Université de Strasbourg

UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

ÉCOLE DOCTORALE AUGUSTIN COURNOT

ÉCOLE DOCTORALE AUGUSTIN COURNOT (ED-221)

Laboratoire de Recherche en Gestion et en Économie (LaRGE)

THÈSE

présentée par :

Pauline PAQUIN

soutenue le : 09 décembre 2019

pour obtenir le grade de : **Docteur de l'Université de Strasbourg**

Discipline : Sciences de Gestion

Spécialité : Comptabilité

Les effets de la surconfiance des dirigeants sur les décisions managériales : le cas des dirigeants français du SBF 120

THÈSE dirigée par :

Mme Géraldine BROYE	Professeur à l'Université de Strasbourg

RAPPORTEURS :

Mme Élisabeth WALLISER	Professeur à l'Université Côte d'Azur, IAE de Nice
M. Yves MARD	Professeur à l'Université de Clermont Auvergne

EXAMINATEURS :

Mme Véronique BESSIÈRE	Professeur à l'Université de Montpellier
M. Maxime MERLI	Professeur à l'Université de Strasbourg

« L'Université de Strasbourg n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs. »

Remerciements

Je tiens d'abord à remercier ma directrice de thèse, le Professeur Géraldine Broye. Parmi toutes les raisons que j'ai de te remercier, je commence par te remercier pour ton inconséquence ! celle d'avoir accepté de te lancer dans cette aventure avec moi. Je te remercie aussi (pardon, « également ») pour ton intransigeance, ton exigence et ta pédagogie au cours de ce temps de formation à la recherche. Merci pour ta bienveillance, ta patience, ton écoute, ta disponibilité, ta bonne humeur. Cette liste est loin d'être exhaustive et je te remercie pour tout, y compris tout ce qui n'y figure pas !

Je remercie le Professeur Élisabeth Walliser, le Professeur Yves Mard, le Professeur Véronique Bessière et le Professeur Maxime Merli pour avoir accepté de faire partie de ce jury de thèse.

Merci aux directeurs de l'École Doctorale Jocelyn Donze et Christophe Godlewski pour leur aide quand ça a été nécessaire. Je remercie également le directeur et les membres du LaRGE pour leurs remarques, observations et conseils lors de discussions formelles et informelles.

Ce travail a été grandement facilité par la compréhension et l'aide de mes collègues enseignants-chercheurs, personnels administratifs et doctorants, merci au service recherche, merci Sylvie. Un merci tout particulier (et énorme) à Laurent ! Et un bisou à Danielle pour son soutien et ses encouragements.

Merci à Célia pour m'avoir incitée, poussée et encouragée à me lancer dans cette thèse !

Je remercie également mes proches qui ont fait preuve d'une patience infinie ces derniers temps. Je pense tout particulièrement à mes amies : Céline, Marie, Emmanuelle, Stéphanie, Sandrine, Zoé, ….

Des remerciements tout spéciaux au seul autre membre du Banana Club pour son soutien indéfectible … merci Jeanne ! Merci aussi pour ta bonne humeur inaltérable et ton optimisme forcené : un mélange détonnant et précieux au cours de ces années !

Merci à ma Florence : pour ton appui, ta présence, tes bonnes ondes.

Merci à ma famille : pour votre soutien, vos encouragements, les cartes et pour vous être retenus de trop me demander « Alors cette thèse, ça avance ? ».

Enfin, quand j'ai commencé ma thèse, il y avait une rumeur parmi mes copines doctorantes… il y aurait trois règles à respecter pendant une thèse : ne pas déménager, ne pas se marier, ne pas avoir d'enfant. J'ai fait les trois avec bonheur et mes derniers remerciements vont donc à Antonin et Adélaïde. Merci à vous pour tous ces petits riens qui sont si précieux : le soutien, les danses endiablées sur Tchaïkovski, la patience, les rires, les nuits complètes, nos répétitions-catastrophes du lundi soir, les premiers sourires… chacun retrouvera ce qui lui revient.

Sommaire de la thèse

Introduction générale **1**

Partie I - Surconfiance des dirigeants : concepts et enjeux pour l'entreprise **9**
Introduction 11

Chapitre 1. Le biais de surconfiance – Définitions et déterminants 13
Section 1.1 Notion de surconfiance : un ancrage dans les travaux en psychologie 14
Section 1.2 La notion de surconfiance en gestion 21
Conclusion du chapitre 1 32
Bibliographie 34

Chapitre 2. Mesures de la surconfiance des dirigeants dans la littérature 39
Section 2.1 Approches associées à la gestion par le dirigeant de son portefeuille personnel de titres 40
Section 2.2 Approches basées sur des méthodologies par questionnaires et expérimentations 48
Section 2.3 Autres approches 51
Conclusion du chapitre 2 54
Bibliographie 56

Chapitre 3. Le biais de surconfiance des dirigeants – Conséquences pour l'entreprise et ses actionnaires 59
Section 3.1 Méthodologie de recherche documentaire 60
Section 3.2 Conséquences négatives de la surconfiance sur les décisions comptables et financières 63
Section 3.3 Effets positifs de la surconfiance : les développements récents 74
Conclusion du chapitre 3 79
Bibliographie 81

Conclusion de la partie I 85

Partie II - Surconfiance et décisions managériales : une approche empirique 87

Chapitre introductif : Méthodologie de recherche 89
1. Le choix de la mesure de surconfiance 91
2. Notre collecte de données 92
3. Présentation de notre échantillon 94
Bibliographie 100

Chapitre 4. Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows* : quel est le rôle joué par les mécanismes de gouvernance ? 101
Introduction 102
Section 4.1 Cadre théorique et développement des hypothèses 105
Section 4.2 Méthodologie 112
Section 4.3 Résultats et discussion 118
Conclusion 129
Bibliographie 132

Chapitre 5. Surconfiance des dirigeants et gestion du résultat 137
Introduction 138
Section 5.1 Cadre théorique et développement des hypothèses 140
Section 5.2 Méthodologie 148
Section 5.3 Résultats 155
Conclusion 165
Bibliographie 168

Conclusion de la partie II 173

Conclusion générale 175
Bibliographie générale 181

Sommaire des Tableaux et Figure

Chapitre 1. Le biais de surconfiance – Définitions et déterminants
Tableau 1 – Évaluation dans la littérature du biais de surconfiance des dirigeants et managers 22
Tableau 2 – Impact des caractéristiques personnelles des dirigeants sur la surconfiance 29

Chapitre 2. Mersures de la surconfiance des dirigeants dans la littérature
Tableau 3 – Études utilisant les mesures créées par Malmendier et Tate (2005a) 46
Tableau 4 – Études utilisant des mesures alternatives de la surconfiance 54

Chapitre 3. Le biais de surconfiance des dirigeants – Conséquences pour l'entreprise et ses actionnaires
Tableau 5 – Une recension des recherches sur la surconfiance du dirigeant 61
Tableau 6 – Conséquences de la surconfiance des dirigeants sur les choix d'investissement 64
Tableau 7 – Conséquences de la surconfiance des dirigeants sur les politiques financières 67
Tableau 8 – Conséquences de la surconfiance des dirigeants sur les prévisions du résultat comptable 70
Tableau 9 – Conséquences de la surconfiance du dirigeant sur les choix comptables 72
Tableau 10 – Conséquences positives de la surconfiance du dirigeant sur la création de valeur 75

Chapitre introductif : Méthodologie de recherche
Tableau 11 – Déclarations des dirigeants par année 93
Tableau 12 – Présentation sectorielle de notre échantillon 95
Tableau 13 – Informations sur les transactions réalisées par les dirigeants sur la période [2006-2016] 96
Tableau 14 – Informations sur les transactions en nombre et en valeur sur la période [2006-2016] 98

Chapitre 4. Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows* : quel est le rôle joué par les mécanismes de gouvernance ?
Tableau 15 – Variables utilisées 114
Tableau 16 – Statistiques descriptives 119
Tableau 17 – Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows* 121
Tableau 18 – Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows* avec contraintes liées aux mécanismes de gouvernance 123

Chapitre 5. Surconfiance des dirigeants et gestion du résultat
Tableau 19 – Variables utilisées 149
Tableau 20 – Statistiques descriptives 155
Tableau 21 – Surconfiance du dirigeant et gestion du résultat 158
Tableau 22 – Surconfiance du dirigeant et gestion du résultat dans les sociétés familiales 160
Tableau 23 – Surconfiance du dirigeant familial et gestion du résultat 162

Chapitre 1. Le biais de surconfiance – Définitions et déterminants
Figure 1 – Conséquences de l'association de « *l'overestimation* » et de « *l'overprecision* » 24

Le trop de confiance attire le danger
Pierre Corneille – Le Cid –

Introduction générale

L'analyse des décisions des dirigeants et de leurs conséquences pour les entreprises polarise une partie des recherches en sciences de gestion. L'hypothèse classique qui sous-tend ces analyses est basée sur le triptyque : rationalité des managers, efficience du marché et rationalité des investisseurs.

L'hypothèse de rationalité parfaite des agents économiques est discutée dès les années 1950 avec les travaux de Simon (1955). Pour lui, la rationalité est limitée et les décisions prises sont contingentes des informations dont dispose le décideur et de sa capacité à les interpréter. Ces ressources cognitives limitées impliquent l'utilisation de raccourcis et heuristiques afin de pouvoir prendre des décisions plus aisément. Tversky et Kahneman (1975) mettent en exergue trois heuristiques utilisées couramment dans les recherches ultérieures propres aux différents champs de recherche : l'heuristique de disponibilité, celle d'ancrage et celle de représentativité. Ainsi, la déviation entre la décision prise et la décision rationnelle peut trouver son origine dans ces schémas de pensées et biais de comportement.

Différents courants en sciences de gestion ont intégré ces biais comportementaux dans leurs études. Ainsi, la finance comportementale s'intéresse aux biais des investisseurs et à leurs effets sur les décisions d'investissement et la performance du portefeuille. Ces biais sont, entre autres, le biais de disposition (Shefrin et Statman, 1985), le biais de diversification (Goetzmann et Kumar, 2008) ou la surconfiance (Odean, 1999). Les chercheurs en marketing étudient également le comportement du consommateur *via* le prisme des biais de comportement tels que les biais de contexte (McFadden et *al.*, 1999), le biais domestique ou les heuristiques mises en lumière par Tversky et Kahneman (1975). D'autres recherches en management explorent les impacts des biais cognitifs comme l'attribution causale (Clapham

et Schwenk, 1991), ou des biais de complaisance. Enfin, les recherches en entrepreneuriat s'intéressent à l'étude des biais qui touchent les entrepreneurs. Zhang et Cueto (2017) réalisent une revue de la littérature dans laquelle ils classifient 11 biais différents étudiés chez les entrepreneurs, dont le biais de surconfiance (Baron, 2000). Ainsi, différents travaux en sciences de gestion intègrent ces éléments comportementaux dans leurs études empiriques pour analyser les biais de jugement et leurs effets.

En analysant les impacts liés aux dirigeants, pour les entreprises, la littérature met en lumière un effet notable de certaines de leurs caractéristiques. Si l'âge, la formation ou les expériences professionnelles peuvent influer sur les décisions des dirigeants (Bertrand et Schoar, 2002 ; Ben Mohamed et *al.*, 2014a ; Hu et Liu, 2015), il nous semble également important d'explorer les effets possibles des biais de comportement sur les décisions des dirigeants. Or, les travaux en comptabilité ont peu exploré ces pistes de recherches. Dans ce travail doctoral, qui s'inscrit dans la lignée des recherches comportementales, nous nous proposons d'analyser le biais de surconfiance des dirigeants. La finance comportementale étudie ce biais chez les investisseurs et les recherches en entrepreneuriat l'analysent chez les entrepreneurs. Il nous semble que les dirigeants constituent une autre population intéressante à étudier concernant ce biais. À l'instar des investisseurs et des entrepreneurs, les dirigeants ont également à prendre des décisions au travers desquelles peut s'exprimer le biais de surconfiance. Cela posé, l'analyse du biais de surconfiance des dirigeants soulève de nombreuses questions : quels sont les ressorts du biais de surconfiance ? Quels sont ses déterminants ? Comment le biais s'exprime-t-il ? En quoi cette expression impacte les entreprises ? ...

Nous articulons ce travail doctoral autour de deux aspects : premièrement, améliorer notre compréhension du biais de surconfiance des dirigeants en explorant les avancées académiques dans la littérature et deuxièmement, mettre en évidence les effets de la surconfiance pour les entreprises. La surconfiance étant un biais de jugement qui éloigne les décisions prises des décisions rationnelles, il est possible que les décisions biaisées influent négativement sur la valeur de l'entreprise. Les mécanismes de gouvernance ont, entre autres rôles, celui de discipliner le dirigeant afin de préserver la valeur actionnariale (Charreaux, 2000). Dès lors, dans la mesure où le biais de surconfiance peut impacter la création de valeur, il nous semble pertinent d'intégrer les effets d'une gouvernance efficace dans nos analyses.

Dans ce travail de recherche, nous nous attacherons ainsi à répondre aux questions de recherche suivantes :

Quels sont les ressorts et les manifestations du biais de surconfiance des dirigeants ?

Quels sont les effets de la surconfiance des dirigeants sur ses décisions comptables et financières ainsi que sur la valeur actionnariale ?

Est-ce qu'une gouvernance efficace peut influencer les effets d'un tel biais sur les décisions managériales ?

Pour répondre à ces questions de recherche, nous avons exploré certains travaux dans le champ de la **psychologie** qui analysent les biais cognitifs et visent à comprendre leur influence sur le processus de prise de décision (**chapitre 1**). Ces recherches mettent en lumière les ressorts du biais de surconfiance. L'éclairage apporté par les recherches en psychologie est primordial pour notre compréhension en amont du biais de surconfiance des dirigeants. En effet, une meilleure appréhension des origines du biais implique une meilleure vision de ses effets sur le processus de décision. Il est dès lors possible d'anticiper sur les conséquences attendues du biais. Or, l'objectif des travaux en gestion n'est pas seulement la compréhension d'un tel biais, mais justement de permettre aux parties prenantes d'agir pour préserver la valeur actionnariale si besoin. Dès lors, les recherches issues du champ de la psychologie permettent une appréhension plus aisée des conséquences de la surconfiance. Cela implique à la fois la capacité de détecter la surconfiance, de pouvoir anticiper, voire d'influer sur certaines conséquences dans le contexte managérial.

Dans un tel contexte, l'analyse du biais de surconfiance des dirigeants nous semble particulièrement intéressante, et ce, pour différentes raisons. Le biais de surconfiance est un biais de comportement très commun, au point que DeBondt et Thaler (1994) affirment que « *the most robust finding in the psychology of jugement is the people are overconfident* ». Toutefois, la surconfiance est un trait particulièrement attendu dans la population des dirigeants (**chapitre 1**). En effet, le contexte managérial et la fonction même du dirigeant favorisent la surconfiance. De par les caractéristiques de ses missions – l'incertitude, les prises de décisions peu récurrentes ou l'absence de point de comparaison – le dirigeant est logiquement associé à plus de surconfiance. De plus, le dirigeant est en position d'influer significativement sur les décisions comptables et financières des entreprises

(Goel et Thakor, 2008 ; Hu et Liu, 2015 ; Malmendier et Tate, 2015), dès lors toute déviation dans le processus de décision va se répercuter sur l'entreprise et sur la valeur actionnariale.

Pour réaliser les études empiriques, le biais n'étant pas observable directement, les chercheurs doivent utiliser des proxies observables de la surconfiance (**chapitre 2**). La méthode de mesure retenue et la façon dont elle est appliquée constituent un choix crucial de l'investigation à mener, car toutes les études sur la question de la surconfiance découlent avant tout de la détection correcte du biais. En la matière, le recours aux conclusions des recherches en psychologie sont précieuses, car elles éclairent les manifestations à suivre et les signaux procédant du biais de surconfiance auxquels être attentif. À partir des conclusions issues des travaux en psychologie et en économie, Malmendier et Tate (2005b) sont les premiers à proposer différentes **mesures de capture du biais**. Ils se basent sur les hypothèses de non rationalité du dirigeant biaisé pour qualifier les dirigeants. Ainsi, un dirigeant surconfiant – et donc non rationnel – ne cherche pas à diversifier son risque de portefeuille. Au contraire, sûr des bonnes performances à attendre de ses décisions, il a tendance à concentrer son risque sur les titres de la société. Cela peut se traduire par des achats de titres ou par le non-exercice ou l'exercice tardif de ses options. D'autres mesures émergent de la littérature et utilisent des mesures fondées, entre autres, sur les conséquences observables de la surconfiance pour les entreprises.

À la suite de cette première analyse de la littérature et pour répondre plus spécifiquement à nos questions de recherches, nous avons réalisé une **revue de la littérature** recensant les travaux consacrés aux effets de la surconfiance des dirigeants pour les entreprises. Nous constatons que **le sens de ces effets n'est pas univoque** (**chapitre 3**). D'une part, certaines recherches mettent en avant les effets **destructeurs de valeurs** du biais de surconfiance au travers, par exemple, des choix d'investissements (e.g. Malmendier et *al.*, 2007 ; Kolasinski et Li, 2013), des choix de financement (e.g. Malmendier et Tate, 2005b, 2005a ; Deshmukh et *al.*, 2013) ou des prévisions réalisées (e.g. Goel et Thakor, 2008 ; Libby et Rennekamp, 2012 ; Hribar et Yang, 2016). Mais, d'autre part, des chercheurs montrent que la surconfiance peut avoir des **effets positifs** pour les entreprises. Ainsi, un dirigeant surconfiant peut par exemple soutenir des politiques d'innovations (Galasso et Simcoe, 2011 ; Hirshleifer et *al.*, 2012), des politiques d'investissements ambitieuses (Goel et Thakor, 2008) ou fournir plus d'efforts (Keiber, 2002 ; Pikulina et *al.*, 2014), ce qui peut, dans ce cas générer des externalités positives, notamment au travers d'une plus grande motivation des autres salariés (Gervais et

Goldstein, 2007). La littérature en sciences de gestion a ainsi commencé à explorer les conséquences du biais de surconfiance des dirigeants sur certaines décisions.

Dans le présent travail, nous testons les effets de la surconfiance du dirigeant sur les décisions managériales et nous nous intéressons plus spécifiquement à deux types de décisions. Premièrement, nous analysons les effets du biais de surconfiance des dirigeants sur les **décisions d'investissements** (**chapitre 4**). À l'instar des investisseurs et des entrepreneurs, les dirigeants sont amenés à prendre de nombreuses décisions dont des choix d'investissements. Or, la surconfiance modifie justement **l'évaluation des probabilités** de succès, de rentabilité et de risques associées aux décisions. Les choix d'investissement, qui sont pour partie basés sur l'évaluation des rentabilités attendues, sont ainsi typiquement altérés par les biais de jugement. Ce type de décision nous semble dès lors particulièrement indiqué pour l'analyse des effets de la surconfiance.

Deuxièmement, nous prolongeons notre première analyse du biais de surconfiance en nous intéressant à ses effets sur la **gestion du résultat** (**chapitre 5**). La surconfiance altère les jugements et évaluations réalisés par le dirigeant d'entreprise. Ses anticipations sont modifiées et les prévisions qui en découlent sont ambitieuses (Boyer *et al.*, 2003 ; Lee *et al.*, 2017). Ainsi, pour **aligner le résultat sur la perception** qu'a le dirigeant biaisé, ce dernier peut être tenté de gérer le résultat. Cette gestion est une altération de la qualité de l'information comptable. Or les utilisateurs de cette information sont nombreux : investisseurs potentiels, prêteurs, actionnaires. Dès lors, la gestion du résultat est une décision qui n'est pas neutre mais qui peut avoir des répercussions importantes pour les entreprises.

Dans ces deux études, les décisions observées peuvent être lourdes de conséquences pour les sociétés. Dès lors, nous nous attendons à ce que les **mécanismes de gouvernance** viennent mitiger les effets du biais si besoin. L'effet disciplinaire possible des mécanismes de gouvernance fait écho aux conclusions de certaines recherches en sciences de gestion (Kolasinski et Li, 2013 ; Banerjee *et al.*, 2015) présentées dans le **chapitre 3**. Nous intégrons ainsi à nos études les effets de la gouvernance (**chapitres 4 et 5**), en nous concentrant sur la structure de propriété. Nous analysons dès lors les décisions biaisées des dirigeants non pas indépendamment de leur contexte, mais comme faisant partie d'un système complexe dans lequel interviennent également, les actionnaires de contrôle qui peuvent avoir des motivations pour discipliner le dirigeant.

Dans nos études empiriques, à la suite des travaux de Malmendier et Tate (2005b), nous utilisons la mesure *Net Buyer* qui se base sur l'analyse quantitative des transactions réalisées sur les titres de la société par le dirigeant. Si le dirigeant est globalement acquéreur de titres de la société, nous le considérons comme surconfiant. Pour analyser les transactions des dirigeants, nous avons constitué une base de donnée originale qui nous permet d'étudier 303 dirigeants du SBF 120 sur la période allant de 2006 à 2016.

Afin de pousser plus avant notre compréhension du biais de surconfiance du dirigeant, ce travail doctoral nous permet ainsi de proposer une **mise en relation** des travaux issus de différents champs de recherche : la gestion, la psychologie et la gouvernance. Grâce aux apports des recherches en psychologie, nous améliorons notre compréhension du biais de surconfiance des dirigeants. Notre analyse présente une double originalité liée à son contexte. D'abord, à notre connaissance, les dirigeants du SBF 120 n'ont jamais fait l'objet de telles études. Ensuite, ce contexte nous permet spécifiquement d'analyser comment l'actionnaire familial appréhende et réagit aux effets de la surconfiance des dirigeants sur les décisions managériales.

Le présent travail doctoral s'articule autour de deux parties. La première partie explore la littérature tant en gestion qu'en psychologie sur le biais de surconfiance. Nous réalisons également une revue de la littérature en gestion sur les dirigeants et managers afin de comprendre les déterminants du biais et ce qui peut l'influencer. Nous étendons ce panorama des recherches aux méthodologies et mesures utilisées, en gestion toujours, afin de capturer le biais de surconfiance. Les trois chapitres de cette partie sont ainsi :

- Chapitre 1 : ce chapitre cherche à définir la **notion de surconfiance** au travers des recherches dans les champs de la psychologie et des sciences de gestion. Nous mettons en avant la complexité sous-jacente du biais, que ce soit pour la diversité de ses origines, pour la façon protéiforme dont il se traduit ou pour l'éventail de ses conséquences.

- Chapitre 2 : nous présentons les **mesures utilisées** dans les recherches en sciences de gestion pour capter la surconfiance des dirigeants. Aux côtés des mesures basées sur la gestion du portefeuille personnel du dirigeant, nous présentons et discutons d'autres mesures émergentes dans la littérature.

- Chapitre 3 : nous réalisons une **revue de la littérature** des travaux empiriques liés à la surconfiance des dirigeants. Les recherches présentées fournissent des conclusions

contrastées. Alors que certaines mettent en lumière des effets destructeurs de valeur de la surconfiance, d'autres présentent des aspects plus nuancés de la surconfiance. Il ressort également que les mécanismes de gouvernance ont un rôle important à jouer pour limiter ou appuyer les effets de la surconfiance.

Nous proposons deux études empiriques permettant de mettre en évidence les effets de la surconfiance des dirigeants français à travers deux décisions managériales importantes : les décisions d'investissements et les choix de gestion du résultat comptable. Cette partie est composée de :

- Chapitre introductif : nous introduisons nos deux études empiriques. Nous y justifions le choix de notre mesure pour capturer le biais de surconfiance et présentons notre méthodologie. Ce chapitre est également pour nous l'occasion de présenter **notre échantillon** et de faire une analyse préliminaire de la surconfiance des dirigeants du SBF 120 sur la période 2006 - 2016.
- Chapitre 4 : cette **première étude** empirique s'intéresse au lien entre la surconfiance des dirigeants et la sensibilité des investissements aux cash-flows[1]. Une singularité de l'étude tient à l'intégration du contexte de gouvernance : nous nous interrogeons également sur l'incidence que peut avoir la gouvernance sur ce lien.
- Chapitre 5 : cette **deuxième étude** analyse les effets du biais de surconfiance des dirigeants sur la gestion du résultat. Nous nous intéressons particulièrement aux motivations de l'actionnaire pour mitiger ou non le biais du dirigeant par rapport à une telle gestion. Plus précisément, nous analysons les motivations spécifiques de l'actionnaire familial. Enfin, nous réalisons dans ce chapitre une analyse originale qui tient compte de l'appartenance du dirigeant surconfiant à la famille de contrôle.

Une conclusion vient clore le travail doctoral en présentant les éléments saillants de cette recherche, mais également en mettant en avant les limites de celle-ci et en exposant des pistes de recherches futures.

[1] Ce chapitre correspond à un article à paraître dans la revue *Finance Contrôle Stratégie*.

Partie I - Surconfiance des dirigeants : concepts et enjeux pour l'entreprise

Sommaire :

Partie I - Surconfiance des dirigeants : concepts et enjeux pour l'entreprise 9
Introduction 11
Chapitre 1. Le biais de surconfiance – Définitions et déterminants 13
Chapitre 2. Mesures de la surconfiance des dirigeants dans la littérature 39
Chapitre 3. Le biais de surconfiance des dirigeants – Conséquences pour l'entreprise et ses actionnaires 59
Conclusion de la partie I 85

Introduction

La première partie de notre travail doctoral a pour objectif de présenter les recherches actuelles sur le biais de surconfiance des dirigeants. Nous cherchons à cerner les concepts en présence. Ainsi, nous nous interrogeons sur les facteurs pouvant influencer le biais : quels sont les facteurs à l'origine du biais de surconfiance ? Comment le biais évolue dans le temps ? Est-ce que certains facteurs peuvent amener à un renforcement du biais de surconfiance ? Est-ce que des facteurs environnementaux peuvent impacter le biais ? Autant de questions pour lesquelles nous proposons d'apporter des éléments de réponses issus de travaux ancrés tant dans le champ de la psychologie que dans celui des sciences de gestion. Nous cherchons également à comprendre comment est mesuré le biais de surconfiance dans les études empiriques. Nous nous attachons enfin à identifier les aspects saillants du biais de surconfiance et à les analyser au regard de leurs implications pour les entreprises.

Le chapitre 1 « Le biais de surconfiance – Définitions et déterminants » présente les travaux en psychologie et en sciences de gestion qui permettent d'appréhender le biais de surconfiance. Nous présentons ainsi les principaux apports de ces deux champs disciplinaires pour caractériser cette notion.

Le chapitre 2 « Mesures de la surconfiance des dirigeants dans la littérature » s'intéresse aux différentes mesures du biais de surconfiance utilisées dans la littérature. Nous mettons en lumière que certaines recherches se fondent sur des méthodologies classiques quand d'autres se basent sur des méthodes plus originales et particulièrement adaptées à la capture du biais de surconfiance.

Le chapitre 3 « Le biais de surconfiance des dirigeants – Conséquences pour l'entreprise et ses actionnaires » soulève les aspects clivants mis en lumière dans les recherches en sciences de gestion. Ainsi, à l'instar des recherches en psychologie qui analysent le biais de surconfiance comme une déviation négative par rapport à un processus de décision de référence, les premiers travaux en gestion se sont attachés à mettre en avant des effets destructeurs de valeur pour l'entreprise. Toutefois, notre revue de la littérature nous montre que cette approche n'est pas toujours vérifiée et que la surconfiance peut également être source de valeur pour les entreprises.

Chapitre 1. Le biais de surconfiance – Définitions et déterminants

Une partie des travaux de recherche en psychologie vise à étudier les biais cognitifs qui interviennent dans les processus de prise de décision. L'objectif de ces travaux est d'identifier et de définir ces biais, puis d'étudier leurs effets. L'un des biais particulièrement étudié dans ces travaux est le biais de surconfiance. Dès lors, l'analyse de la surconfiance est ancrée dans les travaux en psychologie, mais trouve également un écho en sciences de gestion dans la mesure où ce biais est fondamental dans l'étude du comportement des dirigeants et de leurs prises de décision. En effet, les dirigeants sont à l'origine de décisions stratégiques qui influent considérablement sur la valeur de l'entreprise.

Ce chapitre a pour objectif de définir les contours de ce biais délicat à appréhender. La surconfiance est un biais qui peut avoir différentes manifestations. De plus, il est étroitement lié à d'autres biais cognitifs et heuristiques. Enfin, ce biais peut évoluer sous l'influence de facteurs environnementaux. Dès lors, caractériser le biais de surconfiance demeure complexe.

Nous nous attacherons ainsi dans un premier temps à explorer les différentes facettes du biais de surconfiance défini dans le champ de la psychologie (Section 1.1). Puis, nous montrerons de quelle manière la littérature en sciences de gestion a analysé ce biais (Section 1.2).

Sommaire

Chapitre 1. Le biais de surconfiance – Définitions et déterminants 13
Section 1.1 Notion de surconfiance : un ancrage dans les travaux en psychologie 14
Section 1.2 La notion de surconfiance en gestion 21
Conclusion du chapitre 1 32
Bibliographie 34

Section 1.1 Notion de surconfiance : un ancrage dans les travaux en psychologie

Dans cette section, nous cherchons à clarifier la notion de surconfiance en présentant la notion de biais cognitifs (§1), puis à montrer que la surconfiance peut avoir différentes manifestations (§2). Nous mettons également en lumière les autres biais ou facteurs environnementaux à l'origine du biais de surconfiance (§3). Enfin, nous distinguons le biais de surconfiance du biais de sur-optimisme (§4).

1 La notion de biais cognitif en psychologie

Un biais cognitif est une déviation systématique par rapport à la réalité ou à une norme dans les mécanismes de la pensée et du jugement. Lorsqu'il existe un décalage entre le processus réel de prise de décision et le processus tel qu'il devrait être selon les modèles de référence, il se créé une distorsion. Certains travaux en psychologie s'attachent à expliquer l'origine de cet écart, entre la décision prise et la décision rationnelle optimale. Ce décalage peut trouver son origine dans les biais cognitifs. À la suite des travaux précurseurs de Tversky et Kahneman (1973, 1975), différents travaux en psychologie se sont attachés à expliquer les raisons de ces décalages, et l'impact des biais cognitifs sur le processus de prise de décision des individus.

Ces analyses se fondent, entre autres, sur des **modèles décisionnels rationnels** issus de recherches en économie. Ces modèles permettent de déterminer le processus de prise de décision considéré comme rationnel. Un processus rationnel devrait amener à une décision rationnelle, en ce sens qu'elle vise à maximiser le résultat attendu. Ces modèles économiques constituent la référence par rapport à laquelle sera déterminé le décalage faisant justement l'objet des études. Il peut s'agir de modèles « individuels » comme celui élaboré par Von Neumann et Morgenstern (1947) ou de modèles « coopératifs » tel que celui de Nash (1950). Ces modèles s'inscrivent dans le champ de la théorie des jeux.

Les modèles « individuels » explorent le processus de prise de décision par les individus en fonction de l'espérance d'utilité de la décision, en tenant compte du risque et de l'incertitude. Le modèle de Von Neumann et Morgenstern (1947) présuppose, entre autres, qu'un individu va avoir des préférences clairement définies et qu'il existe un seuil critique pour l'évaluation

des meilleures options quant à l'espérance d'utilité. Ils déduisent de leur modèle que tout individu qui dispose d'une compréhension suffisante de son environnement va être rationnel, et ainsi préférer les actions qui maximisent sa fonction d'espérance d'utilité.

En cas d'interdépendance entre les individus, les modèles de stratégies décisionnelles correspondent à des « jeux coopératifs ». « L'équilibre de Nash » (Nash, 1950) existe en présence d'une combinaison de décisions individuelles dans laquelle personne n'a intérêt à modifier son comportement unilatéralement. Ainsi à l'équilibre, aucun individu ne peut prendre de meilleure décision compte tenu des choix des autres. Dès lors, les individus se montrent rationnels et cherchent à maximiser leurs profits en tenant compte de l'interdépendance à laquelle ils sont soumis.

Les travaux en psychologie mettent en lumière **la divergence** existante entre les processus de prise de décision observés chez les individus et les processus rationnels prédits par ces modèles théoriques de référence. Les chercheurs estiment que ce décalage peut être dû, au moins pour partie, à des biais cognitifs comme les biais de jugement, dont le plus commun est le biais de surconfiance (Lichtenstein et Fischhoff, 1977).

Un biais de jugement est une déviation par rapport à une norme ou par rapport à un jugement rationnel. Selon la théorie du choix rationnel, les jugements rationnels se basent sur des probabilités de réalisation des événements qui découlent de la prise de décision (Coleman, 1994 ; Boudon, 2002 ; Scott, 2000). Selon cette théorie, si le décideur connaît les différentes probabilités de réalisation des évènements, il peut faire un choix qui maximise son profit. Or, lors d'une prise de décision, plusieurs combinaisons d'évènement-conséquence sont possibles. Toutes ces possibilités n'ont pas les mêmes probabilités de se réaliser et le décideur ne les connaît pas *a priori*. Ainsi, pour prendre sa décision, et maximiser sa fonction d'utilité, un décideur doit réaliser une estimation de ces différentes probabilités et prendre sa décision en conséquence. Les biais de jugement correspondent à des déviations quant aux estimations faites de ces probabilités. Le décideur biaisé a des probabilités estimées qui s'éloignent des probabilités rationnelles concernant les conséquences de sa prise de décision.

2 La surconfiance : un biais protéiforme

Le biais de surconfiance est l'un des biais de jugement qui peut affecter le décideur. La surconfiance peut se définir comme la propension d'un individu à surestimer ses probabilités de succès ou la véracité de ses jugements (Oskamp, 1965 ; Ansel et Girandola, 2004). Toutefois, la surconfiance ne semble pas être un biais uniforme, mais présente différentes manifestations. Celles-ci sont influencées par des facteurs différents ou de manière différente par le même facteur. Afin de clarifier l'analyse du biais de surconfiance, Moore et Healy (2008) proposent une classification des principales manifestations de la surconfiance qui sont utilisées dans les recherches en psychologie. La classification qu'ils proposent fait la distinction entre trois formes de surconfiance. La première forme de surconfiance, « ***l'overestimation*** », est une surestimation de ses capacités, contrôle, probabilités de succès ou performances. Dans ce cas, l'individu biaisé s'estime meilleur qu'il ne l'est réellement. La deuxième forme, « ***l'overprecision*** », est liée à une surestimation de la précision de ses informations, croyances et connaissances. L'individu biaisé est particulièrement sûr de la justesse de ses connaissances. Cette notion fait écho à celle de « *metaknowledge* » qui est une appréciation de que ce l'individu sait et de ce qu'il ne sait pas (Russo et Schoemaker, 1992). Cette forme de surconfiance est également appelée « *miscalibration* » dans la littérature. La dernière forme de surconfiance classifiée par Moore et Healy (2008), « ***l'overplacement*** », correspond à la tendance d'un individu biaisé à évaluer ses propres compétences en se pensant meilleur que les autres ou supérieur à la médiane. Cette forme de surconfiance correspond à l'effet « *better-than-average* ». Cet effet est souvent illustré par l'étude de Svenson (1981) qui met en lumière que la majorité des automobilistes s'estiment faire partie des meilleurs conducteurs. 93% des étudiants observés dans cette étude estiment leurs compétences en tant que conducteurs au-dessus de la médiane, ce qui est statistiquement impossible.

Certains autres biais cognitifs sont liés à la surconfiance et plus particulièrement à l'*overestimation* telle que présentée par Moore et Healy (2008). Il s'agit de l'illusion de contrôle et du biais d'auto-attribution. **L'illusion de contrôle** mène un individu à penser qu'il influence ou contrôle des évènements qui sont pourtant indépendants de son contrôle. Pour Moore et Healy (2008), la surestimation du contrôle est d'ailleurs une forme de l'*overestimation*. Cette illusion provoque une confusion dans l'analyse des résultats obtenus, entre ce qui tient de ses compétences et ce qui tient de la chance (Langer, 1975). Cette

confusion est également liée au **biais d'auto-attribution**. Ce biais amène l'individu biaisé à expliquer les résultats en surpondérant les facteurs internes (implication de l'individu, compétences) par rapport aux facteurs externes (chance, intervention de tiers). Le biais d'auto-attribution implique également que les individus attribuent plus facilement leurs succès à leurs compétences et les échecs à des facteurs externes (Hastorf et *al.*,1970). Ce biais correspond par conséquent à une mauvaise pondération des causes d'un évènement, mais n'est pas nécessairement lié à une surestimation de ses capacités. Lors de la survenance d'un évènement positif ou négatif, l'attribution des responsabilités à des facteurs internes est socialement préférée à une attribution à des facteurs externes. Ainsi, le jugement porté par un tiers sur un individu qui s'attribue les responsabilités de ce qui lui arrive, ou de ce qu'il fait, est plus positif que si l'individu attribue les responsabilités à des facteurs externes (Gilibert, 2004). Dès lors, il existe une tentation possible de s'auto-attribuer les résultats d'une action pour obtenir un jugement social positif. Mezulis et *al.* (2004) montrent à partir d'une méta-analyse que le biais d'auto-attribution est un biais très courant.

La classification proposée par Moore et Healy (2008) permet de différencier les principales formes de la surconfiance, certaines de ces formes étant déjà identifiées dans d'autres travaux. Ainsi, Oskamp met en lumière, dès les années 1960, différentes manifestations de la surconfiance et montre que l'excès de confiance dans le jugement et l'excès de confiance dans la précision de son jugement ne sont pas corrélées (Oskamp, 1965).

3 L'origine du biais de surconfiance

La recherche en psychologie associe souvent la notion de surconfiance à d'autres biais cognitifs qui lui sont proches (Ansel et Girandola, 2004). Les recherches sur ces biais cognitifs qui sont potentiellement source de surconfiance ont été initiées par Tversky et Kahneman (1975). Ils ont ainsi identifié trois heuristiques en lien avec la surconfiance. Premièrement, l'heuristique de **disponibilité** peut être source de surconfiance. Cette heuristique conduit un individu à surestimer les probabilités de réalisation d'un évènement qu'il aura précédemment vécu. Un individu garde en mémoire ses expériences passées. Lors de l'évaluation des probabilités de survenance d'un évènement parmi diverses possibilités, un évènement déjà expérimenté sera plus facilement disponible à l'esprit. Ainsi, selon l'individu biaisé, un tel évènement a de plus grandes probabilités d'arriver que d'autres évènements non vécus (Tversky et Kahneman, 1973). Lors d'une prise de décision, l'individu biaisé

s'appuie principalement sur les informations immédiatement disponibles liées à ses connaissances ou à son vécu. La deuxième heuristique est l'heuristique **d'ancrage et d'ajustement**. Pour évaluer une probabilité, l'individu va utiliser un point de référence, puis va ajuster son évaluation en fonction des nouvelles informations reçues. Le premier point référence correspond souvent à la première information reçue même si elle n'est pas pertinente. Ces premières informations sont ainsi particulièrement importantes dans la mesure où elles resteront le point de référence ultérieur. Cette heuristique amène ainsi à évaluer les probabilités d'un évènement relativement à cette « ancre » et à négliger les probabilités associées aux autres causes possibles de l'évènement. Pour Kahneman et *al.* (1982), cela conduit à surestimer les probabilités de succès et ainsi à de la surconfiance. Enfin, ces auteurs ont identifié une troisième heuristique source potentielle de surconfiance, celle de **représentativité**. Cette heuristique consiste à se baser sur un cas particulier afin de réaliser une généralisation. L'individu utilise ainsi des stéréotypes pour évaluer la probabilité de survenue d'un évènement. Les probabilités réelles sont ignorées au profit d'une évaluation liée à quelques éléments jugés représentatifs par l'individu. Ainsi, la décision est prise en fonction de la ressemblance de la situation avec une autre situation. Le risque est dès lors de négliger les probabilités réelles liées à la situation actuelle et de l'analyser avec les caractéristiques connues d'une autre situation.

Le **biais de confirmation** est un autre biais régulièrement associé dans la littérature au biais de surconfiance (Ansel et Girandola, 2004). Les individus ont tendance à surpondérer les informations qui les confortent dans leurs croyances et à sous-estimer les autres. Ainsi, les probabilités associées à certaines hypothèses et attribuées par un décideur ne reflètent pas la réalité mais l'envie de l'individu d'être conforté dans son jugement. En effet, les individus chercheront plus facilement des éléments de preuve qui confirment leur jugement que les preuves qui l'infirment. Cette tendance est montrée par les travaux de Wason (1960) qui a réalisé une expérimentation sur le biais de confirmation. Le fait de sous-évaluer les hypothèses alternatives, par conséquent d'avoir un biais de confirmation, est lié au biais de surconfiance (McKenzie, 1997). En effet, « *l'overprecision* » implique une surpondération de l'information privée.

Si ces différents biais et heuristiques sont souvent associés au biais de surconfiance, la nature de leurs liens n'est pas toujours clairement définie. La difficulté provient, entre autres, du fait que chacun de ces biais, tout comme le biais de surconfiance, impacte l'évaluation des probabilités de réalisation des évènements, ou les jugements qui sont réalisés lors du

processus de prise de décision. Des éléments contextuels liés à la prise de décision, ont quant à eux été clairement identifiés comme sources potentielles de surconfiance.

Premièrement, **la complexité** du processus, de la tâche à accomplir ou des prévisions à réaliser peut influer sur la surconfiance. Toutefois, Moore et Healy (2008) montrent que la difficulté de la tâche n'influe pas de la même manière sur les différentes manifestations de la surconfiance. Lorsqu'un individu fait face à une tâche aisée, « l'*overestimation* » diminue alors que « *l'overplacement* » augmente. Ainsi, l'individu se juge de manière critique mais juge les autres individus de manière encore plus critique. Au contraire, quand la tâche est complexe, « *l'overestimation* » augmente et « *l'overplacement* » diminue. L'individu surestime ses capacités, mais surestime encore plus les autres individus ce qui l'amène à se juger moins bon que les autres (Larrick et *al.*,2007). L'impact de la difficulté de la tâche dans la formation ou l'augmentation de la surconfiance est par ailleurs documenté dans différentes recherches. Selon Moore et Healy (2008), l'évolution contraire de ces deux formes de surconfiance est due au manque d'information dont dispose l'individu. En effet, l'individu a peu d'éléments pour évaluer sa propre performance et dispose d'encore moins d'éléments pour juger de celle des autres.

Deuxièmement, **un contexte incertain** peut générer de la surconfiance. Les individus ne sont pas forcément prudents dans les évaluations qu'ils font de la situation incertaine (Ansel et Girandola, 2004). L'incertitude mène à des « *raccourcis cognitifs ou procédures de simplification de résolution de problèmes* » (Ansel et Girandola, 2004, 6). Il correspond dans ce cas-là à un biais de raisonnement, qui est, selon certains auteurs, souvent un biais de confirmation. L'individu biaisé a tendance à ne retenir que les éléments qui le confortent dans son raisonnement et ses choix, ce qui peut générer de la surconfiance.

Troisièmement, l'incertitude peut également se traduire par **l'absence de point de comparaison** d'un individu par rapport à son groupe de référence. Cette absence peut exacerber la surconfiance des individus (Moore et Kim, 2003). Les individus biaisés ont tendance à considérer chaque situation comme unique. La décision est alors basée sur des prévisions optimistes et néglige les statistiques passées ainsi que les hypothèses alternatives pour le futur. Il n'y a dès lors pas de référence établie qui pourrait limiter l'incertitude. Chaque décision semble ainsi inédite pour le décideur biaisé. L'importance de l'absence de point de comparaison est montrée par l'expérimentation de Kahneman et Lovallo (1993). Toutefois cette conclusion peut être nuancée quand l'individu est également soumis au biais de disponibilité. En effet, ce dernier biais implique que si la situation semble déjà avoir été

vécue par le décideur, les informations qui y sont associées seront plus « disponibles » que des informations sur des situations alternatives.

Finalement, **le rôle des informations**, manquantes en cas d'incertitude ou présentes via le biais de disponibilité, n'est pas clairement établi dans la littérature. Intuitivement, l'obtention d'informations supplémentaires devrait réduire l'incertitude et par conséquent limiter la surconfiance des individus. Pourtant, les expérimentations réalisées par Oskamp (1965) montrent que toute information supplémentaire augmente la surconfiance de l'individu. L'impact des informations disponibles est de ce fait manifeste sur le biais de surconfiance. Toutefois, le sens de cet impact varie en fonction de nombreux paramètres tels que le niveau d'incertitude ou le fait que l'individu surconfiant soit également sujet à d'autres biais.

Les recherches en psychologie mettent ainsi en évidence que le biais de surconfiance est influencé soit par des facteurs de nature personnelle et intrinsèquement liés à l'individu, soit de nature plus circonstancielle et associés à la prise de décision.

4 Le biais de sur-optimisme : un biais proche mais distinct de la surconfiance

Le biais de sur-optimisme ou « *optimisme irréaliste* » est un biais proche du biais de surconfiance. Le sur-optimisme correspond à une erreur d'évaluation des probabilités associées aux évènements futurs dans le sens le plus favorable. Ce biais de sur-optimisme a été documenté par les travaux précurseurs de Weinstein (1980). Pour tester l'existence de cet « *optimisme irréaliste* », il réalise une expérimentation avec des étudiants. Les participants sont amenés à se positionner, comparativement aux autres participants, sur la probabilité que certains évènements leur arrivent : voyager en Europe, vivre au-delà de 80 ans, divorcer, avoir un problème avec l'alcool, se faire voler sa voiture, … L'expérimentation propose ainsi d'évaluer la probabilité de survenance de 42 évènements dont 18 positifs. Le chercheur demande également aux sujets de lister les éléments qui « justifient » leur optimisme concernant les probabilités exprimées : projets, attitudes, qualités, aptitudes ou autres. Si l'évènement est considéré comme « contrôlable » par le sujet et qu'il se sent impliqué dans l'évènement, il aura tendance à faire montre d'un optimisme exagéré par rapport à la réalité au regard des probabilités de survenance de l'évènement. Ainsi, pour évaluer un évènement qui découle d'une action de sa part, un individu a tendance à retenir les facteurs, qualités ou

capacités qui lui sont favorables, par rapport au résultat attendu, au détriment des autres (Weinstein, 1980). Or, ne retenir que les facteurs favorables renforce la confiance en des résultats favorables suite à l'action d'origine. La littérature distingue deux formes de sur-optimisme. La première forme, « *l'overoptimism* », correspond à une évaluation liée aux circonstances. Ce trait évolue ainsi en fonction de celles-ci. La deuxième forme est le « *dispositional optimism* » qui est un trait de personnalité stable dans le temps (Scheier et Carver, 1987 ; Scheier et *al.*, 1994) et qui n'est pas conjoncturel.

Le sur-optimisme est ainsi lié à une appréciation favorable générale du futur alors que le biais de surconfiance est étroitement lié à l'individu et à ses qualités.

Section 1.2 La notion de surconfiance en gestion

Ainsi, bien que certaines recherches en psychologie tentent de définir les origines du biais de surconfiance, il n'existe pas de consensus. De plus, la plupart des recherches existantes analysent souvent l'importance de ce biais mais pas son origine. Or, Skala (2008) souligne l'importance de connaître l'origine de ce biais dans d'autres champs de recherche tel que, par exemple, l'économie. Ainsi, la surconfiance est très étudiée en sciences de gestion depuis quelques années. Alors que les recherches sur le biais de surconfiance en psychologie portent sur les individus en général, les recherches en sciences de gestion se concentrent sur les effets de ce biais auprès des investisseurs sur le marché, ou auprès des managers au sein des entreprises. Le biais de surconfiance présente un enjeu tout à fait particulier lorsqu'il s'agit des dirigeants de l'entreprise et ce pour au moins deux raisons.

La première est que la population des dirigeants d'entreprise apparaît comme particulièrement sujette à ce biais. Le Tableau 1 répertorie les différents travaux présentés par la suite dans ce chapitre, et met en lumière les proportions de dirigeants biaisés identifiés dans ces études. Il montre que la proportion de dirigeants identifiés comme surconfiants (ou optimistes) est comprise entre moins de 1% et 80% selon les échantillons et les mesures utilisées. Ainsi, les études réalisées présentent des proportions très disparates, compte tenu

de la variété des méthodes utilisées, mais semblent converger en moyenne vers une moyenne de 35% dirigeants observés[2].

Tableau 1 – Évaluation dans la littérature du biais de surconfiance des dirigeants et managers

	Pays	Population	Proportion biaisée
(Malmendier et Tate, 2005)	US	Dirigeants	13% à 61%
(Ben-David et *al.*, 2007)	US	Managers	60%
(Doukas et Petmezas, 2007)	UK	Managers	27%
(Billett et Qian, 2008)	US	Dirigeants	0,4% à 25%
(Graham et *al.* 2013)	INTERNATIONAL	Dirigeants & Managers	80%
(Bouwman, 2014)	US	Dirigeants	19% à 40%
(Hilary et *al.*, 2016)	US	Dirigeants	34%
(Otto, 2014)	US	Dirigeants	32% à 49%
(Eichholtz et Yönder, 2015)	US	Dirigeants	34%
(Malmendier et Tate, 2015)	US	Dirigeants	40%

La seconde raison est liée à l'impact important des décisions du dirigeant sur la valeur de l'entreprise, puisque ses décisions engagent fortement les orientations stratégiques et financières de l'entreprise (Goel et Thakor, 2008 ; Hu et Liu, 2015 ; Malmendier et Tate, 2015).

Par conséquent, nous allons définir le biais de surconfiance des dirigeants d'entreprise (§1) et nous le distinguerons du sur-optimisme (§2). Nous mettrons également en lumière les facteurs pouvant favoriser l'émergence ou le développement de ce biais dans le contexte managérial (§3). Enfin, nous montrerons dans quelle mesure ce biais est persistant (§4).

1 Définition de la surconfiance des dirigeants

L'approche de la notion de surconfiance en gestion s'appuie largement sur sa définition en psychologie. Ainsi, la surconfiance peut être définie, de manière générale, comme une propension de l'individu à surestimer ses jugements et ses probabilités de succès (Oskamp, 1965 ; Ansel et Girandola, 2004). Il n'existe toutefois pas de consensus dans la littérature en

[2] La présentation des différentes mesures de la surconfiance fait l'objet du chapitre 2 du présent travail.

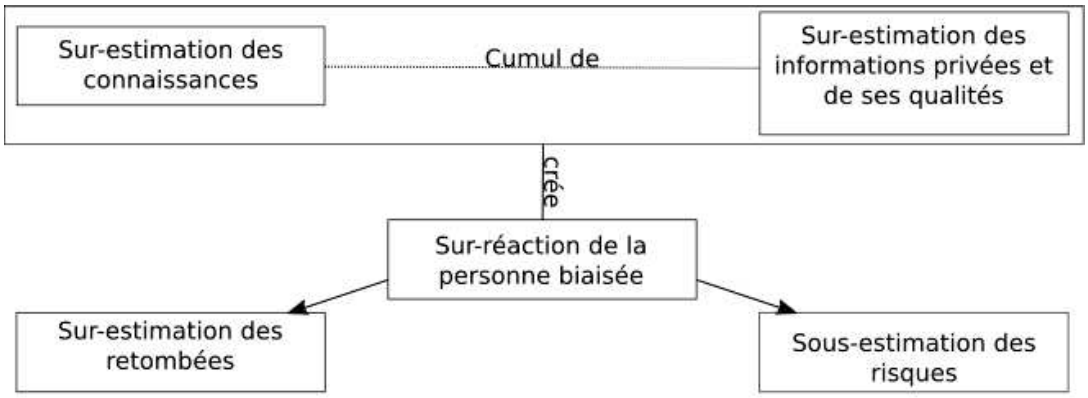
gestion pour clairement définir cette notion, et les auteurs s'attachent souvent à des aspects parcellaires de ce biais pour le définir. Il est toutefois possible de mettre en lumière les deux éléments qui sont constitutifs de la définition envisagée ici. Le premier renvoie à des qualités supposées de l'individu et est, par conséquent, plus personnel (le jugement et les capacités) et le second concerne l'action et les résultats qui en sont attendus et a une nature plus circonstancielle (le succès).

Pour certains chercheurs, la surconfiance peut se définir par rapport aux **compétences et connaissances** propres telles qu'elles sont perçues par le dirigeant. Bessière (2007, 40-41) dans sa revue de la littérature, propose une définition générale de la surconfiance, à savoir une « *confiance excessive dans ses propres compétences, capacités ou connaissances* ». Cette manifestation de la surconfiance peut être mise en parallèle avec « *l'overestimation* » définie par Moore et Healy (2008). Le dirigeant surconfiant surestime également la valeur de ses informations privées et y sur-réagit (Goel et Thakor, 2008), ce qui renvoie à « *l'overprecision* » ou à la « *miscalibration* ». Hirshleifer et Luo (2001) abondent en ce sens en précisant que la surconfiance correspond à une surestimation de la qualité de l'information privée. Un dirigeant surconfiant tend à surestimer la valeur et la justesse de ses décisions.

La surconfiance peut, par ailleurs, être définie au regard de **son impact sur le résultat** escompté. La surconfiance est un biais de jugement qui influence le processus de prise de décision et par conséquent le résultat de cette décision. Dans cette logique, l'accent peut alors être mis sur les résultats attendus des actions mises en œuvre par le dirigeant surconfiant. Ainsi, un dirigeant surconfiant surestime systématiquement les retombées de ses choix d'investissement. Malmendier et Tate (2005), dans leurs travaux précurseurs, reprennent cet aspect dans leur définition et estiment que ce biais amène à une **surestimation des retours sur investissement**. Eichholtz et Yönder (2015) ajoutent qu'un dirigeant surconfiant prévoit des retombées positives particulièrement importantes en termes de rendements tout en sous-estimant les risques qui sont liés à ses décisions. Pour le dirigeant biaisé, le penchant à sous-estimer les risques associés aux choix réalisés est d'autant plus important que la surconfiance l'amène à surestimer les informations privées dont il dispose (Goel et Thakor, 2008 ; Hirshleifer et Luo, 2001). Le dirigeant, étant sûr de ses informations privées, prend une décision qui lui semble raisonnable. Il ne remet pas en cause les informations dont il dispose et ne peut par conséquent pas évaluer avec justesse les risques associés à son projet ou à sa prise de décision.

