

Effets réels de la présence des investisseurs de long terme dans les entreprises cotées

Par Alexandre GAREL

Chercheur en finance, Audencia Business School

Cet article a pour objectif de rendre compte de la littérature académique sur les investisseurs de long terme. Il traite exclusivement des actionnaires et, plus particulièrement, des investisseurs institutionnels. Trois points sont abordés. Premièrement, qu'est-ce qu'un investisseur de long terme ? Deuxièmement, d'un point de vue théorique, quels sont les liens possibles entre horizon d'investissement des investisseurs et décisions des entreprises ? Troisièmement, que nous apprennent les études empiriques sur les effets réels de la présence des investisseurs de long terme dans une entreprise ? L'article conclut par une discussion sur les différents moyens d'encourager l'actionariat de long terme.

Introduction

Depuis plusieurs années, les investisseurs de long terme ont reçu une attention accrue de la part du monde académique, des praticiens, des médias et des pouvoirs publics. Dans le contexte français, la loi Florange, introduite en 2014, prévoit la généralisation des droits de vote doubles, lesquels sont conditionnés à une durée de détention des actions d'au moins deux ans. Cette mesure est notamment justifiée par une volonté de donner plus de pouvoir aux actionnaires de long terme. Alors que d'autres pays européens s'apprêtent à prendre des mesures similaires, que savons-nous sur le rôle que jouent les investisseurs de long terme au sein des entreprises et sur les effets réels de leur présence ?

Cet article a pour objectif de rendre compte de la littérature académique portant sur les investisseurs de long terme⁽¹⁾. Il traite exclusivement des actionnaires et, plus particulièrement, des investisseurs institutionnels. L'État, les familles fondatrices, les autres entreprises cotées et les *insiders* peuvent être considérés comme des actionnaires de long terme, mais leur orientation peut différer considérablement de celle des investisseurs institutionnels⁽²⁾. En particulier, des logiques d'actionnaires majoritaires ou des approches stratégiques et politiques peuvent prévaloir et

limiter les enseignements que l'on peut tirer de l'incidence de la présence d'actionnaires de long terme sur les décisions et la performance des entreprises.

Trois points sont abordés dans cet article. Premièrement, qu'est-ce qu'un investisseur de long terme ? La réponse à cette question n'est pas évidente. Sur quelles informations passées ou actuelles s'appuyer pour décréter qu'un investisseur souhaite *a priori* s'engager dans une entreprise à long terme ? Deuxièmement, d'un point de vue théorique, quels sont les liens possibles entre horizon d'investissement des investisseurs et décisions des entreprises ? L'existence d'un effet de la présence d'investisseurs de long terme sur les entreprises, sur le plan théorique, demande des conditions particulières qu'il est important d'explicitier. Troisièmement, que nous apprennent les études empiriques sur les effets réels sur une entreprise des investisseurs de long terme ? Un corpus important d'études empiriques s'est constitué et porte principalement sur le marché américain. L'article conclut par une discussion des différents moyens d'encourager l'actionariat de long terme.

Les investisseurs de long terme

On peut définir un investisseur de long terme comme un investisseur qui envisage de détenir ses actions sur une période longue, c'est-à-dire de ne pas revendre celles-ci avant plusieurs années. *A contrario*, on peut définir un investisseur de court terme comme un investisseur qui envisage de détenir ses actions sur une période courte, c'est-à-dire qu'il a pour intention de revendre ses actions très rapidement (moins d'un an ou un trimestre).

(1) De nombreux points abordés dans cet article sont approfondis dans les revues de littérature académique de Gaspar (2009) et Garel (2017). La liste des études académiques mentionnées dans cet article n'a pas vocation à être exhaustive dès lors que sont privilégiés les travaux récents.

(2) Akbas *et al.* (2018) étudient l'horizon d'investissement des *insiders*.

