

# Les gestionnaires français et l'organisation de l'économie financière pendant les années 1970-1980

Franck JOVANOVIĆ

*Université TELUQ, Canada*

*CIRST, Canada ; LÉO, Université d'Orléans, France*

---

## Résumé

Cet article analyse un aspect très peu étudié de l'histoire de la pensée managériale en France : le rôle des gestionnaires français dans l'organisation de l'économie financière pendant les années 1970-1980. Si les fondements de l'économie financière ont été posés par des économistes américains dans les années 1960 et 1970, ces idées ont été introduites en France entre la seconde moitié des années 1970 et le début des années 1980 principalement par des gestionnaires français formés au Canada et aux États-Unis. Cet article expose de quelle manière ces gestionnaires ont introduit et structuré ce domaine en France tant au niveau scientifique que pratique. Outre l'analyse de publications et d'archives, cet article s'appuie sur des informations collectées par un sondage et des entrevues auprès des principaux acteurs français de cette période. Il utilise également une base de données originale construite à partir des documents de travail du Centre d'Enseignement Supérieur des Affaires, et des données statistiques originales compilées à partir de documents de l'*European Institute for Advanced Studies in Management*. Cet article présente trois principaux résultats. Premièrement, les gestionnaires français ont bénéficié d'un contexte favorable pour introduire la recherche en économie financière. Deuxièmement, à cette époque les contributions des gestionnaires français consistent principalement en une application des modèles américains de la finance de marché « *mainstream* » aux données françaises grâce à la création de bases de données informatiques. Troisièmement, les gestionnaires français ont largement contribué à la performativité de l'économie financière en France.

### *Mots-clés :*

histoire de la pensée managériale en France, histoire de l'économie financière, FNEGE, primes, sciences de gestion

---

## 1. INTRODUCTION

La création et l'institutionnalisation de la théorie financière moderne, généralement appelée économie financière, sont aujourd'hui assez bien connues. Cette discipline a été créée au sein des écoles de commerce américaines au cours des années 1960 et 1970 par des économistes américains (Delcey, 2019 ; Fourcade & Khurana, 2013 ; Jovanovic, 2008 ; Poitras & Jovanovic, 2007). Cependant, jusqu'à présent, hormis quelques rares travaux (Jovanovic & Numa, 2019 ; Numa, 2004 ; Pavis, 2003b), la manière dont ces idées ont été diffusées à l'extérieur des États-Unis, et plus spécifiquement en France, n'a pas été étudiée. Il s'avère que les gestionnaires français ont joué un rôle crucial dans l'introduction de l'économie financière en France. Et pour cause, comme l'ont montré Jovanovic et Numa (2019), jusqu'au milieu des années 1980, les économistes français ne s'y intéressaient pas.

Cet article présente la manière dont ce domaine de recherche a été mis en œuvre par les gestionnaires français dans les années 1970 et 1980. Nous nous intéresserons plus spécifiquement à la finance de marché (efficacité des marchés, CAPM, sélection de portefeuilles, évaluation d'options), laissant de côté la finance d'entreprise, l'autre branche de la théorie financière moderne et qui se développe à la même période. Comme nous le verrons, c'est en effet la finance de marché qui est d'abord développée en France, alors même que l'on s'attendrait à ce que la finance d'entreprise soit la première discipline de gestion à être développée. Nous laissons également de côté les travaux sur la gestion des risques, comme ceux de Irving Fisher, qui étaient connus de certains ingénieurs français qui s'intéressaient à l'économie, en particulier Maurice Allais. Ces travaux n'ont pas contribué à structurer la recherche en économie financière dans la période qui nous intéresse. Pour mener cette étude, outre l'analyse de publications et d'archives, cet article s'appuie sur des informations collectées auprès des principaux acteurs français de cette période<sup>1</sup>. Il utilise également une base de données construite à partir des documents de travail du Centre d'Enseignement Supérieur des Affaires (CESA). Créé en 1970, ce centre regroupait l'École des Hautes Études Commerciales, l'Institut Supérieur des Affaires et le Centre de Formation Continue, et deviendra le *Groupe HEC*, couramment appelé HEC. Une telle base de données permet d'identifier les thèmes de recherche en gestion qui intéressent les auteurs français de cette époque et de suivre leur évolution.

Cet article est organisé en trois parties.

La première partie rappelle le contexte intellectuel et institutionnel de l'époque qui a conduit les gestionnaires français à introduire l'économie financière en France. Les éléments institutionnels qui ont permis l'émergence des sciences de la gestion en France dans les années 1960-1970 ayant été très bien analysés par ailleurs (Marco, 2006, 2011 ; Pavis, 2003a, 2003b), cette partie se focalise sur la finance. Cette partie montrera que le contexte français était peu propice à l'introduction et au développement de l'économie financière au début des années 1970 : non seulement cette discipline était délaissée par les

économistes français, mais son cadre théorique (rôle des marchés financiers, des actionnaires, etc.) s'appliquait mal au contexte français. Malgré ce contexte, et comme cette partie le détaillera, cette discipline doit son développement en France aux gestionnaires français formés en Amérique du Nord.

La deuxième partie étudie les premiers travaux de recherche en finance des gestionnaires français. Ces derniers ayant importé les concepts, modèles et théories élaborés aux États-Unis, cette partie permet de rendre compte de ces transferts dans un contexte intellectuel différent. Deux éléments nous intéressent particulièrement : d'une part, les thèmes étudiés par les premiers auteurs français, et d'autre part la création des premières bases de données informatiques sur les cours boursiers. Cette partie montrera qu'à cette époque les contributions des gestionnaires français consistent principalement en une application des modèles américains aux données boursières françaises.

La troisième partie analyse brièvement le rôle de conseil des gestionnaires français auprès des institutions financières et des instances de régulation des marchés financiers français lors des réformes de la bourse de Paris mises en place à partir de la seconde moitié des années 1980 (création du système de négociation électronique, du MONEP, du MATIF, etc.). Cette partie montrera que l'importation des idées de l'économie financière a impulsé ce rôle de conseil, faisant des gestionnaires français des acteurs majeurs de la réforme des marchés financiers français pendant les années 1980. Elle illustrera de ce fait le rôle performatif de l'économie financière en France pendant ces réformes.

## **2. LE CONTEXTE INTELLECTUEL ET INSTITUTIONNEL DE L'EPOQUE EN FRANCE**

Cette première partie s'intéresse au contexte intellectuel et institutionnel des années 1970 qui a permis l'introduction des idées de l'économie financière en France. Elle souligne le rôle central des gestionnaires français formés aux États-Unis et au Canada.

### **2.1. Les difficultés contextuelles à l'introduction de l'économie financière**

Afin de bien comprendre le tour de force des gestionnaires dans l'introduction de l'économie financière en France, il est essentiel de rappeler que, de l'aveu même des acteurs français que nous avons interrogés, il était difficile d'introduire cette discipline dans ce pays. Trois principaux éléments expliquent cette situation.

Première difficulté, au début des années 1970, les marchés financiers et les institutions financières en France sont beaucoup moins développés qu'aux États-Unis, sauf en ce qui concerne le financement de l'État. Le secteur de la finance était en effet très largement contrôlé par l'appareil étatique, les marchés financiers étaient extrêmement encadrés, un contrôle des capitaux existait, et un régime favorable aux débiteurs (taux d'intérêt réels négatifs) prévalait. La finance et les marchés financiers devaient surtout servir les besoins en financement de la puissance publique. Ce contexte français était difficilement compatible avec le cadre théorique de l'économie financière qui privilégie l'actionnariat privé et les marchés financiers

en situation de concurrence. Autre difficulté, les universitaires les plus susceptibles de s'intéresser à l'économie financière, à savoir les économistes, ne s'y intéressaient pas ! À cette époque, les sujets liés à la finance qui dominaient parmi les économistes français concernaient les finances publiques ou tout autre sujet directement lié au financement de l'État, à savoir les taux d'intérêt, les obligations, à la monnaie ou la macroéconomie monétaire. Rappelons qu'en France, jusqu'en 1968 la science économique n'était pas autonome et faisait partie des facultés de droit (Marco, 2006, p. 179). Plus précisément, jusqu'à la fin des années 1950, les sciences économiques et le droit faisaient partie des mêmes départements et des mêmes programmes (du moins pour le premier cycle); ce n'est qu'en 1957 que les facultés de droit ont ajouté la mention « et de l'économie » (Marco, 2006, p. 179). La subordination des sciences économiques au droit jusqu'en 1968 a aussi été incontestablement un frein à l'intérêt des économistes français pour l'économie financière (Jovanovic & Numa, 2019). Cette absence d'intérêt prévalut jusqu'au milieu des années 1980, si bien que les étudiants en économie qui s'intéressaient à cette discipline quittaient les cursus en économie pour intégrer ceux en gestion. C'est le cas par exemple de Michel Albouy qui a participé à l'introduction de l'économie financière en France. Bien qu'il ait commencé ses études en économie, son intérêt pour la finance l'a conduit à les poursuivre en gestion, notamment grâce à une bourse de la FNEGE pour obtenir son Ph. D. aux États-Unis.