L'ensemble de ces mécanismes peut être schématisé comme dans la Figure 1.

Figure 1 – Conséquences de l'association de « *l'overestimation* » et de « *l'overprecision* »



Les définitions étudiées jusqu'ici séparent les compétences et croyances personnelles du dirigeant biaisé et les éléments plus circonstanciels. Dans la littérature, d'autres définitions existent et s'approchent plus de celles des sciences psychologiques, c'est-à-dire alliant ces deux aspects. Par exemple, Malmendier et Tate (2015) précisent qu'un dirigeant surconfiant va surestimer la valeur qu'il est capable de créer. Cette surestimation est la conséquence de la combinaison d'une surestimation de ses compétences (capacité à prendre des décisions) et de la surestimation du résultat attendu (probabilité de succès de la décision).

Il est à noter que ces approches de la surconfiance mettent en lumière que ce biais est lié à des estimations, des croyances, des anticipations ou à des prévisions faites par le dirigeant biaisé. Le biais de surconfiance est alors très proche de la notion «d'hubris[3] », utilisée par Roll (1986, p. 200) et qui se manifeste par la supposition impérieuse de la personne biaisée que les évaluations qu'elle réalise sont exactes. Cette manifestation est ainsi similaire à certaines formes de la surconfiance. Ainsi, ces deux biais sont parfois assimilés l'un à l'autre dans les articles.

Enfin, Moore et Healy (2008) constatent que dans de nombreux travaux en psychologie, il existe un amalgame entre « *l'overestimation* » et « *l'overprecision* » qui apparaissent indistinctes ou sont prises l'une pour l'autre. Les travaux en gestion ne font pas forcément plus de distinction entre ces deux formes de surconfiance.

[3] Définition du Larousse : « Chez les Grecs, tout ce qui, dans la conduite de l'homme, est considéré par les dieux comme démesure, orgueil, et devant appeler leur vengeance ».

2 La complexe distinction entre surconfiance et sur-optimisme

La difficulté de définir la notion de surconfiance des dirigeants tient également au fait qu'il est malaisé de nettement distinguer les notions de surconfiance et d'optimisme, qui sont très souvent associées dans la littérature en gestion. Bessière (2007, p. 41-43) définit clairement les deux concepts. L'optimisme implique « *une surestimation irréaliste concernant les évènements futurs, non liée aux aptitudes personnelles* ». Le concept d'optimisme renvoie à un sentiment positif global lié à l'économie. Il s'agit d'une **estimation favorable** du niveau des rentabilités à attendre de **l'économie en général**. Hilary et *al.* (2016) le modélisent comme une surestimation de la moyenne d'une distribution. La surconfiance quant à elle, est une surestimation de ses propres capacités et compétences (Bessière, 2007). Le dirigeant surconfiant sous-estime la variation des rentabilités attendues de ses décisions. Il minimise, dans ce cas, la volatilité et la variance de la distribution (Hilary et *al.*, 2016) et cela rejoint la notion de « *miscalibration* ».

Dans la littérature traitant de l'optimisme ou de la surconfiance, la différence entre les deux concepts est parfois claire et les outils de mesure sont alors adaptés à l'un ou à l'autre de manière spécifique. Par exemple, Graham et *al.* (2013) traitent seulement de l'optimisme et utilisent un questionnaire qui est spécifiquement adapté pour mesurer ce concept. Certains auteurs différencient les deux concepts et utilisent des mesures distinctes pour les mesurer à l'instar de Ben-David et *al.* (2007) ou de Libby et Rennekamp (2012). Ces derniers auteurs ont créé un questionnaire composé d'échelles de mesure. Ce questionnaire vise à mesurer la mauvaise calibration des managers en ce qui concerne la surconfiance et à distinguer celle-ci de l'optimisme du manager.

Toutefois, cette différenciation entre les concepts et mesures n'est pas faite systématiquement. Dans la majorité des articles traitant de l'optimisme, l'amalgame est fait entre optimisme et surconfiance ce qui induit **une certaine confusion**. Cette confusion est d'autant plus troublante que les outils utilisés pour mesurer l'optimisme sont très souvent ceux créés à l'origine pour mesurer la surconfiance et ce, même si les auteurs donnent bel et bien des définitions différentes pour les deux concepts. Cette confusion se retrouve dans un certain nombre d'articles tels que ceux de Hilary et *al.* (2016), Otto (2014) ou encore Bouwman (2014). Pour Yu (2014), « *there is no clear-cut agreement in the literature regarding the exact meaning of overconfidence* ». Ainsi dans ses travaux, il estime que surconfiance et optimisme peuvent être équivalents. Ce postulat transparaît dans de nombreux autres travaux.

Constater cette équivalence élargit la littérature sur la surconfiance avec des articles traitant de l'optimisme des managers et dirigeants. Les travaux faisant l'objet de cette revue de la littérature sont par conséquent des travaux traitant de la surconfiance mais également, pour partie, ceux traitant de l'optimisme.

3 Le contexte managérial : un contexte propice au biais de surconfiance

À l'instar des recherches en psychologie, certains travaux de recherche en gestion visent à expliquer le décalage existant entre les décisions prises par un agent biaisé et celles prises par un agent rationnel. Les décisions non rationnelles étant supposées non optimales, les études cherchent à mieux expliquer et comprendre le biais de surconfiance pour pouvoir en minimiser les effets potentiellement négatifs pour l'entreprise. L'objectif est ainsi de déterminer l'origine possible du biais de surconfiance chez les dirigeants. La littérature met en évidence différents déterminants du biais de surconfiance des dirigeants. La surconfiance peut être issue de la fonction même du dirigeant mais elle peut également être liée aux caractéristiques personnelles du dirigeant.

▹ Les facteurs liés à la fonction

La fonction de dirigeant est susceptible d'attirer naturellement des personnes surconfiantes. En effet, la fonction de dirigeant induit souvent une forte implication, de lourdes responsabilités et de l'incertitude, autant d'éléments susceptibles d'être à l'origine du biais de surconfiance.

Le dirigeant est particulièrement impliqué dans les processus de prise de décision de l'entreprise. Or **l'implication** est un déterminant possible à l'origine du biais de surconfiance, lequel impacte le processus de prise de décision. Le biais de surconfiance s'applique, par conséquent, particulièrement bien aux dirigeants dans la mesure où ils sont très impliqués dans leurs fonctions, et ce, à différents titres. La santé financière personnelle des dirigeants est directement associée à celle de l'entreprise *via* notamment des systèmes de rémunération liés aux performances de l'entreprise. Les systèmes de rémunération actuellement utilisés dans de nombreuses entreprises, et en premier lieu les rémunérations par stock-options, visent à une implication accrue du personnel, y compris du dirigeant. Les

rémunérations *via* des options encouragent d'ailleurs les managers surconfiants à prendre des risques et peuvent nourrir le biais de surconfiance au détriment des actionnaires et de la valeur de l'entreprise. Les travaux de Gervais et *al.* (2003) qui modélisent le lien existant entre la surconfiance des managers, les systèmes de rémunération et les problèmes d'agence, confirment cet effet. De même, Paredes (2005) affirme que ce type d'incitations financières n'est pas neutre dans la création du biais de surconfiance, ou du moins dans son augmentation. De plus, de fortes rémunérations incitatives vont renvoyer au dirigeant une image positive qui va rendre le dirigeant plus confiant voire surconfiant (Paredes 2005). Par ailleurs, la valeur du dirigeant sur le marché du travail dépend également des succès de l'entreprise qu'il dirige (Malmendier et Tate, 2005). Cette dépendance renforce encore l'implication du dirigeant dans la vie de l'entreprise et dans les décisions qu'il est amené à prendre. Ainsi, cette forte implication est due à des éléments liés à la fonction de dirigeant tels que son revenu, sa réputation ou son employabilité future.

Le dirigeant est tenu de rendre compte de la performance de son entreprise. La fonction de dirigeant amène par conséquent à endosser des **responsabilités** importantes, ce qui entretient le biais de surconfiance en cas de **biais d'auto-attribution**. Soumis à ce biais, un dirigeant considère que les bonnes performances de la société peuvent être attribuées à ses actions alors que les mauvais résultats sont dus au manque de chance. Le biais de surconfiance peut ainsi se développer à partir du biais d'auto-attribution et les expériences passées peuvent l'entretenir. Ben-David et *al.* (2007) montrent que des résultats passés favorables, concernant des investissements, amènent un manager à plus de surconfiance *via* le biais d'auto-attribution. Billett et Qian (2008) étudient le caractère inné ou acquis de la surconfiance dans le cadre d'opérations de fusions-acquisitions. Ils concluent également que le biais de surconfiance peut se développer à partir du biais d'auto-attribution. Doukas et Petmezas (2007) arrivent à la même conclusion dans leur recherche sur l'origine et les effets de la surconfiance sur les acquisitions réalisées. Néanmoins, le sens de la causalité entre les deux biais n'est pas toujours clairement établi dans la littérature. Ainsi, alors que pour certains chercheurs le biais d'auto-attribution va générer ou renforcer le biais de surconfiance, pour d'autres le biais de surconfiance est simplement concomitant au biais d'auto-attribution. Il semble toutefois que, de manière générale, un dirigeant surconfiant est également soumis au biais d'auto-attribution (Miller et Ross, 1975 ; Malmendier et Tate, 2005). Par ailleurs, indépendamment du fait de rechercher la juste attribution des responsabilités, le simple fait de vouloir endosser de fortes responsabilités, par exemple en ayant la fonction de dirigeant, implique souvent un degré de confiance supérieur à la

moyenne. Une forte confiance en soi, voire un excès de confiance, peut faire partie des qualités d'un bon manager (Kaplan et *al.*, 2012). Hiller et Hambrick (2005) confirment ces éléments dans leur analyse du rôle de certains traits de personnalité des managers sur la prise de décision stratégique.

Enfin, **l'incertitude** liée à la fonction du dirigeant, peut également avoir un rôle déterminant dans sa surconfiance. L'incertitude peut être liée à la prise de décision ou à l'impossibilité de comparer les situations entre elles. Dès lors, l'incertitude va rendre l'information privée d'autant plus précieuse pour le décideur qu'il ne dispose que de celle-ci. L'incertitude va ainsi induire une tendance à la **surpondération de l'information privée** (Bessière, 2007). De plus, les dirigeants sont amenés à prendre des décisions particulières qui sont à la fois peu répétitives et complexes dans des contextes de forte incertitude. Les situations que doivent gérer les dirigeants sont souvent incomparables les unes aux autres car elles sont spécifiques à chaque société et sont fonction des circonstances particulières de la prise de décision. Les effets de ces décisions peuvent être éloignés dans le temps ou confus à cerner précisément, et isolément d'autres facteurs d'influence. Il apparaît alors **une absence de point de comparaison**, y compris par rapport à ses pairs. Cette absence de point de comparaison peut augmenter le biais de surconfiance chez les dirigeants. De plus, des décisions peu récurrentes ne sont pas propices à l'effet d'apprentissage qui pourrait limiter l'irrationalité des décisions prises par des dirigeants surconfiants. Ces différents aspects des fonctions managériales exercées par les dirigeants peuvent renforcer la surconfiance en agissant sur certains de ses déterminants.

▷ Les caractéristiques personnelles des dirigeants favorisant la surconfiance

Certaines caractéristiques personnelles propres au dirigeant peuvent avoir un lien avec le biais de surconfiance. Le lien entre la surconfiance et les caractéristiques des dirigeants peut être décliné au travers du cursus du dirigeant ou ses compétences, son expérience professionnelle, son âge ou le genre du dirigeant par exemple.

La fonction de dirigeant implique souvent un certain niveau de **qualifications** liées au cursus suivi. La qualification des dirigeants la plus étudiée est la détention d'un MBA[4] considéré comme l'un des diplômes les plus prestigieux aux États-Unis. Or l'obtention d'un tel diplôme

[4] *Master of Business Administration*

peut générer de la surconfiance (Hu et Liu, 2015). Mais cette surconfiance induite peut être modérée avec la prise de conscience, par le dirigeant, au fil de ses expériences et du temps, de ses compétences réelles (Beber et Fabbri, 2012). Il existe ainsi des liens entre la détention d'un MBA, l'âge et la surconfiance.

Les travaux empiriques testent généralement les effets de plusieurs caractéristiques sur la surconfiance. Les conclusions des travaux présentés sont synthétisées dans le Tableau 2.

Tableau 2 – Impact des caractéristiques personnelles des dirigeants sur la surconfiance

Caractéristiques	Impact sur le biais	Références
Âge	-	(Beber et Fabbri, 2012) (Graham et *al.*, 2013)
Durée du mandat	-	(Beber et Fabbri,2012)
Expérience professionnelle	-	(Beber et Fabbri, 2012)
Genre		
Homme	+	(Graham et *al.*, 2013)
MBA	+	(Hu et Liu, 2015) (Beber et Fabbri, 2012) (Graham et *al.*, 2013)
Nationalité		
américaine	+	(Graham et *al.*, 2013)

+ Impact favorisant de la caractéristique sur la surconfiance
- Impact limitant de la caractéristique sur la surconfiance

Ainsi, Graham et *al.* (2013) ont réalisé un questionnaire envoyé à des managers pour analyser les effets de certains de leurs traits sur leurs décisions. Ils confirment que les managers les plus jeunes sont plus nombreux à avoir un MBA et semblent faire montre de plus de surconfiance que les managers les plus expérimentés. De même, Hu et Liu (2015) analysent l'impact de **l'expérience professionnelle** et autres caractéristiques du dirigeant sur les choix d'investissement de la société. Ils concluent également qu'il existe un lien positif entre l'obtention d'un MBA et la surconfiance. Toutefois, ils ne définissent pas le sens de la causalité. Enfin, Beber et Fabbri (2012) mettent en lumière un lien entre le type de profil plus

ou moins spéculatif du dirigeant et différentes caractéristiques telles que l'obtention d'un MBA, l'âge ou l'expérience professionnelle. Ils émettent l'hypothèse que le profil d'un dirigeant plus enclin à spéculer peut également correspondre au profil d'un dirigeant surconfiant. Ils montrent que les caractéristiques telles que l'âge, la durée du mandat ou les expériences passées peuvent avoir un lien négatif sur les comportements spéculatifs, la prise de risque et la surconfiance.

Mais d'autres caractéristiques peuvent également avoir un effet sur le biais de surconfiance. Ainsi, Graham et *al.* (2013) réalisent une analyse plus exploratoire et testent le lien entre d'une part, le genre et la nationalité du dirigeant et le biais d'autre part. Ils confirment l'existence d'un tel lien et montrent, par exemple, que les dirigeants américains sont plus optimistes et moins sensibles aux risques que leurs homologues non américains.

Toutes ces études permettent ainsi d'identifier les caractéristiques les plus marquées susceptibles d'impacter un dirigeant biaisé.

Le fait que certaines caractéristiques puissent être directement liées au biais de surconfiance est relativement admis dans la littérature. Mais certains auteurs vont jusqu'à mesurer la surconfiance via ces caractéristiques. Kaplan et *al.* (2012) utilisent ainsi certaines caractéristiques de candidats à un poste de dirigeant pour identifier la surconfiance. L'objectif de leur étude est de déterminer les caractéristiques les plus importantes du dirigeant pour favoriser la performance de l'entreprise. Les différents éléments recueillis permettent de qualifier différents candidats au vu de leur détermination, ce qui est, pour les auteurs, une forme de surconfiance. L'utilisation des caractéristiques comme outil de mesure du biais de surconfiance met en avant la corrélation étroite que font les auteurs entre caractéristiques personnelles et surconfiance.

4 Les facteurs de persistance du biais liés à l'environnement du dirigeant

À l'image des recherches en psychologie qui montrent que les individus surconfiants peuvent être moins performants que les autres (Ansel et Touzard, 2002), la littérature questionne les conséquences sous-optimales des décisions prises par les managers ou les dirigeants surconfiants. Si la présence d'un dirigeant surconfiant peut amener à des décisions sous-optimales, par conséquent moins rentables pour l'entreprise ou pour les actionnaires, il est intéressant de comprendre pourquoi et comment le biais de surconfiance peut persister dans

le temps, voire même se renforcer. En plus des déterminants de la surconfiance qui peuvent être liés à la fonction même du dirigeant ou liés aux caractéristiques personnelles du dirigeant, il est possible de définir un certain nombre de facteurs dans l'environnement du dirigeant qui favorisent la persistance de ce biais.

Une première manière d'analyser la persistance du biais de surconfiance est de le considérer en tant que trait de caractère relativement **stable dans le temps**. Les travaux réalisés en psychologie montrent que la surconfiance est un biais persistant qui demeure très difficile à corriger (Tversky et Kahneman, 1986 ; Heath et Tversky, 1991 ; Ansel et Girandola, 2004). Il est par conséquent possible de l'envisager comme un trait de personnalité stable dans le temps. De même, en sciences de gestion, la surconfiance est majoritairement analysée comme un trait de personnalité persistant au fil du temps. Les recherches empiriques de Ben-David et *al.* (2007) confirment ce constat. Ils ont créé un modèle qui scinde la surconfiance en surconfiance à court et long terme. Ce double horizon temporel a permis aux auteurs de créer une mesure de surconfiance à court terme (mauvaise calibration de l'intervalle de confiance lié à des prévisions à un an) et une mesure à long terme (mauvaise calibration de l'intervalle de confiance lié à des prévisions à dix ans). Il ressort qu'un individu qui est surconfiant sur une période courte est également surconfiant à long terme. Leurs conclusions se basent sur un questionnaire administré à des directeurs financiers et managers dans le cadre d'une analyse sur le lien pouvant exister entre le biais de surconfiance, mesuré *via* la mauvaise calibration des croyances des managers, et certaines politiques d'entreprises telles que les décisions d'investissement.

Au-delà de son caractère durable, des recherches en gestion mettent en lumière que la surconfiance est un trait persistant qui **se renforce** de lui-même suite à certains évènements. Ainsi certaines situations (rendements passés des titres, bonnes performances, etc…) peuvent renforcer la surconfiance (Ben-David et *al.*, 2007). Les bonnes performances vont conforter le dirigeant dans sa croyance alors que de mauvaises performances ne vont avoir qu'un effet marginal dans la mesure où le dirigeant estime que les piètres résultats ne lui sont pas imputables. Les travaux de Ben-David et *al.* (2007) montrent que les managers seront plus confiants après une période de hauts rendements et de bonnes performances. Gervais et Odean (2001) parviennent à la conclusion qu'une expérience négative ne diminue pas la surconfiance des investisseurs. L'effet des expériences positives est renforcé lorsque la surconfiance provient d'un biais d'auto-attribution. Ce biais affermit la croyance du dirigeant à la fois en ses propres compétences et dans le fait que les bons résultats de la société sont

directement imputables à ses choix et décisions. D'une manière générale, le biais d'auto-attribution peut renforcer le biais de surconfiance et le rendre plus constant dans le temps.

Une deuxième manière d'expliquer la persistance du biais de surconfiance est de l'analyser de façon plus globale et non de manière individuelle, et de tenter d'expliquer la surreprésentation de personnes surconfiantes parmi les dirigeants par rapport à la population en général. Dans les entreprises qui ont un mode de gouvernance axé sur la recherche de la performance, un manager surconfiant a plus de chance d'être promu, et à plus forte raison, d'être nommé dirigeant, qu'un manager non surconfiant. En effet, un manager audacieux et qui prend des risques sera plus « visible ». La population des dirigeants est alors biaisée de par son propre processus de sélection : les dirigeants étant sélectionnés à cause de leurs décisions fortes et de leur surconfiance, il existe une persistance du biais de surconfiance parmi les dirigeants. **La sélection de candidats biaisés** au détriment d'autres profils plus rationnels peut ainsi expliquer que la surconfiance est un biais qui touche plus de dirigeants que la majorité de la population. Les conclusions de Goel et Thakor (2008), qui ont modélisé l'impact de la surconfiance dans le processus de nomination des dirigeants, vont dans ce sens. De manière plus générale, Johnson et Fowler (2011) modélisent l'évolution de la surconfiance dans les populations. Leur modèle correspond à une compétition pour les ressources. Ils montrent que les individus sont de plus en plus surconfiants et que cette tendance se poursuit tant que les bénéfices attendus du succès sont supérieurs aux coûts de la compétition. De même, le modèle de Bernardo et Welch (2001) montre que la persistance du biais de surconfiance au sein des groupes provient d'un arbitrage entre les coûts et les bénéfices apportés au groupe par ces individus irrationnels.

Conclusion du chapitre 1

Certains travaux en psychologie cherchent à mettre en lumière des déviations entre un processus de décision de référence, issu des modèles économiques, où les individus sont supposés rationnels, et le processus décisionnel réel. Le décalage existant peut être lié à des biais tels que la surconfiance. Ce premier chapitre permet une meilleure compréhension du biais de surconfiance à partir des travaux issus des recherches tant en psychologie qu'en sciences de gestion. Ces deux champs de recherche se complètent sur la problématique des biais liés aux processus de prise de décision. En effet, la majorité des travaux en gestion qui portent sur la surconfiance vont se focaliser sur les conséquences du biais alors que les

travaux en psychologie vont s'intéresser de façon générale aux mécanismes de ce biais de jugement, à ses manifestations et aux autres biais qui lui sont « associés ».

Il ressort de ces travaux, tant dans le champ de la psychologie que dans celui des sciences de gestion, que la surconfiance est un biais aux multiples manifestations telles que « *l'overestimation* », « *l'overprecision* » et « *l'overplacement* ». À côté de ces manifestations directes, le biais de surconfiance montre des liens étroits avec d'autres biais, tel que le biais d'auto-attribution, et d'autres heuristiques de jugement, par exemple l'heuristique de représentativité. La surconfiance peut être par ailleurs soumise à différents facteurs d'influence, y compris des facteurs environnementaux.

Par conséquent, l'appréhension du biais de surconfiance n'est ni aisée ni stabilisée, et reste un sujet d'étude à part entière. Cette complexité à définir la surconfiance se retrouve dans les travaux en gestion dans lesquels il n'existe pas de consensus quant à la définition de ce biais. Dès lors, les définitions utilisées se basent non pas sur le biais lui-même mais sur des manifestations particulières de celui-ci. La complexité est telle que certains travaux utilisent parfois confusément les biais de surconfiance et de sur-optimisme.

Cela étant posé, l'étude du biais de surconfiance s'applique bien au contexte managérial et plus particulièrement aux dirigeants d'entreprise. En effet, la fonction de dirigeant peut induire ou augmenter le biais en raison des caractéristiques mêmes de celle-ci, à savoir l'incertitude liée à l'environnement, la complexité de la tâche ou l'absence de point de comparaison. De surcroît, les mécanismes de gouvernance existant dans les entreprises peuvent également influer fortement sur le biais des dirigeants, que ce soit, par exemple, en recrutant des personnes surconfiantes pour les postes de dirigeants ou encore en mettant en place des rémunérations qui favorisent la surconfiance par exemple.

Dès lors, se pose la question de la mesure de la surconfiance pour les chercheurs qui tentent d'étudier ce biais. Nous présentons les mesures utilisées dans les études empiriques dans le chapitre 2.

Bibliographie

Ansel D. et Girandola F. (2004), « La surconfiance: un mode de réduction de la dissonance par ajout de cognitions consistantes », *Revue internationale de psychologie sociale*, vol. 17, n° 1, p. 145-176.

Ansel D. et Touzard H. (2002), « Surconfiance et variables contextuelles. Effets sur la performance du négociateur », *Cahiers Internationaux de Psychologie Sociale*, p. 26-38.

Beber A. et Fabbri D. (2012), « Who Times the Foreign Exchange Market? Corporate Speculation and CEO Characteristics », *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, n° 5, p. 1065-1087.

Ben-David I., Graham J.R. et Harvey C.R. (2007), « Managerial Overconfidence and Corporate Policies », Working Paper, 13711, National Bureau of Economic Research.

Bernardo A.E. et Welch I. (2001), « On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs », *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 10, n° 3, p. 301-330.

Bessière V. (2007), « Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 10, n° 1, p. 39-66.

Billett M.T. et Qian Y. (2008), « Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers », *Management Science*, vol. 54, n° 6, p. 1037-1051.

Boudon R. (2002), « Théorie du choix rationnel ou individualisme méthodologique? », *Sociologie et sociétés*, vol. 34, n° 1, p. 9-34.

Bouwman C.H. (2014), « Managerial Optimism and Earnings Smoothing », *Journal of Banking & Finance*, vol. 41, p. 283-303.

Coleman J.S. (1994), *Foundations of Social Theory*, Harvard University Press.

Doukas J.A. et Petmezas D. (2007), « Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias », *European Financial Management*, vol. 13, n° 3, p. 531-577.

Eichholtz P. et Yönder E. (2015), « CEO Overconfidence, REIT Investment Activity and Performance », *Real Estate Economics*, vol. 43, n° 1, p. 139-162.

Gervais S., Heaton J.B. et Odean T. (2003), « Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options », SSRN Scholarly Paper, ID 361200, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Gervais S. et Odean T. (2001), « Learning to Be Overconfident », *Review of Financial Studies*, vol. 14, n° 1, p. 1-27.

Gilibert D. (2004), « Aspects évaluatifs des explications internes: composantes normatives et motivationnelles », *Perspectives cognitives et conduites sociales*, p. 293-316.

Goel A.M. et Thakor A.V. (2008), « Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 6, p. 2737-2784.

Graham J.R., Harvey C.R. et Puri M. (2013), « Managerial Attitudes and Corporate Actions », *Journal of Financial Economics*, vol. 109, n° 1, p. 103-121.

Hastorf A.H., Schneider D.J. et Polefka J. (1970), *Person perception*, Oxford, England, Addison-Wesley.

Heath C. et Tversky A. (1991), « Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty », *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 4, n° 1, p. 5-28.

Hilary G., Hsu C., Segal B. et Wang R. (2016), « The Bright Side of Managerial Over-Optimism », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 62, n° 1, p. 46-64.

Hiller N.J. et Hambrick D.C. (2005), « Conceptualizing Executive Hubris: the Role Of (Hyper-) Core Self-Evaluations in Strategic Decision-Making », *Strategic Management Journal*, vol. 26, n° 4, p. 297-319.

Hirshleifer D. et Luo G.Y. (2001), « On the Survival of Overconfident Traders in a Competitive Securities Market », *Journal of Financial Markets*, vol. 4, n° 1, p. 73-84.

Hu C. et Liu Y.J. (2015), « Valuing Diversity: CEOs' Career Experiences and Corporate Investment », *Journal of Corporate Finance,* vol. 30, p.11-31.

Johnson D.D.P. et Fowler J.H. (2011), « The Evolution of Overconfidence », *Nature*, vol. 477, n° 7364, p. 317-320.

Kahneman D. et Lovallo D. (1993), « Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking », *Management Science*, vol. 39, n° 1, p. 17-31.

Kahneman D., Slovic P. et Tversky A. (1982), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press.

Kaplan S.N., Klebanov M.M. et Sorensen M. (2012), « Which CEO Characteristics and Abilities Matter? », *Journal of Finance*, vol. 67, n° 3, p. 973-1007.

Langer E.J. (1975), « The Illusion of Control », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 32, n° 2, p. 311-328.

Larrick R.P., Burson K.A. et Soll J.B. (2007), « Social Comparison and Confidence: When Thinking You're Better than Average Predicts Overconfidence (and When it Does Not) », *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 102, n° 1, p. 76-94.

Libby R. et Rennekamp K. (2012), « Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts. », *Journal of Accounting Research*, vol. 50, n° 1, p. 197-231.

Lichtenstein S. et Fischhoff B. (1977), « Do Those Who Know More Also Know More About How Much They Know? », *Organizational Behavior and Human Performance*, vol. 20, n° 2, p. 159-183.

Malmendier U. et Tate G. (2005), « CEO Overconfidence and Corporate Investment », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 6, p. 2661-2700.

Malmendier U. et Tate G. (2015), « Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, n° 4, p. 37-60.

McKenzie C.R.M. (1997), « Underweighting Alternatives and Overconfidence », *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 71, n° 2, p. 141-160.

Mezulis A.H., Abramson L.Y., Hyde J.S. et Hankin B.L. (2004), « Is There a Universal Positivity Bias in Attributions? A Meta-Analytic Review of Individual, Developmental, and Cultural Differences in the Self-Serving Attributional Bias », *Psychological Bulletin*, vol. 130, n° 5, p. 711-747.

Miller D.T. et Ross M. (1975), « Self-Serving Biases in the Attribution of Causality: Fact or Fiction? », *Psychological Bulletin*, vol. 82, n° 2, p. 213-225.

Moore D.A. et Healy P.J. (2008), « The Trouble with Overconfidence », *Psychological Review*, vol. 115, n° 2, p. 502-517.

Moore D.A. et Kim T.G. (2003), « Myopic Social Prediction and the Solo Comparison Effect », *Journal of personality and social psychology*, vol. 85, n° 6, p. 1121-1135.

Nash J.F. (1950), « The Bargaining Problem », *Econometrica*, vol. 18, n° 2, p. 155-162.

Oskamp S. (1965), « Overconfidence in Case-Study Judgments », *Journal of Consulting Psychology*, vol. 29, n° 3, p. 261-265.

Otto C.A. (2014), « CEO Optimism and Incentive Compensation », *Journal of Financial Economics*, vol. 114, n° 2, p. 366-404.

Paredes T.A. (2005), « Too Much Pay, too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOs, and Corporate Governance », *Florida State University Law Review*, vol. 32, p. 673-762.

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.J.H. (1992), « Managing Overconfidence », *Sloan Management Review*, vol. 33, n° 2, p. 7-17.

Scheier M.F. et Carver C.S. (1987), « Dispositional Optimism and Physical Well-Being: The Influence of Generalized Outcome Expectancies on Health », *Journal of personality*, vol. 55, n° 2, p. 169–210.

Scheier M.F., Carver C.S. et Bridges M.W. (1994), « Distinguishing Optimism From Neuroticism (and Trait Anxiety, Self-Mastery, and Self-Esteem): A Reevaluation of the Life Orientation Test », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 67, n° 6, p. 1063–1078.

Scott J. (2000), « Rational Choice Theory », *Understanding contemporary society: Theories of the present*, vol. 129, p. 671-685.

Skala D. (2008), « Overconfidence in Psychology and Finance-An Interdisciplinary Literature Review », *Bank I kredyt*, n° 4, p. 33–50.

Svenson O. (1981), « Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers? », *Acta Psychologica*, vol. 47, n° 2, p. 143-148.

Tversky A. et Kahneman D. (1973), « Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability », *Cognitive Psychology*, vol. 5, n° 2, p. 207-232.

Tversky A. et Kahneman D. (1975), « Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases », in Wendt D., Vlek C. (dirs.), *Utility, Probability, and Human Decision Making*, Springer Netherlands (Theory and Decision Library), p. 141-162.

Tversky A. et Kahneman D. (1986), « Rational Choice and the Framing of Decisions », *Journal of business*, vol. 59, n° 4, p. 251-278.

Von Neumann J. et Morgenstern O. (1947), *Theory of games and economic behavior (2d rev. ed.)*, Princeton, NJ, US, Princeton University Press.

Wason P.C. (1960), « On the Failure to Eliminate Hypotheses in a Conceptual Task », *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, vol. 12, n° 3, p. 129-140.

Weinstein N.D. (1980), « Unrealistic Optimism about Future Life Events », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 39, n° 5, p. 806-820.

Yu C.-F. (Jeffrey) (2014), « CEO Overconfidence, CEO Compensation, and Earnings Manipulation », *Journal of Management Accounting Research*, vol. 26, n° 2, p. 167-193.

Chapitre 2. Mesures de la surconfiance des dirigeants dans la littérature

Les biais de jugement sont à l'origine de déviations dans les processus de prise de décision par rapport à des processus jugés rationnels. Afin de pouvoir analyser ces biais, il est nécessaire de pouvoir les observer et les isoler d'autres facteurs d'influence. Or, la surconfiance est un biais de jugement délicat à appréhender et les chercheurs sont contraints d'utiliser des proxies observables pour la mesurer.

Ce chapitre a pour objectif faire une synthèse des différents outils de capture du biais de surconfiance et d'analyser leur logique de construction. En effet, les hypothèses sous-jacentes à la construction des outils de mesure mettent en lumière certains aspects saillants de la surconfiance des dirigeants. Ces aspects sont souvent directement liés à « *l'overprecision* » et à la sous-estimation des risques.

La littérature en sciences de gestion propose différentes approches pour capter la surconfiance du dirigeant. La première consiste à analyser le portefeuille personnel de titres du dirigeant afin d'établir si ce dernier est surconfiant ou non (Section 2.1). D'autres approches sont fondées sur des méthodologies empiriques classiques telles que des questionnaires et des expérimentations (Section 2.2). Enfin, l'analyse du biais de surconfiance amène certains chercheurs à utiliser des méthodologies plus atypiques (Section 2.3).

Sommaire

Chapitre 2. Mesures de la surconfiance des dirigeants dans la littérature 39
Section 2.1 Approches associées à la gestion par le dirigeant de son portefeuille personnel de titres 40
Section 2.2 Approches basées sur des méthodologies par questionnaires et expérimentations 48
Section 2.3 Autres approches 51
Conclusion du chapitre 2 54
Bibliographie 56

Section 2.1 Approches associées à la gestion par le dirigeant de son portefeuille personnel de titres

Les premières approches utilisées dans les recherches sont basées sur les décisions que prend le dirigeant concernant son **portefeuille personnel de titres**. Ces approches sont basées sur les travaux d'Heaton (2002) qui a modélisé l'impact du biais d'optimisme des managers sur les politiques financières des entreprises, sans toutefois mesurer le biais des managers. Ses travaux ont été approfondis par Malmendier et Tate (2005b) afin de les opérationnaliser et de créer des outils de mesure de la surconfiance des dirigeants. L'hypothèse sous-jacente des mesures qu'ils ont créées est **l'absence de rationalité des agents biaisés**. En effet, les modèles économiques classiques sont basés sur l'hypothèse qu'un agent est rationnel, ce qui lui permet de prendre des décisions optimales qui vont lui permettre de maximiser son profit. Ainsi, un investisseur avisé va diversifier son portefeuille pour limiter le risque qui y est associé (Markowitz, 1952). Dès lors, concentrer les risques de son portefeuille sur les titres d'une seule société n'est pas rationnel. Une telle gestion est d'autant plus irrationnelle dans le cas des dirigeants si les risques sont concentrés sur les titres de la société qu'ils dirigent. En effet, leur rémunération et leur réputation dépendent déjà largement des résultats de la société. Dès lors, des décisions d'investissement prudentes et rationnelles devraient être privilégiées chez les dirigeants. À l'inverse d'un dirigeant rationnel, un dirigeant surconfiant va **concentrer les risques sur les titres de sa société**, il va ainsi sous-diversifier son risque.

Malmendier et Tate (2005b) ont modélisé le lien existant entre la surconfiance et la gestion par un dirigeant surconfiant de son portefeuille personnel d'actions. Le point de départ de la création de cette mesure réside ainsi dans les conséquences mêmes du biais de surconfiance. La prédisposition du dirigeant à se surestimer l'encourage à croire que, sous sa direction, la rentabilité de sa société va être très importante (Eichholtz et Yönder, 2015). Ainsi, un dirigeant surconfiant **sous-estime les risques** associés à ses choix d'investissement, qu'il s'agisse de son portefeuille personnel ou des investissements réalisés par la société sous son impulsion. Pour déterminer si un dirigeant est surconfiant ou non, il est alors possible d'analyser les choix qu'il réalise pour son propre portefeuille d'actions.

À partir de ces éléments, Malmendier et Tate (2005b) ont créé trois mesures distinctes, « ***Holder 67*** » (§1), « ***Longholder*** » (§2) et « ***Net Buyer*** » (§3), qui sont caractéristiques d'un comportement non rationnel de sous-diversification du risque. Ces outils sont couramment repris dans les recherches empiriques même si, suite à leurs travaux fondateurs, des mesures complémentaires ont été créées. Ces mesures alternatives sont soit des

ajustements des proxies proposés par Malmendier et Tate (2005b), soit de nouvelles mesures. Ces différentes mesures font néanmoins l'objet de différentes limites (§4). Le Tableau 3 expose les travaux empiriques que nous présentons dans ce chapitre et dont les mesures sont basées sur ces travaux fondateurs de Malmendier et Tate (2005b).

1 Holder 67

La première mesure, « *Holder 67* », tient compte de la gestion par le dirigeant de ses **stock-options**. Si une part de la rémunération d'un dirigeant rationnel est constituée de stock-options, il cherchera à diversifier son risque et à diminuer le risque spécifique lié à sa société. Toutefois, le dirigeant ne dispose pas nécessairement de la latitude nécessaire pour réduire ce risque. En effet, il peut exister des conditions restrictives, notamment des limitations dans le temps à l'exercice des stock-options. À l'issue de la période de détention imposée, le dirigeant peut choisir de les exercer immédiatement ou de différer cette opération. Il est attendu qu'un dirigeant rationnel exerce ses stock-options dès que possible pour diversifier son risque. Or, certains dirigeants n'ont pas cette attitude rationnelle. Le non-exercice des options est d'autant plus irrationnel que l'exercice de celles-ci s'avère rentable.

Malmendier et Tate (2005b) mesurent pour chaque plan d'options la valeur « dans la monnaie ». Un plan est « dans la monnaie » lorsque le prix d'exercice est en-dessous du cours des actions. L'exercice des options est alors rentable pour le dirigeant puisqu'il achète les titres moins chers que leur valeur sur le marché. Hall et Murphy (2002) ont créé un modèle qui permet d'évaluer le seuil opportun pour l'exercice des options, en fonction, entre autres, du portefeuille détenu, de la diversification de celui-ci et du risque accepté. Malmendier et Tate, (2005b) utilisent ce modèle et calculent le seuil à partir duquel un dirigeant prudent devrait exercer ses options. Le seuil optimal qui est retenu est de 67% « **dans la monnaie** ». Cela correspond au fait que le cours de l'action est supérieur de 67% au prix d'exercice de l'option d'achat. Le fait de ne **pas exercer les options**, alors que ce seuil est atteint, révèle que le dirigeant espère une rentabilité encore plus forte *via* une augmentation du cours de l'action, augmentation qui serait due à sa bonne gestion. Il est donc possible que ce comportement traduise le biais de surconfiance des dirigeants. Dès lors, Malmendier et Tate (2005b) qualifient de « surconfiant » un dirigeant qui n'exerce pas ses options alors qu'elles sont au-dessus de cette valeur par deux fois sur la période d'observation de leur étude. Le fait de qualifier le dirigeant de surconfiant après deux opportunités d'exercice non exploitées

permet de ne qualifier que les dirigeants surconfiants de manière permanente et non ceux qui ne le seraient que ponctuellement. Les auteurs utilisent cette même mesure dans différents travaux ultérieurs (Malmendier et Tate, 2005b, 2008 ; Malmendier *et al.*, 2011).

Toutefois, cette mesure peut amener des erreurs quant à la qualification d'un dirigeant comme surconfiant ou non. Galasso et Simcoe (2011) reprennent cette approche mais proposent de ne pas se prononcer sur les dirigeants dont les options n'atteignent pas le seuil de 67% dans la monnaie ou lorsque la durée du mandat est trop courte et que les options ne sont pas totalement libérées. Ainsi, sur 627 dirigeants de leur échantillon, ils qualifient 168 d'entre eux de surconfiants, 136 de non surconfiants et 323 demeurent non qualifiés.

Deux autres modifications se retrouvent dans la littérature. La première est issue des travaux de Campbell et *al.* (2011). Les auteurs utilisent, non plus les options qui n'ont pas été exercées, mais les options exercées. Ils considèrent également l'ensemble des paquets d'options du dirigeant comme un tout. Ils calculent un prix moyen d'exercice de ces options exercées, puis analysent si ces options sont à plus de 67% « dans la monnaie ». Les auteurs réalisent également une mesure de « sous-optimisme » à partir des options qui ont été exercées alors qu'elles n'étaient « dans la monnaie » qu'à hauteur de 30% - ou moins. D'autres chercheurs utilisent leur mesure modifiée, ou une mesure proche, pour qualifier les dirigeants (Hirshleifer *et al.*, 2012 ; Ahmed et Duellman, 2013 ; Andriosopoulos *et al.*, 2013 ; Hsieh *et al.*, 2014 ; Hribar et Yang, 2016 ; Hilary *et al.*, 2016). La deuxième modification est apportée par Banerjee et *al.* (2015) qui calculent à quel niveau « dans la monnaie » les options sont exercées. La mesure de la surconfiance est alors continue et permet de réaliser une graduation du biais.

2 Longholder

La deuxième mesure créée dans le but de mesurer la surconfiance est « *Longholder* ». L'observation du comportement du dirigeant se fait sur l'ensemble de la durée de détention possible du plan d'options. Un dirigeant qui garde ses options jusqu'au bout de la période de détention est considéré, par Malmendier et Tate (2005b), comme surconfiant pour l'ensemble de la période d'observation. Il est en effet probable qu'il aurait pu les exercer de manière profitable avant la fin de la période de détention.

En France, le délai avant de pouvoir exercer des options ainsi que la période de détention sont librement fixés par le conseil d'administration. Sur le marché américain, une option a en moyenne une durée de vie de dix ans et est exerçable typiquement au bout de quatre ans[5]. Ainsi, selon Malmendier et Tate (2005a; 2005b; 2015), un dirigeant qui **conserve ses options au-delà de la période de détention** imposée estime que les performances financières de la société vont se refléter à plus ou moins long terme dans le cours des titres. Le dirigeant est alors considéré comme surconfiant. Dans leurs premiers travaux, Malmendier et Tate (2005a ; 2005b) ont considéré comme surconfiants les dirigeants qui disposaient encore leurs options la dernière année de détention, alors que ces options étaient au moins à 40% dans la monnaie. Dans leurs observations, Malmendier et Tate (2005b) notent que 85% des options détenues jusqu'à la fin de la période de détention sont « dans la monnaie », et que les dirigeants concernés auraient pu exercer ces options de manière profitable bien avant le terme. La médiane de la valeur dans la monnaie de ces options est d'ailleurs de 253 %. Cette observation permet de vérifier que certains dirigeants, par exemple les dirigeants surconfiants, diffèrent l'exercice de leurs options bien au-delà de ce que ferait un agent rationnel. Cette mesure est reprise dans de nombreux travaux (Malmendier et Tate, 2008 ; Malmendier *et al.*, 2011 ; Deshmukh *et al.*, 2013 ; Otto, 2014 ; Bouwman, 2014 ; Eichholtz et Yönder, 2015).

La principale variation apportée à cette mesure est proposée par Malmendier et Tate (2008) dans un travail ultérieur. Ils scindent la mesure *Longholder* en *Pre-Longholder* et *Post-Longholder*. Ainsi, un dirigeant n'est plus qualifié de façon unique pour l'ensemble de la période, mais se voit qualifié de « *Pre-Longholder* » avant la première fois où il conserve un plan d'options jusqu'au terme, et de « *Post-Longholder* » après. Cette distinction permet d'affiner les analyses et d'étudier les différences ou similitudes des effets de la surconfiance au cours de ces deux périodes. Cette distinction est par ailleurs utilisée dans d'autres recherches (Malmendier *et al.*, 2011 ; Deshmukh *et al.*, 2013 ; Bouwman, 2014).

[5] Le contexte d'analyse nord-américain est le contexte d'analyse le plus fréquent sur la problématique de la surconfiance du dirigeant. Une présentation détaillée des différentes études est faite dans le chapitre 3.

3 Net Buyer

La dernière mesure opérationnalisée par Malmendier et Tate (2005b) est « *Net Buyer* ». Cette mesure consiste à analyser les transactions du dirigeant sur les titres de sa société. Un dirigeant peut librement acquérir ou céder, à titre personnel, des titres de la société qu'il dirige. Il peut ainsi, sur une année, être **acheteur net de titres**, c'est-à-dire acheter plus de titres qu'il n'en vend. Au contraire, il peut être vendeur net. Il peut également ne réaliser aucune opération sur les titres de sa société. L'achat d'actions de la société rend théoriquement le portefeuille du dirigeant **moins diversifié** et donc **plus sensible au risque** spécifique de la société. Le patrimoine du dirigeant est déjà très lié à la santé financière de la société pour laquelle il travaille dans la mesure où il s'agit pour lui d'une source importante de revenus. Ainsi, un dirigeant qui choisit de se surexposer personnellement au risque spécifique de sa société, en étant *Net Buyer*, laisse supposer qu'il surestime la rentabilité à attendre du titre de la société (Eichholtz et Yönder, 2015). Dès 2003, Boyer et *al.* (2003) utilisent les transactions sur les titres pour analyser le biais. Néanmoins, ils utilisent un ratio de « *Net Selling* » afin de qualifier le dirigeant de non optimiste.

Pour Malmendier et Tate (2005b), un dirigeant est considéré par comme surconfiant si, pour les cinq premières années de la période d'observation de leur étude, le nombre d'années où il est acheteur net d'actions est supérieur à celui où il est vendeur net. Les auteurs n'ont retenu que les dirigeants présents dans l'échantillon au moins dix ans sur les quinze années de la période totale de leur étude. De plus, seuls les dirigeants en poste depuis plus de cinq ans sont pris en compte pour la qualification de la surconfiance. Il est à noter que, seules les cinq premières années sont prises en compte dans le but d'analyser l'impact du biais de surconfiance sur les décisions postérieures. Ces limites très restrictives visent à capturer le biais de surconfiance qui est un trait stable.

Plusieurs travaux ont par la suite proposé des ajustements de la mesure *Net Buyer*. Une modification apportée consiste notamment de lever les contraintes sur les périodes d'observation des dirigeants. Par exemple, Eichholtz et Yönder (2015) utilisent la mesure *Net Buyer* sans toutefois imposer les mêmes restrictions dans les durées minimum d'observations. Ils n'excluent pas les dirigeants en poste depuis moins de cinq ans, et utilisent des durées de mandat inférieures à dix ans. De même, Campbell et *al.* (2011) ne retiennent aucune restriction quant à la durée minimum ou quant à la qualification du dirigeant comme surconfiant sur les cinq premières années de l'échantillon.

D'autres ajustements visent réaliser un **classement relatif** de la surconfiance. Ainsi, selon Campbell et *al.* (2011), un dirigeant est qualifié de surconfiant sous deux conditions. Premièrement, ses achats nets de l'année doivent faire partie du quintile le plus élevé de la distribution des achats nets de l'année de tous les dirigeants de l'échantillon. Deuxièmement, ses achats doivent augmenter son propre pourcentage de titres détenus d'au moins 10%. Ahmed et Duellman (2013) utilisent la même mesure, ce qui leur permet de réaliser une graduation de la mesure de surconfiance et ainsi de réaliser des tests complémentaires.

Wong et Zhang (2014) utilisent un ratio basé sur la mesure *Net Buyer*, en rapportant les achats nets du dirigeant en nombre d'actions sur le total des actions en circulation pour l'entreprise considérée. L'estimation de la surconfiance est alors un pourcentage pour chaque observation année-dirigeant. L'obtention d'un pourcentage permet également de mettre en place une graduation de la surconfiance parmi l'échantillon utilisé. Il est à noter que cette mesure ne tient pas compte des ventes réalisées par le dirigeant. En effet, l'acte de vente ne contient pas d'information concernant la surconfiance dans la mesure où les motifs de vente peuvent être divers, comme par exemple la recherche de disponibilités (Kolasinski et Li, 2013).

Tableau 3 – Études utilisant les mesures créées par Malmendier et Tate (2005a)

	Mesure utilisée	Modification	Période d'analyse	Pays
(Malmendier et Tate, 2005b)	Holder67	Mesure d'origine	1980-1994	US
″	Longholder	Mesure d'origine		
″	Net Buyer	Mesure d'origine		
(Malmendier et Tate, 2005a)	Holder67		1980-1994	US
″	Longholder			
(Malmendier et Tate, 2008)	Holder67		1980-1994	US
″	Longholder	Création des mesures Pre et Post Longholder		
(Campbell et *al.*, 2011)	Holder67	Mesure basée sur l'ensemble des options	1992-2005	US
″	Net Buyer	Réalisation d'un classement		
(Galasso et Simcoe, 2011)	Holder67	Mesure plus restrictive	1980-1994	US
(Malmendier et *al.*, 2011)	Holder67		1980-1994	US
″	Longholder	Pre et Post Longholder		
(Hirshleifer et *al.*, 2012)	Holder67	Mesure basée sur l'ensemble des options	1993-2003	US
(Ahmed et Duellman, 2013)	Holder67	Mesure basée sur l'ensemble des options	1993-2009	US
″	Net Buyer	Réalisation d'un classement		
(Andriosopoulos et *al.*, 2013)	Holder67		1997-2006	UK
(Deshmukh et *al.*, 2013)	Longholder	Pre et Post Longholder	1984-1994	US
(Kolasinski et Li, 2013)	Net Buyer	Mesure qui ne tient pas compte des ventes	1988-2006	US
(Bouwman, 2014)	Holder67		1980-1994	US
″	Longholder			
(Hsieh et *al.*, 2014)	Holder67	Mesure basée sur l'ensemble des options	1991-2009	US
(Otto, 2014)	Longholder		1996-2005	US
(Wong et Zhang, 2014)	Net Buyer	Utilisation d'un ratio	1993-2006	US
(Banerjee et *al.*, 2015)	Holder67	Utilisation d'une variable continue	1994-2001	US
(Eichholtz et Yönder, 2015)	Longholder		2003-2010	US
″	Net Buyer	Mesure moins restrictive		
(Malmendier et Tate, 2015)	Longholder		1996-2012	US
(Hilary et *al.*, 2016)	Holder67	Mesure basée sur l'ensemble des options	1998-2010	US
(Hribar et Yang, 2016)	Holder67	Mesure basée sur l'ensemble des options	2001-2010	US

Nous constatons que la très grande majorité des études présentées dans le Tableau 3 sont basées sur des échantillons nord-américains. Les mesures utilisées dans ces recherches s'appuient principalement sur la mesure Holder67 ou ses variantes - 14 utilisations pour 20 études. De même, les échantillons couvrent deux périodes principales, la première se base sur le début des années1980 à la moitié des années 1990, ce qui correspond à 7 études sur les 20 présentées. La deuxième grande période d'analyse couvre les années 1990 à 2010, ce qui correspond à 11 études. Ainsi, ces travaux empiriques présentent une faible diversité. Dès lors, les analyses empiriques pourraient gagner en finesse en diversifiant les échantillons utilisés, tant en termes de mesure que de contexte ou de période d'analyse.

4 Les limites de ces mesures

Ces mesures sont par ailleurs également sujettes à différentes limites. La première limite est que le dirigeant peut acquérir des actions supplémentaires de la société, non pas parce qu'il est surconfiant mais parce qu'il dispose **d'informations internes privilégiées**. Le problème est alors de s'assurer de bien capter le biais de surconfiance et non d'autres phénomènes.

Un premier élément de distinction entre les effets de la surconfiance et des informations privées a trait à la persistance du comportement. En effet, le biais est persistant dans le temps alors que les comportements liés à des informations privées ne sont que ponctuels. L'usage de périodes longues pour *Longholder* permet donc d'éliminer cette hypothèse (Malmendier et Tate, 2005b). De même, pour les mesures *Holder 67* et *Net Buyer*, la disposition d'informations privées devrait induire des **comportements fluctuants dans le temps**, à l'opposé de ceux liés à de la surconfiance. Dans la même optique, Eichholtz et Yönder (2015) estiment que la surconfiance peut être capturée par des comportements récurrents, ce qui est cohérent avec la persistance de ce trait de personnalité.

Une deuxième distinction entre informations privées et biais de surconfiance est liée à la rentabilité attendue. L'hypothèse est qu'un dirigeant non surconfiant, qui est rationnel, n'investit que dans des projets rentables et peu risqués, à plus forte raison s'il dispose d'informations privées. En effet, si un dirigeant réalise des acquisitions de titres sur la base d'informations privées, ces titres devraient générer des **rendements positifs**. Ainsi, des titres acquis qui dégagent des rentabilités très négatives ne sont *a priori* pas acquis au motif d'informations particulières détenues. Eichholtz et Yönder (2015) associent ainsi le comportement d'un dirigeant supposé surconfiant à la rentabilité réelle de ses décisions d'investissement. Leurs résultats mettent en évidence que les transactions effectuées par des dirigeants supposés surconfiants ne sont pas suivies l'année suivante par de bonnes performances de l'entreprise ce qui invalide l'hypothèse de l'information privée. De même, Kolasinski et Li (2013) considèrent un dirigeant comme surconfiant si les achats qu'il réalise dégagent des rendements anormalement négatifs. Malmendier et Tate (2005b, 2008) estiment également, à l'instar de Eichholtz et Yönder (2015) et de Kolasinski et Li (2013), que l'analyse de la performance réelle permet de distinguer les effets de la surconfiance de ceux de l'information privée. Ils concluent que leurs trois mesures initiales mettent bien en avant des dirigeants surconfiants et non des dirigeants disposant de bonnes informations privées.

Une deuxième limite est liée au fait que les mesures basées sur les **options** (*Longholder et Holder 67*) sont **tributaires de leur octroi aux dirigeants** par les sociétés. Ces mesures excluent ainsi de nombreux dirigeants dont les contrats de rémunération ne contiennent pas de plans d'options. De façon générale, Malmendier et Tate (2015) estiment que le déclin de l'utilisation des rémunérations adossées sur les options, qui est constaté depuis peu, devrait rendre la mesure *Longholder* inutilisable à l'avenir. Pour la même raison, la mesure *Holder 67* deviendrait également caduque.

