

Excès de confiance des dirigeants et politique du dividende

Kamal Anouar¹, Jean-Claude Juhel²

¹ Université de Haute Alsace, GRM (EA4711) - kamal.anouar@uha.fr

² Université de Nice-Sophia Antipolis, GRM (EA4711) - juhel@unice.fr

Abstract

This article proposes to study the dividend decision under the overconfident managers' approach using a content analysis of "Messages des présidents". We test the presence of the overconfidence and optimism biases' when managers decide to pay dividends for their shareholders. The intuition behind supposes a greater propensity of overconfident managers with the dividend payment. The major finding shows a significant presence of these two biases. The content analysis reveals also a "crisis effect" vocabulary reflecting uncertainty and overconfidence, especially in post 2008 financial crisis.

Keywords : dividend, overconfidence, optimism, behavioral corporate finance.

Résumé

Cet article se propose d'étudier la décision de distribution en France prise par des dirigeants surconfiants à travers une analyse de contenu des « messages des présidents ». Il s'agit de tester la présence de biais d'excès de confiance et d'optimisme chez les dirigeants lorsqu'ils décident de verser des dividendes à leurs actionnaires. L'intuition laisse supposer une plus forte propension chez les dirigeants surconfiants à la distribution du dividende. Les principaux résultats obtenus montrent une présence plus au moins significative de ces biais. L'analyse de contenu a décelé aussi un « effet crise » : le vocabulaire témoignant à la fois de l'incertitude et de la surconfiance des dirigeants est plus présent sur la période qui a suivi le déclenchement de la crise financière en 2008.

Mots-clés : dividende, excès de confiance, optimisme, finance d'entreprise comportementale.

1. Introduction

La décision de distribution de la richesse créée au profit des actionnaires peut être qualifiée de stratégique, le marché étant sensible aux choix qui affectent cette décision notamment en raison de sa relation et de son interaction avec les autres décisions financières et d'investissement (Allen et Michaely, 2003). En outre, la politique du dividende reste une question de recherche non résolue en finance d'entreprise malgré le fait qu'elle ait fait l'objet de plusieurs développements théoriques et tests empiriques. A cet effet, si pour (Modigliani et Miller, 1961), la valeur de l'entreprise est indépendante de la politique du dividende poursuivie, d'autres chercheurs affirment que celle-ci est pertinente en raison des imperfections qui caractérisent le fonctionnement réel des marchés financiers. Plusieurs modèles théoriques ont donc été construits sur la base de ces imperfections. Toutefois, malgré cette multiplicité des explications théoriques de la décision de distribution, il n'existe pas un consensus sur les déterminants de cette décision puisque les résultats des différents tests empiriques se caractérisent par une contradiction et parfois par une certaine ambiguïté et confusion. Ce décalage entre théorie et pratique est à l'origine de ce que (Black, 1976) appelle *dividend puzzle*. Par ailleurs, l'application de l'imperfection comportementale pour expliquer les politiques de dividendes n'a pas été largement étudiée puisque l'introduction de cet argument en finance d'entreprise ne s'est faite que récemment (Shefrin, 2001).

L'objet de cet article est donc de tester l'apport de l'argument comportementaliste dans l'explication des politiques de dividendes. Plus précisément, il s'agit de vérifier, via une analyse de contenu, si les biais d'excès de confiance et d'optimisme affectent la décision de dividendes des dirigeants des plus grandes entreprises cotées en France entre 2005 et 2010. L'intuition laisse supposer une plus grande propension des dirigeants surconfiants à la distribution de dividendes. Ce papier est le premier à vouloir étudier, sur des données récentes, l'impact des biais d'optimisme et d'excès de confiance sur le comportement de distribution des dirigeants du SBF250. Les résultats obtenus montrent que le comportement de distribution des dirigeants est affecté par les biais d'optimisme et d'excès de confiance d'une part, et d'autre part, l'existence d'un effet crise dans le sens où il y a eu une augmentation de l'incertitude perçue par les dirigeants après le déclenchement de la crise financière en 2008.

Cet article est organisé comme suit : le point 2 présente la revue de littérature. Le point 3 décrit la méthodologie et l'échantillon. Le point 4 présente les résultats. Le point 5 discute les résultats. Le point 6 conclut l'article.

