

Pour une gouvernance d'entreprise « comportementale » : une réflexion exploratoire...*

Toward a Behavioral Corporate Governance Theory : An Exploratory View

Gérard CHARREAUX
Professeur en sciences de gestion

Université de Bourgogne – LEG (UMR Cnrs 5118)

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

Cahier du FARGO n° 1050601
Juin 2005

Résumé : L'objectif de cet article est de montrer l'intérêt des approches comportementales, notamment de la finance comportementale, pour construire une théorie de la gouvernance permettant de remédier aux nombreuses lacunes de la théorie juridico-financière dominante. La réflexion entreprise montre les problèmes soulevés par la notion de biais comportemental et son intégration dans la théorie de la gouvernance.

Mots clés : théorie comportementale de la gouvernance ; biais comportemental

Abstract : The objective of this article is to show how behavioral theories, in particular behavioral finance, can help to build a corporate governance theory allowing to fill the many gaps of the dominant law and finance theory. In particular, we underline the problems raised by the concept of behavioral bias and its integration in the corporate governance theory.

Key words: behavioral corporate governance theory; behavioral bias.

JEL Classification : G300

Contact : Gérard CHARREAUX, LEG/Fargo, Pôle d'économie et de gestion, 2, Boulevard Gabriel, BP 26611, 21066 Dijon Cedex, France ; Tel. +33 (0)3 39 54 35; Fax. +33 (0)3 39 54 88; Email: gerard.charreaux@u-bourgogne.fr

* Nous remercions Alain Schatt pour sa relecture attentive et la pertinence de ses remarques. Une version préliminaire de cet article a été présentée au Colloque de Mons , « Gouvernement d'Entreprise : Performance et problèmes d'éthique » (9 et 10 mai 2005).

A l'instar de la finance de marché qui a recours à l'argument comportemental pour comprendre les anomalies des marchés financiers, inexplicables dans le paradigme de l'efficacité des marchés, l'aménagement de la gouvernance d'entreprise dans une perspective comportementale se justifie également par le pouvoir explicatif limité du courant juridico-financier dominant. Peut-être peut-il sembler prématuré de parler de crise de la théorie de la gouvernance mais, au sein même du courant dominant, des recherches, de plus en plus nombreuses, concluent au pouvoir faiblement explicatif de cette théorie. Par exemple, Baghat et Black (1999) montrent que la relation entre la composition du conseil d'administration et la performance est pour le moins incertaine. De façon beaucoup plus large, Larcker, Richardson et Tuna (2004), dans une étude de grande ampleur portant sur l'incidence de l'ensemble des mécanismes de gouvernance sur la performance des firmes américaines, trouvent que l'approche traditionnelle n'explique au mieux que 9,1%. Enfin, les écrits récents de Jensen (2004) sur les coûts d'agence nés de la surévaluation des cours boursiers, dont les effets sur les managers sont comparés à l'héroïne, conduisent à contester l'efficacité disciplinaire des mécanismes de marché qui occupent une place centrale dans la perspective financière de la gouvernance.

Quelles sont les voies possibles pour améliorer le pouvoir explicatif des théories de la gouvernance ? Une première voie, explorée en particulier par Charreaux (2002a et b, 2003), consiste à proposer une approche plus complexe des liens entre gouvernance et création de valeur considérant simultanément une approche partenariale et le levier « cognitif » de la création de valeur qui passe par les compétences. L'approche partenariale permet de prendre en compte les effets des conflits associés à la répartition de la rente organisationnelle entre les différentes parties prenantes. L'introduction du levier cognitif repose, quant à elle, sur l'idée que les systèmes de gouvernance – les règles du jeu encadrant les décisions des managers – influencent également les choix stratégiques, notamment en matière d'innovation. Le recours

à la dimension cognitive nécessite la mobilisation d'autres cadres théoriques issus des théories stratégiques (les courants des ressources, compétences et connaissances...) et des théories économiques évolutionnistes, en complément des approches contractuelles.

Une seconde voie, quasiment inexplorée, consiste à introduire, dans le cadre de la gouvernance, un certain nombre d'éléments issus de la littérature comportementale et, plus spécifiquement, de la recherche en finance comportementale. Une telle démarche est implicitement suggérée par Jensen (1994) lorsqu'il propose de compléter le modèle de rationalité REMM (*Resourceful Evaluative Maximizing Model*), sous-jacent à la théorie positive de l'agence, par le PAM (*Pain Avoidance Model* – « modèle d'évitement de la douleur »), de façon à mieux prendre en compte le comportement apparemment irrationnel des individus dans les situations extrêmes, par exemple le sacrifice du soldat pendant la guerre. Jensen précise que sa réflexion s'est inspirée des recherches menées dans trois courants : les neurosciences, l'apprentissage organisationnel (notamment, Argyris, 1990) et l'économie comportementale (en particulier, Thaler et Sheffrin, 1981). Il considère que les biais comportementaux constituent une source supplémentaire de coûts d'agence, les « coûts d'agence avec soi-même », associés aux problèmes de contrôle de soi. Cependant, les conséquences de ce modèle demeurent quasiment inexplorées dans la suite de ses travaux sur l'architecture organisationnelle et la gouvernance des entreprises, même si elles apparaissent parfois de façon implicite.

L'exploration de la voie comportementale nous conduit, dans un premier temps et afin d'éclairer nos propos, à revenir sur la notion centrale de biais comportemental et à présenter les courants de littérature où elle joue un rôle central. Dans un second temps, nous jetterons les bases d'une démarche visant à intégrer les conséquences des biais comportementaux dans la théorie de la gouvernance.

1. Le biais comportemental : une notion centrale

Avant de présenter succinctement les principaux courants pouvant servir de base à la construction d'une théorie de la gouvernance comportementale, rappelons brièvement ce que recouvre la notion de biais comportemental, terme que nous préférons à celui plus restrictif de biais cognitif.

1.1. Que recouvrent les biais comportementaux ?

A l'instar de celle d'inefficience, la notion de biais comportemental est habituellement définie en faisant référence à une norme « idéale » correspondant au comportement qui résulterait d'une rationalité parfaite, substantielle. Au-delà de cette dimension de rationalité, il faut également introduire d'autres ingrédients empruntés au modèle de l'économie néoclassique dans sa forme standard, pour préciser le contour de cette norme idéale. Ainsi, non seulement les individus doivent être parfaitement rationnels, mais ils doivent être totalement égoïstes et n'avoir aucune faille dans leur volonté d'appliquer les décisions qu'ils ont arrêtées. Dans ce modèle canonique, ce comportement idéal débouche sur l'efficience parétienne de premier rang – l'économie du Nirvana – si les coûts de transaction sont nuls et si les marchés sont sans failles. Les biais comportementaux constituent donc, dans cette perspective, une source d'inefficience particulière à laquelle il convient de remédier, en s'efforçant de « débiaiser » les jugements et les décisions des individus.

L'inefficience d'origine comportementale doit être clairement distinguée, comme le recommande Ulen (1998), de l'inefficience attachée à l'environnement de la décision, en raison des facteurs liés aux asymétries d'information, aux comportements stratégiques des individus (opportunisme notamment...) ou aux failles des marchés. Pour illustrer cette différence, reprenons l'exemple de l'absence de port de la ceinture de la sécurité auquel a recours Ulen. Dans la perspective traditionnelle, ce comportement s'explique par des facteurs

liés à l'environnement de la décision : soit les automobilistes sont insuffisamment informés des risques encourus, soit ils considèrent les sanctions comme insuffisantes. Les mesures à prendre visent à combler l'insuffisance d'information ou à renforcer les sanctions. Autrement dit, on cherche à agir sur les paramètres des calculs des individus, à s'appuyer sur leur rationalité « calculatoire ». La perspective comportementale propose une autre explication et conduit à des mesures différentes. Si les automobilistes ne portent pas leur ceinture c'est que, par exemple, ils sont « surconfiants » dans leurs capacités de conducteurs, auquel cas il est inutile d'agir sur les paramètres de rationalité. Il faut intervenir de façon « paternaliste », c'est-à-dire protéger les individus, éventuellement contre leur gré, en rendant, par exemple, obligatoire l'installation d'*airbags* dans les véhicules.