On doit cependant noter une exception notable, Jean-Jacques Rosa, économiste, qui est le premier français à publier sur le CAPM. Il créa en 1974 avec Gallais-Hamonno, autre économiste, l'*Institut orléanais de finance*. Cet institut était rattaché à la Faculté de droit et des sciences économiques de l'Université d'Orléans, et avait, selon son rapport d'exercice de 1976, un axe de recherche consacré à l'économie financière, et plus précisément à l'analyse des équilibres de prix sur les marchés financiers. Rosa y travaillait sur le CAPM et la théorie des choix de portefeuilles, tandis que Gallais-Hamonno s'intéressait essentiellement aux SICAV. C'est la même équipe qui, rejointe par Lacoue-Labarthe, créa en 1975 le premier DEA (c.-à-d. Master 2) qui intégrait une composante d'économie financière dans un département d'économie. La création de ce DEA Monnaie et finance en 1975, la même année que le fameux DEA 104 de finance de marché à l'Université Paris-Dauphine, s'explique par la mise en œuvre en 1975 de la réforme universitaire qui transforma les DES (diplôme d'étude supérieur) en DEA (diplôme d'études approfondies) et DESS (diplôme d'études supérieures spécialisées). Solnik, une figure centrale de l'introduction de l'économie financière en France et sur laquelle nous reviendrons, y donna un séminaire les deux premières années. Comme me l'a expliqué Lacoue-Labarthe, Solnik fit également intervenir dans son séminaire de prestigieux universitaires américains, comme Fama. Selon Lacoue-Labarthe, le Ministère de l'Éducation nationale accepta la création de ce DEA, entre autres, par l'intervention de ces universitaires américains et aussi parce que ce projet était porté par des professeurs qui séjournèrent à Orléans –Pollin était également chargé d'un cours sur le coût du capital et la théorie des choix de portefeuille–, contrairement à des projets

proposés au même moment par Faculté de droit et des sciences économiques de l'Université d'Orléans. L'*Institut orléanais de finance* et le DEA Monnaie et finance de l'Université d'Orléans faisaient donc figure d'exception dans le paysage des économistes français de l'époque, même si l'économie financière, tant au niveau de l'enseignement que de la recherche ne constituait pas le thème dominant. Malheureusement, avec les départs de Rosa et de Solnik en 1976 et 1977, l'enseignement et la recherche en économie financière perdirent de leur importance ; l'*Institut orléanais de finance*, sous l'impulsion de Gallais-Hamonno, se tourna alors, de manière assez novatrice, vers la finance historique, consistant à appliquer les analyses économétriques et statistiques à des épisodes financiers passés.

Cet épisode montre bien la difficulté d'introduire l'économie financière dans les départements d'économie en France à cette époque. Un élément mérite être souligné. Rosa me précisa que l'idée de créer cet institut est venue de Gallais-Hamonno qui rentrait alors d'un séjour de deux années au Canada où il était chargé de cours au département d'économie de l'University of Western Ontario dans le cadre de son service militaire. De la même manière, Lacoue-Labarthe et Solnik avaient également séjourné aux États-Unis. Nous retrouvons ici l'importance des séjours en Amérique du Nord dans l'introduction de l'économie financière en France.

Troisième difficulté, l'économie financière nécessitait une rupture méthodologique qui constitua un frein à sa réception en France. Comme me l'a rappelé Dif lors d'un entretien, « avant 1970, l'enseignement de la finance en France était généralement moins mathématique que littéraire, plus ou moins dérivé de la comptabilité et cantonné à l'analyse financière. La plupart des gens qui vinrent étudier en Amérique du Nord ne connaissaient donc pas [les travaux de l'économie financière] ». Effectivement, lorsque l'on compare les manuels de finance publiés en France avant le milieu des années 1970 et ceux publiés après, force est de constater que jusqu'au milieu des années 1970, la recherche et l'enseignement de la finance étaient descriptifs et s'appuyaient principalement sur la comptabilité (Albouy, 1995; Jovanovic et Numa, 2019 ; Numa, 2004). Par exemple, comme l'explique Dif dans sa thèse au sujet des obligations convertibles, « la majeure partie [des travaux français] sont purement descriptifs. La plupart des auteurs abordent la question sous l'angle comptable ou juridique plutôt que sous l'angle proprement financier » (Dif, 1974, p. 8).

Ce constat est valable pour tous les thèmes abordés par la théorie financière moderne. Et pour cause, jusqu'au milieu des années 1970, l'enseignement de la finance en France se caractérise par une vision praticienne qui relevait essentiellement de la comptabilité, et que l'on peut qualifier d'a-théorique, par opposition à l'économie financière qui est théorique et s'appuie sur des modélisations mathématiques, deux caractéristiques absentes de la finance praticienne (Numa, 2004, p. 41). Par exemple, pour le *Depallens*, manuel publié en 1970 et « qui était "la bible" de l'époque », « les pièces centrales de l'enseignement de la gestion financière étaient le bilan et le compte d'exploitation de l'entreprise » (Albouy, 1995, p. 16-17).

Comme le précise Numa (2004, p. 6), « selon Depallens (1970), la valeur de la firme est déterminée par sa situation comptable nette, non par sa capitalisation boursière [comme c'est le cas en économie financière]. Cette assertion reflète le consensus des intellectuels et capitaines d'industrie de l'époque qui se méfiaient de la Bourse et des actionnaires ». Albouy attribue d'ailleurs le retard de la France à cette époque dans ce domaine à « la confusion, trop longtemps entretenue, entre la finance, la comptabilité et l'approvisionnement de trésorerie » (Albouy, 1995, p. 16), et d'ajouter que « l'enseignement universitaire de la gestion financière était accepté à condition que la discipline reste technique et descriptive, sans préoccupation théorique » (Albouy, 1995, p. 18).

Les premiers manuels consacrés à l'économie financière sont ceux de Rosenfeld (1972), Jacquillat et Solnik (1974), Vernimmen (1976) et Zisswiller (1976). Parmi ces quatre manuels, c'est indéniablement le manuel de Jacquillat et Solnik qui s'est imposé comme la référence dans les années 1970 et 1980, car il fut le premier à rendre accessible l'économie financière. En effet, bien que le manuel de Rosenfeld (1972) fut le premier à introduire le modèle de Markowitz, il ne consacre que 3 pages à ce modèle sur les 385 pages de l'ouvrage, et, avec la présentation qui en est faite, « on ne perçoit pas comment Rosenfeld comptait transmettre à des étudiants toute l'ampleur des avancées en gestion de portefeuille » (Numa, 2004, p. 25). Cette difficulté du passage d'une discipline a-théorique et littéraire à une discipline mathématisée avec un contenu théorique systématiquement accompagné de tests statistiques n'était pas propre à la France. Les financiers américains furent confrontés à cette difficulté dans les années 1960 et 1970, au moment de l'institutionnalisation de ce nouveau cadre théorique aux États-Unis (Bernstein, 1992 ; Fourcade & Khurana, 2013, 2017 ; Jovanovic, 2008). Ceci explique sans doute que l'on retrouve chez les gestionnaires français la même rhétorique que celle qui a marqué les débats entre universitaires américains (Jovanovic, 2008 ; Jovanovic & Schinckus, 2013). Par exemple, dans leur livre qui est le premier ouvrage à avoir traduit en français les articles fondateurs de la finance moderne, Girault et Zisswiller expliquent que « jusqu'à des années récentes, la Finance faisait l'objet d'un traitement descriptif et non analytique » (1973, p. vi). De même, Jacquillat et Solnik (1974, p. 3-4 ; 12-16) qualifiaient les formes géométriques identifiées par les chartistes d'« ésotériques », de la même manière que le faisaient les premiers économistes financiers américains (Jovanovic, 2008 ; Whitley, 1986).

