



**LOUVAIN**  
School of Management

**UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN**  
**LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT**

(LE DÉFI DE) LA MODÉLISATION DU COURT-TERMISME ÉCONOMIQUE

Promoteur : Mikael Petitjean

Mémoire-recherche présenté par  
Vianney Picavet

en vue de l'obtention du titre de  
Master en ingénieur de gestion

ANNÉE ACADÉMIQUE 2014-2015

*« Anybody can manage short. Anybody can manage long.  
Balancing those two things is what management is. »*

Jack Welch, CEO – General Electric

Mes pensées vont naturellement en premier vers mon promoteur, le professeur Mikael Petitjean, qui a s'est toujours montré présent pour répondre à mes questions et pour m'aiguiller dans mes moments de doute. J'apprécie son aide du début de mon travail jusqu'aux dernières minutes.

Je remercie aussi la Dr Silvia Pezzini, qui a fait de son mieux pour m'aider lorsque je lui ai fait part de mes interrogations.

Un long remerciement également à Alexis Goosdeel pour avoir toujours trouvé les mots qui m'ont redonné du courage dans les moments d'hésitation. Ses avis et relectures m'ont beaucoup aidé et transparaissent sans aucun doute dans le résultat final.

À ma famille, qui m'a forgé et porté jusque là où je suis aujourd'hui.

À Christina, qui m'a toujours encouragé et à qui je dédie pleinement ce mémoire.

## Table des matières

<b>I. INTRODUCTION .....</b>	<b>1</b>
1.1. SUJET DE LA RECHERCHE .....	1
1.2. PROBLEMATIQUE .....	1
1.3. OBJECTIFS.....	2
<b>II. REVUE DE LA LITTERATURE.....</b>	<b>4</b>
2.1. CONCEPTS PRELIMINAIRES.....	4
2.2. COURT-TERMISME ECONOMIQUE : DEFINITIONS.....	5
2.3. CAUSES AVEREES DU COURT-TERMISME.....	7
2.3.1. <i>Dimension managériale</i> .....	7
Asymétrie d'information .....	7
Ambiguïté de rôle et aversion au risque.....	8
Lissage des bénéfices .....	9
Ressenti de la pression des marchés.....	10
Préférence pour des gains immédiats .....	10
Réaction suite à un déclin ou à un rebondissement .....	11
Désir de fournir des résultats conformes ou supérieurs aux attentes .....	12
2.3.2. <i>Dimension organisationnelle</i> .....	13
Influence des groupes de travail .....	13
Composition du conseil d'administration .....	13
Rigidité des contrôles budgétaires.....	14
Financement de l'entreprise .....	14
2.3.3. <i>Dimension externe</i> .....	15
Taux d'actualisation à long-terme surévalué.....	15
Proportion d'investisseurs institutionnels dans l'entreprise.....	16
NTIC et Transactions à haute fréquence.....	17
Volatilité des marchés.....	18
Fréquence élevée de publication des rapports financiers .....	18
Pression des investisseurs sur le management.....	20
Présentations et focalisations des données entrepreneuriales .....	20
Réduction de la durée du mandat des managers.....	22
Détention privée ou publique de l'entreprise .....	23
2.3.4. <i>Tableau récapitulatif</i> .....	24
2.4. CONSEQUENCES DU COURT-TERMISME .....	25
2.4.1. <i>Dimension micro-économique : innovation freinée, avantages concurrentiels en danger, croissance à long-terme inefficente</i> .....	26
2.4.2. <i>Dimension macro-économique : efficacité des marchés non optimale, production et innovation globales mises à mal</i> .....	27
2.5. LIENS ENTRE CAUSES ET CONSEQUENCES (MACRO-ECONOMIQUES).....	27

