



# SUR LA PLURIDISCIPLINARITÉ CONTEMPORAINE EN FINANCE

CHRISTOPHE SCHINCKUS \*

**D**ans notre société contemporaine, les marchés financiers instituent un espace social très complexe. Étudier le fonctionnement de cet espace est le rôle que s'est défini la finance des marchés. Bien qu'elle constitue un des domaines des sciences sociales qui bénéficie du plus grand nombre de données empiriques, la finance des marchés ne se réduit pas à un ensemble de variables. Le marché financier est également un univers social dont la complexité s'éprouve dans ses formes les plus diverses. Ensemble de chiffres à la signification ésotérique sur lesquels il fonde ses représentations, le marché est devenu une scène unique quotidiennement rejouée dont le comportement reste incompréhensible aux spectateurs non-initiés, mais également, à en juger par les désaccords entre spécialistes, aux plus initiés.

La discipline financière est un vaste domaine théorique qui se décompose très souvent en deux problématiques différentes : la finance d'entreprise et la finance des marchés. Cette distinction théorique facilite l'étude de la réalité financière, mais ne reflète en rien sa pertinence tant les dépendances et interdépendances entre la finance dite de marché et la finance dite d'entreprise sont grandes. Cette scission de la discipline financière en deux pans théoriques n'a d'autre objectif que de faciliter la compréhension de la réalité financière.

\* CEREC, Facultés Universitaires St-Louis, Bruxelles et GRESE, Université Paris I - Panthéon Sorbonne.



La finance de marché concerne les règles d'investissement sur les marchés financiers. Sur base de ces règles, les théoriciens tentent de développer une analyse cohérente censée refléter le comportement des cours boursiers. Les travaux de la finance d'entreprise, quant à eux, s'intéressent principalement aux décisions financières des entreprises. Les décisions d'investissement, les décisions de financement ou encore les politiques de dividendes sont les objets d'étude de prédilection de cette problématique.

Ce papier portera exclusivement sur la finance dite de marché et plus spécialement sur son évolution contemporaine caractérisée par un nombre grandissant de « nouvelles tendances » théoriques. Ces nouveaux développements suscitent également de nombreux débats qui divisent parfois la discipline. Notre objectif n'est pas de présenter en détail ces nouvelles tendances de modélisation en finance de marché, mais plutôt d'essayer de trouver, au sein même de l'évolution contemporaine de la réalité financière, une cause de cette prolifération des discours théoriques. Dans le cadre de ce papier, nous utiliserons abusivement le concept de réalité financière puisque nous entendons par ce terme l'ensemble du processus d'évolution des cotations boursières, c'est-à-dire tout ce qui est susceptible d'influencer l'évolution des cours boursiers.

La finance « quantitative » ou encore « classique » des marchés est une discipline directement issue du courant néoclassique de l'économie<sup>1</sup>. Cette finance s'est développée en tant que champ de savoir autonome depuis les années 1950. Ses racines méthodologiques, la finance les a puisées dans l'économie néoclassique : individualisme méthodologique associé au principe de rationalité parfaite, utilisation des probabilités bayésiennes, schéma hypothético-déductif...

La finance de marché s'est développée de manière très « hermétique », en quasi-autarcie. L'hégémonie méthodologique prévaut depuis maintenant plus de trente ans. En effet depuis les années 1970, le tandem théorique composé de la théorie de l'efficience et du Modèle d'évaluation des actifs financiers (le MEDAF ou Capital Asset Pricing Model, CAPM, en anglais) s'est imposé à tout le domaine.

Malgré la technicité et la cohérence du mode de compréhension qu'elle nous propose, la finance classique doit reconnaître son incapacité réelle à expliquer (et prédire) certains phénomènes boursiers que les auteurs ont qualifiés d'anomalies. Très souvent, les auteurs voient dans ces anomalies l'émergence des nouvelles approches théoriques. Ces anomalies ont ainsi favorisé l'émergence de plusieurs tentatives d'explication du fonctionnement des marchés. De la sociologie<sup>2</sup> à la génétique<sup>3</sup>, en passant par l'informatique<sup>4</sup>, la physique<sup>5</sup> ou encore la psychologie<sup>6</sup>, les explications abondent de toutes parts et présentent très souvent un caractère transdisciplinaire.



L'originalité de ce papier est de proposer, sans nier l'importance des anomalies, une autre cause à cette prolifération des développements théoriques : l'évolution contemporaine de la réalité financière elle-même. En effet, il nous semble que le processus susceptible d'influencer l'évolution des cotations boursières s'est considérablement élargi avec, d'une part, l'avènement du progrès informatique, et d'autre part, le développement progressif d'une logique de consommation qui accompagne la multiplication (et sophistication) des instruments financiers. Dans le cadre de ce papier, nous tenterons d'illustrer ces deux dimensions particulières<sup>7</sup> de l'évolution contemporaine de la réalité financière. Nous appellerons abusivement, il est vrai, « évolution symbolique » tout ce qui caractérise l'avènement progressif d'une logique de consommation au sein de la sphère financière. Par le terme « d'évolution technologique », nous résumerons tout le processus d'informatisation des marchés financiers.