L'identification des investisseurs de long terme pose un problème de taille. Comment savoir si un investisseur a l'intention de détenir ses actions à long terme ? Les chercheurs tentent d'extrapoler les intentions des investisseurs à partir de leurs comportements passés (Bushee, 1998 ; Cella *et al.*, 2013 ; Cremers et Pareek, 2016 ; Derrien *et al.*, 2013 ; Gaspar *et al.*, 2005). Par exemple, ils examinent le taux de rotation moyen des actions dans le portefeuille d'un investisseur et en déduisent une durée moyenne historique de détention de ses actions. Sous l'hypothèse que les comportements passés puissent permettre de prédire les comportements futurs, on peut, à l'aide de telles mesures, classer les investisseurs en fonction de leur horizon attendu d'investissement. Une seconde hypothèse implicite est que l'horizon d'investissement d'un investisseur est sensiblement le même dans toutes les entreprises de son portefeuille. Si cela n'est pas le cas, mesurer l'horizon d'investissement d'un investisseur au niveau de son portefeuille n'est pas la meilleure approche, puisque la mesure devrait dès lors être spécifique à chaque action.

La section suivante s'attache à rendre compte des arguments théoriques en faveur des effets réels d'une plus grande présence d'investisseurs de long terme au capital des entreprises cotées.

Quels effets positifs attendre de la présence d'investisseurs de long terme ?

Dans un monde sans problèmes d'agence, sans court-termisme du marché et sans valorisation incorrecte des entreprises, l'horizon d'investissement des investisseurs ne devrait pas affecter les décisions des entreprises.

En revanche, dans une entreprise où le dirigeant ne cherche pas à maximiser la valeur fondamentale de celle-ci, avoir un horizon d'investissement plus long peut amener un investisseur à exercer une surveillance plus poussée des décisions managériales et à intervenir plus, par le vote ou par le biais de discussions informelles (McCahery *et al.*, 2016). Toutes choses égales par ailleurs, par rapport à un investisseur de court terme, un investisseur de long terme a intérêt à produire un plus grand effort de surveillance, car le coût de la recherche et du traitement de l'information spécifique à l'entreprise est lissé sur une plus longue période ; il a donc une plus grande probabilité de bénéficier des fruits de son effort. Considérant la cohorte d'investisseurs institutionnels de long terme que représentent les fonds passifs (*indexers*), on peut s'attendre à ce que, collectivement, en militant pour des améliorations de la qualité de la gouvernance des entreprises (suivant les recommandations des *proxy advisers*), ils contribuent à augmenter la valeur fondamentale des entreprises⁽³⁾. Les investisseurs de long terme peuvent aussi prêter leurs actions et contribuer à une meilleure discipline des dirigeants en permettant plus de positions à découvert (Massa *et al.*, 2015) ou soutenir des campagnes d'investisseurs acti-

vistes pour générer des changements créateurs de valeur dont ils pourront bénéficier dans les années à venir (Brav *et al.*, 2015).

Un autre facteur souvent invoqué pour justifier le rôle bénéfique des investisseurs de long terme est le court-termisme du marché, qui pousserait les entreprises à sacrifier leur politique d'investissement de long terme au profit de meilleurs résultats à court terme. L'hypothèse court-termiste demande que le marché ne valorise pas correctement les investissements à long terme et/ou surréagisse à l'annonce de bons résultats⁽⁴⁾.

Soutenant l'idée d'un court-termisme induit par le marché des actions, Asker *et al.* (2015) trouvent que les entreprises cotées investissent substantiellement moins que les entreprises non cotées. Alors que de nombreuses études questionnent l'existence d'un court-termisme endémique du marché des actions dans son ensemble (Fried et Wang, 2018 ; Kaplan, 2018 ; Roe, 2018), d'autres montrent que les dirigeants des entreprises cotées peuvent être ponctuellement incités à favoriser les résultats à court terme de l'entreprise au détriment d'investissements à plus long terme (Edmans *et al.*, 2017 ; Garel, 2017 ; Kraft *et al.*, 2018 ; Laux, 2012).

En particulier, les directeurs financiers américains se sentent contraints d'atteindre ou de dépasser les objectifs de BPA (bénéfices par action) fixés par les analystes, et, pour ce faire, se disent prêts à sacrifier de la valeur à long terme (Graham *et al.*, 2005). Les investisseurs de court terme pourraient pousser un dirigeant à couper ses investissements exagérément pour générer une surprise positive de BPA. L'idée est que les investisseurs de court terme peuvent profiter de l'inflation temporaire du cours de bourse associée à la surprise positive de BPA pour vendre, tandis que l'entreprise et les investisseurs de long terme subissent les conséquences du manque d'investissement (Bolton *et al.*, 2006). Une présence accrue d'investisseurs de long terme pourrait prévenir une telle dérive. Il est à noter que cet argument théorique repose sur l'idée que les investisseurs de court terme arrivent à revendre leurs actions à d'autres investisseurs qui ne perçoivent pas la perte de valeur à plus long terme engendrée par l'inflation du BPA.