## **2.2. Un contexte favorable aux gestionnaires**

Face à de telles difficultés, on peut s'interroger sur la manière dont l'économie financière a été introduite en France. Ce sont les gestionnaires français qui introduisirent ces thèmes de recherche. Un des éléments clés de l'institutionnalisation d'un programme de recherche est la constitution d'un groupe de personnes qui s'organisent pour échanger sur des idées communes, que ce soit par des rencontres, des publications ou tout autre moyen. Au niveau de la recherche universitaire, les professeurs occupent généralement une place

centrale. Toutefois, pendant longtemps, les écoles de commerce en France ne disposaient pas de professeurs permanents. La recherche était donc inexistante dans les écoles de commerce françaises, quel que soit le domaine. Une importante réforme des principales écoles de commerces « parisiennes », principalement ESSEC et HEC, prit place dans les années 1960 et 1970. Cette réforme conduisit à la mise en place progressive d'un corps professoral permanent. Par exemple, comme l'explique Pavis (2003, p. 8), à HEC, la constitution d'un corps enseignant permanent est amorcée en 1963 avec 5 professeurs permanents ; ils seront 26 en 1966, 74 en 1968, 88 en 1972. Puis en 1970 intervint un important changement administratif avec la création du CESA (Centre d'Enseignement Supérieur des Affaires) qui préfigure le Groupe HEC. Avant, comme me l'a précisé Patrice Poncet, professeur de finance à l'ESSEC depuis 1976, il n'y avait que des vacataires pour l'essentiel des professionnels, sauf en économie et en méthodes quantitatives, ces enseignements étant assurés par des professeurs d'universités ou des maîtres de conférences. Ainsi, « Jusqu'aux années 1960 les savoirs de gestion restent avant tout une affaire de praticiens et d'ingénieurs-conseil... Mais ce n'est qu'entre le milieu des années 1960 et le milieu des années 1970 que les formations en gestion s'inscrivent dans l'enseignement supérieur », suivi ensuite de l'organisation de la recherche (Pavis, 2003b, p. 24).

« La fin des années 1960 est ainsi marquée par une politique volontariste de modernisation de cet enseignement symbolisée par la création de la Fondation nationale pour l'enseignement de la gestion des entreprises (FNEGE) et la reconnaissance d'une filière universitaire en gestion, avec en particulier la création de l'université Paris-IX Dauphine et d'une section universitaire propre à la gestion » (Pavis, 2003b, p. 24). La FNEGE joua un rôle très important dans le développement de la formation universitaire dans tous les domaines des sciences de la gestion en France (Marco, 2018), y compris la création d'un nouveau corps de professeurs dans la discipline (Pavis, 2003a, p. 54). La finance fut, avec le marketing, la première discipline de gestion à être développée. Comme le précise Pavis (2003b, p. 264, 270, 288), les deux premières revues scientifiques en « science de gestion » créées à la suite de la *Revue française de gestion*, qui avait un positionnement plus général, furent *Finance et Recherche et applications en Marketing*.

Un des éléments clés de la stratégie de la FNEGE, et qui a joué un rôle déterminant dans l'introduction de l'économie financière en France et son organisation, a été de financer des étudiants ou de jeunes professionnels français pour qu'ils soient formés aux États-Unis et au Canada (plus particulièrement à l'Université de Sherbrooke au Québec). L'objectif était qu'ils rapportent en France de nouvelles connaissances et pratiques. Il faut rappeler qu'au moment où les premiers boursiers de la FNEGE arrivèrent en Amérique du Nord, la théorie financière moderne est en pleine effervescence. D'une part, la Graduate School of Business de l'Université de Chicago, alors en plein essor, marqua l'ascension décisive de la finance moderne sur les autres disciplines du comportement dans l'enseignement de la gestion (Fourcade

et Khurana, 2013). D'autre part, l'essentiel du cadre théorique de la finance de marché « *mainstream* » s'élabora entre 1965 et 1975 (Jovanovic & Numa, 2019 ; Poitras et Jovanovic, 2007).

Au départ, lorsque les boursiers de la FNEGE sont envoyés en Amérique du Nord, l'accent n'est pas mis sur la recherche. On privilégie en effet des formations courtes d'un an de deuxième ou troisième cycle et non des Ph.D. Mais dès 1972, les premiers étudiants français qui avaient défendu leur doctorat en Amérique du Nord grâce au financement de la FNEGE rentèrent en France. Conformément à la stratégie de la FNEGE pour réformer les sciences de la gestion, ils s'étaient regroupés dans quelques pôles (écoles de commerce, quelques universités, mais aussi dans les IAE nouvellement créés). Par exemple, de nombreux enseignants formés au management américain intègrent l'IAE d'Aix dans les années 1970. En 1973, 8 enseignants sur 34 ont été formés en Amérique du Nord grâce à une bourse FNEGE, soit un quart d'entre eux (Pavis, 2003b, p. 138-139). Ces « enseignants qui ont vécu "l'expérience américaine" reviennent avec l'ambition de rénover l'univers des formations en gestion jugé archaïque et peu performant » (Pavis, 2003b, pp. 131-132). Toutefois, au début des années 1970, ces boursiers de la FNEGE étaient encore très minoritaires dans leurs établissements français, et leurs aspirations ne purent être mises en place que progressivement, en particulier pour ce qui concernait la recherche. Ce n'est qu'à partir de 1975 que les titulaires d'un Ph. D. deviennent majoritaires dans les principales écoles de commerce parisiennes (Pavis, 2003b). Progressivement, et conformément aux demandes de la FNEGE, les professeurs vont devoir partager leur temps de façon équivalente entre enseignement, recherche et contact avec le monde économique (Pavis, 2003b, p. 134). Toutefois, des résistances existaient, et « certains enseignants soulignent que le temps et les moyens consacrés à la recherche demeurent insuffisants car l'on attend d'eux avant tout qu'ils réalisent des cours » (Pavis, 2003b, p. 148). Cette situation montre que faire de la recherche n'était pas acquis pour les nouveaux professeurs formés aux États-Unis ou au Canada, comme c'était le cas pour les professeurs nord-américains qu'ils avaient côtoyés. Cependant, et, comme l'indique Pavis (2003b, p. 340), parce que ces boursiers étaient tenus en haute estime en France, ils purent impulser de nouveaux thèmes de recherche et d'enseignement. Pour cela, ils inspirèrent largement des pratiques existantes dans les écoles de commerce américaines. Pour cela, ils purent s'appuyer sur leur expérience lors de leur séjour en Amérique du Nord, mais aussi sur des études empiriques réalisées par des collègues français, dont certains étaient d'anciens boursiers de la FNEGE, visant à réformer l'enseignement et la recherche en France (Evrard, 1981 ; Evrard, Aftalion & Trahand, 1976 ; Trahand & Evrard, 1976, 1977).

### **2.3. L'organisation de la recherche en finance par les gestionnaires**

La recherche en économie financière en France fut donc principalement impulsée par les premiers boursiers de la FNEGE et de quelques autres figures, comme Jacquillat, Simon, Gallais-Hamonno ou Solnik qui avaient également séjourné en Amérique du Nord, mais avant la mise en place du programme de la FNEGE<sup>2</sup>.



On voit clairement le rôle central des anciens boursiers de la FNEGE lorsque l'on examine les lieux d'institutionnalisation de la discipline. On les retrouve en effet dans toutes les instances qui ont structuré l'économie financière en France. Ils furent très impliqués dans l'organisation des premières conférences annuelles qui voient le jour à partir du milieu des années 1970. Par exemple, la première conférence internationale de l'*European Finance Association* fut organisée en 1974 au CESA par Solnik. Ils participèrent à la création de l'*Association française de finance* (AFFI) le 18 janvier 1979, puis à l'organisation du congrès annuel de cette association<sup>3</sup>. Ils furent également très impliqués dans la création des revues scientifiques consacrées à la finance moderne. Par exemple, le rôle des gestionnaires français formés en Amérique du Nord s'illustre à tous les niveaux de la *Revue de l'Association française de finance*, créée en 1980 et renommée en 1982 *Finance*, qui était la principale revue académique ayant publié ces nouvelles idées en France : son fondateur, Zisswiller, comme au moins un tiers des administrateurs ont été formés en Amérique du Nord (Pavis, 2003b, p. 378), le comité de rédaction était presque exclusivement constitué de jeunes professeurs en sciences de la gestion formés en Amérique du Nord. Cette implication des boursiers de la FNEGE dans les lieux de productions scientifiques n'est certainement pas étrangère au fait que la FNEGE participait au financement de ces revues, conférences et associations<sup>4</sup>.