Enfin, une dernière critique faite aux mesures basées sur les options est que ces mesures sont liées à une forme de **procrastination**. Dans ces mesures, la surconfiance est captée par une « non-action » : le non-exercice des options. Kolasinski et Li (2013) privilégient donc l'utilisation de la mesure basée sur les seules acquisitions. La surconfiance est alors mesurée à partir d'un acte délibéré de la part du dirigeant.

Section 2.2 Approches basées sur des méthodologies par questionnaires et expérimentations

Des chercheurs mesurent la surconfiance en utilisant des méthodologies plus usuelles telles que les questionnaires (§1) ou les expérimentations (§2). Ces mesures souffrent également de certaines limites (§3). Nous présentons les études utilisant ces mesures dans le Tableau 4.

1 Les questionnaires

Les questionnaires permettent de définir la surconfiance sur la base des **déclarations** des individus sondés. L'utilisation de questionnaires issus de travaux en psychologie peut aider à déterminer l'existence du biais de surconfiance. Ainsi, le questionnaire « *Life Orientation Test-Revised* » de Scheier et *al.* (1994) permet de distinguer l'optimisme d'autres traits de personnalité. Graham et *al.* (2013) l'utilisent pour mettre en lumière l'aversion au risque ou l'optimisme.

Les questionnaires utilisés peuvent également chercher à déceler la surconfiance sur la base d'une mauvaise « calibration » des croyances des individus sondés. En effet, l'erreur de calibrage, « *miscalibration* » ou « *overprecision* », est une manifestation de la surconfiance. L'individu biaisé a des croyances pour lesquelles son intervalle de confiance est très – trop –

étroit. Ainsi, Ben-David et *al.* (2007) demandent à des responsables financiers de réaliser trimestriellement des prévisions concernant l'économie américaine, les stratégies de leurs sociétés et les rendements des titres de leurs sociétés respectives à différents horizons (1 à 10 ans). Ils déterminent à partir des réponses un intervalle de confiance concernant la probabilité de réalisation des prévisions individuelles pour chaque répondant. Cela leur permet de classer les directeurs financiers comme surconfiants ou non. En moyenne, seulement 38% des rentabilités réelles du marché correspondent aux prévisions, avec un intervalle de confiance de 80%. Ainsi, leurs résultats montrent que les responsables financiers sont majoritairement surconfiants.

Enfin, des questionnaires composés d'**échelles de mesure** peuvent être utilisés afin de déceler l'existence du biais de surconfiance et mesurer la « *miscalibration* ». Libby et Rennekamp (2012) interrogent ainsi des managers comptables et financiers américains. Pour chaque question, les managers doivent se prononcer, au vu de leur expérience, sur la manière dont les autres managers réagiraient et non sur la manière dont ils réagiraient personnellement. Cette manière indirecte d'interroger les managers évite le problème de l'image que peut vouloir donner un dirigeant de lui-même. Le dirigeant ne répond pas à son sujet mais en se projetant sur les comportements et réactions des autres dirigeants. Leurs résultats confirment que les managers sont majoritairement biaisés, et que le biais modifie les choix de diffuser certaines prévisions concernant l'entreprise. Ils montrent également que les managers pensent majoritairement que les autres managers sont surconfiants.

2 Les expérimentations

Il est également possible de réaliser des **expérimentations** afin de mesurer la surconfiance directement et de mettre en lumière ses effets. Dittrich et *al.* (2005) ont ainsi réalisé deux expérimentations pour montrer l'impact de la surconfiance et de l'aversion aux risques des investisseurs sur les choix d'investissement. La première permet aux auteurs de mesurer l'aversion aux risques en demandant à des étudiants de réaliser quatre séries d'investissements en fonction du risque associé à chaque projet. La deuxième a pour but de mesurer la surconfiance. À l'issue d'une première étape identique à la première expérimentation, ils ajoutent la possibilité de modifier leur choix d'origine en présentant aux sujets des choix alternatifs. Cette expérience permet aux chercheurs de confirmer que la

complexité des tâches, mesurées *via* les décisions successives, a un impact positif sur le biais de surconfiance.

Les expérimentations peuvent également viser à mettre en lumière l'effet du biais d'auto-attribution sur le biais de surconfiance. Ainsi, Libby et Rennekamp (2012) cherchent à déterminer si le biais d'auto-attribution peut générer de la surconfiance qui peut elle-même augmenter les probabilités de diffusion de prévisions d'entreprise. Pour ce faire, ils demandent à des étudiants en MBA de répondre à deux séries de questions issues du « T*rivial Pursuit* », chaque bonne réponse donnant lieu à une rémunération. À l'issue du premier tour, les auteurs donnent aux participants le nombre de réponses correctes qu'ils ont fournies mais pas le niveau de difficulté des questions auxquelles ils ont répondu. Puis, ils demandent à chaque participant d'évaluer sa performance en l'attribuant à des facteurs internes, comme les efforts ou la compétence, ou externes, par exemple la chance ou encore la difficulté. Cette analyse permet aux auteurs de mesurer le biais « d'auto-attribution » de chaque participant en fonction de l'importance donnée par les participants aux facteurs internes ou externes. Puis les auteurs demandent aux participants de réaliser des prévisions concernant leurs futures performances grâce à une échelle de mesure, et s'ils le souhaitaient, de s'engager à réaliser leurs prévisions pour le deuxième tour du jeu. La prévision consiste à estimer sa capacité à faire aussi bien qu'au premier tour de jeu. Les auteurs ont ainsi pu obtenir une mesure de l'impact de la surconfiance sur les anticipations des performances futures. De même, ils ont montré que la surconfiance influe positivement sur la propension des managers à s'engager et à communiquer sur des réalisations futures.

Enfin, Pikulina et *al.* (2014) réalisent une expérimentation qui leur permet de mesurer le lien entre la surconfiance et les efforts consentis pour réaliser des investissements. La première étape détermine le niveau de culture financière des participants. Il leur est également demandé de s'autoévaluer. La deuxième partie de l'expérimentation vise à montrer l'impact de la surconfiance sur les efforts réalisés. Les sujets sont ainsi amenés à faire des choix soit concernant des investissements, soit en termes d'efforts mentaux réels (décodage de nombres). Dans les deux cas, le niveau d'effort (financier ou réel) est librement choisi par le sujet. Les choix ainsi réalisés, mis en regard de la surconfiance déterminée dans la première étape, permet aux auteurs de conclure sur le lien entre le biais et les efforts consentis – financièrement ou réellement – pour réaliser des investissements.

3 Les limites de ces mesures

La principale limite de ces mesures est qu'elles ne mesurent que rarement la surconfiance des dirigeants mais plutôt la surconfiance d'**autres catégories d'individus**. Ainsi, les questionnaires et expérimentations sont souvent administrés et réalisés avec des étudiants. Toutefois, dans le cadre d'expérimentations en économie, les professionnels et les étudiants ont des réactions proches et qui sont en accord les unes par rapport aux autres (Frechette, 2011). Même si ces deux populations sont proches, des différences peuvent subsister entre elles et vis-à-vis de la population particulière des dirigeants. Il y a donc une réelle difficulté à opérationnaliser les mesures pour capturer le biais de surconfiance des dirigeants et déterminer l'impact de ce biais sur les décisions des entreprises.

Section 2.3 Autres approches

Une troisième catégorie de recherches empiriques utilise des méthodologies spécifiquement adaptées au biais de surconfiance. Ainsi, certains auteurs se basent sur l'image que renvoie les dirigeants (§1), alors que d'autres utilisent les effets de la surconfiance sur les entreprises pour détecter la surconfiance du dirigeant (§2).

Les différentes études présentées dans cette section sont également synthétisées dans le Tableau 4.

1 Mesure fondée sur l'image du dirigeant

Malmendier et Tate (2005a) ont développé une mesure alternative du biais de surconfiance qui est **basée sur l'image que renvoie le dirigeant aux tiers**. Ils utilisent des articles de **presse** issus, entre autres, des revues suivantes : *The New York Times*, *Financial Times*, *The Wall Street Journal*. Ils définissent des mots-clés traduisant la surconfiance tels que « *confident* », « *confidence* », « *optimism* » ou « *optimistic* », et ceux traduisant une forme de rigueur ou de non-surconfiance tels que « *reliable* », « *cautious* », « *conservative* » ou « *practical* ». Les auteurs comparent le nombre d'articles décrivant le dirigeant comme confiant à ceux le décrivant comme prudent. Ils qualifient ainsi les dirigeants comme surconfiants ou non. Cette mesure fondée sur l'image du dirigeant a été utilisée dans

différents travaux (Brown et Sarma, 2007 ; Malmendier *et al.*, 2011 ; Hirshleifer *et al.*, 2012 ; Deshmukh *et al.*, 2013 ; Hribar et Yang, 2016 ; Hilary *et al.*, 2016). Pour tester la robustesse de cette mesure, Malmendier et Tate (2005a) ont comparé les résultats obtenus avec la mesure de surconfiance issue de la presse avec leurs résultats précédents issus de la mesure *Longholder*. Ils concluent que les résultats sont similaires et que cette mesure permet donc de capter le même phénomène que celui mesuré par les outils basés sur la gestion du portefeuille personnel du dirigeant.

Cette mesure souffre tout de même de certaines limites. Un dirigeant a tendance à se **conformer à l'image qu'il renvoie** (Eichholtz et Yönder, 2015). De plus, certains dirigeants non surconfiants peuvent être tentés de se faire passer pour tels. Il est dès lors possible que la surconfiance affichée par les dirigeants provienne plus d'une volonté du dirigeant d'envoyer un signal sur ses compétences que d'un biais comportemental ignoré (Burks et *al.*, 2013).

Plus récemment, Lee et *al.* (2017) utilisent le ton des communications utilisées par les dirigeants sur **Twitter** ou lors de **communications** des résultats. Se basant sur la quantité de mot plus ou moins négatifs, ils déduisent un niveau d'optimisme plus ou moins élevé.

2 Mesures liées aux conséquences de la surconfiance

Toutes ces mesures présentent des limites et amènent les chercheurs à s'interroger sur de nouvelles méthodes de capture du biais de surconfiance. Malmendier et Tate (2015), qui sont à l'origine de la plupart des mesures classiques de la surconfiance, estiment que de nouvelles mesures sont prometteuses[6]. Ainsi, certains auteurs élaborent des mesures de la surconfiance en s'appuyant sur les résultats empiriques de différentes recherches. À partir de l'identification des conséquences et manifestations du biais, il est possible de remonter à la surconfiance. De fait, certains travaux **inversent les causes et les conséquences**. Par exemple, Hribar et Yang (2016) montrent que la surconfiance a un impact positif sur la décision de diffuser des prévisions. Il devrait être possible de fiabiliser une mesure de la surconfiance *via* les **prévisions** réalisées par le dirigeant, ce que font certaines recherches (Lin *et al.*, 2005 ; Hilary et Hsu, 2011). De même, la mesure d'Otto (2014), reposant sur les prévisions volontaires, est corrélée positivement avec les mesures basées sur les options et

[6] Utilisation du terme « *promising* » par Malmendier et Tate (2015, 44)

laisse à penser qu'elle capture bel et bien le même biais de surconfiance. Le biais de surconfiance peut également être mesuré au travers des investissements qui sont réalisés par les sociétés en mesurant le **surinvestissement** par rapport au secteur industriel de référence (Ahmed et Duellman, 2013). Il est également possible de mesurer le biais *via* le nombre de fusions-acquisitions réalisées par le dirigeant (Billett et Qian, 2008 ; Doukas et Petmezas, 2007). Schrand et Zechman (2012) se fondent sur les **rémunérations** des dirigeants pour mesurer leur biais de surconfiance. De même que (Kolasinski et Li, 2013) qui mesure un **degré de diversification** des investissements en titres du dirigeant en fonction de sa rémunération. Enfin de manière plus marginale, Kaplan et *al.* (2012) se basent sur les **caractéristiques** des dirigeants, telles que l'efficacité ou la proactivité, pour déceler certains traits de personnalité comme la surconfiance par exemple.

Tableau 4 – Études utilisant des mesures alternatives de la surconfiance

Mesure	Études
Presse	
	(Malmendier et Tate, 2005b)
	(Brown et Sarma, 2007)
	(Malmendier et Tate, 2008)
	(Malmendier et *al.*, 2011)
	(Hirshleifer et *al.*, 2012)
	(Deshmukh et *al.*, 2013)
	(Hilary et *al.*, 2016)
	(Hribar et Yang, 2016)
Twitter	(Lee et *al.*, 2017)
Questionnaires	
	(Ben-David et *al.*, 2007)
	(Libby et Rennekamp, 2012)
	(Graham et *al.*, 2013)
Expérimentations	
	(Libby et Rennekamp, 2012)
	(Pikulina et *al.*, 2014)
	(Dittrich et *al.*, 2005)
Autres approches	
Prévisions	(Lin et *al.*, 2005)
	(Hilary et Hsu, 2011)
	(Otto, 2014)
Acquisitions	(Doukas et Petmezas, 2007)
	(Billett et Qian, 2008)
	(Ahmed et Duellman, 2013)
Rémunération	(Schrand et Zechman, 2012)
	(Kolasinski et Li, 2013)
Caractéristiques	(Kaplan et *al.*, 2012)

Conclusion du chapitre 2

Ce chapitre expose les différentes mesures utilisées dans les travaux empiriques en sciences de gestion afin d'évaluer la surconfiance des dirigeants. De nombreuses recherches s'articulent autour des premières mesures opérationnalisées par Malmendier et Tate (2005b) : « Holder 67 », « Longholder » et « Net Buyer ». Celles-ci sont basées sur l'hypothèse sous-jacente que les dirigeants surconfiants ne diversifient pas leur risque de portefeuille, et au contraire concentrent le risque sur les titres de leur société en pensant que le cours va évoluer favorablement du fait de leur gestion. Cette attitude se traduit tant par des achats volontaires

de titres que par des exercices tardifs des paquets d'options. Ces mesures sont reprises dans la majorité des études empiriques sur la surconfiance des dirigeants.

Bien que largement utilisées, les principales mesures articulées autour de la gestion de portefeuille présentent des limites importantes. Ces mesures présentent le risque de mal qualifier un dirigeant, ce qui induit également une limite aux conclusions des recherches empiriques. Les évolutions des politiques de rémunérations, notamment, remettent en cause l'utilisation des mesures principales utilisées jusqu'alors (« *Holder 67* » et « *Longholder* »). De nouvelles mesures émergent donc dans la littérature pour capter le biais de surconfiance. La majorité de ces nouvelles mesures utilisent également des bases de données financières ou des données librement accessibles, et peu de chercheurs réalisent des expérimentations ou exploitent des questionnaires. Les manières de capturer le biais de surconfiance sont ainsi multiples et pourraient s'adapter à différents contextes d'étude, même si la majorité des études demeurent jusqu'ici anglo-saxonnes.

D'autres travaux empiriques utilisent des mesures alternatives spécifiquement liées au biais de surconfiance. Ainsi, une première approche consiste à utiliser l'image que renvoie le dirigeant biaisé aux tiers via, notamment, des portraits de presse ou Twitter. Une seconde approche consiste à retourner la causalité. Ainsi, pour détecter la surconfiance, les chercheurs utilisent les conséquences du biais du dirigeant pour les entreprises, en termes de prévisions ou de fusions-acquisitions par exemple.

Dans leur travail le plus récent, Malmendier et Tate (2015) pointent qu'une évolution des mesures de capture de la surconfiance est nécessaire. En effet, les mesures classiques basées sur l'exercice des stock-options risquent de devenir inapplicables. Néanmoins, des mesures alternatives semblent tout à fait prometteuses pour capturer ce biais et permettre de nouvelles études. Dans le chapitre 3 nous présentons une revue de la littérature des différentes études du biais de surconfiance des dirigeants.

Bibliographie

Ahmed A.S. et Duellman S. (2013), « Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism », *Journal of Accounting Research*, vol. 51, n° 1, p. 1-30.

Andriosopoulos D., Andriosopoulos K. et Hoque H. (2013), « Information Disclosure, CEO Overconfidence, and Share Buyback Completion Rates », *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, n° 12, p. 5486-5499.

Banerjee S., Dai L., Humphery-Jenner M. et Nanda V.K. (2015), « Top Dogs: Overconfident Executives and New CEO Selection », *Available at SSRN 2371435*.

Ben-David I., Graham J.R. et Harvey C.R. (2007), « Managerial Overconfidence and Corporate Policies », Working Paper, 13711, National Bureau of Economic Research.

Billett M.T. et Qian Y. (2008), « Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers », *Management Science*, vol. 54, n° 6, p. 1037-1051.

Bouwman C.H. (2014), « Managerial Optimism and Earnings Smoothing », *Journal of Banking & Finance*, vol. 41, p. 283-303.

Boyer C.M., Ciccone S.J. et Zhang W. (2003), « Insider Trading and Earnings Reporting: Evidence of Managerial Optimism or Opportunism? », SSRN Scholarly Paper, ID 426500, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Brown R. et Sarma N. (2007), « CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate acquisitions », *Ownership structure and corporate decision-making*, vol. 59, n° 5, p. 358-379.

Burks S.V., Carpenter J.P., Goette L. et Rustichini A. (2013), « Overconfidence and Social Signalling », *The Review of Economic Studies*, vol. 80, n° 3, p. 949-983.

Campbell T.C., Gallmeyer M., Johnson S.A., Rutherford J. et Stanley B.W. (2011), « CEO Optimism and Forced Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 101, n° 3, p. 695-712.

Deshmukh S., Goel A.M. et Howe K.M. (2013), « CEO Overconfidence and Dividend Policy », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 22, n° 3, p. 440-463.

Dittrich D.A.V., Güth W. et Maciejovsky B. (2005), « Overconfidence in Investment Decisions: An Experimental Approach », *The European Journal of Finance*, vol. 11, n° 6, p. 471-491.

Doukas J.A. et Petmezas D. (2007), « Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias », *European Financial Management*, vol. 13, n° 3, p. 531-577.

Eichholtz P. et Yönder E. (2015), « CEO Overconfidence, REIT Investment Activity and Performance », *Real Estate Economics*, vol. 43, n° 1, p. 139-162.

Frechette G.R. (2011), « Laboratory Experiments: Professionals Versus Students », SSRN Scholarly Paper, ID 1939219, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Galasso A. et Simcoe T.S. (2011), « CEO Overconfidence and Innovation », *Management Science*, vol. 57, n° 8, p. 1469-1484.

Graham J.R., Harvey C.R. et Puri M. (2013), « Managerial Attitudes and Corporate Actions », *Journal of Financial Economics*, vol. 109, n° 1, p. 103-121.

Hall B.J. et Murphy K.J. (2002), « Stock Options for Undiversified Executives », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 33, n° 1, p. 3-42.

Heaton J.B. (2002), « Managerial Optimism and Corporate Finance », *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, vol. 31, n° 2, p. 33-45.

Hilary G. et Hsu C. (2011), « Endogenous Overconfidence in Managerial Forecasts », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 51, n° 3, p. 300-313.

Hilary G., Hsu C., Segal B. et Wang R. (2016), « The Bright Side of Managerial Over-Optimism », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 62, n° 1, p. 46-64.

Hirshleifer D., Low A. et Teoh S.H. (2012), « Are Overconfident CEOs Better Innovators? », *Journal of Finance*, vol. 67, n° 4, p. 1457-1498.

Hribar P. et Yang H. (2016), « CEO Overconfidence and Management Forecasting », *Contemporary Accounting Research*, vol. 33, n° 1, p. 204-227.

Hsieh T.-S., Bedard J.C. et Johnstone K.M. (2014), « CEO Overconfidence and Earnings Management During Shifting Regulatory Regimes », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 41, n° 9-10, p. 1243-1268.

Kaplan S.N., Klebanov M.M. et Sorensen M. (2012), « Which CEO Characteristics and Abilities Matter? », *Journal of Finance*, vol. 67, n° 3, p. 973-1007.

Kolasinski A.C. et Li X. (2013), « Can Strong Boards and Trading Their Own Firm's Stock Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from Acquisitions by Overconfident CEOs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n° 04, p. 1173-1206.

Lee J.M., Hwang B.-H. et Chen H. (2017), « Are Founder CEOs more Overconfident than Professional CEOs? Evidence from S&P 1500 Companies », *Strategic Management Journal*, vol. 38, n° 3, p. 751-769.

Libby R. et Rennekamp K. (2012), « Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts », *Journal of Accounting Research*, vol. 50, n° 1, p. 197-231.

Lin Y., Hu S. et Chen M. (2005), « Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, n° 5, p. 523-546.

Malmendier U. et Tate G. (2005a), « Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited », *European Financial Management*, vol. 11, n° 5, p. 649-659.

Malmendier U. et Tate G. (2005b), « CEO Overconfidence and Corporate Investment. », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 6, p. 2661-2700.

Malmendier U. et Tate G. (2008), « Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction », *Journal of Financial Economics*, vol. 89, n° 1, p. 20-43..

Malmendier U. et Tate G. (2015), « Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, n° 4, p. 37-60.

Malmendier U., Tate G. et Yan J. (2011), « Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. », *Journal of Finance*, vol. 66, n° 5, p. 1687-1733.

Markowitz H. (1952), « Portfolio Selection », J*ournal of Finance*, vol. 7, n° 1, p. 77-91.

Otto C.A. (2014), « CEO Optimism and Incentive Compensation », *Journal of Financial Economics*, vol. 114, n° 2, p. 366-404.

Pikulina E., Renneboog L. et Tobler P. (2014), « Overconfidence, Effort, and Investment », SSRN Scholarly Paper, ID 2282443, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Scheier M.F., Carver C.S. et Bridges M.W. (1994), « Distinguishing Optimism from Neuroticism (and Trait Anxiety, Self-Mastery, and Self-Esteem): A Reevaluation of the Life Orientation Test », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 67, n° 6, p. 1063–1078.

Schrand C.M. et Zechman S.L.C. (2012), « Executive Overconfidence and the Slippery Slope To Financial Misreporting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 53, n° 1–2, p. 311-329.

Wong M.H.F. et Zhang X.F. (2014), « CEO Optimism and Analyst Forecast Bias. », *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 29, n° 3, p. 367-392.

Chapitre 3. Le biais de surconfiance des dirigeants – Conséquences pour l'entreprise et ses actionnaires

Le biais de surconfiance est un biais cognitif qui crée un décalage entre les décisions réellement prises et les décisions qui devraient être prises selon les prédictions des modèles rationnels. La majorité des articles en gestion tout comme en psychologie s'accordent à considérer que la surconfiance mène ainsi à des prises de décisions non optimales. La surconfiance est, par conséquent, susceptible d'impacter négativement la performance des entreprises.

Après avoir défini le biais de surconfiance et présenté ses outils de mesure dans les chapitres précédents, nous proposons maintenant d'analyser plus spécifiquement les conséquences de ce biais pour les entreprises et leurs actionnaires. Ses effets sur la valeur actionnariale ne sont pas univoques mais bel et bien multiples et contrastés. Dès lors, le critère de non rationalité du biais ne peut être le seul critère d'évaluation de ces effets.

Nous commençons par réaliser une présentation générale des recherches sur la surconfiance des dirigeants (Section 3.1). Nous aborderons ensuite la littérature qui s'est intéressée aux conséquences négatives de la surconfiance des dirigeants pour l'entreprise au regard des différentes décisions comptables et financières (Section 3.2). Puis nous analyserons les travaux plus récents qui tendent à montrer que ce biais peut également impliquer des effets positifs pour les entreprises (Section 3.3).

Sommaire

Chapitre 3. Le biais de surconfiance des dirigeants – Conséquences pour l'entreprise et ses actionnaires 59
Section 3.1 Méthodologie de recherche documentaire 60
Section 3.2 Conséquences négatives de la surconfiance sur les décisions comptables et financières 63
Section 3.3 Effets positifs de la surconfiance : les développements récents 74
Conclusion du chapitre 3 79
Bibliographie 81

Section 3.1 Méthodologie de recherche documentaire

Pour réaliser cette revue de la littérature, nous avons recherché le mots clé « *CEO overconfidence* » sur la base de données EBSCO. Nous avons retenu, dans un premier temps, les articles publiés dans des revues à comité de lecture. Pour affiner notre recherche, nous avons intégré dans un deuxième temps les articles utilisés en référence par les auteurs de nos premiers articles retenus.

Nous recensons dans cette revue de la littérature 51 travaux qui portent sur la surconfiance ou sur l'optimisme des dirigeants et managers. Ils sont présents dans le Tableau 5. Certains travaux cités dans les autres chapitres de ce travail doctoral ne sont pas repris ici dans la mesure où la surconfiance des dirigeant n'est pas l'objet principal mais est un élément de contexte – par exemple Wong et Zhang (2014) analysent les biais des analystes financiers vis-à-vis d'un dirigeant surconfiant. Nous excluons également les travaux qui concernent d'autres populations que les dirigeants d'entreprises cotées. Ainsi, à titre d'exemple, Bernardo et Welch (2001) s'intéressent en particulier aux entrepreneurs.

Les premières recherches sur la surconfiance des dirigeants datent du début des années 2000. Nous notons une nette augmentation du nombre de travaux réalisés à la suite des travaux fondateurs de Malmendier et Tate (2005b) qui ont permis d'opérationnaliser la mesure de la surconfiance des dirigeants et de capturer ce biais *via* des bases de données. Depuis les premières publications sur la surconfiance des dirigeants, des recherches sont régulièrement publiées. Près de la moitié (47%) des études que nous présentons ici ont été publiées entre 2010 et 2015.

Tableau 5 – Une recension des recherches sur la surconfiance du dirigeant

Auteurs	Date	Période d'analyse	Pays observé	Méthodologie
(Heaton)	2002			Modèle
(Keiber)	2002			Modèle
(Boyer et *al.*)	2003	1991-1999	US	Étude quantitative sur base de données
(Gervais et *al.*)	2003			Modèle
(Simon et Houghton)	2003	(non précisé)	US	Entretiens & Questionnaire
(Dittrich et *al.*)	2005	(non précisé)	ALLEMAGNE	Expérimentation
(Lin et *al.*)	2005	1985-2002	TAÏWAN	Étude quantitative sur base de données
(Paredes)	2005			Modèle
(Malmendier et Tate)	2005a	1980-1994	US	Étude quantitative sur base de données
(Malmendier et Tate)	2005b	1980-1994	US	Étude quantitative sur base de données
(Ben-David et *al.*)	2007	2001-2007	US	Questionnaire
(Bessière)	2007			Revue de la littérature
(Brown et Sarma)	2007	1994-2003	AUSTRALIE	Étude quantitative sur base de données
(Doukas et Petmezas)	2007	1980-2004	UK	Étude quantitative sur base de données
(Gervais et Goldstein)	2007			Modèle
(Malmendier et *al.*)	2007	1980-1994	US	Étude quantitative sur base de données
(Billett et Qian)	2008	1985-2002	US	Étude quantitative sur base de données
(Bolton et *al.*)	2008			Modèle
(Goel et Thakor)	2008			Modèle
(Hackbarth)	2008			Modèle
(Malmendier et Tate)	2008	1980-1994	US	Étude quantitative sur base de données
(Skala)	2008			Revue de la littérature
(Hribar et Yang)	2010	2001-2010	US	Étude quantitative sur base de données
(Campbell et *al.*)	2011	1992-2005	US	Étude quantitative sur base de données
(Galasso et Simcoe)	2011	1980-1994	US	Étude quantitative sur base de données
(Gervais et *al.*)	2011			Modèle
(Hilary et Hsu)	2011	1997-2007	US	Étude quantitative sur base de données
(Malmendier et *al.*)	2011	1980-1994	US	Étude quantitative sur base de données
(Hirshleifer et *al.*)	2012	1993-2003	US	Étude quantitative sur base de données
(Kaplan et *al.*)	2012	2000-2006	INTERNATIONALE	Entretiens via un cabinet de consulting
(Libby et Rennekamp)	2012	(non précisé)	US	Expérimentation & Questionnaire
(Schrand et Zechman)	2012	1990-2000	US	Étude de cas
(Ahmed et Duellman)	2013	1993-2009	US	Étude quantitative sur base de données
(Andriosopoulos et *al.*)	2013	1997-2006	UK	Étude quantitative sur base de données
(Ben-David et *al.*)	2013	2001-2011	US	Questionnaire
(Deshmukh et *al.*)	2013	1984-1994	US	Étude quantitative sur base de données
(Graham et *al.*)	2013	2005-2006	INTERNATIONALE	Questionnaire
(Kolasinski et Li)	2013	1988-2006	US	Étude quantitative sur base de données
(Ben Mohamed et *al.*)	2014	1999-2010	US	Étude quantitative sur base de données
(Bouwman)	2014	1980-1994	US	Étude quantitative sur base de données
(Hsieh et *al.*)	2014	1991-2009	US	Étude quantitative sur base de données
(Otto)	2014	1996-2005	US	Étude quantitative sur base de données
(Pikulina et *al.*)	2014	(non précisé)	PAYS-BAS	Expérimentation
(Yu)	2014			Modèle
(Eichholtz et Yönder)	2015	2003-2010	US	Étude quantitative sur base de données

Auteurs	Date	Période d'analyse	Pays observé	Méthodologie
(Malmendier et Tate)	2015	1997-2002	US	Étude quantitative sur base de données
(Banerjee et *al.*)	2015a	1992-2012	US	Étude quantitative sur base de données
(Banerjee et *al.*)	2015b	1994-2011	US	Étude quantitative sur base de données
(Hilary et *al.*)	2016	1998-2010	US	Étude quantitative sur base de données
(Hribar et Yang)	2016	2001-2012	US	Étude quantitative sur base de données
(Lee et *al.*)	2017	2008-2012	US	Analyse de contenus - communications

Parmi ces études, 2 sont des revues de la littérature et ont été publiées à la fin des années 2000 (Bessière, 2007 ; Skala, 2008). La revue de la littérature de Skala (2008) explore la notion de surconfiance en s'appuyant sur différents champs de recherche : la psychologie, la finance et la finance d'entreprise.

Quelques auteurs développent des modèles pour mettre en évidence certains effets de la surconfiance. 9 publications présentent des modèles, soit plus de 13% des études présentées.

Le Tableau 5 met en lumière que 76% des articles présentés sont des recherches empiriques. Parmi ces 39 études, 30 utilisent des bases de données. Les autres sont principalement fondées sur des questionnaires ou des expérimentations. Les travaux précurseurs de Malmendier et Tate (2005b) ont permis un véritable essor des recherches empiriques sur le biais de surconfiance des dirigeants. Ainsi, sur les 30 études quantitatives sur bases de données, 22 utilisent leurs mesures de la surconfiance (donc près de 75%). De plus, la majorité de ces travaux empiriques exploitent des périodes d'observation longues, ce qui est cohérent avec l'utilisation des mesures de Malmendier et Tate (2005b).

Au même titre que la majorité des études utilisent les mêmes mesures, nous notons également que la majorité des études empiriques utilisent les mêmes contextes institutionnels. Ainsi, 87% sont anglo-saxonnes (34 études) et 80% sont nord-américaines (31 études). Très peu d'études ont été conduites en Europe, et aucune en France.

Section 3.2 Conséquences négatives de la surconfiance sur les décisions comptables et financières

Par définition, le biais de surconfiance influence le processus de prise de décision par les dirigeants. Le biais va créer un décalage entre la décision rationnelle, qui est économiquement considérée comme optimale, et la décision réelle. Ce décalage rend théoriquement la **décision** prise par un dirigeant biaisé **non optimale** quant à la performance et la création de valeur pour la société. Or le rôle des dirigeants est très important dans certaines décisions majeures relatives aux choix d'investissement, de financement ou à la politique de distribution de dividendes (Bertrand et Schoar, 2002). Le biais de surconfiance est par conséquent susceptible d'affecter différents types de décisions comptables et financières et, par voie de conséquence, la valeur de l'entreprise. Ces « mauvaises » décisions questionnent les aptitudes et capacités des dirigeants à maximiser la valeur de la société. Kolasinski et Li (2013, p. 1198) vont plus loin et estiment même que « *overconfidence is a kind of incompetence, one relating to the CEO's judgment of the value of his firm and projects* ». Les principales conséquences étudiées dans la littérature sont relatives aux choix d'investissement[7] (§1), aux choix de financement (§2), aux prévisions (§3) et aux choix comptables[8] (§4).

1 Surconfiance des dirigeants et choix d'investissement

Dans une prise de décision ou la mise en œuvre d'un projet, différents paramètres sont à prendre en compte pour le décideur. Ainsi pour les choix d'investissement, que ce soit en termes d'actifs, de titres de participation ou même de fusion-acquisition, l'évaluation des risques et de la rentabilité attendue sont des paramètres de première importance. Or ces éléments sont directement impactés par le biais de surconfiance du décideur dans la mesure où l'évaluation des probabilités se trouve faussée par ce biais. L'influence de la surconfiance sur l'estimation des risques et sur les rentabilités attendues donne au dirigeant biaisé une illusion qu'il dispose d'opportunités, peu risquées et rentables, et va l'amener à surinvestir.

[7] L'impact de la surconfiance du dirigeant sur les décisions d'investissement fait l'objet du chapitre 4 du présent travail de thèse.

[8] Nous étudions l'impact de la surconfiance des dirigeant sur la gestion du résultat dans le chapitre 5 de ce travail.

Les différents impacts de la surconfiance mis en lumière dans la littérature présentée ici sont récapitulés dans le Tableau 6.

Tableau 6 – Conséquences de la surconfiance des dirigeants sur les choix d'investissement

Les choix d'investissements		
Paramètre étudié	Auteurs	Impact de la surconfiance
Estimation des risques	(Dittrich et *al.*, 2005)	Sous-estimation des risques
	(Goel et Thakor, 2008)	Sous-estimation des risques Recherche de moins d'informations
	(Eichholtz et Yönder, 2015)	Sous-estimation des risques
Estimation de la rentabilité attendue	(Malmendier et Tate, 2005b, 2005a, 2015)	Surestimation des rentabilités attendues
	(Doukas et Petmezas, 2007)	Investissements qui réduisent la valeur de la firme
	(Eichholtz et Yönder, 2015)	Investissements qui réduisent la valeur de la firme
Opportunités d'investissement	(Goel et Thakor, 2008)	Mauvaise interprétation d'informations : analyse à tort de certaines situations comme étant des opportunités d'investissement
Investissements	(Malmendier et Tate, 2005b, 2005a)	Surinvestissement en cas de sources de financement internes
	(Ben-David et *al.*, 2007)	Surinvestissement
	(Brown et Sarma, 2007)	Investissements nombreux et diversifiés
	(Goel et Thakor, 2008)	Surinvestissement qui diminue la valeur de la firme
	(Malmendier et Tate, 2008)	Réaction négative du marché aux investissements réalisés et destruction de valeur
	(Billett et Qian, 2008)	Réaction négative du marché aux investissements réalisés et destruction de valeur

Le premier paramètre significatif lors d'une prise de décision est l'estimation des probabilités de succès associées à la décision. Or l'un des effets de la surconfiance est de modifier les probabilités estimées par le décideur. Une distorsion existe entre les probabilités associées à chaque évènement par un dirigeant surconfiant et les probabilités réelles de survenance des différents évènements. Ce décalage a une dimension particulière lorsqu'il s'agit de l'évaluation des risques associés à un projet de l'entreprise. En effet, un dirigeant surconfiant sous-estime systématiquement **les risques** liés à ses choix d'investissement (Dittrich et *al.*, 2005 ; Eichholtz et Yönder, 2015 ; Goel et Thakor, 2008). De plus, quand le biais de disponibilité se trouve associé au biais de surconfiance, il augmente d'autant plus le risque associé aux projets réalisés. En effet, le biais de disponibilité implique une non-recherche d'informations supplémentaires. Or ces deux biais sont souvent associés dans les recherches

en psychologie (Ansel et Girandola, 2004). Le modèle créé par Goel et Thakor (2008) confirme que les dirigeants surconfiants recherchent moins d'informations supplémentaires dans le cadre de leurs choix d'investissement que les dirigeants non biaisés. Le manque d'information rend les décisions d'autant plus risquées.

March et Shapira (1987) analysent la différence entre la notion théorique du risque et la conception effective du risque par les managers. Leur étude, antérieure aux premières études sur la surconfiance, révèle déjà que les managers jugent que les risques qu'ils prennent sont mesurés et contrôlés alors même qu'ils ne le sont pas. Les managers ont le sentiment d'avoir une gestion rationnelle et responsable des risques. Ils estiment qu'ils ont une gestion du risque qui n'est, pour eux, en aucun cas semblable à une « attitude de joueur »[9]. Ils fondent leurs jugements sur ce qu'ils pensent être leurs capacités et leurs informations.

Le deuxième paramètre d'importance lors d'une prise de décision est **la rentabilité attendue** du projet d'investissement. La rentabilité attendue du projet est corrélée au niveau de risque accepté par le décideur. Or, l'évaluation du résultat du projet est souvent éloignée de la réalité lorsqu'elle est accomplie par un dirigeant biaisé. Malmendier et Tate testent dans différents travaux le lien existant entre la surconfiance des dirigeants et les choix d'investissement des sociétés (Malmendier et Tate, 2005a ; Malmendier et Tate, 2005b ; Malmendier et Tate, 2015). Ils mettent en lumière des investissements plus nombreux, et concluent qu'un dirigeant surconfiant surestime systématiquement les retours attendus de ses choix d'investissement. De même, dans la majorité des recherches ayant traité ce sujet, le biais de surconfiance est considéré comme ayant un impact négatif sur les décisions d'investissement. En effet, le dirigeant réalise des investissements qui ne sont pas suffisamment rentables et qui réduisent ainsi la valeur de la société. Ce constat est mis en évidence dans différents travaux empiriques tels que ceux de Doukas et Petmezas (2007) et de Eichholtz et Yönder (2015). Ces derniers ont analysé l'impact de la surconfiance des dirigeants sur les décisions d'investissement dans des sociétés d'investissement immobiliers. Ils confirment que l'impact du biais est négatif en ce sens que les décisions d'investissement prises sont plus nombreuses mais moins rentables que les décisions prises par un dirigeant non biaisé.

Les estimations des rentabilités attendues par une dirigeant surconfiant sont plus élevées qu'elles ne le sont en réalité. Ainsi, les dirigeants surconfiants pensent disposer de plus

[9] Les auteurs utilisent le terme « *gambling* » (March et Shapira, 1987, 1407)

d'opportunités d'investissements, sûres et rentables, et vont investir plus que des dirigeants rationnels. Ben-David et *al.* (2007) étudient la calibration des anticipations réalisées par des managers à propos des rentabilités attendues de leurs sociétés. Ils concluent que les prévisions des cadres financiers biaisés sont particulièrement mal calibrées et que les sociétés dans lesquelles ces managers sont décisionnaires investissent plus que les autres. L'illusion d'opportunités d'investissement peut également provenir d'un effet de signal dû à l'interprétation que fait le dirigeant surconfiant de certaines informations. Par exemple, Goel et Thakor (2008) montrent que le dirigeant surconfiant va interpréter toute information comme étant un signal de rentabilité par rapport à son choix d'investissement (en titres notamment). Or, un dirigeant rationnel n'aurait pas interprété le même signal de la sorte. Plus le dirigeant est surconfiant, plus il réagit à un signal faible et plus il investit, ce qui peut mener au surinvestissement.

Le **surinvestissement** est toujours évalué au regard des décisions optimales qui seraient prises par un dirigeant rationnel non touché par le biais de surconfiance. Les investissements vont impacter la valeur de la société soit par la création de valeur supplémentaire soit par la destruction de valeur. Or l'attitude de surinvestissement des dirigeants surconfiants diminue, bien souvent, la valeur réelle de la société (Goel et Thakor, 2008). En analysant le lien entre la surconfiance des dirigeants et les réactions du marché, Malmendier et Tate (2008) corroborent cette conclusion et montrent que plus le dirigeant investit, plus le marché réagit négativement aux acquisitions réalisées. En effet, la rentabilité attendue de chaque investissement supplémentaire est potentiellement plus faible puisque les résultats sont surestimés par le dirigeant surconfiant. Chaque investissement supplémentaire, s'il reste rentable, ne représente alors qu'une trop petite augmentation de la richesse des actionnaires pour créer de la valeur. À l'extrême, un dirigeant surconfiant a tendance à détruire de la valeur pour les actionnaires à l'occasion d'acquisition de nouvelles sociétés (Malmendier et Tate, 2008). De même, Billett et Qian (2008) montrent que des acquisitions réalisées par un dirigeant surconfiant peuvent être destructrices de valeur pour la société en raison des réactions du marché. Enfin, Malmendier et Tate (2005b, 2005a) mettent en évidence que le surinvestissement est conditionné par l'existence de sources de financement internes.

Néanmoins, Brown et Sarma (2007) nuancent l'effet de la surconfiance sur les choix d'investissement. En effet, même s'ils confirment que la surconfiance a un impact sur les décisions d'investissement, tant en nombre qu'en diversité, ils insistent sur l'importance du caractère dominant du dirigeant. Le simple fait d'être sûr de soi ne suffit pas pour imposer

son point de vue. Il est nécessaire d'avoir également une forme d'ascendant sur les autres. Pour eux, « l'autorité » du dirigeant et le biais de surconfiance participent autant l'un que l'autre à l'explication des choix d'investissement des sociétés.

2 Surconfiance des dirigeants et politiques financières

Le biais de surconfiance a également différents impacts sur les choix de financement. S'il influe sur les décisions d'investissement, c'est également parce qu'il modifie la perception des sources de financement. Il va générer par exemple des préférences pour des sources de financements internes. La surconfiance impacte également la politique de distribution des dividendes et la politique de rachat des titres par la société. Les différents résultats de travaux recensés sur ce thème sont synthétisés dans le Tableau 7.

Tableau 7 – Conséquences de la surconfiance des dirigeants sur les politiques financières

Les politiques financières		
Paramètre étudié	Auteurs	Impact de la surconfiance
Perception de la valeur de la firme	(Heaton, 2002)	Décalage par rapport à l'évaluation par le marché
	(Malmendier et Tate, 2005a, 2005b)	Décalage par rapport à l'évaluation par le marché
		Fonds externes, en provenance du marché, trop onéreux
	(Ben-David et *al.*, 2007)	Sous-évaluation de la valeur de la firme par les investisseurs
Sensibilité des investissements aux *cash-flows* exacerbée	(Lin et *al.*, 2005)	Préférence pour les sources de financement internes telles que les *cash-flows*
	(Malmendier et Tate, 2005b)	Tout supplément de liquidité est une opportunité d'investissement
	(Ben Mohamed et *al.*, 2014b)	Sensibilité aux *cash-flows*
Politique de distribution de dividendes	(Ben-David et *al.*, 2007)	Moins de distribution de dividendes
	(Deshmukh et *al.*, 2013)	Moins de distribution de dividendes
Recours aux financements extérieurs	(Malmendier et Tate, 2005a, 2005b)	Préférence pour un recours à la dette plutôt qu'au marché
	(Malmendier et *al.,* 2007)	Préférence pour un recours à la dette plutôt qu'au marché
	(Hackbarth, 2008)	Ratio d'endettement élevé car surconfiance dans les capacités de remboursement
	(Malmendier et *al.*, 2011)	Recours à l'endettement le plus faible possible
	(Ben-David et *al.,* 2013)	Préférence pour un recours à la dette plutôt qu'au marché
	(Graham et *al.,* 2013)	Parmi les dettes, préférence pour les dettes à court terme

Le biais de surconfiance implique un décalage de perception de la valeur de la société entre le dirigeant et les investisseurs (Heaton, 2002 ; Malmendier et Tate, 2005a). Le dirigeant surconfiant estime que les investisseurs **sous-évaluent la valeur de la société** (Ben-David et *al.*, 2007). Cette situation, considérée comme injustifiée par le dirigeant, peut induire des choix managériaux biaisés. Ces choix, non rationnels, vont affecter le niveau des investissements et les choix des sources de financement. Un dirigeant surconfiant estime que le marché exige une rémunération trop élevée par rapport à la qualité et aux perspectives de la société qu'il dirige (Malmendier et Tate, 2005b).

Cette perception du marché, caractéristique des dirigeants surconfiants, augmente la sensibilité des investissements à l'existence de *cash-flows* disponibles au sein de l'entreprise. L'autofinancement *via* les *cash-flows* pour financer les projets d'investissement est privilégié dans la mesure où le coût des financements extérieurs, avec un recours au marché ou aux emprunts, est jugé trop élevé. Il est ainsi possible que le biais de surconfiance explique une partie de cette **sensibilité des investissements aux *cash-flows*** dans la mesure où un dirigeant biaisé préfère les sources de financement internes (Lin et *al.*, 2005 ; Malmendier et Tate, 2005b ; Ben Mohamed et *al.*, 2014).

De plus, cette sensibilité exacerbée aux *cash-flows* peut amener le dirigeant surconfiant à des choix non rationnels pour la politique financière de l'entreprise. À l'extrême, un dirigeant surconfiant peut choisir de renoncer à des investissements rentables pour ne pas avoir recours à un financement extérieur. Dans le cas où un dirigeant surconfiant ne dispose pas de suffisamment de sources de financement internes, il est réticent à faire appel au marché car il perçoit les actions de l'entreprise comme sous-évaluées par le marché. Cette perception du dirigeant biaisé peut le conduire à renoncer à des investissements créateurs de valeur au détriment de l'entreprise et des actionnaires (Malmendier et Tate, 2005b). À l'inverse, tout supplément de liquidité est perçu par le dirigeant surconfiant comme une opportunité de réaliser des investissements supplémentaires, que ces investissements soient rentables, opportuns et sans risques, ou non (Malmendier et Tate, 2005b).

Toujours dans le but de privilégier les sources de financement internes, les dirigeants surconfiants sont également moins enclins à distribuer **des dividendes** comparativement aux dirigeants non surconfiants, car ils préfèrent utiliser les *cash-flows* pour financer leurs investissements. En analysant la surconfiance des managers et ses effets sur les politiques d'entreprises, Ben-David et *al.* (2007) mettent en avant que les sociétés dirigées par des managers soumis à ce biais distribuent effectivement moins de dividendes. Deshmukh et *al.*

(2013) confirment également l'impact négatif de la surconfiance sur les politiques de distribution des dividendes.

Même si un dirigeant surconfiant privilégie les sources de financement internes, il doit parfois avoir recours à des sources de financement extérieures. Dans ce cas, il existe également une hiérarchie dans les préférences du dirigeant. En effet, il montre une nette préférence pour **l'endettement** par rapport au recours au marché. Cette hypothèse est cohérente avec les résultats précédents qui lient le biais de surconfiance et la politique de rachat des titres des sociétés. En cas de recours à des financements extérieurs, les sociétés dirigées par des dirigeants biaisés ont des ratios d'endettement plus élevés que les ratios des sociétés gérées par des dirigeants non biaisés. Un dirigeant non biaisé utilise les différentes sources de financement de manière plus équilibrée. Le lien entre la surconfiance et un ratio d'endettement élevé est mis en lumière par les travaux de Hackbarth (2008) grâce à un modèle qui lie certains traits managériaux (optimisme, surconfiance ou aversion au risque par exemple) et les choix réalisés concernant la structure des capitaux. Ce lien est par ailleurs mis en évidence dans de nombreux autres travaux empiriques comme ceux de Ben-David et *al.* (2013), Malmendier et Tate (2005a, 2005b) et Malmendier et *al.* (2007, 2011). Enfin, Graham et *al.* (2013) précisent qu'en cas de recours à l'endettement, le dirigeant surconfiant fait montre d'une préférence pour les endettements à court terme.

3 Surconfiance des dirigeants et prévision du résultat

Le biais de surconfiance peut avoir différentes implications vis-à-vis des prévisions du résultat. Les études analysant ces implications sont présentées dans le Tableau 8. Ces études mettent majoritairement en lumière un effet négatif de la surconfiance sur les prévisions du résultat, mais certaines nuancent ces conclusions.

Tableau 8 – Conséquences de la surconfiance des dirigeants sur les prévisions du résultat comptable

Les prévisions du résultat		
Paramètre étudié	Auteurs	Impact de la surconfiance
Nombre	(Hribar et Yang, 2010)	Prévisions plus nombreuses
	(Libby et Rennekamp, 2012)	Prévisions plus nombreuses
	(Hribar et Yang, 2016)	Prévisions plus nombreuses
Exactitude	(Boyer et *al.*, 2003)	Les prévisions optimistes sont réalisées en bonne foi
	(Goel et Thakor, 2008)	« *Hyperprecision* » : surestimation de la justesse des prévisions
	(Hribar et Yang, 2010)	Prévisions précises sans marge d'erreur
	(Hilary et Hsu, 2011)	Prévisions moins exactes si elles suivent une série de bonnes prévisions à court terme
	(Hribar et Yang, 2016)	Prévisions précises sans marge d'erreur
	(Lee *et al.*, 2017)	Prévisions plus ambitieuses
Réaction du marché	(Libby et Rennekamp, 2012)	Sur-réaction du marché aux prévisions
	(Hilary et Hsu, 2011)	Reconnaissance par le marché et les analystes des prévisions d'un dirigeant biaisé et réaction adaptée
	(Lee *et al.*, 2017)	Pas de réaction particulière du marché

Premièrement, le dirigeant biaisé est plus enclin à réaliser et diffuser des prévisions qu'un dirigeant rationnel. En effet, la surconfiance amène le dirigeant à être très sûr concernant les résultats et rentabilités attendus de ses décisions. Il a alors tendance à beaucoup communiquer à ce propos. Les **divulgations volontaires** réalisées par des dirigeants surconfiants sont **plus nombreuses** que celles réalisées par des dirigeants non biaisés. Cette conclusion est validée par Libby et Rennekamp (2012) et par Hribar et Yang (2010, 2016).

Deuxièmement, un dirigeant biaisé surestime la justesse des prévisions réalisées quant aux résultats et à la rentabilité de l'entreprise. Ce phénomène est appelé dans la littérature financière « ***l'hyperprécision*** » (Goel et Thakor, 2008). Un tel dirigeant est plus susceptible de faire des prévisions précises que d'utiliser des ordres de grandeurs ou des plages d'estimations. Étant relativement sûr de son fait, il s'engagera sur des éléments chiffrés précis sans retenir de marge d'erreur (Hribar et Yang, 2010, 2016).

Troisièmement, le dirigeant peut être amené à réaliser **des prévisions inexactes** dans certaines circonstances. En effet, un dirigeant qui a procédé à une série de bonnes prévisions à court terme peut en réaliser ensuite de moins exactes. Lorsqu'un dirigeant sujet au biais d'auto-attribution a effectué des prévisions exactes dans le passé, il attribue la justesse de ses prévisions à ses propres compétences (plutôt qu'à de la chance). Ce mécanisme va créer de la surconfiance, ou la renforcer, pour les futures prévisions. Or la surconfiance induit une

surpondération de l'information privée. Les prévisions suivantes sont ainsi souvent moins exactes car elles sont plus déconnectées de la réalité et du marché à cause du biais de surconfiance. Les résultats de Hilary et Hsu (2011), qui analysent la surconfiance comme un phénomène dynamique qui se renforce dans le temps *via* le biais d'auto-attribution, montrent effectivement cet effet.

Enfin, les prévisions dues à la surconfiance seraient potentiellement couteuses pour l'entreprise. Le marché peut identifier les dirigeants surconfiants et **réagir de manière spécifique** aux prévisions réalisées par ceux-ci (Hilary et Hsu, 2011). Mais les conclusions des études empiriques divergent. Ainsi, Libby et Rennekamp (2012) concluent de leur expérimentation que le marché a tendance à sur-réagir systématiquement lorsque les résultats s'éloignent des prévisions qui avaient été faites, que les dirigeants soient biaisés ou non. Si les prévisions réalisées ne sont pas atteintes, il existe alors deux conséquences négatives pour la valeur de la société. La première correspond simplement à la non-obtention du résultat ou de la rentabilité voulue et annoncée. La deuxième, dans le cas où le marché sur-réagit effectivement, correspond à une sanction du marché qui se traduit par une valorisation de la société plus négative que ce qu'elle aurait été s'il n'y avait pas eu de prévisions. Toutefois, deux nuances sont à apporter concernant la réaction supposée du marché et les prévisions optimistes des dirigeants biaisés. Premièrement, Boyer et *al.* (2003) montrent que, dans le cas des sociétés qui divulguent des prévisions optimistes, les managers sont optimistes et ne cherchent ni à tirer profit, ni à tromper le marché. Deuxièmement, les investisseurs et les analystes reconnaissent les dirigeants surconfiants et réagissent par conséquent moins aux prévisions réalisées par de tels dirigeants (Hilary et Hsu, 2011). Cette dernière conclusion n'est néanmoins pas confirmée par Lee et *al.* (2017). Ils mettent en avant que les investisseurs n'ont pas de réaction différenciée en fonction de la surconfiance manifeste du dirigeant-fondateur, quand bien même leurs prévisions s'avèrent plus élevées.

4 Surconfiance des dirigeants et choix comptables

Le biais de surconfiance des dirigeants peut également avoir des impacts sur les choix comptables qui sont réalisés. Les principaux travaux recensés portant sur ce type d'impacts sont récapitulés dans le Tableau 9.

.

Tableau 9 – Conséquences de la surconfiance du dirigeant sur les choix comptables

Les choix comptables		
Paramètre étudié	Auteurs	Impact de la surconfiance
Comptabilité prudente	(Ahmed et Duellman, 2013)	Style de comptabilité moins prudente
Gestion du résultat et lissage	(Hribar et Yang, 2010)	Gestion du résultat pour qu'il corresponde aux prévisions Prévisions sont moins exactes
	(Libby et Rennekamp, 2012)	Plus de manipulation de chiffres et d'erreurs de prévisions
	(Schrand et Zechman, 2012)	Inexactitudes financières non intentionnelles dans un premier temps
	(Hsieh et *al.*, 2014)	Plus de gestion du résultat et importance de la gouvernance
	(Bouwman, 2014)	Plus de lissage des résultats Résultats moins surprenants

La littérature suggère que les dirigeants surconfiants mettent en œuvre une comptabilité moins prudente et moins conservatrice que leurs homologues rationnels. La prudence, ou la non-prudence, peut être mesurée en utilisant différentes mesures de temporalité.