Thaler (1996) distingue trois catégories de biais par rapport à la norme : (1) la rationalité limitée (*bounded rationality*) ; (2) la volonté limitée (*bounded willpower*) et (3) l'égoïsme limité (*bounded self-interest*). La première catégorie (Jolls, 2004) comprend d'une part, les erreurs de jugement, d'autre part, les écarts par rapport à ce que préconise la règle de maximisation de l'espérance d'utilité. Au-delà des traditionnels biais cognitifs, pour la plupart identifiés par Kahnemann et Tversky, liés à l'interprétation de l'information, aux schémas de causalité supposés, à l'influence présumée que le décideur pense avoir sur les événements, au contexte..., les « erreurs de jugement » incluent également les biais inconscients dus aux multiples préjugés favorables ou défavorables à la race, au sexe, à la classe sociale, à la beauté... Les écarts par rapport au comportement préconisé par la règle de maximisation de l'espérance d'utilité ont donné lieu à la formulation d'une théorie alternative, la théorie des perspectives (la *Prospect Theory* de Kahneman et Tversky, 1979). Un effet particulièrement important pour expliquer ces écarts est l'effet de dotation (*endowment effect*) : les préférences des individus et la valeur qu'ils attribuent aux biens varient selon qu'ils en sont propriétaires ou non. La seconde catégorie touche aux limites de la volonté et inclut les comportements

apparemment irrationnels des individus qui font des choix contraires à leur intérêt à long terme et manquent de volonté pour appliquer les décisions qui leur sont bénéfiques. Ce type de comportement peut s'illustrer par la consommation de tabac et la difficulté d'appliquer la décision d'arrêter de fumer. Enfin, la troisième catégorie trouve son origine dans l'égoïsme limité, qui se manifeste par le fait que les individus, très souvent, se préoccupent d'équité, soit dans les décisions qu'ils prennent, soit dans celles qui les affectent.

Si ces différents biais sont habituellement décrits comme des phénomènes d'origine psychologique, ils peuvent, au moins pour certains d'entre eux, s'expliquer selon un schéma de « rationalité élargie ». Ainsi Demsetz (1995), dans un cadre de rationalité qui reste « calculatoire », montre que certains biais s'expliquent très rationnellement si on introduit des « coûts de compréhension ». Plus généralement, Boudon (1990) avance qu'on peut avoir de bonnes raisons de croire à des idées fausses et qu'un « modèle rationnel général » (Boudon, 2003), dont le modèle de l'espérance d'utilité n'est qu'un cas très particulier, peut permettre de justifier, sur une base cognitive ou axiologique, de nombreux comportements présentés comme « irrationnels » dans le cadre de la rationalité substantielle. Cette approche rationnelle des biais, même élargie, échoue cependant à expliquer les biais d'origine émotionnelle même si Demsetz va jusqu'à interpréter les sentiments comme une forme de rationalité « cachée », permettant d'économiser la rationalité « standard ». Le fait que les émotions puissent contribuer à améliorer les décisions, par exemple en remédiant au caractère parfois indéterminé des choix rationnels ou en évitant les phénomènes de procrastination, comme le prétend Elster (1998), ne nous semble pas devoir remettre en cause la distinction usuelle entre biais d'origine cognitive et biais d'origine émotionnelle.

Au-delà de ce premier critère cognitif/émotionnel, il est également fréquent d'introduire un second critère relatif au contexte décisionnel pour classer les biais comportementaux. On distingue ainsi les biais individuels attachés aux décisions prises

individuellement et de façon isolée et les biais collectifs qui surviennent lorsque la décision est prise dans un contexte collectif. Ces deux critères cognitif/émotionnel et individuel/collectif permettent d'identifier quatre types de biais (Tableau 1). Le premier type recouvre les biais de nature cognitive et individuelle, par exemple le biais de rétrospective (*hindsight bias*) qui consiste, après coup, à considérer que ce qui est arrivé était inévitable et parfaitement prévisible. Le deuxième type – cognitif et collectif – peut s'illustrer par le conformisme cognitif, par exemple la croyance commune en la validité de la théorie de l'efficacité des marchés chez les financiers du *mainstream*, en dépit des nombreuses anomalies. Le biais de surconfiance lié à l'orgueil, souvent attribué aux dirigeants, relève du troisième type (émotionnel et individuel). Enfin, les phénomènes de panique collective ou la pression exercée par les pairs constituent des exemples de biais du quatrième type (émotionnel et collectif). Les biais identifiés dans la littérature sont extrêmement nombreux et tant leur dénomination que leur contenu précis sont loin d'avoir été normalisés.

Tableau 1 – Les différents types de biais (d'après Greenfich¹)

	Biais individuels	Biais collectifs
Biais cognitifs	ancrage, biais d'attention, d'attribution, croyances, surcharge cognitive, dissonance cognitive, biais de cadrage, d'heuristique, de représentativité, de compartimentage, d'habitude, de rétrospective, de domicile...	cascades, croyances communes, consensus, manipulation, memes (*), mimétisme, paradigmes, percolation, anticipations rationnelles, apprentissage social...
Biais émotionnels	addiction, effet de dotation, cupidité, peur, aversion pour les pertes et les regrets, pensée magique, optimisme, surconfiance, orgueil, biais de statu quo	conformisme, épidémie, manies, pensée de groupe, comportement moutonnier, pression des pairs...

(*) unités de transmission culturelles

¹ Ce tableau représente une traduction approximative de celui établi par Greenfich (2005) sur le site internet qu'il consacre à la finance comportementale. Le vocabulaire en la matière est loin d'être normalisé, notamment au niveau des traductions. Les contenus de certains biais se recoupent et leurs classements peuvent parfois être contestés, tant dans leur nature cognitive ou émotionnelle que dans leur dimension individuelle ou collective. Ce tableau est surtout introduit afin de montrer la variété des biais comportementaux.

1.2. Les principaux courants de la littérature comportementale

Si la gouvernance comportementale peut être considérée, à certains égards, comme une composante de la finance comportementale, d'autres courants de la littérature comportementale peuvent aider à son développement. Au-delà de la finance comportementale stricto sensu, nous mobiliserons trois autres courants (Tableau 2) : l'économie comportementale, l'analyse économique comportementale du droit et le management stratégique. D'autres courants auraient également pu être invoqués. La littérature comportementale abondante en marketing contribue, par exemple, à expliquer les mesures de protection des consommateurs. Par extension, certains mécanismes légaux de gouvernance, contenus dans la loi sur la Sécurité financière, visent à protéger les petits actionnaires contre le caractère parfois agressif du marketing financier. De même, l'important courant de recherche en comptabilité comportementale (*Behavioral and Experimental Accounting*) contribue à une meilleure compréhension des défaillances de certains garde fous, par exemple les failles dans la surveillance assurée par les auditeurs ou les analystes financiers, en dépassant l'explication traditionnelle fondée sur les conflits d'intérêts et l'opportunisme.

Le courant de la finance comportementale s'est constitué à l'origine pour expliquer les anomalies des marchés financiers par rapport au paradigme dominant de l'efficience informationnelle (Aftalion, 2002 ; Barberis et Thaler, 2003 ; Ritter, 2003 et Shiller, 2003 pour des synthèses récentes). La finance comportementale s'est en conséquence construite comme une finance de marché et l'absence de référence à la finance d'entreprise dans le récent ouvrage de Broihane, Merli et Roger (2004), pourtant titré « Finance comportementale », est très révélatrice de ce biais. Certains modèles précurseurs ont tenté cependant de conférer une dimension comportementale à la finance d'entreprise. Ainsi, le modèle de Lintner (1956), sur la politique de dividende, fait intervenir des dimensions comportementales et il en est de même du modèle de Roll (1986) visant à expliquer les acquisitions sur la base de l'hubris.

Deux articles récents sont particulièrement importants pour prendre connaissance des approches comportementales en finance d'entreprise. L'article de Sheffrin (2001) peut, dans une certaine mesure, être considéré comme fixant le cadre de la *Behavioral Corporate Finance*, en distinguant deux origines des « coûts comportementaux ». La première origine est interne ; elle est attribuée aux biais cognitifs et émotionnels des managers. La seconde origine, externe, est due aux erreurs comportementales des analystes et des investisseurs financiers. Cette distinction conduit, de façon relativement immédiate, à concevoir la gouvernance comportementale comme un moyen de corriger les biais internes et externes. Sheffrin souligne notamment l'incapacité des systèmes de contrôle disciplinaires (incitation, évaluation de la performance) à gérer les coûts comportementaux. La synthèse de littérature effectuée par Baker, Ruback et Wurgler (2004), qui s'appuie sur la distinction proposée par Sheffrin, montre l'intérêt d'introduire des hypothèses d'« irrationalité », tant pour les managers que pour les investisseurs, pour expliquer les politiques d'investissement, de financement ou de dividendes.

