

Marchés financiers et court-termisme

Par **Christophe MOUSSU**
ESCP Europe, LabEx ReFi

Le débat sur le court-termisme induit par les marchés financiers est devenu extrêmement virulent. L'utilité des marchés financiers est questionnée ainsi que l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Après avoir rappelé les bénéfices induits par les marchés financiers pour l'investissement des entreprises, l'article discute comment ils peuvent induire des problèmes de gouvernance, en particulier du court-termisme. De nombreuses preuves empiriques de celui-ci existent. Les cibles de résultat, le niveau de couverture des entreprises par les analystes financiers, l'horizon des investisseurs, la nature des seuils de déclenchement de la rémunération incitative des dirigeants sont des facteurs déterminants du court-termisme. Les implications de celui-ci en matière d'innovation, d'investissement et d'emploi sont significatives. Une bonne éducation en finance et des rémunérations mieux calibrées permettraient vraisemblablement d'en limiter la portée.

Introduction

La question de savoir si le marché induit du court-termisme n'est pas nouvelle. Il y a trente ans déjà, certains dirigeants d'entreprise discutaient de la pression que les marchés financiers exerçaient sur leur prise de décision, en France en particulier. Le débat est devenu particulièrement virulent aux États-Unis, où une grande partie de la classe politique, de nombreux académiques, dirigeants d'entreprise, juges, avocats, consultants, mais aussi certains investisseurs institutionnels font bloc pour lutter contre le court-termisme induit par la pression des marchés financiers. Cette pression serait responsable de tous les maux : sous-investissement, déclin social, montée des inégalités et même changement climatique. L'utilité des marchés financiers est questionnée et l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale remis en cause. Un des signes du court-termisme est la montée des rachats d'actions, qui enrichiraient à court terme les actionnaires et nuiraient à l'investissement de long terme, à l'innovation et aux salariés.

Le débat sur le court-termisme a donc pris une ampleur particulière et est sujet à controverses. Il apparaît donc important de revenir brièvement sur la raison d'être des marchés financiers et de présenter leurs effets réels sur l'économie et sur les entreprises. À quoi servent les marchés financiers ? Qu'est-ce que le court-termisme ? Quelles sont les canaux et les preuves de l'existence d'un court-termisme ? Peut-on estimer la portée macroéconomique du phénomène ? Quelles sont les origines et les voies de sortie du court-termisme ?

Face à l'ampleur du champ couvert, cet article ne saurait être exhaustif ; il vise simplement à rappeler certains faits établis et à partager quelques convictions et interrogations.

Rôle des marchés financiers et problèmes induits de gouvernance

Rôle des marchés financiers

L'objectif des marchés de capitaux est d'orienter l'épargne vers les opportunités d'investissement créatrices de richesse pour les investisseurs et *in fine* pour la société.

Les marchés financiers permettent aux investisseurs de diversifier leurs risques et d'avoir de la liquidité. Cela abaisse les rentabilités exigées par les investisseurs et, par conséquent, le coût du financement des entreprises, renforçant de fait leur potentiel d'investissement⁽¹⁾.

La formation des prix sur les marchés financiers permet aussi de générer de l'information pour les dirigeants. Si ces derniers détiennent de l'information interne, le marché agrège les anticipations d'investisseurs qui peuvent collectivement générer de l'information utile à la prise de décision.

Comme la valeur de marché repose sur les anticipations de flux de liquidités futurs, elle fournit une mesure par anticipation de la performance, qui permet d'évaluer les

(1) Certaines opportunités d'investissement non rentables le deviennent en effet lorsque le taux de rentabilité exigé baisse, dans certains cas de moitié.

choix faits par les dirigeants. L'ancrage d'une partie de la rémunération des dirigeants sur la valeur discipline leur action et les pousse à saisir des opportunités d'investissement plutôt que de maximiser la performance courante.

En diminuant le coût du capital, en offrant de l'information et en prenant en compte la croissance future des flux, les marchés financiers devraient conduire à des niveaux d'investissement plus élevés et à une gestion plus efficace des entreprises. Le revers de la médaille est que la diversification, la liquidité et la production d'informations peuvent aussi être porteuses de faiblesses en matière de gouvernance pour les entreprises.