La première mesure de temporalité concerne **les évènements survenus**. Elle correspond au choix du dirigeant quant à la prise en considération comptable des évènements selon leur impact, positif ou négatif, sur les comptes. Un dirigeant biaisé peut annoncer des anticipations positives dans les résultats actuels ou au contraire repousser l'annonce de résultats négatifs. Ainsi, les dirigeants surconfiants ont tendance à accélérer la prise en compte des bonnes nouvelles et à retarder celle des mauvaises (Ahmed et Duellman, 2013).

Une deuxième mesure liée à la temporalité correspond à une **anticipation sur des résultats futurs**. Un dirigeant biaisé anticipe des résultats à venir supérieurs à ceux attendus par un dirigeant rationnel. Il peut être tenté d'anticiper et de déclarer ces résultats comme étant effectifs sur la période présente. Mais une telle anticipation limite de fait la déclaration de revenus importants dans le futur dans la mesure où le dirigeant surconfiant « emprunte »

aux périodes futures, leurs bons résultats pour en masquer de moins bons actuels. Inversement, il ne déclarera pas totalement les bons résultats actuels pour anticiper le cas éventuel de futurs résultats moins bons. Le **lissage** est ainsi plus important car le dirigeant surconfiant présente des résultats plus élevés qu'un dirigeant rationnel en cas de mauvais résultats. Et lors des périodes caractérisées par de bons résultats, il doit « rembourser »[10] les résultats passés surestimés. Ainsi, en cas de mauvais résultats un dirigeant biaisé présente des résultats meilleurs qu'un dirigeant rationnel, et en cas de bons résultats il en présente de moins bons. Bouwman (2014), dans sa recherche sur le lien entre la surconfiance et la gestion des résultats, confirme que les dirigeants biaisés ont davantage tendance à lisser les résultats que des dirigeants rationnels. Il montre également que les résultats obtenus par les sociétés dirigées par des dirigeants surconfiants sont moins surprenants, plus attendus, plus lisses, que les autres. Ces résultats présentent des variations plus faibles d'une année sur l'autre.

De manière générale, un dirigeant surconfiant est plus susceptible de tenter de **gérer le résultat** de l'entreprise (Hsieh et *al.*, 2014)[11]. L'objectif principal d'une telle gestion est que le résultat corresponde au plus près aux prévisions qui avaient été réalisées. Les travaux de Hribar et Yang (2010) sur les effets de la surconfiance sur la gestion des **prévisions** et la gestion du résultat confirment cette hypothèse. Dans des travaux plus récents, ils montrent par ailleurs qu'un dirigeant optimiste a plus tendance à se tromper dans ses propres prévisions (Hribar et Yang 2016). Ainsi, un dirigeant biaisé réalise plus de prévisions qui s'avèrent inexactes mais il cherche dans la mesure du possible à faire correspondre le résultat à ses prévisions. Cette hypothèse est corroborée par Libby et Rennekamp (2012), qui affirment que la manipulation des chiffres et les erreurs de prévisions sont plus fréquentes dans le cas d'un manager surconfiant. Toutefois, l'inexactitude initiale dans les reportings financiers due à la surconfiance n'est pas forcément intentionnelle. L'étude de Schrand et Zechman (2012) montre que, dans la majorité des cas, les premières dérives en matière d'exactitude financière ne sont pas intentionnelles mais que les suivantes le sont davantage. Ces auteurs confirment également qu'un biais de surconfiance est à l'origine de la majorité des dérives qu'ils ont étudiées.

[10] Le terme utilisé par Bouwman (2014, p. 301) est « *pay back* ».

[11] Le lien entre la surconfiance et la gestion du résultat fait l'objet du chapitre 5 du présent travail de thèse.

Section 3.3 Effets positifs de la surconfiance : les développements récents

L'impact du biais de surconfiance sur le processus de prise de décision peut créer un décalage entre la gestion réalisée par le dirigeant et la gestion souhaitable pour les actionnaires, quant à la valeur d'entreprise. La théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) est traditionnellement mobilisée pour expliquer la divergence potentielle entre les intérêts des actionnaires et ceux du dirigeant. Toutefois, l'origine des décisions sous-optimales et non rationnelles associées à la surconfiance n'est pas à chercher dans des problèmes de conflit d'agence de type I. En effet, le dirigeant surconfiant pense, en toute bonne foi, agir dans l'intérêt des actionnaires même s'il détruit de la valeur. Différents apports de la littérature laissent supposer que dans certains cas, des sociétés peuvent tout de même préférer un dirigeant biaisé à un dirigeant rationnel. Un dirigeant surconfiant peut représenter des avantages pour les sociétés et cela pourrait expliquer leur surreprésentation alors même qu'ils sont censément, de par leurs décisions, destructeurs de valeur pour les actionnaires (Malmendier et Tate, 2005a ; Malmendier et Tate, 2008). Certains chercheurs, tels que Hilary *et al.* (2016), ont ainsi poursuivi les travaux de Gervais et Goldstein (2007) et ouvert la voie sur de telles recherches estimant que la surconfiance pouvait comporter un « *bright side* »[12]. La majorité de ces articles n'a pas pour objectif de montrer les effets positifs de la surconfiance, mais fournissent un éclairage différent et nuancé des effets négatifs. Ainsi, dans certains cas, le choix de nommer un dirigeant surconfiant est **bénéfique pour l'entreprise** et pour la bonne mise en œuvre de la stratégie choisie. Le dirigeant surconfiant n'est alors pas forcément destructeur de valeur pour la société.

Ainsi, certains travaux montrent qu'un dirigeant surconfiant favorise les innovations (§1). De plus, il met en place des politiques d'investissements qui peuvent être bénéfiques pour les actionnaires (§2). Enfin, dans l'optique de réaliser ses ambitions, un dirigeant surconfiant fait plus d'efforts qu'un dirigeant rationnel. Cela peut également se traduire par une tendance à la gestion du résultat pour atteindre les prévisions réalisées et à une moindre rémunération incitative (§3). Ainsi, recruter un dirigeant surconfiant peut être un choix délibéré et rationnel de la part des actionnaires s'ils estiment que ces effets de la surconfiance sont effectivement créateurs de valeur. Les différents résultats présentés sont récapitulés dans le Tableau 10.

[12] Expression utilisée dans le titre de l'article de Hilary et *al.* (2016) « *The Bright Side of Managerial Over-Optimism* ».

Tableau 10 – Conséquences positives de la surconfiance du dirigeant sur la création de valeur

Impacts positifs de la surconfiance		
Paramètre étudié	Études	Impact de la surconfiance
Innovations	(Simon et Houghton, 2003)	Plus de produits innovants mais qui sont moins créateurs de valeur
	(Galasso et Simcoe, 2011)	Plus d'innovations Fonction de la surconfiance et de l'autonomie du dirigeant
	(Gervais et *al.*, 2011)	Moindre rémunération incitative du dirigeant afin qu'il soutienne des projets risqués
	(Hirshleifer et *al.*, 2012)	Plus à même d'exploiter les opportunités d'innovations Tendance plus marquée dans les firmes des secteurs innovants
	(Banerjee et *al.*, 2015)	Plus d'innovations, avec une tendance plus marquée dans les grandes firmes
Politique d'investissement	(Gervais et *al.*, 2003)	Le sous-investissement n'est pas optimal pour la valeur actionnariale
	(Ben-David et *al.*, 2007)	Plus d'opérations de rachat des titres par la firme
	(Goel et Thakor, 2008)	Le sous-investissement n'est pas optimal pour la valeur actionnariale
	(Kaplan et *al.*, 2012)	Meilleures performances de certains investissements
	(Graham et *al.*, 2013)	Les firmes qui réalisent de nombreux investissements recrutent des dirigeants surconfiants pour les réaliser
	(Kolasinski et Li, 2013)	Les firmes qui réalisent de nombreux investissements recrutent des dirigeants surconfiants pour les réaliser Un conseil d'administration efficace peut guider le dirigeant surconfiant dans ses investissements
	(Andriosopoulos et *al.*, 2013)	Plus grand taux de succès des opérations de rachats des titres
	(Pikulina et *al.*, 2014)	Le dirigeant consent plus d'efforts pour mener à bien les projets d'investissement
Réalisation des objectifs	(Keiber, 2002)	Efforts supplémentaires réalisés ce qui peut augmenter la valeur de la société
	(Gervais et *al.*, 2003)	Moins d'incitations financières nécessaires
	(Gervais et Goldstein, 2007)	Incite les autres à faire plus d'efforts
	(Bolton et *al.*, 2008)	La surconfiance du leader incite les autres à faire plus d'efforts, elle diminue également les coûts de coordination
	(Hribar et Yang, 2010)	Gestion du résultat possible pour atteindre les résultats fixés
	(Ahmed et Duellman, 2013)	Gestion moins prudente mais qui peut être moins coûteuse
	(Yu, 2014)	Gestion des résultats plus probable ce qui augmente la valeur de la firme à court terme Plus d'efforts pour atteindre les résultats Moins d'incitations financières nécessaires
	(Pikulina et *al.*, 2014)	Plus d'efforts pour atteindre les objectifs
	(Otto, 2014)	Moins d'incitations financières nécessaires

(Hilary et *al.*, 2016)	Volonté d'atteindre les objectifs ce qui peut augmenter la valeur de la firme

1 La surconfiance des dirigeants : facteur d'innovation pour l'entreprise

Un dirigeant surconfiant est moins enclin à imiter les autres et réalise des choix qui lui sont propres. Il met en œuvre des stratégies distinctives et originales, notamment au travers d'innovations. Ainsi, les managers surconfiants pourraient être à l'origine d'innovations plus importantes que les dirigeants plus rationnels. En effet, un dirigeant biaisé sous-estime les risques associés à ses projets, et est par conséquent plus enclin à réaliser des innovations et à soutenir des projets ambitieux.

Galasso et Simcoe (2011) étudient le lien entre la surconfiance du dirigeant et les innovations, mesurées entre autre par le nombre de brevets déposés. Ils montrent que les dirigeants surconfiants ont des **stratégies plus orientées vers les innovations** et que la surconfiance des dirigeants semble associée à un plus grand nombre de brevets. Hirshleifer et *al.* (2012) confirment également ces résultats. Selon ces auteurs, la surconfiance semble permettre au dirigeant de mieux exploiter les opportunités d'innovations. Gervais et *al.* (2011) abondent également dans ce sens et montrent que les dirigeants surconfiants sont plus aisés à motiver car ils demandent des rémunérations moindres pour soutenir des projets risqués.

Plus récemment, Banerjee et *al.* (2015) ont analysé les raisons qui mènent une société à recruter un dirigeant surconfiant. Leurs résultats nuancent quelque peu les résultats précédents en limitant l'effet de la surconfiance du dirigeant sur les innovations, et sur la valeur de la société, aux **grandes sociétés**. Hirshleifer et *al.* (2012) montrent également que les effets d'un dirigeant surconfiant sur les innovations sont plus marqués dans les **industries elles-mêmes innovantes**. Dans ces cas précis, le dirigeant biaisé réussit à transformer les opportunités de croissance en création de valeur pour la société et pour les actionnaires. Enfin, l'effet de la surconfiance des dirigeants sur les politiques d'innovation des sociétés peut être exacerbé en fonction de l'autonomie dont dispose le dirigeant (Galasso et Simcoe, 2011). Le **degré d'autonomie** du dirigeant dépend de sa fonction : à la fois président du conseil d'administration et directeur général ou simplement directeur général. Si le dirigeant concentre de nombreux pouvoirs et responsabilités, il dispose sans doute de plus de latitude dans ses prises de décisions.

Toutefois, l'effet de la surconfiance est également différent selon **le type d'innovations** envisagées : innovations par amélioration de produits existants (moins risquées) ou innovations pionnières (plus risquées). Simon et Houghton (2003) soulignent ainsi que, si la surconfiance du dirigeant a un impact positif sur la volonté d'introduire des produits totalement innovants sur le marché, ces produits ont également moins de chance de succès que les produits non novateurs mais simplement améliorés.

2 La surconfiance des dirigeants et politiques d'investissement

Les décisions ambitieuses des dirigeants surconfiants peuvent également impacter favorablement les politiques d'investissement. Ainsi, l'une des conséquences positives de la surconfiance est l'investissement dans des projets risqués, dans l'intérêt des actionnaires.

Le dirigeant surconfiant semble entreprendre **plus d'efforts** pour réaliser les investissements qu'il juge nécessaires (Pikulina et *al.*, 2014). Les efforts peuvent se traduire par des moyens financiers plus importants, du temps, des efforts intellectuels ou autres. Pikulina et *al.* (2014) analysent le lien entre la surconfiance et les efforts consentis par la personne biaisée afin de réaliser un investissement. Ils réalisent une expérimentation et mettent en évidence un lien effort/investissement qui correspond au travail réellement consenti pour voir le projet d'investissement aboutir. Ainsi, selon les auteurs, plus un dirigeant est surconfiant, plus il investit et plus il déploie d'efforts pour faire aboutir ses projets. De plus, Goel et Thakor (2008) soulignent qu'un dirigeant qui a une aversion au risque, qui n'est pas surconfiant, peut sous-investir par rapport au niveau qui serait optimal pour les actionnaires. Un tel sous-investissement réduit également la valeur de la société (Gervais et *al.*, 2003). Ainsi, une politique d'investissement dynamique peut créer de la valeur actionnariale. De plus, Kaplan *et al.* (2012) mettent en lumière que la surconfiance, entre autres caractéristiques, est corrélée positivement avec de meilleures performances pour ce qui concerne les sociétés d'investissements.

Néanmoins, il est également possible que la causalité entre surconfiance des dirigeants et la politique d'investissement soit renversée (Graham *et al.*, 2013 ; Kolasinski et Li, 2013). Certaines sociétés sont naturellement plus sujettes à réaliser des acquisitions nombreuses indépendamment du dirigeant. Ces entreprises peuvent alors **privilégier un dirigeant surconfiant** qui réalisera ces investissements plus facilement qu'un dirigeant qui a, par

exemple, une aversion au risque. L'exemple donné par Kolasinski et Li (2013) correspond aux sociétés dont les stratégies de croissances se font *via* des acquisitions.

Le biais de surconfiance du dirigeant peut également modifier la politique de **rachat de titres** de l'entreprise. Lorsque le dirigeant biaisé considère que le marché sous-évalue la société, il peut tenter de mettre en place une politique de rachat des titres. Une telle politique d'investissement permet d'éviter une trop grande dilution du capital, préserve la valeur du titre pour les actionnaires et limite la perte de valeur supposée des titres. Ce lien positif entre politique de rachat des titres et le biais de surconfiance du dirigeant a été mis en évidence par les travaux de Ben-David et *al.* (2007). Andriosopoulos et *al.* (2013) ont par ailleurs analysé le lien entre la divulgation, la surconfiance du dirigeant et le taux de succès des politiques de rachat de titres. Ils montrent que la surconfiance a un impact positif sur la réalisation effective de telles opérations.

3 La surconfiance des dirigeants et réalisation des ambitions

Un autre avantage lié au biais de surconfiance est que le dirigeant surconfiant, sûr de lui et de ses capacités, va se fixer des **objectifs ambitieux** et mettre tout en œuvre pour les atteindre. Johnson et Fowler (2011) émettent l'hypothèse que la surconfiance motive l'individu biaisé à atteindre ses objectifs et par conséquent rend le succès plus probable. Hilary *et al.* (2016) abondent également en ce sens. La surconfiance peut augmenter la performance de l'entreprise, dans la mesure où les dirigeants surconfiants font **plus d'efforts** pour réaliser les prévisions optimistes qu'ils ont communiquées. Ces conclusions confirment les résultats de Keiber (2002), qui montrent que la surconfiance augmente les efforts réalisés par l'agent biaisé. Ces efforts supplémentaires peuvent alors être favorables aux actionnaires. Enfin, la surconfiance du dirigeant peut être source de motivation pour les autres salariés (Gervais et Goldstein, 2007) et permet une meilleure coordination (Bolton et *al.*, 2008).

Comptablement, pour atteindre les prévisions réalisées, un dirigeant surconfiant peut être enclin à **gérer le résultat** (Hribar et Yang, 2010a). Pour Yu (2014), il est possible, malgré quelques désagréments, qu'embaucher un dirigeant surconfiant soit source de valeur pour les actionnaires. Son hypothèse est que la gestion du résultat va créer de la valeur pour les actionnaires. En effet, la gestion du résultat est réalisée à la hausse pour atteindre les prévisions ambitieuses. Or, un bon résultat peut influer favorablement sur la valorisation du

titre. Admettre ce type de comportement déviant de la part du dirigeant peut ainsi être délibéré (Yu, 2014).

Il est également possible que le dirigeant mette en place **une comptabilité moins prudente** qu'un dirigeant rationnel non biaisé. Or, pour certaines sociétés, avoir des méthodes comptables trop prudentes peut avoir un coût important. Il est possible d'illustrer ce risque avec l'exemple des projets à long terme (Ahmed et Duellman, 2013). De tels projets demandent souvent des investissements conséquents qui ne dégagent des rentabilités qu'après quelques années. Ainsi, le risque est de juger le projet non rentable à un moment donné alors qu'il le serait en le poursuivant plus avant. Ces projets peuvent par conséquent être arrêtés prématurément dans la mesure où les premières années ne sont pas rentables. Dans des sociétés ayant de tels projets, il est ainsi préférable d'avoir un dirigeant surconfiant qui mettra en œuvre une comptabilité moins prudente.

Enfin, les efforts déployés par le dirigeant surconfiant pour atteindre ses objectifs ont une dernière conséquence positive pour les actionnaires. En effet, les dirigeants surconfiants sont moins « chers » à motiver. De fait, il n'est pas nécessaire de leur octroyer **des incitations financières** aussi importantes que leurs pairs (Gervais et *al.*, 2003 ; Otto, 2014). Ces dirigeants vont accepter des contrats de rémunération dans lesquels la part de la rémunération incitative est plus faible. Ainsi, Pikulina et *al.* (2014) suggèrent qu'un dirigeant biaisé fera plus d'efforts qu'un autre pour atteindre ses objectifs, même s'il a des incitations financières plus faibles.

Conclusion du chapitre 3

Ce chapitre nous permet de mieux appréhender les conséquences de la surconfiance des dirigeants. Nous avons présenté un panorama des recherches en gestion concernant ce biais. Les résultats de ces recherches sont relativement ambivalents et contrastés.

Une première série de recherches s'inscrit dans une logique d'analyse basée sur la rationalité supposée du dirigeant. Sous cette hypothèse, tout biais de jugement amène à de « mauvaises » décisions et est destructeur de valeur pour la société et ses actionnaires. « *L'overestimation* » combinée à la « *miscalibration* » amènent typiquement les dirigeants à réaliser des investissements risqués et nombreux, à privilégier les sources de financement

interne quitte à ne pas réaliser certains investissements et avoir des stratégies comptables plus agressives.

Une deuxième partie de la recherche actuelle montre, quant à elle, que les biais de jugement peuvent être canalisés et exploités au profit des actionnaires. Auquel cas, les bénéfices attendus de la nomination d'un dirigeant surconfiant peuvent, au moins dans un premier temps, compenser les surcoûts liés à son biais. Ainsi, certaines entreprises ont des stratégies ambitieuses qui sont plus simplement mises en œuvre par des dirigeants surconfiants dans la mesure où ils sous-estiment certains risques. Dans le même ordre d'idée, la surconfiance peut amener le dirigeant à choisir des politiques favorisant les innovations. Certaines études révèlent enfin qu'un dirigeant surconfiant réalise davantage d'efforts pour atteindre ses objectifs. Dans ces conditions, motiver un dirigeant surconfiant devient moins coûteux que de motiver un dirigeant rationnel.

Ce chapitre met au jour une évolution dans l'analyse des effets de la surconfiance des dirigeants. Si, historiquement, la surconfiance faisait l'objet d'hypothèses négatives, des études se montrent désormais plus nuancées quant à l'effet de ce biais sur la valeur actionnariale. Les actionnaires peuvent décider délibérément de nommer un dirigeant surconfiant, notamment si l'entreprise choisit de mettre en œuvre des stratégies ambitieuses ou risquées. Ils peuvent ainsi bénéficier de certains aspects positifs de la surconfiance des dirigeants. De la sorte, des mécanismes de gouvernance peuvent favoriser le recrutement de dirigeants surconfiants (Banerjee, et *al.*, 2015) voire peuvent augmenter la surconfiance du dirigeant une fois nommé (Paredes, 2005). Toutefois, ces bénéfices sont conditionnés par l'efficacité des mécanismes de gouvernance qui encadrent le dirigeant dans l'exercice de son mandat et limitent ses excès (Banerjee et *al.*, 2015 ; Kolasinski et Li, 2013). À défaut de pouvoir contenir les effets excessifs de la surconfiance, les dirigeants biaisés sont plus susceptibles d'être licenciés (Campbell et *al.*, 2011). Pour qu'un équilibre puisse être trouvé entre les coûts liés à des décisions destructrices de valeur et les bénéfices des aspects positifs du biais, les mécanismes de gouvernance ont un rôle disciplinaire important à jouer. Nous intégrerons ainsi ces éléments de gouvernance dans nos deux études empiriques présentées dans les chapitres 5 et 6 de la partie II.

Bibliographie

Ahmed A.S. et Duellman S. (2013), « Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism », *Journal of Accounting Research*, vol. 51, n° 1, p. 1-30.

Andriosopoulos D., Andriosopoulos K. et Hoque H. (2013), « Information Disclosure, CEO Overconfidence, and Share Buyback Completion Rates », *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, n° 12, p. 5486-5499.

Ansel D. et Girandola F. (2004), « La surconfiance: un mode de réduction de la dissonance par ajout de cognitions consistantes », *Revue internationale de psychologie sociale*, vol. 17, n° 1, p. 145-176.

Banerjee S., Dai L., Humphery-Jenner M. et Nanda V.K. (2015), « Top Dogs: Overconfident Executives and New CEO Selection », *Available at SSRN 2371435*.

Banerjee S., Humphery-Jenner M. et Nanda V. (2015), « Restraining overconfident CEOs through improved governance: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act », *The Review of Financial Studies*, vol. 28, n° 10, p. 2812–2858.

Ben Mohamed E., Fairchild R. et Bouri A. (2014b), « Investment Cash Flow Sensitivity under Managerial Optimism: New Evidence from NYSE Panel Data Firms », *Journal of Economics, Finance & Administrative Science,* vol. 19, n° 36, p. 11-18.

Ben-David I., Graham J.R. et Harvey C.R. (2007), « Managerial Overconfidence and Corporate Policies », Working Paper, 13711, National Bureau of Economic Research.

Ben-David I., Graham J.R. et Harvey C.R. (2013), « Managerial Miscalibration », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, n° 4, p. 1547-1584.

Bernardo A.E. et Welch I. (2001), « On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs », *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 10, n° 3, p. 301-330.

Bertrand M. et Schoar A. (2002), « Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies », SSRN Scholarly Paper, ID 376880, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Bessière V. (2007), « Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 10, n° 1, p. 39-66.

Billett M.T. et Qian Y. (2008), « Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers », *Management Science*, vol. 54, n° 6, p. 1037-1051.

Bolton P., Brunnermeier M.K. et Veldkamp L. (2008), « Leadership, Coordination and Mission-Driven Management », Working Paper, 14339, National Bureau of Economic Research.

Bouwman C.H. (2014), « Managerial Optimism and Earnings Smoothing », *Journal of Banking & Finance*, vol. 41, p. 283-303.

Boyer C.M., Ciccone S.J. et Zhang W. (2003), « Insider Trading and Earnings Reporting: Evidence of Managerial Optimism or Opportunism? », SSRN Scholarly Paper, ID 426500, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Brown R. et Sarma N. (2007), « CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions », *Ownership structure and corporate decision-making*, vol. 59, n° 5, p. 358-379.

Campbell T.C., Gallmeyer M., Johnson S.A., Rutherford J. et Stanley B.W. (2011), « CEO Optimism and Forced Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 101, n° 3, p. 695-712.

Deshmukh S., Goel A.M. et Howe K.M. (2013), « CEO Overconfidence and Dividend Policy », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 22, n° 3, p. 440-463.

Dittrich D.A.V., Güth W. et Maciejovsky B. (2005), « Overconfidence in Investment Decisions: An Experimental Approach », *The European Journal of Finance*, vol. 11, n° 6, p. 471-491.

Doukas J.A. et Petmezas D. (2007), « Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias », *European Financial Management*, vol. 13, n° 3, p. 531-577.

Eichholtz P. et Yönder E. (2015), « CEO Overconfidence, REIT Investment Activity and Performance », *Real Estate Economics*, vol. 43, n° 1, p. 139-162.

Galasso A. et Simcoe T.S. (2011), « CEO Overconfidence and Innovation », *Management Science*, vol. 57, n° 8, p. 1469-1484.

Gervais S. et Goldstein I. (2007), « The Positive Effects of Biased Self-Perceptions in Firms », *Review of Finance*, vol. 11, n° 3, p. 453-496.

Gervais S., Heaton J.B. et Odean T. (2003), « Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options », SSRN Scholarly Paper, ID 361200, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Gervais S., Heaton J.B. et Odean T. (2011), « Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting », *The Journal of Finance*, vol. 66, n° 5, p. 1735-1777.

Goel A.M. et Thakor A.V. (2008), « Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 6, p. 2737-2784.

Graham J.R., Harvey C.R. et Puri M. (2013), « Managerial attitudes and corporate actions », *Journal of Financial Economics*, vol. 109, n° 1, p. 103-121.

Hackbarth D. (2008), « Managerial Traits and Capital Structure Decisions », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 43, n° 4, p. 843-881.

Heaton J.B. (2002), « Managerial Optimism and Corporate Finance. », *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, vol. 31, n° 2, p. 33.

Hilary G. et Hsu C. (2011), « Endogenous overconfidence in managerial forecasts », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 51, n° 3, p. 300-313.

Hilary G., Hsu C., Segal B. et Wang R. (2016), « The Bright Side of Managerial Over-Optimism », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 62, n° 1, p. 46-64.

Hirshleifer D., Low A. et Teoh S.H. (2012), « Are Overconfident CEOs Better Innovators? », *Journal of Finance*, vol. 67, n° 4, p. 1457-1498.

Hribar P. et Yang H. (2010), « Does CEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings Management », *Unpublished working paper*.

Hribar P. et Yang H. (2016), « CEO Overconfidence and Management Forecasting », *Contemporary Accounting Research*, vol. 33, n° 1, p. 204-227.

Hsieh T.-S., Bedard J.C. et Johnstone K.M. (2014), « CEO Overconfidence and Earnings Management During Shifting Regulatory Regimes », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 41, n° 9-10, p. 1243-1268.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.

Johnson D.D.P. et Fowler J.H. (2011), « The Evolution of Overconfidence », *Nature*, vol. 477, n° 7364, p. 317-320.

Kaplan S.N., Klebanov M.M. et Sorensen M. (2012), « Which CEO Characteristics and Abilities Matter? », *Journal of Finance*, vol. 67, n° 3, p. 973-1007.

Keiber K.L. (2002), « Managerial Compensation Contracts and Overconfidence », *WHU Otto Beisheim Graduate School of Management: Dsseldorf, Germany*.

Kolasinski A.C. et Li X. (2013), « Can Strong Boards and Trading Their Own Firm's Stock Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from Acquisitions by Overconfident CEOs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n° 04, p. 1173-1206.

Lee J.M., Hwang B.-H. et Chen H. (2017), « Are Founder CEOs more Overconfident than Professional CEOs? Evidence from S&P 1500 Companies », *Strategic Management Journal*, vol. 38, n° 3, p. 751-769.

Libby R. et Rennekamp K. (2012), « Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts. », *Journal of Accounting Research*, vol. 50, n° 1, p. 197-231.

Lin Y., Hu S. et Chen M. (2005), « Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, n° 5, p. 523-546.

Malmendier U. et Tate G. (2005a), « Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited. », *European Financial Management*, vol. 11, n° 5, p. 649-659.

Malmendier U. et Tate G. (2005b), « CEO Overconfidence and Corporate Investment. », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 6, p. 2661-2700.

Malmendier U. et Tate G. (2008), « Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction », *Journal of Financial Economics*, vol. 89, n° 1, p. 20-43.

Malmendier U. et Tate G. (2015), « Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, n° 4, p. 37-60.

Malmendier U., Tate G. et Yan J. (2007), « Corporate Financial Policies With Overconfident Managers », w13570, Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.

Malmendier U., Tate G. et Yan J. (2011), « Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. », *Journal of Finance*, vol. 66, n° 5, p. 1687-1733.

March J.G. et Shapira Z. (1987), « Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking », *Management Science*, vol. 33, n° 11, p. 1404-1418.

Otto C.A. (2014), « CEO Optimism and Incentive Compensation », *Journal of Financial Economics*, vol. 114, n° 2, p. 366-404.

Paredes T.A. (2005), « Too Much Pay, too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOs, And Corporate Governance », *Florida State University Law Review*, vol. 32, p. 673-762.

Pikulina E., Renneboog L. et Tobler P. (2014), « Overconfidence, Effort, and Investment », SSRN Scholarly Paper, ID 2282443, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Schrand C.M. et Zechman S.L.C. (2012), « Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 53, n° 1–2, p. 311-329.

Simon M. et Houghton S.M. (2003), « The Relationship between Overconfidence and the Introduction of Risky Products: Evidence from a Field Study », *The Academy of Management Journal*, vol. 46, n° 2, p. 139-149.

Skala D. (2008), « Overconfidence in Psychology and Finance-An Interdisciplinary Literature Review », *Bank I kredyt*, n° 4, p. 33–50.

Wong M.H.F. et Zhang X.F. (2014), « CEO Optimism and Analyst Forecast Bias », *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 29, n° 3, p. 367-392.

Yu C.-F. (Jeffrey) (2014), « CEO Overconfidence, CEO Compensation, and Earnings Manipulation », *Journal of Management Accounting Research*, vol. 26, n° 2, p. 167-193.

Conclusion de la partie I

La première partie de cette recherche doctorale nous permet de comprendre les ressorts du biais de surconfiance des dirigeants en nous appuyant sur les recherches en sciences de gestion et en psychologie. L'analyse du biais de surconfiance des dirigeants est adossée à une littérature riche. Les concepts liés à ce biais (biais associés, heuristiques ou autres) sont nombreux et l'appréhension du biais de surconfiance reste délicate.

Les recherches sur ce biais continuent ainsi à évoluer, tant concernant la mesure du biais des dirigeants que concernant la compréhension de la surconfiance elle-même et de ses implications pour les entreprises. En effet, les conséquences de la surconfiance des dirigeants sont importantes pour la valeur actionnariale. La prise en compte des biais de jugement pour analyser les décisions managériales écarte les hypothèses de rationalité des agents économiques et pose la question de la création de valeur liée aux décisions prises. Notre revue de la littérature montre qu'une telle évaluation des décisions managériales n'est pas manichéenne. Elle nécessite de prendre en compte de nombreux éléments contextuels liés à la stratégie de l'entreprise et, par ailleurs, demande d'intégrer les effets des mécanismes de gouvernance sur le biais de surconfiance des dirigeants.

Les mécanismes de gouvernance ont, en effet, un rôle important d'accompagnement des dirigeants dans leurs prises de décision. Une gouvernance efficace doit permettre de diminuer certains effets de la surconfiance et doit limiter les possibilités du dirigeant de prendre des décisions destructrices de valeur (Kolasinski et Li, 2013). Pour cela, il est nécessaire que les acteurs de la gouvernance puissent déceler la surconfiance du dirigeant. Dans ces conditions, la nomination d'un dirigeant biaisé peut être un choix délibéré. Dès lors, les actionnaires doivent réaliser des arbitrages entre les coûts et les bénéfices qu'ils peuvent tirer en fonction du type de dirigeant – rationnel ou surconfiant –. Au demeurant, il semble possible d'atteindre un équilibre dans la mesure où Campbell et *al.* (2011) montrent qu'il existe un optimum de surconfiance quant à la création de valeur pour les actionnaires.

Les études présentées dans la partie II de ce travail doctoral analyseront les impacts de la surconfiance des dirigeants, et nous considérerons également les effets des mécanismes de gouvernance sur les conséquences de la surconfiance.

Partie II - Surconfiance et décisions managériales : une approche empirique

Sommaire :

Partie II - Surconfiance et décisions managériales : une approche empirique.....87
Chapitre introductif : Méthodologie de recherche.....89
Chapitre 4. Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows* : quel est le rôle joué par les mécanismes de gouvernance ?.....101
Chapitre 5. Surconfiance des dirigeants et gestion du résultat.....137
Conclusion de la partie II.....173

Chapitre introductif : Méthodologie de recherche

Sommaire

Chapitre introductif : Méthodologie de recherche....89
1. Le choix de la mesure de surconfiance....91
2. Notre collecte de données....92
3. Présentation de notre échantillon....94
Bibliographie....100

La première partie de ce travail doctoral nous a permis de réaliser un panorama des recherches en sciences de gestion sur le biais de surconfiance des dirigeants. Il en ressort que de nombreuses études mettent en évidence des effets négatifs de la surconfiance sur la valeur actionnariale. Ces effets sont liés à des décisions comptables et financières destructrices de valeur (e.g. Malmendier et Tate, 2005 ; Libby et Rennekamp, 2012 ; Hribar et Yang, 2010 ; Goel et Thakor, 2008 ; Deshmukh *et al.*, 2013). Pour autant, des mécanismes de gouvernance efficaces peuvent mitiger certains effets de la surconfiance (Kolasinski et Li, 2013 ; Malmendier et Tate, 2005). Dès lors, le contexte des études réalisées est particulièrement important et peut nuancer les résultats obtenus dans ces études. Parmi les études empiriques existantes, il existe une hégémonie des études menées dans le cadre nord-américain. Ainsi, non seulement il n'existe que peu d'études empiriques, mais la plupart présentent également un contexte identique et des caractéristiques de gouvernance équivalentes.

Notre contexte d'analyse apparaît ainsi particulièrement pertinent. En effet, le contexte français est caractérisé par un actionnariat concentré et est marqué, de surcroît, par un actionnariat familial important (La Porta *et al.*, 1999). D'une part, un tel actionnariat a les incitations et la capacité à contrôler le dirigeant (Anderson et Reeb, 2003 ; Villalonga et Amit, 2006). D'autre part, les motivations particulières des actionnaires familiaux (Miller et *al.*, 2007) peuvent influer sur les choix comptables des dirigeants surconfiants. Si ces aspects soulignent l'intérêt d'une étude des sociétés françaises, il n'existe pas à notre

connaissance d'étude empirique sur le biais de surconfiance des dirigeants dans le contexte français.

Dans la deuxième partie de ce travail doctoral, nous nous proposons donc d'étudier empiriquement les conséquences du biais de surconfiance des dirigeants dans ce contexte particulier. Nous nous interrogeons plus spécifiquement sur les questions de recherche suivantes : Quel est l'impact de la surconfiance du dirigeant sur les décisions managériales et plus précisément sur les décisions comptables et financières ? Est-ce que les mécanismes de gouvernance peuvent mitiger cet effet ? Au-delà de la non rationalité des décisions prises par le dirigeant biaisé, quelle est l'évaluation faite de ces décisions par les actionnaires ?

Pour répondre à ces interrogations, nous réalisons deux études empiriques. La première est présentée dans le chapitre 4 et analyse le lien entre la surconfiance des dirigeants et la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. L'analyse de cette sensibilité est intéressante car de telles décisions sont importantes pour les entreprises mais font également ressortir certaines conséquences du biais telles que l'évaluation des risques et des rentabilités attendues. Dans cette étude nous nous interrogeons également sur les effets des mécanismes de gouvernance sur ce lien.

Nous réalisons une deuxième étude empirique qui s'attache à analyser l'effet de la surconfiance sur la gestion des résultats. Les effets du biais sur ces choix comptables sont très peu explorés dans la littérature jusqu'à présent. Or, la surconfiance peut influer notablement sur la gestion du résultat. Lorsque la gouvernance est efficace, une telle altération de l'information comptable peut être limitée. Or la qualité de l'information est une préoccupation importante pour les actionnaires. Dans ces conditions, le contexte français nous permet de réaliser une analyse originale : nous étudions les effets de la surconfiance sur un point de vigilance particulier – la gestion du résultat – pour un actionnariat concentré qui est en capacité de contraindre les actions du dirigeant.

Dans ces deux études, nous avons réalisé des analyses quantitatives à partir d'une base de données originale nous permettant de mesurer la surconfiance des dirigeants. La suite de ce chapitre introductif est structurée comme suit : dans un premier temps nous justifions le choix de notre mesure de la surconfiance (§1), puis nous détaillons notre processus de collecte des données (§2). Nous concluons en présentant notre échantillon final (§3).

1. Le choix de la mesure de surconfiance

Afin de capturer la surconfiance des dirigeants, nous avons utilisé la mesure ***Net Buyer***. Cette mesure a été choisie car elle paraît la plus appropriée à notre contexte d'étude.

En effet, parmi les trois mesures proposées par Malmendier et Tate (2005), cette mesure est la seule à ne pas être basée sur le portefeuille de stock-options des dirigeants. Or, toutes les sociétés **n'attribuent pas de plan d'options** à leur dirigeant ; en France, en particulier, cette forme de rémunération ne constitue pas la norme. Ainsi, l'utilisation des mesures *Holder 67* et *Longholder*, en réduisant fortement la taille de notre échantillon, aurait sans doute conduit à des mesures moins fiables statistiquement. Ces mesures posent par ailleurs la question supplémentaire de la **procrastination éventuelle** du dirigeant. En effet, ces mesures sont basées sur la non action du dirigeant – son non exercice de ses options –, or il est possible que le dirigeant surconfiant ait simplement « remis au lendemain » l'exercice de ses options, ce qui ne correspond pas à de la surconfiance. Enfin, ces deux mesures nécessitent d'avoir accès à des informations très précises. Pour pouvoir les mettre en œuvre, il est indispensable de savoir si l'entreprise distribue des options mais également et surtout de connaître les caractéristiques de chaque plan d'options : durée, échéance, prix, attribution conditionnée ou pas. Pour pouvoir reconstituer la rentabilité potentielle de chaque paquet, il est de surcroît nécessaire de connaître les cours du titre à la date d'échéance de la période minimale de détention et lors de l'exercice des options comme à l'échéance du plan. Or ces informations ne sont pas aisées à obtenir pour toutes les sociétés. Le risque est ainsi accru de perdre de nombreuses observations du fait **d'informations manquantes**.

Une autre mesure utilisée dans les travaux empiriques est le recours aux portraits de presse. Nous avons choisi de ne pas utiliser une telle mesure afin d'éviter certains écueils. Plusieurs éléments nous semblent en effet problématiques dans la mise en œuvre : le choix des titres de presse retenus et, dans une moindre mesure, le choix des mots-clés qui permettent de détecter la surconfiance. Cette mesure limiterait peut-être également notre échantillon du fait du **manque de visibilité dans la presse** de certaines entreprises et de leur dirigeant, même si ces derniers sont surconfiants.

Enfin, les autres mesures telles que l'utilisation de questionnaires ou d'expérimentations ont également été écartées. Elles peuvent **être complexes à mettre en œuvre** et souffrent de lacunes. Pour ce qui concerne les questionnaires, par exemple, Moore et Healy

(2008) estiment que, dans les recherches en psychologie, la majorité d'entre eux ne permet pas de distinguer les différentes formes de surconfiance les unes des autres. Cette remarque, émanant du champ de la psychologie, semble également valable pour les travaux sur le biais dans les autres domaines de recherche. Autre élément de nature à perturber les résultats : les expérimentations comme les questionnaires soulèvent la question de la **représentativité des sujets** et de leurs conceptions.

Bien que nous ayons écarté ces dernières mesures (portraits de presse, questionnaires et expérimentations) dans le cadre du présent travail doctoral, elles demeurent néanmoins des pistes intéressantes pour de futurs approfondissements.

Au final, la mesure *Net Buyer,* que nous utilisons, présente différents avantages. Elle permet de mesurer la **surconfiance éventuelle des dirigeants** sans passer par l'intermédiaire d'une autre population – étudiants ou autres –. En outre, les informations nécessaires pour mesurer la surconfiance de cette façon sont **disponibles** en France. Cette mesure est par ailleurs basée sur une **action volontaire** de la part des dirigeants : en s'appuyant ici sur une action visible – là où, dans les cas *Longholder* et *Holder 67*, les mesures reposent sur une absence d'action. La détection de dirigeant surconfiant se révèle plus univoque et permet donc d'éviter la qualification erronée de certains dirigeants comme surconfiants.

2. Notre collecte de données

La mesure *Net Buyer* est fondée sur les **décisions d'achat et de vente de titres** de la société réalisées par le dirigeant. Or, les dirigeants des sociétés cotées ont l'obligation de déclarer de telles opérations à l'**Autorité des Marchés Financiers**. Cette obligation de déclaration découle de différents textes. L'**obligation de déclaration** des opérations réalisées sur les titres par les dirigeants est stipulée dans l'article L. 621-18-2 du Code Monétaire et Financier, modifié par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 - art. 8, et l'article 19 du règlement (UE) n°596/2014 du 16 avril 2014. L'obligation concerne le dirigeant mais également ses proches et les personnes morales auxquelles il est lié. Dans l'absolu, les déclarations associées au dirigeant recoupent dès lors les déclarations de toutes ces personnes. Dans le présent travail, les **déclarations des seuls dirigeants** ont été retenues.

Par ailleurs, l'article 10 du règlement délégué (UE) n°2016/522 du 17 décembre 2015 précise la nature des opérations à déclarer. Elles concernent aussi bien les acquisitions et les cessions de titres que l'exercice de stock-options ou des franchissements de seuils. Ici, nous avons sélectionné les seules opérations d'acquisition et de cession de titres.

Nous avons collecté nos données à partir des déclarations disponibles sur le site de l'AMF. Notre échantillon couvre les années 2006 à 2016 incluses et concerne les sociétés qui ont été cotées au SBF 120 sur cette période. Nous avons exclu les sociétés bancaires et les sociétés d'assurance dans la mesure où elles présentent des spécificités comptables et financières. Pour l'ensemble des sociétés de notre échantillon, nous avons dépouillé 7 960 déclarations, dont 5 496 via le formulaire du site de l'AMF et 2 464 à partir des archives de l'AMF. Nous avons retenu 2 304 déclarations qui concernent spécifiquement les dirigeants de notre échantillon et qui correspondent à des acquisitions ou à des cessions de titres. Les précisions concernant notre processus de collecte sont présentées dans le Tableau 11. Pour chaque opération retenue, nous avons relevé la nature de l'opération, la date, le nombre de titres concernés, le prix unitaire, le prix total de l'opération et l'identifiant de l'opération.

Tableau 11 – Déclarations des dirigeants par année

	Déclarations mentionnant les dirigeants de l'échantillon	Déclarations d'achat ou de vente
2006	633	120
2007	988	178
2008	843	198
2009	666	233
2010	717	208
2011	841	259
2012	728	234
2013	645	159
2014	684	243
2015	605	222
2016	610	250
Total	7 960	2304

Nous constatons que sur l'ensemble de notre période d'observation, le nombre de déclarations mentionnant le nom du dirigeant est relativement stable et s'établit entre 600 et 700 déclarations par an. Le nombre de déclarations ne semble pas particulièrement

varier en fonction d'éléments conjoncturels. De même, pour les opérations d'achat et de vente spécifiquement, le nombre de transactions déclarées par les dirigeants est relativement constant. Après trois années d'augmentation (2006 à 2008), le nombre de déclaration se stabilise, exception faite de l'année 2013 qui est plus basse.

3. Présentation de notre échantillon

Notre échantillon est ainsi constitué à partir de 2 304 déclarations d'acquisition ou de vente de titres. Ces déclarations concernent **303 dirigeants** répartis dans **159 sociétés**, ce qui aboutit à **1 553 observations société – année**. Nous présentons ici cet échantillon, utilisé dans notre première étude[13]. Dans notre deuxième étude[14], nous utilisons un échantillon plus réduit car nous perdons quelques observations. En effet, certaines informations comptables dont nous avons besoin dans l'étude sont manquantes. Notre deuxième étude est basée sur **1 317 observations** qui concernent **149 sociétés** et 289 dirigeants.

▷ Présentation sectorielle

Pour réaliser nos analyses, nous nous sommes basé sur le classement ICB, « *Industry Classification Benchmark* », qui catégorise les entreprises en 10 secteurs. Les statistiques principales liées aux déclarations des dirigeants par secteurs d'activité sont présentées dans le Tableau 12.

[13] Chapitre 4 « Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux cash-flows : quel est le rôle joué par les mécanismes de gouvernance ? »

[14] Chapitre 5 « Surconfiance des dirigeants et gestion du résultat »

Tableau 12 – Présentation sectorielle de notre échantillon

	Nombre de société	Sociétés sans transaction	Proportion	Nombre de dirigeants	Dirigeants sans transaction	Proportion
Secteur 0 : Oil & Gas	5	1	20%	11	5	45%
Secteur 1 : Basic Materials	8	4	50%	13	9	69%
Secteur 2 : Industrials	41	8	20%	74	22	30%
Secteur 3 : Consumer Goods	23	1	4%	49	17	35%
Secteur 4 : Health Care	18	7	39%	31	17	55%
Secteur 5 : Consumer Services	29	5	17%	57	24	42%
Secteur 6 : Telecommunications	2	0	0%	3	1	33%
Secteur 7 : Utilities	9	3	33%	18	8	44%
Secteur 8 : Financials	8	0	0%	17	5	29%
Secteur 9 : Technology	16	3	19%	30	13	43%

Nous pouvons constater que certains secteurs sont plus représentés que d'autres. Parmi les sociétés, la proportion de sociétés pour lesquelles aucune transaction de dirigeant n'a été déclarée varie également. Ainsi, pour la majorité des entreprises, cette proportion est typiquement de 20% (avec un écart-type de 17%). Les entreprises des secteurs 6 et 8 sont toutes concernées par des déclarations de leurs dirigeants. Ainsi, même s'il existe des différences entre ces sociétés, **aucun secteur ne se démarque** par une proportion exceptionnelle.

En observant plus spécifiquement le nombre de dirigeants par secteur, nous constatons également que pour chaque secteur, 1,9 dirigeants se sont succédés en moyenne pour chaque société au cours de la période 2006-2016. Ainsi, aucun secteur ne présente de rotation des dirigeants particulièrement forte.

L'analyse des transactions déclarées par les dirigeants nous amène à un constat plus mitigé. En effet, les proportions de dirigeants sans transaction vont de 29% à 69% selon les secteurs d'activité, avec une moyenne à 42,5% et un écart-type de 12,3%. Toutefois, la majorité des secteurs présente une proportion de dirigeants sans transaction comprise entre 30% et 45%. Nous ne constatons donc pas de tendance sectorielle marquante.

▷ **Analyse du comportement des dirigeants**

Le Tableau 13 présente les différentes statistiques concernant les opérations réalisées par les dirigeants. Les données présentées concernent l'ensemble de la période.

Tableau 13 – Informations sur les transactions réalisées par les dirigeants sur la période [2006-2016]

	Nombre	Proportion
Dirigeants	303	
Dirigeants sans transaction	121	40%
Dirigeants avec transaction	**182**	60%
Opérations maximum par dirigeant	248	
Moyenne par dirigeant	8	
Médiane par dirigeant	1	
Dirigeants uniquement **acheteurs**	51	28%
Moyenne par dirigeant	4	
Médiane par dirigeant	2	
Dirigeants uniquement **vendeurs**	54	29,7%
Moyenne par dirigeant	10	
Médiane par dirigeant	3	
Dirigeants **acheteurs et vendeurs**	77	42,3%
Moyenne par dirigeant	19	
Médiane par dirigeant	9	

L'analyse des achats et ventes des dirigeants met en lumière certains comportements. Ainsi, la majorité des dirigeants réalisent des opérations sur les titres de la société qu'ils dirigent. Sur l'ensemble de l'échantillon, 60% des dirigeants ont déclaré des transactions. Le nombre maximum d'opérations déclarées par un même dirigeant est 248 sur la période d'observation.

Toutefois, les déclarations de transactions recouvrent des **comportements disparates**. En effet, les dirigeants réalisant des opérations sur les titres de la société peuvent être répartis en 3 sous-populations : les dirigeants uniquement acheteurs, ceux qui ne réalisent que des cessions et ceux qui réalisent acquisitions et cessions.

Les dirigeants **uniquement acheteurs** représentent 28% des dirigeants ayant déclaré des opérations. Ces dirigeants réalisent en moyenne 4 opérations sur l'ensemble de la période

et par dirigeant (la médiane est à 2). Les dirigeants de cette sous-catégorie seront qualifiés de surconfiants dans nos analyses ultérieures. En effet, comme nous utilisons la mesure *Net Buyer*, un dirigeant qui est uniquement acheteur de titres est considéré surconfiant.

Les dirigeants qui **ne réalisent que des cessions** représentent également un peu plus du quart des dirigeants qui ont déclaré des opérations à l'AMF. Ils réalisent en moyenne 10 opérations, ce qui est supérieur à la moyenne des opérations pour les dirigeants qui ne sont qu'acheteurs. De même, la médiane de leurs opérations est légèrement supérieure. Ces dirigeants font montre, *a priori*, d'un comportement rationnel en diversifiant leur risque.

Enfin, les dirigeants qui réalisent **à la fois des acquisitions et des cessions** représentent 42,3% des dirigeants qui réalisent des transactions. Ils sont donc les plus nombreux. Ils sont également les plus agissants avec un nombre moyen de transactions moyen de 19 et une médiane à 9. Certains de ces dirigeants seront qualifiés de surconfiants. Il s'agit des dirigeants qui ont acheté plus de titres qu'ils n'en ont vendus sur la période d'observation.

▷ Analyse des opérations réalisées en nombre de titres et en valeur

L'analyse des opérations en nombre montre également **un décalage** entre les opérations d'achat et de vente. Cumulées sur l'ensemble de la période [2006-2016], les opérations de vente sont plus nombreuses que celles d'achat (1 359 vs 945). Le nombre d'observations dirigeant-année pour lesquelles un dirigeant a acheté des titres est de 324, alors que le nombre d'observations pour les ventes est de 315. Dès lors, nous pouvons tirer une première conclusion : un dirigeant qui réalise des ventes annuelles le fait au travers de nombreuses opérations sur l'année comparativement à un dirigeant qui achète des titres. 1 359 opérations de ventes déclarées auprès de l'AMF correspondent à 315 observations dans notre échantillon final, alors que 945 déclarations d'achat correspondent à 324 observations.

Le détail des opérations est présenté dans le Tableau 14. Il présente les statistiques descriptives des transactions réalisées par année et par dirigeant ayant opéré des transactions.

Tableau 14 – Informations sur les transactions en nombre et en valeur sur la période [2006-2016]

	En nombre	En valeur (en €)
Achats		
Minimum des actions achetées	1	25
Maximum des actions achetées	2 390 258	70 000 000
Moyenne des actions achetées	59 179	995 128
Médiane des actions achetées	5 302	118 907
Total des actions achetées	19 174 048	342 324 099
Ventes		
Minimum des actions vendues	69	2 418
Maximum des actions vendues	2 400 000	75 961 309
Moyenne des actions vendues	93 099	4 011 799
Médiane des actions vendues	29 262	1 486 729
Total d'actions vendues	29 233 221	1 287 787 592

Les ventes réalisées par les dirigeants de notre échantillon sont plus nombreuses mais elles concernent également plus d'actions et correspondent à des montants bien plus élevés que les achats. Ainsi, le nombre moyen de titres vendus est de 93 099 et la médiane est de 29 262, là où, pour les achats, la moyenne est de 59 179 titres et la médiane de 5 302 titres. De même, en valeur, les ventes sont bien plus importantes que les achats. La moyenne des ventes s'établit à 4 011 K€ alors que celle des achats n'est que 995 K€. La médiane des ventes en valeur est également plus de dix fois supérieure à celle des achats – 1 486 K€ contre 118 K€.

Ces données statistiques nous montrent que beaucoup d'achats concernent un nombre limité de titres mais que quelques opérations portent sur un très grand nombre de titres. Le maximum de titres acquis en une opération est égal à 2 390 258 titres. De même, les dirigeant ont réalisé de nombreuses acquisitions d'une valeur limitée, la médiane étant à 118 K€, mais quelques opérations ont concerné des montants très importants. L'analyse des transactions par montant est cohérente avec celle faite sur les transactions en nombre d'actions. Nous observons les mêmes caractéristiques pour les ventes. Tant en valeur qu'en quantité, les dirigeants ayant réalisé des ventes ont réalisé de nombreuses ventes limitées et quelques ventes très importantes[15].

[15] Les dirigeants ayant réalisé les ventes les plus importantes n'ont pas réalisé d'achat et inversement, les plus gros acheteurs n'ont pas réalisé de vente. La proximité des chiffres des achats et des ventes du Tableau 14 est donc fortuite.

Dans l'ensemble, les comportements des dirigeants sont relativement variés. Une analyse plus fine de ces comportements nous permet de qualifier les dirigeants. Avec la mesure *Net Buyer*, nous considérons que 28% des dirigeants de notre échantillon sont surconfiants. En effet, ces dirigeants achètent plus de titres qu'ils n'en vendent. Dans nos études, nous utilisons une deuxième mesure de la surconfiance qui se base sur les seuls achats de titres, *Buyer*. L'hypothèse sous-jacente de cette mesure est que les décisions de vente de titres peuvent avoir de multiples motivations qui sont sans lien avec un éventuel biais de surconfiance (Kolasinski et Li, 2013). L'utilisation de cette mesure nous permet de qualifier 45% des dirigeants de notre échantillon comme étant surconfiants.