2.6. SOLUTIONS PROPOSEES POUR LIMITER LE COURT-TERMISME .....	30
2.5.1. <i>Stimuli managériaux</i> .....	30
2.5.2. <i>Amélioration des best practices dans les entreprises</i> .....	32
2.5.3. <i>Stimuli actionnariaux</i> .....	33
2.5.4. <i>Dispositions légales</i> .....	34
<b>III. METHODOLOGIE.....</b>	<b>35</b>
3.1. PRECEDENTS PROXYS UTILISES POUR MESURER LE COURT-TERMISME .....	35
3.2. DESCRIPTION ET JUSTIFICATION DU MODELE RETENU .....	37
3.3. PROPOSITION D'ANALYSE .....	38
3.4. PREMIERE CONSTRUCTION D'ECHANTILLONS .....	39
3.5. METHODE D'ANALYSE .....	41
<b>IV. RESULTATS ET CONFRONTATIONS .....</b>	<b>43</b>
4.1. PREMIERS RESULTATS.....	43
4.2. RECONSTRUCTION DES ECHANTILLONS .....	49
4.2.1. <i>Sélection d'une autre variable représentant le chiffre des ventes dans la base de données Van Dijk</i> .....	49
4.2.2. <i>Pour la France : sélection aléatoire parmi les entreprises filtrées</i> .....	50
4.2.3. <i>Observation sur une année antérieure</i> .....	52
4.2.4. <i>Tentative de reproduction du modèle initial</i> .....	55
4.2.5. <i>Tentatives d'écartement de données aberrantes pouvant dénaturer les résultats</i> .....	56
4.3. CONSTRUCTION DU MODELE DE REGRESSION LINEAIRE .....	60
4.4. BILAN DE L'ANALYSE .....	66
4.4.1. <i>Discussion avec les auteurs du modèle</i> .....	66
4.4.2. <i>Réfutation du modèle</i> .....	67
4.5. POSSIBLES EXPLICATIONS LIEES AU MANQUE DE COHERENCE .....	67
<b>V. CONCLUSION ET DISCUSSION.....</b>	<b>69</b>
5.1. APPRECIATION PERSONNELLE.....	69
5.2. SYNTHESE ET SUGGESTIONS POUR DES TRAVAUX ULTERIEURS.....	69
<b>VI. BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>72</b>
<b>A. RECONSTRUCTION DES ECHANTILLONS AFIN DE PARVENIR A REPLIQUER L'ETUDE INITIALE - RESUMES DES ECHANTILLONNAGES.....</b>	<b>77</b>

## **I. Introduction**

### **1.1. *Sujet de la recherche***

Depuis une vingtaine d'années, on parle de plus en plus de la pression des actionnaires sur la rentabilité à court terme (on parle également de « financiarisation de l'économie ») et de l'influence de celle-ci sur la prise de décision stratégique et sur le devenir à long terme de l'entreprise.

Cependant le discours à ce propos est rarement étayé par une vision globale des faits et par une analyse rigoureuse de ceux-ci ; il est donc difficile de se forger une opinion raisonnée et de tirer des conclusions qui soient utiles au gestionnaire d'entreprise.

C'est pourquoi ce mémoire a pour but de traiter du court-termisme économique, c'est-à-dire la prise excessive de décisions orientées vers le court-terme au détriment de résultats à plus long-terme.

Au-delà de la simple revue de littérature, et partant de nos lectures, nous avons souhaité renforcer les fondements de la problématique en s'attelant à déterminer s'il serait possible de mesurer un impact du phénomène dans l'économie belge, ainsi que dans celle de pays voisins ayant chacun un paradigme économique différent : l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni.

Nos analyses s'effectueront sur base d'un des modèles de Davies, Haldane, Nielsen & Pezzini (2014) que nous actualiserons.

Le modèle présenté évalue les implications du court-termisme financier sur la croissance macro-économique, à travers les différences de comportement observées entre les entreprises privées et publiques<sup>1</sup>. Nous émettrons l'hypothèse durant ce mémoire que ces différences spécifiques sont dues à la présence d'un biais court-termiste.

### **1.2. *Problématique***

La littérature est relativement fournie à propos du thème abordé, le court-termisme étant un phénomène plutôt intuitif qui a pu être appréhendé assez tôt dans la littérature économique. Pour autant, les textes produits sont parfois assez diffus en termes de conclusions apportées, et les hypothèses et résultats divergent souvent. En outre, de

---

<sup>1</sup> Ici, et pour la suite de ce mémoire, lorsque nous mentionnerons le caractère « public » ou « privé » d'une

nombreux proxys ont été essayés afin d'évaluer la présence du court-termisme, mais un consensus n'a pas encore été trouvé sur le sujet.