Diversification versus contrôle

Il existe un antagonisme entre le besoin de diversification et celui de contrôle. En effet, plus les investisseurs détiennent des portefeuilles diversifiés, moins leur niveau de contrôle dans les entreprises est important. Cela induit un relâchement de la discipline des dirigeants qui peuvent chercher à poursuivre leurs propres intérêts et non ceux des actionnaires dans une perspective d'agence classique (Jensen et Meckling, 1976). Dans une perspective différente, la diversification induit aussi une perte d'engagement des actionnaires en termes d'apports cognitifs aux dirigeants⁽²⁾. La rémunération incitative fondée sur le cours des actions apparaît comme un moyen de réaligner les intérêts des dirigeants sur celui des actionnaires, en réglant le problème de discipline, pas celui de l'apport de connaissances. La puissance de certains fonds institutionnels permet à la fois la détention de blocs d'actions significatifs dans les entreprises et d'exploiter les possibilités de diversification. Cette évolution récente atténuée ainsi le problème de l'arbitrage entre diversification et contrôle⁽³⁾.

Valeur de long terme et court-termisme

Une condition pour avoir de la liquidité sur un titre est d'avoir un volume de transactions important et, par conséquent, d'avoir au capital des investisseurs de court terme et de très court terme. Ces investisseurs ne sont pas intéressés par des investissements de l'entreprise qui affecteraient la valeur des titres au-delà de leur horizon prévu de détention. Le renoncement à des investissements de long terme pour maximiser les profits courants est la forme première de court-termisme. Pour certains investissements, intangibles en particulier, il est possible que la création de valeur se diffuse progressivement dans la valeur des actions. Par exemple, Edmans (2012) montre que la satisfaction des salariés induit de la surperformance pour les actionnaires. Cela indique qu'il n'y a pas opposition entre valeur actionnariale et valeur pour les salariés, ce qui est une bonne nouvelle. Une lecture différente du résultat est que la satisfaction des salariés est un actif in-

tangible qui n'est pas valorisé *ex ante* dans la valeur des actions. Une tension est alors susceptible d'exister entre le besoin pour une entreprise d'avoir des investisseurs à court terme dans son capital pour générer de la liquidité et le sous-investissement qui pourrait en résulter⁽⁴⁾.

Dans cette perspective, on peut distinguer la valeur de court terme des actions et leur valeur de long terme. La valeur de long terme prend en compte les investissements dont la valeur n'est pas anticipée au moment de leur réalisation. Il va de soi qu'ancrer la rémunération des dirigeants sur la valeur des actions peut exacerber le court-termisme, si le prix de l'action valorise mal les investissements de long terme. En fait, même dans le cas où ils sont bien valorisés, une représentation incorrecte de la formation de la valeur par les dirigeants et certains acteurs de marché peut conduire à du court-termisme. En particulier, toute la production d'informations financières à court terme dont le marché s'alimente (prévisions et cibles de bénéfices), qui conditionnent souvent l'octroi des rémunérations incitatives des dirigeants, peut parfaitement être à l'origine des biais court-termistes.

Valeur actionnariale, valeur partenariale, externalités et court-termisme

Une autre forme de court-termisme est de ne pas entreprendre des actions génératrices de valeur partenariale, c'est-à-dire de valeur pour l'ensemble des partenaires financiers et non financiers de l'entreprise⁽⁵⁾. L'absence de prise en compte des externalités qu'une entreprise fait porter sur la société, par exemple la dégradation de l'environnement, peut enfin être considérée comme du court-termisme.

À titre d'exemple, les investissements dans la santé au travail sont des investissements intangibles, dont les bénéfices se font sentir quelques années après la mise en œuvre d'un programme de santé. Les programmes sont inducteurs d'un absentéisme et d'un *turnover* plus faibles, d'une productivité accrue des salariés et de coûts d'assurance santé réduits (Moussu et Ohana, 2016). Leur rentabilité est très élevée et ils constituent ainsi des investissements qui alignent les intérêts des actionnaires, des salariés et de la société. Ne pas investir dans ces programmes représente du court-termisme au sens de la valeur actionnariale, de la valeur partenariale, mais aussi de la prise en compte des externalités.