La création de cette base de données nous permet ainsi d'analyser les comportements des dirigeants du SBF 120 sous un angle original. Nous mettons en évidence des comportements divers. Nous supposons donc que cette diversité de comportements peut également se refléter au niveau des décisions des dirigeants dans l'exercice de leur fonction, et ainsi, que cette diversité n'est pas neutre pour les entreprises. Pour conclure, cette base de données nous permet de dresser un premier profil des dirigeants français quant à la gestion de leur portefeuille de titres de leur société. Après avoir observé les comportements d'achats et de ventes de titres de leur société, nous pouvons caractériser chaque dirigeant de notre échantillon comme surconfiant ou non dans nos deux études empiriques afin de pouvoir analyser les conséquences de la surconfiance pour les entreprises.

Bibliographie

Anderson R.C. et Reeb D.M. (2003), « Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1328.

Deshmukh S., Goel A.M. et Howe K.M. (2013), « CEO Overconfidence and Dividend Policy », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 22, n° 3, p. 440-463.

Goel A.M. et Thakor A.V. (2008), « Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 6, p. 2737-2784.

Hribar P. et Yang H. (2010), « Does CEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings Management », *Unpublished working paper*.

Kolasinski A.C. et Li X. (2013), « Can Strong Boards and Trading Their Own Firm's Stock Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from Acquisitions by Overconfident CEOs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n° 04, p. 1173-1206.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *The Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-517.

Libby R. et Rennekamp K. (2012), « Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts. », *Journal of Accounting Research*, vol. 50, n° 1, p. 197-231.

Malmendier U. et Tate G. (2005), « CEO Overconfidence and Corporate Investment. », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 6, p. 2661-2700.

Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. et Cannella Jr A.A. (2007), « Are Family Firms Really Superior Performers? », *Journal of corporate finance*, vol. 13, n° 5, p. 829–858.

Moore D.A. et Healy P.J. (2008), « The Trouble with Overconfidence », *Psychological Review*, vol. 115, n° 2, p. 502-517.

Villalonga B. et Amit R. (2006), « How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? », *Journal of financial Economics*, vol. 80, n° 2, p. 385–417.

Chapitre 4. Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows* : quel est le rôle joué par les mécanismes de gouvernance ?

Résumé

Une littérature récente s'intéresse à l'impact du biais de surconfiance des dirigeants sur les politiques financières des entreprises et à ses conséquences sur la valeur de l'entreprise. Cette recherche propose de tester les effets de certains mécanismes de gouvernance sur le lien entre la surconfiance et la sensibilité des investissements aux *cash-flows* en tenant compte des spécificités des entreprises françaises. Nos résultats montrent que la surconfiance impacte cette sensibilité. La présence d'un bloc de contrôle, qu'il soit familial ou non, atténue les effets négatifs de ce biais. Nos résultats n'indiquent cependant pas d'effet modérateur lié à l'indépendance du conseil d'administration.

Sommaire

Chapitre 4. Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows* : quel est le rôle joué par les mécanismes de gouvernance ? 101
Introduction 102
Section 4.1 Cadre théorique et développement des hypothèses 105
Section 4.2 Méthodologie 112
Section 4.3 Résultats et discussion 118
Conclusion 129
Bibliographie 132

Ce chapitre de thèse est un article qui a été accepté pour publication pour le numéro spécial CIG 2018 dans la revue *Finance Contrôle Stratégie*.

Introduction

Les décisions du dirigeant impactent la valeur de l'entreprise dans la mesure où ses décisions engagent fortement les orientations stratégiques et financières de l'entreprise (Goel et Thakor, 2008 ; Hu et Liu, 2015 ; Malmendier et Tate, 2015). La littérature montre l'importance de certaines caractéristiques du dirigeant, telles que la formation, l'expérience professionnelle et l'âge, sur les politiques d'investissement (Bertrand et Schoar, 2002 ; Ben Mohamed et *al.*, 2014a ; Hu et Liu, 2015 ; Malmendier et *al.*, 2011). Au-delà de ces caractéristiques, une littérature récente s'intéresse à l'influence des biais comportementaux des dirigeants sur les politiques d'entreprise. Le biais de surconfiance des dirigeants, en particulier, est susceptible d'impacter significativement la politique d'investissement des entreprises.

La surconfiance est la propension d'un individu à surestimer ses probabilités de succès ou la véracité de ses jugements (Oskamp, 1965). Il s'agit donc d'un **biais de jugement** qui affecte les prises de décision. Pour un dirigeant surconfiant, ce biais se manifeste, entre autres, sous la forme d'une surestimation des retombées de ses décisions et d'une sous-estimation des risques associés à celles-ci (Malmendier et Tate 2005a ; Goel et Thakor 2008). Un tel dirigeant juge les investissements possibles comme plus rentables et moins risqués qu'ils ne le sont réellement. Dans cette situation, le risque est que le dirigeant surinvestisse et qu'il considère les sources de financement externes comme trop onéreuses au regard de la rentabilité qu'il escompte des investissements. La sensibilité des investissements aux *cash-flows* augmente ainsi dans la mesure où cette source de financement est **moins onéreuse** que les autres. Malmendier et Tate (2005b) mettent en lumière le lien entre la surconfiance du dirigeant et le surinvestissement. Ils montrent également le lien existant entre la surconfiance du dirigeant et la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Ces comportements d'investissement biaisés se concrétisent par des **choix risqués** qui peuvent être **destructeurs de valeur** pour les actionnaires.

Une gouvernance efficace vise justement à « *sécuriser l'investissement des actionnaires* » (Charreaux, 2000, p3). Les rôles classiquement attribués à la gouvernance sont de limiter les conflits d'agence de type I, de nommer le dirigeant et d'aider celui-ci à prendre les meilleures décisions possibles pour les actionnaires. Lorsque le dirigeant est surconfiant, ses prises de décisions sont basées sur des évaluations erronées et sont donc risquées pour les actionnaires. Dans ce cas, il est essentiel de contrôler son processus de prise de décision,

de questionner la validité de ses choix. Ainsi, **une gouvernance efficace** devrait permettre de mitiger les effets de la surconfiance afin de protéger les intérêts des actionnaires (Kolasinski et Li, 2013 ; Banerjee et *al.,* 2015a).

Dans cet article, nous proposons de tester l'impact de l'efficacité de la gouvernance sur le lien entre le biais de surconfiance du dirigeant et les politiques d'investissement. Nous nous attendons à ce qu'une gouvernance efficace modère l'impact de la surconfiance sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Cette analyse originale permet ainsi d'approfondir les connaissances existantes sur les effets du biais de surconfiance sur les politiques d'investissement, mais également sur le rôle modérateur que peut avoir une gouvernance efficace. En effet à notre connaissance, si certaines études contrôlent les variables liées à la gouvernance dans l'analyse du lien entre le biais de surconfiance et les décisions d'investissement, aucune ne teste l'impact des mécanismes de gouvernance sur les effets de la surconfiance du dirigeant sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

L'efficacité de la gouvernance peut être appréhendée à travers deux mécanismes principaux que sont la **concentration de capital** et les caractéristiques du **conseil d'administration**. La surveillance des dirigeants peut être réalisée par les actionnaires directement, notamment par le biais d'un actionnaire de contrôle. Toutefois, exception faite des décisions stratégiques telles que les fusions-acquisitions, les actionnaires ont souvent peu d'opportunité pour exercer ce contrôle directement (Paredes, 2005). Cette mission peut également être confiée aux administrateurs qui ont une délégation de la part des actionnaires pour protéger leurs intérêts. Une forme de substitution entre ces deux mécanismes de contrôle du dirigeant existe ainsi (Desender et *al.,* 2013 ; Adams et *al.,* 2008). Par ailleurs, l'influence des mécanismes de gouvernance est dépendante du contexte institutionnel (La Porta et *al.,* 2000).

Dans cette étude, le **contexte français** nous semble particulièrement intéressant pour différentes raisons. Premièrement, l'actionnariat en France est fortement concentré. Or, comme le suggèrent Broye et *al.* (2017), la présence **d'actionnaires de contrôle** modère la nécessité de surveillance du dirigeant réalisé par le conseil d'administration. En même temps, l'environnement français se caractérise également par un faible niveau de protection des actionnaires (La Porta et *al.,* 2000). Dans ce contexte, le conseil d'administration a un rôle important de contrôle, en particulier pour limiter les conflits d'agence de type II. L'interdépendance de ces deux mécanismes rend leur analyse particulièrement intéressante dans le contexte français. Deuxièmement, de nombreuses

entreprises françaises sont familiales. Or les **motivations des actionnaires familiaux** sont particulières. Ces actionnaires poursuivent généralement une stratégie de création de valeur à long terme et de pérennisation de leur investissement. Ils ont donc une incitation forte à contrôler le dirigeant pour limiter ses comportements court-termistes. Troisièmement, il existe dans les travaux empiriques une nette prédominance des données américaines. Le contexte de ces travaux est donc caractérisé par une plus faible concentration du capital et par une plus grande protection des actionnaires (La Porta et *al.*, 2000). Ainsi, les spécificités des pays tels que la France n'ont pas été explorées dans les recherches sur le lien entre la surconfiance des dirigeants et la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. De plus, l'analyse de données françaises permet de valider des travaux principalement anglo-saxons et de tester la robustesse des résultats obtenus dans des contextes institutionnels différents (Doukas et Petmezas, 2007).

D'un point de vue méthodologique, nous nous référons aux mesures du biais de surconfiance opérationnalisées par Malmendier et Tate (2005b). La première mesure est basée sur la gestion des stock-options dont dispose le dirigeant. Croyant que le cours du titre va augmenter du fait de ses décisions, le dirigeant surconfiant conservera ses options alors même qu'il pourrait les exercer de façon rentable. La deuxième est basée sur l'hypothèse que le dirigeant surconfiant acquière des titres supplémentaires de la société qu'il dirige. Il réalise ainsi une concentration irrationnelle des risques. Dans le contexte français, la majorité des entreprises ne distribuant pas de stock-options, nous avons mesuré la surconfiance du dirigeant à partir de son **comportement d'achat de titres**. Nous avons réalisé une base de données originale qui nous permet d'observer 159 entreprises cotées sur la période 2006-2016 et de qualifier ainsi 303 dirigeants.

L'article se présente de la façon suivante : la première section présente la littérature et développe les hypothèses de recherche. La deuxième section décrit la méthodologie et les données utilisées. La troisième section expose les résultats. Une dernière section conclut ce travail de recherche.

Section 4.1 Cadre théorique et développement des hypothèses

1 L'impact de la surconfiance sur la sensibilité des investissements aux cash-flows

Alors que les choix d'investissement devraient n'être guidés que par l'intérêt de l'entreprise et la rentabilité du projet envisagé, les investissements sont sensibles à l'importance des **sources de financement internes**, pouvant être estimées par l'étendue des *cash-flows* dégagés par l'entreprise. Cette sensibilité peut conduire à des **décisions sous-optimales** pour les actionnaires, telles que du sur ou du sous-investissement. Classiquement, cette sensibilité entre investissements et *cash-flows* est attribuée à l'importance de l'asymétrie d'information (Myers et Majluf, 1984), ou de façon alternative à l'ampleur des coûts d'agence liés aux « *free cash-flows* » (Jensen, 1986). Ces deux arguments classiques supposent que le dirigeant est un agent économique rationnel. La sensibilité des investissements aux *cash-flows* est dans ce cas imputable aux imperfections du marché. Heaton (2002) propose une explication alternative et originale, qui tient compte des biais de comportement des agents économiques. Son modèle démontre que le biais d'optimisme impacte positivement la sensibilité des investissements aux *cash-flows*[16].

Le **biais de surconfiance** est fondamental dans l'étude du comportement des dirigeants, ainsi que de leurs décisions stratégiques et financières[17]. La surconfiance est un biais de jugement qui influence le **processus de prise de décision** et, par voie de conséquence, le résultat de cette décision. La notion de surconfiance en gestion s'appuie largement sur la définition issue des travaux en psychologie d'Oskamp (1965). Moore et Healy (2008) proposent une classification de trois manifestations de la surconfiance. Les deux premières correspondent à des évaluations autocentrées de la personne biaisée. Ainsi, ils distinguent « *l'overestimation* » qui est une surestimation de ses capacités et « *l'overprecision* » qui correspond à une surestimation de la précision de ses informations. La troisième manifestation, « *l'overplacement* » est une évaluation relative aux autres, où la personne

[16] La distinction entre les notions de surconfiance et d'optimisme est souvent ambigüe. Dans la littérature, ces notions, ainsi que leurs mesures, sont parfois indistinctes, ou employées l'une pour l'autre.

[17] La surconfiance n'est pas définie dans les dictionnaires usuels français. Sa traduction anglaise est « overconfidence » dont la notion est reprise dans les travaux en français sous les termes de « biais de surconfiance » ou « surconfiance ». L'équivalent « excès de confiance » est parfois utilisé.

biaisée se pense supérieure aux autres. Pour autant, il n'existe pas de consensus dans la littérature en gestion pour définir clairement ce biais. La surconfiance peut être définie en fonction de l'évaluation que fait la personne biaisée de ses propres compétences. Ainsi, pour Bessière (2007), le dirigeant surconfiant surestime ses aptitudes, ce qui est lié à *l'overestimation*. Cependant, la définition de la surconfiance peut également mettre l'accent sur les résultats attendus suite aux actions mises en œuvre par le dirigeant surconfiant. Malmendier et Tate (2005b) définissent un dirigeant surconfiant comme étant un dirigeant qui surestime systématiquement les retombées de ses choix et retours sur investissement. Leur définition renvoie à deux des manifestations de la surconfiance : la surestimation de ses capacités en tant que dirigeant, ***l'overestimation***, mais également à la surestimation de ses informations privées, ***l'overprecision***. Enfin, *l'overprecision* peut également amener à une sous-estimation des risques liés à ses choix d'investissement (Eichholtz et Yönder, 2015; Goel et Thakor, 2008).

Des recherches récentes montrent toutefois que les décisions des dirigeants surconfiants, bien que risquées, ne sont **pas nécessairement destructrices de valeur**. Premièrement, ce biais de jugement implique que le dirigeant est convaincu du bien-fondé de ses décisions. Il va, dans ce cas, faire montre d'une forte implication afin de faire aboutir son projet. Ce qui peut se traduire par une augmentation des efforts réalisés pour atteindre les performances escomptées (Hilary et *al.*, 2016)[18]. De plus, la clarté de ses choix peut être source de motivation pour les autres employés (Paredes, 2005). Bolton et *al.* (2008) indiquent également que la détermination du dirigeant peut générer une très grande implication du dirigeant et une plus forte adhésion des salariés autour des choix qu'il réalise[19]. Deuxièmement, la sous-estimation des risques et la surestimation de la rentabilité attendue amènent le dirigeant surconfiant à prendre des décisions rapidement, et de manière plus tranchée ce qui peut être un avantage dans les secteurs concurrentiels ou lorsque l'entreprise met en place une politique d'innovation (Galasso et Simcoe, 2011 ; Hirshleifer et *al.*, 2012 ; Banerjee et *al.*, 2015b). Enfin, la surconfiance est également liée au biais d'ancrage. Le dirigeant accorde plus d'importance aux informations qui confirment ses choix qu'à celles qui les infirment, ce qui implique une constance dans les politiques

[18] Les auteurs mettent en lumière le lien existant entre les biais d'optimisme et celui de surconfiance mais font une claire distinction entre les deux.

[19] Pour Bolton et al. (2008), la détermination est une manifestation de la surconfiance du dirigeant. Elle induit une forte croyance en la valeur ses choix et décisions.

mises en place. Or, un projet stable dans le temps permet une meilleure organisation des agents et une diminution des coûts de coordination (Bolton et *al.,* 2008).

Pour les projets d'investissement, le biais du décideur fausse l'évaluation des probabilités de succès. Cette évaluation erronée impacte l'estimation des risques et de la rentabilité attendue qui sont associées au choix d'investissement. L'évaluation du résultat du projet est, dans ces conditions, souvent éloignée de la réalité lorsqu'elle est accomplie par un dirigeant biaisé. La combinaison de la sous-estimation des risques et de la surestimation des rentabilités laisse penser au dirigeant biaisé qu'il dispose de nombreuses opportunités d'investissement. Le dirigeant réalise dans ce cas des investissements qui ne sont pas suffisamment rentables. Un dirigeant surconfiant considère également que les fonds provenant des marchés financiers sont souvent injustement trop coûteux au regard des qualités de la société qu'il dirige. Le biais de surconfiance créé **un décalage de perception** de la valeur de l'entreprise entre le dirigeant biaisé et les investisseurs. Cette perception du jugement exprimé ou supposé du marché, particulière aux dirigeants surconfiants, **augmente la sensibilité des investissements à la disponibilité de *cash-flows*** au sein de l'entreprise. Ainsi, pour financer les projets d'investissement, l'autofinancement est nettement préféré aux financements extérieurs qui ont un coût considéré comme trop élevé (Malmendier et Tate, 2005b). Il est par conséquent possible de faire le lien entre le biais de surconfiance et la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

Malmendier et Tate (2005b) approfondissent les travaux de Heaton (2002), et analysent l'impact de la surconfiance des dirigeants sur les choix d'investissement. Leurs différents travaux (2005b, 2005a, 2015) mettent en lumière que le biais de surconfiance des dirigeants augmente la sensibilité des investissements aux *cash-flows* d'une part et l'existence de surinvestissement d'autre part. Ils concluent qu'un dirigeant biaisé surestime systématiquement les retours attendus de ses choix d'investissements. Ainsi, comparativement à des investissements réalisés par des dirigeants non biaisés, les investissements des dirigeants biaisés peuvent être **destructeurs de valeur** pour les actionnaires (Malmendier et Tate, 2005b, 2008 ; Doukas et Petmezas, 2007 ; Campbell et *al.*, 2011). Eichholtz et Yönder (2015) montrent ainsi que les performances des investissements réalisés par des dirigeants biaisés sont moins bonnes que celles des investissements de dirigeants non biaisés. Même si les recherches empiriques restent peu nombreuses, la littérature met en évidence le lien entre le biais de surconfiance des dirigeants et la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Ainsi, les dirigeants

surconfiants ont tendance à surinvestir, ou au contraire à sous-investir, en fonction de l'importance des *cash-flows* disponibles (Malmendier et Tate, 2005a, 2015 ; Malmendier et *al.*, 2011 ; Ben-David et *al.*, 2007). Ben Mohamed et *al.* (2014b) confirment le lien positif existant entre le biais de surconfiance et la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. De même, Eichholtz et Yönder (2015) montrent que pour ces dirigeants, une augmentation de 1% des disponibilités génère un accroissement de 3% à 4% des investissements. Les études empiriques existantes semblent ainsi confirmer que le biais de surconfiance influe positivement sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. La littérature et les résultats empiriques nous permettent de formuler l'hypothèse suivante :

H1 : La surconfiance du dirigeant a une influence positive sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

2 L'influence des contraintes liées aux mécanismes de gouvernance

L'analyse des décisions des dirigeants est souvent réalisée à l'aulne de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et le dirigeant est considéré comme privilégiant son bénéfice privé. Les mécanismes de gouvernance visent à aligner ses intérêts sur ceux des actionnaires et à limiter ses décisions opportunistes. Lorsque le dirigeant est surconfiant, ses décisions ne relèvent pas d'un comportement opportuniste dans la mesure où il est convaincu de la justesse de ses décisions et de leur rentabilité (Paredes, 2005). Afin d'éviter des décisions destructrices de valeur, les **mécanismes de gouvernance** peuvent encadrer le processus de décision.

Certaines études s'intéressent ainsi au rôle classique des mécanismes de gouvernance qui visent à **contrôler les décisions** du dirigeant et à limiter celles qui pourraient être destructrices de valeur, à l'instar des décisions d'un dirigeant surconfiant. L'indépendance du conseil d'administration peut notamment améliorer le contrôle du processus de décision. Une surveillance plus étroite permet de limiter le pouvoir discrétionnaire du dirigeant et donc de limiter les effets de la surconfiance. De même, l'amélioration de la qualité de l'information permet de mieux contrôler le dirigeant et de juger de la validité de ses choix. Ainsi Kolasinski et Li (2013) montrent qu'une gouvernance efficace, notamment au travers d'un conseil d'administration indépendant, permet de mieux encadrer le dirigeant surconfiant lors de décisions de fusions-acquisitions et ainsi de mitiger les effets négatifs du biais de surconfiance. Un conseil d'administration

indépendant permet au dirigeant d'éviter de prendre de mauvaises décisions, de faire des « erreurs honnêtes » (Kolasinski et Li, 2013)[20]. Un contrôle efficace suppose également une séparation effective des rôles de décisionnaire et de surveillance (Fama et Jensen, 1983). Le choix d'avoir une structure moniste concentre les pouvoirs du dirigeant. Un tel cumul des responsabilités peut amener à un manque de contre-pouvoir qui peut accentuer la surconfiance du dirigeant (Paredes, 2005).

D'autres études reconnaissent que la surconfiance du dirigeant peut avoir des aspects à la fois positifs et négatifs pour les actionnaires. Ces travaux portent sur les mécanismes de gouvernance qui **limitent les excès du biais de surconfiance** et supposent qu'il existe un optimum de surconfiance qui maximise la valeur actionnariale (Gervais et *al.,* 2011 ; Campbell et *al*., 2011). Mais cela implique que les mécanismes de gouvernance doivent pouvoir détecter la surconfiance excessive du dirigeant et, le cas échéant, permettre une réaction appropriée pour en modérer les effets. L'efficacité de la gouvernance est conditionnée par la qualité de l'information (Campbell et *al*., 2011). La mise en place de comités d'audit ou de conseils d'administration indépendants permet également une surveillance plus forte du dirigeant. Les effets de la surconfiance du dirigeant peuvent être maîtrisés ce qui peut créer de la valeur pour les actionnaires (Banerjee et *al*., 2015a). Ces auteurs montrent effectivement que l'amélioration de la gouvernance suite à la mise en place des normes Sarbanes-Oxley a eu pour effet de réduire les effets de la surconfiance des dirigeants. La gouvernance peut également être exercée *via* des incitations financière. La politique de rémunération doit permettre d'inciter le dirigeant à prendre des décisions dans l'intérêt des actionnaires, même s'il a une aversion au risque, tout en contrôlant les effets de la surconfiance (Gervais et *al.,* 2011). Toutefois, à l'inverse de l'objectif visé, une forte rémunération qui renvoie au dirigeant une image de réussite, peut exacerber sa surconfiance (Paredes, 2005). Par ailleurs, les incitations financières classiques telles que les stock-options ne sont pas adaptées pour modérer les effets de la surconfiance qui ne relèvent pas des conflits d'agence. Néanmoins, Gervais et *al.* (2011) mettent en exergue que les rémunérations, notamment dans leur composition, peuvent être ajustées afin de tenir compte de la surconfiance et de l'aversion au risque du dirigeant. Enfin, la latitude des mécanismes de gouvernance dans la nomination et la révocation du dirigeant permet également de limiter les effets de la surconfiance. Théoriquement, le choix de nommer un dirigeant surconfiant peut être délibéré afin de faire bénéficier l'entreprise des effets

[20] Les auteurs utilisent l'expression « *honest mistakes* » (Kolasinski et Li, 2013, p 1174).

positifs de la surconfiance (Banerjee et *al.*, 2015b). Cependant, les mécanismes de sélection des dirigeants s'apparentent souvent à une compétition qui valorise les managers les plus surconfiants (Goel et Thakor, 2008), ce qui augmente le biais. Si le biais de surconfiance est excessif, le conseil d'administration doit pouvoir le détecter, agir en conséquence et éventuellement le révoquer (Campbell et *al.*, 2011).

Cette littérature met en évidence l'impact des mécanismes de gouvernance sur la surconfiance du dirigeant dans des contextes particuliers tels que, par exemple, des opérations de fusions-acquisitions. Dans le présent travail, nous nous focalisons sur les décisions d'investissements. Dans ce contexte, le dirigeant peut être contrôlé grâce à la présence d'une gouvernance efficace. Cette dernière peut être appréhendée par la concentration du capital ou, de manière alternative, par la proportion d'administrateurs indépendants au conseil d'administration. Or, la substitution entre ces deux mécanismes est importante lorsque le capital est concentré (Desender et *al.*, 2013), ce qui est le cas de beaucoup d'entreprises françaises notamment les entreprises familiales. Broye et *al.* (2018) montrent une interdépendance forte de ces mécanismes dans le cadre français. Quelques recherches empiriques mettent en avant **l'effet modérateur de la gouvernance** sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows* au travers de ces mesures alternatives de la gouvernance.

Certains travaux suggèrent que la structure de propriété de l'entreprise, et en particulier la présence d'**actionnaires de contrôle**, impacte la sensibilité des investissements aux *cash-flows* (Pawlina et Renneboog, 2005 ; Wei et Zhang, 2008), et ce pour deux raisons principales. Premièrement, les actionnaires de contrôle ont à la fois la capacité et l'incitation à contrôler le dirigeant. En particulier, en exerçant efficacement leur rôle de surveillance, les blocs de contrôle doivent contribuer à limiter le surinvestissement opportuniste des dirigeants en cas de *free cash-flows*, et donc limiter la sensibilité des investissements aux *cash-flows* (Pawlina et Renneboog, 2005). Deuxièmement, la présence d'actionnaires de contrôle peut réduire l'asymétrie d'information à laquelle est confrontée le marché financier, et donc rendre moins coûteux l'accès au marché pour financer des projets rentables. Pawlina et Renneboog (2005) montrent ainsi que la présence d'actionnaires de contrôle institutionnels, en réduisant l'asymétrie d'information grâce à leur expertise reconnue par les marchés financiers, permet de réduire la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Si la structure de propriété influence la sensibilité des investissements aux *cash-flows*, nous supposons qu'elle influence également l'impact de la surconfiance des dirigeants sur cette sensibilité. De plus, l'actionnariat en France est

caractérisé par un **actionnariat familial** important. Ce type de bloc de contrôle présente des particularités. Premièrement, il se singularise par un investissement non diversifié à long terme. Ces actionnaires contrôlent également souvent les postes les plus importants du management de l'entreprise, y compris au conseil d'administration (Anderson et Reeb, 2003). Deuxièmement, les actionnaires familiaux présentent des motivations spécifiques (Anderson et Reeb, 2003 ; Miller et *al.*, 2007). Ils ont un horizon de long terme et ne cherchent pas une création de valeur à court terme mais une pérennisation de l'investissement familial (Hirigoyen, 2014). Ils semblent ainsi favoriser des stratégies financières plus prudentes et moins risquées. Cette moindre prise de risques est montrée par Charlier et Lambert (2013). Charlier et Boys (2011) suggèrent également que cette préférence des actionnaires familiaux se traduit par un contrôle plus important du dirigeant. Troisièmement, les blocs de contrôle familiaux ont une connaissance plus grande de l'entreprise ce qui leur permet de bien évaluer les projets des dirigeants et ainsi de remplir leur rôle de surveillance (Anderson et Reeb, 2003). Les actionnaires de contrôle familiaux peuvent par conséquent avoir un rôle disciplinaire plus important qu'un autre actionnaire de contrôle (Anderson et Reeb, 2003 ; Jensen et Meckling, 1976).

La présence d'actionnaires de contrôle laisse présumer une gouvernance plus efficace encadrant les décisions du dirigeant pour préserver les intérêts des actionnaires en termes de création de valeur. Ainsi, les actionnaires de contrôle sont susceptibles de contraindre les choix du dirigeant, et lui interdire d'investir dans des projets non rentables pour les actionnaires. Lorsque l'actionnaire de contrôle est familial, nous nous attendons à ce que l'effet modérateur soit important. Nous formulons les deux hypothèses suivantes :

H2a : Un actionnariat concentré réduit l'impact de la surconfiance du dirigeant sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

H2b : Un actionnaire de contrôle familial contraint les effets de la surconfiance du dirigeant sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

Lorsque l'actionnariat est dilué, et que les actionnaires ne peuvent exercer directement leur contrôle, celui-ci relève du **conseil d'administration**. Pour Fama et Jensen (1983), le rôle de surveillance et de contrôle des administrateurs est, entre autres, de limiter les décisions discrétionnaires des dirigeants. La présence d'administrateurs **indépendants** laisse d'ailleurs supposer un meilleur contrôle. Ainsi, l'indépendance du conseil d'administration peut limiter l'impact de la surconfiance du dirigeant sur les décisions comptables et financières qui sont contraires aux intérêts des actionnaires (Malmendier

et Tate, 2005a, 2008). Pourtant les résultats empiriques sont contrastés. Brown et Sarma (2007) mettent en lumière qu'un conseil d'administration indépendant peut mitiger les effets de la surconfiance et réduit la probabilité de réalisation de fusions-acquisitions. Ahmed et Duellman (2013), quant à eux, ne montrent pas d'effet significatif d'un conseil d'administration indépendant sur le lien entre la surconfiance du dirigeant et le style de comptabilité, plus ou moins prudente, adopté par le dirigeant. Pour Kolasinski et Li (2013), un conseil d'administration efficace est un conseil de taille modérée (4 à 12 membres) dont la majorité des membres sont indépendants. Dans le contexte français, les recommandations émises dans le code AFEP-MEDEF mettent en avant le rôle du conseil d'administration et de la part d'administrateurs indépendants qui y siègent[21]. Ali (2013) montre également que la qualité de la gouvernance, mesurée par la qualité de l'information est, entre autres, liée à l'indépendance du conseil d'administration. Nous faisons ainsi l'hypothèse qu'un conseil d'administration indépendant permet de mieux contrôler le dirigeant et permet de s'assurer que les décisions prises le sont dans l'intérêt des actionnaires :

H2c : Une proportion plus élevée d'administrateurs indépendants au conseil d'administration réduit l'impact de la surconfiance du dirigeant sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

Section 4.2 Méthodologie

1 Échantillon

L'échantillon utilisé est constitué à partir des sociétés non financières qui ont été cotées au SBF120 au moins une fois au cours des années 2006 à 2016. Ce panel n'est pas cylindré car, au cours de cette période, certaines sociétés ont cessé d'exister et d'autres ont été créées. En cas de changement de dirigeant en cours d'exercice, le dirigeant ayant eu la plus longue période de direction cette année-là est retenu.

Les données concernant les opérations réalisées par le dirigeant sur les titres de l'entreprise ont été collectées manuellement sur le site Internet de l'Autorité des Marchés

[21] Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF de juin 2013

Financiers[22]. Lorsqu'un dirigeant, l'un de ses proches ou une société à laquelle il est lié, réalise une opération sur les titres de la société qu'il dirige, il a l'obligation de déclarer l'opération à l'AMF, qui met ces déclarations à la disposition du public[23]. Nous avons identifié 13 150 déclarations pour les sociétés retenues durant la période d'observation. Ces déclarations correspondent à des opérations sur les titres de la société, à des exercices de stock-options ou à des franchissements de seuils. Parmi celles-ci, nous avons filtré les déclarations d'opérations réalisées par le dirigeant et ses proches sur les titres de la société, ce qui correspond à 2 899 opérations. Puis nous avons retenu celles des dirigeants à savoir, 2 304 opérations.

Les informations financières des sociétés ont été collectées dans la base de données Bloomberg. Les observations pour lesquelles des données sont manquantes ont été supprimées de l'échantillon. L'échantillon final comprend 1 553 observations société-année et concerne 159 sociétés et 303 dirigeants.

2 Description du modèle et des variables

▷ Modèle

Une adaptation du modèle classique d'analyse des investissements, le « *Q-investment model* », est proposée pour répondre aux différentes hypothèses. Les variables liées à la surconfiance et au mandat du dirigeant sont intégrées à ce modèle.

$$INV_{it} = \beta_1 + \beta_2 CF_{it-1} + \beta_3 SURCONF_i + \beta_4 (CF_{it-1} * SURCONF_i) + \beta_5 Q_{it-1} + \beta_6 MANDAT_{it} + \beta_7 TAILLE_{it-1} + \beta_8 (CF_{it-1} * CONT_FI_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Pour répondre aux hypothèses H2a, H2b et H2c, la variable de contrainte testée et sa variable d'interaction sont ajoutées au modèle :

$$INV_{it} = \beta_1 + \beta_2 CF_{it-1} + \beta_3 CONT_i + \beta_4 SURCONF_i + \beta_5 (CF_{it-1} * SURCONF_i) + \beta_5 (CF_{it-1} * SURCONF_i * CONT_i) + \beta_6 Q_{it-1} + \beta_7 MANDAT_{it} + \beta_8 TAILLE_{it-1} + \beta_9 (CF_{it-1} * CONT_FI_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Le Tableau 15 présente les différentes variables du modèle ainsi que leur mode de calcul.

[22] Site Internet de l'AMF : http://www.amf-france.org/

[23] Article L. 621-18-2 du code monétaire et financier, article 19 du règlement (UE) n°596/2014 du 16 avril 2014 et règlement délégué (UE) n°2016/522 du 17/12/2015

Tableau 15 – Variables utilisées

Variable dépendante	
INV	La variable est mesurée par la rapport : $CAPEX/PPE_{n-1}$ Le *Capex* (*Capital expenditures*) est composé des décaissements liés aux investissements sur les immobilisations corporelles et incorporelles. Il correspond aux dépenses d'investissement standardisées par les immobilisations corporelles en début d'année fiscale (donc à la fin de l'exercice précédent). Les immobilisations corporelles correspondent à la variable anglo-saxonne *PPE* (*Property, Plant And Equipment*) qui se rapporte aux actifs tangibles nets.
Variables d'intérêt	
SURCONF	Mesure de la surconfiance du dirigeant. Cette variable prend deux modalités : *NB* : la variable est codée « 1 » si le dirigeant est acheteur net sur la période d'observation (plus de titres achetés que vendus) sinon « 0 » *B* : la variable est codée « 1 » si le dirigeant est acheteur sur la période d'observation (s'il réalise des achats de titres) sinon « 0 »
CF	Les *cash-flows* sont mesurés par le bénéfice avant éléments exceptionnels auquel sont ajoutées les dépréciations. Ce montant est standardisé par le total des PPE au début de l'année fiscale.
CONT	La contrainte testée change pour chaque hypothèse : H2a : la contrainte concerne la concentration du capital (concentré versus dilué). La contrainte est mesurée par le pourcentage de droits de vote détenus par le principal actionnaire et l'actionnariat est concentré à partir de 20%. H2b : la contrainte est liée à la comparaison entre un capital concentré et familial (concentré familial versus dilué). H2c : la contrainte de l'indépendance du conseil d'administration est testée (conseil indépendant versus conseil non indépendant). Nous déterminons la contrainte en fonction de la médiane du pourcentage d'administrateurs indépendants qui est de 46,15% dans notre échantillon. Ce seuil nous semble pertinent dans la mesure où il correspond aux préconisations du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (Code AFEP-MEDEF 2013). Dans les trois hypothèses, la variable testée est codée « 1 » si la contrainte est forte sinon « 0 ».
Variables d'interactions	
CF_{it-1}*$SURCONF_i$	Variable d'interaction entre la variable *CF* et la variable *SURCONF* qui prend les deux modalités *NB* et *B*
CF_{it-1}*$SURCONF_i$* $CONT_i$	Variable d'interaction entre les variables *CF*, *SURCONF* et *CONT*. La surconfiance prend les deux modalités *NB* et *B*. La contrainte varie selon l'hypothèse testée H2a, H2b ou H2c.
Variables de contrôle	
Q	Q de Tobin est mesuré par le ratio : (*Valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs*).
MANDAT	La durée du mandat calculée par : LN(1+*ANCIENNETE*)
TAILLE	La taille de l'entreprise mesurée par : log(*ACTIFS*)
CF_{it-1}*$CONT_FI$	La variable qui mesure la contrainte financière des entreprises est une variable d'interaction entre les CF et la contrainte financière. Celle-ci est mesurée par le ratio : $DIVIDENDES_{it}$ / $CAPITAL_i$ Ce ratio est utilisé par Kaplan et Zingales (1997) comme mesure alternative de la contrainte financière par rapport à leur indice.

▷ Variable dépendante

La variable à expliquer est INV_{it} correspond aux dépenses d'investissement ou « *Capex* ». Cette mesure est utilisée par Malmendier et Tate (2005b).

▷ Variables d'intérêt

La surconfiance : *SURCONF*

La surconfiance est un biais cognitif qui est délicat à mesurer directement. Des proxies observables de la surconfiance des dirigeants doivent être utilisés. Malmendier et Tate (2005b) ont été les premiers à opérationnaliser les outils de mesure de ce biais. Pour déterminer si un dirigeant est surconfiant ou non, il est possible d'analyser les choix qu'il réalise pour son propre portefeuille d'actions. En effet, un agent économique rationnel va chercher à diversifier son risque quand un agent surconfiant va, entre autres, sous-estimer le risque lié à ses décisions, qu'il s'agisse de son portefeuille personnel ou des investissements réalisés par la société. La mesure « ***Net Buyer*** » consiste à analyser les opérations du dirigeant sur les titres de sa société. L'achat d'actions de la société rend théoriquement le portefeuille du dirigeant moins diversifié. Ainsi, un dirigeant qui choisit de se surexposer personnellement au risque spécifique de sa société, en étant *Net Bu*yer, laisse supposer qu'il surestime la rentabilité à attendre de la société (Eichholtz et Yönder, 2015). Sur une période, un dirigeant peut être acheteur net de titres de sa société, c'est-à-dire acheter plus de titres qu'il n'en vend. À l'inverse, il peut être vendeur net ou peut ne réaliser aucune opération. L'analyse du comportement du dirigeant permet donc de le qualifier de surconfiant ou non.

La surconfiance a été appréhendée par deux **variables alternatives**. Ces mesures sont basées sur les transactions réalisées sur les titres de la société par le dirigeant à titre personnel, hors exercice des stocks options.

NB : *Net Buyer* : Le dirigeant est considéré comme surconfiant s'il acquiert plus de titres qu'il n'en vend sur l'ensemble de la période. Le fait de caractériser le dirigeant pour l'ensemble de la période d'observation est cohérent avec le fait que la surconfiance est un biais cognitif stable dans le temps.

B : *Buyer* : Le dirigeant est qualifié de surconfiant s'il acquiert des titres de la société. Pour cette mesure, les ventes des titres ne sont pas prises en compte. En effet, Kolasinski et Li

(2013) mettent en avant que l'acte de vente ne contient pas d'information concernant la surconfiance dans la mesure où les motifs de vente peuvent être divers.

Cash-Flow : CF

Les prédictions théoriques supposent un lien positif et significatif entre les variables *Inv* et *CF* (Hu et Liu, 2015 ; Malmendier et Tate, 2005b, 2005a).

Contrainte : *CONT*

Pour tester l'hypothèse H2a, nous utilisons une contrainte de gouvernance liée à la **propriété du capital**. Lorsqu'il existe un bloc de contrôle dans une société, la contrainte exercée sur le dirigeant est plus forte. En l'absence d'actionnaire de contrôle, la contrainte est faible.

Nous examinons également les cas plus spécifiques où l'actionnaire de contrôle est **familial** pour tester l'hypothèse H2b. Pour ce test, ne sont pas prises en compte les sociétés dont l'actionnaire de contrôle n'est pas familial. Les informations manquantes pour certaines entreprises quant au caractère familial de l'actionnaire de contrôle réduisent nos observations à 1 265.

Enfin, la contrainte liée à l'indépendance du **conseil d'administration**, utilisée pour l'hypothèse H2c, est mesurée au travers du pourcentage d'administrateurs indépendants du conseil. Le « code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées »[24] préconise que la proportion minimum des administrateurs indépendants soit comprise entre un tiers et la moitié en fonction de la concentration du capital. Plus le pourcentage est élevé, plus la contrainte est forte pour le dirigeant. Le pourcentage d'actionnaires indépendants n'étant pas systématiquement disponible, nos observations sont réduites à 1 307.

- **Variables d'interaction**

La variable d'interaction ($CF_{it-1}*SURCONF_i$) est introduite dans le modèle pour estimer l'impact de la variable de surconfiance sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

[24] Code AFEP-MEDEF de juin 2013

Nous introduisons également des variables d'interaction (CF_{it-1}*$SURCONF_i$*$CONT_i$) pour tester l'impact de la gouvernance sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows.* Les valeurs prises par la contrainte dépendent du mécanisme testé.

▷ Variables de contrôle

Les variables de contrôle utilisées dans le modèle sont les variables traditionnellement utilisées dans les différents travaux de recherche sur la surconfiance et sur les choix d'investissement.

Les opportunités d'investissement : le ratio *Q* de Tobin

Le ratio *Q* de Tobin (1969) est une mesure des opportunités d'investissement. Un ratio supérieur à un signifie que le dirigeant doit investir dans la mesure où les opportunités de croissance de l'entreprise sont importantes. Erickson et Whited (2000) créent un modèle original pour mettre en lumière les déterminants de l'investissement et montrent que l'investissement dépend directement du *Q* de Tobin. Cette variable devrait impacter positivement la variable *INV*.

La durée du mandat du dirigeant

Un dirigeant ayant un mandat long dans une entreprise a parfois une employabilité plus faible. Il devient dans ce cas plus prudent, une grave défaillance de sa part pouvant avoir des conséquences personnelles lourdes. De même, un dirigeant en poste depuis longtemps n'a plus à « faire ses preuves », il est souvent moins enclin à prendre des risques et fera probablement des choix d'investissement plus raisonnés qu'un dirigeant fraîchement nommé (Graham et *al.*, 2013 ; Hu et Liu, 2015). La variable *MANDAT* devrait donc avoir un impact négatif sur les investissements.

La taille de l'entreprise

Dans les grandes entreprises, il existe une liberté managériale qui permet de différer plus facilement certains investissements que dans les petites entreprises. Les entreprises les plus importantes peuvent réaliser une gestion plus fine de leurs investissements dans le temps. Kadapakkam et *al.* (1998) confirment que la taille peut influer sur les investissements réalisés. Ainsi, un impact négatif de la variable *TAILLE* sur les investissements est attendu.

La contrainte financière

Une dernière variable d'interaction *(CF_{it-1}*CONT_FI)* est introduite pour contrôler l'impact de la contrainte financière sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Nous nous attendons à ce que la contrainte financière modère l'impact de la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

Les effets fixes

Pour contrôler les effets fixes, il a été introduit dans le modèle un effet fixe par industrie et un effet fixe par année (dummies). Le code industrie est basé sur le code ICB (*Industry Classification Benchmark*) qui classifie les entreprises en dix grands secteurs d'activité.

Section 4.3 Résultats et discussion

1 Statistiques descriptives

Le Tableau 16 présente les statistiques descriptives de notre échantillon. Pour ne pas donner trop de poids aux valeurs extrêmes, les variables *PPE*, *CF*, *ACTIFS* et *Q* ont été winsorisées à 1%[25].

[25] Tous les tableaux de résultats ont été réalisés avec le package R Stargazer. Hlavac, Marek (2018). stargazer: Well-Formatted Regression and Summary Statistics Tables. R package version 5.2.1. https://CRAN.R-project.org/package=stargazer

Tableau 16 – Statistiques descriptives

INVESTISSEMENT = CAPEX/PPE ; NB = 1 si le dirigeant est acheteur net sur la période d'observation sinon 0 ; B = 1 si le dirigeant est acheteur sur la période d'observation sinon 0 ; CAPEX = décaissements liés aux investissements en immobilisations corporelles et incorporelles en millions d'euros ; PPE (PROPERTY, PLANT, EQUIPMENTS) = immobilisations corporelles en millions d'euros ; CF (*CASH-FLOWS*) = (bénéfice avant éléments exceptionnels + dépréciations) les CF sont normalisés par les PPE_{n-1} ; Q (Q de Tobin) = Valeur de marché des actifs / Valeur comptable des actifs ; TAILLE = log(ACTIFS) ; ANCIENNETÉ = nombre d'années d'ancienneté du dirigeant ; MANDAT = LN(1+ANCIENNETÉ).

Les variables CAPEX, PPE, CF, Q et ACTIFS correspondent aux exercices n-1 pour être antérieures à la décision d'investissement.

Statistiques	N	Mean	St. Dev.	Min	Max
INVESTISSEMENT	1 553	0,320	0,399	0,017	2,923
NB	1 553	0,284	0,451	0	1
B	1 553	0,451	0,498	0	1
CAPEX_millions €	1 553	715	1 954	0	22 656
ACTIFS_millions €	1 553	15 524	31 212	8	278 941
PPE_ millions €	1 553	4 516	13 020	0	130 314
CF	1 553	0,334	4,868	-109,683	16,272
Q	1 553	1,601	1,380	0,617	21,975
TAILLE (log)	1 553	8,304	1,801	2,079	12,539
ANCIENNETÉ_années	1 553	8	8	0	47
MANDAT (ln)	1 553	1,806	0,926	0	3,871

Nous observons que 28% à 45% des dirigeants de l'échantillon sont qualifiés de surconfiants, respectivement avec les mesures *NB* et *B*. La proportion de dirigeants surconfiants est comparable à celle trouvée par Doukas et Petmezas (2007) soit 27%, ainsi qu'à celle observée par Malmendier et Tate (2015) soit 40% de dirigeants biaisés.

La corrélation entre les mesures *NB* et *B* est de 0.5. Cette corrélation forte est significative au seuil de 1%. Ainsi, les deux variables paraissent capter le même phénomène.

Les variables *PPE*, *CF*, et *Q* montrent une réelle disparité entre les entreprises de l'échantillon. Certaines entreprises ont ainsi des *PPE* extrêmement faibles. Ce sont des sociétés dont l'activité nécessite principalement des investissements immatériels. De même, les actifs des entreprises sont extrêmement dispersés, passant de 8 millions à 278 941 millions d'euros. Cette disparité rend compte de la diversité des sociétés observées. L'échantillon comprend des sociétés de services informatiques dont les actifs peuvent être limités, comme des sociétés industrielles dont les actifs sont souvent plus conséquents. Enfin, les anciennetés des dirigeants sont très étendues. Certains dirigeants ont réalisé

l'ensemble de leur carrière dans la même entreprise, d'autres ont été fraîchement nommés à la fin de la période d'observation ou ne sont pas restés en poste (durée nulle). La durée moyenne des anciennetés est de 8 ans ce qui met en lumière un certain renouvellement parmi les dirigeants de l'échantillon.

2 Analyse de l'impact de la surconfiance sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*

Le Tableau 17 expose les résultats relatifs à l'impact du biais de surconfiance sur le lien entre les investissements et les *cash-flows*[26]. La régression (1) ne tient pas compte de l'impact d'un éventuel biais de surconfiance des dirigeants. Les régressions (1′) et (1′′) introduisent respectivement les variables de surconfiance *NB* et *B*. Les régressions (2) et (3) intègrent les variables d'interaction correspondantes aux variables de surconfiance *NB* et *B*.

[26] Pour l'ensemble des régressions présentées dans les Tableau 17 et Tableau 18 nous n'observons pas de problème de multicolinéarité dans la mesure où les VIF (Variance Inflation Factor) sont inférieurs à 3. De plus, les résultats et les erreurs standards présentés sont robustes aux tests d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation.

Tableau 17 – Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows*

La variable expliquée est INVESTISSEMENT = CAPEX/PPE ; CF (*CASH-FLOWS*) = (bénéfice avant éléments exceptionnels + dépréciations) les CF sont normalisés par les PPE_{n-1} ; NB = 1 si le dirigeant est acheteur net sur la période d'observation sinon 0 ; CF*NB = variable d'interaction entre les CF et la surconfiance ; B = 1 si le dirigeant est acheteur sur la période d'observation sinon 0 ; CF*B = variable d'interaction entre les CF et la surconfiance ; Q (Q de Tobin) = Valeur de marché des actifs / Valeur comptable des actifs ; MANDAT = LN(1+ANCIENNETÉ) ; TAILLE = log(ACTIFS) ; CF*CONT_FI = variable d'interaction du CF et du ratio DIVIDENDES/ CAPITAL qui mesure la contrainte financière des entreprises

	Variable dépendante				
	INVESTISSEMENT				
	(1)	(1′)	(1′′)	(2)	(3)
CF	0,045***	0,044***	0,045***	0,012	0,006
	(0,008)	(0,008)	(0,008)	(0,009)	(0,009)
NB		0,035		-0,062	
		(0,043)		(0,043)	
CF*NB				0,138***	
				(0,017)	
B			0,006		-0,081**
			(0,039)		(0,040)
CF*B					0,113***
					(0,015)
Q	0,199***	0,201***	0,199***	0,198***	0,178***
	(0,022)	(0,022)	(0,022)	(0,022)	(0,022)
MANDAT	0,038*	0,038*	0,038*	0,032	0,031
	(0,021)	(0,021)	(0,021)	(0,020)	(0,020)
TAILLE	-0,057***	-0,056***	-0,057***	-0,051***	-0,051***
	(0,012)	(0,012)	(0,012)	(0,012)	(0,012)
CF* CONT_FI	-0,053***	-0,052***	-0,053***	-0,021**	-0,017*
	(0,009)	(0,009)	(0,009)	(0,010)	(0,010)
ANNEE	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
ICB	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	1 553	1 553	1 553	1553	1553
R^2 Ajusté	0,14	0,139	0,139	0,175	0,170
Note:					*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Les modèles (1′) et (1′′) ne mettent pas en évidence de lien significatif entre la surconfiance et les investissements. La surconfiance des dirigeants n'impacte donc pas directement les choix d'investissement. Toutefois, conformément à nos attentes, les deux variables d'interaction entre la surconfiance et les *cash-flows* sont positives et significatives au seuil de 1% - dans les régressions (2) et (3). Ainsi, lorsque le dirigeant est surconfiant, l'impact des *cash-flows* sur les investissements est plus important. De plus, en introduisant ces variables d'interaction, le pouvoir explicatif des modèles (2) et (3), mesuré par le R^2 ajusté, s'améliore. Ces résultats confirment qu'il existe un **impact positif et significatif de la**

surconfiance sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Nous validons ainsi **l'hypothèse 1**, en cohérence avec les résultats observés dans le contexte anglo-saxon.

Conformément aux prédictions théoriques, dans les cinq régressions présentées dans le Tableau 17, la variable *Q* est positive et significative au seuil de 1%. Les opportunités d'investissement ont donc un impact significatif sur les investissements. De même, l'impact de la taille de l'entreprise est négatif et significatif au seuil de 1%[27]. Les investissements diminuent lorsque la taille de l'entreprise augmente. La variable d'interaction *(CF*CONT_FI)* qui contrôle la contrainte financière est négative et significative, ce qui est également conforme aux prédictions théoriques. Cela indique que l'existence d'une contrainte financière diminue la sensibilité des investissements aux *cash-flows*[28]. En revanche, la variable *MANDAT* n'est pas significative dans les modèles (2) et (3) ce qui est contraire à nos attentes.

3 L'influence des contraintes liées aux mécanismes de gouvernance

▷ L'influence de la contrainte liée à la concentration de l'actionnariat

Pour tester l'hypothèse 2a, nous avons utilisé une contrainte liée au pourcentage de droits de vote détenus par le principal actionnaire. Lorsque l'actionnaire majoritaire dispose de moins de 20%, l'actionnariat est dilué et la contrainte sur le dirigeant est faible, dans le cas contraire, l'entreprise est contrôlée, l'actionnariat est concentré et la contrainte est forte. Dans notre échantillon, 63% des sociétés ont un **actionnariat concentré**. La moyenne des titres détenus par le principal actionnaire est de 31,42% et la médiane est de 27,53%. Ces statistiques sont représentatives des entreprises françaises qui sont, entre autres, caractérisées par un actionnariat concentré. Les résultats sont présentés dans les régressions (4) et (5) du Tableau 18.

[27] Nous avons également utilisé les logarithmes de la capitalisation boursière pour mesurer la taille des sociétés de notre échantillon. Les résultats obtenus sont similaires à ceux présentés dans le Tableau 17.

[28] Nous avons utilisé comme mesures alternatives de la contrainte financière, le ratio d'endettement ainsi que la variable KZ (Kaplan et Zingales, 1997). Les résultats concernant les variables d'interaction entre la surconfiance et les *cash-flows* sont similaires à ceux présentés dans le Tableau 17. Ces variables restent positives et significatives.