Toutefois, même si elle est implicitement posée par Sheffrin, la question de l'intégration des dimensions comportementales dans la gouvernance reste pour l'instant à l'état embryonnaire à l'intérieur du courant financier. On peut noter cependant trois exceptions. La première est constituée par le travail original et ambitieux de Wirtz (2002) qui, à travers la notion de « schéma mental », empruntée à Denzau et North (1994), propose une explication de la politique financière des entreprises s'inscrivant dans une approche comportementale de la gouvernance². Une seconde exception est la recherche de Morck (2004), selon laquelle l'inefficacité disciplinaire des conseils d'administration résulterait du biais de soumission à l'autorité et du sentiment de loyauté éprouvé par les administrateurs à l'égard des dirigeants. Le remède à cette inefficacité passerait alors par des réunions, tant du

² Ce travail développe une idée avancée par Charreaux (1996), qui insiste sur l'intérêt présenté par la théorie institutionnelle de North et les travaux de Denzau et North pour construire une théorie de la gouvernance.

conseil que des comités, en dehors de la présence des dirigeants. Enfin, les récentes réflexions sur le rôle des administrateurs de Jensen et Fuller (2003) et de Jensen et Murphy (2004), même si elles ne font pas explicitement référence à la littérature comportementale, peuvent être considérées comme s'inscrivant dans ce paradigme. Ces auteurs préconisent une réforme du rôle des administrateurs de façon à ce qu'ils soient garants de l'honnêteté et de l'intégrité de l'ensemble des membres de l'organisation et qu'ils assurent un rôle d'intermédiaire entre les dirigeants et les marchés financiers, de telle sorte que ces derniers comprennent mieux les conséquences des choix stratégiques sur la valeur de la firme. Traduit dans un langage comportemental, les administrateurs se voient ainsi chargés d'orienter les décisions des dirigeants dans un sens plus conforme à l'éthique et de « débiaiser » les marchés financiers, de façon à éviter les effets nocifs de la surévaluation. On peut également classer dans le courant comportemental, l'explication fournie par Jensen et Murphy à la très forte hausse des rémunérations des dirigeants : les membres des comités de rémunération ignorant les coûts d'opportunité auraient cru que les options sur actions étaient gratuites, ce qui aurait entraîné une distribution trop généreuse.

La finance comportementale est une composante de l'économie comportementale qui se définit, le plus souvent, comme une économie de l'« irrationalité », – par opposition au sens étroit de la rationalité retenu par le modèle néoclassique – et s'appuie sur les apports de la psychologie cognitive et de la psychologie sociale (Rabin 1998, 2002), voire de la sociologie et de l'anthropologie, pour mieux comprendre la réalité des comportements humains. Une de ses branches récentes, la neuroéconomie (Camerer, Loewenstein et Prelec, 2005 ou Zak, 2004 pour une introduction) repose sur l'intégration des apports des neurosciences pour mesurer l'activité du cerveau (résonance magnétique, électroencéphalogramme...), lors de décisions économiques pendant lesquelles les individus sont confrontés à des situations ambiguës, de coopération ou d'apprentissage. Les champs

d'application de l'économie comportementale sont très variés : l'éthique et la justice, la protection, l'économie du bonheur, l'économie de l'obésité et du self-contrôle... Un des domaines particulièrement prometteurs pour le développement de la gouvernance est celui de l'économie institutionnelle comportementale. Shiller (2005), par exemple, montre que certaines institutions telles que la sécurité sociale obligatoire trouvent à s'expliquer dans la perspective du « paternalisme », selon laquelle il convient de protéger les individus en raison des biais comportementaux qui les affectent. Une telle perspective trouve un terrain d'application quasiment immédiat en matière de gouvernance et, plus largement, en droit, par exemple, dans le souci de protéger les investisseurs financiers. La perspective institutionnelle développée par North (2005) pour comprendre le processus de changement économique, en prolongement de ses travaux sur le rôle des schémas mentaux (Denzau et North, 1994), s'inscrit également dans le courant comportemental. Comme il l'écrit en introduction de son ouvrage, l'étude du fonctionnement du cerveau, notamment de la façon dont il comprend l'environnement, est à la base de sa théorie³.

Un troisième courant, peut-être actuellement celui qui traite le plus directement de gouvernance, est celui du « *Behavioral Law and Economics* » (voir notamment Jolls, Sunstein et Thaler, 1998 ; Korobkin et Ulen, 2000 ; Korobkin, 2003 ; Parisi et Smith, 2005 et Rachlinski, 2003). Il se situe à l'intersection de l'économie comportementale et du droit⁴. Bien que pouvant être incluse dans l'économie comportementale, cette littérature s'est principalement développée chez les juristes américains en réaction contre le courant « *Law and Economics* » d'inspiration coasienne, dont l'auteur le plus représentatif est Richard Posner (1973) auteur de l'ouvrage fondateur « *Economic Analysis of Law* » dans le domaine. Le courant comportemental cherche à construire une théorie du droit offrant un meilleur pouvoir explicatif, notamment au caractère fréquemment paternaliste de la loi. Au-delà de

³ North (2005), « ... *how the mind works and understands the environment is the foundation of this study* ».

⁴ Ce courant contient également des sous-courants en relation par exemple avec la neuro-économie (Chorvat, McCabe et Vernon Smith, 2004).

l'objectif explicatif, ce courant vise à prescrire des mesures permettant de protéger les individus contre les biais comportementaux. La réflexion entreprise a conduit à définir des concepts originaux tels que celui de « paternalisme asymétrique » (Camerer et al., 2003), qui permet aux individus les plus « irrationnels » d'améliorer leur situation tout en ne nuisant pas aux individus les plus « rationnels », c'est-à-dire en évitant les éventuels effets pervers de la protection offerte. En raison de la connexion directe entre le droit et certains aspects de la gouvernance, les auteurs du courant juridique comportemental ont réexaminé le fonctionnement de certains mécanismes tels que le conseil d'administration (par exemple, Cox et Munsinger, 1985 ou Langevoort, 2001). Cunningham (2002), au vu des failles de la discipline exercée par les seuls marchés, fait un certain nombre de recommandations en matière de gouvernance, touchant à l'éducation des investisseurs (pour les « débiaiser »), à la régulation des marchés (il préconise des modifications du courtage et des appels de marge...) ou à la correction des effets des erreurs d'évaluation dans le domaine de la finance d'entreprise.

Enfin, le quatrième courant, le plus souvent ignoré des économistes comportementaux en raison de la compartementalisation disciplinaire, regroupe les nombreux travaux en management stratégique qui traitent de l'influence des biais cognitifs sur les décisions des dirigeants. On y trouve des auteurs aussi importants que March et Simon, bien entendu, mais également Hogarth (1980), Schwenck (1984, 1985) et Bazerman (1986). Ce courant traite de la dimension interne des biais comportementaux évoquée par Sheffrin. Pour illustrer l'intérêt potentiel de ces travaux pour la finance comportementale, on peut se référer à l'analyse faite par Barabel et Meier (2002) des douze types d'erreurs commises lors d'une fusion-acquisition, en fonction des différentes phases de l'opération. L'intérêt pour la gouvernance s'en déduit immédiatement. L'influence du conseil d'administration sur les schémas cognitifs des dirigeants a également fait l'objet de nombreuses études (par exemple, Forbes et Milliken,

1999 ou Rindova, 1999). Si le conseil peut biaiser les décisions des dirigeants, il peut également être considéré comme un instrument de débiaisage, ce qui conduit à une théorisation de la composition du conseil différente de celle contenue dans la perspective disciplinaire. Ainsi, Langevoort (2001) considère que la composition mixte (administrateurs internes et externes) des conseils est préférable car les deux catégories d'administrateurs interviennent différemment sur les biais des dirigeants.

Tableau 2 – Les principaux courants de la littérature comportementale

	Finance comportementale	Economie comportementale	Courant comportemental « droit et économie »	Courant comportemental en management stratégique
Objectif	Expliquer les anomalies des marchés financiers Une extension récente vers la finance d'entreprise visant à mieux comprendre les décisions financières	Mieux comprendre les comportements économiques en intégrant, notamment, les apports des psychologies cognitive et sociale	Avoir une meilleure théorie explicative du droit, notamment de son caractère paternaliste	Comprendre l'influence des biais cognitifs sur les décisions des dirigeants
Auteurs représentatifs	Shiller, Sheffrin, Shleifer, Thaler...	Kahneman, Tversky, Vernon Smith, Rabin, Camerer...	Jolls, Korobkin, Langevoort, Cunningham...	Simon, March, Hogarth, Bazerman, Schwenk...