Nous remarquons également que la littérature est relativement pauvre en ce qui concerne le passage en revue des raisons du court-termisme. À ce jour, nous n'avons trouvé aucun écrit faisant le point de manière exhaustive sur les différentes causes, conséquences et solutions liées au problème en question.

Un autre point délicat autour du sujet réside dans la mesure même du court-termisme (sa difficulté est probablement à l'origine du manque de consensus dans la littérature spécialisée). Naturellement, l'effet ne pouvant se mesurer directement, des hypothèses préliminaires, parfois fortement réductrices, sont posées afin d'établir que tel proxy est à même de jauger la présence du court-termisme. Aussi, selon les angles d'estimation, un autre problème se pose lorsqu'il s'agit d'établir une frontière entre court-terme et long-terme.

Enfin, tout au long de notre parcours des textes existants, nous avons remarqué que peu d'entre eux font état des impacts mesurés à l'échelle macro-économique. Aussi, rares sont les pays étudiés ; nous n'avons notamment rien trouvé concernant la Belgique. Les articles trouvés se limitent à l'analyse d'un pays en particulier et ne s'attardent pas dans la comparaison entre pays ou régions du monde.

Notre mémoire s'articule autour de ces questions afin de proposer des éléments de réponse à chacune d'entre elles.

### **1.3. Objectifs**

Le court-termisme est un phénomène connu et supposé toujours d'actualité, mais ses causes ne sont pas précisément quantifiées, ses conséquences ne sont pas directement mesurables, et ses solutions sont rarement évoquées, ou de manière éparse.

Les preuves quantitatives de l'échelle et de l'importance du court-termisme se font plutôt rares.

Ce mémoire vise à faire le point sur le phénomène via sa division en trois parties :

1. Regroupement de la majorité des causes connues à ce jour, à travers l'élaboration d'une revue de littérature. Afin d'obtenir une vue d'ensemble, nous préférons couvrir un maximum de causes possibles en visant l'exhaustivité plutôt que d'aborder en profondeur certaines causes clés.

Les conséquences sont ensuite énoncées, et le tout est synthétisé dans un diagramme. Enfin, les solutions proposées pour réduire le court-termisme sont abordées (chapitre II) ;

2. Tentative d'estimation d'une partie des conséquences du court-termisme dans l'économie belge et dans celle de pays voisins. Pour ce faire, nous voudrions apporter préalablement la preuve que le modèle sur lequel nous baserons est robuste et fiable (chapitres III Et IV);
3. Conclusion sur les analyses effectuées, sur les résultats qui seront différents de nos attentes, sur l'importance néanmoins de ce que nous pourrions en déduire. Nous proposerons enfin un ensemble de pistes à explorer pour continuer à découvrir au mieux le concept dans le futur, afin que des solutions plus efficaces y soient apportées (chapitre V).

## II. Revue de la Littérature

### 2.1. Concepts préliminaires

Le concept n'est pas nouveau. Nous retrouvons déjà la notion de court-termisme telle que nous l'entendons aujourd'hui dans des ouvrages économiques centenaires et ayant servi de fondation à la théorisation de l'économie moderne. On se souciait plutôt alors des effets de la pression des investisseurs sur les managers. On concluait que cela pouvait résulter à guider ces derniers vers la production de résultats à court-terme, au détriment d'une optimisation de la valeur à long-terme de l'entreprise concernée.

Dans le fameux ouvrage d'Alfred Marshall intitulé *Principles of Economics*, ce dernier fait ressortir en 1890 l'existence du court-termisme à propos de la prise de décisions économiques. Dans ce livre, Marshall présente l'allégorie suivante :

Lorsqu'il s'agit de manger une part de pudding, la personne qui nous sert d'exemple a une nette préférence pour les prunes présentes dans cette part. La personne peut alors décider entre les manger toutes dès le début, faire durer son plaisir petit à petit, ou les garder toutes pour la fin.

Ce choix dépendra de la personne ainsi que de son humeur. Notamment, l'un des choix possibles, qui préfigure le concept traité dans ce mémoire, est décrit par Marshall comme étant le suivant : « [...] *sometimes he is like the children who pick the plums out of their pudding to eat them at once* » (Marshall, 1890, p. 76).