Tableau 18 – Surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows* avec contraintes liées aux mécanismes de gouvernance

La variable expliquée est INVESTISSEMENT = CAPEX/PPE ; CF (*CASH-FLOWS*) = (bénéfice avant éléments exceptionnels + dépréciations) les CF sont normalisés par les PPE_{n-1} ; CONT (CONTRAINTE) = 1 si la contrainte est forte sinon 0, la première contrainte concerne la concentration du capital (concentré versus dilué), puis la concentration du capital familial (concentré familial versus dilué) et enfin l'indépendance du conseil d'administration (conseil indépendant versus conseil non indépendant) ; NB = 1 si le dirigeant est acheteur net sur la période d'observation sinon 0 ; CF*NB = variable d'interaction entre les CF et la surconfiance ; CF*NB*CONT = variable d'interaction entre les CF, la surconfiance et la contrainte testée ; B = 1 si le dirigeant est acheteur sur la période d'observation sinon 0 ; CF*B = variable d'interaction entre les CF et la surconfiance ; CF*B*CONT = variable d'interaction entre les CF, la surconfiance et la contrainte testée ; Q (Q de Tobin) = Valeur de marché des actifs / Valeur comptable des actifs ; MANDAT = LN(1+ANCIENNETÉ) ; TAILLE = log(ACTIFS) ; CF*CONT_FI = variable d'interaction du CF et du ratio DIVIDENDES/ CAPITAL qui mesure la contrainte financière des entreprises

	Variable dépendante INVESTISSEMENT					
	Contrainte concentration de l'actionnariat Concentré vs Dilué		Contrainte concentration de l'actionnariat Familial vs Dilué		Contrainte administrateurs indépendants	
	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CF	-0,003	-0,005	-0,006	-0,006	-0,014*	-0,019**
	(0,006)	(0,006)	(0,006)	(0,006)	(0,008)	(0,008)
CONT	-0,044	-0,024	-0,072*	-0,042	0,007	-0,011
	(0,032)	(0,032)	(0,038)	(0,039)	(0,028)	(0,031)
NB	-0,026		0,007		-0,081**	
	(0,029)		(0,035)		(0,036)	
CF*NB	0,221**		0,222**		0,204**	
	(0,088)		(0,086)		(0,096)	
CF*NB*CONT	-0,240***		-0,213**		-0,082	
	(0,091)		(0,089)		(0,099)	
B		-0,066**		-0,052		-0,099***
		(0,028)		(0,032)		(0,035)
CF*B		0,218***		0,220***		0,155**
		(0,080)		(0,079)		(0,069)
CF*B*CONT		-0,196**		-0,221***		0,023
		(0,081)		(0,081)		(0,075)
Q	0,255***	0,237***	0,268***	0,261***	0,183***	0,161**
	(0,054)	(0,055)	(0,056)	(0,059)	(0,062)	(0,069)
MANDAT	0,024	0,028	0,030	0,032	0,040*	0,046**
	(0,018)	(0,018)	(0,021)	(0,022)	(0,021)	(0,021)
TAILLE	-0,049***	-0,050***	-0,054***	-0,056***	-0,046***	-0,048***
	(0,011)	(0,012)	(0,014)	(0,015)	(0,011)	(0,012)
CF* CONT_FI	-0,001	-0,015	-0,055**	-0,065**	-0,037	-0,092**
	(0,045)	(0,051)	(0,027)	(0,029)	(0,035)	(0,039)
ANNEE	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
ICB	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	1 547	1 547	1 265	1 265	1 307	1 307
R2 Ajusté	0,205	0,209	0,227	0,233	0,189	0,188

Note: *p<0 1; **p<0 05; ***p<0 01

Conformément à nos attentes, plus l'actionnariat est concentré, plus la contrainte sur le dirigeant est importante. Les variables d'interaction (*CF*NB*CONT*) et (*CF*B*CONT*) sont négatives et significatives. Nos résultats montrent que la concentration du capital a un effet modérateur sur l'impact de la surconfiance. Ils mettent en évidence un **effet disciplinaire** lié à la présence d'un bloc de contrôle et permettent de valider l'hypothèse 2a. Un actionnariat concentré réduit l'impact de la surconfiance du dirigeant sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

Nos résultats montrent également que la surconfiance augmente la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Les variables d'interactions (*CF*NB*) et (*CF*B*) sont positives et significatives. Ces résultats sont cohérents avec les prédictions théoriques et avec les résultats présentés dans le Tableau 17. Enfin, nous observons que les différents résultats liés aux variables de contrôle sont similaires à ceux présentés pour le Tableau 17, à l'exception toutefois de la variable (*CF*CONT_FI*) qui n'est plus significative.

- **L'influence de l'actionnariat concentré familial**

Nous proposons d'analyser l'influence des **blocs de contrôle de type familial** sur l'effet de la surconfiance sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Parmi l'ensemble des sociétés contrôlées de notre échantillon, 71% le sont par des familles. En moyenne, ces familles détiennent 44,66% des droits de vote, la médiane étant à 42,98%. Ces statistiques mettent en lumière une participation au capital plus importante lorsque l'actionnaire de contrôle est de type familial. Ainsi, les sociétés de notre échantillon présentent les caractéristiques attendues des sociétés françaises : l'actionnariat est concentré et il existe une forte représentation des sociétés familiales.

Les résultats sont présentés dans les colonnes (6) et (7) du Tableau 18. Ils confirment **l'effet modérateur** d'un bloc de contrôle familial sur les effets de la surconfiance. En effet, les coefficients des variables d'interaction (*CF*NB*CONT*) et (*CF*B*CONT*) sont négatifs et significatifs. Ces résultats nous permettent de valider l'hypothèse 2b. Les actionnaires de contrôle de type familial exercent ainsi un contrôle qui limite les effets de la surconfiance du dirigeant sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

Les effets modérateurs de la présence d'un actionnaire de contrôle mesurés dans les régressions (4), (5), (6) et (7) montrent des tendances légèrement plus marquées si l'actionnaire de contrôle est de type familial. Dans la régression (6) la variable *CONT* est

négative et significative. La variable d'interaction *(CF*B*CONT)* gagne en significativité dans la régression (7). Néanmoins, la variable d'interaction *(CF*NB*CONT)* perd en significativité dans la régression (6). Enfin, le pouvoir explicatif du modèle qui tient compte de l'actionnariat de contrôle familial - régressions (6) et (7) - est plus important que celui qui tient compte de tous les actionnaires de contrôle - régressions (4) et (5). Il semble ainsi que les actionnaires familiaux ont un rôle disciplinaire un peu plus important que les autres actionnaires de contrôle. Cette implication peut être liée aux motivations caractéristiques de ce type d'actionnariat. En effet, le contrôle du dirigeant est d'autant plus important que la famille a une bonne connaissance de la société et peut donc pleinement jouer son rôle de modérateur (Anderson et Reeb, 2003). De plus, l'objectif de pérennité des entreprises familiales peut conduire à une gestion plus prudente en termes d'investissement (Demsetz et Lehn, 1985).

Les variables d'interaction (*CF*NB*) et (*CF*NB*) ainsi que les variables de contrôle, du modèle qui teste l'actionnariat familial - régressions (6) et (7) - présentent des résultats similaires à ceux du modèle précédent - régressions (4) et (5), à l'exception des variables qui contrôlent la contrainte financière. Cette variable d'interaction est négative et significative dans les régressions (6) et (7), ce qui est cohérent avec les prédictions théoriques.

- **L'influence de la contrainte liée à l'indépendance des administrateurs**

Pour tester l'hypothèse 2c, nous considérons **la proportion d'administrateurs indépendants** au conseil d'administration. Si cette proportion est supérieure à la médiane, la contrainte sur le dirigeant est forte. Au contraire, la contrainte est faible lorsque le pourcentage est inférieur à la médiane. La médiane calculée sur l'échantillon est de 46,15% et la moyenne est de 40,37% d'administrateurs indépendants.

Les résultats sont présentés dans les régressions (8) et (9) du Tableau 18.

Contrairement à nos attentes, une proportion d'administrateurs indépendants importante **ne limite pas les effets de la surconfiance** du dirigeant sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. En effet, les variables d'interaction (*CF*NB*CONT*) et (*CF*B*CONT*) sont non significatives. Nos résultats ne nous permettent donc pas de valider l'hypothèse 2c.

Nos différents résultats mettent en exergue le **rôle prépondérant de l'actionnaire de contrôle** et de l'actionnaire familial dans le contrôle du dirigeant. Le conseil d'administration semble ainsi moins discipliner le dirigeant. Ce résultat peut être expliqué par le contexte

français de l'étude. Le contrôle qui est exercé directement par les familles peut rendre le rôle du conseil d'administration moins prégnant comme suggéré par Broye et *al.* (2017).

Comme dans les régressions présentées précédemment, les variables d'interaction (*CF*NB*) et (*CF*NB*) sont positives et significatives. La surconfiance influe donc positivement sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Nous observons également que les différents résultats liés aux variables de contrôle sont similaires à ceux présentés dans les régressions précédentes, à l'exception toutefois de la variable MANDAT qui est positive est significative et de la variable d'interaction *(CF*CONT_FI)* qui est négative et significative dans la régression (9).

4 Tests de robustesse

Nous avons réalisé différents tests de robustesse pour affiner nos analyses précédentes.

▹ La mesure de la surconfiance

Notre mesure de la surconfiance est basée sur l'hypothèse qu'un dirigeant achète des titres de sa société parce qu'il est surconfiant et qu'il ne cherche pas à diversifier les risques de son portefeuille. Toutefois, il est possible que la mesure utilisée ne soit pas pertinente pour l'ensemble des dirigeants. En effet, l'information liée à l'acquisition de titres supplémentaires ne correspond pas nécessairement à l'expression du biais de surconfiance. D'une part, d'autres motivations liées à des problématiques de contrôle peuvent expliquer les achats de titres par le dirigeant. D'autre part, lorsque le dirigeant est l'actionnaire majoritaire, l'acquisition de titres supplémentaires est peu significative au regard du portefeuille déjà détenu. Dans ce cas, la surconfiance du dirigeant ne s'exprime pas nécessairement au travers de l'acquisition de titres. Ainsi, nous avons renforcé la contrainte sur la qualification des dirigeants comme étant surconfiants. Nous avons utilisé **deux mesures alternatives** de la surconfiance. Elles se basent sur l'augmentation des droits de vote acquis par le dirigeant en pourcentage des titres détenus. Nous avons ainsi calculé le rapport entre les achats nets en nombre de titres et le nombre de titres déjà détenus par le dirigeant.

Pour la première mesure, nous réalisons un classement, par année, des pourcentages d'augmentation des titres détenus par chaque dirigeant. Sont qualifiés de surconfiants les

dirigeants qui font partie du quintile supérieur. Les résultats obtenus **confirment l'effet modérateur de l'actionnaire de contrôle**, qu'il soit familial ou non. En effet, les coefficients des différentes variables d'interaction (*CF*SURCONF*CONT*) sont négatifs et significatifs. Toutefois, contrairement à nos résultats initiaux et à nos attentes, **l'indépendance des administrateurs** semble augmenter l'impact de la surconfiance sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Les décisions du dirigeant semblent être validées par le conseil d'administration. Pour le deuxième test, nous avons qualifié de surconfiants les dirigeants dont les achats de l'année augmentent leur propre participation au capital de 10% ou plus. Le pourcentage de dirigeants surconfiants est en moyenne de 8,9%. Les résultats obtenus confirment également ces résultats.

- **La contrainte liée à la structure de propriété**

Nous avons utilisé dans ce travail un seuil de 20% pour examiner la concentration de la propriété. De façon alternative, nous avons réalisé un premier test de robustesse en utilisant comme seuil la médiane de la concentration de l'actionnariat, qui s'élève à 27,08%. **Les résultats obtenus sont inchangés** et confirment que la surconfiance du dirigeant impacte plus fortement la sensibilité des investissements aux *cash-flows* pour les entreprises dont l'actionnariat est dilué par rapport à celles dont l'actionnariat est plus concentré et qui exerce un rôle disciplinaire. Un deuxième test a été mené en utilisant une médiane annuelle. Ce test confirme également que la concentration de l'actionnariat peut limiter les effets de la surconfiance du dirigeant sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*.

Ces différents résultats mettent en exergue le rôle disciplinaire de l'actionnaire de contrôle, sans pour autant mettre en lumière un plus grand contrôle des blocs de contrôle familiaux.

- **La contrainte liée à l'indépendance des administrateurs**

Nous avons également utilisé des seuils alternatifs concernant la contrainte liée à l'indépendance des administrateurs. Un premier test a été réalisé en utilisant le seuil de contrainte de un tiers. Ce seuil correspond à la proportion minimum d'administrateurs indépendants recommandée par le code AFEP-MEDEF pour les sociétés dont l'actionnariat est concentré. Un deuxième test a été réalisé en utilisant le seuil de 50% qui correspond aux préconisations du code AFEP-MEDEF pour les sociétés dont l'actionnariat est dilué.

Dans les deux cas, **les résultats obtenus sont similaires** avec nos premiers résultats, les différentes variables d'interaction étant non significatives. Ainsi, une proportion importante d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration ne limiterait pas les effets de la surconfiance du dirigeant sur le lien entre les investissements et les *cash-flows*. Cela conforte l'idée que la surveillance des dirigeants est principalement effectuée par les actionnaires de contrôle.

5 Discussion

Une littérature récente s'intéresse aux conséquences du biais de surconfiance des dirigeants. En étudiant les effets de ce biais sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows* nous nous inscrivons dans ce courant de recherche. À l'instar de nombreux travaux (e.g. Malmendier et Tate, 2005b ; 2005a ; Ben Mohamed et *al.,* 2014b ; Eichholtz et Yönder, 2015), nous mettons en lumière l'impact du biais de surconfiance du dirigeant sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Nous montrons ainsi que le biais de surconfiance amène à des décisions non rationnelles qui peuvent être destructrices de valeur pour les actionnaires.

En explorant les effets du biais de surconfiance des dirigeants et en s'interrogeant sur les moyens de les mitiger, la littérature met également en lumière certaines limites du cadre d'analyse classique de la théorie de l'agence. Ainsi, dans ce cadre conceptuel, le dirigeant poursuit ses propres intérêts et il est nécessaire de l'inciter à agir au mieux des intérêts des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Or le biais de surconfiance amène le dirigeant à prendre des décisions qu'il juge dans l'intérêt de l'entreprise alors même qu'elles ne sont pas forcément optimales pour les actionnaires. Dès lors, les **outils classiques d'encadrement des dirigeants**, tels que les rémunérations incitatives, sont sans effet pour modérer les effets de la surconfiance des dirigeants. Notre étude fait ainsi écho à cette interrogation quant à l'efficacité de la gouvernance pour mitiger les effets de la surconfiance. Suivant l'intuition de Malmendier et Tate (2005b), certaines recherches anglo-saxonnes montrent qu'une gouvernance efficace, mesurée par la proportion d'administrateurs indépendants, permet de modérer les effets de la surconfiance et de mieux accompagner le dirigeant dans ses décisions (Kolasinski et Li, 2013 ; Brown et Sarma, 2007). Nous montrons également qu'une gouvernance efficace permet de modérer les effets du biais. Toutefois, nos résultats se distinguent des recherches précédentes. En effet, nous ne montrons pas d'effet significatif de la proportion d'administrateurs indépendants. Par contre, nous montrons que la

concentration de l'actionnariat ainsi qu'un actionnaire familial de contrôle modèrent les effets du biais. Ainsi, l'efficacité des différents mécanismes de gouvernance semblent liés au **contexte d'analyse**, ce qui est conforme aux conclusions de La Porta et *al.* (2000).

Enfin, une partie des travaux récents s'interrogent également sur l'opportunité de nommer un dirigeant surconfiant. En effet, les actionnaires peuvent bénéficier d'**avantages liés à la surconfiance** du dirigeant. Par exemple, un dirigeant surconfiant semble favoriser les innovations (Galasso et Simcoe, 2011; Hirshleifer et *al.,* 2012). De même, les dirigeants réalisent plus d'efforts pour atteindre leurs objectifs (Hilary et *al.,* 2016 ; Pikulina et *al.,* 2014), les rémunérations nécessaires pour les motiver sont dès lors plus faibles que celles des dirigeants non biaisés (Otto, 2014). Enfin, pour réaliser un changement de stratégie, les entreprises peuvent nommer un dirigeant surconfiant (Banerjee et *al.*, 2015). Toutefois, afin de bénéficier de tels avantages, il est nécessaire de pouvoir limiter les effets potentiellement destructeurs de valeurs du biais de surconfiance. Ainsi, la question de **l'opportunité de recruter un dirigeant biaisé** peut être posée au regard de l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Dès lors, le bénéfice attendu de la surconfiance pourrait être conditionné par la qualité de la gouvernance de l'entreprise indépendamment de la stratégie choisie. Au regard de nos résultats, une entreprise dont l'actionnariat est concentré semble plus à même de profiter des avantages de la surconfiance tout en modérant ses effets négatifs.

Conclusion

Notre étude s'intéresse au lien entre surconfiance des dirigeants et sensibilité des investissements aux *cash-flows*. L'originalité de cette recherche est de tester les effets des mécanismes de gouvernance sur l'impact du biais de surconfiance sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows* dans le contexte français. En effet, la littérature suggère que des mécanismes de gouvernance efficaces peuvent encadrer les effets de la surconfiance du dirigeant (Malmendier et Tate, 2005b ; Kolasinski et Li, 2013). La Porta et *al.* (2000) soulignent que l'analyse des mécanismes de gouvernance doit tenir compte du **contexte institutionnel**. Les études empiriques réalisées jusqu'alors portent majoritairement sur des échantillons anglo-saxons. Or, le **contexte français** est très différent et est caractérisé par une forte concentration de l'actionnariat, par un actionnariat familial important et par un faible niveau de protection des actionnaires. Dans les entreprises françaises, la présence d'un actionnaire de contrôle et l'indépendance des administrateurs sont ainsi des mécanismes de contrôle très imbriqués et substituables (Desender et *al.*, 2013).

En dehors de toute contrainte, nos résultats concernant l'impact du biais de surconfiance des dirigeants sur les politiques d'investissement sont cohérents avec les résultats anglo-saxons. Ainsi, les travaux de Malmendier et Tate (2005b; 2005a) montrent un effet positif et significatif de la surconfiance des dirigeants sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Les résultats obtenus par Ben Mohamed et *al.* (2014a ; 2014b) et par Eichholtz et Yönder (2015) arrivent aux mêmes conclusions. Nos résultats mettent également en évidence que la présence d'un **actionnariat concentré** peut limiter l'impact de la surconfiance des dirigeants sur la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. De même, **un actionnaire de contrôle familial** encadre le dirigeant surconfiant et modère les effets de la surconfiance. Toutefois, les tests effectués mettent en lumière que la **proportion d'administrateurs indépendants** n'influe pas sur la surconfiance des dirigeants. Parmi ces différents mécanismes de gouvernance, nos résultats mettent ainsi en exergue le rôle prééminent des blocs de contrôle dans l'encadrement du dirigeant surconfiant.

Une **limite** importante de ce travail tient à l'utilisation de la mesure de la surconfiance. Notre mesure est basée sur l'acquisition de titres de la société par le dirigeant. Or, un certain nombre de dirigeants de notre échantillon détiennent la majorité des titres de la société qu'ils dirigent. Il est ainsi possible de s'interroger sur l'opportunité, pour un dirigeant surconfiant qui est d'ores et déjà l'actionnaire de contrôle, d'acheter quelques titres supplémentaires. De ce fait, le comportement surconfiant des dirigeants est peut-être sous-estimé dans notre échantillon. Il est également possible que les transactions réalisées sur les titres visent uniquement à conserver le contrôle de la société. Enfin, à notre connaissance, les seuls travaux empiriques existants qui utilisent la mesure *NB* sont basés sur les échantillons américains. Il est donc délicat de valider la pertinence de cette mesure. Ainsi, il serait sans doute intéressant de compléter la mesure du biais de surconfiance par des mesures alternatives. **D'autres outils de mesure** sont proposés dans la littérature. Malmendier *et al.* (2011) proposent une mesure basée sur les portraits des dirigeants dans la presse. Ben-David *et al.* (2013) et Libby et Rennekamp (2012) réalisent, quant à eux, des mesures basées sur l'administration de questionnaires. Enfin Dittrich et *al.* (2005) réalisent des expérimentations pour mesurer le biais de surconfiance. Des travaux futurs seraient nécessaires pour réaliser des mesures alternatives plus adaptées aux dirigeants français.

Cette étude originale contribue à mettre en évidence le **rôle d'accompagnement** du dirigeant par les blocs de contrôle. Les particularités liées à l'actionnariat familial français sont mises en avant dans notre étude. Le rôle des mécanismes de gouvernance étant de guider les décisions des dirigeants afin qu'elles soient créatrices de valeur pour les actionnaires,

plusieurs **développements** nous sembleraient intéressants : d'une part, d'identifier des raisons qui expliquent la non surveillance des dirigeants par le conseil d'administration ; d'autre part d'analyser si certaines motivations des actionnaires familiaux peuvent justifier le choix délibéré de nommer un dirigeant surconfiant. Des recherches récentes mettent, par exemple, en lumière les stratégies d'innovation mises en œuvre dans des entreprises familiales pérennes (Mahmoud-Jouini et Mignon, 2010 ; Mahmoud-Jouini et Mignon, 2016). Ainsi, les interactions entre les différents mécanismes de gouvernance et leurs effets sur les dirigeants biaisés devraient faire l'objet de futurs approfondissements.

Bibliographie

Adams R., Hermalin B.E. et Weisbach M.S. (2010), « The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey », *Journal of Economic Literature*, vol. 48, n° 1, p. 58-107.

Ali C.B. (2013), « Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France », *Management & Avenir*, vol. 3, n° 61, p. 109-128.

Anderson R.C. et Reeb D.M. (2003), « Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1328.

Ahmed A.S. et Duellman S. (2013), « Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism », *Journal of Accounting Research*, vol. 51, n° 1, p. 1-30.

Banerjee S., Humphery-Jenner M. et Nanda V. (2015a), « Restraining Overconfident CEOs Through Improved Governance: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act », *Review of Financial Studies*, vol. 28, n° 10, p. 2812–2858.

Banerjee S., Dai L., Humphery-Jenner M. et Nanda V.K. (2015b), « Top Dogs: Overconfident Executives and New CEO Selection », *Available at SSRN 2371435*.

Ben Mohamed E., Souissi M.N., Baccar A. et Bouri A. (2014a), « CEO's Personal Characteristics, Ownership and Investment Cash Flow Sensitivity: Evidence from NYSE Panel Data Firms », *Journal of Economics, Finance & Administrative Science*, vol. 19, n° 37, p. 98-103.

Ben Mohamed E., Fairchild R. et Bouri A. (2014b), « Investment Cash Flow Sensitivity under Managerial Optimism: New Evidence From NYSE Panel Data Firms », *Journal of Economics, Finance & Administrative Science,* vol. 19, n° 36, p. 11-18.

Ben-David I., Graham J.R. et Harvey C.R. (2007), « Managerial Overconfidence and Corporate Policies », Working Paper 13711, *National Bureau of Economic Research*.

Ben-David I., Graham J.R. et Harvey C.R. (2013), « Managerial Miscalibration », *Quarterly Journal of Economics* vol. 128, n° 4, p. 1547-1584.

Bertrand M. et Schoar A. (2002), « Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies », SSRN Scholarly Paper ID 376880, *Rochester, NY: Social Science Research Network*.

Bessière V. (2007), « Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse », *Finance Contrôle Stratégie,* vol. 10, n° 1, p. 39-66.

Bolton P., Brunnermeier M.K., et Veldkamp L. (2008), « Leadership, Coordination and Mission-Driven Management », Working Paper 14339, National Bureau of Economic Research.

Brown R., Sarma N. (2007), « CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions », *Ownership structure and corporate decision-making*, vol. 59, n° 5, p. 358-379.

Broye G., François A. et Moulin Y. (2017), « The Cost of CEO Duality: Evidence from French Leadership Compensation », *European Management Journal,* vol. 35, n° 3, p. 336-350.

Broye G., Di Giacomo A. et Prinz E. (2018), « Pratiques de divulgation des éléments de rémunération des dirigeants et incidence de l'actionnariat familial », *Finance Contrôle Stratégie*, NS-4.

Campbell T.C., Gallmeyer M., Johnson S.A., Rutherford J. et Stanley B.W. (2011), « CEO Optimism and Forced Turnover », *Journal of Financial Economics,* vol. 101, n° 3, p. 695-712.

Charlier P. et Du Boys C. (2011), « Gouvernance familiale et politique de distribution aux actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie,* vol. 14, n° 1, p. 3-51.

Charlier P. et Lambert G. (2013), « Modes de gouvernance et performances des entreprises familiales françaises en fonction des conflits d'agence », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 16, n° 2, p. 1-26.

Charreaux G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du financier*, vol. 127, p. 6–17.

Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy,* vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.

Desender K.A., Aguilera R.V., Crespi R. et Garcia-Cestona M. (2013), « When Does Ownership Matter? Board Characteristics and Behavior », *Strategic Management Journal*, vol. 34, n° 7, p. 823-842.

Dittrich D.A.V., Güth W. et Maciejovsky B. (2005), « Overconfidence in Investment Decisions: an Experimental Approach », *European Journal of Finance*, vol. 11, n° 6, p. 471-491.

Doukas J.A. et Petmezas D. (2007), « Acquisitions, Overconfident Managers and Self-Attribution Bias », *European Financial Management,* vol. 13, n° 3, p. 531-577.

Eichholtz P. et Yönder E. (2015), « CEO Overconfidence, REIT Investment Activity and Performance », *Real Estate Economics,* vol. 43, n° 1, p. 139-162.

Erickson T. et Whited M.T. (2000), « Measurement Error and the Relationship between Investment and q », *Journal of Political Economy,* vol. 108, n° 5, p. 1027-1057.

Fama E.F. et Jensen M.C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-325.

Galasso A. et Simcoe T.S. (2011), « CEO Overconfidence and Innovation », *Management Science,* vol. 57, n° 8, p. 1469-1484.

Goel A.M. et Thakor A.V. (2008), « Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 6, p. 2737-2784.

Graham J.R., Harvey C.R. et Puri M. (2013), « Managerial Attitudes and Corporate Actions », Journal of Financial Economics, vol. 109, n° 1, p. 103-121.

Gervais S., Heaton J.B., et Odean T. (2011), « Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting », *The Journal of Finance*, vol. 5, n° 66, p. 1735-1777.

Heaton J.B. (2002), « Managerial Optimism and Corporate Finance », *Financial Management*, vol. 31, n° 2, p. 33-45

Hilary G., Hsu C., Segal B. et Wang R. (2016), « The Bright Side of Managerial Over-Optimism », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 62, n° 1, p. 46-64.

Hirigoyen G. (2014), « Valeur et évaluation des entreprises familiales », *Revue française de gestion,* vol. 5, n° 242, p. 119-134.

Hirshleifer D., Low A. et Teoh S.H. (2012), « Are Overconfident CEOs Better Innovators? », *Journal of Finance,* vol. 67, n° 4, p. 1457-1498.

Hu C. et Liu Y.J. (2015), « Valuing Diversity: CEOs' Career Experiences and Corporate Investment », *Journal of Corporate Finance,* vol. 30, p.11-31.

Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review,* vol. 76, n° 2, p. 323-329.

Jensen M. C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics,* vol. 3, n° 4, p. 305-360.

Kadapakkam P.R., Kumar P.C. et Riddick L.A. (1998), « The Impact Of Cash Flows And Firm Size On Investment: The International Evidence », *Journal of Banking & Finance,* vol. 22, n° 3, p. 293-320.

Kaplan S.N. et Zingales L. (1997), « Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? », *Quarterly Journal of Economics,* vol. 112, n° 1, p. 169-215.

Kolasinski A.C. et Li X. (2013), « Can Strong Boards and Trading Their Own Firm's Stock Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from Acquisitions by Overconfident CEOs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* vol. 48, n° 04, p. 1173-1206.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (2000), « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, p. 3-27.

Libby R. et Rennekamp K. (2012), « Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts », *Journal of Accounting Research,* vol. 50, n° 1, p. 197-231.

Malmendier U. et Tate G. (2005a), « Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited », *European Financial Management,* vol. 11, n° 5, p. 649-659.

Malmendier U. et Tate G. (2005b), « CEO Overconfidence and Corporate Investment », *Journal of Finance,* vol. 60, n° 6, p. 2661-2700.

Malmendier U. et Tate G. (2008), « Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction », *Journal of Financial Economics,* vol. 89, n° 1, p. 20-43.

Malmendier U. et Tate G. (2015), « Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence », *Journal of Economic Perspectives,* vol. 29, n° 4, p. 37-60.

Malmendier U., Tate G. et Yan J. (2011), « Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies », *Journal of Finance,* vol. 66, n° 5, p. 1687-1733.

Mahmoud-Jouini B. et Mignon S. (2010), « Capacités d'innovation des entreprises familiales pérennes », *Revue française de gestion*, vol. 200, p. 112–126.

Mahmoud-Jouini S.B. et Mignon S. (2016), « L'ambidextrie des entreprises familiales : comment concilier orientation entrepreneuriale et stratégie de pérennité ? », *Finance Contrôle Stratégie*, n° 19-1.

Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. et Cannella A.A. (2007), « Are Family Firms Really Superior Performers? », *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n° 5, p. 829-858.

Moore D.A. et Healy P.J. (2008), « The Trouble with Overconfidence », *Psychological Review*, vol. 115, n° 2, p. 502-517.

Myers S.C. et Majluf N.S. (1984), « Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, p. 187-221.

Oskamp S. (1965), « Overconfidence in Case-Study Judgments », *Journal of Consulting Psychology*, vol. 29, n° 3, p. 261-265.

Otto C.A. (2014), « CEO Optimism and Incentive Compensation », *Journal of Financial Economics*, vol. 114, n° 2, p. 366-404.

Paredes T. A. (2005), « Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOs, and Corporate Governance », *Florida State University Law Review*, vol. 2, n° 32, p. 673-762.

Pawlina G. et Renneboog L. (2005), «Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK», *European Financial Management*, vol. 11, n° 4, p. 483-513.

Pikulina E., Renneboog L. et Tobler P. (2014), « Overconfidence, Effort, and Investment », SSRN Scholarly Paper, ID 2282443, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Tobin J. (1969), « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 1, n° 1, p. 15-29.

Wei K.C.J. et Zhang Y. (2008), « Ownership Structure, Cash Flow, and Capital Investment: Evidence from East Asian Economies Before the Financial Crisis », *Journal of Corporate Finance,* vol. 14, n° 2, p. 118-132.

Chapitre 5. Surconfiance des dirigeants et gestion du résultat

Résumé

Cette étude empirique analyse le lien entre la surconfiance du dirigeant et la gestion du résultat comptable. La gestion du résultat n'est pas neutre pour les actionnaires. Pour les actionnaires se pose les questions de l'arbitrage entre les coûts et les bénéfices qui peuvent être associés à la gestion du résultat du dirigeant surconfiant, et de l'opportunité de mitiger les effets ce biais. Nous nous intéressons plus particulièrement à l'actionnariat familial qui se caractérisent par des motivations particulières pouvant influencer cet arbitrage. Nos résultats montrent un effet positif de la surconfiance des dirigeants sur la gestion du résultat. De plus, l'actionnaire familial ne semble pas contraindre le dirigeant et ne modère pas la gestion réalisée. Le dirigeant surconfiant membre de la famille réalise une gestion plus intense que le dirigeant surconfiant extérieur à la famille, mais réalise une gestion à la hausse plus modérée.

Sommaire

Chapitre 5. Surconfiance des dirigeants et gestion du résultat 137
Introduction 138
Section 5.1 Cadre théorique et développement des hypothèses 140
Section 5.2 Méthodologie 148
Section 5.3 Résultats 155
Conclusion 165
Bibliographie 168

Introduction

La qualité de l'information comptable représente un enjeu majeur en terme de gouvernance des entreprises et fait l'objet de nombreuses recherches. Dans la littérature, la qualité de l'information comptable est régulièrement associée à la gestion du résultat qui est une **altération de cette information**. Dès lors, plusieurs recherches étudient les facteurs favorisant une telle gestion des résultats, comme certaines opération financières (Martinez et Serve, 2011 ; Cohen et Zarowin, 2010 ; Kothari et al., 2015), les changements de dirigeants (Mard et Marsat, 2009 ; Guan et al., 2005 ; Murphy et Zimmerman, 1993 ; Dechow et Sloan, 1991), l'efficacité de la gouvernance ainsi que l'influence du cadre législatif (Elage et Mard, 2018 ; Mard et Marsat, 2012 ; Prencipe et Bar-Yosef, 2011 ; Jaggi et al., 2009 ; Bozec, 2008 ; Cohen et al., 2008). Certaines études s'intéressent également à l'impact des incitations financières du dirigeant (Petrou et Procopiou, 2016 ; Holthausen et al., 1995 ; Healy, 1985).

Néanmoins, peu d'études abordent la question de la **motivation du dirigeant** à gérer le résultat sous **l'aspect comportemental**. Stolowy et Breton (2003) soulignent que des éléments de psychologie comportementale pourraient enrichir l'analyse de la gestion du résultat. Quelques rares études empiriques montrent en particulier que la surconfiance du dirigeant influe positivement sur la gestion des résultats. Notre étude s'inscrit dans ce courant de recherche et approfondit cette analyse, en examinant plus particulièrement l'effet contraignant d'un actionnariat familial sur le comportement des dirigeants.

La surconfiance est un biais de jugement qui amène l'individu à surestimer ses probabilités de succès, ses jugements et capacités (Oskamp, 1965). Ce biais de jugement impacte, pour le dirigeant biaisé, l'évaluation des résultats attendus de ses décisions. Le dirigeant surconfiant évalue ses probabilités de succès plus grandes qu'elles ne le sont. Il réalise par conséquent des prévisions particulièrement ambitieuses, mais qui correspondent à ce qu'il croit être la réalité (Libby et Rennekamp, 2012). Il fait montre d'une grande détermination pour réaliser les prévisions annoncées et réalise plus d'efforts dans cette optique (Hilary *et al.*, 2016). Il est dès lors susceptible de gérer le résultat de la société afin d'**atteindre ses objectifs** de résultat (Hribar et Yang, 2010 ; Schrand et Zechman, 2012 ; Bouwman, 2014 ; Hsieh et al., 2014).

La gestion du résultat n'est possible que parce qu'il existe une **asymétrie d'information** entre les producteurs et les utilisateurs de l'information comptable. Un actionnariat concentré devrait dès lors avoir une influence sur la gestion du résultat, car lié à un meilleur contrôle, à une plus grande qualité de la gouvernance et, par conséquent à une moindre asymétrie d'information. Un actionnaire de contrôle familial a en particulier une bonne

connaissance de la société et une **implication directe** auprès des dirigeants (Anderson et Reeb, 2003), ce qui devrait limiter les opportunités de gestion du résultat. De plus, un tel actionnaire a intérêt à réaliser un contrôle efficace. En effet, ces actionnaires ne cherchent pas un retour sur investissement à court terme (Hirigoyen, 2014) et leurs motivations principales sont de conserver le contrôle de la société et de pérenniser leur investissement (Gomez-Mejia et al., 2010 ; Berrone et al., 2012). Notre étude présente l'originalité d'analyser la gestion du résultat réalisée par un dirigeant surconfiant.

Nous proposons ainsi de tester l'impact de la surconfiance du dirigeant sur la gestion du résultat quand **l'actionnaire de contrôle est de type familial**. Nous supposons que la gestion du résultat réalisée par le dirigeant surconfiant est modérée si l'actionnariat est familial. Nous examinons également l'impact de la surconfiance sur la gestion du résultat selon que le dirigeant appartienne ou non à la famille de contrôle. À notre connaissance, aucune étude ne teste les effets potentiellement contradictoires entre la surconfiance du dirigeant et **son appartenance à l'actionnariat familial** de contrôle sur la gestion du résultat.

D'après la littérature en gouvernance internationale, la gestion du résultat est plus importante dans les pays de droit civil, comme la France, où les actionnaires sont moins protégés (Leuz et *al.*, 2003). Dès lors, la faible protection des actionnaires permet au dirigeant de gérer le résultat plus aisément. Le contexte français de cette étude nous semble ainsi particulièrement intéressant puisqu'il se caractérise par un actionnariat familial important et une faible protection des actionnaires. Néanmoins, la législation seule n'explique pas l'intensité de la gestion du résultat (Jeanjean et Stolowy, 2008). Dès lors, la prise en compte de la surconfiance enrichie notre compréhension de la gestion du résultat réalisée.

La gestion du résultat peut prendre deux modalités. La première est basée sur la gestion des activités réelles ou « *Real Earnings Management* ». Cette gestion consiste à décaler dans le temps la réalisation de certaines opérations, et par conséquent leur comptabilisation. La deuxième est basée sur les marges de manœuvre offertes au dirigeant quant à certains choix comptables, « *Accrual based Earnings Management* ». Ces choix discrétionnaires concernent par exemple les choix de modalités d'amortissement ou le calcul de dépréciation. Dans cette étude, nous retenons cette deuxième mesure de la gestion du résultat, associée aux « *accruals* » discrétionnaires. Cette mesure est adaptée au contexte français dominé par les entreprises familiales. En effet, la méthode de gestion du résultat par les activités réelles est potentiellement destructrice de valeur dans la mesure où la société ne réalise pas certaines

opérations. Ainsi, les entreprises familiales semblent favoriser la gestion du résultat basée sur les « *accruals* » (Achleitner et *al*., 2014). Notre mesure de la surconfiance est, quant à elle, basée sur les travaux de Malmendier et Tate (2005). Ils ont été les premiers à opérationnaliser la mesure de la surconfiance chez les dirigeants. La mesure que nous utilisons se fonde sur la gestion du dirigeant surconfiant de son propre portefeuille de titres. Au contraire d'un agent économique rationnel, un dirigeant surconfiant ne diversifie pas son risque de portefeuille. Ainsi, il va retarder au maximum l'exercice de ses stock-options en supposant que son action en tant que dirigeant va faire évoluer le cours du titre positivement. Il va également acheter des titres supplémentaires de sa société. En nous basant sur le comportement d'achat des dirigeants, nous avons construit une base de données originale. Elle nous permet de qualifier 303 dirigeants de 159 entreprises cotées sur la période 2006-2016.

L'article est structuré de la façon suivante : une première section présente la littérature et développe nos hypothèses de recherche. La deuxième section présente la méthodologie et les données utilisées, puis la troisième section expose les résultats. Une dernière section conclut ce travail.

Section 5.1 Cadre théorique et développement des hypothèses

1 L'impact du biais de surconfiance sur la gestion du résultat

Le biais de surconfiance est un biais de jugement dont la définition est basée sur les travaux menés dans le champ de la psychologie. Oskamp (1965) définit la surconfiance comme la tendance qu'a un individu à surestimer ses probabilités de succès et la validité de ses jugements. Moore et Healy (2008) proposent une classification des principales manifestations de la surconfiance : « *l'overestimation* » qui est une surestimation de ses capacités, « *l'overplacement* » qui correspond à la croyance de l'individu biaisé qu'il est meilleur que les autres et « *l'overprecision* » ou « *miscalibration* » qui est une surestimation de la précision des informations détenues. Dans les travaux en gestion, les définitions utilisées mettent en lumière l'une ou l'autre de ces manifestations de la surconfiance. Parmi celles-ci, les plus régulièrement analysées sont « *l'overestimation* » et la « *miscalibration* » (e.g. Malmendier et Tate, 2005 ; Goel et Thakor, 2008 ; Eichholtz et Yönder, 2015 ; Hribar et Yang, 2016).

La surconfiance, sous ces deux formes, est susceptible d'impacter **la prévision des résultats**. Premièrement, « *l'overestimation* » amène le dirigeant biaisé à avoir des attentes élevées concernant les résultats à venir. En effet, du fait de ses décisions et de ses compétences supposées, il s'attend à ce que les résultats de la société soient élevés. Deuxièmement, la « *miscalibration* », qui correspond une sous-estimation de la variance des résultats futurs, va amener le dirigeant biaisé à réaliser des prévisions particulièrement précises. Les prévisions de résultat du dirigeant biaisé sont plus nombreuses, plus ambitieuses (Hribar et Yang, 2010 ; Hilary et Hsu, 2011 ; Libby et Rennekamp, 2012 ; Lee *et al.*, 2017), et elles se veulent également plus précises (Hribar et Yang, 2016).

Le biais de surconfiance induit également chez le dirigeant biaisé **la volonté d'atteindre les prévisions** qu'il avait réalisées. Cela peut se traduire par des **efforts accrus** pour atteindre les prévisions optimistes annoncées (Hilary et al., 2016 ; Pikulina et al., 2014 ; Johnson et Fowler, 2011 ; Keiber, 2002). Lorsqu'un agent surestime ses capacités il va naturellement réaliser plus d'efforts (Gervais et Goldstein, 2007). Mais cela peut se traduire également par une gestion des résultats, mise en œuvre pour atteindre le résultat anticipé et annoncé (Hribar et Yang, 2010).

La gestion du résultat est une **manipulation de l'information comptable**. Elle s'apparente à une volonté des dirigeants de « *tromper les utilisateurs de l'information comptable sur la santé financière et les perspectives de l'entreprise* » (Mard et Marsat, 2012). Cette gestion se fait dans le respect de la loi et utilise les marges de manœuvres laissées à la discrétion des managers, ce qui la distingue de la fraude comptable. La gestion du résultat peut ainsi chercher à modifier l'information financière pour en tirer profit (Schipper, 1989 ; Watts et Zimmerman, 1986). Ce bénéfice privé attendu peut correspondre à une minimisation de certains coûts ou la maximisation de gains. Toutefois, la **motivation** du dirigeant surconfiant est différente et la gestion du résultat qu'il réalise ne vise pas un bénéfice privé. Sa manipulation lui permet simplement de mettre en cohérence le résultat effectif de l'entreprise avec l'évaluation optimiste des perspectives qu'il avait annoncées.

Ainsi, un dirigeant surconfiant peut manipuler le résultat d'une année pour qu'il corresponde à ses anticipations optimistes. Toutefois, cette gestion peut se répercuter d'année en année. Si les années suivantes les résultats attendus ne se réalisent pas, il manipulera délibérément les résultats suivants pour **couvrir sa manipulation initiale**. Schrand et Zechman (2012) mettent ainsi en lumière une dérive progressive dont l'origine est un jugement optimiste concernant les résultats à venir. L'attente de résultats meilleurs pour les exercices à venir

permet au dirigeant biaisé « d'emprunter » les bons résultats futurs et de les présenter comme actuels. Pour Schrand et Zechman (2012), il est possible que le dirigeant manipule des montants de plus en plus élevés au fur et à mesure des années, à la fois pour masquer sa manipulation précédente et pour maintenir la tendance à la hausse des résultats présentés. Bouwman (2014) montre, quant à lui, que les dirigeants biaisés **lissent plus leurs résultats** que les dirigeants rationnels. À partir de la manipulation initiale, qui consiste à présenter comme actuels des résultats optimistes futurs, le dirigeant dispose de moins de latitude pour effectivement reporter d'excellents résultats les années suivantes. Il doit alors réaliser un lissage des résultats. Si l'année N+1, qui suit sa manipulation, le résultat réel est très bon, il doit néanmoins en reporter un moins bon dans la mesure où il aura déjà annoncé une partie de ces résultats l'année N. Par contre, si le résultat est mauvais, il empruntera sur le résultat de l'année d'après, N+2, qu'il anticipe comme bon, pour rattraper le résultat N+1. Ainsi, les résultats présentés par un dirigeant biaisé présentent moins d'amplitude que ceux d'un dirigeant non surconfiant. Un dirigeant biaisé présentera de 'mauvais' résultats mais qui le sont moins que ceux d'un dirigeant rationnel et de 'bons' résultats mais qui le sont également moins que ceux d'un dirigent rationnel. Dès lors, il existe **un lissage mécanique** des résultats d'année en année. La manipulation peut devenir systématique et permanente dans le temps. Alors que pour un dirigeant non biaisé la manipulation du résultat est liée à un comportement opportuniste qui peut être ponctuel, la manipulation liée à la surconfiance n'est pas conjoncturelle est peut se répéter tous les ans.

Enfin, la surconfiance induit chez le dirigeant biaisé une **sous-estimation des risques** liés à ses décisions. Ainsi, il minimise les risques qu'il fait courir à la société par ses manipulations. Il sous-estime également le risque que sa manipulation ne soit découverte (Schrand et Zechman, 2012). De plus, la gestion du résultat réalisée par les dirigeants surconfiants semble peu contrainte par le cadre législatif. Ainsi, Hsieh et al. (2014) montrent que l'introduction de la loi SOX aux États-Unis, visant à renforcer les exigences en termes de gouvernance, n'a pas mitigé la gestion du résultat réalisée par les dirigeants surconfiants.

Les recherches empiriques sont encore peu nombreuses, mais suggèrent néanmoins l'existence d'un lien positif entre la surconfiance et la gestion du résultat. Nous formulons ainsi l'hypothèse suivante :

H1 : Un dirigeant surconfiant gère plus le résultat qu'un dirigeant rationnel.

2 L'incidence de la surconfiance des dirigeants dans les sociétés familiales

▷ Rôle des actionnaires de contrôle

La gestion du résultat effectuée par le dirigeant surconfiant peut avoir des conséquences négatives comme positives pour l'actionnaire. Dès lors, se pose la question de l'intérêt pour les actionnaires de tenter de limiter ou non ce biais comportemental.

L'actionnaire de contrôle peut décider de **contraindre le dirigeant** et de **limiter la gestion du résultat** pour trois raisons. Premièrement, les actionnaires ont intérêt à contrôler le dirigeant afin de s'assurer de **la qualité de l'information comptable**. Les blocs de contrôle ont la motivation et les compétences pour contrôler le dirigeant, questionner ses choix et s'assurer de la validité de ses décisions. Un tel contrôle est important même si le dirigeant pense agir au mieux des intérêts des actionnaires. De plus, la présence d'un actionnaire de contrôle peut créer des conflits d'agence de type II (Faccio et Lang, 2002 ; Fan et Wong, 2002 ; Anderson et Reeb, 2004 ; Villalonga et Amit, 2006). Dans ce cas, l'actionnaire majoritaire peut être tenté de manipuler l'information financière au dépens des actionnaires minoritaires (Jensen et Meckling, 1976 ; Shleifer et Vishny, 1986 ; Shleifer et Vishny, 1997 ; DeAngelo et DeAngelo, 2000 ; Claessens et al., 2002 ; Gilson et Gordon, 2003 ; Anderson et al., 2009 ; Armstrong et al., 2010). Dans ce contexte, une information de qualité permet de ne pas attirer la défiance des autres actionnaires, en particulier dans les entreprises familiales où le risque pour les actionnaires minoritaire est élevé (Yang, 2010). Deuxièmement, les actionnaires de contrôle devraient être particulièrement soucieux de veiller à la qualité de l'information financière pour diminuer l'asymétrie d'information. En effet, la qualité de l'information **diminue les coûts de transactions** des investisseurs, permet de réduire le coût du capital, et en conséquence d'accroître la valeur de l'entreprise (Labelle et Schatt, 2005). Enfin, la gestion du résultat fait courir des **risques** à la société et à ses actionnaires. En effet, la gestion du résultat peut augmenter le risque de faillite (Yu, 2014), et lorsque la gestion du résultat dérive et devient une fraude, la probabilité de poursuites augmente (Schrand et Zechman, 2012), ce qui peut impacter la valeur actionnariale. Ainsi l''actionnaire de contrôle peut être incité à limiter la gestion du résultat du dirigeant surconfiant.

Mais à l'inverse, l'actionnaire de contrôle peut choisir **de ne pas contraindre le dirigeant** surconfiant et accepter que celui-ci puisse manipuler le résultat. Deux raisons principales peuvent expliquer un tel choix. Premièrement, la gestion du résultat réalisée par le dirigeant

surconfiant peut avoir des **effets positifs sur la valeur actionnariale** en envoyant un signal positif au marché. En effet, la gestion du résultat à la hausse réalisée par le dirigeant surconfiant augmente la valeur de marché de la société à court terme (Yu, 2014). De plus, le dirigeant surconfiant réalise des prévisions optimistes, or s'il ne les atteint pas, le marché peut réagir sévèrement ce qui peut impacter la valeur de la société (Graham *et al.*, 2005). Ainsi, pour préserver la valeur, les actionnaires peuvent choisir de laisser le dirigeant gérer le résultat à la hausse. Enfin, le marché semble préférer les résultats lissés (Skinner et Myers, 1999), ce qui plaide pour laisser le dirigeant gérer les résultats. Deuxièmement, un dirigeant surconfiant réalise **plus d'efforts pour atteindre ses objectifs** (Pikulina *et al.*, 2014). Ainsi, le dirigeant biaisé ne se contente pas de réaliser une gestion du résultat, il l'améliore également par ses efforts en dehors de toute manipulation (Hilary *et al.*, 2016). La valeur actionnariale peut ainsi augmenter grâce à ces efforts. Par ailleurs, les contrats de rémunération qui ne cherchent pas à modérer la gestion du résultat du dirigeant surconfiant sont moins onéreux pour les entreprises (Yu, 2014). Dès lors, les coûts liés à la rémunération et à la motivation d'un tel dirigeant sont moins élevés que pour un dirigeant rationnel (Otto, 2014). *Ceteris paribus*, cette minoration des coûts affecte favorablement le résultat et la valeur de la société.

Ainsi, si les dirigeants surconfiants ont une tendance plus marquée à gérer les résultats (Hsieh *et al.*, 2014), il est possible que les principaux actionnaires s'en accommodent (Yu, 2014) afin d'en tirer profit. La nomination d'un dirigeant surconfiant correspondrait ainsi à un choix délibéré lié à un arbitrage entre les conséquences négatives et les conséquences positives du biais pour la valeur actionnariale.

- **Rôle particulier des actionnaires de contrôle familiaux**

Les actionnaires de contrôle familiaux sont **particulièrement incités à contrôler** le dirigeant (Jensen et Meckling, 1976) et disposent de la capacité à le faire (Villalonga et Amit, 2006). Ces actionnaires ont souvent un lien particulier avec l'entreprise, ce qui peut se traduire par une gouvernance plus efficace visant à protéger les intérêts de l'entreprise et de la famille. Ils sont ainsi susceptibles de contraindre efficacement le dirigeant surconfiant et de limiter la gestion du résultat pour trois raisons principales.

Premièrement, l'actionnaire familial a des **motivations non financières importantes**. D'après la théorie socio-émotionnelle, « *Socioemotional Wealth theory* », les actionnaires

familiaux sont plus impliqués pour protéger leurs intérêts liés à la société, qu'ils soient économiques ou non (Gomez-Mejia et al., 2010 ; Berrone et *al.*, 2012 ; Achleitner et al., 2014). Ainsi, l'actionnaire familial cherche à préserver et à pérenniser ses intérêts qui ne sont pas tous économiques (Berrone et *al.*, 2012) et donc liés au résultat comptable. L'actionnaire familial s'associe fortement à l'entreprise, et fait sien les objectifs de celle-ci. L'actionnaire familial cherche à agir au mieux des intérêts généraux de la société et est ainsi incité à contrôler le dirigeant et à limiter la gestion éventuelle du résultat.

Deuxièmement, l'actionnaire familial a un horizon temporel à long terme, contrairement à d'autres catégories d'actionnaires. Il cherche à **pérenniser son investissement** dans la société (Hirigoyen, 2014) et à pouvoir le transmette à la génération suivante (Miller et Le Breton-Miller, 2006). Un tel horizon n'incite pas à laisser le dirigeant gérer le résultat pour améliorer les performances à court terme. De plus, la gestion du résultat peut être destructrice de valeur à terme ce qui renforce l'incitation qu'aura l'actionnaire de contrôle à limiter la latitude managériale. D'autant plus que la santé financière de la famille est très dépendante de la valeur de la société (Anderson et Reeb, 2003).

Troisièmement, une information de qualité permet à l'actionnaire familial de préserver la **réputation de la société**. La volonté, à la fois de préserver la réputation de la société et d'investir dans le capital social de la société, incite l'actionnaire familial à limiter les comportements du dirigeant qui pourraient lui nuire (Miller et Le Breton-Miller, 2006 ; Prencipe et al., 2008). Pour Yang (2010), une information de qualité permet notamment d'éviter de donner une mauvaise image de la société. Elle limite également le risque que l'actionnaire majoritaire soit suspecté de réaliser une gestion des résultats qui vise à l'expropriation des minoritaires. Enfin, une information de qualité permet à l'actionnaire familial de construire et de protéger les relations à long terme avec les parties prenantes, et notamment les préteurs. Or, une relation de confiance, basée sur des informations de qualité, permet d'obtenir des conditions de prêts avantageux et de réduire le coût de la dette et donc d'augmenter la valeur actionnariale (Anderson et al., 2003).

Ainsi, les actionnaires familiaux ont de multiples raisons de limiter la gestion du résultat à la hausse réalisée par le dirigeant surconfiant. À plus forte raison dans la mesure où les actionnaires familiaux auraient plutôt des incitations à gérer le résultat à la baisse. En effet, la gestion du résultat à la baisse permet notamment de limiter la pression exercée pour la distribution de dividendes. Or, diminuer le montant des dividendes versés permet de

conserver des fonds dans l'entreprise afin de pouvoir réaliser des investissements ultérieurs (Achleitner et al., 2014 ; Gugler et Yurtoglu, 2003).

Dès lors, afin de protéger la société et les intérêts de la famille, l'actionnaire familial souhaitera contrôler efficacement le dirigeant, et en aura les moyens, disposant d'une bonne connaissance de la société et d'une forte implication au niveau de la direction (Anderson et Reeb, 2003). Nous supposons donc qu'il sera particulièrement impliqué pour limiter la gestion à la hausse réalisée par le dirigeant surconfiant. Nous formulons ainsi l'hypothèse suivante :

H2 : L'impact positif de la surconfiance des dirigeants sur la gestion des résultats est modéré dans les entreprises caractérisées par un actionnariat de contrôle familial.

3 Le dirigeant surconfiant membre de la famille de contrôle

À notre connaissance, aucune recherche n'analyse l'impact du biais de surconfiance sur la gestion du résultat quand le dirigeant biaisé est également un **membre de la famille** qui contrôle la société. Or, Faccio et Lang (2002) mettent en lumière que plus d'un tiers des entreprises familiales en Europe sont dirigées par un membre de la famille, et en France près des deux tiers des sociétés cotées sont familiales. Ainsi, nous approfondissons notre analyse en explorant l'impact de la surconfiance du dirigeant, selon que ce dernier soit ou non membre de la famille de contrôle.

Nous nous attendons à des **comportements différents** entre les dirigeants « internes » et « externes » car les motivations des dirigeants familiaux sont différentes de celles des dirigeants extérieurs à la famille. Les dirigeants externes peuvent avoir des motivations particulières visant à s'affranchir de la contrainte des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1989) et leurs motivations peuvent également être plus court-termistes que celles des dirigeants-actionnaires (Miller et Le Breton-Miller, 2006). À l'inverse, les dirigeants membres de la famille de contrôle ont souvent des mandats longs. Dès lors, cet horizon à long terme peut les inciter à avoir une gestion prudente axée sur la pérennité de l'entreprise. Les motivations du dirigeant interne font ainsi écho à la « *Stewardship Theory* » (Davis *et al.*, 1997).