Ces lieux et instances ont permis aux gestionnaires français formés en Amérique du Nord de maintenir une grande homogénéité dans les enseignements et dans les thèmes de recherche en finance en France. De plus, et comme nous l'a mentionné Jacques Hamon, les rares Français en poste en France qui s'intéressaient à l'économie financière se retrouvaient de temps en temps à la FNEGE à Paris. Ces échanges contribuaient aussi à la formation des nouveaux doctorants et à la diffusion des idées venues des États-Unis. Ils bénéficièrent en plus d'échanges avec des professeurs américains invités en France. Par exemple, Altman et Roll ont passé un ou deux ans à HEC Paris ; Fama et Roll étaient professeurs invités à l'*European Institute for Advanced Studies in Management* (EIASM) à Bruxelles, de 1973 à 1976 pour Roll et de 1974 à 1976 pour Fama. Fama fut à cette occasion invité à l'Université de Rennes par Galesne, un ancien boursier de la FNEGE. L'EIASM, fondé en 1971, grâce, entre autres, au soutien financier de la fondation Ford, a joué un rôle très important dans la formation de la nouvelle génération en finance moderne, comme dans d'autres disciplines de gestion. L'EIASM recevait un important financement de la FNEGE et sur la période qui nous concerne (1971-1980), la France est le pays qui envoya le plus d'étudiants (53 sur 180) et qui eut le plus grand nombre de professeurs/chercheurs invités (88 sur 431). Pour ces derniers, le domaine de la finance dominait largement les autres domaines de recherche. À partir des documents conservés à l'EIASM, on voit que les trois principaux domaines de recherche de ces professeurs étaient en effet la finance (16,22%), le marketing (10,81%), et les mathématiques appliquées à la finance, au marketing et à la production (10,81%). De plus, les professeurs en finance sont présents dès la création de l'institut en 1971, contrairement aux professeurs en marketing qui le sont qu'à partir de 1973. Il convient également

d'indiquer que les deux principales institutions d'appartenance des 74 professeurs français invités pendant la période couverte sont l'Université Paris-Dauphine (40,5%) et le CESA (23%).

Le soutien financier de la fondation Ford qui participa à la création de l'EIASM en 1971, et qui fut maintenu jusqu'en 1975, impliquait en contrepartie que des chercheurs américains y soient invités. Ainsi, de 1971 à 1975, les chercheurs américains constituaient la nationalité la plus nombreuse, représentant pendant ces quatre années entre 30 % et 42 % de l'ensemble des chercheurs présents. Parmi ces professeurs américains venus en France, il convient de mentionner le rôle très important de Richard Roll qui, selon les universitaires français interrogés, a eu une grande influence sur les premiers gestionnaires français. Roll a soutenu sa thèse en 1968 à l'Université de Chicago, au moment même de la création de la finance moderne, et a séjourné en Europe (EIASM puis HEC-Paris) de 1973 à 1976. Comme indiqué par Michel Levasseur dans l'entretien qu'il m'a accordé, Roll l'a profondément influencé et il lui doit son intérêt aux options suite à leur première rencontre en 1974 lors du séjour de Roll à l'EIASM. De même, Jean-Jacques Rosa qui fut un des premiers Français à travailler en France sur le CAPM remercie Roll dans ses premiers articles. Roll a également signé des papiers avec plusieurs Français, dont Jacquillat, Solnik, etc.

Précisions pour finir que ces professeurs américains étaient également sollicités pour développer des cours en finance. Par exemple, dès ses débuts, l'Université Paris-Dauphine invitait de nombreux professeurs américains afin de participer à des séminaires dans le cadre de son programme doctoral. De même, HEC engageait temporairement des Américains qui venaient d'obtenir leur doctorat pour créer les nouveaux cours en finance.

### **3. L'INTRODUCTION DES NOUVEAUX THEMES DE RECHERCHE**

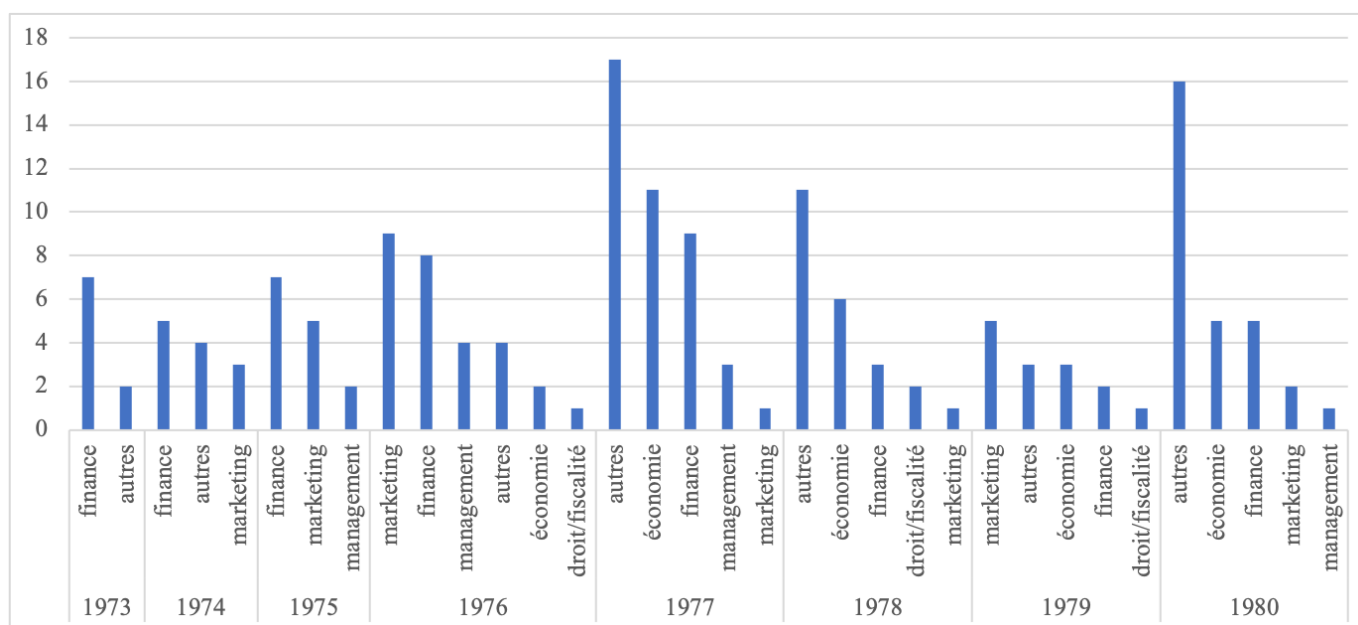
Deux thèmes de recherche retiennent l'attention des gestionnaires français pendant cette période : d'une part, la prédominance de la finance de marché « *mainstream* », et d'autre part, la création de bases de données informatiques afin de pouvoir mener des tests statistiques. Ces tests constituent une des caractéristiques distinguant l'économie financière de la finance traditionnelle.

#### **3.1. Le thème de recherche dominant : la finance de marché « *mainstream* »**

Afin d'identifier les premiers thèmes de recherche de l'économie financière qui intéressaient les gestionnaires français, nous avons constitué une base de données à partir des documents de recherche publiés par le CESA. Le choix pour ces documents de travail s'explique par le rôle central joué par ce centre dans l'introduction et la diffusion de l'économie financière en France dans les années 1970 et 1980. Ce rôle au niveau de la recherche se mesure à plusieurs niveaux. Premièrement, nombre des anciens boursiers de la FNEGE sont des chercheurs réguliers au sein du CESA. Deuxièmement, dans les années 1970, « les personnes les plus actives dans l'enseignement de la nouvelle finance sont des enseignants à

HEC [CESA] (Jacquillat, Solnik, Vernimmen, Zisswiller) » (Numa, 2004, p. 41). Troisièmement, les membres du CESA se distinguent par leurs publications, leurs implications dans les associations et instances scientifiques, l'organisation de conférences, et par les chercheurs étrangers qui y ont séjourné. Nous ne nous intéressons ici qu'aux documents publiés de 1973 à 1980 inclusivement, à savoir de l'année de leur création jusqu'à la fin de la période qui nous intéresse. Les documents de recherche du CESA ont la particularité de ne pas avoir tous été publiés sous forme d'articles dans des revues scientifiques. De plus, si certains se présentaient résolument sous le format d'une publication scientifique, d'autres, par leur format, visaient la formation.