2. Revue de littérature

Depuis le début des années 2000, la finance d'entreprise comportementale connaît un engouement croissant. Dans un article très récent mettant en avant l'état de l'art dans ce domaine, (Baker et Wurgler, 2013) divisent la littérature selon que la rationalité limitée est du côté des investisseurs ou de celui des dirigeants. Dans la première approche, appelée « *market timing and catering* », des dirigeants rationnels sont face à des investisseurs dotés d'une rationalité limitée, alors que dans la seconde approche, dite « *managerial biases* » ou « approche des dirigeants surconfiants », des investisseurs rationnels coexistent avec des managers dont la rationalité est limitée en raison principalement des biais d'optimisme et/ou d'excès de confiance. Dans cet article, c'est cette deuxième approche qui est adoptée, elle repose sur trois principales hypothèses ou postulats de départ : i) la surestimation de la valeur de l'entreprise et de ses opportunités d'investissement (H1) ; ii) l'incertitude qui augmente le niveau de surconfiance chez les dirigeants et conduit au mimétisme (H2) ; iii) la faiblesse des contraintes qui freinent le comportement irrationnel au sein de l'entreprise ce qui favorise l'excès de confiance chez les dirigeants (H3). Premièrement, d'une part, la surestimation de la valeur de l'entreprise laisse le dirigeant croire à une sous-évaluation de la valeur de sa société. Il est de ce fait plus réticent à une émission de titres, ce qui peut conduire au sous-investissement en cas d'insuffisances des capacités de financement internes. Néanmoins, cela n'empêche pas qu'il peut juger très soutenable la distribution d'un dividende. Cependant, la surestimation des opportunités d'investissements peut conduire vraisemblablement au surinvestissement. Dans ce cadre, le dirigeant surconfiant va être réticent pour initier ou augmenter le dividende et sauvegarder ainsi ses ressources internes pour financer des projets d'investissements jugés très rentables. Mais, il est aussi possible de supposer que le surinvestissement ne constitue guère un frein à la distribution du dividende ni à son accroissement dans le cas de dirigeants surconfiants ou optimistes vis-à-vis des perspectives de croissance de l'entreprise. C'est le cas notamment en France où il y-a une persistance de distribution de la richesse produite au profit des actionnaires des plus grandes sociétés cotées, sous forme de dividendes. Deuxièmement, l'incertitude est aussi un facteur amplificateur du biais d'excès de confiance lorsque les managers doivent prendre des décisions rapides dans des situations où la maîtrise s'avère imparfaite. L'incertitude peut aussi conduire au mimétisme. En effet, certains dirigeants peuvent avoir tendance à imiter les choix d'autres dirigeants en matière de distribution afin de réduire le risque ; ce dernier constitue un moyen

dont dispose les dirigeants pour justifier et légitimer leurs actions. Troisièmement, on remarquera d'abord que si l'arbitrage est susceptible d'être immédiatement exploité sur les marchés financiers, ce n'est pas le cas dans le cadre d'une entreprise. L'arbitrage prend ici la forme d'une offre publique d'achat qui est un processus à la fois long et coûteux. Ensuite, l'apprentissage résultant de l'expérience cumulée face à des situations de gestion et de prise de décision est mis à mal par la faible fréquence des décisions et notamment celle de distribution (Bessière, 2007). Enfin, si les contrats d'incitation standard sont efficaces face à des problèmes d'agence traditionnels, ils ne le sont pas ou leurs effets sont marginaux dans le cas d'un dirigeant surconfiant. Ce dernier croit qu'il est en train de maximiser la valeur de la firme et qu'il n'est pas en conflits d'intérêts avec les investisseurs (Baker et Wurgler, 2013).

L'excès de confiance et l'optimisme sont les biais managériaux les plus étudiés (Baker et Wurgler, 2013). Plusieurs tests empiriques ont été réalisés afin d'étudier l'impact de ces biais sur les principales décisions financières. Dans ce cadre, les décisions les plus documentées sont celles d'investissement (Heaton, 2002 ; Gervais et al, 2003 ; Malmendier et Tate, 2005a), de financement (Baker et Wurgler, 2004 ; Malmendier et al, 2007 ; Hackbarth, 2008), de fusions et acquisitions (Roll, 1986 ; Hayward et Hambrick, 1997 ; Malmendier et Tate, 2003) et dans une moindre mesure la décision de distribution. En effet, bien qu'elle fasse partie des premières questions de recherche auxquelles les chercheurs ont apporté des réponses enrichies d'arguments comportementalistes (Lintner, 1956), rares sont les études empiriques ayant pour objet de vérifier l'effet des biais d'optimisme et de surconfiance sur le comportement des dirigeants en matière de distribution de la richesse créée. (Deshmukh et al., 2009) testent un modèle où ils étudient l'effet de la surconfiance des managers sur les politiques de dividendes. Ils estiment la surconfiance par les stratégies d'exercice des stock-options et par les révélations des articles de presse. Leurs résultats montrent que les dirigeants surconfiants distribuent moins de dividendes que leurs homologues rationnels. Cette corrélation observée est plus significative chez les firmes caractérisées par de faibles opportunités de croissance, de faibles cash flows et des niveaux d'asymétrie d'informations élevés. Ils montrent aussi, que l'ampleur de la réaction positive à une annonce d'augmentation de la distribution est plus faible chez les firmes où les dirigeants sont surconfiants. (Bouwman, 2009) teste la relation entre optimisme des dirigeants et réaction du marché à une annonce d'une augmentation de la distribution. L'hypothèse testée et validée stipule que lorsque les dirigeants sont optimistes quant aux rendements futurs et qu'ils adossent leurs décisions de distribution sur ces anticipations optimistes, alors les effets d'annonce d'une augmentation de distribution par ces dirigeants sont en moyenne plus élevés que ceux des dirigeants rationnels. En d'autres termes, si les investisseurs n'arrivent pas à distinguer parfaitement les managers rationnels de ceux optimistes, alors nous aurons la relation suivante : plus la variation positive du dividende est grande (managers plus optimistes) plus la réaction du marché est positive et forte. (Cordeiro, 2009) montrent que l'excès de confiance des dirigeants affecte négativement aussi bien le niveau du dividende distribué que le montant total de distribution y compris le rachat d'actions.