Après avoir présenté ce que nous entendons par l'évolution symbolique et technologique de la réalité financière, nous tenterons, par la suite, de voir en quoi cette double évolution a élargi les manières de penser et de théoriser la réalité financière. Nous présenterons alors les conséquences épistémologiques de cette double évolution.

### *ÉVOLUTION SYMBOLIQUE ET TECHNOLOGIQUE DE LA RÉALITÉ FINANCIÈRE*

#### *Symbolisation et sophistication de la sphère financière*

Au cours des trois dernières décennies, la problématique de l'innovation est devenue très importante en finance. S'il est incontestable que l'innovation, en matière de produits financiers, découle du progrès de l'informatique, celui-ci ne peut expliquer à lui seul le dynamisme financier en la matière. Force est de constater qu'il existe une demande d'instruments financiers de plus en plus pointus et plus en plus adaptés à la diversité des situations financières. À cela, Shiller (2003) ajoute que la volatilité croissante des différents facteurs macroéconomiques (les taux d'intérêts, les indices boursiers ...) incite également les professionnels à développer des nouveaux instruments susceptibles d'atténuer les craintes des investisseurs les plus frileux et d'entretenir l'enthousiasme des investisseurs plus audacieux.

Jacquillat et Solnik (1995) présentent l'émergence de plus de 25 nouveaux produits financiers au cours de ces quinze dernières années. En réponse à cette rapide évolution des instruments financiers, est apparue une littérature abondante sur la problématique de l'innovation. Certains auteurs (Betzuge et Hens, 2001, par exemple) proposent



même des théories évolutionnistes de cette rapide évolution des instruments financiers : seuls les instruments capables de s'adapter à la complexité des multiples situations économiques « survivront » dans cette frénésie de l'innovation financière.

Les influences de cette sophistication des produits financiers sont multiples. Nous énonçons dans ce qui suit les principales conséquences de cette sophistication des produits financiers. Artus (1995) explique que cette sophistication entraîne une plus grande professionnalisation des intermédiaires financiers, ce qui favorise, d'une part, la réduction des horizons d'investissement (car les professionnels sont très souvent évalués sur le court terme) et, d'autre part, le comportement mimétique des professionnels (car ceux-ci sont très souvent évalués sur base d'indicateurs de marché). Artus ajoute que cette sophistication des instruments financiers a fortement influencé le développement des activités spéculatives et le déclin des activités de couverture. Shiller (2003) nous explique qu'en élargissant la sphère des possibilités de spéculation, l'innovation financière semble avoir augmenté sensiblement la volatilité des marchés financiers au cours de ces deux dernières décennies. De son côté, Orléan (1999) souligne également l'augmentation des activités spéculatives et de la liquidité des marchés financiers. L'auteur ajoute que la finance contemporaine favorise de plus en plus la dimension spéculative, négligeant, par la même occasion, ses objectifs originels qui étaient ceux de permettre une meilleure réallocation des capitaux et de partager les risques financiers. Orléan explique, à ce propos, que la réalité financière contemporaine est essentiellement régie par une logique spéculative ce qui crée une déconnexion grandissante entre la sphère financière et sphère productive réelle<sup>8</sup>. Cette déconnexion pousse Orléan (1999) à qualifier de « virtuelle » la finance contemporaine.

Fain et Roberts (1997) expliquent que la sophistication des instruments financiers a également permis une plus grande personnalisation des services financiers. Afin de mieux correspondre à la complexité sans cesse grandissante des besoins des investisseurs, les produits financiers se sont adaptés à tous les profils potentiels d'investisseurs. Selon Shiller (2003), cette multiplication des instruments financiers permettra, dans un futur proche, aux individus de se couvrir contre la majeure partie des risques rencontrés au cours d'une vie comme, par exemple, une concurrence déloyale d'une main-d'œuvre étrangère, une perte d'emploi...

Si la sophistication des titres financiers améliore les services de couverture de risques, elle permet surtout d'étoffer l'offre de services aux investisseurs les plus agressifs. Shiller (2003) explique comment, avec l'utilisation des nouvelles techniques marketing, il devient facile de



« démarcher le client » en matière de produits financiers en jouant sur l'effet de mode et sur la personnalisation des services. En effet, parallèlement à cette multiplication des produits financiers, se sont développées des techniques de vente de ces produits. Les marchés financiers sont de plus en plus présentés comme un espace symbolique de consommation. De nos jours, pour être tendance, il convient de « jouer en Bourse » et plus l'instrument financier est exotique plus la symbolique est forte. Inspirés par Shiller (2003), lorsqu'il compare la démocratisation de Wall-Street à la chaîne de distribution américaine Wal-Mart, nous en arrivons à penser que la multiplication des instruments financiers tend à démocratiser la finance et à octroyer aux clients de Wall-Street les mêmes avantages que les clients de Wal-Mart.