Comme le montre la figure 1, dans les années 1970, la finance représente le sujet de recherche dominant, même s'il perd progressivement de son importance avec la diversification progressive des nouveaux thèmes de recherche.



**Figure 1.** Documents de recherche du CESA de 1973 à 1980 par sujet et par année

Parmi les documents portant sur la finance, l'essentiel concerne la finance de marché. Sur les 45 documents du CESA publiés entre 1973 et 1980, la finance de marché concerne 60 % des documents alors que la finance d'entreprise ne concerne que 16 %. Comparée à la finance de marché, la finance d'entreprise est donc très marginale.

Si on regarde ces publications plus en détail, on s'aperçoit que, jusqu'aux années 1980, les travaux en finance de marché sont des applications aux données françaises des modèles théoriques américains du CAPM, du modèle de choix de portefeuille, et de l'hypothèse d'efficience des marchés. S'ajouteront par la suite des travaux sur l'évaluation des options et des *futures*. Ces derniers thèmes de recherche sont vraiment

devenus populaires en France dans la seconde moitié des années 1980, même s'ils étaient connus et enseignés depuis les années 1970. En effet, Simon et Levasseur qui se sont intéressés aux options et aux marchés à terme dès les années 1970, proposèrent rapidement des cours sur ces thèmes. Lors des entrevues, Simon m'a indiqué qu'il a introduit les marchés à terme dans son cours de finance internationale à HEC en 1969 ; quant à Michel Levasseur, il m'a indiqué avoir proposé le premier cours complet sur les options en France à l'Université de Paris-Dauphine en 1981. Autre élément intéressant, la plupart des documents qui sont cosignés avec des universitaires américains sont ensuite très souvent traduits en anglais donnant lieu à un document de travail dans l'université de rattachement du professeur américain (par exemple l'Université de Stanford) puis à une publication dans une revue scientifique américaine. Il ressort ici aussi que la contribution de ces recherches repose essentiellement sur l'utilisation de nouvelles données empiriques issues de la Bourse de Paris. Il existe donc peu de contributions au développement du cadre théorique en lui-même. On peut toutefois noter une exception : l'application du modèle d'évaluation des options aux contrats à Prime. Les contrats à Prime étaient les contrats à terme conditionnels qui n'existaient pas aux États-Unis mais qui étaient cotés dans plusieurs pays européens, et en particulier à la Bourse de Paris<sup>5</sup>. Par exemple, Mauffrey et Obadia (1980) proposent une application du modèle de Black et Scholes aux contrats à Prime. Puis Cox et Jacquillat (1984) appliquent le modèle de Cox-Ross-Rubinstein (c.-à-d. modèle de Black et Scholes en temps discret) au contrat à Prime. Ce dernier document est toutefois publié deux ans après le travail de Courtadon (1982), un professeur français diplômé de l'ESSEC qui enseignait à New York University.

### **3.2. La constitution de bases de données informatiques**

Un deuxième aspect essentiel à l'implantation de la recherche en finance moderne fut la constitution de bases de données informatiques, en particulier celles concernant les cours boursiers. Dès sa création aux États-Unis, l'économie financière se singularise par l'utilisation de modèles mathématiques validés par des tests statistiques utilisant des bases de données analysées à l'aide d'ordinateurs (Bernstein, 1992 ; Jovanovic, 2008, 2009 ; MacKenzie, 2006 ; Whitley, 1986). Comme mentionné précédemment, la constitution de bases de données par les gestionnaires français a joué un rôle important dans leur stratégie de publication.

En France, les premières bases de données informatiques pour les cours boursiers ont été construites à partir de la seconde moitié des années 1970. Ici encore, les anciens boursiers de la FNEGE ont joué un rôle central. Comme plusieurs d'entre eux nous l'ont mentionné, parmi les éléments qui les avaient fortement impressionnés lors de leur séjour en Amérique du Nord était l'accès à discrétion à des ordinateurs et à des bases de données financières. C'est sous l'impulsion d'un ancien boursier de la FNEGE, Galesne<sup>6</sup>, que la première base de données informatique a ainsi été construite en France. Avant de devenir professeur à l'Université de Rennes, Galesne avait étudié à l'Université de Sherbrooke au Québec, à la même période

que Dif, autre boursier de la FNEGE et qui travaillait à la Caisse des dépôts et consignations et qui a soutenu sa thèse de doctorat à l'Institut de gestion de Rennes où il a également enseigné. Plus précisément, lorsque Jacques Hamon a commencé sa thèse de doctorat en 1973 à l'Université de Rennes sous la direction de Galesne, il n'existait pas de base de données pour les cours boursiers. L'objectif de Hamon était de tester l'efficacité du marché boursier parisien. Pour ce faire, il construisit une base de données de 550 000 entrées correspondant aux cours quotidiens de 1957 à 1971. Cette base de données nécessita 55 000 cartes perforées qui pouvaient être lues par les ordinateurs de l'époque. Afin de mesurer la contribution de ce jeune doctorant, il convient de rappeler qu'à cette époque, en France, il n'y avait presque pas d'ordinateurs et leur accès était limité. Par exemple, comme il nous l'a expliqué, Michel Levasseur devait faire ses tests statistiques au CESA la nuit, les ordinateurs étant dédiés à d'autres tâches le jour. Précisons que Levasseur travaillait aussi à cette époque sur une base de données au CESA.

Outre le CESA, quelques rares établissements, comme l'Université Paris-Dauphine, fournissaient le support informatique nécessaire à la construction de bases de données et à l'élaboration de tests statistiques. C'est d'ailleurs dans cette université que Jacques Hamon fut recruté après sa thèse, ce qui lui permit de poursuivre son travail sur sa base de données. Pour effectuer leurs tests statistiques, les étudiants devaient construire eux-mêmes leurs échantillons en collectant directement leurs données auprès de la Chambre Syndicale des Agents de Change. « C'était un véritable travail de fourmi, qui pouvait durer plusieurs mois, où il fallait sans cesse remettre l'ouvrage sur le métier, chaque étudiant allant récolter les données dont il avait besoin, et ce n'était jamais tout à fait les mêmes » (Jacquillat, 2019, p. 16-17). Cette situation changea au milieu des années 1980 avec la création au sein du *Centre d'études et de recherche en gestion* (CEREG) de l'Université Paris-Dauphine de la base de données boursières AFFI/SBF. Comme me l'a expliqué Jacques Hamon, cette dernière a une origine particulière qui souligne le rôle des gestionnaires français formés aux États-Unis. Elle a été constituée grâce à une taxe (sur les transactions) mise en place par le ministre Pierre Bérégovoy au milieu des années 1980 avec pour objectif la « modernisation de la place de Paris ». Le produit de la taxe, qui a servi entre autres à la mise en place du système RELIT (règlement livraison titres), était géré notamment par l'AFB (association française des banques) et la Compagnie des Agents de Change. Jacquillat, alors président de l'AFFI, proposa d'utiliser une partie des fonds pour mettre en place cette base de données. La création de cette base de données rendit accessible des données informatiques sur les cours boursiers homogènes.

La création tardive de cette base de données doit être soulignée, tout comme le fait qu'elle n'ait pas compilé toutes les données passées disponibles. Les agents de change avaient en effet dès leur institutionnalisation obligation de publier les cours boursiers. Il existe donc des données accessibles sur les cours boursiers qui remontent au moins à 1826. Ces données n'ont pas été exploitées par les gestionnaires français à cette

époque. Ils se démarquent ici des auteurs américains puisque la première base de données américaine constituée dans les années 1960 au *Center for reserch in security prices* (CRSP) de l'Université de Chicago compilait toutes les données passées disponibles sur le marché new yorkais, le NYSE. Cette différence est d'autant plus notable au regard de la spécificité des marchés boursiers français qui disposait de très longues séries pour les cours boursiers, ce qui permit d'ailleurs les travaux pionniers de Jules Regnault en 1863 et de Louis Bachelier en 1900 (Jovanovic, 2012 ; Jovanovic & Le Gall, 2001) !