L'impression dominante qui ressort de l'analyse de ces différents courants est la prépondérance de la vision anti-biais. Il faut « débiaiser » pour améliorer la qualité des décisions ce qui permettra de créer davantage de valeur. Cette conclusion découle implicitement de l'origine de l'approche comportementale en économie qui s'est constituée par référence au modèle néoclassique de la rationalité substantielle et de l'efficience parétienne de premier rang. Ce mode de raisonnement qui repose sur l'hypothèse implicite que l'idéal est potentiellement connaissable – par un être suprême d'une rationalité absolue – induit lui-même ses propres biais, par exemple la conception négative des biais comportementaux qui prévaut. Or, certaines analyses considèrent que les biais peuvent avoir des effets bénéfiques. Comme l'a suggéré Elster (1998), les émotions peuvent corriger les

indéterminations du raisonnement calculatoire⁵. Le paradoxe du caractère occasionnellement bénéfique des biais est particulièrement bien illustré par La Blanc et Rachlinski (2005) qui soutiennent la thèse que la surconfiance des investisseurs, en accroissant le nombre de transactions, induit une meilleure révélation d'informations et une plus grande liquidité des marchés. Les biais contribueraient ainsi à améliorer l'efficacité informationnelle ! Enfin, il est trivial de dire que certains biais (optimisme, surconfiance...) peuvent également avoir des vertus en matière d'exploration et d'innovation.

Pour accéder à une conception plus neutre des biais, il faut renoncer au mode de raisonnement traditionnel qui conduit, comme l'a si bien souligné Demsetz (1969), à considérer que ce qui n'est pas idéal est inefficace, c'est-à-dire à tomber dans le piège de la référence fallacieuse au Nirvana. La perspective de la remédiabilité, selon le terme proposé par Williamson (1996), offre une alternative. Cette perspective considère qu'une situation existante est efficace à moins qu'on puisse décrire et mettre en œuvre une alternative réalisable permettant d'obtenir un gain net (déduction faite des coûts de mise en œuvre). On est ainsi conduit à retenir comme référence, non pas une norme idéale (et inconnaissable dans la réalité), mais une réalité existante. Si, par exemple, certaines institutions de gouvernance encouragent les dirigeants à être surconfiants et à prendre davantage de risques, il est possible que les biais induits aient globalement un effet positif si la valeur qu'ils contribuent à créer, par exemple, à travers l'innovation, est supérieure aux coûts des erreurs en résultant. Cette argumentation mène à conclure qu'une certaine dose d'irrationalité peut être bénéfique. Elle suppose implicitement que, dans le monde réel, ambigu et imparfaitement connaissable, les gains liés à une logique d'exploration et de construction de nouvelles opportunités – de

⁵ Frank (1988), dans un ouvrage très original « *Passions within Reasons* », montre comment les passions peuvent être au service des intérêts, lorsque les individus sont confrontés à des problèmes qui ne peuvent être résolus rationnellement. Il considère l'exemple du vol d'une serviette de cuir d'une valeur minime par un proche de la victime. La conduite rationnelle pour le volé, compte tenu de son coût d'opportunité, selon le principe de maximisation de l'espérance d'utilité, est de ne pas poursuivre pénalement le voleur. Mais un tel comportement implique de laisser le vol impuni. Une attitude apparemment irrationnelle, dictée par les émotions, conduit au contraire à poursuivre le voleur et donc, en dissuadant le vol, à mieux servir les intérêts des propriétaires sur le long terme.

véritable « recherche » de valeur – peuvent l’emporter sur les gains associés à l’exploitation optimale des opportunités existantes.

2. Comment faire évoluer les modèles de gouvernance ?

L’intégration de la dimension comportementale dans les théories de la gouvernance dépend du modèle retenu. Si on adopte le cadre traditionnel et restrictif de la gouvernance financière, l’intégration passe par l’évaluation de l’incidence des biais sur les coûts d’agence entre dirigeants et partenaires financiers. Si on mobilise une théorie large de la gouvernance, de type synthétique (« cognitive et partenariale »), cette intégration sera plus complexe puisqu’il faudra prendre en compte l’incidence des biais, d’une part sur les deux leviers (disciplinaire et cognitif) de la création de valeur, d’autre part, sur les relations conflictuelles (au sens où les intérêts divergent) entre les différentes parties prenantes. Tentons de voir comment peut se faire l’aménagement de ces deux grilles théoriques.

2.1. L’intégration de la dimension comportementale dans la gouvernance financière

Au sein du modèle juridico-financier dominant, le rôle des mécanismes de gouvernance est de réduire au maximum les coûts d’agence, c’est-à-dire les coûts résultant des conflits d’intérêt dans les situations de coopération. Ces coûts sont égaux à la somme des coûts de conception, de mise en œuvre et de maintenance des systèmes d’incitation et de contrôle et de la perte résiduelle, autrement dit du manque à gagner lié à la résolution imparfaite de ces conflits⁶. Dans ce cadre disciplinaire, qui ignore l’action sur la création de valeur par la voie cognitive (la construction notamment des opportunités d’investissement), la

⁶ Les coûts d’agence ne peuvent être annulés. Il y a toujours une perte « résiduelle », c’est-à-dire un manque à gagner par rapport à une situation optimale définie comme la situation qu’on atteindrait si la rationalité était parfaite, s’il n’y avait pas de conflits d’intérêts, si l’information était gratuitement accessible, etc. Remarquons que dans une approche par la remédiabilité, la notion de perte résiduelle est dénuée de sens. Toute évaluation d’un dispositif de gouvernance se fait sur la base d’une comparaison institutionnelle et se traduit soit par un gain net, soit par une perte nette, selon le signe du solde résultant de la différence entre les gains de valeur permis par le dispositif et les coûts qu’il induit.

dimension comportementale est perçue exclusivement de façon négative. D'une part, elle accroît les risques de décision sous-optimale des dirigeants qui peuvent mal percevoir ou mal exploiter les bonnes opportunités, par exemple, en raison d'une exploitation déficiente de l'information disponible, d'erreurs d'évaluation, de *timing* ou encore de réactions émotionnelles. D'autre part, elle est censée compromettre l'efficacité des mécanismes traditionnels comme le conseil d'administration ou le marché financier par suite des biais des administrateurs, des analystes, des auditeurs ou des investisseurs financiers. A titre d'illustration, face à un projet d'acquisition, le dirigeant, en raison d'une surconfiance dans ses propres capacités, peut surévaluer les synergies avec la cible. Cette erreur d'évaluation ne sera pas nécessairement corrigée par le conseil d'administration, s'il y a une forte soumission à l'autorité, ou par les investisseurs, s'ils sont eux-mêmes victimes d'un biais d'optimisme.

La dimension comportementale complique l'analyse disciplinaire traditionnelle en remettant en cause les vertus présumées de certains mécanismes. Ainsi, pour Morck (2004), l'indépendance formelle des administrateurs est insuffisante si, en raison du sentiment de loyauté éprouvé habituellement vis-à-vis de l'autorité légitime, ils n'exercent pas un véritable contrôle du dirigeant. Paredes (2003, 2005), qui plus est, suggère que certaines mesures, au cœur de la conception disciplinaire de la gouvernance, seraient à même de renforcer les biais comportementaux. Par exemple, le niveau élevé des rémunérations, qui résulte de la mise en place des systèmes incitatifs (bonus, stock options), amplifierait le sentiment de surconfiance des dirigeants en leur adressant un signal très positif sur leurs compétences. Plus largement, l'instauration systématique de garde fous aurait un effet similaire en donnant l'illusion aux dirigeants qu'ils sont prémunis contre tous les types d'erreurs. Or, comme le souligne Roe (2003), dans sa critique du modèle juridico-financier de la gouvernance, les garde fous, notamment juridiques, visent principalement à protéger contre les comportements peu scrupuleux des dirigeants et non contre leurs erreurs de jugement. Si ces mécanismes

parviennent à réduire les coûts d'agence dus à l'opportunisme, ils échouent à corriger les erreurs de gestion se manifestant, par exemple, par une exploitation sous-optimale des opportunités d'investissement. Enfin, même le postulat naïf, selon lequel la transparence en matière d'information n'aurait que des effets bénéfiques, peut être battu en brèche. La transparence entraînerait une surcharge d'information pouvant provoquer une dégradation de la qualité des décisions : « trop d'information tue l'information ».

La prise de conscience des effets négatifs, tant des biais comportementaux sur les coûts d'agence que des mécanismes disciplinaires sur les biais, conduit à enrichir les réflexions sur les systèmes de gouvernance que ce soit sur le plan explicatif ou normatif.