Cette allégorie présente ce qui sera décrit plus tard comme la théorie du choix intertemporel. Celle-ci est centrale dans le concept de court-termisme. Définie comme étant l'ensemble des « *decisions in which the timing of costs and benefits are spread out over time* » (Loewenstein & Thaler, 1989, p. 181), les auteurs de cette citation en décrivent également les anomalies inhérentes<sup>1</sup>, dues aux incertitudes dans le temps qui doivent être estimées. Ces particularités, pouvant biaiser la prise de décision efficiente sur une ligne de temps, sont à la base des écarts mesurés aujourd'hui.

---

<sup>1</sup> Pour plus de compréhension et d'appuis théoriques concernant la théorie de l'*intertemporal choice*, on peut se référer notamment au modèle de consommation intertemporelle de Fischer. Les « anomalies » en question seront aussi discutées lors de la présentation des causes du court-termisme plus loin dans ce mémoire.

Pour définir le court-termisme, il faut ajouter au facteur d'allocation dans le temps une prise en compte du risque intertemporel (Laverty, 1996), puisque nous disposons d'une information de moins en moins complète au plus les choix à prendre sont éloignés du présent. Il en résulte que l'actualisation à travers le temps et l'actualisation selon le risque et l'incertitude sont à la base même des anomalies résultant de la pratique du court-termisme. Comme montré plus loin dans ce mémoire, nous avons pu constater que le taux d'actualisation à long-terme est surévalué dans notre économie par rapport au taux à court-terme, résultant en une préférence non-optimale pour la prise de décisions à court-terme.

Ces anomalies vont à l'encontre de la théorie des marchés efficients, dans la mesure où ces derniers devraient toujours opter en faveur de choix économiquement optimaux, ce qui servira d'argument d'appui pour Jensen (1986) afin de réfuter l'existence du phénomène. Ce dernier dira que les « *managers may behave myopically but markets do not* » (Jensen, 1986, p. 11) et partira du raisonnement selon lequel la pression des marchés des capitaux assure une efficacité en poussant les managers à prendre des décisions maximisant la valeur des entreprises<sup>1</sup>. Ces derniers ne seraient donc pas poussés à prendre des choix trop orientés vers le court- ou le long-terme.

Malgré ce raisonnement, les résultats empiriques semblent bel et bien appuyer l'hypothèse d'une relative inefficience des choix intertemporels dans le monde actuel des entreprises. Nous en ferons la revue dans les pages qui suivent.

## **2.2. Court-termisme économique : Définitions**

Le concept est déjà bien maîtrisé lorsque Stein en parle en 1989 sous le nom de *managerial myopia*. L'appellation *business myopia* est quand à elle utilisée par Jacobs en 1991, tandis que Feinberg utilisera en 1995 les mots de *corporate myopia*. Il faut attendre 1996 et la conceptualisation de Laverty pour assigner le concept sous le rang de « court-termisme ».

---

<sup>1</sup> Cependant cette affirmation n'apporte en soi aucun élément permettant d'établir précisément sur quelle base cette valeur est évaluée par les marchés.

#### ◆ DÉFINITION CENTRALE : LAVERTY, 1996

En 1996, Laverty pose les jalons du concept en y ajoutant une définition, ainsi qu'un questionnement intéressant :

*"I characterize economic short termism as representing decisions and outcomes that pursue a course of action that is best for the short term but suboptimal over the long run. This characterization is conceptually clear but begs the question, What is the best course of action considering both the short term and the long run? Answering this question is at the heart of the debate. Even though many observers argue that using discounted cash flow analysis and paying attention to maximizing the stock price produce the optimal outcome, critics suggest that these practices are, in fact, the most important causes of economic short termism" (Laverty, 1996, pp. 826-827).*

#### ◆ SCISSION ENTRE MYOPIA ET SHORT-TERMISM : LAVERTY, 2004 - MCAULAY, 2008

Laverty revient en 2004 avec une nouvelle terminologie qui différencie cette fois les notions de myopie et de court-termisme :