Nous nous attendons spécifiquement à ce que le dirigeant surconfiant « interne », membre de la famille[29], réalise une gestion à la hausse plus importante qu'un dirigeant « externe » pour deux raisons principales.

Premièrement, le biais de surconfiance peut amener le dirigeant interne à réaliser **une gestion du résultat plus importante** dans l'intérêt de la famille. En effet, ce biais conduit le dirigeant biaisé à prendre de mauvaises décisions en terme de création de valeur, mais qui restent des décisions de « bonne foi » (Paredes, 2005). Le dirigeant est ainsi convaincu de prendre des décisions dans le meilleur intérêt de la société et des actionnaires (Malmendier et Tate, 2005). Dès lors, s'il est également membre de la famille de contrôle, il est possible qu'il soit d'autant plus impliqué et convaincu du bien-fondé de la gestion du résultat qu'il réalise.

Deuxièmement, en étant à la fois dirigeant et actionnaire, le dirigeant interne devrait être **moins contrôlé**, et ses décisions comptables et financières devraient être moins contraintes. En effet, le pouvoir du dirigeant se trouve augmenté de par son statut d'actionnaire (Finkelstein, 1992). Le dirigeant est ainsi plus libre de ses choix, même s'ils sont potentiellement destructeurs de valeur pour la société et la famille.

Nous supposons donc qu'au sein des entreprises familiales, l'incidence de la surconfiance des dirigeants sur la gestion des résultats est affectée par son appartenance à la famille.

H3 : Un dirigeant surconfiant qui est membre de la famille de contrôle réalise une gestion du résultat plus importante qu'un dirigeant surconfiant qui est extérieur à la famille de contrôle.

[29] Pour la suite de ce travail et par souci de clarté, nous appelons spécifiquement « dirigeant interne », un dirigeant surconfiant qui est membre de la famille de contrôle et « dirigeant externe », un dirigeant surconfiant qui est extérieur à la famille de contrôle.

Section 5.2 Méthodologie

1 Échantillon

Notre échantillon est composé des sociétés françaises cotées au SBF120 sur la période 2006 à 2016. Le panel utilisé n'est pas cylindré dans la mesure où ces sociétés n'ont pas toutes été cotées sur l'ensemble de la période d'observation.

Les informations financières que nous avons utilisées ont été collectées dans les bases de données Bloomberg et Amadeus. Nous n'avons retenu que les observations pour lesquelles nous avons l'ensemble des données comptables et financières. Nous avons exclu les sociétés financières et les sociétés d'assurances dans la mesure où les règles comptables et financières auxquelles elles sont soumises sont particulières. Ainsi, notre échantillon est composé de 1 317 observations qui concernent 303 dirigeants.

La mesure de la surconfiance est réalisée à partir d'une collecte manuelle des déclarations d'acquisitions de titres réalisées par les dirigeants. Lorsque le dirigeant d'une société cotée réalise des opérations sur les titres de la société qu'il dirige, il a l'obligation d'en informer l'Autorité des Marchés Financiers[30]. Cette obligation est également valable pour les proches du dirigeant et pour les autres sociétés qu'il dirige. Ces déclarations sont librement accessibles sur le site de l'AMF[31]. Nous avons collecté plus de 13 000 déclarations de dirigeants et parties liées, dont des déclarations d'acquisition de titres, de cessions de titres, des franchissements de seuil ou des opérations sur stock-options. Nous avons identifié et utilisé 2 988 opérations d'acquisitions et de cessions de titres réalisées par les dirigeants eux-mêmes.

[30] Article L. 621-18-2 du code monétaire et financier, article 19 du règlement (UE) n°596/2014 du 16 avril 2014 et règlement délégué (UE) n°2016/522 du 17/12/2015

[31] Site Internet de l'AMF : http://www.amf-france.org/

2 Description du modèle et des variables

▷ Modèle

Pour tester notre première hypothèse de recherche, nous utilisons le modèle suivant :

$$AD_{it} = \beta_1 + \beta_2 SURCONF_i + \beta_3 ETE_{it} + \beta_4 ENDETTEMENT_{it} + \beta_5 VAR_CA_{it} + \beta_6 TAILLE_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Les différentes variables utilisées sont présentées dans le Tableau 19.

Tableau 19 – Variables utilisées

AD	Montant des *« accruals »* discrétionnaires en valeur absolue, puis limité aux gestions positives du résultat dans le sous-échantillon
SURCONF	Mesure de la surconfiance du dirigeant. Cette variable prend deux modalités : *NB* = 1 si le dirigeant est acheteur net sur la période d'observation (plus de titres achetés que vendus) sinon 0 ; *B* = 1 si le dirigeant est acheteur sur la période d'observation (s'il réalise des achats de titres) sinon 0
ETE	Excédents de trésorerie d'exploitation normalisés par l'*ACTIFn*
ENDETTEMENT	*Dettes / ACTIFn*
VAR_CA	Variation du chiffre d'affaires N-1 et N : *CAn / CAn-1*
TAILLE	Taille de l'entreprise mesurée par log(*ACTIFS*)
FAMILLE	1 si la société est contrôlée par un bloc familial à plus de 20%, sinon 0
*SURCONF * FAMILLE*	Variable d'interaction entre la variable *SURCONF*, qui peut prendre deux modalités (*NB* et *B*) et la variable *FAMILLE*
SURCONF_FAM_INTERNE	1 si le dirigeant est surconfiant (*NB* et *B*) et est membre de la famille de contrôle, sinon 0
SURCONF_FAM_EXTERNE	1 si le dirigeant est surconfiant (*NB* et *B*) et est externe à la famille de contrôle, sinon 0
SURCONF_AUTRES	1 si le dirigeant est surconfiant (*NB* et *B*) et dirige une société non contrôlée par une famille ou dont l'actionnariat est dispersé.

L'hypothèse H2 nous amène à intégrer une variable supplémentaire concernant le caractère familial de l'actionnaire de contrôle ainsi qu'une variable d'interaction correspondante :

$$AD_{it} = \beta_1 + \beta_2 SURCONF_i + \beta_3 FAMILLE + \beta_4 SURCONF_i * FAMILLE + \beta_5 ETE_{it} + \beta_6 ENDETTEMENT_{it} + \beta_7 VAR_CA_{it} + \beta_8 TAILLE_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Enfin, pour affiner nos analyses et pouvoir tester l'hypothèse H3, nous avons ajouté à notre modèle initial des variables qui caractérisent le dirigeant surconfiant comme interne ou

externe à la famille de contrôle, ou qui dirige une société non familiale. Le modèle est ainsi modifié comme suit :

$$AD_{it} = \beta_1 + \beta_2 SURCONF_FAM_INTERNE_i + \beta_3 SURCONF_FAM_EXTERNE_i + \beta_4 SURCONF_AUTRES_i + \beta_5 ETE_{it} + \beta_6 ENDETTEMENT_{it} + \beta_7 VAR_CA_{it} + \beta_8 TAILLE_{it} + \varepsilon_{it}$$

▹ **Variable dépendante : AD**

La mesure de la gestion du résultat peut être réalisée de **différentes manières**. Elle peut être basée sur la gestion des opérations réelles. La gestion du résultat correspond alors par exemple à un décalage dans le temps de certaines opérations. Une deuxième méthode de gestion du résultat est basée sur la gestion des « *accruals* » discrétionnaires. Les *« accruals »* sont constitués des charges et produits calculés ainsi que des éléments de variation du BFR. Une part des « *accruals* » correspond à la variation normale due à l'évolution de l'activité de l'entreprise, ce sont les « *accruals* » normaux. Le reste correspond aux « *accruals* » discrétionnaires que le dirigeant est susceptible de gérer. Selon Roychowdhury (2006), la gestion réelle est plus significative qu'une gestion par les « *accruals* » discrétionnaires. Toutefois, pour ne pas risquer de diminuer la valeur de la société à moyen ou long terme, les entreprises familiales réalisent moins de gestion réelle du résultat et ont plus recours à la gestion des « *accruals* » qui préservent à la fois la valeur de la société et le contrôle de la famille (Achleitner *et al.*, 2014). En effet, la gestion réelle impacte négativement la performance future de la société en hypothéquant les résultats futurs (Graham *et al.*, 2005). Nous mesurons ainsi la gestion du résultat comptable au travers des **« *accruals* » discrétionnaires**.

À l'instar de Wang (2006) ou de Mard et Marsat (2012), notre analyse des « *accruals* » discrétionnaires porte sur leur **valeur absolue**. Celle-ci rend compte de l'ampleur de la gestion du résultat effectuée par le dirigeant. La surconfiance pouvant amener le dirigeant à réaliser un lissage des résultats (Bouwman, 2014) et donc à un ajustement à la hausse comme à la baisse, le recours à la valeur absolue permet de capter l'intensité de la gestion quel que soit son sens. Cependant, la surconfiance est un biais de jugement qui peut également amener les dirigeants à réaliser une gestion du résultat plus particulièrement à la hausse (Yu, 2014 ; Schrand et Zechman, 2012 ; Hribar et Yang, 2010). Nous avons donc également réalisé

nos analyses en créant un sous-échantillon constitué des seules **gestions positives du résultat**.

La variable *AD* « *accruals* » discrétionnaires est construite en **quatre étapes**.

Dans un premier temps nous avons utilisé le modèle de Kothari et al. (2005), basé sur celui de Jones (1991), pour **évaluer les paramètres du modèle** des « *accruals* » normaux. Kothari et al. (2005), contrairement à Dechow et al. (1995), y intègrent la variable ROA dans la mesure où elle peut impacter la gestion du résultat.

$$AN_{it} = \frac{\alpha_1}{ACTIFS_{it-1}} + \alpha_2 \frac{VAR_CA_{it}}{ACTIFS_{it-1}} + \alpha_3 \frac{VAR_PPE_{it}}{ACTIFS_{it-1}} + \alpha_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Nous avons appliqué ce modèle à un échantillon d'estimations composé de toutes les sociétés cotées au moins une fois sur le marché EURONEXT Paris sur la période de 2006 à 2016. L'échantillon final d'estimation est composé de 4 991 observations. Cet échantillon nous permet d'estimer les paramètres α_1, α_2, α_3 et α_4. Nous avons regroupé les entreprises de l'échantillon d'estimation en secteurs d'activité en fonction de la classification ICB (*Industry Classification Benchmark*) qui contient 10 catégories. Cette méthode, en coupe sectorielle, permet d'affiner les paramètres du modèle pour tenir compte des spécificités de chaque secteur d'activité tout en conservant suffisamment d'observations par sous-échantillon pour pouvoir estimer les paramètres. Nous avons ainsi obtenu 10 combinaisons de paramètres : une pour chaque secteur d'activité.

Dans un deuxième temps nous avons utilisé ces paramètres afin de calculer les ***« accruals »*** **normaux** AN_{it} pour chaque entreprise et chaque année de notre échantillon en fonction du secteur d'activité.

Puis nous avons calculé les ***« accruals »*** **totaux**, AT_{it}, pour chaque société et chaque année.

$$AT_{it} = Résultat_{it} - ETE_{it}$$

ETE_{it} est l'Excédent de Trésorerie d'Exploitation de la société *i* pour l'année *t.* Les *« accruals »* totaux sont constitués d'*» accruals »* non discrétionnaires –normaux- et d'*» accruals »* discrétionnaires qui sont susceptibles d'être gérés. Notre variable AT_{it} est normalisée par les $ACTIFS_{it-1}$.

Enfin, les ***« accruals »*** **discrétionnaires** AD_{it} sont calculés par différence entre AT_{it} et AN_{it} :

$$AD_{it} = AT_{it} - AN_{it}$$

▹ **Variables d'intérêt**

La mesure de la surconfiance : SURCONF

Afin de capter le biais de surconfiance du dirigeant, nous avons utilisé l'une des mesures opérationnalisées par Malmendier et Tate (2005a). En effet, ce biais de comportement est difficilement mesurable directement, et doit être capté grâce à des proxies observables. Un agent économique rationnel cherche à diversifier son risque. Au contraire, un dirigeant surconfiant va concentrer son exposition au risque de sa société en achetant des titres supplémentaires ou en retardant l'exercice de ses stock-options. Il croit que ses décisions vont influer positivement sur la valeur de la société et par voie de conséquence sur le cours du titre. Il va par ailleurs sous-estimer le risque associé à une telle concentration. Nous utilisons dans le présent travail la mesure ***Net Buyer***. Cette mesure se fonde sur le comportement d'achat du dirigeant. Pour une année, le dirigeant peut être acheteur net de titres si le nombre de titres achetés excède le nombre de titres vendus. À l'inverse, le dirigeant peut être vendeur net de titre. Il peut également ne réaliser aucune opération sur titres. Nous utilisons **deux mesures alternatives** pour appréhender la surconfiance du dirigeant :

NB Net Buyer : Si pour l'ensemble de la période d'observation le dirigeant est acheteur net, la variable est codée « 1 », sinon « 0 ». Nous ne tenons pas compte des stock-options, nous n'utilisons que les achats et les ventes de titres. De plus, nous qualifions le dirigeant sur l'ensemble de la période dans la mesure où la surconfiance est un trait relativement stable dans le temps.

B Buyer : Si le dirigeant est acheteur, la variable est codée « 1 » pour l'ensemble de la période d'observation, sinon « 0 ». Pour cette mesure, nous ne prenons pas en compte les ventes effectuées par le dirigeant. Celle-ci peuvent être motivées par de nombreuses considérations qui n'ont pas de rapport avec le biais de comportement analysé (Kolasinski et Li, 2013).

La contrainte liée au bloc de contrôle familial : FAMILLE

Pour tester notre hypothèse H2, nous introduisons dans le modèle la variable *FAMILLE*. Lorsque l'actionnaire de **contrôle est familial** et que la famille détient plus 20% des titres, la variable est codée « 1 », sinon « 0 ». La variable prend ainsi la valeur de « 0 » lorsque l'actionnaire de contrôle n'est pas un actionnariat familial ou lorsque l'actionnariat est dispersé. Nous introduisons également la variable d'interaction *FAMILLE*SURCONF.* Cette variable nous permet d'analyser l'impact d'un actionnariat familial sur la gestion du résultat

réalisée par les dirigeants surconfiants. La variable *SURCONF* prend de façon alternative les deux modalités *NB* et *B*.

Les variables d'appartenance du dirigeant au bloc de contrôle familial

Notre hypothèse H3 nous amène à analyser plus spécifiquement les cas où le dirigeant surconfiant est également **membre de la famille** qui contrôle la société. Nous avons introduit trois variables dichotomiques dans le modèle d'origine en scindant la variable *SURCONF*. Ainsi, la variable *SURCONF_FAM_INTERNE* est codée « 1 » si le dirigeant est surconfiant et membre de la famille de contrôle, sinon « 0 ». *SURCONF_FAM_EXTERNE* est codée « 1 » si le dirigeant est surconfiant et extérieur à la famille, sinon « 0 ». Enfin, la variable *SURCONF_AUTRES* est codée « 1 » si le dirigeant est surconfiant et dirige une société non familiale, sinon « 0 ». La variable omise correspond ainsi aux dirigeants non surconfiants. L'utilisation de ces variables nous permet de mettre en exergue l'impact de l'appartenance à la famille sur les manifestations liées à la surconfiance du dirigeant. Nous pouvons ainsi analyser les effets potentiellement contradictoires de la surconfiance et de l'appartenance au bloc de contrôle familial.

▷ Les variables de contrôle

Les différentes variables de contrôle retenues dans le modèle sont des variables classiques qui peuvent impacter la gestion du résultat (Hsieh *et al.*, 2014).

Excédent de trésorerie d'exploitation ETE

Un excédent de trésorerie d'exploitation important laisse supposer une bonne performance de l'entreprise. Un *ETE* correspond *a priori* à des « *accruals* » importants, et il peut exister un lien entre ces flux de trésorerie et la gestion du résultat (Wang, 2006). Nous nous attendons ainsi à un effet positif de l'*ETE* sur la gestion du résultat.

L'endettement ENDETTEMENT

Les entreprises ayant un endettement fort sont susceptibles de réaliser une gestion du résultat plus importante pour respecter les conditions d'endettement (DeFond et Jiambalvo, 1994 ; Prencipe et al., 2008 ; Yang, 2010). Toutefois, une société endettée est plus surveillée par les préteurs et par le marché ce qui peut limiter ses opportunités de gestion du résultat (Hsieh *et al.*, 2014). Ainsi, nous ne formulons pas de prédiction concernant le sens de l'effet de cette variable sur la gestion du résultat.

La variation du chiffre d'affaires VAR_CA

Nous incluons en variable de contrôle la variation du chiffre d'affaires. Les sociétés en croissance réalisent une gestion du résultat plus importante (Wang, 2006 ; Park et Shin, 2004). Pour Park et Shin (2004), les entreprises peuvent augmenter les actifs circulants pour anticiper la croissance future, ce qui influe sur les « *accruals* ». De plus, ces auteurs avancent que la gestion du résultat est plus aisée dans les entreprises à forte croissance que dans les autres.

La taille TAILLE

La taille est mesurée par le logarithme des actifs. Pour certains auteurs, plus la société est grande, plus elle fait l'objet d'attention de la part du marché, des analystes et des investisseurs. La taille de l'entreprise devrait ainsi être associées à une moindre gestion de résultat (Hsieh et al., 2014 ; Chen et al., 2010 ; Prencipe et al., 2008 ; Sánchez-Ballesta et García-Meca, 2007). Toutefois, Chen et al. (2010) suggèrent que plus l'entreprise est grande, plus elle dispose d'« *accruals* » discrétionnaires et a, de fait, plus d'opportunités de gestion du résultat. Nous nous attendons néanmoins à ce que la taille de la société ait un effet négatif sur la gestion du résultat.

- **Les effets fixes**

Nous contrôlons les effets fixes en introduisant dans notre modèle un effet fixe par secteur d'activité selon le code ICB et un effet fixe par année.

Section 5.3 Résultats

1 Statistiques descriptives

Le Tableau 20[32] présente les statistiques descriptives de notre échantillon complet et du sous-échantillon composé uniquement des gestions positives du résultat. L'échantillon complet comprend 1 317 observations, le sous-échantillon 722. Nous avons winsorisé les variables *AD*, *ETE*, *ENDETTEMENT*, *VAR_CA* et *TAILLE* à 1% pour limiter le poids des valeurs extrêmes.

Tableau 20 – Statistiques descriptives

AD = montant des *« accruals »* discrétionnaires en valeur absolue, puis limité aux gestions positives du résultat dans le sous-échantillon ; NB = 1 si le dirigeant est acheteur net sur la période d'observation (plus de titres achetés que vendus) sinon 0 ; B = 1 si le dirigeant est acheteur sur la période d'observation (s'il réalise des achats de titres) sinon 0 ; NB_FAM_INTERNE = 1 si le dirigeant surconfiant NB est également membre du bloc de contrôle familial, sinon 0 ; NB_FAM_EXTERNE = 1 si le dirigeant surconfiant NB n'est pas un membre du bloc de contrôle familial, sinon 0 ; NB_AUTRES = 1 si le dirigeant surconfiant dirige une société non contrôlée ou non contrôlée par une famille ; B_FAM_INTERNE = 1 si le dirigeant surconfiant B est également membre du bloc de contrôle familial, sinon 0 ; B_FAM_EXTERNE = 1 si le dirigeant surconfiant B n'est pas un membre du bloc de contrôle familial, sinon 0 ; B_AUTRES = 1 si le dirigeant surconfiant B dirige une société non contrôlée ou non contrôlée par une famille ; FAMILLE = 1 si la société est contrôlée par un bloc familial à plus de 20%, sinon 0 ; ETE = Excédents de trésorerie d'exploitation normalisés par l'$Actif_n$; ENDETTEMENT = Dettes / $Actif_n$; VAR_CA = CA_n / CA_{n-1} ; TAILLE = log(ACTIFS). Les variables AD, ETE, ENDETTEMENT, VAR_CA et TAILLE sont winsorisées à 1% pour limiter l'effet des valeurs extrêmes.

Statistiques de l'échantillon complet	N	Moyenne	Médiane	Min	Max
AD en valeur absolue	1 317	0,038	0,025	0,00004	0,278
NB	1 317	0,276	0	0	1
B	1 317	0,440	0	0	1
NB_FAM_INTERNE	1 317	0,062	0	0	1
NB_FAM_EXTERNE	1 317	0,081	0	0	1
NB_AUTRES	1 317	0,133	0	0	1
B_FAM_INTERNE	1 317	0,101	0	0	1
B_FAM_EXTERNE	1 317	0,128	0	0	1
B_AUTRES	1 317	0,21	0	0	1
FAMILLE	1 317	0,589	1	0	1
ETE	1 317	0,068	0,069	-0,383	0,340
ENDETTEMENT	1 317	0,267	0,238	0,001	1,049
VAR_CA	1 317	1,049	1,041	0,256	2,277
TAILLE (log)	1 317	8,297	8,360	2,756	12,120
$ACTIFS_n$ en millions d'€	1 317	15 155	4 273	15	183 575

[32] Tous nos tableaux de résultats sont réalisés à l'aide du package R Stargazer. Hlavac, Marek (2018). stargazer: Well-Formatted Regression and Summary Statistics Tables. R package version 5.2.1. https://CRAN.R-project.org/package=stargazer

Statistiques du sous-échantillon composé des seules gestions positives du résultat

AD (limité aux valeurs positives)	722	0,037	0,027	0,00001	0,279
NB	722	0,261	0	0	1
B	722	0,427	0	0	1
NB_FAM_INTERNE	722	0,064	0	0	1
NB_FAM_EXTERNE	722	0,093	0	0	1
NB_AUTRES	722	0,103	0	0	1
B_FAM_INTERNE	722	0,096	0	0	1
B_FAM_EXTERNE	722	0,146	0	0	1
B_AUTRES	722	0,184	0	0	1
FAMILLE	722	0,626	1	0	1
ETE	722	0,054	0,057	-0,383	0,340
ENDETTEMENT	722	0,287	0,255	0,001	1,049
VAR_CA	722	1,063	1,048	0,256	2,277
TAILLE (log)	722	8,226	8,294	2,756	12,120
$ACTIFS_n$ en millions d'€	722	13 660	4 001	15	183 575

Nous observons que la moyenne des *« accruals »* discrétionnaires en valeur absolue est de 0,038, et la médiane est de 0,025. Ces valeurs sont **cohérentes** avec les résultats obtenus dans d'autres travaux empiriques sur des échantillons français (Mard et Marsat, 2012 ; Elage et Mard, 2018). La variable AD du sous-échantillon présente des valeurs similaires avec une moyenne de 0,037 et une médiane de 0,027.

Dans l'échantillon total, les dirigeants sont qualifiés de surconfiant pour 28% des observations avec la mesure *NB* et à 44% avec la mesure *B*. Ces **proportions sont similaires** à celles des travaux empiriques réalisés sur des échantillons américains (e.g. Malmendier et Tate, 2005a). Dans l'échantillon complet, plus de 20%[33] des dirigeants surconfiants sont membres d'un bloc de contrôle familial. La proportion de dirigeants surconfiants externes à la famille est environ de 30% et les dirigeants surconfiants en poste dans les autres sociétés sont de 50%. Les proportions obtenues avec la mesure B sont identiques. De même, les proportions observées dans le sous-échantillon restent très proches avec respectivement 26% et 42% pour les variables *NB* et *B*.

58.9% des sociétés de notre échantillon sont contrôlées par des familles. La moyenne des droits détenus par les familles est de 21,4% et la médiane est de 11,7%. Ainsi notre échantillon

[33] La proportion de dirigeants surconfiant de notre échantillon complet est de 28% du total des dirigeants. 20% de ces dirigeants sont également membres de la famille de contrôle. Ainsi 6% de notre échantillon total sont à la fois surconfiants et membres de la famille.

semble représentatif du contexte français, où l'actionnariat est concentré et où l'actionnariat familial est important. Pour le sous-échantillon, la proportion d'entreprises familiales est de 62% avec une moyenne de droits détenus à 21,7% et une médiane à 17,1%.

Les variables de bilan mettent en lumière la **diversité des sociétés de notre échantillon**. Ainsi, alors que certaines sociétés sont très peu endettées, d'autres le sont particulièrement et ont un ratio d'endettement de 1,049. De même, les actifs des sociétés de notre échantillon vont de 15 millions d'euros à 183 575 millions d'euros. Cette disparité est liée au fait que certaines sociétés sont des sociétés de service avec peu d'actifs alors que d'autres sont de grandes sociétés industrielles qui ont des actifs très importants.

La variable *VAR_CA* rend également compte d'une grande hétérogénéité entre les sociétés de notre échantillon. La moyenne de variation des chiffres d'affaires est à 1,041.

Les autres valeurs du sous-échantillon sont similaires à celles de l'échantillon complet. Le sous-échantillon rend ainsi également compte de la richesse et de la variété des entreprises analysées.

2 L'impact de la surconfiance des dirigeants sur la gestion du résultat

Le Tableau 21[34] présente les résultats correspondant aux effets de la surconfiance du dirigeant sur la gestion du résultat. Nous avons analysé la gestion du résultat en valeur absolue - régressions (1) et (2). Nous l'avons également analysée en nous basant sur le sous-échantillon composé des seules gestions positives du résultat -régressions (3) et (4). La variable de surconfiance *NB* est utilisée dans les régressions (1) et (3), et *B* dans les régressions (2) et (4).

[34] Nous n'observons pas de problème de multicolinéarité dans les différents résultats présentés. Les VIF (Variance Inflation Factor) sont inférieurs à 5 pour l'ensemble des régressions.

Tableau 21 – Surconfiance du dirigeant et gestion du résultat

La variable expliquée est AD = montant des *« accruals »* discrétionnaires en valeur absolue et en valeur positives pour le sous-échantillon ; NB = 1 si le dirigeant est acheteur net sur la période d'observation (plus de titres achetés que vendus) sinon 0 ; B = 1 si le dirigeant est acheteur sur la période d'observation (s'il réalise des achats de titres) sinon 0 ; ETE = Excédent de trésorerie d'exploitation normalisés par l'$ACTIF_n$; ENDETTEMENT = Dettes / $Actif_n$; VAR_CA = CA_n / CA_{n-1} ; TAILLE = log(ACTIFS)

	Variable dépendante			
	« Accruals » discrétionnaires			
	Échantillon complet AD en valeur absolue		Sous-échantillon composé des gestions positives du résultat	
	(1)	(2)	(3)	(4)
NB	0,007***		-0,002	
	(0,003)		(0,003)	
B		0,001		-0,001
		(0,002)		(0,003)
ETE	0,077***	0,078***	-0,031	-0,031
	(0,027)	(0,027)	(0,035)	(0,035)
ENDETTEMENT	0,012	0,014	0,046***	0,045***
	(0,011)	(0,011)	(0,015)	(0,015)
VAR_CA	-0,0004	-0,001	-0,004	-0,004
	(0,010)	(0,010)	(0,011)	(0,011)
TAILLE	-0,009***	-0,009***	-0,009***	-0,009***
	(0,001)	(0,001)	(0,001)	(0,001)
ANNEE	OUI	OUI	OUI	OUI
ICB	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	1 317	1 317	722	722
R^2 Ajusté	0,164	0,159	0,206	0,206
Note:				*p<0 1; **p<0 05; ***p<0 01

Le modèle (1) met en lumière un impact positif et significatif au seuil de 1% de la surconfiance du dirigeant sur l'intensité de la gestion du résultat. Toutefois, le modèle (2) ne confirme pas ce résultat. De même, les modèles (3) et (4) ne montrent pas de lien significatif entre nos variables de surconfiance et les *« accruals »* positifs. Nos résultats ne nous permettent pas de valider notre première hypothèse. L'impact de la surconfiance du dirigeant sur la gestion du résultat est **mitigé**.

Conformément à nos attentes, la variable *ETE* est positive et significative dans nos modèles (1) et (2). Néanmoins, elle ne l'est pas dans les modèles du sous-échantillon. Ainsi, l'augmentation de l'*ETE* semble influer positivement sur l'intensité de la gestion du résultat, mais pas sur l'ampleur à la hausse de la gestion du résultat. À l'inverse, la variable *ENDETTEMENT* est positive est significative pour le sous-échantillon, ce qui est cohérent avec nos attentes mais ne l'est plus pour l'échantillon complet. Ainsi, plus le ratio d'endettement est élevé, plus la gestion du résultat à la hausse est importante. Ce résultat conforte

l'hypothèse que la société peut vouloir gérer son résultat pour respecter ses clauses d'endettement. Aucun des quatre modèles ne montre de significativité quant à la variation du chiffre d'affaires. Enfin, les quatre modèles mettent en lumière un lien négatif et significatif entre la taille de l'entreprise et la gestion du résultat. Plus l'entreprise est grande, moins l'entreprise réalise de gestion du résultat.

3 L'influence du bloc de contrôle familial

Pour tester l'hypothèse H2 nous utilisons la variable *FAMILLE* qui capte la présence d'un bloc de contrôle familial. Nous ajoutons également une variable d'interaction *SURCONF * FAMILLE* entre la variable de surconfiance et la variable de contrôle familial. Les résultats sont présentés dans les régressions (5) à (8) du Tableau 22. Le pouvoir explicatif de ces modèles sont similaires à ceux présentés dans le Tableau 21.

Tableau 22 – Surconfiance du dirigeant et gestion du résultat dans les sociétés familiales

La variable expliquée est AD = montant des *« accruals »* discrétionnaires en valeur absolue et en valeur positives pour le sous-échantillon ; NB = 1 si le dirigeant est acheteur net sur la période d'observation (plus de titres achetés que vendus) sinon 0 ; B = 1 si le dirigeant est acheteur sur la période d'observation (s'il réalise des achats de titres) sinon 0 ; FAMILLE = 1 si la société est contrôlée par une famille à plus de 20 % sinon 0 ; FAMILLE*SURCONF = Variable d'interaction entre la variable SURCONF, qui peut prendre deux modalités (NB et B) et la variable FAMILLE *;* ETE = Excédents de trésorerie d'exploitation normalisés par l'$ACTIF_n$; ENDETTEMENT = Dettes / $Actif_n$; VAR_CA = CA_n / CA_{n-1} ; TAILLE = log(ACTIFS)

	Variable dépendante			
	« Accruals » discrétionnaires			
	Échantillon complet AD en valeur absolue		Sous-échantillon composé des gestions positives du résultat	
	(5)	(6)	(7)	(8)
NB	-0.005*		-0.008*	
	(0.003)		(0.005)	
B		-0.010***		-0.012***
		(0.003)		(0.005)
FAMILLE	-0.007**	-0.009**	-0.004	-0.009*
	(0.003)	(0.004)	(0.004)	(0.005)
FAMILLE *SURCONF	0.023***	0.018***	0.011	0.017***
	(0.006)	(0.005)	(0.007)	(0.006)
ETE	0.079***	0.082***	-0.029	-0.029
	(0.027)	(0.027)	(0.035)	(0.034)
ENDETTEMENT	0.012	0.014	0.044***	0.045***
	(0.011)	(0.011)	(0.015)	(0.015)
VAR_CA	0.0001	-0.001	-0.004	-0.003
	(0.010)	(0.010)	(0.011)	(0.011)
TAILLE	-0.009***	-0.009***	-0.009***	-0.009***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
ANNEE	OUI	OUI	OUI	OUI
ICB	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	1 317	1 317	722	722
R^2 Ajusté	0,175	0,167	0,208	0,214
Note:				*p<0 1; **p<0 05; ***p<0 01

La variable d'interaction est positive et significative au seuil de 1% dans les régressions (5), (6) et (8). Nos résultats mettent ainsi en évidence une **gestion spécifique** du résultat des dirigeants surconfiants dans les **sociétés familiales**. Ces dirigeants ont une gestion des résultats **plus intense** – régressions (5) et (6). De plus, ils réalisent également une **gestion à la hausse** de plus grande ampleur quand le dirigeant est *Buyer* – régression (8). Nos résultats infirment ainsi notre hypothèse H2. Ainsi, lorsque l'actionnaire de contrôle est familial, le dirigeant surconfiant réalise une gestion des résultats plus intense. De même, pour une part

des dirigeants surconfiants l'ampleur de la gestion à la hausse est plus élevée –régression (8). Schrand et Zechman (2012) montrent que le dirigeant surconfiant n'est pas plus contrôlé qu'un dirigeant rationnel par les mécanismes de gouvernance. Nos résultats semblent cohérents avec cette conclusion. Pourtant nos résultats montrent que l'influence de l'actionnaire familial n'est pas neutre. Au contraire, l'actionnaire semble tirer profit de la tendance du dirigeant surconfiant à gérer le résultat.

Les variables de contrôle présentent des résultats similaires à ceux du Tableau 21. L'*ETE* a un impact positif et significatif sur la gestion du résultat en valeur absolue. Pour le sous-échantillon concernant les valeurs positives, l'*ENDETTEMENT* influe positivement sur la gestion du résultat. La variable *TAILLE* est significative et négative dans les quatre régressions.

4 L'impact de la surconfiance si le dirigeant est également membre du bloc de contrôle familial

La prise en compte de l'appartenance du dirigeant biaisé à la famille de contrôle nous permet de tester notre troisième hypothèse. Afin d'analyser l'impact de la surconfiance du dirigeant lorsqu'il est également membre de la famille de contrôle, nous avons remplacé la variable *SURCONF* par les variables *SURCONF_FAM_INTERNE*, *SURCONF_FAM_EXTERNE* et *SURCONF_AUTRES*. Quelle que soit notre mesure de la surconfiance, *NB* ou *B*, environ 20% des dirigeants sont membres de la famille de contrôle, 30% sont extérieurs à la famille de contrôle et 50% dirigent des sociétés non contrôlées par des familles. Les résultats des régressions (9) à (12) sont présentés dans le Tableau 23.

Tableau 23 – Surconfiance du dirigeant familial et gestion du résultat

La variable expliquée est AD = montant des *« accruals »* discrétionnaires en valeur absolue et en valeur positives pour le sous-échantillon ; NB_FAM_INTERE = 1 si NB dans une entreprise familiale et membre de la famille sinon 0 ; NB_FAM_EXTERNE = 1 si NB dans une entreprise familiale et non membre de la famille sinon 0 ; NB_AUTRES = & si NB dans une société non contrôlée par une famille ou dans une société au capital dispersé sinon 0 B_FAM_INTERE = 1 si B dans une entreprise familiale et membre de la famille sinon 0 ; B_FAM_EXTERNE = 1 si B dans une entreprise familiale et non membre de la famille sinon 0 ; B_AUTRES = & si B dans une société non contrôlée par une famille ou dans une société au capital dispersé sinon 0; ETE = Excédents de trésorerie d'exploitation normalisés par l'$ACTIF_n$; ENDETTEMENT = Dettes / $Actif_n$; VAR_CA = CA_n / CA_{n-1} ; TAILLE = log(ACTIFS)

	Variable dépendante			
	« Accruals » discrétionnaires			
	Échantillon complet AD en valeur absolue		Sous-échantillon composé des gestions positives du résultat	
	(9)	(10)	(11)	(12)
NB_FAM_INTERNE	0.021***		-0.015***	
	(0.008)		(0.005)	
NB_FAM_EXTERNE	0.011**		0.014**	
	(0.005)		(0.006)	
NB_AUTRES	-0.002		-0.005	
	(0.003)		(0.004)	
B_FAM_INTERNE		0.006		-0.014***
		(0.005)		(0.004)
B_FAM_EXTERNE		0.005		0.015***
		(0.004)		(0.005)
B_AUTRES		-0.004**		-0.005
		(0.002)		(0.003)
ETE	0.076***	0.077***	-0.043	-0.048
	(0.027)	(0.027)	(0.034)	(0.033)
ENDETTEMENT	0.013	0.015	0.043***	0.047***
	(0.011)	(0.011)	(0.015)	(0.015)
VAR_CA	-0.001	-0.002	-0.003	-0.004
	(0.010)	(0.010)	(0.011)	(0.011)
TAILLE	-0.008***	-0.009***	-0.008***	-0.009***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
ANNEE	OUI	OUI	OUI	OUI
ICB	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	1 317	1 317	722	722
R^2 Ajusté	0,173	0,162	0,223	0,235
Note:				*p<0 1; **p<0 05; ***p<0 01

Nos résultats pour l'échantillon complet indiquent que la surconfiance d'un dirigeant interne impacte positivement et significativement au seuil de 1% l'intensité de la gestion du

résultat– régression (9). Un dirigeant surconfiant externe a également une influence positive et significative mais qui reste moindre (ß = 0,011 versus 0,021).

Ainsi un dirigeant membre de la famille semble disposer d'une plus grande marge de manœuvre qu'un dirigeant surconfiant externe. Cela peut découler du cumul entre les pouvoirs de direction et des pouvoirs liés à la propriété des titres (Finkelstein, 1992). De même, il est possible que l'implication des membres de la famille de contrôle dans le management mitige l'efficacité des autres mécanismes de gouvernance (Jensen et Meckling, 1976 ; Jaggi et al., 2009). Le dirigeant interne peut ainsi plus **librement gérer le résultat** qu'un dirigeant surconfiant externe. Les variables de surconfiance basées sur la mesure *B* ne montrent toutefois pas de résultats significatifs –régression (10).

Les résultats du sous-échantillon composé des seules gestions positives du résultat – régressions (11) et (12) – mettent en lumière des **résultats opposés** entre les dirigeants internes et les dirigeants externes. La surconfiance du dirigeant interne a un impact négatif et significatif au seuil de 1% sur l'ampleur à la hausse de la gestion du résultat. Au contraire, la surconfiance du dirigeant externe influe positivement et significativement l'ampleur à la hausse de la gestion du résultat. Ces résultats sont identiques entre la mesure de surconfiance *NB* – régression (11) - et la mesure *B* – régression (12). Ainsi, lorsqu'il est **membre de la famille** de contrôle, la tendance du dirigeant surconfiant à gérer le résultat à la hausse est infléchie. En effet, comparativement aux dirigeants externes, pour les dirigeants internes, **la gestion à la hausse est plus limitée**, mais elle est **plus intense** en valeur absolue.

Nos résultats sont ainsi mitigés, ce qui ne nous permet pas de valider notre hypothèse H3.

Ce résultat peut avoir différentes explications et trouve une **cohérence** avec certaines implications directement liées au biais de **surconfiance**. En effet, un dirigeant surconfiant privilégie les **sources de financement internes** pour financer les projets d'investissement de l'entreprise. Les sources externes lui semblent trop onéreuses au regard de la qualité de la société qu'il dirige. Ainsi, gérer le résultat à la baisse peut permettre de limiter les dividendes et de réaliser des investissements ultérieur (Deshmukh et al., 2013 ; Ben-David et al., 2007). De plus, s'agissant d'un dirigeant interne, ce choix est également cohérent avec la volonté de **préserver l'investissement familial**. En limitant le recours aux financements externes, le dirigeant interne préserve également le contrôle de la famille en limitant l'ingérence éventuelle des préteurs. De plus, un dirigeant interne a plus de latitude dans ses décisions et est moins contraint pas des mécanismes de gouvernance. Ainsi, la surconfiance du dirigeant

interne n'est pas forcément en contradiction avec la protection des intérêts familiaux. L'analyse du biais du dirigeant peut ainsi s'inscrire dans le cadre de la *Socioemotional Theory*.

Nos variables de contrôle présentent des résultats similaires à ceux présentés précédemment.

5 Tests de robustesse

Pour approfondir nos analyses nous avons réalisé des tests de robustesse complémentaires. Ceux-ci portent sur les mesures de la surconfiance d'une part et sur la mesure de la gestion du résultat d'autre part.

▷ Mesure de la surconfiance

Les mesures de la surconfiance utilisées dans le présent travail de recherche sont basées sur l'analyse du comportement d'achat de titres de la société par le dirigeant. Or ces mesures peuvent ne pas capter le biais de surconfiance. En effet, l'hypothèse sous-jacente de nos mesures est qu'un dirigeant surconfiant ne va pas chercher à diversifier son risque comme le ferait un agent rationnel. Au contraire, sûr de ses décisions de gestion il va se surexposer au risque de la société. Toutefois, la décision d'acquérir des titres peut ne pas correspondre à l'expression du biais de surconfiance, entre autres si le dirigeant est un membre du bloc de contrôle familial. Dans ce cas, l'acquisition de titres peut répondre à d'autres objectifs, comme par exemple la conservation du contrôle. Nous avons ainsi accentué la contrainte sur la qualification des dirigeants comme biaisés ou non. Pour cela, nous avons utilisé **deux mesures alternatives** qui se basent sur le pourcentage de titres acquis au regard du portefeuille déjà détenu.

Avec la première mesure, sont surconfiants les dirigeants qui augmentent leur participation de plus de 10%. La proportion de dirigeants surconfiants de l'échantillon complet est dans ce cas de 8,8%. Les résultats obtenus ne présentent aucune significativité pour les hypothèses H1 et H2. Les résultats concernant l'hypothèse H3 sont également différents de ceux d'origine. Pour l'échantillon complet, la surconfiance du dirigeant interne influe négativement et significativement sur la gestion du résultat. Concernant le sous-échantillon des seules gestions positives, la surconfiance du dirigeant externe n'a plus d'influence significative. Néanmoins, comme dans les régressions (11) et (12) la variable surconfiance du

dirigeant interne reste négative et significative. Ainsi, cette mesure restrictive met en évidence l'influence du biais de surconfiance des dirigeants qui ont particulièrement augmenté leur participation dans la société. Les dirigeants internes, qui sont déjà membres de la famille de contrôle, montrent ainsi un **comportement plus prudent** quant à la gestion du résultat : une gestion moins intense en valeur absolue et **influence négative sur les gestions à la hausse**.

La deuxième mesure de surconfiance classe les dirigeants en fonction du rapport entre les titres détenus et les titres acquis. Pour chaque exercice, seuls les dirigeants du premier quintile sont qualifiés de surconfiants. Les résultats que nous avons obtenus sont en tout point comparables à ceux de la première mesure alternative présentée ci-dessus.

- **Mesure de la gestion du résultat**

Nous avons réalisé une deuxième mesure de la gestion du résultat basée également sur les *« accruals »* discrétionnaires. À l'instar de Martinez et Serve (2011) ou de Elage et Mard (2018), nous avons calculé les paramètres du modèle de Jones (1991) en **regroupant certains secteurs d'activités** afin d'augmenter le nombre d'observations par regroupement. Nous avons ainsi obtenu un deuxième jeu de paramètres correspondants à 7 regroupements. La moyenne en valeur absolue de cette deuxième mesure est de 0,038 et la médiane de 0,025. Les valeurs caractérisant le sous-échantillon composé des gestions positives sont une moyenne de 0,037, une médiane de 0,027 et un maximum à 0,343. Les résultats obtenus avec l'échantillon complet et avec le sous-échantillon confirment nos premiers résultats.

Conclusion

Cette recherche a pour objectif d'analyser l'impact de la surconfiance du dirigeant sur la gestion du résultat. La littérature suggère que la surconfiance du dirigeant amène à une gestion du résultat plus importante (Schrand et Zechman, 2012 ; Bouwman, 2014 ; Yu, 2014). L'originalité de notre recherche est d'explorer le comportement des dirigeants surconfiants au regard de **l'influence de la famille**. En effet, un tel actionnaire de contrôle dispose des **incitations et de l'opportunité à contrôler** le dirigeant. Le contexte français se prête ainsi particulièrement bien à cette étude. Nous approfondissons également notre analyse en nous interrogeant sur les effets de la surconfiance du dirigeant lorsque celui-ci est également

membre de la famille qui contrôle la société. Les effets du biais de surconfiance peuvent dès lors être en contradiction avec les intérêts de l'actionnaire familial.

Nos résultats mettent en lumière un **effet mitigé de la surconfiance** sur l'intensité de la gestion du résultat. Toutefois, lorsque le dirigeant surconfiant dirige une société familiale, le biais influe positivement sur la gestion du résultat aussi bien en valeur absolue que sur l'ampleur de la gestion à la hausse. Ainsi, les familles de notre échantillon semblent **tirer profit** de la tendance qu'a le dirigeant surconfiant à gérer le résultat. Ces résultats sont cohérents avec les hypothèses du modèle de Yu (2014). Ils confirment également les attentes de Schrand et Zechman (2012), qui avancent que les actionnaires doivent réaliser un **arbitrage entre les coûts et le bénéfices** liés au biais de surconfiance des dirigeants. Ainsi, l'actionnaire familial nomme des dirigeants surconfiants et, manifestement, ne cherche pas à mitiger les effets de ce biais. Nos résultats présentent un second résultat original. En effet, nous montrons que le **dirigeant surconfiant interne**, membre de la famille de contrôle, réalise une gestion plus intense du résultat. En affinant notre analyse, nous mettons également en lumière que l'effet de la surconfiance du dirigeant interne est négative sur l'ampleur des gestions à la hausse. Au contraire, pour les dirigeants surconfiants externes, l'effet est positif sur la gestion à la hausse. L'appartenance à la famille de contrôle **modifie ainsi l'expression du biais de surconfiance**. L'importance accordée au projet familial par le dirigeant surconfiant semble ainsi influencer la gestion du résultat qu'il réalise.

Notre travail présente différentes **limites**. Premièrement, notre mesure de la surconfiance se base sur les décisions d'acquisition de titres des dirigeants. Or, le fait d'être dirigeant et actionnaire influe sur la gestion du résultat (Petrou et Procopiou, 2016 ; Miller et al., 2007). Il est alors possible que la gestion du résultat réalisée soit liée au fait que le dirigeant est actionnaire de la société et non à sa surconfiance. La deuxième limite de cette recherche est également liée à notre mesure de la surconfiance. En effet, notre mesure se base sur les comportements d'achats de titres du dirigeant. Or, il est possible qu'un dirigeant surconfiant qui est membre de la famille de contrôle n'exprime pas son biais au travers de l'achat de titres supplémentaires. Ainsi, il serait intéressant d'utiliser des mesures complémentaires de la surconfiance. Les travaux empiriques sur la surconfiance utilisent, par exemple, les portraits de presse (Malmendier *et al.*, 2011), des mesures basées sur des expérimentations (Dittrich *et al.*, 2005), des mesures plus directes basées sur des questionnaires (Ben-David et al., 2007 ; Libby et Rennekamp, 2012), ou analysent la communication réalisée par le dirigeant (Lee *et al.*, 2017).

Cette recherche originale met en lumière que le dirigeant familial surconfiant réalise une gestion du résultat qui peut s'analyser au regard de la théorie socio-émotionnelle. Le dirigeant surconfiant interne semble en effet inscrire la gestion du résultat dans une démarche de protection de l'entreprise et de l'intérêt de la famille. Toutefois, l'analyse du rôle du dirigeant surconfiant au sein de la famille de contrôle mériterait d'être approfondie. En effet, l'étude de la **composition du conseil d'administration** au regard de l'appartenance à la famille de contrôle pourrait apporter un éclairage intéressant sur la latitude dont dispose le dirigeant. Qi et al (2018) montrent par ailleurs l'importance de **l'équipe de direction** dans la gestion du résultat. De plus, une distinction entre le dirigeant interne et le dirigeant fondateur est également mise en lumière par Ali et al. (2007). Les fondateurs et entrepreneurs seraient un sujet d'étude particulièrement intéressant au regard de la surconfiance. Enfin, notre analyse porte sur l'impact de la présence d'un actionnaire de contrôle familial. Or, des études montrent des relations non linéaires entre la gestion du résultat et la concentration de l'actionnariat en pourcentage (Wang, 2006 ; Ali et al., 2007 ; Mard et Marsat, 2012). Ainsi, l'analyse de la concentration du capital, des rôles des différents membres de la famille de contrôle, la répartition des droits de votes entre les membres de la famille, le degré de parenté avec le fondateur et plus généralement les relations entre le dirigeant surconfiant et les **autres membres de la famille de contrôle** pourraient faire l'objet d'approfondissements enrichissants.

Bibliographie

Achleitner A.-K., Günther N., Kaserer C. et Siciliano G. (2014), « Real Earnings Management and Accrual-based Earnings Management in Family Firms », *European Accounting Review*, vol. 23, n° 3, p. 431-461.

Ali A., Chen T.-Y. et Radhakrishnan S. (2007), « Corporate Disclosures by Family Firms », *Journal of accounting and economics*, vol. 44, n° 1-2, p. 238–286.

Anderson R.C., Duru A. et Reeb D.M. (2009), « Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States », *Journal of Financial economics*, vol. 92, n° 2, p. 205–222.

Anderson R.C. et Reeb D.M. (2003), « Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1328.

Anderson R.C. et Reeb D.M. (2004), « Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms », *Administrative science quarterly*, vol. 49, n° 2, p. 209–237.

Armstrong C.S., Guay W.R. et Weber J.P. (2010), « The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50, n° 2-3, p. 179–234.

Ben-David I., Graham J.R. et Harvey C.R. (2007), « Managerial Overconfidence and Corporate Policies », Working Paper, 13711, National Bureau of Economic Research.

Berrone P., Cruz C. et Gomez-Mejia L.R. (2012), « Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research », *Family Business Review*, vol. 25, n° 3, p. 258–279.

Bouwman C.H. (2014), « Managerial Optimism and Earnings Smoothing », *Journal of Banking & Finance*, vol. 41, p. 283-303.

Bozec Y. (2008), « Concentration de l'actionnariat, séparation des droits de vote et des droits de propriété et gestion des bénéfices: Une étude empirique canadienne », *Canadian Journal of Administrative Sciences (Canadian Journal of Administrative Sciences)*, vol. 25, n° 1, p. 67-82.

Chen K.Y., Elder R.J. et Hung S. (2010), « The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 18, n° 3, p. 193–211.

Claessens S., Djankov S., Fan J.P.H. et Lang L.H.P. (2002), « Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, p. 2741-2771.

Cohen D.A., Dey A. et Lys T.Z. (2008), « Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods », *Accounting Review*, vol. 83, n° 3, p. 757-787.

Cohen D.A. et Zarowin P. (2010), « Accrual-based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings », *Journal of accounting and Economics*, vol. 50, n° 1, p. 2-19.

Davis J.H., Schoorman F.D. et Donaldson L. (1997), « Toward a Stewardship Theory of Management », *Academy of Management review*, vol. 22, n° 1, p. 20–47.

DeAngelo H. et DeAngelo L. (2000), « Controlling Stockholders and the Disciplinary Role of Corporate Payout Policy: A Study of the Times Mirror Company », *Journal of Financial Economics*, vol. 56, n° 2, p. 153-207.

Dechow P.M. et Sloan R.G. (1991), « Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation », *Journal of accounting and Economics*, vol. 14, n° 1, p. 51–89.

Dechow P.M., Sloan R.G. et Sweeney A.P. (1995), « Detecting Earnings Management », *Accounting review*, p. 193–225.

DeFond M.L. et Jiambalvo J. (1994), « Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals », *Journal of accounting and economics*, vol. 17, n° 1-2, p. 145–176.

Deshmukh S., Goel A.M. et Howe K.M. (2013), « CEO Overconfidence and Dividend Policy », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 22, n° 3, p. 440-463.

Dittrich D.A.V., Güth W. et Maciejovsky B. (2005), « Overconfidence in Investment Decisions: An Experimental Approach », *European Journal of Finance*, vol. 11, n° 6, p. 471-491.

Eichholtz P. et Yönder E. (2015), « CEO Overconfidence, REIT Investment Activity and Performance », *Real Estate Economics*, vol. 43, n° 1, p. 139-162.

Elage A. et Mard Y. (2018), « Code de gouvernance et gestion des résultats comptables : le cas des sociétés françaises cotées », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, vol. Tome 24, n° 2, p. 113-147.

Faccio M. et Lang L.H. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of financial economics*, vol. 65, n° 3, p. 365–395.

Fan J.P. et Wong T.J. (2002), « Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia », *Journal of accounting and economics*, vol. 33, n° 3, p. 401–425.

Finkelstein S. (1992), « Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation », *Academy of Management journal*, vol. 35, n° 3, p. 505–538.

Gervais S. et Goldstein I. (2007), « The Positive Effects of Biased Self-Perceptions in Firms », *Review of Finance*, vol. 11, n° 3, p. 453-496.

Gilson R.J. et Gordon J.N. (2003), « Controlling Controlling Shareholders », *U. Pa. L. Rev.*, vol. 152, p. 785-843.

Goel A.M. et Thakor A.V. (2008), « Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 6, p. 2737-2784.

Gomez-Mejia L.R., Makri M. et Kintana M.L. (2010), « Diversification decisions in family-controlled firms », *Journal of management studies*, vol. 47, n° 2, p. 223–252.

Graham J.R., Harvey C.R. et Rajgopal S. (2005), « The Economic Implications of Corporate Financial Reporting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, n° 1, p. 3-73.

Guan L., Wright C.J. et Leikam S.L. (2005), « Earnings Management and Forced CEO Dismissal », *Advances in Accounting*, vol. 21, p. 61–81.

Gugler K. et Yurtoglu B.B. (2003), « Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany », *European economic review*, vol. 47, n° 4, p. 731–758.

Healy P.M. (1985), « The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions », *Journal of accounting and economics*, vol. 7, n° 1-3, p. 85–107.

Hilary G. et Hsu C. (2011), « Endogenous Overconfidence in Managerial Forecasts », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 51, n° 3, p. 300-313.

Hilary G., Hsu C., Segal B. et Wang R. (2016), « The Bright Side of Managerial Over-Optimism », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 62, n° 1, p. 46-64.

Hirigoyen G. (2014), « Valeur et évaluation des entreprises familiales », *Revue française de gestion*, vol. N° 242, n° 5, p. 119-134.

Holthausen R.W., Larcker D.F. et Sloan R.G. (1995), « Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings », *Journal of accounting and economics*, vol. 19, n° 1, p. 29–74.