Dans une perspective explicative, l'introduction des biais conduit à considérer que les systèmes réels de gouvernance ont pour objectif non seulement de réduire les coûts d'agence au sens traditionnel, mais également les coûts comportementaux qui se surajoutent à ces derniers. Comme déjà souligné, la composition hybride et le rôle réel du conseil d'administration, qui dépasse la seule fonction disciplinaire, peuvent s'expliquer sur la base d'arguments comportementaux (Cox et Munsinger, 1985 ; Bainbridge, 2002 et Langevoort, 2001). Le contenu de la loi sur les sociétés peut également être réinterprété en ce sens, en particulier pour les aspects touchant à la protection des investisseurs financiers. Il est même possible d'en déduire une théorie des systèmes nationaux de gouvernance, alternative aux théories juridico-financières ou politiques (pour une synthèse voir Charreaux, 2004), certains biais comportementaux étant contingents au contexte culturel. Le risque, bien entendu, de tomber dans le piège du déterminisme culturel simpliste n'est pas absent, mais de même que la formation du cadre juridique d'un pays reçoit souvent une explication de nature historique (voir par exemple, Acemoglu, Johnson et Robinson, 2001), certains biais collectifs semblent être apparus au cours de l'histoire. Ainsi, le sentiment majoritairement hostile au marché financier, présent dans certaines nations, semble trouver son origine dans les spoliations

collectives d'ampleur nationale qui les ont frappées à certaines époques et il est vraisemblable que ces biais ont joué un rôle dans la structuration des systèmes de gouvernance. L'hostilité envers la finance de marché a pu conduire à renforcer le rôle des banques et des formes de gouvernance associées. L'évolution des biais comportementaux collectifs, à la suite de crises majeures, peut fournir une explication aux phénomènes de retournement constatés par Rajan et Zingales (2003) dans certains pays comme la France dont le développement financier, sur la base du critère Capitalisation boursière/PNB, était supérieur à celui des Etats-Unis au début du 20^e siècle. Plus généralement, l'analyse des systèmes de gouvernance peut être enrichie en considérant les rôles de débiaiseur ou de protection contre les biais joués par les mécanismes de gouvernance, rôles qui diffèrent substantiellement de la fonction disciplinaire entrevue habituellement sous le seul angle de la lutte contre l'opportunisme.

Sur le plan normatif, comme mentionné dans le compte rendu de la littérature juridique comportementale, la prise en compte des biais induit une conception plus paternaliste de l'intervention publique. Une telle perspective peut notamment s'appliquer à la régulation des marchés financiers (Langevoort, 2002 ; Loke, 2002) ou à la conception du droit des sociétés (Greenfield, 2002). Elle peut également conduire à préconiser des mesures en matière de composition du conseil d'administration afin de corriger les biais cognitifs des décideurs, les administrateurs internes ayant un rôle important à jouer à cet égard, alors que leur rôle disciplinaire ne peut être que limité pour des raisons de subordination. Rappelons que, lors de la crise du Crédit Lyonnais (Charreaux, 1997), les administrateurs salariés avaient été les premiers et quasiment les seuls à alerter contre les risques associés à certaines décisions. Au-delà d'une simple différence d'accès à l'information, leur mise en garde trouvait vraisemblablement son origine dans une interprétation différente et dans une prise de conscience des biais d'optimisme et de surconfiance qui affectaient les principaux dirigeants du groupe. La réflexion normative peut également s'exercer de façon critique en mettant en

évidence les biais sous-jacents aux réformes de la gouvernance actuellement en cours, comme le fait Fanto (2002) à propos de la France.

2.2. L'intégration de la dimension comportementale dans la gouvernance cognitive et partenariale

Si l'adoption d'une perspective partenariale se traduit par la prise en compte des coûts d'agence nés des conflits d'intérêts opposant les dirigeants, les investisseurs financiers et les autres partenaires de la firme, elle n'entraîne pas, a priori, de changements fondamentaux dans l'étude de la relation entre les coûts d'agence et les biais comportementaux. Au niveau interne des biais cognitifs des dirigeants, il suffit de considérer le rôle des autres catégories de parties prenantes dans la formation desdits biais. De même que la formation des schémas cognitifs des dirigeants est influencée par les actionnaires (en particulier, les dominants), la participation – même passive sous forme d'une simple influence – des salariés et d'autres parties prenantes (créanciers, clients, fournisseurs, partenaires, collectivités...) à l'élaboration des décisions conditionne les biais cognitifs des dirigeants et, à l'occasion, le contexte émotionnel (décisions de licenciement, fermeture d'établissement...).

L'analyse des mécanismes de gouvernance devrait alors partir de l'hypothèse qu'ils ont pour rôle de réduire les conséquences des conflits d'intérêts entre parties prenantes mais en tenant compte des biais comportementaux qui les affectent. Par exemple, l'intervention d'administrateurs salariés peut agir sur les biais des dirigeants en leur faisant mieux percevoir les conséquences sociales de leurs décisions. Dans cette hypothèse, si les coûts d'agence avec les salariés et, plus généralement, les partenaires autres que les investisseurs se trouvent réduits, il peut, en revanche, en résulter un accroissement des coûts d'agence avec les actionnaires. Le résultat en termes de surplus global, de « valeur partenariale », est difficilement prévisible au vu de l'imbrication des conflits d'intérêt et des dimensions

comportementales.

L'action des différents mécanismes de gouvernance peut alors s'analyser en fonction de leur incidence sur les coûts d'agence et les biais comportementaux. De nouveau, l'étude du conseil d'administration peut s'en trouver renouvelée, tant au niveau du rôle des administrateurs salariés que de celui des administrateurs représentant certains partenaires comme les banquiers ou des clients, fournisseurs ou sous-traitants. Comparativement à la perspective juridico-financière, l'originalité se situe dans l'éclairage porté aux conséquences des décisions pour les autres parties prenantes. Des mécanismes externes tels que le droit ou la presse peuvent également voir leur rôle reconsidéré. Ils peuvent se trouver légitimés dans un souci non plus de protéger les investisseurs financiers contre les biais affectant les dirigeants, mais comme des mécanismes paternalistes soucieux de protéger les salariés, les consommateurs contre leurs propres biais. Les lois imposant de consulter les salariés lors de certaines opérations, celles offrant un temps de réflexion aux consommateurs, peuvent s'interpréter comme autant de mécanismes permettant de lutter contre les effets néfastes de certains biais. Certes, ces mécanismes sont à même de sécréter leurs propres biais, mais ces phénomènes bien connus d'effets pervers surviennent également dans le cadre traditionnel de la gouvernance financière comme le met en évidence Jensen avec son analyse des coûts d'agence de la surévaluation. Ce dernier point mérite d'ailleurs un commentaire particulier. Les mesures de limitation des rémunérations des dirigeants, souvent préconisées, peuvent recevoir une justification comportementale, dans la mesure où des niveaux de rémunération excessifs risquent d'accentuer le biais de surconfiance des dirigeants et de renforcer les biais émotionnels (envie, jalousie...) de certaines catégories de parties prenantes. Les vives réactions de l'opinion publique face à l'importance des indemnités de départ perçues par l'ancien Président de Carrefour témoignent de l'existence de ce risque. La presse exerce également une influence importante sur les biais comportementaux. De même que la presse

financière semble avoir joué un rôle significatif dans la diffusion de l'idéologie actionnariale, une presse à sensibilité plus sociale oriente les biais des dirigeants dans le sens d'une plus grande responsabilité sociale des entreprises.

Toutefois, l'aménagement le plus original, dû à l'introduction de la dimension comportementale, intervient dans l'analyse du levier cognitif de la création de valeur. Pour modéliser l'influence du rôle cognitif des actionnaires, Charreaux (2002b) introduit les notions de coûts d'agence cognitifs et de gains cognitifs, sur la base d'une représentation théorique de la firme qui, si elle n'écarte pas la figure du nœud de contrats, retient également son rôle de processeur ou de répertoire de connaissances⁷.

Dans cette analyse qui repose sur une explicitation du lien entre les compétences de la firme et la création de valeur, le gain cognitif correspond au supplément de valeur dû à l'apport de compétences par les différentes parties prenantes. Pour éviter l'ambiguïté du terme « cognitif », nous utiliserons désormais, de préférence, le terme « gain de compétences », sachant que ces compétences trouvent leur principale source dans les bases de connaissances qu'apportent ou que contribuent à construire les différentes parties prenantes. L'entrée d'un actionnaire industriel dans le capital s'accompagne ainsi d'un gain de compétences, fondé sur son capital de connaissances. Cette argumentation peut être étendue aux compétences des salariés, mais aussi à celles apportées par les clients et les fournisseurs par l'entremise de relations de partenariat. Mais ces nouvelles compétences ont pour contrepartie de créer également des coûts d'agence « cognitifs » ou « coûts d'agence de compétences » différents des coûts d'agence traditionnels de nature informationnelle. Les coûts d'agence de compétences s'expliquent non par les conflits d'intérêts mais par ceux issus des différences de compétences entre parties prenantes (actionnaires dominants, salariés...) et dirigeants. Ces coûts sont, par exemple, associés aux conflits concernant la vision stratégique à adopter, la

⁷ Contrairement à ce qui est écrit parfois, ces deux approches ne sont pas incompatibles. Demsetz (1988) notamment propose une théorie de la firme qui concilie ces deux représentations.

construction et le développement des bases de connaissance et de compétences ou, encore, les modes de résolution des problèmes de coordination nés de ces conflits. Dans une telle perspective, le rôle du système de gouvernance est d'accroître les gains de compétences tout en réduisant les coûts d'agence de compétences, sachant que les deux dimensions peuvent être imbriquées. Une réduction des coûts d'agence de compétences, par élimination des incompatibilités entre parties prenantes, peut priver la firme de la variété nécessaire à l'innovation et à l'adaptation. Pour illustrer cet argument, il suffit d'évoquer une réorientation stratégique conduisant un dirigeant à se séparer des cadres dont les compétences sont désormais jugées inutiles. Le même raisonnement peut être transposé à des partenariats s'accompagnant éventuellement de participations financières, croisées ou non.