En général, il est clair que des produits de qualité, de bonnes conditions de travail, des relations spécifiques de long terme avec des fournisseurs... induisent des gains de valeur pour les actionnaires. La création de valeur actionnariale de long terme et la création de valeur pour les partenaires non financiers sont alignées, en général. De manière intéressante, il est également prouvé que des

(2) Pour un article séminal sur les apports cognitifs des actionnaires, voir l'article de CHARREAUX (2002).

(3) Une présence importante d'un même fonds institutionnel dans une grande majorité d'entreprises peut poser d'autres problèmes, notamment celui d'induire de la distorsion de concurrence au sein de certains secteurs.

(4) De manière cohérente avec cette hypothèse, Garel et Petit-Romec (2018) montrent que la satisfaction des salariés est reliée positivement à la durée moyenne de détention des titres par les investisseurs institutionnels de l'entreprise.

(5) Voir Charreaux et Desbrières (2000) pour un article séminal donnant une définition de la valeur partenariale.

comportements plus respectueux de l'environnement se traduisent par un coût du capital plus faible (Chava, 2014), et donc par une valorisation plus importante des actions. Il apparaît donc réducteur d'opposer valeur actionnariale et valeur partenariale, et de supposer que les externalités ne soient pas, au moins partiellement, répercutées sur la valeur de l'entreprise et donc sur les actionnaires.

Que l'on considère des investissements corporels ou intangibles, les relations avec les partenaires non financiers ou les externalités, le problème du court-termisme est donc bien celui de la tension qu'il peut y avoir entre la maximisation d'indicateurs de performance à court terme et la maximisation de la valeur de long terme de l'entreprise et des actions. Comme discuté précédemment, cette tension peut être réelle, exercée par des investisseurs de court terme qui ont un objectif de maximisation de valeur à court terme. Elle peut aussi être associée à la représentation court-termiste que certains dirigeants et acteurs de marché se font de la formation de la valeur. Les incitations monétaires pourraient permettre de corriger ce biais, sous réserve d'être bien calibrée. L'objectif du chapitre suivant vise justement à présenter les preuves de l'existence de ce court-termisme et de ses canaux.

Effets réels des marchés financiers

Marchés financiers, croissance et investissement

Un champ de recherche entier documente l'effet des marchés financiers sur la croissance. Dans un travail pionnier, King et Levine (1993) montrent que le niveau de développement du système financier a un impact positif sur la croissance future de long terme des pays. De même, Rajan et Zingales (1998) révèlent que les secteurs ayant davantage besoin de financement externe se développent d'autant plus vite que le système financier est développé. De manière complémentaire, Beck et Levine (2002) documentent que le niveau de croissance des industries qui dépendent du financement externe est indépendant de l'orientation du système financier, qu'il soit fondé sur du financement de marché ou sur du financement bancaire. C'est le niveau de développement du système financier et la qualité du système légal qui importent.

Des travaux récents se focalisant sur les marchés des actions suggèrent l'existence de pressions court-termistes exercées sur ceux-ci. Premièrement, Asker, Farre-Mensa et Ljungqvist (2015) montrent que les entreprises cotées investissent moins que les entreprises non cotées, alors même que les premières ont un coût du financement plus faible, ce qui devrait induire l'effet opposé⁽⁶⁾. Deuxièmement, Bernstein (2015) documente que l'introduction en bourse d'entreprises innovantes sur le NASDAQ induit une baisse de la qualité des innovations menées en interne et une fuite des talents, les entreprises recourant à des acquisitions externes pour continuer à innover.

(6) Des tests préliminaires révèlent des effets similaires sur un échantillon constitué d'entreprises européennes. Voir la thèse de Master de Madalena Da Costa Dias Caetano, ESCP Europe, juin 2016.

