

Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse

Véronique BESSIÈRE*

Université Montpellier 2

Classification JEL : G30, G31, G32, G34, D80 – *Réception* : 06/2006 ; *Acceptation* : 01/2007

Correspondance :

IAE – Université Montpellier 2
Place Eugène Bataillon
34095 Montpellier cedex 5

Résumé : La recherche en finance comportementale d'entreprise s'est fortement développée ces dernières années. Cet article propose une synthèse des premières recherches consacrées à l'excès de confiance des dirigeants et son impact sur les décisions financières. La littérature disponible confirme la présence marquée du biais chez les dirigeants d'entreprises et son impact sur la politique d'investissement et de financement. De nombreuses questions restent à explorer, relatives à la mesure de l'excès de confiance et à l'appréhension des effets positifs/négatifs du biais.

Mots clés : finance comportementale d'entreprise – excès de confiance – décision financière.

Abstract : This paper reviews the growing research area of behavioral corporate finance, focusing on articles regarding the intensity of executives' overconfidence and its role in financial decision making. Studies report evidence of distortions in corporate investment and financing decisions due to CEO overconfidence. Many empirical challenges are emerging, related to overconfidence measures and positive/negative effects of managerial overconfidence.

Key words : behavioral corporate finance – overconfidence – financial decision making.

* L'auteur est membre du CR2M et remercie un rapporteur anonyme de la revue pour ses commentaires et suggestions. Elle reste seule responsable de la synthèse des travaux présentés dans cet article dont la rédaction a été achevée en juin 2006.

Depuis une vingtaine d'années, à partir de l'article révolutionnaire de DeBondt et Thaler (1985), le courant de la finance comportementale a bouleversé la finance de marché en introduisant le facteur humain à travers les biais qui altèrent la rationalité parfaite, et en étudiant leurs conséquences sur la formation des cours (voir en particulier les synthèses de Hirshleifer, 2001 ; Barberis et Thaler, 2002 et Daniel et *al.*, 2001). Plus récemment, essentiellement depuis le début des années deux mille, les apports de ce courant pour la finance d'entreprise se sont développés suivant ainsi la *wish list* formulée en 1999 par Richard Thaler¹. Ce développement a pris deux directions principales, qualifiées d'approche externe ou interne par Baker et *al.* (2004) et Shefrin (2001), selon que l'irrationalité est le fait du marché financier ou des dirigeants de l'entreprise². Le premier axe s'est intéressé aux réponses des dirigeants aux erreurs d'évaluation (ou *mispericing*) de leur firme par le marché financier, erreurs imputées par le courant de la finance comportementale à l'irrationalité des investisseurs. Le deuxième axe, consacré à l'irrationalité des dirigeants, connaît actuellement un développement foisonnant. L'objet de l'article est de proposer une synthèse des travaux consacrés à l'irrationalité des dirigeants et d'en apprécier les perspectives, en proposant une lecture focalisée sur le biais d'excès de confiance. La mobilisation de ce biais particulier n'est pas simplement illustrative, mais pose un questionnement très riche susceptible de bouleverser le paradigme dominant en finance d'entreprise (agence et asymétrie informationnelle).

L'excès de confiance est l'un des biais comportementaux les plus documentés (Daniel et Titman, 1999). Dans leur synthèse sur les fondations de la finance comportementale, DeBondt et Thaler (1994) précisent que « *perhaps the most robust finding in the psychology of judgment is that people are overconfident* ». Il caractérise un individu ayant

¹ Dans son introduction au numéro spécial du *Financial Analysts Journal* consacré à la finance comportementale en novembre-décembre 1999, R. Thaler expose une liste de trois souhaits (« *what's next : a wish list* », p.15-16), au second rang desquels il expose : « *I would like to see more behavioral finance research in the field of corporate finance. Most of the research so far has been in the field of asset pricing ; much less has been done on corporate finance* » .

² Cette taxinomie n'est qu'un moyen d'appréhender les effets des différentes sources d'irrationalité et la littérature existante se réfère à l'une ou l'autre des approches. Une troisième approche, intra-organisationnelle, est également avancée par Camerer et Malmendier (2006). Elle étudie les interactions internes à l'entreprise entre individus rationnels et irrationnels.

une confiance excessive dans ses propres compétences, capacités ou connaissances. Les premiers résultats empiriques, que nous développerons dans cette synthèse, confirment la présence marquée de ce biais chez les dirigeants d'entreprises et ses effets sur leurs choix, en particulier, en matière de politique d'investissement et de financement. Ce biais, associé à celui d'optimisme, constitue un aspect central de la littérature actuelle en finance d'entreprise comportementale comme le soulignent Baker et *al.* (2004). La focalisation sur l'excès de confiance nous semble en outre particulièrement fertile pour au moins trois raisons. Tout d'abord, parce que des études récentes (en particulier les différents travaux de Malmendier et Tate) montrent la possibilité de le déceler et le mesurer *ex ante* et, donc, ouvrent des perspectives nouvelles en recherche empirique. Ensuite, parce que la finance comportementale apparaît parfois comme un corpus riche de petites histoires *ad hoc*, où l'on se réfère *ex post* à un biais spécifique justifiant une anomalie constatée³. Étudier un seul biais évaluable *ex ante* exclut cette objection. De plus, parmi les nombreux biais, il peut être difficile de déterminer lequel s'applique à une décision particulière⁴ et leurs effets sont parfois opposés. L'étude d'un biais unique permet d'approfondir les conditions d'apparition de ce biais et ses effets, et ainsi d'en expliciter les causalités potentielles. Enfin, les effets de ce biais, observés par les premières études disponibles actuellement, tendent à montrer son importance dans la prise de décision managériale.

L'article est organisé en deux parties. La première partie caractérise le biais d'excès de confiance et présente ses déterminants à partir de travaux principalement issus de la psychologie expérimentale et appliqués au domaine de la décision financière. Cette caractérisation conduit à s'interroger sur les problèmes de mesure de l'excès de confiance, qui seront également présentés dans cette partie. La deuxième partie propose une synthèse des travaux théoriques et empiriques relatifs à l'effet de l'excès de confiance des dirigeants sur les décisions financières, développés principalement à la suite du modèle de Heaton (2002). Les

³ Voir par exemple Hirshleifer (2001, p. 1541) où les heuristiques « *are subject to the objection that it is too easy to come up with "just-so" stories that fit the data ex post* », ou encore Daniel et *al.* (1998, p. 1841) qui soulignent que « *allowing for irrationality opens a Pandora's box of ad hoc stories that will have little out-of-sample predictive power* ».

⁴ Hirshleifer (2001, p. 1564) souligne : « *in a specific investment setting, it can be hard to judge which documented psychological bias is relevant. This creates an extra degree of freedom for model-mining not present in the purely rational approach* ».

premières études empiriques concluent globalement à des effets sous-optimaux de l'excès de confiance pour l'actionnaire, partiellement en contradiction avec les développements théoriques plus mitigés. Au stade actuel, de nombreux développements restent à explorer ; les axes les plus prometteurs seront précisés en conclusion à cette deuxième partie.

1. L'excès de confiance des dirigeants : caractérisation et mesure

L'hypothèse néo-classique du dirigeant substantivement rationnel a subi de nombreuses critiques⁵ alimentées par deux courants relativement distincts initiés par les travaux de Herbert Simon sur la rationalité limitée et de Daniel Kahneman et Amos Tversky en psychologie expérimentale. La rationalité limitée implique l'utilisation d'heuristiques simples pour la prise de décision et ces heuristiques s'adaptent en permanence aux besoins et contraintes des décideurs. Si les psychologues expérimentaux reconnaissent le rôle et la dynamique de ces heuristiques, leur spécificité a trait à l'étude des biais à la rationalité parfaite et des conditions d'apparition de ces biais qui altèrent le fonctionnement des heuristiques. L'application à la finance des travaux issus de ce courant a été conduite par Richard Thaler dans les années quatre-vingt et constitue le fondement de la finance comportementale⁶, qui n'a que récemment investi le champ de la décision managériale.