Comment se greffe la notion de biais comportemental sur celles de gains et de coûts de compétences ? A certains égards, ces notions comportent déjà une dimension comportementale puisque la constitution des bases de connaissances, qui sous-tendent les compétences et la formulation des stratégies, s'appuie sur des schémas mentaux, des « modèles » qui, souvent, sont des croyances communes et qui, à ce titre, s'inscrivent dans la catégorie des « biais » cognitifs. Le terme de biais, qui contient implicitement la notion d'erreur, peut d'ailleurs paraître très abusif dans ce cas, tous les modèles utilisés étant plus ou moins imparfaits, infirmés et incomplets. Pour échapper à cette vision restrictive du biais, issue de la comparaison avec le référentiel néoclassique, il serait préférable de parler d'« orientation cognitive ». Le recours à des modèles, à des « cartes cognitives » imparfaites mais non dominées au vu de l'état des connaissances scientifiques, est difficilement assimilable à la catégorie des biais émotionnels ou des erreurs cognitives du type « pensée magique ». Les gains et les coûts de compétences, au sein de la théorie « cognitive » de la gouvernance, ont donc bien davantage une dimension comportementale associée à la notion d'orientation cognitive plutôt qu'à celle de biais dans son acception la plus courante. Dans ce

contexte, le rôle du système de gouvernance est de faire prendre conscience de ces orientations plus ou moins explicites, par exemple, des schémas mentaux qui sous-tendent les stratégies de reconcentration sur le cœur de métier.

Mais cette fonction de « révélation » des orientations cognitives est loin d'épuiser l'apport que peut représenter la démarche comportementale pour enrichir l'analyse des coûts et des gains de compétences. Le plus souvent, comme l'ont montré les nombreuses recherches sur les décisions managériales, les choix stratégiques portant, par exemple, sur les compétences à construire et à mobiliser, sont conditionnés par des erreurs évidentes de raisonnement, un contexte émotionnel allant bien au-delà de la simple divergence des modèles cognitifs, dont les conséquences peuvent être lourdes. Le rôle du système de gouvernance consiste alors à protéger les dirigeants contre ce type d'erreurs. De nouveau, la composition et les rôles observés du conseil d'administration peuvent mieux s'appréhender dans cette perspective, notamment le rôle qu'il joue dans l'élaboration et le contrôle de la stratégie et l'importance accordée au critère de la compétence, qui vient souvent au premier rang, dans le recrutement des administrateurs externes.

Cette dimension conduit également à réinterpréter le rôle d'autres mécanismes de gouvernance, voire à en introduire de nouveaux. Considérons les réseaux de dirigeants et d'administrateurs, un mécanisme externe dont le rôle est perçu négativement dans la perspective disciplinaire. Ces réseaux peuvent apparaître non seulement comme un vecteur de mobilisation de compétences, mais aussi comme des mécanismes permettant de mettre à l'épreuve les schémas cognitifs des dirigeants⁸ et de prévenir ou de corriger leurs erreurs. La conception du droit intervient également, en fermant ou en rendant plus coûteuses certaines options (rôle contraignant), mais aussi en orientant vers d'autres solutions (rôle habilitant). Le paternalisme, s'il conduit à protéger certaines catégories de parties prenantes contre les effets

⁸ Le rôle des réseaux comme instruments de mise à l'épreuve des schémas cognitifs est d'ailleurs bien connu dans le contexte scientifique.

négatifs de certaines décisions managériales, oriente également vers des solutions innovantes dans d'autres domaines, illustrant ainsi le rôle de matrice cognitive des institutions souligné par Aoki (2001). L'analyse de Roe (1990) concernant l'émergence du système de gouvernance américain permet d'illustrer ce double rôle contraignant/habilitant des biais. La structure très spécifique de ce système, qui constitue plutôt une exception au niveau international⁹, serait une conséquence de l'hostilité du mouvement populiste américain envers un pouvoir bancaire fort, c'est-à-dire d'un biais comportemental particulier. La contrainte en résultant aurait permis le développement du marché financier américain.

L'argument comportemental, en accompagnement de la dimension compétences, permet également d'interpréter les systèmes de formation comme des mécanismes de gouvernance à part entière, dans la mesure où ils orientent la formation des compétences et contribuent à la construction des schémas mentaux. Pour revenir au cas français, il est vraisemblable que la formation acquise à Polytechnique ou à l'Ena oriente les dirigeants issus de ces écoles vers des options particulières, tout en les prévenant simultanément contre certains biais¹⁰. Dans le contexte américain, l'influence grandissante de la finance dans les enseignements de gestion et la conquête du pouvoir par les cadres ayant exercé des fonctions financières (Zorn, 2003) a probablement orienté l'évolution du système de gouvernance vers la perspective actionnariale.

Ces différents exemples, s'ils illustrent la richesse potentielle d'une greffe de la dimension comportementale sur l'analyse « cognitive » de la gouvernance, en révèlent également la complexité. Si certains mécanismes trouvent leur justification dans leur capacité de débiaisage cognitif pouvant, en particulier, conduire à explorer de nouvelles opportunités, inversement, les effets pervers liés aux orientations cognitives et aux biais induits ne sont pas

⁹ Il s'agit ici encore d'un biais cognitif des chercheurs puisque le système américain est souvent considéré comme la norme alors qu'il s'agit en fait d'une exception, puisque c'est quasiment le seul système où la séparation propriété/dirigeants soit très prononcée, tout au moins dans les plus grandes firmes.

¹⁰ Leur caractère élitiste peut également contribuer à accroître le biais de surconfiance.

exclus, confirmant ainsi l'ambiguïté du rôle des systèmes de gouvernance, leviers d'efficience mais également inducteurs d'effets pervers. L'exemple de la surévaluation des cours boursiers, souvent attribuée au mode de rémunérations des dirigeants, en constitue une illustration ; les effets pervers de la surévaluation semblent l'avoir emporté sur les gains procurés par les systèmes incitatifs. La dimension cognitive permet de plus de reconsidérer le rôle de certains biais, par exemple ceux d'optimisme et de surconfiance souvent présents chez les dirigeants. Ces biais induisent certes des risques importants, mais inversement ne sont-ils pas une condition à l'existence même de l'esprit entrepreneurial, permettant une plus large exploration des opportunités et davantage d'innovation ? Un système de gouvernance qui viserait à éliminer systématiquement ce type de biais ne risquerait-il pas de conduire à une dégradation de la performance sur le long terme ? La création des sociétés à responsabilité limitée n'est-elle pas une reconnaissance directe des vertus attribuées à la prise de risque ? A ce titre, l'accent mis sur la dimension disciplinaire de la gouvernance et l'accroissement corrélatif de la mise en cause des responsabilités ne risquent-ils pas, à terme, de produire un effet négatif sur la prise de risque nécessaire au développement du capitalisme ?

Conclusion

De nombreuses dimensions des systèmes de gouvernance, incomprises ou non perçues, semblent s'expliquer en intégrant la dimension comportementale dans les théories de la gouvernance. Cette intégration peut s'opérer en sauvegardant un cadre d'analyse reposant sur la logique de la création de valeur, mais élargi pour tenir compte de l'incidence des biais comportementaux. Il suffit de greffer l'incidence de ces biais tant sur les coûts d'agence traditionnels associés aux conflits d'intérêts, que sur les gains et les coûts de compétences. Le tableau 3 résume l'évolution de la grille d'analyse selon les différentes approches de la

gouvernance. Pour simplifier, la gouvernance comportementale y est considérée uniquement¹¹ sous la forme d'un élargissement du modèle de la gouvernance partenariale et cognitive (au sens des compétences).