Effets réels des analystes financiers

Les analystes financiers sont des acteurs importants des marchés financiers qui ont vocation à construire et à disséminer de l'information indispensable à l'évaluation des actifs. En particulier, ils formulent des prévisions de bénéfices par action (BPA) qui sont agrégées dans un consensus de prévisions, qui devient une cible de résultat. Un certain nombre de travaux s'intéressent à l'impact sur les décisions réelles des entreprises du niveau de couverture de celles-ci par les analystes financiers. Le nombre d'analystes financiers suivant une entreprise a un impact positif sur les investissements en actifs corporels de celle-ci (Derrien et Kecskés, 2013) et tend à en limiter les comportements irresponsables (Jo et Harjoto, 2014). En revanche, une couverture plus forte induit un niveau plus faible d'innovation (He et Tian, 2013) et réduit la probabilité d'initier des programmes de santé au travail (Moussu, Ohana et Petit-Romec, 2018).

L'effet réel des analystes financiers sur les entreprises est donc ambigu. Le fait que les investissements intangibles (innovation, investissements dans la santé) diminuent avec le nombre d'analystes financiers suggère l'existence de comportements court-termistes associés à leur présence. Des résultats complémentaires révèlent que l'impact négatif des analystes est d'autant plus prononcé que les entreprises sont près de leur cible de résultat et que l'actionnariat est de court terme.

Effets réels des investisseurs de court terme

De manière cohérente avec le point précédent, Fan, Tian et Tice (2017) examinent l'impact des chocs de liquidité. Ils observent une diminution de l'innovation lorsque la liquidité augmente, qu'ils attribuent à l'arrivée d'investisseurs de court terme. De même, Cremers, Pareek et Sautner (2017) montrent qu'un afflux d'investisseurs institutionnels de court terme induit une baisse de la R&D en vue de gonfler les résultats et de générer des surprises positives, ce qui permet de booster la valeur des titres à court terme. La présence d'investisseurs institutionnels est toutefois bénéfique tant pour la quantité que pour la qualité des investissements en R&D des entreprises (Aghion, Van Reenen et Zingales, 2013).

Le rôle des mesures de performance de court terme, des rachats d'actions et de la rémunération incitative

Les marchés financiers ont besoin d'être alimentés en mesures. Parmi celles-ci, le BPA est une métrique omniprésente qui doit néanmoins être utilisée avec beaucoup de précaution lorsqu'il s'agit de faire des inférences sur la valeur. Ainsi, renoncer à un investissement intangible peut gonfler le BPA, mais nuire à la croissance future et conduire à une destruction de richesse. De même, un rachat d'actions gonfle le BPA, mais détruit de la richesse s'il conduit à renoncer à des investissements rentables.

Force est de constater que les cibles de bénéfices par action induisent des effets pervers. Près de la moitié des dirigeants interrogés déclarent préférer couper un investissement rentable que de rater la cible de résultats des analystes (Graham, Harvey et Rajgopal, 2005). Terry

(2017) documente empiriquement que les dirigeants d'entreprises cotées déploient des efforts pour battre ou être dans le consensus de BPA, en particulier en coupant l'investissement en R&D.

En ce qui concerne les rachats d'actions, Almeida, Fos et Kronlund (2016) évaluent à 37 % du montant total les rachats d'actions effectués par des entreprises qui se situent juste en dessous d'une surprise positive de résultats (avant rachat). Ces rachats d'actions sont destinés à battre le consensus de résultats, avec des effets réels négatifs sur l'investissement et l'emploi dans l'année qui suit le rachat. L'effet sur la R&D existe également, mais celui-ci semble transitoire.

La rémunération incitative des dirigeants est conditionnée à l'atteinte de seuils de performance, définis par un niveau de BPA dans presque la moitié des plans (Bennett *et al.*, 2016). Si la rémunération procure des incitations, l'existence de seuils peut générer des effets pervers. Bennett *et al.* (2016) démontrent que les cibles de BPA dans les rémunérations découragent la R&D et encouragent la « manipulation » comptable. De tels comportements sont aussi observables lorsque les plans de rémunération incitatifs des dirigeants arrivent à échéance. Les dirigeants ont alors tendance à couper les investissements et à agir sur la communication financière pour générer des anticipations positives de résultats (Edmans, Fang et Lewellen, 2017).