L'argument théorique précédent repose plus généralement sur l'idée que, lorsque le cours de bourse d'une entreprise est temporairement décorrélé de sa valeur fondamentale, les investisseurs souhaitant vendre leurs actions à court terme vont pousser le dirigeant à agir conformément à la valorisation de marché qui prévaut. Ce qui peut potentiellement déboucher sur des décisions destructrices de valeur. Dans ce cadre plus général, les investisseurs de long terme peuvent faire office de bouclier, car, ne souhaitant pas revendre leurs actions à court terme, ils ne devraient pas attendre du dirigeant qu'il suive aveuglément une valorisation de marché décorrélée des fondamentaux. Au contraire, ils devraient l'encourager à

(3) Il n'y a pas de consensus sur le rôle des investisseurs institutionnels passifs. Par exemple, Bebchuk *et al.* (2017) défendent l'idée que les fonds passifs (*indexers*) ont peu d'incitations à s'engager dans les entreprises pour y améliorer sensiblement la gouvernance ou la performance.

(4) En l'absence de tels biais, il peut être optimal pour une entreprise de distribuer son *cash* aux actionnaires en l'absence d'opportunités d'investissement, cela ne serait pas une manifestation du court-termisme du marché.

se concentrer sur les fondamentaux de l'entreprise, car c'est ce qui conditionne leur espérance de gains à un horizon plus long. Cet argument peut être prolongé pour les périodes de crise dans lesquelles les valorisations des entreprises descendent parfois bien en dessous de leur valeur fondamentale. Alors que les investisseurs de court terme peuvent exagérer la chute du cours de bourse en vendant, les investisseurs de long terme n'ont pas de raison de vendre et peuvent attendre que la tempête passe. Une plus grande base d'investisseurs de long terme pourrait donc permettre à une entreprise de limiter la chute de son cours de bourse en temps de crise.

Un autre facteur, qui fait écho à l'argument court-termiste, est la capacité limitée du marché à valoriser correctement la contribution des intangibles à la valeur des entreprises. Les intangibles, comme la satisfaction des employés et celle des clients, sont des créateurs de valeur clés des entreprises modernes. Leur contribution à la valeur des entreprises a été établie, mais le marché peut prendre du temps à les valoriser correctement. Edmans (2011) montre qu'il faut que ces intangibles commencent à produire des résultats tangibles, par exemple de plus grands bénéfices, pour que le marché corrige ses attentes.

Les investisseurs de long terme, du fait de leur horizon d'investissement plus long, sont les bénéficiaires naturels des politiques de promotion des intangibles (incluant de nombreuses mesures RSE). Les investisseurs de long terme pourraient encourager les entreprises dans lesquelles ils sont présents à développer leurs intangibles, car, sur un horizon long, lorsque le marché révisera sa valorisation, ils apporteront un surcroît de valeur dont ils pourront bénéficier, ce qui n'est pas le cas des investisseurs de court terme (Bénabou et Tirole, 2010). Une prédiction en accord avec cet argument théorique est que les investisseurs de long terme devraient encourager les investissements intangibles créateurs de valeur sur des horizons longs, y compris des politiques RSE telle que la satisfaction des employés.

La section suivante présente les résultats d'études empiriques qui examinent l'existence d'effets réels de la présence d'investisseurs de long terme sur les entreprises cotées.

Sélection de résultats empiriques sur les effets réels de la présence des investisseurs de long terme

Une première série d'études fournit des résultats qui soutiennent une contribution positive des investisseurs de long terme à la valeur des entreprises *via* un effet disciplinaire sur le dirigeant : meilleure performance des opérations de fusions-acquisitions (Gaspar *et al.*, 2005 ; Chen *et al.*, 2007) et meilleure gouvernance (Harford *et al.*, 2018). En particulier, Appel *et al.* (2016) montrent que les fonds mutuels passifs américains influencent la gouvernance des entreprises, ce qui se traduit par une plus grande présence de directeurs indépendants, moins de mécanismes de défense contre les offres publiques d'achat et une distribution des droits de vote plus égalitaire.