Hribar P. et Yang H. (2010), « Does CEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings Management », *Unpublished working paper*.

Hribar P. et Yang H. (2016), « CEO Overconfidence and Management Forecasting », *Contemporary Accounting Research*, vol. 33, n° 1, p. 204-227.

Hsieh T.-S., Bedard J.C. et Johnstone K.M. (2014), « CEO Overconfidence and Earnings Management During Shifting Regulatory Regimes », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 41, n° 9-10, p. 1243-1268.

Jaggi B., Leung S. et Gul F. (2009), « Family Control, Board Independence and Earnings Management: Evidence Based on Hong Kong Firms », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 28, n° 4, p. 281-300.

Jeanjean T. et Stolowy H. (2008), « Do Accounting Standards Matter? An Exploratory Analysis of Earnings Management before and after IFRS Adoption », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 27, n° 6, p. 480-494.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.

Johnson D.D.P. et Fowler J.H. (2011), « The Evolution of Overconfidence », *Nature*, vol. 477, n° 7364, p. 317-320.

Jones J.J. (1991), « Earnings Management During Import Relief Investigations », *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n° 2, p. 193-228.

Keiber K.L. (2002), « Managerial Compensation Contracts and Overconfidence », *WHU Otto Beisheim Graduate School of Management: Dusseldorf, Germany*.

Kolasinski A.C. et Li X. (2013), « Can Strong Boards and Trading Their Own Firm's Stock Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from Acquisitions by Overconfident CEOs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n° 04, p. 1173-1206.

Kothari S.P., Leone A.J. et Wasley C.E. (2005), « Performance Matched Discretionary Accrual measures », *Journal of accounting and economics*, vol. 39, n° 1, p. 163–197.

Kothari S.P., Mizik N. et Roychowdhury S. (2015), « Managing for the Moment: The Role of Earnings Management via Real Activities versus Accruals in SEO Valuation », *Accounting Review*, vol. 91, n° 2, p. 559-586.

Labelle R. et Schatt A. (2005), « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises. (French) », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 3, p. 77-104.

Lee J.M., Hwang B.-H. et Chen H. (2017), « Are Founder CEOs more Overconfident than Professional CEOs? Evidence from S&P 1500 Companies », *Strategic Management Journal*, vol. 38, n° 3, p. 751-769.

Leuz C., Nanda D. et Wysocki P.D. (2003), « Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 3, p. 505-527.

Libby R. et Rennekamp K. (2012), « Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts », *Journal of Accounting Research*, vol. 50, n° 1, p. 197-231.

Malmendier U. et Tate G. (2005), « CEO Overconfidence and Corporate Investment », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 6, p. 2661-2700.

Malmendier U., Tate G. et Yan J. (2011), « Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. », *Journal of Finance*, vol. 66, n° 5, p. 1687-1733.

Mard Y. et Marsat S. (2009), « La gestion du résultat comptable autour d'un changement de dirigeant en France », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, vol. 15, n° 3, p. 141–169.

Mard Y. et Marsat S. (2012), « Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, vol. 18, n° 3, p. 11-42.

Martinez I. et Serve S. (2011), « Gestion des résultats et retraits volontaires de la cote : Le cas des OPRO en France », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, vol. 17, n° 1, p. 7-35.

Miller D. et Le Breton-Miller I. (2006), « Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities », *Family business review*, vol. 19, n° 1, p. 73–87.

Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. et Cannella Jr A.A. (2007), « Are Family Firms Really Superior Performers? », *Journal of corporate finance*, vol. 13, n° 5, p. 829–858.

Moore D.A. et Healy P.J. (2008), « The Trouble with Overconfidence », *Psychological Review*, vol. 115, n° 2, p. 502-517.

Murphy K.J. et Zimmerman J.L. (1993), « Financial Performance Surrounding CEO Turnover », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 1-3, p. 273–315.

Oskamp S. (1965), « Overconfidence in Case-study Judgments », *Journal of Consulting Psychology*, vol. 29, n° 3, p. 261-265.

Otto C.A. (2014), « CEO Optimism and Incentive Compensation », *Journal of Financial Economics*, vol. 114, n° 2, p. 366-404.

Paredes T.A. (2005), « Too Much Pay, too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOs, And Corporate Governance », *Florida State University Law Review.*, vol. 32, p. 673-762.

Park Y.W. et Shin H.-H. (2004), « Board Composition and Earnings Management in Canada », *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, n° 3, p. 431-457.

Petrou A.P. et Procopiou A. (2016), « CEO Shareholdings and Earnings Manipulation: A Behavioral Explanation », *European Management Review*, vol. 13, n° 2, p. 137-148.

Pikulina E., Renneboog L. et Tobler P. (2014), « Overconfidence, Effort, and Investment », SSRN Scholarly Paper, ID 2282443, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Prencipe A. et Bar-Yosef S. (2011), « Corporate Governance and Earnings Management in Family-Controlled Companies », *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 26, n° 2, p. 199-227.

Prencipe A., Markarian G. et Pozza L. (2008), « Earnings Management in Family Firms: Evidence from R&D Cost Capitalization in Italy », *Family Business Review*, vol. 21, n° 1, p. 71–88.

Qi B., Lin J.W., Tian G. et Lewis H.C.X. (2018), « The Impact of Top Management Team Characteristics on the Choice of Earnings Management Strategies: Evidence from China », *Accounting Horizons*, vol. 32, n° 1, p. 143-164.

Roychowdhury S. (2006), « Earnings Management through Real Activities Manipulation », *Journal of accounting and economics*, vol. 42, n° 3, p. 335–370.

Sánchez-Ballesta J.P. et García-Meca E. (2007), « Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, n° 4, p. 677–691.

Schipper K. (1989), « Earnings Management », *Accounting horizons*, vol. 3, n° 4, p. 91-102.

Schrand C.M. et Zechman S.L.C. (2012), « Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 53, n° 1–2, p. 311-329.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control. », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, p. 461-488.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1989), « Management Entrenchment: the Case of Manager-Specific Investments », *Journal of financial economics*, vol. 25, n° 1, p. 123–139.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », J*ournal of finance*, vol. 52, n° 2, p. 737–783.

Skinner D. et Myers L. (1999), « Earnings Momentum and Earnings Management », *Unpublished working paper, University of Michigan and University of Illinois*.

Stolowy H. et Breton G. (2003), « La gestion des données comptables : une revue de la littérature », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, vol. 9, n° 1, p. 125-152.

Villalonga B. et Amit R. (2006), « How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? », *Journal of financial Economics*, vol. 80, n° 2, p. 385–417.

Wang D. (2006), « Founding Family Ownership and Earnings Quality », *Journal of accounting research*, vol. 44, n° 3, p. 619–656.

Watts R.L. et Zimmerman J.L. (1986), « Positive Accounting Theory »,.

Yang M.-L. (2010), « The Impact of Controlling Families and Family CEOs on Earnings Management », *Family Business Review*, vol. 23, n° 3, p. 266-279.

Yu C.-F. (Jeffrey) (2014), « CEO Overconfidence, CEO Compensation, and Earnings Manipulation », *Journal of Management Accounting Research*, vol. 26, n° 2, p. 167-193.

Conclusion de la partie II

La deuxième partie de ce travail doctoral est constituée de deux études empiriques. Notre objectif est d'explorer les effets de la surconfiance du dirigeant sur les décisions comptables et financières tout en tenant compte du contexte français, caractérisé par un actionnariat concentré et familial. Nous avons également cherché à comprendre comment sont analysés les effets de la surconfiance par l'actionnaire de contrôle : faut-il contraindre le dirigeant biaisé ou pas ? En effet, un large pan de la littérature conclut que les effets de la surconfiance sont destructeurs de valeur pour les actionnaires. Toutefois, l'importance de la surconfiance chez les dirigeants semble indiquer que le biais ne peut être réduit à un défaut qu'il faut contenir.

Un examen détaillé du biais de surconfiance montre la nécessité d'aller au-delà de cette première lecture et demande notamment de prendre en compte le contexte d'exercice de la surconfiance. C'est ainsi qu'une analyse de l'incidence de la gouvernance sur les effets du biais se dessine comme un élément important de la compréhension des mécanismes en jeu lors de la prise de décisions du dirigeant biaisé.

Nos analyses empiriques mettent en évidence différents résultats dans le contexte français. Premièrement la surconfiance des dirigeants français influe sur leurs décisions comptables et financières. La surconfiance augmente la sensibilité des investissements aux *cash-flows*. Deuxièmement nous montrons que les administrateurs ne modèrent pas les effets de la surconfiance des dirigeants alors qu'un actionnariat concentré et familial le fait. Troisièmement nos résultats mettent en exergue une gestion du résultat différente entre les dirigeants surconfiants suivant de leur appartenance ou non à la famille de contrôle. Ainsi, un dirigeant surconfiant interne à la famille de contrôle limite sa gestion à la hausse du résultat, contrairement à un dirigeant surconfiant externe à la famille.

Conclusion générale

Un biais de jugement génère une déviation par rapport à un jugement rationnel. Ce biais amène l'individu à prendre des décisions qui s'éloignent des décisions rationnelles et optimales. Au cours de ce travail doctoral, nous nous sommes intéressés au biais de surconfiance des dirigeants et plus spécifiquement aux effets d'un tel biais sur les décisions comptables et financières et à leurs conséquences pour les entreprises. Nous présentons d'abord les contributions de ce travail de recherche qui sont de trois ordres : académique, managérial et méthodologique. Ce travail présente des limites que nous expliciterons dans un second temps, avant de conclure en exposant les perspectives de recherches que cette thèse de doctorat a mises en évidence.

La première **contribution** de cette thèse est **académique**. Nous présentons une **revue de la littérature** en sciences de gestion sur les effets de la surconfiance des dirigeants pour les entreprises (chapitre 3). En nous basant, notamment, sur les recherches en psychologie (chapitre 1), nous mettons en lumière que les travaux en gestion se focalisent principalement sur deux des trois manifestations de la surconfiance classifiées par Moore et Healy (2008). Ces deux manifestations sont : « *l'overestimation* » qui est une surestimation de ses capacités, et « *l'overprecision* » qui correspond à une surestimation de la qualité et de la précision des informations détenues. Cette revue de la littérature souligne les effets contrastés de la surconfiance concernant la création de valeur.

Une première série de recherches conclut que la surconfiance a des **effets destructeurs de valeur** pour les actionnaires. Comparativement à un dirigeant rationnel, le dirigeant surconfiant réalise des investissements nombreux et risqués (e.g. Malmendier et Tate, 2005a ; Malmendier et Tate, 2005b ; Malmendier et Tate, 2008), alors même que ces investissements sont moins rentables (Doukas et Petmezas, 2007 ; Eichholtz et Yönder, 2015). Le biais de

surconfiance impacte également les préférences des dirigeants concernant les sources de financement. Ainsi, ces derniers préfèrent les sources internes et à défaut ont plus recours à l'endettement qu'au marché. De plus, le biais influe sur les prévisions diffusées par les dirigeants : elles sont plus nombreuses (Libby et Rennekamp, 2012) et plus précises (Hribar et Yang, 2016). Or, la non réalisation des objectifs ambitieux annoncés peut être sanctionnée par le marché (Libby et Rennekamp, 2012). Pour atteindre ces objectifs, le dirigeant surconfiant peut d'ailleurs gérer le résultat comptable (Bouwman, 2014 ; Hribar et Yang, 2010).

Une deuxième série de recherche présente des **conclusions plus nuancées** quant à l'effet de la surconfiance des dirigeants sur la valeur actionnariale. Le biais de surconfiance a ainsi un effet positif sur la politique d'innovation des entreprises (Galasso et Simcoe, 2011 ; Hirshleifer *et al.*, 2012) et peut amener le dirigeant surconfiant à mettre en œuvre des politiques d'investissement ambitieuses (Kolasinski et Li, 2013). Ces politiques, tant concernant les innovations que les investissements, peuvent répondre aux attentes des actionnaires en termes de développement et de croissance de l'entreprise. Un autre aspect de la surconfiance est que le dirigeant biaisé réalise plus d'efforts pour atteindre ses prévisions, ce qui peut être valorisé par les actionnaires pour plusieurs raisons. D'abord, les efforts supplémentaires rendent plus probable l'atteinte des objectifs ambitieux (Pikulina *et al.*, 2014). Du fait de cette implication, les rémunérations nécessaires pour motiver ces dirigeants sont plus faibles (Otto, 2014 ; Yu, 2014). Enfin, la surconfiance des dirigeants peut avoir des conséquences globales sur l'organisation : être source de motivation pour les autres salariés (Paredes, 2005), faire adhérer ces derniers au projet du dirigeant et ainsi réduire les coûts de coordination (Bolton et *al.*, 2008).

Cette revue de la littérature nous permet de mieux appréhender le biais de surconfiance du dirigeant, ses implications sur les décisions comptables et financières et ses effets concernant la valeur actionnariale. Si la définition de la surconfiance ne fait **pas consensus**, l'évaluation de ses effets sur la création de valeur est également contrastée. Toutefois, l'importance des **mécanismes de gouvernance** pour mitiger les effets destructeurs de valeur de la surconfiance sont mis en avant dans la littérature.

La deuxième **contribution** d'importance de ce travail de thèse est **managériale**. En effet, à l'aide de deux études empiriques nous approfondissons nos connaissances concernant les effets du biais de surconfiance des dirigeants sur les décisions comptables et financières.

La **première étude** (chapitre 4) s'intéresse au lien entre la surconfiance des dirigeants et la sensibilité des investissements aux cash-flows. Nous nous interrogeons également sur l'impact d'une gouvernance efficace pour mitiger de telles décisions qui peuvent être destructrices de valeur. En effet, la surconfiance impacte les évaluations faites des probabilités de succès et des risques liés aux décisions. Dès lors, un dirigeant biaisé évalue les opportunités d'investissements comme plus rentables et moins risquées qu'elles ne le sont en réalité. Nos résultats mettent effectivement en évidence que la surconfiance influe sur la sensibilité des investissements aux cash-flows, ce qui est similaire aux résultats des travaux anglo-saxons tels que ceux de Malmendier et Tate (2005a), de Eichholtz et Yönder (2015) ou de Ben Mohamed et al. (2014). Nous montrons par ailleurs qu'un actionnaire de contrôle familial, ou un actionnariat concentré, modère les effets de la surconfiance. Enfin, nos résultats confirment le rôle prépondérant de l'actionnaire de contrôle pour discipliner le dirigeant, ce qui peut rendre le contrôle des administrateurs moins décisif, comme l'avait suggéré Broye et *al.* (2018).

Pour approfondir ces premières analyses, nous réalisons une **deuxième étude** (chapitre 5) qui s'intéresse à l'effet de la surconfiance du dirigeant sur la gestion du résultat. La littérature suggère que les dirigeants surconfiants réalisent des prévisions optimistes (Hribar et Yang, 2016) et que pour les atteindre, ils peuvent gérer le résultat (Bouwman, 2014 ; Hsieh *et al.*, 2014 ; Schrand et Zechman, 2012 ; Yu, 2014). Nos résultats sur ce premier aspect sont mitigés. En effet, nous montrons un effet significatif pour l'une de nos mesures, mais pas les autres. Nous nous sommes également questionnés quant à l'effet de l'existence d'un actionnaire de contrôle et plus spécifiquement d'un actionnaire familial. Pour les actionnaires se posent les questions de l'arbitrage entre les coûts et les bénéfices qui peuvent être associés à la gestion du résultat, et de l'opportunité de mitiger dans ce contexte les effets de la surconfiance du dirigeant. Les motivations particulières de l'actionnaire familial peuvent influencer ce choix (Hirigoyen, 2014 ; Miller et Le Breton-Miller, 2006). Les actionnaires familiaux sont impliqués pour protéger leurs intérêts à long terme liés à la société (Gomez-Mejia et al., 2010 ; Berrone et al., 2012 ; Achleitner et al., 2014), ce qui est concordant avec la *Socioemotional Wealth theory*. Nous observons que les dirigeants surconfiants réalisent une gestion du résultat plus importante dans les entreprises familiales. Dès lors, nous supposons que les actionnaires voient un bénéfice à laisser le dirigeant faire une telle gestion, voire à l'inciter à le faire. Dans cette étude, nous présentons un dernier résultat original. Nous montrons que lorsque le dirigeant surconfiant est également un membre de la famille de contrôle, il n'exprime plus son biais de la même manière concernant la gestion du résultat. Sa gestion est moins intense

en valeur absolue et significativement moins à la hausse que pour les autres dirigeants, qu'ils soient surconfiants ou qu'ils ne le soient pas. Cette attitude liée à la surconfiance peut trouver un sens au vu de ses motivations en tant qu'actionnaire de contrôle : préserver le contrôle et pour ce faire, entre autres, limiter les dividendes pour conserver les sources de financement internes (Ben-David *et al.*, 2007 ; Deshmukh *et al.*, 2013) ou par exemple, permettre à l'entreprise familiale de réaliser des investissements ultérieurs (Gugler et Yurtoglu, 2003).

Ces **deux études empiriques contribuent** à un approfondissement de notre **compréhension** du biais de surconfiance des dirigeants. Premièrement, nous mettons en évidence certains effets de la surconfiance sur les décisions comptables et financières. De façon plus originale, nous montrons que le **contexte d'analyse** est très important dans la mesure où les décisions des dirigeants sont également le fruit de l'interaction entre le dirigeant et les mécanismes de gouvernance. Or ces derniers sont liés au contexte institutionnel. Ainsi, notre échantillon se caractérise par un actionnariat concentré et familial, ce qui devrait se traduire par une **gouvernance efficace**. Nous montrons également que l'actionnaire familial n'agit pas de manière unidirectionnelle face au dirigeant biaisé. Selon la décision managériale analysée, les contraintes qui pèsent sur le dirigeant sont différentes. Ainsi nous concluons que les **actionnaires familiaux** reconnaissent le biais de surconfiance et peuvent **tirer profit** de certains de ses aspects. Enfin, nous présentons un dernier résultat original qui met en exergue que l'expression de la surconfiance du dirigeant est modifiée par son appartenance à la famille de contrôle. Ainsi, si les enseignements tirés d'une première approche « classique » de la surconfiance se montrent conformes aux conséquences présentées dans la littérature, une étude contextualisée souligne à quel point les effets de la surconfiance sont sensibles aux éléments de contexte tels que l'actionnariat du dirigeant, l'efficacité des mécanismes de gouvernance ou les motivations des actionnaires. À notre connaissance aucune autre étude n'intègre ces aspects pour analyser les décisions comptables et financières du dirigeant surconfiant.

Notre dernière **contribution** est d'ordre **méthodologique**. Pour pouvoir réaliser ces deux études empiriques, nous avons dû **mesurer** la surconfiance des dirigeants. La surconfiance est un biais de jugement délicat à capturer. La littérature propose différentes mesures que nous avons présentées dans le chapitre 2. Les principales mesures utilisées dans les recherches empiriques sont basées sur l'analyse de la gestion que fait le dirigeant de son **portefeuille de titres**. L'hypothèse est qu'un dirigeant rationnel cherche à diversifier son risque. Au contraire, un dirigeant surconfiant anticipe des évolutions favorables du cours du

titre grâce à sa position, il peut alors acquérir des titres supplémentaires ou conserver ses options plus que de raison. Après avoir présenté différentes mesures – les plus courantes mais également celles qui sont moins fréquentes – ainsi que leurs limites, nous exposons dans la deuxième partie de ce travail, les raisons qui nous ont conduit à retenir la mesure *Net Buyer* dans nos études empiriques. Nous avons constitué une base de données dédiée pour la réalisation de ces études. Cette base de données originale nous permet d'étudier la surconfiance des dirigeants dans le contexte français qui est, notamment, caractérisé par un actionnariat concentré et un fort actionnariat familial. Une telle étude dans le contexte français n'a jamais été réalisée à notre connaissance, or ce contexte particulier permet de réaliser des tests spécifiques concernant les interactions entre les effets de la surconfiance et une gouvernance efficace.

Si ce travail vise naturellement à obtenir les résultats les plus robustes possibles, il demeure inévitablement sujet à **certaines limites**. Elles sont de différents ordres, et les premières sont liées à notre **mesure de la surconfiance**. Pour capturer le biais de surconfiance, nous utilisons les transactions réalisées par le dirigeant sur les titres de la société. Or, cette mesure peut conduire à une **qualification erronée** des dirigeants. En effet, d'autres motivations que la surconfiance peuvent être à l'origine de la décision d'acquérir des titres (conserver le contrôle, réaliser un placement lié à la détention d'une information privée ou à envoyer un signal). Dans ce cas, nous qualifions un dirigeant de surconfiant alors qu'il ne l'est pas. À l'inverse, il possible que cette mesure nous fasse omettre des dirigeants surconfiants. De nombreux dirigeants de notre échantillon font partie de la famille qui contrôle la société et leur participation est déjà importante. Dès lors, la surconfiance peut s'exprimer différemment et non pas au travers de l'acquisition de quelques titres supplémentaires.

Le contexte de nos études impose également une certaine prudence dans nos conclusions. En effet, nous analysons la surconfiance des dirigeants dans un contexte managérial. Or, les **influences réciproques** entre le dirigeant et les actionnaires, au travers des mécanismes de gouvernance, sont complexes et les réduire à une **influence binaire** – dirigeant qu'il faut selon le cas inciter à agir ou alors qu'il est nécessaire de contrôler – nous semble très réducteur. Ainsi, notre analyse ne prétend pas rendre compte de l'ensemble des mécanismes en jeu. De plus, nous analysons des décisions comptables et financières prises par le dirigeant. Même si le rôle de ce dernier est déterminant, il exerce sa direction au sein d'une équipe de direction, et avec un conseil d'administration, et nous devons considérer que l'influence du

groupe peut modérer les effets de la surconfiance ou, au contraire, en amplifier les effets si les autres managers sont également surconfiants.

Ce travail doctoral fait apparaître différentes pistes de **recherches futures**. Nous pouvons nous interroger sur la place du dirigeant au sein de l'équipe de direction de l'entreprise. Ainsi, un premier prolongement de notre travail pourrait être l'exploration de **l'influence des autres managers**, voire de leur surconfiance, sur les décisions des dirigeants. Dans le cas de sociétés familiales, nous pourrions, par ailleurs, poursuivre cette analyse en en étudiant les influences réciproques entre le dirigeant surconfiant et les managers, ou administrateurs, membres de la famille de contrôle.

Par ailleurs, deux pistes de recherches futures répondent plus spécifiquement aux limites soulevées précédemment. Premièrement, concernant la mesure, l'utilisation de **mesures alternatives** de la surconfiance permettrait de rendre nos résultats plus robustes et nous permettrait d'affiner notre qualification des dirigeants de l'échantillon. Des mesures telles que l'analyse des prévisions ou des communications pourraient être mises en œuvre. Cela acquis, il peut alors sembler naturel **d'élargir le spectre des biais** étudiés dans le cadre de l'analyse des biais de comportement du dirigeant et de leurs conséquences. Étendues à d'autres biais tels que le narcissisme ou l'altruisme, de telles études pourraient ainsi enrichir le portrait du dirigeant. Deuxièmement, des recherches futures pourraient viser une **meilleure appréhension du contexte** d'étude, à travers notamment une compréhension plus fine des **interactions** entre les dirigeants surconfiants et les actionnaires. Nous montrons que les actionnaires peuvent tirer parti de la surconfiance des dirigeants. Dans cette optique, il serait intéressant de s'attarder sur les **contrats de rémunérations** de ces dirigeants : incitent-ils le dirigeant à de plus grandes prises de risques ? Cherchent-ils à modérer les effets du biais ? Ces éléments pourraient apporter un nouvel éclairage sur l'évaluation que font les actionnaires de contrôle du biais de surconfiance des dirigeants : opportunité à exploiter ou menace à juguler ?

Bibliographie générale

Achleitner A.-K., Günther N., Kaserer C. et Siciliano G. (2014), « Real Earnings Management and Accrual-based Earnings Management in Family Firms », *European Accounting Review*, vol. 23, n° 3, p. 431-461.

Adams R., Hermalin B.E. et Weisbach M.S. (2010), « The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey », *Journal of Economic Literature*, vol. 48, n° 1, p. 58-107.

Ahmed A.S. et Duellman S. (2013), « Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism », *Journal of Accounting Research*, vol. 51, n° 1, p. 1-30.

Ali A., Chen T.-Y. et Radhakrishnan S. (2007), « Corporate Disclosures by Family Firms », *Journal of accounting and economics*, vol. 44, n° 1-2, p. 238–286.

Ali C.B. (2013), « Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France », *Management & Avenir*, vol. 3, n° 61, p. 109-128.

Anderson R.C., Duru A. et Reeb D.M. (2009), « Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States », *Journal of Financial economics*, vol. 92, n° 2, p. 205–222.

Anderson R.C. et Reeb D.M. (2003), « Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1328.

Anderson R.C. et Reeb D.M. (2004), « Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms », *Administrative science quarterly*, vol. 49, n° 2, p. 209–237.

Andriosopoulos D., Andriosopoulos K. et Hoque H. (2013), « Information Disclosure, CEO Overconfidence, and Share Buyback Completion Rates », *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, n° 12, p. 5486-5499.

Ansel D. et Girandola F. (2004), « La surconfiance: un mode de réduction de la dissonance par ajout de cognitions consistantes », *Revue internationale de psychologie sociale*, vol. 17, n° 1, p. 145-176.

Ansel D. et Touzard H. (2002), « Surconfiance et variables contextuelles. Effets sur la performance du négociateur », *Cahiers Internationaux de Psychologie Sociale*, p. 26-38.

Armstrong C.S., Guay W.R. et Weber J.P. (2010), « The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50, n° 2-3, p. 179–234.

Banerjee S., Dai L., Humphery-Jenner M. et Nanda V.K. (2015), « Top Dogs: Overconfident Executives and New CEO Selection », *Available at SSRN 2371435*.

Banerjee S., Humphery-Jenner M. et Nanda V. (2015), « Restraining Overconfident CEOs Through Improved Governance: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act », *The Review of Financial Studies*, vol. 28, n° 10, p. 2812–2858.

Baron R.A. (2000), « Psychological Perspectives on Entrepreneurship: Cognitive and Social Factors in Entrepreneurs' Success », *Current Directions in Psychological Science*, vol. 9, n° 1, p. 15-18.

Beber A. et Fabbri D. (2012), « Who Times the Foreign Exchange Market? Corporate Speculation and CEO Characteristics », *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, n° 5, p. 1065-1087.

Ben Mohamed E., Fairchild R. et Bouri A. (2014b), « Investment Cash Flow Sensitivity under Managerial Optimism: New Evidence from NYSE Panel Data Firms », *Journal of Economics, Finance & Administrative Science,* vol. 19, n° 36, p. 11-18.

Ben Mohamed E., Souissi M.N., Baccar A. et Bouri A. (2014a), « CEO's Personal Characteristics, Ownership and Investment Cash Flow Sensitivity: Evidence from NYSE Panel Data Firms », *Journal of Economics, Finance & Administrative Science*, vol. 19, n° 37, p. 98-103.

Ben-David I., Graham J.R. et Harvey C.R. (2007), « Managerial Overconfidence and Corporate Policies », Working Paper, 13711, National Bureau of Economic Research.

Ben-David I., Graham J.R. et Harvey C.R. (2013), « Managerial Miscalibration », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, n° 4, p. 1547-1584.

Bernardo A.E. et Welch I. (2001), « On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs », *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 10, n° 3, p. 301-330.

Berrone P., Cruz C. et Gomez-Mejia L.R. (2012), « Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research », *Family Business Review*, vol. 25, n° 3, p. 258–279.

Bertrand M. et Schoar A. (2002), « Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies », SSRN Scholarly Paper, ID 376880, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Bessière V. (2007), « Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 10, n° 1, p. 39-66.

Billett M.T. et Qian Y. (2008), « Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers », *Management Science*, vol. 54, n° 6, p. 1037-1051.

Bolton P., Brunnermeier M.K. et Veldkamp L. (2008), « Leadership, Coordination and Mission-Driven Management », Working Paper, 14339, National Bureau of Economic Research.

Boudon R. (2002), « Théorie du choix rationnel ou individualisme méthodologique? », *Sociologie et sociétés*, vol. 34, n° 1, p. 9-34.

Bouwman C.H. (2014), « Managerial Optimism and Earnings Smoothing », *Journal of Banking & Finance*, vol. 41, p. 283-303.

Boyer C.M., Ciccone S.J. et Zhang W. (2003), « Insider Trading and Earnings Reporting: Evidence of Managerial Optimism or Opportunism? », SSRN Scholarly Paper, ID 426500, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Bozec Y. (2008), « Concentration de l'actionnariat, séparation des droits de vote et des droits de propriété et gestion des bénéfices: Une étude empirique canadienne », *Canadian Journal of Administrative Sciences (Canadian Journal of Administrative Sciences)*, vol. 25, n° 1, p. 67-82.

Brown R. et Sarma N. (2007), « CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions », *Ownership structure and corporate decision-making*, vol. 59, n° 5, p. 358-379.

Broye G., François A. et Moulin Y. (2017), « The Cost of CEO Duality: Evidence from French Leadership Compensation », *European Management Journal,* vol. 35, n° 3, p. 336-350.

Broye G., Di Giacomo A. et Prinz E. (2018), « Pratiques de divulgation des éléments de rémunération des dirigeants et incidence de l'actionnariat familial », *Finance Contrôle Stratégie*, NS-4.

Burks S.V., Carpenter J.P., Goette L. et Rustichini A. (2013), « Overconfidence and Social Signalling », *Review of Economic Studies*, vol. 80, n° 3, p. 949-983.

Campbell T.C., Gallmeyer M., Johnson S.A., Rutherford J. et Stanley B.W. (2011), « CEO Optimism and Forced Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 101, n° 3, p. 695-712.

Charlier P. et Du Boys C. (2011), « Gouvernance familiale et politique de distribution aux actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie,* vol. 14, n° 1, p. 3-51.

Charlier P. et Lambert G. (2013), « Modes de gouvernance et performances des entreprises familiales françaises en fonction des conflits d'agence », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 16, n° 2, p. 1-26.

Charreaux G. (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du financier*, vol. 127, p. 6–17.

Chen K.Y., Elder R.J. et Hung S. (2010), « The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 18, n° 3, p. 193–211.

Claessens S., Djankov S., Fan J.P.H. et Lang L.H.P. (2002), « Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, p. 2741-2771.

Clapham S.E. et Schwenk C.R. (1991), « Self-Serving Attributions, Managerial Cognition, and Company Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° 3, p. 219–229.

Cohen D.A., Dey A. et Lys T.Z. (2008), « Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods », *Accounting Review*, vol. 83, n° 3, p. 757-787.

Cohen D.A. et Zarowin P. (2010), « Accrual-based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings », *Journal of accounting and Economics*, vol. 50, n° 1, p. 2-19.

Coleman J.S. (1994), *Foundations of Social Theory*, Harvard University Press.

Davis J.H., Schoorman F.D. et Donaldson L. (1997), « Toward a Stewardship Theory of Management », *Academy of Management review*, vol. 22, n° 1, p. 20–47.

DeAngelo H. et DeAngelo L. (2000), « Controlling Stockholders and the Disciplinary Role of Corporate Payout Policy: A Study of the Times Mirror Company », *Journal of Financial Economics*, vol. 56, n° 2, p. 153-207.

DeBondt W.F.M. et Thaler R.H. (1994), « Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective », Working Paper, 4777, National Bureau of Economic Research.

Dechow P.M. et Sloan R.G. (1991), « Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation », *Journal of accounting and Economics*, vol. 14, n° 1, p. 51–89.

Dechow P.M., Sloan R.G. et Sweeney A.P. (1995), « Detecting Earnings Management », *Accounting review*, p. 193–225.

DeFond M.L. et Jiambalvo J. (1994), « Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals », *Journal of accounting and economics*, vol. 17, n° 1-2, p. 145–176.

Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.

Desender K.A., Aguilera R.V., Crespi R. et Garcia-Cestona M. (2013), « When Does Ownership Matter? Board Characteristics and Behavior », *Strategic Management Journal*, vol. 34, n° 7, p. 823-842.

Deshmukh S., Goel A.M. et Howe K.M. (2013), « CEO Overconfidence and Dividend Policy », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 22, n° 3, p. 440-463.

Dittrich D.A.V., Güth W. et Maciejovsky B. (2005), « Overconfidence in Investment Decisions: An experimental approach », *The European Journal of Finance*, vol. 11, n° 6, p. 471-491.

Doukas J.A. et Petmezas D. (2007), « Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias », *European Financial Management*, vol. 13, n° 3, p. 531-577.

Eichholtz P. et Yönder E. (2015), « CEO Overconfidence, REIT Investment Activity and Performance », *Real Estate Economics*, vol. 43, n° 1, p. 139-162.

Elage A. et Mard Y. (2018), « Code de gouvernance et gestion des résultats comptables : le cas des sociétés françaises cotées », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, vol. Tome 24, n° 2, p. 113-147.

Erickson T. et Whited M.T. (2000), « Measurement Error and the Relationship between Investment and q », *Journal of Political Economy*, vol. 108, n° 5, p. 1027-1057.

Faccio M. et Lang L.H. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of financial economics*, vol. 65, n° 3, p. 365–395.

Fama E.F. et Jensen M.C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-325.

Fan J.P. et Wong T.J. (2002), « Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia », *Journal of accounting and economics*, vol. 33, n° 3, p. 401–425.

Finkelstein S. (1992), « Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation », *Academy of Management journal*, vol. 35, n° 3, p. 505–538.

Frechette G.R. (2011), « Laboratory Experiments: Professionals Versus Students », SSRN Scholarly Paper, ID 1939219, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Galasso A. et Simcoe T.S. (2011), « CEO Overconfidence and Innovation », *Management Science*, vol. 57, n° 8, p. 1469-1484.

Gervais S. et Goldstein I. (2007), « The Positive Effects of Biased Self-Perceptions in Firms », *Review of Finance*, vol. 11, n° 3, p. 453-496.

Gervais S. et Odean T. (2001), « Learning to Be Overconfident », *Review of Financial Studies*, vol. 14, n° 1, p. 1-27.

Gervais S., Heaton J.B. et Odean T. (2003), « Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options », SSRN Scholarly Paper, ID 361200, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Gervais S., Heaton J.B. et Odean T. (2011), « Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting », *Journal of Finance*, vol. 66, n° 5, p. 1735-1777.

Gilibert D. (2004), « Aspects évaluatifs des explications internes: composantes normatives et motivationnelles », *Perspectives cognitives et conduites sociales*, p. 293-316.

Gilson R.J. et Gordon J.N. (2003), « Controlling Controlling Shareholders », *U. Pa. L. Rev.*, vol. 152, p. 785-843.

Goel A.M. et Thakor A.V. (2008), « Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 6, p. 2737-2784.

Goetzmann W.N. et Kumar A. (2008), « Equity Portfolio Diversification », *Review of Finance*, vol. 12, n° 3, p. 433–463.

Gomez-Mejia L.R., Makri M. et Kintana M.L. (2010), « Diversification Decisions in Family-Controlled Firms », *Journal of management studies*, vol. 47, n° 2, p. 223–252.

Graham J.R., Harvey C.R. et Puri M. (2013), « Managerial Attitudes and Corporate Actions », *Journal of Financial Economics*, vol. 109, n° 1, p. 103-121.

Graham J.R., Harvey C.R. et Rajgopal S. (2005), « The Economic Implications of Corporate Financial Reporting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, n° 1, p. 3-73.

Guan L., Wright C.J. et Leikam S.L. (2005), « Earnings Management and Forced CEO Dismissal », *Advances in Accounting*, vol. 21, p. 61–81.

Gugler K. et Yurtoglu B.B. (2003), « Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany », *European economic review*, vol. 47, n° 4, p. 731–758.

Hackbarth D. (2008), « Managerial Traits and Capital Structure Decisions », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 43, n° 4, p. 843-881.

Hall B.J. et Murphy K.J. (2002), « Stock Options for Undiversified Executives », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 33, n° 1, p. 3-42.

Hastorf A.H., Schneider D.J. et Polefka J. (1970), *Person perception*, Oxford, England, Addison-Wesley.

Healy P.M. (1985), « The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions », *Journal of accounting and economics*, vol. 7, n° 1-3, p. 85–107.

Heath C. et Tversky A. (1991), « Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty », *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 4, n° 1, p. 5-28.

Heaton J.B. (2002), « Managerial Optimism and Corporate Finance. », *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, vol. 31, n° 2, p. 33-45.

Hilary G. et Hsu C. (2011), « Endogenous Overconfidence in Managerial Forecasts », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 51, n° 3, p. 300-313.

Hilary G., Hsu C., Segal B. et Wang R. (2016), « The Bright Side of Managerial Over-Optimism », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 62, n° 1, p. 46-64.

Hiller N.J. et Hambrick D.C. (2005), « Conceptualizing Executive Hubris: the Role Of (Hyper-) Core Self-Evaluations in Strategic Decision-Making », *Strategic Management Journal*, vol. 26, n° 4, p. 297-319.

Hirigoyen G. (2014), « Valeur et évaluation des entreprises familiales », *Revue française de gestion,* vol. 5, n° 242, p. 119-134.

Hirshleifer D. et Luo G.Y. (2001), « On the Survival of Overconfident Traders in a Competitive Securities Market », *Journal of Financial Markets*, vol. 4, n° 1, p. 73-84.

Hirshleifer D., Low A. et Teoh S.H. (2012), « Are Overconfident CEOs Better Innovators? », *Journal of Finance*, vol. 67, n° 4, p. 1457-1498.

Holthausen R.W., Larcker D.F. et Sloan R.G. (1995), « Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings », *Journal of accounting and economics*, vol. 19, n° 1, p. 29–74.

Hribar P. et Yang H. (2010), « Does CEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings Management », *Unpublished working paper*.

Hribar P. et Yang H. (2016), « CEO Overconfidence and Management Forecasting », *Contemporary Accounting Research*, vol. 33, n° 1, p. 204-227.

Hsieh T.-S., Bedard J.C. et Johnstone K.M. (2014), « CEO Overconfidence and Earnings Management During Shifting Regulatory Regimes », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 41, n° 9-10, p. 1243-1268.

Hu C. et Liu Y.J. (2015), « Valuing Diversity: CEOs' Career Experiences and Corporate Investment », *Journal of Corporate Finance,* vol. 30, p.11-31.

Jaggi B., Leung S. et Gul F. (2009), « Family Control, Board Independence and Earnings Management: Evidence Based on Hong Kong Firms », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 28, n° 4, p. 281-300.

Jeanjean T. et Stolowy H. (2008), « Do Accounting Standards Matter? An Exploratory Analysis of Earnings Management before and after IFRS Adoption », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 27, n° 6, p. 480-494.

Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review,* vol. 76, n° 2, p. 323-329.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.

Johnson D.D.P. et Fowler J.H. (2011), « The Evolution of Overconfidence », *Nature*, vol. 477, n° 7364, p. 317-320.

Jones J.J. (1991), « Earnings Management During Import Relief Investigations », *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n° 2, p. 193-228.

Kadapakkam P.R., Kumar P.C. et Riddick L.A. (1998), « The Impact Of Cash Flows And Firm Size On Investment: The International Evidence », *Journal of Banking & Finance,* vol. 22, n° 3, p. 293-320.

Kahneman D. et Lovallo D. (1993), « Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking », *Management Science*, vol. 39, n° 1, p. 17-31.

Kahneman D., Slovic P. et Tversky A. (1982), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press.

Kaplan S.N. et Zingales L. (1997), « Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? », *Quarterly Journal of Economics,* vol. 112, n° 1, p. 169-215.

Kaplan S.N., Klebanov M.M. et Sorensen M. (2012), « Which CEO Characteristics and Abilities Matter? », *Journal of Finance*, vol. 67, n° 3, p. 973-1007.

Keiber K.L. (2002), « Managerial Compensation Contracts and Overconfidence », *WHU Otto Beisheim Graduate School of Management: Dusseldorf, Germany*.

Kolasinski A.C. et Li X. (2013), « Can Strong Boards and Trading Their Own Firm's Stock Help CEOs Make Better Decisions? Evidence from Acquisitions by Overconfident CEOs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, n° 04, p. 1173-1206.

Kothari S.P., Leone A.J. et Wasley C.E. (2005), « Performance Matched Discretionary Accrual Measures », *Journal of accounting and economics*, vol. 39, n° 1, p. 163–197.

Kothari S.P., Mizik N. et Roychowdhury S. (2015), « Managing for the Moment: The Role of Earnings Management via Real Activities versus Accruals in SEO Valuation », *Accounting Review*, vol. 91, n° 2, p. 559-586.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-517.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (2000), « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, p. 3-27.

Labelle R. et Schatt A. (2005), « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 3, p. 77-104.

Langer E.J. (1975), « The Illusion of Control », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 32, n° 2, p. 311-328.

Larrick R.P., Burson K.A. et Soll J.B. (2007), « Social Comparison and Confidence: When Thinking You're Better than Average Predicts Overconfidence (and When it Does Not) », *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 102, n° 1, p. 76-94.

Lee J.M., Hwang B.-H. et Chen H. (2017), « Are Founder CEOs more Overconfident than Professional CEOs? Evidence from S&P 1500 Companies », *Strategic Management Journal*, vol. 38, n° 3, p. 751-769.

Leuz C., Nanda D. et Wysocki P.D. (2003), « Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison », *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 3, p. 505-527.

Libby R. et Rennekamp K. (2012), « Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts », *Journal of Accounting Research*, vol. 50, n° 1, p. 197-231.

Lichtenstein S. et Fischhoff B. (1977), « Do Those Who Know More Also Know More About How Much They Know? », *Organizational Behavior and Human Performance*, vol. 20, n° 2, p. 159-183.

Lin Y., Hu S. et Chen M. (2005), « Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, n° 5, p. 523-546.

Mahmoud-Jouini B. et Mignon S. (2010), « Capacités d'innovation des entreprises familiales pérennes », *Revue française de gestion*, vol. 200, p. 112–126.

Mahmoud-Jouini S.B. et Mignon S. (2016), « L'ambidextrie des entreprises familiales : comment concilier orientation entrepreneuriale et stratégie de pérennité ? », *Finance Contrôle Stratégie*, n° 19-1.

Malmendier U. et Tate G. (2005a), « Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited », *European Financial Management*, vol. 11, n° 5, p. 649-659.

Malmendier U. et Tate G. (2005b), « CEO Overconfidence and Corporate Investment », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 6, p. 2661-2700.

Malmendier U. et Tate G. (2008), « Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction », *Journal of Financial Economics*, vol. 89, n° 1, p. 20-43.

Malmendier U. et Tate G. (2015), « Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, n° 4, p. 37-60.

Malmendier U., Tate G. et Yan J. (2007), « Corporate Financial Policies With Overconfident Managers », w13570, Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.

Malmendier U., Tate G. et Yan J. (2011), « Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. », *Journal of Finance*, vol. 66, n° 5, p. 1687-1733.

March J.G. et Shapira Z. (1987), « Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking », *Management Science*, vol. 33, n° 11, p. 1404-1418.

Mard Y. et Marsat S. (2009), « La gestion du résultat comptable autour d'un changement de dirigeant en France », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, vol. 15, n° 3, p. 141–169.

Mard Y. et Marsat S. (2012), « Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, vol. 18, n° 3, p. 11-42.

Markowitz H. (1952), « Portfolio Selection », J*ournal of Finance*, vol. 7, n° 1, p. 77-91.

Martinez I. et Serve S. (2011), « Gestion des résultats et retraits volontaires de la cote : Le cas des OPRO en France », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, vol. 17, n° 1, p. 7-35.

McFadden D., Machina M.J. et Baron J. (1999), « Rationality for Economists? », in *Elicitation of preferences*, Springer, p. 73–110.

McKenzie C.R.M. (1997), « Underweighting Alternatives and Overconfidence », *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 71, n° 2, p. 141-160.

Mezulis A.H., Abramson L.Y., Hyde J.S. et Hankin B.L. (2004), « Is There a Universal Positivity Bias in Attributions? A Meta-Analytic Review of Individual, Developmental, and Cultural Differences in the Self-Serving Attributional Bias », *Psychological Bulletin*, vol. 130, n° 5, p. 711-747.

Miller D. et Le Breton-Miller I. (2006), « Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities », *Family business review*, vol. 19, n° 1, p. 73–87.

Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. et Cannella Jr A.A. (2007), « Are Family Firms Really Superior Performers? », *Journal of corporate finance*, vol. 13, n° 5, p. 829–858.

Miller D.T. et Ross M. (1975), « Self-Serving Biases in the Attribution of Causality: Fact or Fiction? », *Psychological Bulletin*, vol. 82, n° 2, p. 213-225.

Moore D.A. et Healy P.J. (2008), « The Trouble with Overconfidence », *Psychological Review*, vol. 115, n° 2, p. 502-517.

Moore D.A. et Kim T.G. (2003), « Myopic Social Prediction and the Solo Comparison Effect », *Journal of personality and social psychology*, vol. 85, n° 6, p. 1121-1135.

Murphy K.J. et Zimmerman J.L. (1993), « Financial Performance Surrounding CEO Turnover », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 1-3, p. 273–315.

Myers S.C. et Majluf N.S. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, p. 187-221.

Nash J.F. (1950), « The Bargaining Problem », *Econometrica*, vol. 18, n° 2, p. 155-162.

Odean T. (1999), « Do Investors Trade too much? », *American economic review*, vol. 89, n° 5, p. 1279–1298.

Oskamp S. (1965), « Overconfidence in Case-Study Judgments », *Journal of Consulting Psychology*, vol. 29, n° 3, p. 261-265.

Otto C.A. (2014), « CEO Optimism and Incentive Compensation », *Journal of Financial Economics*, vol. 114, n° 2, p. 366-404.

Paredes T.A. (2005), « Too Much Pay, too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOs, And Corporate Governance », *Florida State University Law Review.*, vol. 32, p. 673-762.

Park Y.W. et Shin H.-H. (2004), « Board Composition and Earnings Management in Canada », *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, n° 3, p. 431-457.

Pawlina G. et Renneboog L. (2005), « Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK », *European Financial Management*, vol. 11, n° 4, p. 483-513.

Petrou A.P. et Procopiou A. (2016), « CEO Shareholdings and Earnings Manipulation: A Behavioral Explanation », *European Management Review*, vol. 13, n° 2, p. 137-148.

Pikulina E., Renneboog L. et Tobler P. (2014), « Overconfidence, Effort, and Investment », SSRN Scholarly Paper, ID 2282443, Rochester, NY, Social Science Research Network.

Prencipe A. et Bar-Yosef S. (2011), « Corporate Governance and Earnings Management in Family-Controlled Companies », *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 26, n° 2, p. 199-227.

Prencipe A., Markarian G. et Pozza L. (2008), « Earnings Management in Family Firms: Evidence from R&D Cost Capitalization in Italy », *Family Business Review*, vol. 21, n° 1, p. 71–88.

Qi B., Lin J.W., Tian G. et Lewis H.C.X. (2018), « The Impact of Top Management Team Characteristics on the Choice of Earnings Management Strategies: Evidence from China », *Accounting Horizons*, vol. 32, n° 1, p. 143-164.

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

Roychowdhury S. (2006), « Earnings Management through Real Activities Manipulation », *Journal of accounting and economics*, vol. 42, n° 3, p. 335–370.

Russo J.E. et Schoemaker P.J.H. (1992), « Managing Overconfidence », *Sloan Management Review*, vol. 33, n° 2, p. 7-17.

Sánchez-Ballesta J.P. et García-Meca E. (2007), « Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, n° 4, p. 677–691.

Scheier M.F. et Carver C.S. (1987), « Dispositional Optimism and Physical Well-Being: The Influence of Generalized Outcome Expectancies on Health », *Journal of personality*, vol. 55, n° 2, p. 169–210.

Scheier M.F., Carver C.S. et Bridges M.W. (1994), « Distinguishing Optimism From Neuroticism (and Trait Anxiety, Self-Mastery, and Self-Esteem): A Reevaluation of the Life Orientation Test », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 67, n° 6, p. 1063–1078.

Schipper K. (1989), « Earnings Management », *Accounting horizons*, vol. 3, n° 4, p. 91-102.

Schrand C.M. et Zechman S.L.C. (2012), « Executive Overconfidence and the Slippery Slope To Financial Misreporting », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 53, n° 1–2, p. 311-329.

Scott J. (2000), « Rational Choice Theory », *Understanding contemporary society: Theories of the present*, vol. 129, p. 671-685.

Shefrin H. et Statman M. (1985), « The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence », *Journal of finance*, vol. 40, n° 3, p. 777–790.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, p. 461-488.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1989), « Management Entrenchment: the Case of Manager-Specific Investments », *Journal of financial economics*, vol. 25, n° 1, p. 123–139.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », J*ournal of finance*, vol. 52, n° 2, p. 737–783.

Simon H.A. (1955), « A Behavioral Model of Rational Choice », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, n° 1, p. 99-118.

Simon M. et Houghton S.M. (2003), « The Relationship between Overconfidence and the Introduction of Risky Products: Evidence from a Field Study », *Academy of Management Journal*, vol. 46, n° 2, p. 139-149.

Skala D. (2008), « Overconfidence in Psychology and Finance-An Interdisciplinary Literature Review », *Bank I kredyt*, n° 4, p. 33–50.

Skinner D. et Myers L. (1999), « Earnings Momentum and Earnings Management », *Unpublished working paper, University of Michigan and University of Illinois*.

Stolowy H. et Breton G. (2003), « La gestion des données comptables : une revue de la littérature », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, vol. 9, n° 1, p. 125-152.

Svenson O. (1981), « Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers? », *Acta Psychologica*, vol. 47, n° 2, p. 143-148.

Tobin J. (1969), « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 1, n° 1, p. 15-29.

Tversky A. et Kahneman D. (1973), « Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability », *Cognitive Psychology*, vol. 5, n° 2, p. 207-232.

Tversky A. et Kahneman D. (1975), « Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases », in Wendt D., Vlek C. (dirs.), *Utility, Probability, and Human Decision Making*, Springer Netherlands (Theory and Decision Library), p. 141-162.

Tversky A. et Kahneman D. (1986), « Rational Choice and the Framing of Decisions », *Journal of business*, vol. 59, n° 4, p. 251-278.

Villalonga B. et Amit R. (2006), « How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? », *Journal of financial Economics*, vol. 80, n° 2, p. 385–417.

Von Neumann J. et Morgenstern O. (1947), *Theory of games and economic behavior* (2d rev. ed.), Princeton, NJ, US, Princeton University Press.

Wang D. (2006), « Founding Family Ownership and Earnings Quality », *Journal of accounting research*, vol. 44, n° 3, p. 619–656.

Wason P.C. (1960), « On the Failure to Eliminate Hypotheses in a Conceptual Task », *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, vol. 12, n° 3, p. 129-140.

Watts R.L. et Zimmerman J.L. (1986), « Positive Accounting Theory »,

Wei K.C.J. et Zhang Y. (2008), « Ownership Structure, Cash Flow, and Capital Investment: Evidence from East Asian Economies Before the Financial Crisis », *Journal of Corporate Finance,* vol. 14, n° 2, p. 118-132.

Weinstein N.D. (1980), « Unrealistic Optimism about Future Life Events », *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 39, n° 5, p. 806-820.

Wong M.H.F. et Zhang X.F. (2014), « CEO Optimism and Analyst Forecast Bias », *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 29, n° 3, p. 367-392.

Yang M.-L. (2010), « The Impact of Controlling Families and Family CEOs on Earnings Management », *Family Business Review*, vol. 23, n° 3, p. 266-279.

Yu C.-F. (Jeffrey) (2014), « CEO Overconfidence, CEO Compensation, and Earnings Manipulation », *Journal of Management Accounting Research*, vol. 26, n° 2, p. 167-193.

Zhang S.X. et Cueto J. (2017), « The Study of Bias in Entrepreneurship », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 41, n° 3, p. 419-454.

Pauline PAQUIN

Les effets de la surconfiance des dirigeants sur les décisions managériales : le cas des dirigeants français du SBF 120

Résumé en français

Cette thèse s'intéresse au biais de surconfiance des dirigeants et analyse ses effets sur les décisions comptables et financières. Après avoir défini les contours de ce biais, nous réalisons une revue de la littérature sur la surconfiance du dirigeant et de ses effets pour l'entreprise. Les recherches proposent des conclusions contrastées quant à ces effets. Pour tester les impacts de ce biais, nous réalisons une base de données originale et analysons le comportement des dirigeants du SBF 120 pour la période 2006–2016.

Nous montrons que la surconfiance des dirigeants influe sur la sensibilité des investissements au *cash-flow* et sur la gestion du résultat. Un apport original de cette recherche est de montrer que des mécanismes de gouvernance efficaces peuvent mitiger les effets du biais ou au contraire les encourager en fonction des motivations de l'actionnaire de contrôle. Nous montrons également que l'appartenance du dirigeant à la famille de contrôle modifie l'expression de son biais.

Mots clés
Surconfiance – Dirigeants – Investissement – Gestion du résultat – Entreprise familiale

Résumé en anglais

This dissertation focuses on CEO's overconfidence and analyze its effects on accounting and financial decisions. After having defined the outlines of this bias, we conduct a literature review on the CEO's overconfidence and its effects for firms. Research offers mixed conclusions about these effects. To test the impacts of this bias, we set up an original database and analyze the behaviour of CEO's of SBF-120 over the 2006-2016 period.

We show that CEOs' overconfidence affects the investment cash-flow sensitivity as well as earnings management. An original contribution of this research is to show that effective governance mechanisms can mitigate the effects of the bias or, on the contrary, encourage them, according to the motives of the controlling shareholder. We also show the fact that the CEO's belonging to the controlling family modifies the expression of one's bias.

Keywords
Overconfidence – CEO – Investment – Earnings management – Family firm