1.1. Définition et déterminants de l'excès de confiance

Les travaux en psychologie empirique ont montré que les individus tendent à surestimer leurs capacités et la précision de leurs connaissances. Par exemple, dans l'étude célèbre de Svenson (1981), 93 % des au-

⁵ On peut se référer à l'étude récente de Bertrand et Schoar (2003) sur les différences comportementales entre dirigeants et, pour une mise en perspective historique de la finance comportementale, à Rainelli-Le Montagner (2006).

⁶ En effet, les travaux de Simon n'ont pas été, à ce jour, appliqués en finance comportementale où la formation des heuristiques n'est appréhendée que sous l'angle des biais (ou erreurs) à une heuristique rationnelle. L'approche issue des travaux de Simon permettrait d'intégrer des explications alternatives, en particulier fondées sur les contraintes plus que sur les erreurs. La dominance des approches en termes d'erreurs s'explique probablement par la capacité à définir, en finance, un standard rationnel et donc comparer le résultat biaisé à ce standard, en particulier à travers l'expérimentation.

tomobilistes situent leurs aptitudes de conduite au dessus de la moyenne, effet connu sous le terme de *better-than-average-effect*⁷. L'excès de confiance a été observé dans de nombreux domaines professionnels : médecins, banquiers, avocats, etc. (Yates, 1990), créateurs d'entreprise (Cooper et al., 1988), investisseurs en capital-risque (Zacharakis et Shepherd, 2001). Il se distingue de l'optimisme qui traduit une préférence pour les perspectives favorables. L'optimisme est une surestimation irréaliste concernant les événements futurs, non liée aux aptitudes personnelles, alors que l'excès de confiance traduit une surestimation de ces dernières. Formellement, dans les modélisations de ces deux biais, l'optimisme est appréhendé comme une erreur moyenne (surestimation) et l'excès de confiance comme une sous-estimation de la variance, mais les deux termes sont fréquemment utilisés de façon interchangeable (Fairchild, 2005). En outre, ces deux biais sont souvent simultanés (Heaton, 2002 ; Gervais et al., 2003), et se combinent en particulier dans l'illusion du contrôle où l'individu pense pouvoir maîtriser, grâce à ses aptitudes, des événements purement aléatoires. Weinstein (1980) souligne que la tendance naturelle des individus à surestimer le résultat d'une décision est renforcée lorsque le décideur pense pouvoir contrôler ce résultat.

L'excès de confiance se traduit, sur un plan statique, à la fois par une surpondération accordée à l'information privée (par opposition à l'information publique) et une surestimation dans la capacité à interpréter cette information, et, sur un plan dynamique, par une inférence erronée résultant du biais d'auto-attribution. Ce dernier biais, dont les effets sur le *mispericing* ont été modélisés par Daniel et al. (1998), conduit les individus à attribuer les bons résultats à leurs propres actions et les mauvais résultats à des circonstances externes. Ce biais a d'importants effets à la fois dans l'inférence résultant de l'excès de confiance et la persistance de l'excès de confiance. La littérature psychologique montre que les individus surpondèrent (sous-pondèrent) l'information qui confirme (infirme) leurs croyances antérieures (Lord et al., 1979), en liaison avec la dissonance cognitive qui induit le conservatisme (dont les implications sont ici exclusivement reliées à la dynamique de l'excès de confiance). Il en résulte un accroissement du sentiment de confiance en cas d'information ou de résultat confirmant

⁷ L'article de Burson et al. (2005) fournit une synthèse récente des relations entre l'excès de confiance et le *better-than-average-effect*.

la croyance initiale, alors que la situation inverse n'entraîne qu'une faible diminution de la confiance, voire aucune évolution (Daniel *et al.*, 1998). Ainsi, le biais d'auto-attribution conduit à accroître l'excès de confiance au cours de périodes marquées par des événements positifs, par exemple, la croissance des marchés financiers ou des activités d'une entreprise.

Le biais d'excès de confiance se développe plus fortement dans les situations marquées par l'incertitude (l'information privée est naturellement surpondérée et fait de surcroît l'objet de recherches approfondies qui ont pour conséquence une surévaluation de l'importance de l'information et une surestimation de sa précision), dans le cadre de tâches difficiles impliquant des experts (plus confiants dans leur capacités que les individus inexpérimentés), et lorsque les retours sur décision ou interprétation de l'information (*feedback*) sont lents ou peu clairs (Einhorn, 1980 ; Griffin et Tversky, 1992 ; Russo et Schoemaker, 1992). Ainsi, selon Daniel *et al.* (2001), l'excès de confiance serait plus fort dans les activités qui impliquent des difficultés d'évaluation et pour lesquelles le *feedback* sur la qualité de cette évaluation est ambigu. Kahneman et Tversky (1979) montrent que lorsque l'incertitude est élevée, les individus ont tendance à construire des scénarios excessivement confiants sur leur probabilité de succès (ou *planning fallacy*). La compétence tendrait également à exacerber l'excès de confiance (Heath et Tversky, 1991). L'ensemble de ces déterminants a, par exemple, été observé dans le cas de la prise de décision en capital-risque : Zacharakis et Shepherd (2001) montrent que 96 % de leur échantillon de capital-risqueurs sont affectés par l'excès de confiance. La liaison de ce biais avec l'incertitude apparaît particulièrement complexe, dans la mesure où il s'agit d'une incertitude perçue par le décideur, induisant un problème de causalité et de renversement paradoxal : l'incertitude favorise l'excès de confiance, mais ce biais diminue l'incertitude perçue. En outre, ce lien apparaît dépendant de l'information détenue par le décideur : lorsqu'il dispose d'une information privée, l'excès de confiance le conduit à surpondérer cette information d'autant plus fortement que l'incertitude est élevée. Cette dernière accroît ainsi la confiance du décideur dans sa capacité à évaluer une situation en présence d'information détenue exclusivement. Dans les expérimentations où les participants disposent de la même information (et le savent), le lien disparaît voire s'inverse. Les résultats de Dittrich *et al.* (2005) peuvent être interprétés dans ce cadre. Cette expéri-

mentation étudie une décision d'investissement et place les sujets (des étudiants en MBA et en économie) face à la possibilité de modifier ultérieurement leur choix. L'excès de confiance est défini comme la persistance de la surévaluation du choix initial. La modification des choix est effectuée par utilisation de l'excédent de liquidités disponible après l'investissement initial (*willingness to pay* – WTP) ou par revente de ce dernier (*willingness to accept* – WTA). Les individus exigent habituellement un prix plus élevé pour vendre un bien que celui qu'ils acceptent pour acheter ce même bien (voir par exemple : Kahneman et al., 1990), mais il apparaît que plus la valeur perçue par le décideur est incertaine, plus l'écart entre WTA et WTP augmente (Kolstadt et Guzman, 1999 ; Zhao et King, 2001). Dittrich et al. (2005) observent alors que l'excès de confiance est plus faible lorsque l'écart WTA-WTP augmente. Par ailleurs, l'étude confirme que la difficulté des tâches (par augmentation du nombre d'alternatives) accroît l'excès de confiance.