Une autre série d'études empiriques soutient l'idée que les investisseurs de long terme atténuent le court-termisme des dirigeants. Elles montrent que leur plus grande présence est associée, d'un côté, à moins de manipulation des résultats (Koh *et al.*, 2007) et à moins de fraudes financières (Harford *et al.*, 2018), et, de l'autre, à plus d'investissements (Bushee, 1998) et à plus d'innovation (Harford *et al.*, 2018)⁽⁵⁾.

Une troisième série d'études empiriques soutient l'idée que la présence d'investisseurs de long terme protège les entreprises d'une valorisation temporairement déviante du marché. Derrien *et al.* (2013) observent que, lorsqu'une entreprise est sous-évaluée, une plus grande base d'investisseurs de long terme est associée à plus d'investissements, plus de financement par actions, et à moins de distributions aux actionnaires. Dans la même veine, Cella *et al.* (2013) montrent que, lors de fortes perturbations du marché, les investisseurs de court terme sont plus enclins à vendre leurs actions que les investisseurs de long terme, ce qui crée une pression à la baisse du cours des actions qui sont détenues majoritairement par des investisseurs de court terme. En conséquence de quoi, ces actions connaissent une plus grande chute de leur cours de bourse ainsi qu'un rebond ultérieur plus important que celles détenues majoritairement par des investisseurs de long terme. Garel et Petit-Romec (2017) trouvent des résultats similaires pour les banques dans le contexte de la crise des *subprimes*.

Plus spécifiquement reliée à l'argument théorique de la mauvaise valorisation des intangibles par le marché, l'étude empirique de Garel et Petit-Romec (2017) examine la relation entre investisseurs de long terme et satisfaction des employés. Ils trouvent des résultats cohérents avec l'idée que lorsque la RSE maximise la valeur à long terme, elle est encouragée par les investisseurs de long terme.

Enfin, Gaspar *et al.* (2012) montrent que les entreprises dont le nombre des investisseurs de court terme est important ont tendance à racheter leurs actions plus souvent, plausiblement pour leur permettre de vendre dans de meilleures conditions, ce qui souligne un effet réel de l'horizon d'investissement des investisseurs sur les politiques de distribution des entreprises.

Conclusion

La littérature académique a posé des bases théoriques qui rendent possible un effet de l'horizon d'investissement des investisseurs sur les entreprises cotées. Les travaux empiriques confirment l'existence d'effets réels de la présence d'investisseurs de long terme sur l'investissement en actifs tangibles et intangibles, le comportement du cours de bourse en temps de crise, la propension des dirigeants à céder aux demandes court-termistes du marché, la politique de distribution et la performance des fusions-acquisitions.

(5) Dans un autre registre (ne portant pas sur l'ensemble des investisseurs institutionnels), Barrot (2016) étudie les effets de l'horizon contractuel des fonds de capital-risque. Il trouve que les fonds dont l'horizon contractuel est plus long, sélectionnent des entreprises plus jeunes et à un stade de développement plus précoce. Ces dernières génèrent relativement plus de brevets que celles financées par des fonds de capital-risque avec un horizon contractuel court.



Photo © HAMILTON/REA

Cotations sur Euronext.

« La présence d'investisseurs de long terme protège les entreprises d'une valorisation temporairement déviante du marché. »

Une question qui se pose alors naturellement est de savoir de quelle façon obtenir une plus grande présence des investisseurs institutionnels de long terme dans les entreprises cotées ? Cette question est double. Premièrement, quels sont les moyens qui peuvent être mis en place pour attirer des investisseurs de long terme ou allonger l'horizon d'investissement des investisseurs déjà présents au capital de l'entreprise (droit de vote double, dividende majoré, etc.) ? Deuxièmement, comment mettre ces moyens en place ? Est-ce par la régulation ou bien en laissant œuvrer les forces du marché ?