Effets réels de l'endettement

Une manière d'accroître les BPA est d'augmenter le niveau d'endettement par un rachat d'actions financé par une émission de dette. Cette pratique a été largement adoptée depuis dix ans, étant souvent justifiée par le coût extrêmement bas de l'endettement. Or, il est prouvé depuis longtemps que le niveau d'endettement des entreprises cotées a un impact négatif sur l'investissement et la croissance de l'emploi. Cet effet réel négatif de la dette tend toutefois à être interprété de manière positive dans une perspective disciplinaire (Jensen, 1986) : la dette empêche les mauvais investissements par extraction du *free cash-flow* au sens de Jensen, c'est-à-dire le *cash-flow* disponible après financement des opportunités d'investissement rentables.

Cette vision très mécanique suppose que l'on puisse identifier les opportunités d'investissement d'une entreprise. Or, celles-ci sont issues d'un processus où les talents cognitifs, les efforts et le capital organisationnel sont importants (Moussu, 2000). La pression perçue peut discipliner des mauvais comportements, mais peut également diminuer les capacités cognitives et le capital organisationnel. La vision très répandue selon laquelle la dette induit une pression efficace sur l'investissement est remise en cause par Moussu et Ohana (2016). S'intéressant aux investissements dans la santé au travail, documentés comme très rentables pour les actionnaires, ils montrent que la dette a un impact négatif important sur la probabilité que les entreprises les initient. La hausse observée depuis dix ans de l'endettement des entreprises, en France en particulier, est à ce titre à surveiller de près, surtout lorsqu'elle est induite par des volontés de maximiser des indicateurs de court terme.

La portée macroéconomique du court-termisme

Les résultats précédents mettent en évidence l'existence de plusieurs canaux associés à la cotation sur un marché financier induisant du court-termisme. Un courant de recherche récent, initié par des professeurs de droit américains, cherche toutefois à relativiser la portée de ces résultats.

Ainsi, Fried et Wang (2018) argumentent que si les entreprises du SP 500 ont redistribué 7 trillions à leurs actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions sur la période 2007-2016, soit 96 % de leurs résultats nets, sur l'ensemble des entreprises cotées, la distribution nette des émissions de titres ne représente que 41 % des résultats nets cumulés. De plus, l'accroissement du *cash* au bilan des entreprises et la croissance observée des investissements en R&D conduisent les auteurs à rejeter l'idée que le court-termisme a privé les entreprises du capital requis pour investir. Roe (2019) adopte une position similaire et considère que la rhétorique du court-termisme se répand rapidement pour des raisons psychologiques et comportementales, plus qu'elle ne repose sur des preuves empiriques claires. Roe (2018) oppose aux analyses microéconomiques précédentes une vision systémique dans laquelle les relais de financement du capital-risque et du *private equity* sont fondamentaux pour financer l'innovation qui continue à être très forte aux États-Unis.

Ces travaux sont très utiles au débat par l'approche macroéconomique qu'ils proposent, mais ne doivent pas occulter l'existence de problèmes de gouvernance induits par les marchés financiers. Terry (2017) est, à ma connaissance, la seule contribution qui propose une estimation macroéconomique de l'impact du court-termisme. S'intéressant à la volatilité plus grande de la R&D aux chocs que ce dernier entraîne, il évalue l'effet à presque 0,5 % de réduction de la consommation (en considérant, toutefois, que toutes les entreprises, cotées et non, sont soumises à la même pression). Par comparaison, les estimations pour le cycle d'affaires sont de l'ordre de 0,1-1,8 % et les bénéfices du commerce international de 2-2,5 %. Les effets sont donc significatifs.

Conclusion

La volonté d'aligner les intérêts des dirigeants d'entreprise sur la valeur actionnariale a conduit à une financiarisation des entreprises. En particulier, la rémunération incitative s'est considérablement développée. Une conséquence de cette financiarisation est la montée du court-termisme. De nombreuses études mettent en évidence l'existence de biais court-termistes qui interpellent.

Ce qui est souvent en jeu dans le court-termisme, ce sont des incitations mal calibrées et, qui plus est, doublées de fausses croyances. Comme pour le RoE dans les banques (Moussu, 2018), l'atteinte de cibles de résultat à court terme ne signifie pas que l'entreprise créera de la valeur à moyen et à long terme. C'est ce qui est répété en permanence dans tous les bons cours de finance. Hélas ! ce



Accueil des participants à l'Assemblée générale des actionnaires d'Engie, en mai 2019.