1.2. *Le cas des dirigeants*

L'étude spécifique des dirigeants est peu documentée, notamment par comparaison à la littérature consacrée aux investisseurs sur les marchés financiers. En effet, les travaux relatifs aux effets de l'excès de confiance sur la formation des cours sont déjà relativement fournis, à travers les sur et sous-réactions à la suite du modèle de Daniel et al. (1998) et les volatilités et les volumes à la suite du modèle de Odean (1998). Cette situation est finalement assez surprenante dans la mesure où les freins au comportement irrationnel – l'arbitrage, l'apprentissage, l'incitation et le contrôle – sont potentiellement plus faibles dans les entreprises que sur les marchés financiers (Heaton, 2002). En effet, l'arbitrage (les agents rationnels exploitent les erreurs des agents irrationnels) face à un *mispicing* peut être immédiat sur les marchés financiers, alors qu'il prend la forme d'une offre publique dans le cas d'une entreprise et constitue un processus long et coûteux. L'apprentissage (les agents irrationnels corrigent leurs erreurs par l'expérience) est altéré par la faible fréquence des décisions (investissement, par exemple) et les délais entre décision et résultat. Les mécanismes d'incitation et de contrôle ont montré leurs difficultés à disci-

pliner les dirigeants⁸. Shefrin (2001) souligne en particulier la difficulté des systèmes d'incitations à réduire les coûts comportementaux qu'il définit comme les pertes de valeur résultant des imperfections cognitives et des influences émotionnelles des dirigeants. Les incitations de type *stock-options* pourraient même renforcer l'excès de confiance (Paredes, 2004 ; Gervais et al., 2003). Ainsi, les caractéristiques de la décision managériale (complexité, faible répétitivité, *feedback* lent et difficile à interpréter) et de l'environnement décisionnel (incertitude, faibles contrôles disciplinaires) tendraient à favoriser l'excès de confiance. De plus, les attributs propres liés à la fonction de direction tendraient également à justifier une plus forte présence du biais d'excès de confiance chez les dirigeants que dans la population en général. Premièrement, elle pourrait résulter d'une sélection. Les qualités de *leader*, et la candidature à ce type de fonction, impliquent une forte confiance en soi (voir par exemple : Hiller et Hambrick, 2005 ; Kahneman et Lovallo, 1993). La capacité à maintenir et confirmer sa position est fondée sur le succès, mais aussi sur la propension à s'attribuer le succès (à travers l'auto-attribution qui renforce l'excès de confiance). Les firmes, également, pourraient sélectionner leurs dirigeants sur ce critère de confiance et de succès manifeste, et la compétition entre managers accroîtrait ce phénomène (Goel et Thakor, 2000). March et Shapira (1987) soulignent que le rôle du dirigeant, dans l'idéologie managériale, est défini par rapport à la capacité à conduire le changement et à contrôler la prise de risque. Deuxièmement, la tendance à surestimer ses propres capacités apparaît particulièrement prononcée chez les individus à fortes compétences (Camerer et Lovallo, 1999 ; Griffin et Tversky, 1992), potentiellement en raison de la difficulté à établir des comparaisons par rapport à son propre groupe (Moore et Kim, 2003).

Les premières études par questionnaire ont analysé l'auto-positionnement des dirigeants sur une échelle de compétence et/ou les réponses à des questions formulées en termes d'intervalles de confiance et confirment la présence du biais (Larwood et Whitaker,

⁸ Charreaux (2005) évoque une possible crise de la théorie de la gouvernance et en propose un relecture comportementale qui permettrait notamment de « mieux comprendre l'inefficacité de certains mécanismes disciplinaires traditionnels illustrée, par exemple, par la faiblesse (sinon l'inexistence) des liens unissant la performance à la présence d'administrateurs indépendants ou à la composition des packages de rémunération des dirigeants ».

1977 ; Kidd, 1970 ; Moore, 1977⁹). Dans leur synthèse consacrée à la perception du risque par les managers, March et Shapira soulignent quelques traits essentiels : la plupart des managers (1) considèrent qu'ils prennent judicieusement des risques et qu'ils ont moins d'aversion au risque que leurs collègues ; (2) perçoivent le risque comme largement contrôlable ; (3) attribuent cette contrôlabilité à la compétence et à l'information et (4) pensent que les résultats seront supérieurs à ceux prévus au moment de la prise de décision. Russo et Schoemaker (1992) ont administré un questionnaire auprès de plus de deux mille dirigeants, fondé sur les intervalles de confiance et portant sur leur secteur d'activité. Les participants doivent fournir des réponses sous forme de borne minimale et maximale, soit un intervalle au sein duquel ils situent leur choix avec un degré de certitude de 90 % (intervalle de confiance de 10 %). Un individu parfaitement calibré connaît son propre niveau de connaissance et d'incertitude et, selon ce niveau, devrait rationnellement ajuster la taille de l'intervalle afin d'être certain, à 90 %, de la justesse de son estimation. Or, les résultats montrent qu'environ 60 % des réponses sont erronées (la vraie réponse n'est pas incluse dans l'intervalle) contre 10 % admis par le test. Les auteurs étudient le cas des géologues de Shell, qui, après mise en place d'un programme visant à améliorer le *feedback* de leurs prescriptions (très coûteuses si le gisement se révèle peu productif après des prévisions favorables), ont fortement accru leur proportion de réponses incluses dans l'intervalle de confiance. Plus récemment, Ben-David et al. (2006) ont administré tous les trimestres (de mars 2001 à novembre 2005) un questionnaire très simple (prévision de la rentabilité annuelle de l'indice S&P500 pour l'année et à dix ans, définie, d'une part, en valeur attendue, d'autre part, en valeur maximale et minimale avec seuil de confiance) auprès de directeurs financiers de 536 firmes. Seulement 39 % des observations de la période sont correctement calibrées (correspondent à l'intervalle de confiance défini par le questionnaire). Une approximation de la variance individuelle à partir des seuils maximum et minimum, et la comparaison de sa valeur moyenne pour tous les individus avec la variance réelle de l'indice S&P 500 fait apparaître une importante sous-estimation de cet indicateur, caractéristique de l'excès de confiance. En outre, l'observation des rentabilités prévues et réelles montre une surestimation moyenne, caractéristique de l'optimisme.

⁹ Cités par Malmendier et al. (2005).

1.3. La mesure de l'excès de confiance des dirigeants

Un défi majeur dans l'analyse de l'excès de confiance et de ses effets est de définir une mesure du biais et, plus précisément, une mesure antérieure et exogène à la décision (ou la situation) étudiée afin de se prononcer sur le sens de la causalité. La réalité de la causalité est elle-même parfois problématique lorsqu'on étudie les effets des biais comportementaux comparativement aux autres théories en présence (en particulier : agence et asymétrie d'information), comme le montrent, par exemple, les résultats du modèle de Heaton (2002) qui conclut à l'ambiguïté des effets du *free cash flow* sur un dirigeant optimiste exactement comme le prédit la théorie standard¹⁰ pour un dirigeant rationnel : le *free cash-flow* modère le sous-investissement mais favorise le surinvestissement (cf. deuxième partie). En outre, la mesure du biais doit être opérationnelle ce qui réduit souvent, dans le domaine du management, les possibilités d'expérimentation sur un nombre important de dirigeants en raison de leur faible disponibilité. Ainsi, la difficulté intrinsèque de cet exercice – la quantification de l'irrationalité des dirigeants – et les contraintes opérationnelles exposées ci-dessus, conduisent à considérer cette question comme une problématique de recherche propre, et encore en émergence. Pour ces raisons, et par souci de concision, les descriptions et réflexions relatives aux problèmes méthodologiques soulevés par les mesures sont ici volontairement réduites.

Deux grands types de mesure de l'excès de confiance peuvent être distingués : une mesure des préférences révélées par le dirigeant lui-même (par ses choix ou ses réponses à un questionnaire), ou une mesure externe de l'excès de confiance, par analyse des descriptions du dirigeant par des tiers. Les études disponibles ont utilisé les préférences révélées par le comportement d'exercice des *stock-options* et d'acquisition d'actions et par les descriptions dans la presse (série d'articles de Malmendier et *al.* en 2005), par les réponses à un questionnaire formulé en termes d'intervalle de confiance (Russo et Scho-

¹⁰ Le terme de théorie standard utilisé dans l'article fait référence à l'absence d'irrationalité. La décision rationnelle est définie par un double processus cognitif : (1) un processus entrant caractérisé par l'étude objective de toutes les alternatives, l'affectation d'une probabilité et d'une conséquence monétaire à chacune de ces alternatives, et (2) un processus sortant caractérisé par un choix fondé sur la maximisation de l'utilité, la forme de la fonction d'utilité dépendant de l'attitude du décideur face au risque.

maker, 1992 ; Ben-David et al., 2006) et par l'expérimentation Bukszar (2003).