#### **4. LE ROLE DE CONSEIL DES GESTIONNAIRES FRANÇAIS : LES IDEES AMERICAINES AU CŒUR DE LA REORGANISATION DU SECTEUR FINANCIER FRANÇAIS**

Cette troisième partie analyse succinctement le rôle de conseil des gestionnaires français qui ont implanté la finance moderne en France auprès des institutions financières et des instances de régulation des marchés financiers français. Comme l'explique Poivret (2017), la pensée managériale a pris un essor important en France à partir des années 1950, entre autres grâce au monde du conseil. S'il existait en France une proximité entre praticiens et écoles de commerce, la finance moderne a une spécificité qui mérite notre attention. Les modèles et théories de l'économie financière ont servi de fondements pour réformer les marchés financiers français.

##### **4.1. Les réformes des marchés financiers en France impulsées par les gestionnaires français formés en Amérique du Nord**

Comme l'ont rappelé plusieurs personnes interviewées, dès le début des années 1970, le milieu professionnel français savait que des changements importants avaient lieu aux États-Unis, en particulier avec la mise en place du premier marché standardisé à options, le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Cependant, ils n'avaient pas encore les outils et les connaissances afin de comprendre ces changements. Il existait également une certaine méfiance en France face à ces innovations financières. Comme le mentionne une des personnes interviewées, dans les années 1970, « les agents de change [en France] ne comprenaient rien » ! Et de donner comme exemple, la perte colossale que certains agents de change avaient faite parce qu'ils avaient confondu *forward* et *future*. De la même manière, nous avons mentionné l'importance des bases de données informatiques pour évaluer les cours boursiers et opérer sur les marchés financiers. Si de telles bases sont aujourd'hui utilisées par toutes les institutions financières, dans les années 1970, les banques françaises ne s'intéressaient pas vraiment aux historiques des données. Ce n'est qu'à partir des années 1980 qu'elles ont commencé à s'y intéresser sous l'impulsion des travaux des gestionnaires français.

Ainsi, lorsqu'ils sont revenus en France, les gestionnaires français formés en Amérique du Nord ont vécu un décalage avec les pratiques sur les marchés financiers français. S'est alors opéré un changement radical : ces gestionnaires ont joué un rôle de conseil auprès des institutions financières et des régulateurs des marchés financiers français. Les gestionnaires français ont ainsi activement participé aux réformes de la bourse de Paris et des institutions financières menées dans les années 1980. Ces réformes ont totalement modifié le paysage financier français. Elles furent impulsées en grande partie à la suite de la publication du Rapport Pérouse en 1981, qui conduisit le gouvernement français à exprimer sa volonté de redynamiser l'économie et les marchés financiers. Il convient de rappeler que les récessions économiques liées aux chocs pétroliers des années 1970 interrompirent une période faste pour les marchés financiers français. En effet, comme l'ont rappelé plusieurs acteurs interviewés, en 1961, avec le retour des pieds noirs d'Algérie et leurs capitaux, les marchés financiers français étaient à la hausse. Pour relancer l'activité économique, les autorités françaises vont favoriser le développement des marchés financiers avec l'épargne privée, incluant un programme de modernisation de la place boursière parisienne, tout comme le développement de la finance offshore (Jovanovic, 2019). C'est dans cette perspective que fut votée la loi de finances en 1978 qui visait à redonner du dynamisme au marché conditionnel en France. Ces réformes, outre la disparition des contrats à Prime conduisirent à la mise en place d'un système de négociation électronique, le CAC (Cotation Assistée en Continu), la création du MATIF (Marché à terme international de France) en 1986, puis à celle du MONEP (Marché d'options négociables de Paris) en 1987. L'un des objectifs visés par l'implantation du CAC était l'extension des contrats à terme conditionnels et l'autorisation progressive du négoce d'options (Muniesa, 2003, p. 123). Comme la section suivante va l'expliquer, les gestionnaires français, en particulier les anciens boursiers de la FNEGE, vont jouer un rôle de conseil pour mettre en place ces réformes.

Afin de se rendre compte de la manière dont les idées américaines importées par les gestionnaires français ont modifié les marchés financiers et les pratiques en France, il suffit de comparer deux des premiers ouvrages publiés sur les contrats conditionnels (Primes et options), celui de Levasseur et Simon (1980), écrit par les deux spécialistes français de l'époque, Levasseur pour les options et Simon pour les marchés à terme, 6 ans avant l'ouverture du MATIF, et celui d'*Associés en finance* (1987), rédigé par Levasseur et Jacquillat, avec les deux ouvrages de référence de l'époque en France qui montrent la manière dont les praticiens français utilisaient les options jusqu'aux années 1970, *Les Marchés à Options à la Bourse de Paris* de la Compagnie des Agents de Change de Paris (1965) et *Les primes et options à la bourse de Paris* de Jacques Lambert (1969). Cette comparaison montre qu'avant les publications des gestionnaires formés en Amérique du Nord, les connaissances des praticiens ne reposaient sur aucun cadre théorique établi, alors même qu'il existait des travaux français déjà publiés (Jovanovic, 2000 ; Jovanovic & Le Gall, 2001 ; Jovanovic & Numa, 2019). Ce manque de cadre théorique par les praticiens français explique que, tel

qu'expliqué par Yves Simon, toutes les copies du Levasseur et Simon (1980) ont été vendues en 18 mois et les acheteurs étaient principalement les professionnels. On notera également qu'à partir de la seconde édition de leur manuel, publiée en 1978, Jacquillat et Solnik ont ajouté un chapitre sur les options, et dans l'avertissement à cette seconde édition, les auteurs remercient Levasseur pour le chapitre sur les actifs conditionnels (options et primes).

#### **4.2. Une illustration de l'aspect performatif de la théorie financière moderne en France**

Les modèles et théories de l'économie financière utilisés par les gestionnaires français ont donc servi de fondements pour réformer les marchés financiers français dans les années 1980. Le rôle des gestionnaires français illustre en cela l'aspect performatif de la théorie financière moderne en France. La performativité de la théorie financière moderne renvoie à la manière dont cette discipline a activement façonné les marchés financiers et pratiques financières (Boldyrev & Svetlova, 2016 ; Brisset, 2016 ; Jovanovic, 2018 ; MacKenzie & Millo, 2003 ; MacKenzie, 2006 ; MacKenzie, Muniesa & Siu, 2007). Hormis le travail de Muniesa (2003), la performativité de l'économie financière en France n'a pas vraiment été étudiée jusqu'à présent ; elle mériterait une étude à part entière. Afin de montrer le rôle des gestionnaires français dans l'aspect performatif de l'économie financière en France, prenons l'exemple des options.

La création du marché pour les contrats d'option standardisés, le MONEP, date de 1987. Les gestionnaires français formés aux États-Unis jouèrent un rôle à tous les niveaux. Patrice Poncet, boursier de la FNEGE formé aux États-Unis puis professeur à l'ESSEC où il a étudié, participa directement au lancement MONEP. Il fut également membre de son Conseil d'administration puis de son Conseil scientifique. La formation des futurs intervenants du MONEP fut confiée par Compagnie des agents de change à des gestionnaires formés aux États-Unis, en particulier à l'entreprise *Associés en finance* dont un des cofondateurs et PDG est Jacquillat qui enseignait à l'Université Paris-Dauphine et à HEC. Le document pour la formation des agents de change aux contrats d'option sera d'ailleurs publié en 1987 par des presses universitaires, les PUF. L'entreprise *Associés en finance* a également conseillé le régulateur français des marchés boursiers pendant la période de réformes de la bourse de Paris. Il en a été de même avec le MATIF. Jacquillat, Portait, Aftalion, et surtout Poncet ont participé au lancement du MATIF en février 1986. Ils ont également organisé de nombreux séminaires de formation pour les professionnels.