« Il est parfaitement documenté que la satisfaction des salariés, l'investissement dans la santé des salariés, la maîtrise des risques environnementaux... sont associés à plus de création de richesse de long terme pour les actionnaires. »

socle de connaissances se heurte à une réalité de terrain, où les indicateurs de court terme sont omniprésents dans les analyses et biaisent rapidement les esprits les mieux éduqués. De manière pernicieuse, ceux qui condamnent le court-termisme sont les premiers à expliquer que les rachats d'actions et les dividendes créent de la richesse pour les actionnaires. Ces arguments sont contraires aux principes financiers et ne font qu'amplifier les croyances et légitimer ces distributions, puisqu'*in fine*, ces pratiques seraient au moins créatrices de richesse pour les actionnaires ! Plus de bonne finance est donc indispensable.

Les dirigeants d'entreprise ont une position extrêmement ambiguë dans ce débat. D'une part, une immense majorité d'entre eux déclarent subir des pressions pour atteindre des résultats à court terme. D'autre part, s'ils blâment le court-termisme, on ne les entend jamais remettre en cause la manière dont leur rémunération incitative est indexée. La croissance très importante des rémunérations de certains dirigeants d'entreprise depuis vingt ans (Jensen et Murphy, 2004) n'y est sans doute pas étrangère. Également, dans de nombreuses situations, c'est

plus la perception qu'ont les dirigeants des attentes du marché que les exigences précises du marché qui induit du court-termisme.

Pour essayer de sortir du court-termisme, il faut revoir les systèmes de rémunération ; en particulier, il faut revisiter les seuils de déclenchement de la rémunération incitative et limiter ou abandonner les références au BPA ou au ROE. Il est parfaitement documenté que la satisfaction des salariés, l'investissement dans la santé des salariés, la maîtrise des risques environnementaux... sont associés à plus de création de richesse de long terme pour les actionnaires. Adopter un objectif de maximisation de la valeur de long terme devrait donc suffire à remettre du long terme dans les entreprises, permettant ainsi d'investir mieux et de prendre en compte les bénéfices pour les parties prenantes et les externalités⁽⁷⁾. Toutefois, face à la confusion observée entre indicateurs de court terme et valeur, il convient de rester prudent sur le fait qu'un objectif de maximisation de la valeur de long terme suffise à procurer des incitations appropriées. Il faut sans doute recourir à des critères extra-financiers dans la définition des plans de rémunération des équipes de direction.

Enfin, et de manière un peu paradoxale, c'est sous la pression des investisseurs institutionnels, au départ considérés comme responsables du court-termisme, que les évolutions risquent de venir. Ainsi, les exhortations répétées de Larry Fink (Blackrock) aux dirigeants d'entreprises cotées de trouver des opportunités d'investissement plutôt que de racheter des actions ou de payer des dividendes, de procurer au marché de l'information sur leur stratégie à long terme et d'évaluer le niveau d'externalités de leur entreprise pour la société, devraient finir par induire des modifications de comportement en faveur du long terme.

Références bibliographiques

- AGHION P., REENEN P. & ZINGALES L. (2009), "Innovation and Institutional Ownership", *American Economic Review* 103, pp. 277-304.
- ALMEIDA H., FOS V. & KRONLUND M. (2016), "The real effects of share repurchase", *Journal of Financial Economics* 119, pp. 168-185.
- ASKER J., FARRE-MENSA J. & LJUNGQVIST A. (2015), "Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?", *The Review of Financial Studies*, vol. 28, n°2, pp. 342-390.
- BECK T. & LEVINE R. (2004), "Stock markets, banks and growth: Panel evidence", *Journal of Banking & Finance* 28, issue 3, pp. 423-442.
- BENNETT B., BETTIS C., GOPOLAN R. & MILBOURN T. (2016), "Compensation goals and firm Performance", *Journal of Financial Economics* 124, pp. 307-330.
- BERNSTEIN S. (2015), "Does Going Public Affect Innovation?", *The Journal of Finance* 70, pp. 1365-1403.