Bourveau *et al.* (2019) analysent les effets de la généralisation des droits de vote doubles conditionnés à une durée de détention de deux ans introduite par la loi Florange. Il est à noter que la mesure ne cherche pas principalement à augmenter le pouvoir des investisseurs institutionnels de long terme, mais plutôt celui des actionnaires majoritaires, comme les familles et l'État actionnaire. Il est donc peu probable que la mesure génère les bénéfices associés à une plus grande présence d'investisseurs institutionnels de long terme. Pire, un plus grand risque d'expropriation des actionnaires minoritaires est à craindre. Bourveau *et al.* (2019) montrent que l'introduction des droits de vote doubles a eu un effet négatif sur l'actionnariat institutionnel étranger, y compris de long terme, et est associée à un renchérissement du coût du capital. Il semble donc que cette mesure ait contribué à un transfert de pouvoir de certains actionnaires de long terme (institutionnel, étran-

gers⁽⁶⁾) vers d'autres actionnaires de long terme (famille, État), sans effets positifs notables sur la valeur des entreprises. Cela n'est pas surprenant, car, comme l'expliquent Becht *et al.* (2018), la loi Florange a forcé certaines entreprises à adopter un système de gouvernance qui les a éloignées d'une situation d'équilibre qu'elles avaient atteinte. Le fait que la plupart des entreprises concernées par l'introduction des droits de vote doubles aient voté, à la super majorité, un retour au système *une action – un vote* démontre que la situation qui prévalait avant la loi Florange leur semblait plus optimale. Cette réflexion souligne les limites de la structuration de la gouvernance des entreprises par des interventions du régulateur.

Une autre approche – laissée à la discrétion de chaque entreprise – est proposée par Bolton et Samama (2013). Ils préconisent de récompenser les investisseurs prêts à maintenir leurs positions sur plusieurs années par des *loyalty shares* qui seraient attachées à toutes les actions d'une entreprise. Il s'agit d'un *warrant call* qui peut être exercé après une période temps spécifique (par exemple, trois ans) à un prix d'exercice prédéfini et qui n'est pas transférable. Cette récompense n'a de valeur que si l'horizon contractuel est atteint et si l'entreprise a suffisamment

(6) Bena *et al.* (2017) montrent qu'une plus grande présence d'investisseurs institutionnels étrangers est associée à plus d'investissements de long terme dans les actifs tangibles, les actifs intangibles et dans le capital humain.

gagné en valeur. La mise en place de *loyalty shares* devrait attirer des investisseurs de long terme capables de profiter de la récompense et de contribuer à l'augmentation de valeur de l'entreprise.

Les années à venir permettront de conduire des analyses plus nombreuses sur les conséquences de la mise en place de mécanismes incitatifs qui se multiplient dans le monde, visant soit à attirer de nouveaux investisseurs de long terme, soit à allonger l'horizon d'investissement des actionnaires déjà présents. Ces analyses permettront d'améliorer notre compréhension des effets de l'actionnariat de long terme sur les entreprises et des meilleures façons de constituer une base d'actionnaires de long terme.