La mesure de Malmendier et Tate est fondée sur l'exercice tardif des *stock-options* et les achats d'actions de la firme. L'excès de confiance conduit le dirigeant à surestimer la valeur de la firme qu'il dirige et les perspectives de ses investissements. En conséquence, il aura tendance à conserver ses options et à acquérir des actions. Ce type de comportement traduit l'excès de confiance, plus que l'optimisme ou d'autres biais comportementaux, car il se réfère explicitement à une sous-évaluation du risque pour un dirigeant non diversifié. Trois mesures sont ainsi développées par Malmendier et Tate (2005a). La mesure *Holder 67* se focalise sur le comportement d'exercice l'année qui suit la période légale de conservation obligatoire (afin de pouvoir comparer des options ayant des durées différentes). Après avoir défini un niveau rationnel d'exercice (en utilisant la méthodologie de Hall et Murphy, 2002) correspondant à une option à 67 % dans la monnaie¹¹, ils classifient comme surconfiant les dirigeants qui n'ont pas, au moins deux fois, exercé au dessus de ce seuil (soit 58 dirigeants sur 113). La mesure *Longholder* correspond aux dirigeants qui détiennent encore des options l'année de leur échéance (soit 85 sur 661). La mesure *Netbuyer* s'intéresse aux dirigeants ayant exercé leurs fonctions pendant au moins dix ans et étudie leur comportement d'achat d'actions de la firme au cours des cinq premières années : est considéré surconfiant le dirigeant pour lequel les années en situation d'achat net sont plus nombreuses que les années de vente nette (soit 97 dirigeants sur 158). Si les corrélations observées entre les deux variables de *stock-options* (*Hol-*

¹¹ Le seuil de 67 % correspond à un cours de l'action qui excède de 67 % le prix d'exercice. La méthodologie de Hall et Murphy (2002) intègre l'aversion au risque et la diversification patrimoniale du dirigeant dans la perspective d'estimer la valeur réelle de l'option pour le dirigeant (non nécessairement conforme aux modèles traditionnels d'évaluation d'options) et d'étudier la décision d'exercice en fonction de seuils atteints par l'action. L'aversion au risque est mesurée par le coefficient ρ qui caractérise la forme de la courbe d'utilité de la richesse du dirigeant (W) tel que : $U(W) \equiv [1/(1-\rho)]W^{1-\rho}$. Pour un dirigeant ayant une aversion au risque relativement forte ($\rho = 3$) et dont les deux-tiers de la richesse sont investis dans son entreprise, Hall et Murphy montrent que le seuil d'exercice pour la cinquième année (c'est-à-dire le cours de l'action pour lequel le dirigeant est indifférent entre conserver l'option sur la période suivante ou exercer) se situe à 67 % au dessus du prix d'exercice. Malmendier et Tate font l'hypothèse que le choix de conserver dans ce cas traduit une surconfiance du dirigeant. Ces derniers ont, en outre, testé différentes valeurs pour l'aversion au risque et la part de richesse investie dans l'entreprise obtenant ainsi différents seuils d'exercice (compris entre 50 % et 150 %), et présenté leurs résultats pour 67 %.

der67 et *Longholder*) sont relativement fortes, elles s'avèrent faibles avec *Netbuyer* (coefficient de 0,25 entre *Longholder* et *Holder67* qui sont elles-mêmes corrélées à, respectivement, 0,01 et 0,06 avec *Netbuyer*), et la variable *Longholder* apparaît plus conservatrice (en proportion de dirigeants biaisés).

En complément, les auteurs développent une mesure issue des descriptions fournies par la presse financière. La classification dichotomique est fondée sur la fréquence des mots, appliqués au dirigeant, qui expriment la sur ou sous-confiance¹². L'article sur les acquisitions d'entreprises (2005c) présente les corrélations avec les mesures *Longholder* et *Holder 67*, qui apparaissent faibles quoique positives et significatives (les coefficients sont respectivement de 0,11 et 0,07). Cette mesure présente plusieurs biais : elle décrit le dirigeant tel qu'il est perçu et non pas tel qu'il est, et elle subit un certain mimétisme dans les descriptions journalistiques. En particulier, si les journalistes sont également surconfiants, cette mesure doit être contrôlée par le nombre d'articles parus car celui-ci augmenterait alors mécaniquement la confiance perçue. En outre, cette mesure n'apparaît pas intrinsèquement exogène aux politiques suivies par les dirigeants (même si elle est antérieure) puisque les effets de ces politiques peuvent influencer les descriptions dans la presse et que les politiques peuvent être relativement stables dans le temps. La causalité est alors difficile à établir.

Les mesures par questionnaire avec intervalle de confiance posent principalement le problème de la définition des questions en relation avec l'activité du décideur car celle-ci a des effets sur la précision des réponses *via* l'information détenue par le participant. Russo et Schoemaker (1992) proposent ainsi des questions spécifiques au secteur d'activité et à la firme et demandent aux dirigeants de classer la pertinence des questions par rapport à leur travail. La proportion d'erreurs (c'est-à-dire le taux de réponses situées en dehors de l'intervalle selon la méthodologie exposée plus haut) est alors de 58 % (39 %) pour les questions les plus faiblement (fortement) pertinentes contre un maximum de 10 % idéalement. L'introduction de questions différentes selon l'individu interrogé vise ici à améliorer la comparaison inter-individus

¹² Les mots qui expriment (1) la surconfiance et (2) la sous-confiance sont : (1) *confident, confidence, optimistic, optimism* et (2) *reliable, cautious, conservative, practical, frugal, steady*. Les contraires sont pris en compte (par exemple : *not optimistic*). Le dirigeant classé comme excessivement confiant est celui pour lequel les termes de surconfiance apparaissent plus fréquemment que les termes de sous-confiance.

et donc la détection de l'excès de confiance. Cela suppose un pré-étalonnage individuel de la pertinence et de la difficulté des questions. Ben-David et *al.* (2006) utilisent une méthodologie plus simple. La même question est posée à tous les dirigeants (évolution prévue de l'indice boursier, question générale mais que l'on peut supposer pertinente pour les directeurs financiers d'entreprises cotées qui constituent l'échantillon), tous les trimestres pendant quatre ans. L'excès de confiance est alors mesuré par l'écart entre la volatilité perçue *ex ante* et la volatilité réelle de l'indice calculée *ex post*¹³. Cet indicateur peut intégrer tous les trimestres, et constitue un indice de confiance individuel, ou permet, non agrégé, l'étude de l'évolution au cours du temps. Est également distingué un excès de confiance à court terme et à long terme (à travers deux échéances de prévisions demandées pour l'indice boursier) peu exploré à ce jour.

Le contrôle des variables en interaction (en particulier l'information disponible ou l'étalonnage de l'aversion au risque) peut être réalisé par l'expérimentation, mais celle-ci s'avère difficilement praticable avec des participants dirigeants d'entreprises. Bukszar (2003) a pu réaliser une telle expérimentation avec vingt-huit participants lors d'un séminaire de management. L'étude se déroule en deux étapes : la réalisation de prévisions de bénéfices avec estimation des seuils de confiance par les participants, sur la base d'informations fournies, puis la réalisation de choix d'investissement dans l'une des firmes ayant fait l'objet des prévisions préalables. La structure des paiements encourage l'investissement pour un individu neutre face au risque et ayant un seuil de confiance d'au moins 50 %. L'étude constate une surestimation de la justesse des prévisions : les participants estiment leurs prévisions comme étant fiables à 44 % (moyenne des seuils de confiance subjectifs exprimés) alors que celles-ci ne sont exactes, comparativement aux bénéfices « réels », qu'à hauteur de 29 % en moyenne. Ce résultat exprime un jugement surconfiant, mais qui ne se traduit que partiellement dans les choix puisque seulement 26 % des investissements éligibles (selon la structure d'incitation) sont effectivement entrepris

¹³ Plus précisément, la mesure de l'excès de confiance de chaque individu est égale à la variance des prévisions de chaque individu (inférée à partir des valeurs maximum et minimum de variation de l'indice indiquées pour le seuil de confiance pré-défini) sous déduction de la variance entre individus et de la variance réelle de l'indice, pour chacun des trimestres. Plus cet indicateur est négatif, plus fort est l'excès de confiance, et les auteurs utilisent une segmentation en déciles.

(en particulier, seulement 69 % des investissements pour lesquels la confiance est préalablement évaluée à au moins 90 %). Cependant, l'aversion au risque peut jouer un rôle (potentiellement plus important dans la décision que dans le jugement) qui n'est pas testé. Cette étude ouvre une discussion extrêmement intéressante dans le domaine managérial sur la transformation des jugements en décision. En effet, l'excès de confiance évalué en termes de jugement erroné ne conduit pas nécessairement à une action parfaitement cohérente avec ce jugement¹⁴. Les effets de l'excès de confiance seront détaillés en deuxième partie.