*"Myopia: It is defined as a characteristic of a decision that overvalues short-term rewards and undervalues long term consequences. Its cause may be either [a] faulty decisions by managers or [b] stock market pressure (i.e. pressure that "forces" managers into faulty decisions).*

*Short-termism: It is defined as a systematic characteristic of an organization that overvalues short-term rewards and undervalues long term consequences. Its causes may include culture, processes, or routines. In short, this definition offers the possibility that short-termism may be inherent in the fundamental characteristics of an organization" (Laverty, 2004, p. 950).*

Quelques années plus tard, McAulay définira les deux termes comme ceci :

*"We will use 'short-termism' [...] to indicate a preference for actions in the near term that have detrimental consequences for the long term, while we will use 'myopia' to indicate the difficulty of assessing long-term consequences, irrespective of whether this is suboptimal" (McAulay, 2008, p. 274).*

#### ◆ LONG-TERMISME ET SUSTAINABILITY : BANSAL & DESJARDINE, 2014

Bansal & Desjardine ont récemment mis en relation la notion de long-termisme et de *sustainability* (2014). Selon eux, le temps est central à la *sustainability*, ce qui le différencie de concepts similaires tels que la responsabilité sociétale des entreprises (RSE). Ils définissent ainsi que les « *sustainable businesses are those that manage intertemporal trade-offs in strategic decision making, so that both the short and long term are considered* » (Bansal & Desjardine, 2014, p. 71). Ainsi, selon ces termes, le court-termisme s'oppose à la notion de *sustainability*.

### **2.3. Causes avérées du court-termisme**

Dans ses articles de 1996 et de 2004, Laverty soulève le débat sur le court-termisme et argumente en faveur de la nécessité de ne pas prendre en compte la dimension économique de manière isolée pour expliquer les raisons du court-termisme. Les dimensions individuelle (du manager) et organisationnelle (d'une entreprise) sont aussi à prendre en compte. Il s'agit là en effet des trois *inputs* décisionnels influençant la performance d'une entreprise. Brochet, Serafeim & Loumiotis (2012) vont en ce sens en mettant l'accent sur le fait que les managers sont tout autant à mettre en cause que les investisseurs, et que considérer ces derniers de manière isolée ne reviendrait qu'à analyser une partie du problème.

Partant de cette proposition de classement de Laverty ainsi que de l'avertissement de Brochet et al., nous décidons de nous en inspirer pour notre typologie. Par souci de clarté, nous décidons d'en changer légèrement les termes et la sémantique. Nous catégoriserons donc nos causes selon les trois critères suivants :

1. Dimension managériale : le comportement individuel du manager est directement responsable dans certaines causes pouvant mener à du court-termisme ;
2. Dimension organisationnelle : l'entreprise, à travers son organisation et sa propre culture, peut peser sur la balance ;
3. Dimension externe : par le biais de facteurs économiques, technologiques et légaux, le phénomène peut s'accroître.

#### **2.3.1. Dimension managériale**

##### **Asymétrie d'information**

L'asymétrie d'information se résume simplement ici au fait que les managers détiennent plus d'informations sur leur entreprise que les investisseurs n'en ont. Particulièrement, étant donné que les investisseurs n'ont pas une information complète sur les perspectives à long-terme de l'entreprise, la performance à court-terme devient un proxy pour les managers à travers duquel ceux-ci peuvent fournir de l'information concernant l'état de santé de l'entreprise. De fait, les investisseurs désirent estimer les

perspectives à long-terme doivent se reposer sur l'information sur les performances à court-terme dont ils disposent.

De ce raisonnement, on peut déduire qu'au plus l'asymétrie d'information est importante, au plus les investisseurs devront se reposer sur les résultats actuels de l'entreprise. Ainsi, les managers seront plus enclins à fournir des résultats à court-terme.