Références bibliographiques

- AKBAS F., JIANG C. & KOCH P. D. (2018), "Insider investment horizon", *Journal of Finance*, forthcoming.
- APPEL I. R., GORMLEY T. A. & KEIM D. B. (2016), "Passive investors, not passive owners", *Journal of Financial Economics* 121(1), pp. 111-141.
- ASKER J., FARRE-MENSA J. & LJUNGQVIST A. (2014), "Corporate investment and stock market listing: A puzzle?", *The Review of Financial Studies* 28(2), pp. 342-390.
- BARROT J. N. (2016), "Investor horizon and the life cycle of innovative firms: Evidence from venture capital", *Management Science* 63(9), pp. 3021-3043.
- BEBCHUK L. A., COHEN A. & HIRST S. (2017), "The agency problems of institutional investors", *Journal of Economic Perspectives* 31(3), pp. 89-102.
- BECHT M., KAMISARENKA Y. & PAJUSTE A. (2018), *Loyalty shares with tenure voting-A Coasian bargain? Evidence from the Loi Florange experiment*, April, European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper n°398.
- BENA J., FERREIRA M. A., MATOS P. & PIRES P. (2017), "Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership", *Journal of Financial Economics* 126(1), pp. 122-146.
- BÉNABOU R. & TIROLE J. (2010), "Individual and corporate social responsibility", *Economica* 77(305), pp. 1-19.
- BOLTON P., SCHEINKMAN J. & XIONG W. (2006), "Executive compensation and short-termist behaviour in speculative markets", *The Review of Economic Studies* 73(3), pp. 577-610.
- BOLTON P. & SAMAMA F. (2013), "Loyalty-shares: Rewarding long-term investors", *Journal of Applied Corporate Finance* 25(3), pp. 86-97.
- BOURVEAU T., BROCHET F. & GAREL A. (2019), "The Effect of Tenure-Based Voting Rights on Stock Market Attractiveness: Evidence From the Florange Act", available at SSRN 3324237.
- BRAV A., JIANG W. & KIM H. (2015), "Recent advances in research on hedge fund activism: Value creation and identification", *Annual Review of Financial Economics* 7, pp. 579-595.
- BUSHEE B. J. (1998), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", *Accounting Review*, pp. 305-333.
- CELLA C., ELLUL A. & GIANNETTI M. (2013), "Investors' horizons and the amplification of market shocks", *The Review of Financial Studies* 26(7), pp. 1607-1648.
- CHEN X., HARFORD J. & LI K. (2007), "Monitoring: Which institutions matter?", *Journal of Financial Economics* 86(2), pp. 279-305.
- CREMERS M. & PAREEK A. (2016), "Patient capital outperformance: The investment skill of high active share managers who trade infrequently", *Journal of Financial Economics* 122(2), pp. 288-306.
- DERRIEN F., KECSKÉS A. & THESMAR D. (2013), "Investor horizons and corporate policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48(6), pp. 1755-1780.
- EDMANS A. (2011), "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices", *Journal of Financial Economics* 101(3), pp. 621-640.
- EDMANS A., FANG V. W. & LEWELLEN K. A. (2017), "Equity vesting and investment", *The Review of Financial Studies* 30(7), pp. 2229-2271.
- FRIED J. M. & WANG C. C. (2018), "Short-termism and capital flows", *Review of Corporate Finance Studies* 8(1), pp. 207-233.
- GASPAR J. M. (2009), "Horizons d'investissement des actionnaires", *Revue française de gestion* (8), pp. 77-93.
- GAREL A. (2017), "Myopic market pricing and managerial myopia", *Journal of Business Finance & Accounting* 44(9-10), pp. 1194-1213.
- GAREL A. (2017), "When ownership structure matters: A review of the effects of investor horizon on corporate policies", *Journal of Economic Surveys* 31(4), pp. 1062-1094.
- GAREL A. & PETIT-ROMECA A. (2017), "Bank capital in the crisis: It's not just how much you have but who provides it", *Journal of Banking & Finance* 75, pp. 152-166.
- GAREL A. & PETIT-ROMECA A. (2018), "Investor Horizons and Employee Satisfaction: A Test of the 'Long-Term Perspective' Vision of Corporate Social Responsibility", Available at SSRN 2826418.
- GASPAR J. M., MASSA M. & MATOS P. (2005), "Shareholder investment horizons and the market for corporate control", *Journal of financial economics* 76(1), pp. 135-165.
- GASPAR J. M., MASSA M., MATOS P., PATGIRI R. & REHMAN Z. (2012), "Payout policy choices and shareholder investment horizons", *Review of Finance* 17(1), pp. 261-320.
- GRAHAM J. R., HARVEY C. R. & RAJGOPAL S. (2005), "The economic implications of corporate financial reporting", *Journal of accounting and economics* 40(1-3), pp. 3-73.
- HARFORD J., KECSKÉS A. & MANSI S. (2018), "Do long-term investors improve corporate decision making?", *Journal of Corporate Finance* 50, pp. 424-452.
- KAPLAN S. N. (2018), "Are US Companies Too Short-Term Oriented? Some Thoughts", *Journal of Applied Corporate Finance* 30(4), pp. 8-18.
- KOH P. S. (2007), "Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters", *Journal of Accounting and Public Policy* 26(3), pp. 267-299.
- KRAFT A. G., VASHISHTHA R. & VENKATACHALAM M. (2017), "Frequent financial reporting and managerial myopia", *The Accounting Review* 93(2), pp. 249-275.
- LAUX V. (2012), "Stock option vesting conditions, CEO turnover, and myopic investment", *Journal of Financial Economics* 106(3), pp. 513-526.
- MASSA M., ZHANG B. & ZHANG H. (2015), "The invisible hand of short selling: Does short selling discipline earnings management?", *The Review of Financial Studies* 28(6), pp. 1701-1736.
- MCCAHERY J. A., SAUTNER Z. & STARKS L. T. (2016), "Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors", *The Journal of Finance* 71(6), pp. 2905-2932.
- ROE M. J. (2018), "Stock Market Short-Termism's Impact", *U. Pa. L. Rev.* 167, p. 71.