On comprend facilement le rôle des gestionnaires français formés aux États-Unis puisque, comme indiqué précédemment, ils étaient les seuls en France à posséder les connaissances théoriques sur les modèles d'évaluation du prix des contrats d'option. Toutefois, et c'est ici que l'aspect performatif de l'économie financière en France s'illustre, lorsque les gestionnaires français ont commencé à enseigner le modèle de Black-Scholes-Merton pour évaluer le prix des options, les contrats d'option standardisés n'existaient pas



en France. En 1965, lorsque les contrats d'options ont été introduits à la Bourse de Paris, il ne s'agissait pas de contrats standardisés, mais uniquement de contrats de gré à gré. Cette situation a perduré jusqu'à la création du MONEP en 1987. Par exemple, en 1980, 13 319 millions de contrats de prime ont été négociés pour 105 millions de francs, contre 2 millions de contrats d'option pour 66 millions de francs (Solnik et Stevenin, 1981, p. 562). Autrement dit, plus de 99,98 % des transactions sur des contrats conditionnels à la Bourse de Paris portaient sur des contrats à prime et non sur des options. Comme le précise Albouy (1995, p. 21), « les étudiants [...] ont appris les stratégies d'option et leur évaluation bien avant que le marché d'options négociables de Paris (MONEP) soit créé en 1987 ». Cette remarque n'est pas anodine. Elle montre que l'on enseignait aux étudiants français des modèles et théories de l'économie financière qui n'avaient aucune d'application en France ! Le cadre théorique *mainstream* de l'économie financière importé des États-Unis fut donc utilisé par les gestionnaires français comme une norme dans les conseils qui prodiguaient aux politiques et à l'industrie pour réformer les marchés financiers en France. Si bien qu'avec la création du MONEP les contrats à Prime disparurent en France, car jugés moins liquides et plus compliqués à évaluer, tandis que les contrats d'option bénéficiaient du cadre théorique stable de l'économie financière et d'un développement exponentiel aux États-Unis.

Ce qui s'est passé pour le MONEP est aussi valable pour l'algorithme qui assure le fonctionnement du système de négociation électronique, le système CAC, qui fut mis en place entre 1986 et 1989 à partir de l'hypothèse des marchés efficients (Muniesa, 2003). Plus généralement, nombre des réformes en France ont ainsi été élaborées à partir du cadre théorique *mainstream* de l'économie financière. Pour cette raison, on comprend de quelle manière les idées américaines ont été appliquées de manière très performative dans la réorganisation des marchés financiers français.

## 5. CONCLUSION

Cet article s'est intéressé à un aspect encore peu étudié de l'histoire de la pensée managériale en France, à savoir le rôle des gestionnaires français dans l'introduction des idées de l'économie financière en France entre la seconde moitié des années 1970 et le début des années 1980. Il a permis de rendre compte du rôle clé des gestionnaires français formés au Canada et aux États-Unis, et du retard des économistes français dans cette discipline à cette époque. Au-delà de l'introduction de ces nouvelles idées, cet article a expliqué de quelle manière le cadre théorique de l'économie financière a participé à façonner les marchés financiers français pendant les années 1980.

## RÉFÉRENCES

- Albouy, M. (1995). Les transformations de l'enseignement de la gestion financière. In M. Albouy (Ed.), *Mélanges en l'honneur du professeur André Page : formation et sciences de gestion* (pp. 15-27). Grenoble : Presses Universitaires de Grenoble.
- Associés en finance (1987). *Les options sur actions*. Paris : Presses universitaires de France.
- Bernstein, P., L. (1992). *Capital ideas: the improbable origins of modern Wall Street*. New York and Toronto: Free Press ; Maxwell Macmillan Canada ; Maxwell Macmillan International.
- Boldyrev, I., & Svetlova, E. (2016). *Enacting Dismal Science. New Perspectives on the Performativity of Economics*. (Eds.), New York: Palgrave Macmillan.
- Brisset, N. (2016). Economics Is not Always Performative: Some Limits for Performativity. *Journal of Economic Methodology*, 23(2), 160-184.
- Compagnie des Agents de Change de Paris (1965). *Les Marchés à Options à la Bourse de Paris*. Paris: S.N.I.P.C.I.
- Courtadon, G. (1982). A note on the premium market of the paris stock exchange. *Journal of Banking and Finance*, 6(4), 561-565.
- Cox, J., & Jacquillat, B. (1984). *Une note sur l'évaluation rationnelle des primes à la Bourse de Paris*. Les cahiers de recherche du CESA, 241/1984. CESA (HEC-ISA-CFC). Jouy-en-Josas.
- Cuoco, D., & Barone, E. (1989). The Italian market for 'premium' contracts: An application of option pricing theory. *Journal of Banking & Finance*, 13(4), 709-745.
- Delcey, T. (2019). Samuelson vs Fama on the Efficient Market Hypothesis: The Point of View of Expertise. *Æconomia*, 9(1), 37-58.
- Depallens, G. (1970). *Gestion financière de l'entreprise, 4ème éd.* Paris : Sirey.
- Dif, J. (1974). *Les obligations convertibles*. Rennes : Presses Universitaires de Rennes.
- Evrard, Y. (1981). La recherche en gestion dans les universités américaines. *Enseignement et gestion*, 18, 7-18.
- Evrard, Y., Aftalion, F., & Trahand, J. (1976). La recherche dans les établissements français d'enseignement de la gestion. *Enseignement et gestion*, 14(mai), 57-69.
- Fourcade, M., & Khurana, R. (2013). From Social Control to Financial Economics: The Linked Ecologies of Economics and Business in Twentieth-Century America. *Theory and Society*, 42(2), 121-159.
- Fourcade, M., & Khurana, R. (2017). The Social Trajectory of a Finance Professor and the Common Sense of Capital. *History of Political Economy*, 49(2), 347-384.
- Girault, F., & Zisswiller, R. (dir.). (1973). *Finances modernes, théorie et pratique. Tome 1. Gestion des capitaux circulants et choix des investissements*. Paris, Bruxelles, Montréal: Dunod.

- Jacquillat, B. (2019). La recherche en Finance à l'Université Paris-Dauphine, 1980-2000 (*50 ans de recherche à Dauphine 1986/2019: hier, aujourd'hui et demain* (p. 14-17). Paris: Université Paris-Dauphine.
- Jacquillat, B., & Solnik, B. (1974). *Les marchés financiers et la gestion de portefeuille*. Paris: Dunod.
- Jovanovic, F. (2000). L'origine de la théorie financière: une réévaluation de l'apport de Louis Bachelier. *Revue d'Economie Politique*, 110(3), 395-418.
- Jovanovic, F. (2008). The Construction of the Canonical History of Financial economics. *History of Political Economy*, 40(2), 213-242.
- Jovanovic, F. (2009). Le modèle de marche aléatoire dans l'économie financière de 1863 à 1976. *Revue d'Histoire des Sciences Humaines*, 20, 81-108.
- Jovanovic, F. (2012). Bachelier: not the forgotten forerunner he has been depicted as. *European Journal for the History of Economic Thought*, 19(3), 431-451.
- Jovanovic, F. (2018). Beyond performativity, how and why American courts should not have used Efficient market hypothesis. Dans I. Chambost, M. Lenglet & Y. Tadjeddine (dir.), *The making of finance. Perspectives from the Social Sciences* (p. forthcoming). New York: Routledge.
- Jovanovic, F. (2019). *Paradis fiscaux et finance offshore*. Québec: Université TELUQ.
- Jovanovic, F., & Le Gall, P. (2001). Does God practice a random walk? The "financial physics" of a 19th century forerunner, Jules Regnault. *European Journal for the History of Economic Thought*, 8(3), 323-362.
- Jovanovic, F., & Numa, G. (2019). The introduction of financial economics in France between the mid-1970 and the mid-1980. *History of Political Economy*, accepted for publication.
- Jovanovic, F., & Schinckus, C. (2013). Econophysics: A New Challenge for Financial Economics ? *Journal of the History of Economic Thought*, 34(3), 319-352.
- Lambert, J. (1969). *Les primes et options à la bourse de Paris*. Paris: S.E.F.E.P.
- Levasseur, M., & Simon, Y. (1980). *Marchés de capitaux: options et nouveaux contrats à terme*. Paris: Dalloz.
- MacKenzie, D., & Millo, Y. (2003). Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange. *American Journal of Sociology*, 109(1), 107-145.
- MacKenzie, D., A. (2006). *An engine, not a camera : how financial models shape markets*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- MacKenzie, D., A., Muniesa, F. et Siu, L. (dir.). (2007). *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Marco, L. (2006). L'agrégation de sciences de gestion. *Revue d'histoire des sciences humaines*, 14, 173-198.