Lunt et Disney (2001) proposent une analyse rhétorique de plusieurs publicités incitant l'achat de services et produits financiers en Angleterre dans les années 1990. Ces auteurs expliquent que les compagnies financières ont tendance à accentuer la dimension symbolique de leurs produits pour attirer les clients potentiels. Les marchés financiers sont alors présentés comme le lieu où « tous les rêves sont permis ». Ainsi, nombreuses sont les offres publicitaires où les clients sont invités à se comporter comme l'une ou l'autre célébrités sportives ou mondaines et à acquérir le produit proposé. De plus, comme Shiller (2000), Lunt et Disney évoquent l'influence symbolique des médias qui en relatant régulièrement l'histoire particulière d'un célèbre investisseur (dont la vie est souvent présentée comme un conte de fée) accentue la dimension symbolique des marchés financiers.

Selon nous, ce développement du caractère publicitaire<sup>9</sup> des produits financier (résultat de la multiplication des instruments financiers) et l'influence des médias favorisent ce que nous avons appelé « l'évolution symbolique » de la sphère financière. Un processus de symbolisation renvoie à une capacité à se représenter et à matérialiser (par un symbole ou une convention) une réalité particulière<sup>10</sup>. En affinant la représentation de la réalité financière, le processus de sophistication des produits financiers opère une certaine symbolisation de la réalité financière. Cette symbolisation est renforcée par le fait que les intermédiaires financiers ont tendance à accentuer la dimension marketing de la sphère financière. Ils incitent les clients potentiels à investir en présentant de plus en plus l'investissement financier comme une des activités les plus rentables, certes, mais également comme l'une des activités conventionnellement le plus à la mode de notre société. La sensibilité des investisseurs aux rites et symboles (Shiller, 2000) permet donc de penser le développement des publicités financières et surtout les médias comme un objet culturel de perpétuation symbolique des marchés financiers.



L'innovation financière, nous l'avons dit, est très souvent associée au progrès informatique et à l'émergence de ce qu'on appelle l'e-finance. Dans la section suivante, nous présentons l'évolution informatique de la réalité financière.

### *Évolution technologique de la sphère financière*

Les mutations technologiques, principalement caractérisées par l'automatisation de la cotation et la création de marchés virtuels, ont profondément modifié l'organisation des marchés, mais également, nous le verrons, les échanges financiers eux-mêmes.

Depuis les années 1980, les plus grandes Bourses de valeurs ont été automatisées et la crie a été peu à peu remplacée par des algorithmes de détermination des cours boursiers<sup>11</sup>. Chaque Place financière s'est peu à peu transformée en véritable « plate-forme électronique »<sup>12</sup>.

Le « *trading* automatique » a profondément révolutionné le fonctionnement des marchés financiers. Depuis quelques années, les conséquences organisationnelles de cette évolution technologique ont été étudiées par plusieurs auteurs. Jiang, Tang et Law (2002) expliquent que le *trading* électronique améliore l'efficacité opérationnelle et informationnelle des marchés. Le *trading* automatique réduit également les coûts de transaction et accroît la liquidité des marchés (Classens, Glaessner et Klingebiel, 2002). Dans sa comparaison entre la crie traditionnelle et un système automatisé, Tsang (1999) confirme les impacts évoqués ci-dessus et souligne également la meilleure transparence des échanges. Jiang, Tang et Law (2002) explicitent quelque peu cette transparence lorsqu'il explique qu'un système automatisé améliore la transparence au niveau des volumes de transaction et donc au niveau de la formation de la cote, mais également au niveau de la détermination de la fourchette (*Bid-ask spread*) fixé par le marché. Parmi les rares inconvénients du *trading* automatique soulignés par la littérature spécialisée, citons le coût très élevé de l'informatisation d'une Place boursière ou encore la lenteur et la complexité du processus d'annulation des ordres (qui peut causer énormément de retard dans les cotations et décourager par la même occasion les potentiels échanges sur le titre concerné par l'annulation). Enfin, citons également parmi les problèmes potentiels les éventuels bogues inhérents à tout système informatisé.

Même s'il est vrai que l'automatisation des marchés financiers a considérablement réduit la dimension « négociation » de l'échange financier, celui-ci n'a pas totalement été « déshumanisé » et demeure basé sur les interactions humaines. Cependant, l'échange oral a été remplacé par une sociabilité plus abstraite puisque les acteurs interagissent par l'intermédiaire de leurs écrans d'ordinateurs (Godechot, 2001).