L'ensemble des développements de cette première partie suggère une forte propension des dirigeants à l'excès de confiance, mais également la complexité des relations de causalité entre les facteurs favorisant l'excès de confiance et les effets du biais, ainsi que la difficulté à mesurer opérationnellement son intensité dans le cas des dirigeants d'entreprises. En particulier, la relation à l'incertitude et à la difficulté des tâches, caractéristiques de la fonction de dirigeant, est ambiguë. L'incertitude favorise l'excès de confiance, mais ce biais réduit l'incertitude perçue. La compétence tend également à accentuer l'excès de confiance et conduit à un accroissement du biais pour les tâches difficiles, mais la compétence réduit réellement la difficulté. Ainsi, parallèlement à la problématique centrale des effets du biais, plusieurs axes de recherche future peuvent être identifiés, notamment : une approche *sui generis* de la mesure du biais, les interactions du biais avec l'incertitude, l'évolution temporelle du biais, en particulier à travers l'auto-attribution suite à des événements ou périodes favorables.

2. L'excès de confiance conduit-il à des décisions financières sous-optimales ?

Les effets de l'excès de confiance sur les décisions financières des entreprises ont fait l'objet de modélisations qui permettent de formaliser une approche intuitive des conséquences du biais. Cependant, ces

¹⁴ Ici, la mobilisation d'un seul biais trouve ses limites. Bukszar (2003) souligne l'interaction possible avec le biais d'aversion aux pertes : en situation de choix impliquant des pertes, il est possible qu'un comportement prudent l'emporte, ce qui concerne en particulier la décision d'investissement. March et Shapira (1987) soulignent également que la perception du risque par les managers ne se traduit pas en termes de variabilité des résultats et analyse de probabilités, mais se traduit beaucoup plus par une focalisation sur les cas négatifs.

effets ne sont pas nécessairement observés si le décideur (biaisé) ne réagit pas rationnellement (comme dans les modèles) à l'excès de confiance. Autrement dit, l'excès de confiance peut exister mais être sans effet, pour deux raisons liées : premièrement, l'individu ne transforme pas nécessairement ses jugements en décisions ainsi que souligné par l'expérimentation de Bukszar (2003) et, deuxièmement, d'autres biais peuvent intervenir, potentiellement contraires dans leurs effets à l'excès de confiance (l'aversion aux pertes en particulier). La confrontation des modèles théoriques et des résultats empiriques, étudiée dans cette deuxième partie, est donc particulièrement intéressante parce qu'elle renseigne sur le poids réel du biais d'excès de confiance dans la prise de décision, sous réserve d'une mesure correcte du biais. La décision financière constitue dans ce cadre un terrain d'étude particulièrement pertinent, par référence explicite à une décision rationnelle optimale développée dans le cadre standard, qui permet de tester la réalité et les effets du biais. L'impact de l'excès de confiance sur les décisions d'investissement et de structure financière a ainsi été examiné, à la fois sur un plan théorique et empirique, depuis le début des années deux mille. Ces premières contributions confirment l'effet du biais, qui n'est pas cependant nécessairement négatif.

2.1. Les modèles théoriques

Les modélisations théoriques s'appuient sur un effet principal du biais : la surestimation de la valeur de l'entreprise et de ses projets d'investissements. Ceci conduit naturellement au surinvestissement et à la réticence à émettre des titres risqués (augmentation de capital et émission de dette risquée). Ce dernier effet conduit au sous-investissement lorsque les ressources internes sont insuffisantes. Heaton (2002) modélise l'effet ambigu du *free cash-flow* et obtient un résultat similaire à celui obtenu en l'absence de biais mais avec asymétrie informationnelle (la présence de ressources financières permet d'éviter le sous-investissement induit par la signalisation négative d'une augmentation de capital) ou avec coûts d'agence (le *free cash-flow* favorise le surinvestissement). Soulignons que les résultats sont ici obtenus sans asymétrie informationnelle et coûts d'agence, et conduisent, par la seule prise en compte du biais d'excès de confiance, à des politiques analogues, permettant d'envisager une explication complémentaire aux résultats empiriques confortant les théories du *free cash flow* ou du fi-

nancement hiérarchique. Ainsi, une première série de modèles est présentée ci-dessous dans ce cadre, puis sont introduits les modèles intégrant les coûts d'agence et l'asymétrie d'information.

Malmendier et Tate (2005a) confirment l'effet mis en évidence par Heaton en étudiant la sensibilité de l'investissement au *cash-flow*. Dans leur modèle, le dirigeant surconfiant surinvestit et, lorsque les contraintes financières sont fortes (impliquant le recours à l'augmentation de capital pour l'obtention de ressources additionnelles), la sensibilité de l'investissement au *cash-flow* s'accroît. Dans un développement ultérieur, Malmendier et al. (2005) intègrent la différence entre la valeur de marché et la valeur perçue par les dirigeants des actions ou obligations à émettre pour financer l'investissement et en déduisent formellement les préférences de structure financière des dirigeants. Le dirigeant rationnel est alors indifférent aux sources de financement, alors que le dirigeant surconfiant préfère les liquidités ou la dette non risquée au-delà d'un niveau de surconfiance défini par le modèle. Là encore, les résultats sont conformes à la *pecking order theory* (ci-après *POT*). Cependant, ce n'est pas l'asymétrie informationnelle qui sous-tend les choix mais la focalisation sur le coût du financement externe jugé excessif par un dirigeant trop confiant dans les perspectives de l'entreprise.

Un cas particulièrement intéressant des choix d'investissement et de financement est fourni par les acquisitions d'entreprise, parce que ces dernières traduisent une décision isolée dont les effets sont plus directement testables et en raison d'un impact potentiellement important des biais comportementaux (Barabel et Meier, 2002). Le modèle pionnier de Roll (1986) montre qu'un dirigeant qui surestime la création de valeur engendrée par une acquisition proposera un prix systématiquement plus élevé que le dirigeant rationnel, ce qui conduit à la malédiction du vainqueur en cas de surenchères. Malmendier et Tate (2005c)¹⁵ enrichissent cette approche en considérant un effet supplémentaire de l'excès de confiance : les coûts perçus d'une offre en actions pour le dirigeant biaisé. Ainsi, un dirigeant surconfiant n'entreprend une acquisition que si les synergies perçues excèdent les coûts perçus d'un financement en actions (ce qui peut impliquer un sur ou sous-investissement selon le cas), et sa propension à surinvestir est liée à

¹⁵ Le cahier de recherche de Malmendier et Tate sur les acquisitions d'entreprises est initialement paru en 2003. Nous faisons ici référence à la dernière version disponible.

l'importance des ressources internes. Contrairement à Roll, un dirigeant biaisé ne surenchérit pas systématiquement sur une offre rationnelle.

Hackbarth (2004) modélise les choix de structure financière dans le cadre de la théorie du *trade-off*, et compare les décisions d'un dirigeant biaisé et non biaisé. L'optimisme et l'excès de confiance sont ici distingués : l'optimisme produit une surestimation du taux de croissance des résultats, alors que l'excès de confiance réduit la variance des résultats anticipés. Les deux effets conduisent à sous-estimer la probabilité de faillite et, donc, dans le cadre de la théorie mobilisée, à un endettement plus élevé. Cependant, contrairement aux modèles ci-dessus, l'excès de confiance et l'optimisme ont un effet inverse sur la perception de la valeur des capitaux propres par le dirigeant : une surestimation du taux de croissance conduit à une sous-évaluation perçue, alors qu'une sous-estimation de la variance conduit à une *surévaluation* perçue. Le dirigeant surconfiant entreprendrait alors des émissions d'actions lors de surévaluations ponctuelles perçues (justifiant ainsi les stratégies de *market timing*). Un prolongement du modèle confronte les effets positifs et négatifs de l'endettement plus élevé des dirigeants surconfiants, en introduisant les effets disciplinaires de la dette sur les consommations discrétionnaires, en particulier la réalisation d'investissements à valeur actuelle nette négative. Un excès de confiance modéré peut être alors globalement positif pour l'actionnaire. L'intuition relative à l'existence de ce seuil modéré est la suivante. Pour une surconfiance forte, un surinvestissement important sera limité par les mécanismes de contrôle et l'effet disciplinaire de l'endettement ne joue que de manière secondaire. En revanche ce dernier effet apparaît déterminant pour une surconfiance modérée.