3. Méthodologie et échantillon

3.1. Méthodologie de l'analyse de contenu

Pour appliquer l'approche des dirigeants surconfiants à la décision de distribution, nous avons retenue une mesure interne du biais d'excès de confiance à travers une analyse de contenu du corpus composé des messages que les dirigeants adressent à leurs actionnaires.

3.1.1. *Mesure de l'excès de confiance*

« L'optimisme est une surestimation irréaliste concernant les événements futurs, non liée aux aptitudes personnelles, alors que l'excès de confiance traduit une surestimation de ces dernières... mais les deux termes sont fréquemment utilisés de façon interchangeable » (Bessière, 2007:43). Le challenge des recherches réalisées sous l'approche des dirigeants surconfiants est celui de l'identification d'une mesure pertinente et opérationnelle de l'optimisme et de la surconfiance. D'une part, sans une mesure empirique, il est difficile de distinguer l'approche des dirigeants surconfiants des problèmes traditionnels d'agence et d'asymétrie d'information puisque l'optimisme et l'excès de confiance sont susceptibles d'engendrer le surinvestissement, le sous-investissement ou encore une hiérarchisation des sources de financement. D'autre part, une telle mesure doit être antérieure et exogène à la décision afin de pouvoir déterminer le sens de causalité (Bessière, 2007). Deux approches différentes permettent de mesurer ce biais (Malmendier et Tate, 2005b) : la première approche dite externe consiste à analyser la perception et la description du dirigeant par des tiers tel que la presse financière par exemple. Il s'agit de collecter les représentations des articles de presse faites au sujet des dirigeants. Un dirigeant est classé surconfiant si les mots caractérisant la sont plus fréquents que les mots caractérisant un dirigeant sous-confiant (prudent, conservateur, non confiant, etc.). La seconde est une approche dite interne du biais, il s'agit des préférences révélées par le dirigeant lui-même à travers ses réponses à un questionnaire, l'exercice des stocks options, son degré de surexposition au risque idiosyncratique, ou encore à travers sa rémunération relative. Dans cet article, c'est la mesure interne qui a été retenue. Cette dernière consiste en une analyse de contenu -via *WordMapper*- des « Mots des présidents » ou « Messages des présidents » figurants le plus souvent en début des documents de référence. Notre objectif est donc de vérifier -par une approche hypothético déductive- si les dirigeants sont surconfiants lorsqu'ils décident de verser des dividendes à leurs actionnaires. L'analyse de contenu peut être définie comme « une technique de recherche servant à la description objective, systématique et quantitative du contenu manifeste des communications » (Berelson, 1952). Par opposition à une technique de recherche exploratoire conduite sans a priori, l'analyse de contenu consiste à confronter une ou plusieurs théories -représentées par un ensemble d'hypothèses ou de concepts mis en relation- au contenu d'un corpus dans le but de vérifier leur correspondance.

3.1.2. *Création de la grille d'analyse théorique*

La constitution de la grille d'analyse théorique à partir de l'approche des dirigeants surconfiants est l'étape majeure de l'analyse de contenu. Cette étape s'est faite en deux temps : i) nous avons approfondi l'application de l'approche des dirigeants surconfiants à la décision de distribution ; ii) nous avons ajusté cette grille de lecture théorique suite à une analyse lexicale de notre corpus. Dans un premier temps, nous avons construit « a priori » un dictionnaire théorique initial constitué des principaux mots ou termes clés se rapportant à l'approche des dirigeants surconfiants. La construction de ce dictionnaire théorique s'est faite sur la base de la littérature théorique, les trois principales hypothèses de l'approche des dirigeants surconfiants ont été approfondies. Ainsi, à la première hypothèse nous avons associé les mots clés suivants : confiance, optimisme, dividende, opportunités d'investissement, perspectives de croissance, projets d'investissement, flux de trésorerie, rentabilité, résultats, perspectives d'avenir, sous-évaluation. A ces mots nous ajoutons ceux marqueurs d'une intensité tel que : assez, plus de, très, trop, grand, beaucoup. Nous nous attendons à des associations lexicales fortes entre ces deux catégories de mots clés dans le