Selon Lepinay et Rousseau (2001), on assiste à une véritable « sociabilité de l'écran » où les *traders* ont tendance à personnifier leurs écrans en leur prêtant une personnalité hypothétique. Dans un papier récent, Knorr-Cetina et Bruegger (2002) expliquent comment l'interaction financière a progressivement évolué depuis l'avènement du *trading* automatique. Selon ces auteurs, l'interaction financière se réduit peu à peu à la manière dont les *traders* interprètent les signaux qui apparaissent sur leurs écrans. En ce qui concerne cette virtualisation technologique de la réalité financière, citons également les recherches de Nesbitt et Orenstein (1999) qui travaillent sur le développement d'interfaces multisensorielles pour les *traders*. Ces recherches ont pour objectif d'améliorer l'interface entre l'homme et l'ordinateur afin de rendre le comportement humain non (encore) transposable en langage machine plus proche de celui d'un ordinateur.

Le deuxième impact du progrès technologique sur la réalité financière est l'apparition de la « finance électronique » encore appelée « e-finance ». Bien qu'il n'existe pas de réelle définition de l'e-finance, on peut affirmer, d'une manière générale, qu'elle concerne l'ensemble des services financiers offerts électroniquement par l'intermédiaire d'Internet ou par l'intermédiaire d'autres formes de réseau public. Depuis plusieurs années, le nombre de produits financiers électroniques a fortement augmenté. L'e-finance englobe également le développement croissant des marchés virtuels. Varian (1998) rappelle que le marché électronique de l'Iowa (Iowa Electronic Markets, IEM)<sup>13</sup>, créé en 1988, fut le premier marché totalement virtuel où tous les ordres de vente et d'achat se faisaient en ligne. Au cours de ces dernières années, cette virtualisation des marchés financiers s'est étendue à d'autres régions du monde. L'espace financier virtuel appelé « FinNet »<sup>14</sup> développé à Hong Kong en 2002 illustre bien cette évolution. Régi par une association entre le secteur public et le secteur privé, « FinNet » est un réseau qui relie l'ensemble des investisseurs à toutes les institutions financières (publiques ou privées) présentes à Hong Kong. Cela signifie que les investisseurs ont simultanément accès à tous les services financiers disponibles à Hong-Kong. Selon Classens, Glaessner et Klingebiel (2002), même si une variété de facteurs (l'infrastructure en télécommunication par exemple) détermine la vitesse de développement des technologies électroniques dans chaque pays, plus de 90 % des produits financiers devraient être accessibles en ligne en 2010 dans les pays industrialisés. Les auteurs expliquent également que la tendance vers l'e-finance est observée partout dans le monde même dans les pays où l'infrastructure financière est peu ou pas du tout développée.

L'e-finance modifie profondément le fonctionnement des marchés financiers. Classens, Glaessner et Klingebiel (2002) expliquent que



l'e-finance engendre une forte diminution des coûts de transaction, des coûts liés au marketing et des coûts liés à l'intermédiation. Autre impact jugé positif pour les clients, l'e-finance augmente la concurrence entre les professionnels car elle permet aux investisseurs de comparer les prix des différents types de produits financiers proposés. Varian (1998), quant à lui, rappelle que, parallèlement au « *trading* automatique », les marchés virtuels améliorent la transparence des interactions financières.

L'avènement des marchés virtuels et l'automatisation des Places financières ne sont pas sans impact sur le comportement des investisseurs. Pour Barber et Odean (2001), Internet fournit une « illusion de connaissance » aux investisseurs qui ont alors tendance à surestimer l'information financière tout en sous-estimant le risque. Dans un autre papier, Odean (1998) explique que les investisseurs en excès de confiance ont tendance à investir plus qu'ils ne le feraient autrement. Selon Barber et Odean (2001), la virtualisation de la réalité financière tend à accentuer la spéculation et la volatilité des marchés.

### CONSÉQUENCES ÉPISTÉMOLOGIQUES DE LA DOUBLE ÉVOLUTION DE LA RÉALITÉ FINANCIÈRE

8

Les évolutions récentes de la réalité financière influencent la manière dont les théoriciens de la finance représentent la sphère financière. Dans cette section, nous tenterons de nous interroger sur les conséquences épistémologiques de l'évolution technologique et symbolique de la réalité financière.

Avant d'aborder plus en détail l'impact de cette double évolution de la réalité financière sur la théorie financière, il convient de rappeler, encore une fois, la dimension culturelle du phénomène d'automatisation et d'informatisation du monde. Selon Lyotard (1979), cette évolution croissante de l'informatisation de la réalité modifie peu à peu la manière de penser le connaissable et ce qu'on peut en dire.