Tableau 3 – Influence sur la valeur et rôle du système de gouvernance selon les différentes approches

	Gouvernance juridico-financière	Gouvernance partenariale disciplinaire et « cognitive »	Gouvernance comportementale
Coûts	Coûts d'agence « informationnels » liés aux conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers : coûts de fonctionnement des mécanismes et pertes résiduelles définies par rapport à la norme idéale	Approche par la remédiabilité : la notion de perte résiduelle n'est plus pertinente ¹² . – coûts d'agence informationnels généralisés aux différentes parties prenantes – coûts d'agence de compétences liés aux conflits de compétences entre les différentes parties prenantes : coûts de fonctionnement des mécanismes (incluant le coût des effets pervers)	Coûts d'agence et coûts de compétence modifiés par les biais comportementaux Coûts de fonctionnement incluant le coût des effets pervers
Gains	Les « gains » sont définis en termes de réduction des coûts d'agence informationnels, c'est-à-dire de rapprochement vers la norme. Il n'y a pas de gains d'exploration, tout se résumant à un problème de transfert d'information.	Gains « cognitifs » liés aux compétences conduisant à une meilleure vision, à la construction d'opportunités, à un meilleur avantage comparatif...	Gains de compétences modifiés par les biais comportementaux
Rôle du système de gouvernance	Levier disciplinaire Réduction des conflits d'intérêts et des coûts d'agence	Leviers disciplinaire et cognitif Accroître le gain net en tenant compte de l'interdépendance des gains et des coûts et des dimensions disciplinaires et cognitives	Leviers disciplinaire, cognitif et comportemental Accroître le gain net en tenant compte de l'influence des biais comportementaux Il peut être efficient de laisser certains biais subsister en partie

¹¹ Il serait également possible d'ajouter une colonne présentant une version comportementale de la gouvernance financière.

¹² La notion de perte résiduelle n'intervient pas car, dans l'approche de la remédiabilité, on ne se positionne pas par rapport à une situation idéale dans l'absolu (efficacité de premier rang), mais dans une perspective comparative avec la meilleure alternative réalisable. S'il y avait une perte résiduelle par rapport à cette dernière, cela signifierait que la situation serait dominée par l'alternative, donc qu'elle serait inefficace.

Quelle que soit l'approche retenue, la configuration et le rôle du système de gouvernance reposent sur une logique d'efficience exprimée soit sous la forme d'une réduction des coûts d'agence, donc d'un rapprochement vers l'efficience de premier rang (approche juridico-financière), soit, pour les autres approches, sous celle d'une différence positive entre gains et coûts, relativement à la meilleure solution alternative réalisable, selon la logique de la remédiabilité.

L'intérêt de la gouvernance comportementale apparaît double. Premièrement, elle permet 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. Deuxièmement, elle conduit, à travers l'approche du paternalisme, à élargir le périmètre des institutions constitutives des systèmes de gouvernance, en y incluant, par exemple, les systèmes obligatoires de protection sociale, ce qui implique une réévaluation du rôle de l'Etat dans la gouvernance.

Dans le courant de la gouvernance juridico-financière, fortement influencé par l'idéologie libérale, l'intervention de l'Etat est souvent perçue très négativement. Ainsi, par exemple, dans l'approche juridico-financière de La Porta et al. (1997, 1998), l'infériorité présumée du cadre juridique constitué par le droit civil français est imputée, notamment, au renforcement du rôle de l'Etat auquel il conduirait. Ce cadre favoriserait tant le développement de rigidités que les comportements d'appropriation de rentes par la bureaucratie étatique. Une telle argumentation, à supposer qu'elle soit valide (Charreaux, 2004), reste cependant très incomplète dans la mesure où elle ignore le rôle positif souvent joué par l'Etat dans la formation et la construction des compétences, sinon dans la définition des grands axes d'une politique économique, ainsi que dans la protection des citoyens contre les biais à travers également la formation et la protection sociale.

Une théorie de la gouvernance incapable d'expliquer le rôle protecteur de l'Etat et de la loi ne peut apparaître que très incomplète et l'introduction des dimensions comportementales constitue une piste particulièrement prometteuse dans cette direction. Le rôle de l'Etat, via la contrainte et la réglementation, peut s'avérer particulièrement utile pour protéger les salariés mais également les investisseurs financiers. Si certaines réformes post-Enron sont souvent interprétées, selon la perspective disciplinaire, comme un moyen de prévenir les conflits d'intérêts, dans certains cas, elles peuvent également recevoir une interprétation de nature comportementale. Une mesure telle que la séparation des fonctions de Président du conseil d'administration et de Directeur général, a, à l'évidence, des conséquences sur le contrôle des biais comportementaux. Il ne faut pas en conclure pour autant que l'approche comportementale conduise systématiquement à préconiser un renforcement du rôle de l'Etat. Les hommes politiques et la bureaucratie étatique sont également affectés par les biais comportementaux et il n'est pas sûr que leurs conséquences sont moins dommageables que les biais qu'ils cherchent à corriger mais, tout au moins, la question a le mérite d'être posée.

La dimension comportementale permet également d'éclairer d'un jour nouveau certaines évolutions des systèmes de gouvernance. Considérons, par exemple, la réforme de la comptabilité que constitue l'introduction de la *fair value*, dont la justification est de nature financière : elle permettrait en améliorant la qualité de l'information d'assurer une meilleure gestion des conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers. Or, ce résultat est loin d'être garanti. D'une part, en raison des biais comportementaux qui semblent frapper à l'occasion les marchés, provoquant des bulles spéculatives, la valeur de marché peut s'écarter sensiblement de la valeur intrinsèque. D'autre part, l'application de la méthode passe par l'utilisation de modèles censés permettre l'évaluation d'une valeur intrinsèque, modèles qui, outre le fait qu'ils peuvent être manipulés, sont d'une complexité cognitive supérieure aux

modèles fondés sur les valeurs historiques. Les coûts associés à cet accroissement de la vulnérabilité et de la complexité ne risquent-ils pas d'être supérieurs aux gains attendus de cette réforme ?

Enfin, au-delà de l'élargissement de l'analyse institutionnelle qui se produit lorsque les dimensions incitatives et cognitives des institutions interviennent de concert et qui est accentué par l'introduction de la dimension comportementale, il faut également insister sur deux conséquences qui nous semblent potentiellement très positives pour le développement de la recherche en finance et en gouvernance et, plus largement, en sciences de gestion. Premièrement, le développement de l'approche comportementale conduit à un rapprochement de la finance et de la gouvernance avec les autres sciences de gestion qui, pour certaines d'entre elles, ont intégré, depuis très longtemps, les dimensions comportementales, ce qui peut faciliter un enrichissement mutuel. Deuxièmement, ce développement peut permettre d'établir des ponts entre les approches institutionnelles fondées sur l'efficience et celles s'inscrivant dans le paradigme de la légitimité dans la mesure où des notions telles que l'équité peuvent s'interpréter comme des biais comportementaux.

Bibliographie

Acemoglu D., Johnson S. et Robinson J.A. (2001), « The Colonial Origins of Comparative Development : An Empirical Investigation », *American Economic Review*, vol. 91, p. 1369-1401.

Aftalion F. (2002), « Le point sur...La behavioral finance », *Banque & Marchés*, n° 56, janvier-février, p. 59-67.

Aoki M. (2001), *Toward a Comparative Institutional Analysis*, MIT Press.

Argyris Ch. (1990), *Overcoming Organizational Defenses*, New York : Allyn and Bacon.

Baghat S. et Black B. (1999), « The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance », *Business Lawyer*, vol. 54, p. 921-963.

Bainbridge S.M. (2002), « Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance », *Vanderbilt Law Review*, vol. 55, p. 1-55.

Baker M., Ruback R.S. et Wurgler J. (2004), « Behavioral Corporate Finance : A Survey », SSRN, à paraître (2005) in B. Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance : Empirical Corporate Finance*, Elsevier North-Holland.

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, mars, p. 5-42.

Barberis N. et Thaler R. (2003), « A Survey of Behavioral Finance », in G.M. Constantinides, M. Harris et R. Stultz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier North-Holland, vol. 1 B, chap. 18.

Bazerman M.H. (1986), *Judgment in Managerial Decision Making*, John Wiley & Sons, 1ère édition (4e édition, 2001).

Boudon R. (1990), *L'art de se persuader des idées douteuses, fragiles ou fausses*, Fayard, Coll. Points.

Boudon R. (2003), *Raison, bonnes raisons*, PUF.

Broihane M.-H., Merli M. et Roger P. (2004), *Finance comportementale*, Economica.

Camerer C., Issacharoff S., Loewenstein G., O'Donoghue T. et Rabin M. (2003), « Regulation for Conservatives : Behavioral Economics and the Case for Asymmetric Paternalism », *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 151, p. 1211-1254.

Camerer C., Loewenstein G. et Prelec D. (2005), « Neuroeconomics : How Neuroscience Can Inform Economics », *Journal of Economic Literature*, à paraître.