corpus étudié. A la seconde hypothèse, nous avons associé les mots : instabilité, probable, incertitude, option, estimation, hypothèse, évolution, changement, doute, susceptible, imprévisibilité, soupçon, mimétisme, tendance, mode, secteur d'activité, imitation. Enfin, à la troisième hypothèse, nous avons associés les mots : offre publique, offre publique de rachat ou d'échange, coût, long, décision, peu fréquent, peu commun, délai, effets, stock-options, rémunération, intéressement. Dans un deuxième temps, nous avons ajusté le dictionnaire théorique initial grâce à une analyse lexicale du corpus constitué. Cela nous a permis d'enrichir et d'ajuster les catégories de mots marquants la présence de notre cadre théorique dans le corpus retenu. Par ailleurs, pour chacune des trois hypothèses identifiées de l'approche des dirigeants surconfiants nous avons retenu vingt mots clés afin de ne pas biaiser les résultats¹.

3.2. Echantillon et préparation du corpus

3.2.1. Détermination de l'échantillon retenu

Le corpus choisit est composé des messages que les dirigeants du SBF250 ont adressé à leurs actionnaires entre 2005 et 2010. Ce choix s'explique par notre souhait de disposer d'un corpus suffisamment grand afin d'améliorer la validité interne de l'étude. Le choix de la fenêtre d'étude s'explique quant à lui par le souhait de tester l'hypothèse sur des données très récentes d'une part, et d'autre part, par la volonté de réaliser une comparaison des discours de dirigeants d'un point de vue de la surconfiance entre la période antérieure (2005 à 2007) et celle postérieure (2008 à 2010) à la crise financière déclenchée en 2008. Les rapports annuels ont été téléchargés à partir du site web de l'autorité des marchés financiers (AMF) rubrique « décisions et informations financières » ou à défaut directement à partir des sites web institutionnels des entreprises, dans la rubrique appelée souvent « relations investisseurs » ou « relations actionnaires ». Toutefois, nous n'avons pas pu exploiter l'ensemble des rapports annuels ciblés soit parce qu'il s'agit de documents très anciens, soit en raison de problèmes rencontrés lors de l'ouverture de certains fichiers PDF protégés contre la copie².

3.2.2. Préparation du corpus

La préparation du corpus pour le traitement statistique s'est faite en trois étapes. Dans la première étape les « Messages des présidents » ont été extraits à partir des rapports annuels et ont été enregistrés au fur et à mesure dans des fichiers individuels sous format texte. Dans la seconde étape, des cartouches ont été introduits -au début du texte- afin de rendre compte de certaines variables signalétiques (ou hors corpus) qui peuvent affiner l'analyse. Une seule variable hors corpus a été ajoutée, il s'agit de l'année à laquelle se rapporte le « message du président ». A titre d'exemple, le texte débutant par le cartouche suivant : [1 ; 2007] correspond à un message d'un président d'une société du SBF250 tiré du rapport annuel relatif à l'exercice 2007. Par ailleurs, six cartouches ont été introduits faisant référence aux différentes années de la période d'étude. Dans la troisième étape, les fichiers sources individuels ont été regroupés par année. Ces différents fichiers annuels ont été par la suite regroupés dans un seul fichier mère sous format texte et séparés par les cartouches afin de permettre le traitement statistique par *WordMapper*.

¹ La liste des 60 mots clés représentant l'approche des dirigeants surconfiants est disponible à la demande du lecteur.

² Le tableau présentant le corpus final retenu est disponible à la demande du lecteur.

Une fois préparé, le corpus a fait l'objet d'une analyse standard avec une prise en compte du dictionnaire des mots à ignorer et des mots équivalents. La création du dictionnaire des mots à ignorer³ permet d'affiner la recherche et d'améliorer les résultats en identifiant les mots qui n'apportent pas de sens à l'objectif de l'étude. Par ailleurs, sont exclus de l'analyse, les nombres et les chiffres. Ainsi, les mots pris en compte lors de l'analyse sont les mots clés introduits en fonction de l'objet de l'étude. Lorsque des mots équivalents existent, ils sont pris en compte par *WordMapper* comme s'il s'agissait d'un seul mot. En effet, grâce à la constitution manuelle d'un dictionnaire des mots équivalents, nous avons regroupé sous une même forme réduite, les mots ayant la même racine tout en les classant en fonction de leur effectif dans le corpus. A titre d'exemple, le mot clé réduit « incertitude » peut revêtir les formes : incertitudes, incertain, incertaine, etc.

4. Résultats de l'analyse de contenu

Les résultats de l'analyse de contenu sont présentés en quatre parties : i) calcul des occurrences théoriques, ii) mesure des intensités lexicales, iii) comparaison des discours des dirigeants pré et post-crise.