Pour Lyotard (1979), il convient de ne pas confondre la justification scientifique de l'informatisation du monde avec son caractère opérationnel. Il ajoute que le critère d'opérationnalité (le critère technologique) n'est pas toujours approprié à l'analyse de la réalité sociale. En effet, il s'avère parfois très difficile d'évoquer, conjointement dans une analyse, la dimension opérationnelle et la dimension culturelle ou sociale d'une réalité. Dans son style caractéristique, Lyotard met donc en garde contre l'idée réductrice de faire de ce critère technologique une nouvelle « métajustification » d'une perception particulière de la réalité sociale.

Au point de vue épistémologique, il convient de rappeler que l'informatisation des marchés financiers n'implique pas pour autant que la théorie financière se soit transformée en « une science dure ». L'automatisation et l'informatisation de la réalité financière combinée à tous leurs impacts (meilleure liquidité, meilleure information, diminution des coûts de transaction, vitesse d'échange plus élevée...) n'ont pas pour autant « neutralisé » la dimension humaine présente dans l'interaction financière. Cette remarque est importante car, précisément, de nombreux théoriciens issus d'autres disciplines (physique ou informatique, par exemple) voient dans cette automatisation des marchés financiers une manière d'obtenir des données brutes sur lesquelles ces théoriciens appliquent des modèles qu'ils connaissent bien dans leur discipline. Dans cette logique, les cotations sont considérées comme totalement générées par l'ordinateur et ces données brutes sont autant de matières premières pour des modèles issus des sciences dures. Ces modèles débouchant sur des nouvelles théories financières, il en résulte une fragmentation de la connaissance financière.

Les marchés financiers contemporains ne sont plus un lieu d'échange financier au sens classique du terme et une analyse purement économique de ces échanges ne suffit plus à expliquer l'évolution des cotations boursières. Aujourd'hui, outre ses objectifs originels (lever des fonds et couverture des risques financiers), les marchés financiers incarnent à la fois : une « niche » pour les spécialistes du marketing financier ; un lieu d'expression privilégié des biais comportementaux des individus suggérant une étude plus psychologique des échanges ; un espace symbolique susceptible d'être étudié par les sociologues ; mais également, depuis l'informatisation des marchés, un objet d'étude privilégié pour les spécialistes de l'intelligence artificielle. L'informatisation engendre une quantification plus fine et standardisée des cotations, ce qui rend la réalité financière (si on la réduit uniquement aux cotations) plus à même d'être traitée par les approches prônées par les statisticiens voire les physiciens qui voient dans cette informatisation une base importante de données exploitables.

Les « faits financiers » ne sont pas directement observables. S'il est vrai que, d'une manière générale, l'évolution des cotations incarne la principale source d'identification et d'interprétation des indices caractérisant la réalité financière, les différentes professions développent leur propre herméneutique des indices en proposant une dynamique particulière de l'articulation de ces indices. Il se dégage de cette diversité une multitude d'histoires possibles de la réalité financière et bien que cette dernière soit la cause des différentes démarches, la méthodologie liée à l'identification et l'interprétation des indices empêche cette réalité sociale d'intervenir comme cause des résultats obtenus<sup>15</sup>. On observe alors un élargissement



de la connaissance financière et un rapport de force s'installe entre les différents courants existants (et naissants).

La double évolution de la sphère financière évoquée ci-dessus et la multiplication des approches théoriques illustrent bien, selon nous, la dichotomie méthodologique mise en avant par Frankfurter et McGoun (1996) lorsqu'ils parlent d'une finance « sans signification » (*without meaning*) et d'une finance « avec une signification » (*with meaning*). Les auteurs expliquent que, d'une manière générale, la discipline financière est dominée par les partisans de la première catégorie c'est-à-dire une finance sans signification particulière où les cotations s'auto-suffisent et résument à elles seules la réalité financière. Dans ce cas de figure, « il n'y aurait rien » au-delà des cotations elles-mêmes. Frankfurter et McGoun associent la finance néoclassique à ce type de connaissance sans signification des cotations. Celles-ci incarnent alors des données neutres et objectives sur lesquelles il convient d'établir des lois statistiques sans forcément se soucier de l'origine ou des éventuelles significations de ces données. Les approches théoriques que nous avons qualifiées d'indifférente à la signification sociale des cotations se caractérisent essentiellement par le simple fait que les théoriciens considèrent que les cours boursiers ne se réfèrent à rien d'autre qu'à eux-mêmes. Les comportements sociaux ou psychologiques seraient, dans cette vision des choses, directement intégrés dans les cours et totalement neutralisés dans le système de cotation lui-même. Selon Frankfurter et McGoun (1996), on retrouve dans ce type de finance l'approche des chartistes pour qui seule la régularité des valeurs empiriques importe, mais également dans la célèbre efficacité des marchés, véritable clef de voûte de la finance. Pour les auteurs, le caractère aléatoire de l'évolution des cotations (comme le prétend l'efficacité des marchés) détruit toute causalité et explication « significative » de l'évolution des cotations. Il convient néanmoins de nuancer ce raisonnement car pour la finance néoclassique, cette évolution aléatoire des prix des actifs résulte directement de l'interaction entre acteurs dont le comportement a été décrit et formalisé. Dans ce sens, l'évolution des cotations dépendrait de « quelque chose » puisqu'elle résulterait du profil psychologique (simplifié) des acteurs.