(7) C'est d'ailleurs le sens des résultats des travaux de Flammer et Bansal (2017) selon lesquels des résolutions d'actionnaires en faveur de plans de rémunération de long terme sont des vecteurs de plus d'innovation, de plus d'engagement auprès des salariés, et jouent en faveur de l'environnement et de performances opérationnelles et actionnariales accrues.

- CHARREAUX G. (2002), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue française de gestion*, n°104, pp. 77-107.
- CHARREAUX G. & DESBRIÈRES P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre-valeur actionnariale », *Revue Finance Contrôle Stratégie* 1, pp. 57-88.
- CHAVA S. (2014), "Environmental Externalities and Cost of Capital", *Management Science* 60(9), pp. 2223-2247.
- CREMERS K., MARTIJN J., PAREEK A. & SAUTNER Z. (2019), "Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value: Evidence from Russell 2000 Index Inclusions" (papier non publié).
- DERRIEN F. & KECSKÉS A. (2013), "The Real Effects of Financial Shocks: Evidence from Exogenous Changes in Analyst Coverage", *The Journal of Finance* 68, pp. 1407-1440.
- EDMANS A. (2011), "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices", *Journal of Financial Economics*, vol. 101, issue 3, pp. 621-640.
- EDMANS A., FANG V. & LEWELLEN K. (2017), "Equity vesting and investment", *Review of Financial Studies* 30, pp. 2229-2271.
- FANG V. W., TIAN X. & TICE S. (2014), "Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?", *The Journal of Finance* 69, pp. 2085-2125.
- FLAMMER C. & BANSAL P. (2017), "Does a long-term orientation create value? Evidence from a regression discontinuity", *Strategic Management Journal* 38, pp. 1827-1847.
- FRIED J. & WANG C. (2018), "Short-Termism and Capital Flows", *Review of Corporate Finance Studies*, forthcoming.
- GAREL A. & PETIT-ROMEC A. (2018), "Investor Horizons and Employee Satisfaction: A Test of the 'Long-Term Perspective' Vision of Corporate Social Responsibility" (article non publié).
- GRAHAM J., HARVEY C. & RAJGOPAL S. (2005), "The economic implications of corporate financial reporting", *Journal of Accounting and Economics* 40(1-3), pp. 3-73.
- HE J. & TIAN X. (2013), "The dark side of analyst coverage: The case of innovation", *Journal of Financial Economics* 109(3), pp. 856-878.
- JO H. & HARJOTO M. (2014), "Analyst coverage, corporate social responsibility, and firm risk", *Business Ethics European Review* 23, pp. 272-292.
- JENSEN M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review* 76(2), pp. 323-329.
- JENSEN M. & MECKLING W. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, issue 4, pp. 305-360.
- JENSEN M. & MURPHY K. (2004), "Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them", European Corporate Governance Institute.
- KING R. & LEVINE R. (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, issue 3, pp. 717-737.
- MOUSSU C. (2000), « Endettement, accords implicites et capital organisationnel : vers une théorie organisationnelle de la structure financière », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3(2), pp. 167-196.
- MOUSSU C. (2018), « Capital et RoE dans les banques : fausses croyances et instabilité financière », *Annales des Mines - Réalités industrielles*, août (3), pp. 55-59.
- MOUSSU C. & OHANA S. (2016), "Do Leveraged Firms Underinvest in Corporate Social Responsibility? Evidence from Health and Safety Programs in U.S. Firms", *Journal of Business Ethics* 135(4), pp. 715-729.
- MOUSSU C., OHANA S. & PETIT-ROMEC A. (2018), "Does Analyst Coverage Impede Long Term Investments? Evidence from Health and Safety Programs" (article non publié).
- RAJAN R. & ZINGALES L. (1998), "Financial Dependence and Growth", *The American Economic Review*, vol. 88, n°3, pp. 559-586.
- ROE M. (2018), "Stock Market Short-Termism's Impact", European Corporate Governance Institute (ECGI).
- ROE M. (2019), "The Persuasive Power of the Corporate Short-Termism Narrative" (article non publié).
- TERRY S. (2017), "The macro impact of short-termism" (papier non publié).