- Marco, L. (2011). Les origines disciplinaires des sciences de gestion en France: retour sur une controverse. *Management et Sciences Sociales*, 6(10-11), 47-69.
- Marco, L. (2018). *Homo Gestor. Histoire de l'édition gestionnaire*. Castres : Édi-gestion.
- Mauffrey, G., & Obadia, J. (1980). *Le modèle de Black et Scholes: application aux opérations à prime*. Les cahiers de recherche du CESA : Jouy en Josas.
- Muniesa, F. (2003). *Des marchés comme algorithmes : sociologie de la cotation électronique à la bourse de Paris*. (Doctoral dissertation). Ecole Nationale Supérieures des Mines de Paris. Accessed at: <http://theses.fr/2003ENMP1163>
- Numa, G. (2004). *L'introduction de la modélisation financière dans les manuels français des années 1970*. Université Paris-Dauphine : Paris.
- Pavis, F. (2003a). L'institutionnalisation universitaire de l'enseignement de gestion en France (1965-1975). *Formation Emploi*, (1)83, 51-63.
- Pavis, F. (2003b). *Sociologie d'une discipline hétéronome. Le monde des formations en gestion entre universités et entreprises en France. Années 1960-1990*. Université de Paris I : Panthéon-Sorbonne, Paris.
- Poitras, G. (2000). *The Early History of Financial Economics, 1478-1776*. Aldershot: Edward Elgar Publishing.
- Poitras, G., & Jovanovic, F. (dir.). (2007). *Pioneers of financial economics: Twentieth-Century Contributions* (Vol. 2). Cheltenham, UK ; Northampton, MA: Edward Elgar.
- Poivret, C. (2017). Quelques reflexion sur l'histoire de la pensée managériale en France (I). *Revue internationale de psychosociologie et de gestion des comportements organisationnels, Supplement* 24(57), 297-326.
- Rosenfeld, F. (1972). *Analyse financière et gestion de portefeuille*. Paris : Dunod.
- Solnik, B., & Stevenin, G. (1981). Les primes et options à la Bourse de Paris. *Banque*, 408(Mai), 561-568.
- Trahand, J., & Evrard, Y. (1977). La recherche en gestion en France - les centres de financement de la recherche. *Enseignement et gestion*, 4(hiver).
- Trahand, J., & Evrard, Y. (1976). Prespectives de la recherche en gestion en France. *Revue Française de Gestion*, 17(septembre-octobre), 102-108.
- Vernimmen, P. (1976). *Finance d'entreprise : logique et politique*. Paris : Dalloz.
- Weber, E., - J. (2009). A short history of derivative security markets. In W. Hafner & H. Zimmermann (Eds.), *Vinzenz Bronzin's option pricing models* (pp. 431-466). Berlin: Springer.
- Whitley, R., - D. (1986). The Rise of Modern Finance Theory: its characteristics as a scientific field and connection to the changing structure of capital markets. In W. J. Samuels (Ed.), *Research in the History of Economic Thought and Methodology* (Vol. 4, p. 147-178). Stanford: JAI Press Inc.
- Zisswiller, R. (1976). *Micro-économie et analyse financière*. Paris : Dalloz.

Title: The French managers and the organization of the financial economics in the 1970s and 1980s

Abstract: This article analyzes a very little studied aspect of the history of management thought in France: the role of French managers in the organization of the financial economics during the 1970s and 1980s. While the foundations of the financial economics were laid by American economists in the 1960s and 1970s, these ideas were introduced in France between the second half of the 1970s and the early 1980s mainly by French managers trained in Canada and the United States. This article describes how these managers introduced and structured this field in France, both scientifically and practically. In addition to an analysis of publications and archives, this article is based on information collected through a survey and interviews with the main French actors of this period. It also uses an original database constructed from working papers of the *Centre d'Enseignement Supérieur des Affaires*, and original statistical data compiled from documents of the *European Institute for Advanced Studies in Management*. This article presents three main results. First, French managers have benefited from a favorable context for introducing research in financial economics. Second, at that time the contributions of French managers consisted mainly in applying American mainstream models of market finance to French data thanks to the creation of computer databases. Third, French managers had largely contributed to the performativity of the financial economics in France. Keywords: history of management thought in France; history of financial economics, FNEGE, primes, sciences of management

**Franck JOVANOVIĆ** est professeur titulaire d'économie et de finance à l'Université TELUQ (campus d'enseignement à distance de l'Université du Québec) au Canada. Il a publié près de 50 articles dans des revues à comité de lecture et des ouvrages collectifs, 8 livres et numéros spéciaux, et a participé à 2 manuels d'économie de référence, dont les *Principes d'économie moderne* avec Joseph E. Stiglitz. Ses derniers ouvrages sont *Paradis fiscaux et finance offshore* (Université du Québec) et *Econophysics and Financial Economics* (Oxford University Press). Parallèlement à ses activités universitaires, il a été consultant pour des entreprises privées, des administrations publiques et des organisations internationales, telles que l'OCDE, le Ministère français de l'économie et des finances, l'Agence française de développement, des cabinets d'expertise comptable et la Fédération française de la franchise.

Il est également chercheur associé au LEO – Université d'Orléans (France) et au CIRST (Canada).

---

<sup>1</sup> Un questionnaire a été envoyé en 2017 à quinze personnes identifiées comme les premiers universitaires français à avoir publié des travaux en économie financière, neuf d'entre elles ont répondu. Ces informations ont été complétées par neuf entrevues menées en 2018 et 2019, et par plusieurs échanges de courriels avec ces mêmes personnes et avec d'autres universitaires français qui ont publié des travaux en économie financière.

---

Le comité d'éthique de la recherche de l'Université TELUQ a fourni un certificat d'éthique pour cette recherche. Conformément au certificat reçu, toutes les données collectées sont utilisées anonymement, à l'exception de ceux qui ont accepté d'être cités. Je remercie toutes ces personnes.

<sup>2</sup> Jacquillat a obtenu un MBA de Harvard en 1969, il n'était pas un boursier de la FNEGE, car il a été aux États-Unis avant la mise en place de ce programme ; en 1967, Yves Simon effectua son stage de 2ème année d'HEC au Canada à Winnipeg où il a découvert les marchés à terme ; Bruno Solnik, diplômé de polytechnique en 1968, il défend sa thèse de doctorat à l'Université Paris-Dauphine en 1970 avant de partir aux États-Unis où il obtient son Ph.D. au MIT (Sloan School of Management) en 1982 sur une application du CAPM à aux investissements internationaux, puis devient professeur à l'Université de Stanford.

<sup>3</sup> Neuf universitaires français ont créé l'AFFI, Florian Aftalion, Marc Bertoneche, Alain Chevalier, Michel Levasseur, Joël Malkin, Jean Merigot, Maurice Nussembaum, Roland Perez et Richard Zisswiller.

<sup>4</sup> Il existe plusieurs dossiers dans les archives de la FNEGE mentionnant de tels financements, comme un séminaire de finance à l'ESSEC sur « Recherches récentes en finance et économie monétaire » en 1976 (archives FNEGE - 135 F), ou un séminaire du CESA sur « Que faut-il enseigner en finances ? » en 1977 (archives FNEGE - 225 S).

<sup>5</sup> Ce type de contrat fut introduit en France en 1718 par John Law pour stimuler les achats d'actions de la Banque Générale. Les contrats de prime ont été retirés de la bourse de Paris après la faillite du système juridique, puis rétablis en 1844. L'un d'entre eux était coté en bourse sur toutes les bourses de l'Europe centrale (Weber, 2009, p. 455); en revanche, les contrats d'option étaient négociés uniquement à la Bourse de Londres (Poitras, 2000). Bien qu'il s'agisse de deux types de contrats à terme conditionnels, il existe certaines différences, notamment dans l'évolution de leurs prix (Courtadon, 1982; Cuoco et Barone, 1989).

<sup>6</sup> Il semble que les travaux de recherche de Galesne, alors parmi les travaux pionniers en finance, aient fortement souffert de son investissement dans la politique. Celui-ci s'est présenté comme candidat aux élections législatives dans la deuxième circonscription d'Ille-et-Vilaine (Rennes-Sud) en 1978 puis en 1981, sous la bannière UDF-Rad.