4.1. Résultats de l'analyse des occurrences théoriques

D'abord, les mots clés se rapportant à H1 apparaissent clairement et de manière très significative dans les messages que les présidents adressent à leurs actionnaires. La fréquence d'apparition de ces mots clés dépasse les 7 500 occurrences dans le corpus étudié (tableau 1). Parmi les 20 mots clés retenus dans l'analyse, les formes réduites des mots (activité, développement, résultat, fort, projet, acquisition) enregistrent les fréquences d'occurrences les plus significatives. Ensuite, les mots clés correspondant à H2 apparaissent moyennement soit environ 2 000 occurrences. Les formes réduites des mots (secteur d'activité, dynamique, évolution, risque, référence, tendance et conforme) sont les plus élevées. Cette présence des mots clés marque aussi bien l'incertitude que le mimétisme qui frappe les décisions managériales. Enfin, l'étude des fréquences d'apparition des mots clés faisant référence à H3 montre une faible présence des ces mots. En effet, seules les formes réduites des mots clés (coût, contrôle, responsabilité et participation) apparaissent dans les discours de façon plus fréquente mais pas assez significative. L'analyse montre donc la faiblesse relative des occurrences des mots clés associés à cette troisième hypothèse.

4.2. Résultats de l'analyse de l'intensité des associations lexicales

WordMapper permet l'extraction de la matrice des associations avec, en lignes et en colonnes, la même liste de mots clés. La lecture de cette matrice est faite en deux temps: d'abord, en ressortant les fréquences des associations lexicales entre les mots clés des trois hypothèses prises chacune à part (associations intra-individuelles), ensuite, en ressortant les fréquences des associations lexicales les plus significatives de l'ensemble des mots clés de la grille d'analyse entière (interindividuelles).

D'une part, l'étude des associations lexicales intra-individuelles des mots clés des trois hypothèses prises individuellement montre que : premièrement, pour les mots clés associés à H1 (tableau 2), les résultats permettent de constater l'existence de relations fortes et significatives entre ces mots. Les dirigeants utilisent ces mots non seulement de manière

³ Il s'agit des mots dont la fréquence d'apparition est inférieure à 4 et/ou le nombre de caractère est inférieur à 3.

fréquente mais aussi de façon simultanée, confirmant ainsi la forte corrélation entre les mots clés retenus et validant de ce fait la fiabilité de cette première partie⁴ de notre grille d'analyse. Un mot clé est associé en moyenne environ 51 fois à un ou plusieurs mots clés de la grille d'analyse relative à H1. Deuxièmement, en ce qui concerne les degrés d'associations lexicales entre les mots clés retenus associés à H2 (tableau 2) et à H3⁵, l'analyse montre que ces associations existent mais sans être significatives. Les fréquences des associations lexicales sont beaucoup moindres par rapport à celles reliant les mots clés relatives à H1 puisqu'un quelconque mot clé appartenant respectivement à la seconde et à la troisième hypothèse est utilisé conjointement en moyenne avec un ou plusieurs mots clés de la grille d'analyse correspondante environ 2 fois pour H2 (1 fois pour H3). Cette faiblesse des associations lexicales entre les mots clés composant H2 et H3 peut s'expliquer -du moins en partie- par la faible fréquence des mots clés de la troisième hypothèse.

4.3. Résultats de l'analyse du dictionnaire théorique et crise financière

Nous avons souhaité approfondir l'analyse de la grille théorique retenue en s'intéressant et en comparant la fréquence d'apparition des mots clés composant la grille de l'approche des dirigeants surconfiants sur la période antérieure à la crise financière (soit 2005, 2006 et 2007) avec la fréquence d'occurrence des mêmes mots sur la période postérieure au déclenchement de la crise (soit 2008, 2009 et 2010). Nous avons aussi comparé les fréquences d'occurrences du pronom personnel « je » et de la forme réduite du mot « confiant » entre les deux périodes pré et post-crise. Les principaux résultats sont les suivants (tableau 4) : d'abord, le vocabulaire témoignant de l'incertitude (H2) des dirigeants est plus présent sur la période suivant la crise de 2008. En effet, à partir de 2008, les dirigeants utilisent en moyenne 4 fois des mots faisant référence à l'incertitude dans leurs discours adressés aux actionnaires. Par ailleurs, il faut noter qu'avec la persistance de la crise dans le temps, les dirigeants sont de moins en moins surconfiants. En 2010, les occurrences relatives aux mots clés de la grille d'analyse globale sont moindres par rapport à celles enregistrées en début de crise. En moyenne, en début de crise (2008) les dirigeants utilisent presque 24 mots clés témoignant de leur surconfiance dans les discours prononcés devant leurs actionnaires contre seulement 18 mots enregistrés dans les messages adressés au titre de l'exercice 2010. Ensuite, la fréquence d'occurrence du pronom personnel « je » -dont l'usage par les dirigeants peut être un indicateur d'un excès de confiance- a progressé entre la période antérieure et celle qui a suivi le déclenchement de la crise passant respectivement de 135 à 227 occurrences. Enfin, la fréquence d'occurrence de la forme réduite du mot « confiant » a enregistré aussi une augmentation durant la période de crise passant de 125 à 196 occurrences. Ces remarques sur l'utilisation du pronom personnel « je » et de la forme réduite du mot « confiant » confirment l'idée selon laquelle, lorsque les dirigeants doivent prendre des décisions dans un environnement incertain, ils essaient de montrer leur confiance et leur optimisme ce qui est susceptible de les amener à surévaluer leurs capacités personnelles et à surestimer les perspectives des événements futurs.