Selon nous, l'évolution technologique de la sphère financière, en permettant une meilleure quantification et un meilleur suivi des historiques des cours boursiers, a fortement favorisé l'émergence d'approches théoriques proches des sciences dures telles que « l'éconophysique » appliquée à la finance ou encore l'application des systèmes neuronaux à l'étude des cotations. De nos jours, des physiciens ou encore des spécialistes de l'intelligence artificielle tentent de développer des modèles inspirés des sciences dures dans lesquels les cotations se

comportent comme des molécules de gaz (pour les physiciens) ou comme des flux électriques « entrants » et « sortants » (pour les spécialistes de l'intelligence artificielle).

À l'opposé de la finance « sans signification », Frankfurter et McGoun parlent d'une finance « avec une signification » où les théoriciens associent un lien social, psychologique ou historique à l'évolution des cotations. Dans ce cas de figure, les théoriciens tentent de comprendre ce qui influence les cours boursiers comme s'il existait quelque chose d'extérieur, mais de commun à tous les acteurs d'un marché (par exemple une culture marchande ou encore des biais psychologiques communs à tous les individus) qui permettrait d'expliquer l'évolution des marchés financiers. La difficulté majeure de ces approches théoriques c'est le caractère situé de la signification qu'elles prêtent aux cotations. Ce faisant, la finance comportementale ou encore les réflexions sociologiques sur les marchés financiers sont incapables d'offrir une explication globale des marchés<sup>16</sup>. Si on considère la finance comportementale comme une extension<sup>17</sup> de la finance néoclassique, il convient d'intégrer cette dernière dans la catégorie de finance « avec signification ».

D'une manière générale, nous considérons l'analyse fondamentale (souvent opposée au chartisme) comme faisant partie de cette catégorie d'approches de la réalité financière. Et pour cause, le simple fait que les partisans de l'analyse fondamentale fassent appel à « quelque chose d'extérieur », à savoir la valeur intrinsèque, pour expliquer l'évolution des cotations qui refléterait, par conséquent, quelque chose de significatif par rapport à cette valeur intrinsèque le montre.

Ce que nous avons appelé « l'évolution symbolique » de la sphère financière illustre bien, selon nous, cette évolution contemporaine vers une finance « à signification » dans laquelle les cours boursiers incarneraient les signes visibles d'une évolution sociétale plus généralisée. Dans cette vision, les marchés financiers incarnent avant tout un espace symbolique d'interactions suggérant des approches théoriques inspirées des sciences humaines. C'est alors que se justifient les réflexions sociologiques, psychologiques, mais également des analyses réalisées par des spécialistes du marketing ou encore de la communication<sup>18</sup>.

L'interaction financière a toujours été au cœur des échanges sociaux et humains. Cependant, en termes de savoirs, seule la dimension économique s'est développée au cours de l'histoire de la discipline. La réalité financière contemporaine se caractérise par un haut degré de technicité, mais également par un symbolisme important. Depuis plusieurs années, il semble que « la connaissance » en matière de



finance s'élargisse de manière significative. La « connaissance financière » s'apparente, dès lors, à un véritable espace où de nombreuses disciplines se rencontrent et proposent un éclairage particulier de cette réalité financière. Selon nous, cette pluridisciplinarité ne résulte pas uniquement des insuffisances méthodologiques du courant théorique dominant. L'actuel foisonnement des discours théoriques sur la réalité financière illustre l'importance sans cesse grandissante prise par la sphère financière dans nos sociétés.

