Social Sciences/Philosophie des sciences sociales*, vol. 15, n° 3, p. 313-319.

Hausman D.M. (1992), *The Inexact and Separate Science of Economics*, Cambridge University Press.

Hausman D.M. (2001), « Explanation and Diagnosis in Economics », *Revue Internationale de Philosophie*, vol. 55, p. 311-326.

Hodgson G. (2006), « What Are Institutions », *Journal of Economic Issues*, vol. 40, n° 1, p. 1-25.

Hoover K.D. (2002), « Econometrics and Reality », in U. Mäki (Ed.), *Fact and Fiction in Economics : Models, Realism, and Social Construction*, Cambridge University Press, p. 152-177.

Huault I. et Rainelli-Le Montagner H. (2007), « Innovations financières : construire et légitimer un nouveau marché financier de gré à gré – le cas des dérivés de crédit », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 10, n° 1, p. 211-243

Huber P.P. et Verrall R.J. (1999), « The Need for Theory in Actuarial Economic Models », *British Actuarial Journal*, vol. 5, n° 2, p. 377-395.

Jensen M.C. (1983), « Organization Theory and Methodology », *The Accounting Review*, vol. 58, n° 2, p. 319-339.

Jensen M.C. (1986), « Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 261-297.

Jensen M.C., Fama. E, Long J., Ruback R., Schwert G.W. et Warner J. (1989), « Editorial : Clinical Papers and Their Role in the Development of Financial Economics », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, p. 3-6.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « The Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 3, p. 305-360.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1994), « The Nature of Man », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, p. 4-19.

Jensen M.C. et Smith C.W. (1984), « The Theory of Corporate Finance : A Historical Overview », in M.C. Jensen et C.W. Smith, *The Modern Theory of Corporate Finance*, McGraw-Hill, p. 2-20.

Keloharju M. (2008), « What's New in Finance », *European Financial Management*, vol. 14, n° 3, p. 564-608.

Kim E.H., Morse A. et Zingales L. (2006), « What Has Mattered to Economics Since 1970 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, n° 4, p. 189-202.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (2002), « Investor Protection and Corporate Valuation », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 3, p. 1147-1170.

Langlois R.N. (1998), « Rule-following, Expertise, and Rationality : A New Behavioral Economics? », in K. Dennis (Ed.), *Rationality of Economics : Alternative Perspectives*, Kluwer Academic Publishers, p. 55–78.

Lawson T. (1989), « Realism and Instrumentalism in the Development of Econometrics », *Oxford Economic Papers*, vol. 41, n° 1, p. 236-258.

Lawson T. (1997), *Economics and Reality*, Routledge.

Leeper E., Sims C. et Zha T. (1996), « What Does Monetary Policy Do? », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, p. 1-63.

Leland H. (2006), « Structural Models in Corporate Finance – Lecture 1 : Pro and Cons of Structural Models : An Introduction », Bendheim Lectures in Finance, Princeton University, December, <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/WP/LECTURE1.pdf>.

MacKenzie D. (2003), « An Equation and its Worlds : Bricolage, Exemplars, Disunity and Performativity in Financial Economics », *Social Studies of Science*, vol. 33, n° 6, p. 831-868.

Mäki U. (1992), « On the Method of Isolation in Economics », *Poznan Studies in the Philosophy of the Sciences and Humanities*, vol. 26, p. 317-351.

Mäki U. (1993), « Economics with Institutions – Agenda for Methodological Enquiry », in U. Mäki, B. Gustaffsson et C. Knudsen (Eds.), *Rationality, Institutions and Economic Methodology*, Routledge, p. 3-42.

Mäki U. (2000), « Kinds of Assumptions and their Truth : Shaking an Untwisted F-Twist », *Kyklos*, vol. 53, n° 3, p. 317-336.

Mäki U. (2001), « Models : Philosophical Aspects », in *Models, Metaphors, Narrative, and Rhetoric : Philosophical Aspects, International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, Elsevier Science Ltd., p. 9931-9937.

Mäki U. (2003), « The 'Methodology of Positive Economics' (1953) Does Not Give Us the Methodology of Positive Economics », *Journal of Economic Methodology*, vol. 10, n° 4, p. 495–505.

Mäki U. (2004), « Theoretical Isolation and Explanatory Progress : Transaction Cost Economics and the Dynamic of Dispute », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, n° 3, p. 319-346.

Mayer T. (2000), « Data Mining : A Reconsideration », *Journal of Economic Methodology*, vol. 7, n° 2, p. 183-194.

McCloskey D. (1990), *If You're so Smart*, University of Chicago Press.

McCloskey D. et Ziliac S.T. (1996), « The Standard Error of Regression », *Journal of Economic Literature*, vol. 34, n° 1, p. 97-114.

McGoun E.G. (2003), « Finance Models as Metaphors », *International Review of Financial Analysis*, vol. 12, n° 4, p. 421-433.