⁴ Dans le sens où notre grille d'analyse est composée de trois parties : la première est composée de 20 mots clés associés à H1, la deuxième et la troisième parties sont composées respectivement de 20 mots clés associés à H2 et 20 mots clés associés à H3.

⁵ Le tableau présentant l'intensité des associations lexicales entre les mots clés de H3 est disponible à la demande du lecteur.

5. Discussions des résultats

Notre principale conclusion est que les biais d'excès de confiance et d'optimisme affectent la décision de dividendes des managers du SBF250 puisque leurs discours sont chargés de mots caractérisant l'approche des dirigeants surconfiants. Ce papier a permis aussi de mettre en évidence « un effet crise » dans le sens où les dirigeants ont eu des discours dans lesquels les mots faisant référence à l'incertitude et à la surconfiance sont plus présents depuis le déclenchement de la crise financière de 2008. Etant donné qu'il s'agit du premier article à étudier la question de la distribution de dividendes en France sous l'approche des dirigeants confiants, il n'est pas évident de discuter les résultats obtenus. Néanmoins, nous pouvons discuter certains de nos résultats non significatifs. En effet, le calcul des occurrences théoriques de la grille d'analyse retenue a permis de montrer la présence non significative des mots clés se rapportant à H3. Ce résultat s'explique par le fait que cette hypothèse est difficilement testable car il est difficile de retrouver dans les mots des présidents, des traces portant les preuves de la faiblesse des mécanismes d'incitations et de contrôle ainsi que de leur manque de discipline. De même, il n'est pas évident de repérer dans le discours des dirigeants la présence ou l'absence d'éléments témoignant de la faiblesse des freins à l'encontre de leur éventuel comportement irrationnel. L'utilisation du corpus composé des messages des présidents pour mesurer et opérationnaliser le test des principaux biais managériaux sur des données très récentes, représente une innovation majeure dans cet article. Par ce choix, nous avons souhaité éviter les limites de certaines mesures notamment, celles rencontrées en cas d'utilisation des articles de presse, étant donné que ces derniers décrivent le dirigeant non pas tel qu'il est mais tel qu'il est perçu et que cette mesure subit un certain mimétisme dans les descriptions journalistiques (Bessière, 2007). En outre, l'utilisation d'une analyse de contenu avec un modèle enrichi via une analyse lexicale a permis de montrer la complémentarité de ces deux méthodes d'analyses de données textuelles et de justifier le manque de pertinence de vouloir les opposer. Ces deux méthodes seront sans doute utilisées dans de nouveaux travaux en utilisant un corpus plus large qui prendra en compte les mots des présidents figurants dans les lettres aux actionnaires. Ces dernières font partie de la communication volontaire et n'obéissent pas à une obligation d'information, ce qui rend leur exploitation pertinente.

6. Conclusions

Dans cet article nous avons testé l'impact de l'imperfection comportementale des dirigeants du SBF250 sur leur comportement de distribution de dividendes. Après avoir construit un corpus composé des mots des présidents adressés aux actionnaires des plus grandes entreprises cotées en France entre 2005 et 2010, nous avons réalisé une analyse de contenu avec un modèle enrichi à travers une analyse lexicale. Les résultats de l'analyse des occurrences théoriques montrent une présence plus ou moins significative des principaux biais managériaux et que ces biais affectent la décision de distribution. Les résultats de l'analyse des associations lexicales montrent l'existence de relations plus au moins significatives qui existent entre les différents mots clés de l'approche des dirigeants surconfiants puisqu'en moyenne un mot clé de la grille d'analyse théorique est associé environ 10 fois à un et/ou plusieurs autres mots clés de la grille. L'analyse de contenu a décelé aussi un « effet crise » puisque le vocabulaire témoignant de l'incertitude et de la surconfiance des dirigeants est plus présent sur la période qui a suivi le déclenchement de la crise en 2008. L'ensemble de ces résultats sont en harmonie avec les prédictions de

l'approche des dirigeants surconfiants qui montrent que les biais d'optimisme et d'excès de confiance peuvent conduire à des décisions financière sous-optimales.