- Charreaux G. (1996), « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, p. 50-64.
- Charreaux G. (1997), « L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace ? », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, p. 38-56.
- Charreaux G. (2002a), « Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations pour la finance d'entreprise' », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 3, septembre, p. 5-68.
- Charreaux G. (2002b), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre, p. 75-107.
- Charreaux G. (2003), « Le gouvernement d'entreprise », in J. Allouche (coord.), *Encyclopédie des Ressources Humaines*, Vuibert, p. 628-640.
- Charreaux G. (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahiers du Fargo*, n°1040101, septembre, <http://ideas.repec.org/p/dij/wpfarg/1040101.html>.
- Chorvat T., McCabe K. et Smith V. (2004), « Law and Neuroeconomics », George Mason University School of Law, Law and Economics Working paper Series, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=501063, July.
- Cox J.D. et Munsinger H.L. (1985), « Bias in the Boardroom : Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion », *Law and Contemporary Problems*, vol. 48, n° 3, p. 83-135.
- Cunningham L.A. (2002), « Behavioral Finance and Investor Governance », *Washington & Lee Law Review*, vol. 59, p. 767-837.
- Demsetz H. (1969), « Information and Efficiency : Another Viewpoint », *Journal of Law and Economics*, vol. 12, p. 1-22.
- Demsetz H. (1988), « The Theory of the Firm Revisited », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 4, p. 141-163.

- Demsetz H. (1995), *The Economics of the Business Firms – Seven Critical Commentaries*, Cambridge University Press.
- Denzau A.T. et North D.C. (1994), « Shared Mental Models: Ideologies and Institutions », *Kyklos*, vol. 47, n° 1, p. 3-31.
- Elster J. (1998), « Emotions and Economic Theory », *Journal of Economic Literature*, vol. 36, March, p. 47-74.
- Fanto J.A. (2002), « Persuasion and Resistance : The Use of Psychology by Anglo-American Corporate Governance Advocates in France », *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, vol. 35, n° 4, October.
- Forbes D.P. et Milliken F.J. (1999), « Cognition and Corporate Governance : Understanding Boards of Directors as Strategic Decision Making Groups », *Academy of Management Review*, vol. 24, p. 489-505.
- Frank R.H. (1988), *Passions Within Reasons – The Strategic Role of the Emotions*, W.W. Norton & Company.
- Greenfich P. (2005), « Behavioral Finance Definitions : Main Concepts », <http://perso.wanadoo.fr/greenwich/bfdef.htm>.
- Greenfield K. (2002), « Using Behavioral Economics to Show the Power and Efficiency of Corporate Law as Regulatory Tool », *University of California Davis Law Review*, vol. 35 February, p. 581-644.
- Hogarth R.M. (1980), *Judgment and Choices : The Psychology of Decision*, John Wiley.
- Jensen M.C. (1994), « Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, Summer, p. 4-19..
- Jensen M.C. (2004), « Agency Costs of Overvalued Equity », *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper, n° 39/2004, May.

Jensen M.C. et Fuller M.C. (2003), « What's a Director to Do ? », in *Best Practices : Ideas and Insights from the World's Foremost Business Thinkers*, Cambridge, MA : Perseus Publishing and London, Bloomsbury Publishing.

Jensen M.C. et Murphy K.J., (2004), « Remuneration : Where we've Been, how we Got to here, what Are the Problems, and how to Fix them », *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper*, n° 44/2004, July.

Jolls Ch. (2004), « Behavioral Law and Economics », papier présenté à la conférence organisée par P. Diamond et H. Vartlainen, *Helsinki Economic Institutions and Behavioral Economics*, June.

Jolls Ch., Sunstein C.R. et Thaler R. (1998), « A Behavioral Approach to Law and Economics », *Stanford Law Review*, vol. 50, p. 1471-1550.

Kahneman D. et Tversky A. (1979), « Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk », *Econometrica*, vol. 47, n° 2, p. 263-291.

Korobkin R.B. (2003), « The Endowment Effect and Legal Analysis », *Northwestern University Law Review*, vol. 97, p. 1227-1293.

Korobkin R.B. et Ulen T.S. (2000), « Law and Behavioral Science : Removing the Rationality Assumption from Law and Economics », *California Law Review*, vol. 88, p. 1051-1144.

La Blanc G. et Rachlinski J.J. (2005), « In Praise of Investor Irrationality », in F. Parisi et Vernon L. Smith (Eds.), *The Law and Economics of Irrational Behavior*, Stanford University Press.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, July, p. 1131-1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, December, p. 1113-1155.

Langevoort D.C. (2001), « The Human Nature of Corporate Boards : Law, Norms and the Untinted Consequences of Independence and Accountability », *Georgetown Law Journal*, vol. 91, p. 67-167.

Langevoort D.C. (2002), « Taming the Animal Spirits of the Stock Markets : A Behavioral Approach to Securities Regulation », *Northwestern University Law Review*, vol. 97, p. 135-188.

Larcker D.F., Richardson S.A. et Tuna A.I. (2004), « How Important is Corporate Governance? », September, SSRN, <http://ssrn.com/abstract=595821>.

Lintner J. (1956), « Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes », *American Economic Review*, vol. 46, p. 97-113.

Loke A.F.H. (2002), « A (Behavioral) Law and Economics Approach to Reforming Asian Corporate Governance », *Company and Securities Law Journal*, vol. 20, p. 252 et s.

Morck R. (2004), « Behavioral Finance in Corporate Governance – Independent Directors and Non-Executive Chairs », Harvard Institute of Economic Research, NBER, SSRN, <http://www.nber.org/papers/w10644.pdf>, May.

North D.C. (2005), *Understanding the Process of Economic Change*, Princeton University Press.

Paredes T.A. (2003), « Blinded by the Light : Information Overload and its Consequences for Securities Regulation », *Washington University Law Quarterly*, vol. 81, p. 417 et s.

Paredes T.A. (2005), « Too Much Pay, Too Much Deference : Is CEO Overconfidence the Product of Corporate Governance? », *Florida State University Law Review*, à paraître.

Parisi F. et Smith V.L. (2005), « Introduction », in F. Parisi et V.L. Smith (Eds.), *The Law and Economics of Irrational Behavior*, Stanford University Press.

Posner R.A. (1973), *Economic Analysis of Law*, Boston: Little Brown (1st edition)

Rabin M. (1998), « Psychology and Economics », *Journal of Economic Literature*, vol. 36, March, p. 11-46.

Rabin M. (2002), « A Perspective on Psychology and Economics », *European Economic Review*, vol. 46, p. 657-685.

Rachlinski J.J. (2003), « The Uneasy Psychological Case for Paternalism », *Northwestern University Law Review*, vol. 97, p. 1165 et s.

Rajan R. et Zingales L. (2003), « The Great Reversals : The Politics of Financial Development in the 20 th Century », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 1, July, p. 5-50.

Rindova V. (1999), « What Corporate Boards Have to Do with Strategy : A Cognitive Perspective », *Journal of Management Studies*, vol. 36, p. 953-975.

Ritter J.R. (2003), « Behavioral Finance », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 11, p. 429-437.

Roe M.J. (1990), « Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 7-41.

Roe M.J. (2003), *Political Determinants of Corporate Governance – Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press.

Roll R. (1986), « The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers », *Journal of Business*, vol. 59, n° 2, p. 197-216.

Schwenk C.R. (1984), « Cognitive Simplification Processes in Strategic Decision-Making », *Strategic Management Journal*, vol. 5, p. 111-128.

Schwenk C.R. (1985), « Management Illusions and Biases : Their Impact on Strategic Decision », *Long Range Planning*, vol. 18, n° 5, p. 74-80.

Sheffrin H. (2001), « Behavioral Corporate Finance », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, n° 3, Fall, p. 113-124.

Shiller R.J. (2003), « From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n° 1, Winter, p. 83-104.

Shiller R.J. (2005), « Behavioral Economics and Institutional Innovation », Cowles Foundation Discussion Paper, <http://cowles.econ.yale.edu/>, n° 1499, January.

Thaler R.H. (1996), « Doing Economics Without Homo Economicus », in S.G. Medema et W.J. Samuels (Eds.), *Foundations of Research in Economics : How Do Economists Do Economics*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, p. 227-237.

Thaler R.H et Sheffrin H.M. (1981), « An Economic Theory of Self-Control », *Journal of Political Economy*, vol. 89, n° 2, April, p. 392-406..

Ulen T. (1998), « The Growing Pains of Behavioral Law and Economics », *Vanderbilt Law Review*, vol. 51, p. 1747-1763.

Williamson O.E. (1996), « The Politics and Economics of Redistribution and Inefficiency », in O.E. Williamson, *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, p. 195-213.

Wirtz P. (2002), *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Economica.

Zak P. J. (2004), « Neuroeconomics », *Philosophical Transactions of the Royal Society Biology*, vol. 359, November, p. 1737-1748.

Zorn D.M. (2003), « Le triomphe du directeur financier: conceptions du contrôle et accession au pouvoir du directeur financier dans les entreprises américaines », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 4, décembre, p. 155-183.