Laverty (1996) explique que l'asymétrie d'information est notamment supérieure au Etats-Unis par rapport au Japon, en s'appuyant sur une étude empirique de Jacobson et Aaker (1993) :

“*[They] provided an empirical test of U.S. and Japanese stock market reactions to both current earnings and expectations of future earnings. Their results showed that the Japanese stock market reacts more strongly to expectations of future earnings, and they argued that this is evidence that there is less information asymmetry in Japan than in the United States regarding future prospects and intangible assets.*”  
(Laverty, 1996, pp. 838-839)

#### **Ambiguïté de rôle et aversion au risque**

Dans notre contexte, l'ambiguïté de rôle, ou *role ambiguity*, est la différence entre l'information dont une personne a besoin pour remplir une tâche et l'information dont elle dispose. Concrètement, cette différence s'observe ici lorsque le manager ne dispose pas des éléments nécessaires afin d'avoir un avis éclairé à propos d'une décision à prendre.

Etant donné que l'incertitude est notamment corrélée avec le temps, la différence entre l'information nécessaire et l'information disponible est plus importante lorsqu'il s'agit de prendre des décisions à long-terme. L'ambiguïté de rôle s'associe donc avec le court-termisme puisque le manager préférera prendre des décisions pour lesquelles il disposera de plus d'information, selon l'appui théorique stipulant que l'ambiguïté de rôle « *frustrates the human need for clarity or structure in the environment* » (Katz & Kahn, 1978, p. 206).

Marginson & McAulay (2008) valident l'hypothèse de corrélation entre *role ambiguity* et court-termisme à travers un modèle empirique concluant se basant sur les réponses d'exécutifs au sein d'une entreprise (comparaison intra-entrepreneuriale). Cela suppose l'idée que les managers auront tendance à préférer se focaliser sur le court-terme, moins incertain que le long-terme.

D'autres études se sont plutôt focalisées sur le facteur de l'ambiguïté de rôle qui est porteur de court-termisme : l'incertitude. L'aversion au risque (*risk aversion*, ou *loss aversion*) liée à cette incertitude a été mesurée dans l'étude de Basu, Raj & Tchalian (2008). L'incertitude liée au risque exacerbe le biais du manager vers le désir de récompense à court-terme.

Laverty (2004) a aussi fait état de la difficulté d'évaluation et de comparaison pour les managers de projets ayant un horizon de temps différent. De fait, et en pratique, les managers n'utilisent pas systématiquement la méthode de la valeur actualisée nette (VAN) pour comparer des projets. Cette pratique non-systémique aurait pour effet d'accentuer l'ambiguïté de rôle concernant l'évaluation à long-terme.

### **Lissage des bénéfices**

Dans ce que nous appelons en anglais l'*earnings management*<sup>1</sup>, le lissage des bénéfices (en anglais : *smooth earnings*) est une pratique courante. Comportement analysé notamment par Beidleman (1973), la littérature nous montre que le dirigeant a une préférence à présenter des résultats lisses et réguliers à travers le temps plutôt que certains pics de bénéfices de temps à autre, à total bénéficiaire égal. Cette motivation pour le lissage des bénéfices viendrait essentiellement de la perception des investisseurs que les entreprises à gains réguliers sont considérées comme moins risquées, car plus stables et plus prédictibles.

Le lien entre cette tendance et le court-termisme a été effectué en 2005 par Graham, Harvey & Rajgopal. Selon eux, lorsqu'un dirigeant est confronté à un choix d'investissement à long-terme fructueux, il se peut que celui-ci se refuse à investir si cela nuit à la régularité et à la lisseté des résultats financiers.

Les auteurs ont mis en évidence ce comportement à travers la récolte d'interviews effectuées auprès de différents CFO. En réponse à une question, 78% d'entre eux admettent qu'ils seraient prêts à sacrifier de la valeur à l'entreprise en refusant des projets à

---

<sup>1</sup> Il s'agit en bref de la gestion des données comptables pour en influencer la représentation en fonction des besoins de l'entreprise.

Valeur Actuelle Nette (VAN) positive si cela permet d'obtenir des résultats financiers lisses.

### **Ressenti de la pression des marchés**

La finance comportementale permet d'expliquer en partie les biais court-termistes observés à travers les décisions des managers. Demirag (1995) démontre, à travers un questionnaire soumis à des managers financiers, que ces derniers ont tendance à ressentir de manière croissante des pressions court-termistes de la part des marchés financiers, et que cela les amène à eux-mêmes prendre et à déléguer des décisions court-termistes. Cependant, les auteurs précisent que la véracité de ces pressions du marché importe peu, car c'est bien la perception que les directeurs financiers s'en font qui influencera leur comportement.