Fairchild (2005) inclut dans son analyse les problèmes induits par le risque moral et l'asymétrie d'information dans un modèle de structure financière, contrairement aux modèles précédents. En effet, ces derniers sont exclusivement fondés sur les différences de croyances entre actionnaires rationnels et dirigeants biaisés et non pas sur des différences d'information ou de fonction d'utilité qui, dans la réalité, peuvent se juxtaposer à l'hétérogénéité des croyances. Dans un premier temps, Fairchild considère le rôle de signalisation de la dette dans un modèle d'asymétrie informationnelle sans risque moral. La surestimation de la probabilité de succès des projets d'investissement conduit alors à un endettement plus élevé. Dans un deuxième temps, le modèle considère

les effets du risque moral (choix du niveau d'effort par le dirigeant) sans asymétrie d'information. L'hypothèse centrale est ici que le dirigeant excessivement confiant surestime l'impact de son effort dans la réussite du projet. Ce biais a alors trois effets par rapport au choix rationnel : (1) non seulement, comme dans le cas précédent, la surestimation de la probabilité de succès conduit à un endettement supérieur, mais (2) le dirigeant entreprend un effort plus élevé car il le perçoit comme excessivement déterminant, et (3) la dette accroît l'effort. Le dirigeant perçoit le risque de faillite lié à un endettement élevé, ce qui le conduit à accroître son effort d'autant plus qu'il surestime l'impact de son effort sur le succès du projet. Il s'ensuit un impact potentiellement positif de l'excès de confiance sur la valeur : l'effet (1) négatif peut être compensé par les effets (2) et (3) positifs. En outre, l'accroissement de l'effort avec l'endettement peut conduire le manager à préférer une émission d'actions et réduit donc également l'effet (1). Dans le modèle, cet effet globalement positif de l'excès de confiance est obtenu lorsque ce dernier est faible, par opposition aux cas moyen et élevé.

Au total, les modèles présentés ci-dessus apportent un éclairage relativement incertain aux effets de l'excès de confiance dans le sens où (1) en matière de structure financière les prédictions sont souvent en ligne avec les théories antérieures (*POT* ou *trade-off*), (2) un biais modéré apparaît souvent positif, et (3) le surinvestissement observé systématiquement en l'absence de contraintes de financement est sous-tendu par une hypothèse commune à l'ensemble des modèles ci-dessus : la neutralité face au risque du dirigeant. Or, l'absence de diversification du dirigeant conduit à considérer alternativement une attitude d'aversion au risque. Cet aspect est très important car l'excès de confiance pourrait naturellement compenser les effets négatifs pour l'actionnaire de l'aversion au risque du dirigeant et, inversement, l'aversion au risque pourrait naturellement compenser les effets négatifs de l'excès de confiance. Cette intégration permet en outre de revisiter les modèles d'incitations dont l'objectif est la « convexification » de la fonction d'utilité du dirigeant. Gervais et *al.* (2003) considèrent cette question à travers un modèle de choix d'investissement où le dirigeant peut différer le projet afin d'acquérir plus d'information, mais la valeur du projet est alors affectée par une plus faible probabilité de succès due à un accroissement de la concurrence potentielle. Un dirigeant rationnel, mais averse au risque, diffère le projet plus longtemps

que l'optimum pour l'actionnaire qui subit alors un coût d'agence. L'introduction de l'excès de confiance modère ce problème et, pour une surconfiance modérée (dont le seuil est défini par le modèle), le choix du dirigeant est aligné sur l'intérêt des actionnaires. La mise en place de systèmes d'incitations à travers les *stock-options* génère dans ce cas des effets négatifs : leur coût pour l'actionnaire n'est pas compensé par un meilleur choix et les choix sont excessivement risqués. Dans un cadre différent, un modèle principal-agent où l'actionnaire est également surconfiant, et où l'information reçue par le dirigeant peut être positive ou négative, Keiber (2006) montre également que l'excès de confiance n'est pas nécessairement négatif. Ce n'est pas ici le niveau de surconfiance qui définit l'optimalité, mais le caractère positif ou non de l'information. L'excès de confiance est alors favorable à l'actionnaire en présence d'information positive sur les projets et, inversement, dans le cas d'information négative. Dans tous les cas, la surconfiance réduit les coûts d'agence et augmente (diminue) la demande du dirigeant pour une rémunération variable lorsque l'information est positive (négative).

Ainsi, les modèles théoriques concluent globalement à l'ambivalence des effets de l'excès de confiance pour l'actionnaire. La validation empirique repose, de façon particulièrement sensible ici, sur la discrimination du dirigeant surconfiant et la capacité des variables de contrôle à déterminer les effets des autres théories en présence.

2.2. *Les résultats empiriques*

Si l'excès de confiance implique des décisions financières sous-optimales, on devrait constater chez les firmes dont les dirigeants sont surconfiants la série d'observations empiriques principales suivantes : un endettement et un niveau d'investissement plus élevés, et une plus forte sensibilité de l'investissement au *cash-flow*. La propension au surinvestissement pourrait en particulier se traduire par des opérations d'acquisitions d'entreprises plus importantes, plus fréquentes et moins rentables. La réticence à l'émission d'actions pourrait également accroître la propension à maintenir du *slack* financier. Dans un contexte d'endettement élevé, ceci pourrait être réalisé par des émissions d'actions fondées sur le *market timing*, c'est-à-dire en réponse à une surévaluation perçue (selon Hackbarth), et/ou un faible taux de distribution de dividendes. En outre, l'excès de confiance pourrait avoir des

effets en matière de communication financière : le dirigeant excessivement confiant dans ses croyances pourrait avoir tendance à émettre plus de prévisions de résultats. Enfin, l'effet sur les politiques de rémunération est potentiellement ambigu : moins d'options sont nécessaires en termes d'incitation, mais la surestimation des performances futures accroît la demande du dirigeant en faveur d'une rémunération variable. Le tableau 1 présente une synthèse des résultats obtenus, qui corroborent l'existence d'un effet important de l'excès de confiance sur les politiques financières. Les résultats de Malmendier et Tate apparaissent particulièrement solides dans la mesure où sont testées les hypothèses alternatives de comportements à travers l'effet de la gouvernance (par variables de contrôle) et de l'asymétrie informationnelle (par test complémentaire), mais également les effets fixes potentiels dus à la firme¹⁶.

Les premières études empiriques (tableau 1) concluent globalement à des effets sous-optimaux de l'excès de confiance, partiellement en contradiction avec les développements théoriques plus mitigés. Cependant, au stade actuel, de nombreux développements restent à explorer.

Tout d'abord, l'impact pour l'actionnaire ne peut véritablement se mesurer qu'à travers l'évolution du cours de l'action. L'étude des opérations d'acquisitions, à travers la possibilité de mener une étude d'événements, constitue un champ de recherche particulièrement pertinent et opérationnel. D'une façon plus générale, les rentabilités sur le long terme sont-elles affectées par la surconfiance des dirigeants ? Les politiques de dividendes pourraient également faire l'objet de développements spécifiques à la fois sur un plan théorique et empirique. Elles offrent une imbrication intéressante entre les politiques de financement et d'investissement, centrale dans l'étude des effets de la surconfiance, et permettent également la réalisation d'études d'événements. Les résultats de Ben David et *al.* indiquent une plus faible propension des dirigeants surconfiants à la distribution, mais avec une significativité relativement faible (10 %) et pour une seule des deux mesures du biais. Une intuition alternative consiste à envisager un effet inverse du biais dans la mesure où il conduit à une perception excessivement confiante des perspectives.

¹⁶ Par souci de concision, ces tests ne peuvent être présentés ici. Le test de l'effet fixe firme permet d'isoler les effets propres à la firme qui pourraient être corrélés avec la mesure de l'excès de confiance. Le coefficient qui affecte l'excès de confiance dans les régressions traduit alors exclusivement l'effet dû au dirigeant.