Références

- Allen F. et Michaely, R. (2003). Payout policy, in *Handbook of the Economics of Finance* 1: 337-429.
- Baker M. P. et Wurgler J. (2013). Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey, in *Handbook of the Economics of Finance: Volume 2*, Constantinides, G./Harris, M./Stulz, R. Eds.
- Bessière V. (2007). Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse, *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 10(1): 39-66.
- Berelson B. (1952). *Content analysis in communication research*, New York, NY, US: Free Press, 220 pp.
- Black F. (1976). The Dividend Puzzle, *The Journal of Portfolio Management*, 2(2): 5-8.
- Bouwman C. H. S. (2009). Managerial Optimism and the Market Reaction to Dividend Changes, Working paper.
- Cordeiro L. (2009). Managerial Overconfidence and Dividend Policy, Working paper n° 1343805
- Desmarais C. et Moscarola J. (2004). Analyse de contenu et analyse lexicale, le cas d'une étude en management public, *Lexicometrica*, Actes du colloque "L'analyse de données textuelles : De l'enquête aux corpus littéraires", Numéro spécial.
- Deshmukh S., Goel M. et Howe M. (2009). CEO overconfidence and dividend policy, Working Paper, Federal Reserve Bank of Chicago, No.2009-06.
- Gervais S., Heaton J.B. et Odean T. (2003). Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options, Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper No. 15-02, July 24.
- Hayward M. et Hambrick D. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris, *Administrative Science Quarterly*, 42(1).
- Hackbarth D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions, *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(4): 843-882.
- Heaton J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, pp.33-45.
- Lintner J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *The American Economic Review*, 46(2): 97-113.
- Malmendier U. et Tate G. (2003). Who Makes Acquisition? A Test of the Overconfidence Hypothesis, Working Paper, Stanford University.
- Malmendier U. et Tate G. (2005a). CEO overconfidence and corporate investment, *The Journal of Finance*, 60(6): 2661-2700.
- Malmendier U. et Tate G. (2005b). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited, *European Financial Management*, 11(5): 649-659.
- Malmendier U., G. Tate et al. (2007). «Corporate financial policies with overconfident managers», Working Paper 13570, Stanford University.
- Miller M. H. et Modigliani F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *The Journal of Business*, 34(4): 411-433.
- Roll R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of business*, 59(2): 197.
- Shefrin H. (2001). Behavioral corporate finance, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 3, Fall 2001.

Annexes

Formes réduites des mots clés relatives à H1	Nombre d'occurrences	Formes réduites des mots clés relatives à H2	Nombre d'occurrences	Formes réduites des mots clés relatives à H3	Nombre d'occurrences
Acquisition	336	Incertitude	74	Rachat	33
Actif	247	Attente	85	Compensation	28
Activité	1026	Inquiétude	6	Contrôle	110
Croissance	217	Probable	4	Coût	242
Développement	1095	Possible	45	Délai	11
Flux de trésorerie	196	Option	7	Fusion	12
Investissement	482	Estimation	17	Fréquence	5
Opportunité	186	Evolution	286	Horizon	53
Performance	462	Changement	112	Indexation	4
Perspective	168	Doute	31	Incitation	9
Profit	73	Risque	143	Intéressement	4
Projet	342	Dynamique	250	Réputation	13
Rendement	40	Hasard	8	responsabilité	95
Rentabilité	341	Hypothèse	7	Réorganisation	44
Résultat	958	Mutation	40	Participation	93
Fort	644	Conforme	66	Prime	11
Meilleur	220	Référence	87	Rapprochement	45
Bonne	295	Tendance	66	Redressement	40
Extrêmement	44	Mode	41	Rémunération	21
Grand	294	Secteur	389	Restructuration	63
Total H1	7666	Total H2	1764	Total H3	936

Tableau 1. Analyse des occurrences théoriques

Les hypothèses font référence à la surestimation de la valeur de l'entreprise et de ses opportunités d'investissement pour H1, à l'incertitude qui renforce l'excès de confiance et conduit au mimétisme pour H2 et à la faiblesse des freins aux comportements irrationnels des managers pour H3. Une forme réduite englobe les différentes formes que peut revêtir un mot clé de la grille d'analyse.

Formes réduites des mots clés	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Acquisition (1)	-	31	103	20	25	179	105	1	51	13	37	14	24	25	9	10	27	7	24	50
Actif (2)	31	-	59	28	23	61	52	3	36	8	43	4	14	19	7	3	19	14	19	63
Activité (3)	103	59	-	89	39	435	280	13	195	71	100	44	34	125	43	26	86	5	121	293
Bon (4)	20	28	89	-	26	112	53	0	56	11	27	13	13	92	19	3	16	5	36	175
Cash (5)	25	23	39	26	-	74	42	2	35	11	36	5	6	23	4	11	5	8	29	68
Croissance (6)	179	61	435	112	74	-	432	19	329	106	136	54	93	203	76	50	124	10	243	405
Développer (7)	105	52	280	53	42	432	-	17	193	84	158	54	61	107	47	16	144	10	99	131
Extrême (8)	1	3	13	0	2	19	17	-	13	4	1	0	2	10	3	0	0	1	3	11
Fort (9)	51	36	195	56	35	329	193	13	-	47	73	28	19	64	34	13	42	7	74	167