### NOTES

1. Pour une définition rigoureuse de la finance néoclassique voir Ross S., *Neoclassical Finance*, Princeton University Press, 2004.
2. Voir à ce sujet, Godechot O., *Les traders : essai de sociologie des marchés financiers*, La découverte, 2001 ou encore la revue *Politix*, vol. 13, n° 52, 2000.
3. Voir à ce sujet, Shu-Heng Chen, *Genetic Algorithms and Genetic Programming in Computational Finance*, Kluwer Academic Press, USA, 2002.
4. Voir à ce sujet Shadbolt J. et Talor J.G., *Neural Networks and the Financial Market*, Springer Verlag, Londres, 2002.
5. Voir par exemple, Vandewalle N., Ausloos M., Boveroux Ph. et Minguet A., « How the Financial crash of October 1987 could have been predicted », *The European Physical Journal*, avril 1998.
6. Voir à ce sujet Barberis Nicholas et Thaler Richard, « A survey of behavioral finance », Septembre 2002, à paraître dans *The handbook of the Economics of Finance*, ed. by Constantinidis et al.
7. Le fait que nous nous concentrons davantage sur la dimension symbolique et technologique ne signifie pas que nous réduisons l'évolution de la réalité financière à ces deux dimensions.
8. Signalons à ce propos l'étude réalisée par McGoun (1997) montrant l'impact de plus en plus en faible des crashes boursiers sur l'économie réelle américaine.
9. L'évolution grandissante de la publicité dépasse bien évidemment la sphère financière. Voir à ce sujet Brochard B. et Lendrevie J. (2001), *Le publicitor*, (Daloz, Paris) ou encore Clerjaud S., « La publicité comme idéologie », *Revue de Philosophie politique*, février 2002 - [www.Philosophiepolitique.net](http://www.Philosophiepolitique.net)
10. Voir à ce sujet Nadeau (1999), p. 675).
11. « Un algorithme est un ensemble de règles ou instructions finies et récurrentes qui peuvent être exécutées par une machine. Un algorithme de cotation exécute les ordres arrivés selon un procédé d'enchère et en accord avec un ensemble de priorités » in Muniesa (2000) in *Politix* (2000), p. 122.
12. Pour le Committee on the Global Financial System (2001), une Place financière automatisée se caractérise par la gestion automatique des tâches suivantes : « electronic order routine (the delivery of orders from users to the execution system), an automated trade execution (the transformation of orders into trades), an electronic dissemination of pre-trade (bid/offer quotes and depth) and post-trade information (transaction prices and volume data) ».
13. Pour plus d'informations sur ce marché virtuel, voir [www.biz.uiowa.edu/iem/index.html](http://www.biz.uiowa.edu/iem/index.html)
14. Pour plus d'informations sur cet espace financier, voir [www.aboutfinnet-hk.net/about\\_finnet/what.html](http://www.aboutfinnet-hk.net/about_finnet/what.html)

15. Dans les sciences empiriques, par exemple, la réalité physique intervient comme double cause de la pratique scientifique : elle est cause de la pratique mais également cause des résultats. Par contre, dans les sciences sociales, la réalité sociale intervient comme cause de la pratique, mais pas ou peu (c'est précisément ici qu'interviennent les débats et l'importance de la méthodologie dans les sciences sociales) comme cause de résultat. Voir à ce sujet Stengers (1998).

16. Voir à ce sujet John. Y. Campbell (2000).

17. La théorie alternative à la théorie de l'utilité espérée énoncée par Tversky et Kahneman (1979, « Prospect Theory : An analysis of decision under risk », *Econometrica*, Vol. 47, 263-91), sur laquelle la finance comportementale repose, se propose d'expliquer les choix des individus en tenant compte des biais psychologiques qui affectent l'évaluation des probabilités assignées aux résultats d'une situation donnée. La grande différence avec la théorie de l'utilité espérée est que les pondérations des résultats ne sont pas identiques aux probabilités qui y sont associées. Les auteurs parlent de « pondération de décision » (*decision weights*) pour qualifier les différentes pondérations subjectives et de « fonction de valeur » pour caractériser ce qu'on pourrait appeler l'utilité subjective des individus. Cette pondération de décision mesure en quelque sorte la désirabilité que l'individu éprouve pour la réalisation d'une perspective donnée. La pondération décisionnelle de l'agent est très souvent biaisée par rapport aux véritables probabilités associées à cette même perspective. Les deux concepts coïncident si on retient dans l'analyse le principe des anticipations rationnelles. C'est pourquoi, la plupart des modèles de finance comportementale (fondés sur la théorie des perspectives) expliquent également les résultats obtenus par les modèles de la finance néoclassique (qui se fondent sur la théorie de l'utilité espérée).

18. Notons que ce type d'article proposant une réflexion épistémologique de l'évolution de la connaissance en finance des marchés s'apparente à une analyse « avec signification ».

## BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS P. (1995), *Anomalies sur les marchés financiers* (Economica, Paris).
- BARBER B. and ODEAN T. (2001), « The Internet and the Investor ». *Journal of Economic Perspectives* 15, 41-54.
- BAESTENS D.E., VAN DEN BERGH W. and WOOD D. (eds), (1994), *Neural Network Solution for Trading in Financial Markets* (Pitman Publishing, New York).
- BLACK F., (1971), « Toward a Fully Automated Stock Exchange », *Financial Analysts Journal*, 27 (4), 1971.
- BETTZÜGE M. and HENS Th., (2001), « An Evolutionary Approach to Financial Innovation ». *Review of Economic Studies* 68, 493-522.
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (2001), « The Implications of Electronic Trading in Financial Markets », *BIS (Bank for International Settlements) Paper* 12.
- CAMPBELL J. Y., (2000), « Asset Pricing at the Millennium », *Journal of Finance*, Vol. 55, n° 4, August, 1515-1567.
- CLAESSENS S., GLAESSNER Th., KLINGEBIEL D. (2002), « E-Finance in Emerging Markets: Is Leapfrogging Possible? ». *Financial Markets Institutions & Instruments* 11, 2-125.
- ECONOMIDES N., (2001), « The impact of the Internet on financial markets ». *Journal of Financial Transformation* 1, 8-13.
- FAIN D. and ROBERTS M., (1997), « Technology vs. Consumer Behavior: The Battle for the Financial Services Customer ». *Journal of Direct Marketing*, 11, N° 1, pp. 44-54.
- FARMER J. (1999), « Physicists Attempts to Scale the Ivory Towers of Finance ». *Computing in Science & Engineering* November-December, 26-39.



- FRANKFURTER G. and MCGOUN E., (1996), *The Methodology of Finance: What it is and what it can be*, JAI Press, Londres.
- GODECHOT O. (2000), « Le bazar de la rationalité : Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement ». *Politix* 13, 17-56.
- GODECHOT O. (2001), *Les traders : essai de sociologie des marchés financiers* (Editions La Découverte, Paris).
- GOLDBERG D.E. (1994), *Algorithmes génétiques : Exploration, optimisation et apprentissage* (Addison-Wesley Éditions, Paris).
- JACQUILLAT B. and SOLNIK B. (1995), *Marchés Financiers* (Dunod Editions, Paris).
- JIANG G., TANG N. and LAW E. (2002), « Electronic trading in Hong Kong and its impact on market functioning ». *BIS (Bank for International Settlements) Papers* 12.
- JORDAN J. and KAAS P. (2002), « Advertising in the Mutual Fund business: The role of judgmental heuristics in private investors evaluation of risk and return ». *Journal of Financial Services Marketing* 7, 129- 140.
- KNORR-CETINA K. and BRUEGGER U. (2002), « Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets ». *American Journal of Sociology*, 107-143.
- LEPINAY V. and ROUSSEAU F. (2001), « Les trolls sont-ils incompétents ? Enquête sur les financiers amateurs ». *Politix* 13, 73-97.
- LUNT P. and DISNEY R. (2001), « Interpreting Financial Services Adverts » in R. Elliott and S. Beckmann (eds), *Interpretive Consumer Research*, pp. 177-192. Copenhagen Business School Press, Copenhagen.
- LYOTARD J-F. (1979), *La condition postmoderne* (Éditions de Minuit, Paris).
- MCGOUN E. (1997), « Hyperreal Finance ». *Critical Perspectives on Accounting* 8 (1/2), 97-122.
- MUNIESA F. (2000), « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix ». *Politix* 13, pp. 121-154.
- NADEAU R. (1999), *Vocabulaire technique et analytique de l'épistémologie*, (Presses Universitaires de France, Paris).
- NESBITT K. V. and ORENSTEIN B. (1999), « Multisensory Metaphors and Virtual Environments applied to Technical Analysis of Financial Markets ». *Proceedings of the Advanced Investment Technology*, 195-205.
- ORLÉAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance* (Éditions Odile Jacob, Paris).
- ORLÉAN A., (2005), « Réflexions sur l'hypothèse d'objectivité de la valeur fondamentale dans la théorie financière moderne », in Bourghelle, Brandouy, Gillet et Orléan (éd.), *Croyances, Représentations Collectives et Conventions en Finance*, Economica, Paris, p. 19-42.
- ODEAN T. (1998), « Volume, Volatility, price and profit when all traders are above average », *Journal of Finance*, 53, 1887-1934.
- PENNINGS J. (1999), « The marketing-finance interface towards financial services with special reference to the new service provided by futures exchanges », *European Journal of Marketing* 33, 531-547.
- SHILLER R. (1999), « Human Behavior and the efficiency of the financial system », in Taylor J. and Woodford M. (ed.), *Handbook of Macroeconomics* (Elsevier, Amsterdam).
- SHILLER R. (2000), *Exubérance irrationnelle*, (Editions Valor, Paris).
- SHILLER R. (2003), *The New Financial Order* (Princeton University Press, Princeton).
- STENGERS I. (1998), *La guerre des sciences*, (La Découverte, Paris).
- TSANG R. (1999), « Open outcry and electronic trading in futures exchanges ». *Bank of Canada Review*, Spring.
- VARIAN H., (1998), « Effect of the Internet on Financial Markets ». *Working Paper* University of California, Berkeley.