Tableau 1 – Effets de l'excès de confiance (EC) – résultats empiriques

Article Échantillon	Mesure de l'EC (a)	Effet de l'EC : effet attendu / constaté		Variables de contrôle
		Variable affectée par l'EC	Effet (b)	
Ben-David et al. (2006) Directeurs finan- ciers – 536 firmesUS	Questionnaire avec seuil de confiance	Endettement (<i>leverage</i>) Dividende Activités de <i>market-timing</i> Investissement (part dans l'actif) Acquisitions (part dans l'actif) Révélation de prévisions de ré- sultats Part variable de la rémunération du dirigeant	+ / + - / - ou 0 + / + ou 0 + / + + / + + / + ? / +	Ratio valeur de mar- ché sur valeur comp- table (M/B), taille, secteur, croissance du CA, part des actifs corporels dans l'actif total
Malmendier et Tate (2005a) Présidents – 477 firmesUS	Conservation excessive des <i>stock-options</i> (deux mesures), et achats d'actions	Sensibilité de l'investissement au <i>cash-flow</i> Renforcement de la relation ci- dessus pour les firmes à fortes contraintes financières	+ / + + / +	Gouvernance (déten- tion d'actions et d'options, adminis- trateurs externes), M/B, taille, secteur, effet fixe firme
Malmendier et Tate (2005c) Présidents – 394 firmesUS	Conservation excessive des <i>stock-options</i> (deux mesures), et articles de presse	Fréquence des acquisitions d'entreprises Fréquence des acquisitions di- versifiées Rentabilité des acquisitions (étude d'événement) Sensibilité des acquisitions au <i>cash-flow</i>	+ / + + / + - / - + / +	Gouvernance (déten- tion d'actions et d'options, adminis- trateurs externes et nombre d'administrateurs), M/B, taille, secteur, <i>cash-flow</i> , effets fixes firme et année.
Malmendier et al. (2005) Présidents – 477 firmesUS	Conservation excessive des <i>stock-options</i> (deux mesures), et articles de presse	Fréquence des émissions d'actions Sensibilité des émissions nettes de dette aux besoins de finance- ment totaux Sensibilité de l'endettement (<i>le- verage</i>) aux besoins de finance- ment totaux Capacité d'endettement (varia- ble <i>kink</i> de Graham (2000))	- / - + / + ou 0 + / + + / +	Détention d'actions et d'options, M/B, taille, ROA, part des actifs corporels dans l'actif total, crois- sance du CA, effet fixe firme, plus va- riables spécifiques associées à <i>kink</i> – Graham (2000)

(a) Les mesures de l'EC sont détaillées dans le paragraphe 1.3.

(b) Le signe + (-) indique que l'EC conduit à une augmentation (diminution) de la variable consi-
dérée. La notation 0 signale un effet non significatif de l'EC. La présence d'une double indication
(associée à 0) indique que l'effet constaté n'est pas toujours significatif selon la mesure de l'EC
utilisée.

Ensuite, la mesure de l'excès de confiance, dans les trois études de Malmendier et al., est binaire. Il est en particulier possible que les variables de *stock-options* utilisées ne captent que les dirigeants fortement surconfiants. La mesure de Ben-David et al., décomposée en déciles, montre bien l'effet croissant de l'excès de confiance selon l'intensité du biais (à travers les coefficients affectant les régressions). Cependant, les résultats détaillés des déciles à surconfiance modérée ne

sont pas présentés par les auteurs et permettraient de tester plus directement les prédictions théoriques (cf. paragraphe 2.1).

Enfin, les effets positifs de l'excès de confiance, modélisés essentiellement par un accroissement de l'effort du dirigeant, pourraient être testés à travers la capacité d'innovation ou dans les entreprises caractérisées par des changements importants. Bernardo et Welch (2001) soulignent que l'effet positif essentiel du biais réside dans la capacité des individus surconfiants à explorer leur environnement et à ne pas suivre ou imiter les comportements existants. La logique calculatoire de la théorie de la décision, avec une approche rationnelle des probabilités, augmente le risque de passivité managériale (March et Shapira, 1987). Cette approche pourrait également être menée longitudinalement, au regard des cycles des firmes, comme suggéré par le modèle de Keiber (2006). Une analyse longitudinale permettrait en outre un élargissement de la réflexion à la construction et la persistance du biais, par confrontation des effets d'expérience réels et perçus. Là encore, les opérations d'acquisition pourraient être mobilisées. Les premiers résultats de Billet et Qian (2005) montrent que les acquéreurs qui ont mené une première opération réussie (rentabilités anormales cumulées sur trois ans positives) s'engagent ensuite plus fréquemment dans d'autres opérations mais ces dernières ne créent pas de valeur (rentabilités anormales négatives lors de l'annonce et non significatives en cumul sur trois ans). La proportion d'acquéreurs qui poursuivent de nouvelles acquisitions augmente avec le nombre d'opérations réalisées précédemment, alors que la proportion d'opérations rentables n'augmente pas. Ces deux résultats suggèrent un effet *hubris* provoqué par l'auto-attribution, susceptible d'expliquer les pertes massives constatées par Moeller et al. (2005) sur les acquisitions de la période 1998-2001, lors du cycle haussier des marchés.

Conclusion

La littérature émergente sur l'excès de confiance confirme la présence marquée du biais chez les dirigeants d'entreprises. Les approches théoriques ne concluent pas à un effet systématiquement négatif, en particulier dans le cas d'une surconfiance modérée, alors que les premières études empiriques valident l'hypothèse de sous-optimalité pour l'actionnaire. Un enjeu majeur des recherches futures est la mesure de

l'excès de confiance, en particulier à travers une approche non binaire, et le développement d'analyses plus contextuelles qui permettraient d'identifier les conditions d'existence des effets positifs du biais.

Plus généralement, la question de l'effet du comportement des dirigeants sur les politiques des entreprises traduit un déplacement sensible du paradigme dominant la finance d'entreprise. Cette question n'est certes pas nouvelle, au sens où le paradigme néo-classique de la boîte noire indépendante de ses ressources internes a été bouleversé par la théorie de l'agence. Cependant, ce courant conduit à examiner l'hétérogénéité des firmes sous l'angle de la capacité des mécanismes de gouvernance à optimiser le comportement managérial, en tant que réponse rationnelle à un comportement rationnel (par exemple : les rémunérations incitatives face à l'aversion au risque d'un dirigeant sous-diversifié). Cette approche ne remet pas en cause la vision du dirigeant substituable, les comportements étant fondamentalement considérés comme homogènes et sous-optimaux (opportunisme, aversion au risque), et les politiques de gouvernance, selon leur efficacité, sont la principale source d'hétérogénéité entre firmes. La question des biais psychologiques opère un changement de perspective à la fois au regard de la sous-optimalité et de l'homogénéité des comportements.

À cet égard, l'étude de l'excès de confiance n'est pas simplement illustrative des phénomènes comportementaux mais soulève un ensemble de questions spécifiques. Ce biais ne conduit pas nécessairement à des décisions sous-optimales (il modère les problèmes d'agence liés à l'aversion au risque et au coût de l'effort). L'intensité du biais, hétérogène par nature, conduit à s'interroger sur l'existence d'un niveau optimal de surconfiance dépendant du contexte (en particulier des opportunités de croissance). La prise en considération de l'excès de confiance ouvre des perspectives nouvelles en finance d'entreprise, à travers, notamment, un renouvellement des problématiques relatives aux mécanismes de gouvernance ou de sélection des dirigeants, de création de valeur associée à la capacité à développer des opportunités d'investissement et, plus généralement, d'appréhension du risque.