Grand (10)	13	8	71	11	11	106	84	4	47	-	25	10	17	28	5	3	53	5	12	28
Investir (11)	37	43	100	27	36	136	158	1	73	25	-	27	24	51	21	11	50	3	40	85
Meilleur (12)	14	4	44	13	5	54	54	0	28	10	27	-	10	34	12	7	10	4	24	55
Opportunité (13)	24	14	34	13	6	93	61	2	19	17	24	10	-	14	5	2	12	7	13	15
Performance (14)	25	19	125	92	23	203	107	10	64	28	51	34	14	-	17	7	21	4	41	208
Perspective (15)	9	7	43	19	4	76	47	3	34	5	21	12	5	17	-	4	17	1	20	40
Profitabilité (16)	10	3	26	3	11	50	16	0	13	3	11	7	2	7	4	-	9	0	12	23
Projet (17)	27	19	86	16	5	124	144	0	42	53	50	10	12	21	17	9	-	2	29	35
Rendement (18)	7	14	5	5	8	10	10	1	7	5	3	4	7	4	1	0	3	-	1	9
Rentabilité (19)	24	19	121	36	29	243	99	3	74	12	40	24	13	41	20	12	29	1	-	135
Résultat (20)	50	63	293	175	68	405	131	11	167	28	85	55	15	208	40	23	35	9	135	-
Total	755	506	2161	794	472	3141	2085	103	1476	541	948	409	385	1093	384	210	702	104	975	1996
Moyenne	40	27	114	42	25	165	110	5	78	28	50	22	20	58	20	11	37	5	51	106

Tableau 2 : analyse de l'intensité des associations lexicales H1

L'hypothèse H1 fait référence à la surestimation de la valeur de l'entreprise et de ses opportunités d'investissement. Une forme réduite englobe les différentes formes que peut revêtir un mot clé de la grille d'analyse.

Formes réduites des mots clés	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Attente (1)	-	2	7	1	13	0	6	0	1	2	0	2	0	0	0	1	2	3	2	2
Changement (2)	2	-	1	0	4	0	18	0	0	0	0	2	3	1	1	1	0	1	10	6
Conforme (3)	7	1	-	0	6	0	7	0	0	4	0	0	0	0	0	0	0	2	8	1
Doute (4)	1	0	0	-	1	0	1	0	0	1	2	0	0	0	0	0	0	0	3	2
Dynamique (5)	13	4	6	1	-	0	6	0	0	5	0	2	2	0	0	0	3	5	29	7
Estimation (6)	0	0	0	0	0	-	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	0
Evolution (7)	6	18	7	1	6	2	-	0	1	9	1	4	7	0	1	1	2	12	30	10
Hasard (8)	0	0	0	0	0	0	0	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
Hypothèse (9)	1	0	0	0	0	0	1	0	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Incertain (10)	2	0	4	1	5	0	9	0	0	-	1	0	1	0	1	0	0	8	11	2
Inquiétude (11)	0	0	0	2	0	0	1	0	0	1	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mode (12)	0	2	0	0	2	0	4	0	0	0	0	-	0	0	0	0	2	0	3	3
Mutation (13)	0	3	0	0	2	0	7	0	0	1	0	0	-	0	0	0	0	0	12	1
Option (14)	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	0	0	1	0	0	0
Possibilité (15)	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	-	0	1	2	1	0
Probabilité (16)	1	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	-	0	0	0	1
Référence (17)	2	0	0	0	3	0	2	0	0	0	0	2	0	1	1	0	-	2	9	1
Risque (18)	3	1	1	0	5	1	12	0	0	8	0	0	0	0	2	0	2	-	24	1
Secteur (19)	2	10	10	3	29	2	30	2	1	11	0	3	12	0	1	0	9	24	-	11
Tendance (20)	2	6	6	2	7	0	10	2	1	2	0	3	1	0	0	1	1	1	11	-
Total	44	50	36	11	83	5	118	4	4	45	4	18	26	2	7	4	23	61	158	51
Moyenne	2	3	2	1	4	0	6	0	0	2	0	1	1	0	0	0	1	3	8	3

Tableau 3. Analyse de l'intensité des associations lexicales H2

L'hypothèse H2 fait référence à l'incertitude qui renforce l'excès de confiance et conduit au mimétisme. Une forme réduite englobe les différentes formes que peut revêtir un mot clé de la grille d'analyse.

Eléments	Fréquence totale des formes réduites des mots clés de la grille d'analyse globale	Fréquence totale des formes réduites des mots clés de la grille d'analyse centrée sur H2	Nombre des « mots des présidents » exploités
2005	2163	328	87
2006	1440	211	64
2007	1297	228	56
Total période précédant la crise	4900	767	207
2008	2257	439	95
2009	2047	382	90
2010	1162	176	65
Total période suivant la crise	5466	997	250
Total sur toute la période	10366	1764	457

Tableau 4. Analyse de l'effet crise

L'hypothèse H2 fait référence à l'incertitude qui renforce l'excès de confiance et conduit au mimétisme. Une forme réduite englobe les différentes formes que peut revêtir un mot clé de la grille d'analyse.