Une autre preuve empirique de la pression ressentie des investisseurs a été apportée par Dichev, Graham, Harvey & Rajgopal (2013). Ils fournissent des chiffres montrant que plus de 90% des répondants à des interviews menées auprès de CFOs de compagnies publiques sont d'accord sur le fait que si les entreprises fournissent des rapports qui ne représentent pas la performance économique, c'est en partie en raison de pression, interne ou externe, pour atteindre les seuils financiers fixés pour l'année en cours. Etant donné qu'il s'agit de réponses obtenues de la part d'exécutifs, il s'agit bien ici de pression ressentie et non de pression avérée.

### **Préférence pour des gains immédiats**

Les humains ont un biais vers la gratification immédiate. Ils ont tendance pour cela à surévaluer l'actualisation dans le temps (Loewenstein & Thaler, 1989). Nous avons donc une propension à vouloir consommer généralement moins, mais maintenant, plutôt que plus, et plus tard.

Ce comportement répond au concept d'*hyperbolic discounting*. Facteur crucial dans l'analyse des choix intertemporels, il s'agit en quelques mots de la tendance managériale à actualiser de manière excessive la valeur à long-terme d'un projet. Ainsi, les projets à long-terme perdent en compétitivité, et peuvent être parfois mis sur le côté à la faveur de projets à court-terme, qui n'auront pas été sous-évalués.

Pour illustrer ce comportement, mettons en avant l'exemple de Strotz (1955-1956), qui lui a permis d'expliquer clairement l'inconsistance de l'actualisation dynamique. Voici les questions qu'il a posées afin de soutenir son raisonnement :

(A) Choisissez une récompense parmi les propositions suivantes :

(A.1) Une pomme aujourd'hui.

(A.2) Deux pommes demain.

(B) Choisissez une récompense parmi les propositions suivantes :

(B.1) Une pomme dans un an.

(B.2) Deux pommes dans un an et un jour.

Bien que certains répondants seraient tentés d'opter pour (A.1), personne ne sélectionnerait (B.1). Pourtant, si le taux d'actualisation était constant (comme il devrait l'être), alors le choix aurait dû être pris à l'identique pour chaque question.

Le concept de base est repris et affiné en 2005 par Dasgupta & Maskin, qui emploient plutôt le terme d'*intertemporal preference reversals*. À horizon de temps des gains incertain, le preneur de décision aura tendance à devenir impatient au fur et à mesure que le temps passe et à opter *in fine* pour des décisions court-termistes sous-optimales. Le parallèle peut être fait avec le manager devant opter dans l'urgence pour des projets au moment où le jour de la publication du rapport trimestriel approche. Là encore, l'exemple des pommes s'avère pertinent en guise d'illustration.

### Réaction suite à un déclin ou à un rebondissement

Selon la théorie de la *threat rigidity*, si le marché est en déclin ou si l'entreprise a été récemment dévaluée, les managers seront ensuite plus réticents au risque, et vice-versa (c'est-à-dire que les managers seront plus enclins à risquer s'il y a une bonne progression récente). Cette théorie s'oppose à la *prospect theory* : si le marché est en déclin ou si l'entreprise a été récemment dévaluée, les managers vont prendre ensuite plus de risques pour pallier la contre-performance, et vice-versa.

En cas de *threat rigidity theory* avérée, le manager, plus prudent, évitera les investissements à long-terme, risqués par nature, pour se concentrer sur l'optimisation des résultats à court-terme.

Latham & Braun (2010) testent les deux théories via le proxy des dépenses en R&D : si un manager est plus prudent, il aura tendance à faire réduire les dépenses de l'entreprise en R&D, et vice-versa.

Les résultats des auteurs ont amené le rejet de l'hypothèse de la *prospect theory* et mis en évidence l'existence de la *threat rigidity theory*. L'existence de ce facteur est donc également à prendre en compte pour expliquer de manière exhaustive les causes liées à l'existence du court-termisme dans notre système économique.