Bibliographie

- Baker M., Ruback R. et Wurgler J. (2004), « Behavioral Corporate Finance : A Survey », NBER Working Paper, n° W10863, <http://ssrn.com/abstract=612064>.
- Barabel M. et Meier O. (2002), « Biais cognitifs du dirigeant, conséquences et facteurs de renforcement lors de fusions-acquisitions : synthèse et illustrations », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 1, p. 5-42.
- Barberis N. et Thaler R. (2002), « A Survey of Behavioral Finance », NBER Working Paper No. W9222, <http://ssrn.com/abstract=332266>.
- Ben-David I., Graham J. et Harvey C. (2006), « Managerial Overconfidence and Corporate Policies », AFA 2007, Chicago Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=890300>.
- Bernardo A. et Welch I. (2001), « On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs », *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 10, n° 3, p. 301-330.
- Bertrand M. et Schoar A. (2003), « Managing with Style : the Effect of Managers on Firms' Policies », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 4, p. 1169-1208.
- Billett M. et Qian Y. (2005), « Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers », Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=696301>.
- Bukszar E. (2003), « Does Overconfidence Lead to Poor Decisions ? A Comparison of Decision Making and Judgment under Uncertainty », *Journal of Business and Management*, vol. 9, n° 1, p. 33-43.
- Burson K., Larrick R. et Soll J. (2005), « Social Comparison and Confidence : When Thinking You're Better than Average Predicts Overconfidence », Ross School of Business Paper No. 1016, <http://ssrn.com/abstract=894127>.
- Camerer C. et Lovallo D. (1999), « Overconfidence and Excess Entry : an Experimental Approach », *American Economic Review*, vol. 89, n° 1, p. 306-318.
- Camerer C. et Malmendier U. (2006), « Behavioral Economics of Organization », in P. Diamond and H. Vartiainen (Eds.), *Economic Institutions and Behavioral Economics*, Princeton University Press.
- Charreaux G. (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise "comportementale", une réflexion exploratoire... », *Revue Française de Gestion*, n° 112, juillet-août, p. 215-237.

- Cooper A., Woo C. et Dunkelberg W. (1988), « Entrepreneurs' Perceived Chances of Success », *Journal of Business Venturing*, vol. 3, n° 2, p. 97-108.
- Daniel K., Hirshleifer D. et Subrahmanyam A. (1998), « Over confidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, p. 921-965.
- Daniel K., Hirshleifer D. et Subrahmanyam A. (2001), « Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 3, p. 1839-1885.
- Daniel K., Hirshleifer D. et Teoh S. (2001), « Investor Psychology in Capital Markets : Evidence and Policy Implications », Dice Center Working Paper 2001-10, <http://ssrn.com/abstract=278848>.
- Daniel K. et Titman S. (1999), « Market Efficiency in an Irrational World », *Financial Analysts Journal*, vol. 55, p. 28-40.
- DeBondt W. et Thaler R. (1985), « Does the Stock Market Overreact? », *Journal of Finance*, vol. 40, n° 3, p. 793-808.
- DeBondt W. et Thaler R. (1994), « Financial Decision-Making in Markets and Firms : A Behavioral Perspective », NBER Working Paper No. W4777, <http://ssrn.com/abstract=420312>.
- Dittrich D., Güth W. et Maciejovsky B. (2006), « Overconfidence in Investment Decisions : An Experimental Approach », *The European Journal of Finance*, vol. 11, n° 6, p. 471-491.
- Einhorn H. (1980), « Overconfidence in Judgment », *New Directions for Methodology of Social and Behavioral Science*, vol. 4, p. 1-16.
- Fairchild R. (2005), « The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions », Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=711845>.
- Gervais S., Heaton, J. et Odean T. (2003), « Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options », Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper No. 15-02, <http://ssrn.com/abstract=361200>.
- Goel A. et Thakor A. (2000), « Rationality, Overconfidence and Leadership », Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=244999>.
- Griffin D. et Tversky A. (1992), « The Weighing of Evidence and the Determinants of Overconfidence », *Cognitive Psychology*, vol. 24, p. 411-435.
- Hackbarth D. (2004), « Managerial Traits and Capital Structure Decisions », EFA 2004 Maastricht Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=362740>.

- Hall B. et Murphy K. (2002), « Stock Options for Undiversified Executives », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, p. 3-42.
- Heath C. et Tversky A. (1991), « Preferences and Beliefs : Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty », *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 4, p. 5-28.
- Heaton J. (2002), « Managerial Optimism and Corporate Finance », *Financial Management*, vol. 31, p. 33-45.
- Hiller N. et Hambrick D. (2005), « Conceptualizing Executive Hubris : The Role of (Hyper-)Core Self-Evaluations in Strategic Decision Making », *Strategic Management Journal*, vol. 26, p. 297-319.
- Hirshleifer D. (2001), « Investor Psychology and Asset Pricing », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 4, p. 1533-1916.
- Kahneman D., Knetsch J. et Thaler R. (1990), « Experimental Tests on the Endowment Effect and the Coase Theorem », *Journal of Political Economy*, vol. 92, p. 1325-1348.
- Kahneman D. et Lovallo D. (1993), « Timid Choices and Bold Forecasts : A Cognitive Perspective on Risk and Risk Taking », *Management Science*, vol. 39, n° 1, p. 17-31.
- Kahneman D. et Tversky A. (1979), « Intuitive Predictions : Biases and Corrective Procedures », *Studies in Management Science*, vol. 12, p. 313-327.
- Keiber K. (2006), « Managerial Compensation Contracts and Overconfidence », EFMA Behavioral Finance Symposium Paper, <http://efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/durham-2006/sympopart.shtml>.
- Kolstadt C. et Guzman R. (1999), « Information and the Divergence between Willingness to Accept and Willingness to Pay », *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 38, p. 66-80.
- Lord C., Ross L. et Lepper M. (1979), « Biased Assimilation and Attitude Polarization : the Effect of Prior Theories on Subsequently Considered Evidence », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 37, p. 2098-2109.
- Malmendier U. et Tate G. (2005a), « CEO Overconfidence and Corporate Investment », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 6, p. 2661-2700.
- Malmendier U. et Tate G. (2005b), « Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited », *European Financial Management*, vol. 11, n° 5, p. 649-659
- Malmendier U. et Tate G. (2005c), « Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction », Stanford Research Paper, <http://faculty-gsb.stanford.edu/malmendier>.

- Malmendier U., Tate G. et Yan J. (2005), « Corporate Financial Policies with Overconfident Managers », 8th Annual Texas Finance Festival, <http://ssrn.com/abstract=895843>.
- March J. et Shapira Z. (1987), « Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking », *Management Science*, vol. 33, n° 11, p. 1404-1418.
- Moeller S., Schlingemann F. et Stulz R. (2005), « Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 2, p. 757-782.
- Moore D. et Kim T. (2003), « Myopic Social Prediction and the Solo Comparison Effect », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 85, n° 6, p. 1121-1135.
- Odean T. (1998), « Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, p. 1887-1934.
- Paredes T. (2004), « Too Much Pay, Too Much Deference : Is CEO Overconfidence the Product of Corporate Governance? », Washington U. School of Law Working Paper No. 04-08-02, <http://ssrn.com/abstract=587162>.
- Rainelli-Le Montagner H. (2006), « La finance en débat », Communications aux Journées des IAE, Montpellier, avril 2006.
- Roll R. (1986), « The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers », *Journal of Business*, vol. 59, n° 2, p. 197-216.
- Russo J.E. et Schoemaker P. (1992), « Managing Overconfidence », *Sloan Management Review*, vol. 33, n° 2, p. 7-17.
- Shefrin H. (2001), « Behavioral Corporate Finance », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, n° 3, <http://ssrn.com/abstract=288257>.
- Svenson O. (1981), « Are We Less Risky and More Skillful than our Fellow Drivers? », *Acta Psychologica*, vol. 47, p. 143-148.
- Thaler R. (1999), « The End of Behavioral Finance », *Financial Analysts Journal*, vol. 55, p. 12-17.
- Weinstein N. (1980), « Unrealistic Optimism about Future Life Events », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 39, p. 806-820.
- Yates J. (1990), *Judgement and Decision Making*, Prentice-Hall.
- Zacharakis A. et Shepherd D. (2001), « The Nature of Information and Overconfidence on Venture Capitalists' Decision Making », *Journal of Business Venturing*, vol. 16, p. 311-332.

Zhao J., King C. (2001), « A New Explanation for the WTP/WTA Disparity », *Economics Letter*, vol. 73, p. 293-300.