McGovern S. (2006), « Dealing with the Duhem-Quine Thesis in Financial Economics : Can Causal Holism Help ? », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 30, p. 105-122.

Meckling W.H. (1976), « Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences », *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft*, vol. 112, n° 4, p. 545-560.

Ménard C. (2001), « Methodological Issues in New Institutional Economics », *Journal of Economic Methodology*, vol. 8, n° 1, p. 85-92.

Ménard C. (2005), « Du « Comme si... » au « Peut-être... ». De Milton Friedman à la Nouvelle Économie Institutionnelle », *Revue d'Histoire des Sciences Humaines*, vol. 12, p. 163-172.

Miller M.H. (1977), « Debt and Taxes », *Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, p. 261-275.

Miller M.H. et Modigliani F. (1961), « Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares », *Journal of Business*, vol. 34, p. 411-433.

- Mingat A., Salmon P. et Wolfelsperger A. (1985), *Méthodologie économique*, Presses Universitaires de France, 576 p.
- Modigliani F. et Miller M.H. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *The American Economic Review*, vol. 48, n° 3, June, p. 261-297.
- Morgan M.S. (1998), « Models », in J.B. Davis, D.W. Hands et U. Mäki, *The Handbook of Economic Methodology*, Edward Elgar Publishing.
- Morgan M.S. (2001), « Models, Stories and the Economic World », *Journal of Economic Methodology*, vol. 8, n° 3, p. 361-384.
- Morgan Th. (1988), « Theory versus Empiricism in Academic Economics : Update and Comparisons », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 4, p. 159-164.
- Mourgues N. (2002), « Une analyse méthodologique de la théorie de Jensen et Meckling », in N. Mourgues, *Questions de méthodes en sciences de gestion*, Éditions Management & Société, p. 23-65.
- Muniesa F. et Callon M. (2008), « La performativité des sciences économiques », *Papiers de Recherche du CSI-CSI Working Papers Series*, n° 010.
- Musgrave A. (1981), « ‘Unreal Assumptions’ in Economic Theory : The F-Twist Revisited », *Kyklos*, vol. 34, n° 3, p. 377-387.
- Nadeau R. (1999), *Vocabulaire technique et analytique de l'épistémologie*, Presses Universitaires de France.
- Rainelli-Le Montagner H. (2008), « Finance d'entreprise : voix nouvelles et nouvelles voies », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11, n° spécial, à paraître.
- Rasmussen E. (1994), *Games and Information*, Basil Blackwell.
- Rutherford M. (1994), *Institutions in Economics – The Old and the New Institutionalism*, Cambridge University Press.

Salmon P. (1976), « La méthode hypothético-déductive et les raisonnements en termes de « comme si » en économie. Illustration par la théorie moderne du marché financier », *Revue d'Économie Politique*, n° 5, p. 765-794.

Salmon P. (2000), « Modèles et mécanismes en économie : Essai de clarification de leurs relations », *Revue de Philosophie Économique*, vol. 1, n° 1, p. 105-126.

Salmon P. (2001), « Épistémologie », in C. Jessua, C. Labrousse et D. Vitry (dir.), *Dictionnaire des Sciences Economiques*, Presses Universitaires de France, p. 385-88.

Salmon P. (2007), « Réflexions sur la nature et le rôle des modèles en économie », in A. Leroux et P. Livet, *Leçons de philosophie économique*, Tome 3, Science économique et philosophie des sciences, Economica, p. 355-384.

Schmidt R.H. (1982), « Methodology and Finance », *Theory and Decision*, vol. 14, n° 4, p. 391-413.

Stulz R.M. (2005), « The Limits of Financial Globalization », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, p. 1595-1637.

Tirole J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.

Tufano P. (2001), « HBS-JFE Conference Volume : Complementary Research Methods », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n° 2, p. 179-185.

Ulines Moulines C. (2006), *La philosophie des sciences. L'invention d'une discipline*, Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'ENS.

Watts R. et Zimmerman J. (1978), « Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards », *The Accounting Review*, vol. 53, n° 1, p. 112-134.

Watts R. et Zimmerman J. (1979), « The Demand for and Supply of Accounting Theories : The Market for Excuses », *The Accounting Review*, vol. 54, n° 2, p. 273-305.

Watts R. et Zimmerman J. (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall.

Watts R. et Zimmerman J. (1990), « Positive Accounting Theory : A Ten Years Perspective », *The Accounting Review*, vol. 65, n° 1, p. 131-156.

Wirtz P. (2006), « 'Meilleures pratiques' de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », in G. Charreaux et P. Wirtz, *Gouvernance des Entreprises – Nouvelles perspectives*, Economica, p. 253-271.

Zimmerman J.L. (2001), « Conjectures Regarding Empirical Managerial Accounting Research », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, p. 411-427.