### **Désir de fournir des résultats conformes ou supérieurs aux attentes**

Le postulat de départ est que, dans le désir de répondre aux prévisions financières des investisseurs, les managers seraient prêts à user d'artifices afin d'obtenir des résultats annuels qui correspondent au moins aux prévisions ou aux attentes. Les manipulations peuvent être d'ordre comptable (maniement des chiffres) ou concrètes (réduction de dépenses en R&D, réduction des dépenses publicitaires, ...). Ces changements, outre le fait qu'ils impliquent que les chiffres et donc l'information fournie aux investisseurs sont tronqués, sont également à blâmer dans la mesure où les managers les effectuent en pleine conscience du sacrifice opéré quant aux perspectives de développement de la valeur à long-terme de l'entreprise.

Terry (2015) trouve empiriquement que les entreprises qui viennent de rencontrer ou de dépasser de manière légère les chiffres prévisionnels de l'année écoulée ont également baissé de manière substantielle leurs investissements en R&D. Il y a un écart de 30% en moyenne dans les investissements en R&D avec les entreprises qui ne sont pas parvenues à atteindre les prévisions de recettes. Pour tous les autres résultats annuels, la courbe est lisse ; la seule irrégularité se situe au niveau des résultats tournant autour du nul : un nombre singulièrement élevé d'entreprises juste au-delà des attentes, et un nombre tout aussi spécialement faible d'entreprises juste en deçà des prévisions. Le court-termisme arrive comme cause criante dans l'explication de ces singularités : les managers sont prêts à réduire les frais de R&D pour avoir de bons résultats sur l'année, quitte à mettre du plomb dans l'aile du long-termisme.

Ces résultats sont consistants avec les observations de Graham, Harvey & Rajgopal (2005), obtenues suite à des entretiens effectués auprès de CFO d'entreprises. On y

relate notamment selon les résultats de ces interviews que 80% des participants disent être capable de réduire les dépenses en R&D, publicité et maintenance, si cela permet d'atteindre les objectifs financiers désirés initialement. Egaleme nt d'après l'enquête, plus de la moitié des CFO se verraient prêts à reporter la mise en place d'un nouveau projet si l'atteinte d'objectifs financiers en dépend, même en ayant conscience que le report du projet aurait pour conséquence une légère perte de valeur pour l'entreprise à l'avenir. Toujours d'après les résultats des répondants, 59% d'entre eux refuseraient de lancer un projet dont la VAN serait positive si ce projet venait à troubler la réalisation des prévisions financières de l'année.

### 2.3.2. Dimension organisationnelle

#### Influence des groupes de travail

Les groupes de travail peuvent s'auto-influencer, par exemple via la propagation d'idées des personnalités influentes, ou par conformisme. L'idée défendue est donc que le court-termisme serait un courant de pensée contagieux au sein d'un groupe de travail.

L'hypothèse est confirmée empiriquement en 2008 par Marginson & McAulay. Les pensées d'un manager court-termiste influencent donc de manière significative celles des autres managers au sein d'un groupe.

#### Composition du conseil d'administration

Fusso (2013) remet en question les rapports de *corporate governance* publiés qui ne sont qu'une réponse trop faible par rapport à la nécessité d'améliorer la gouvernance d'entreprise. En particulier, Fusso s'interroge sur la capacité actuelle de beaucoup de *boards* à gouverner.

Gonzalez et André (2014) analysent quant à eux la composition du conseil d'administration d'une entreprise et son éventuelle influence vers des tendances court-termistes, en fonction de tel ou tel facteur. Plus généralement, l'hypothèse testée se résume à la corrélation ou non entre des conseils d'administration plus efficaces et des risques moindres d'effet court-termiste.

L'efficacité du *board* est mesurée selon les facteurs de taille (mieux si pas trop large), d'indépendance (si possible, au moins 50% de membres indépendants), d'expérience (atout) et du quota de participations en *stock options* des directeurs (mieux si les direc-

teurs possèdent beaucoup de parts, ces derniers devenant alors soucieux de prendre des décisions plus optimales pour l'entreprise).

Les résultats empiriques se sont avérés concluants et supportent pleinement l'hypothèse des auteurs. Un conseil d'administration peut donc stimuler, mais aussi enrayer l'effet de court-termisme, en fonction de sa composition.

### **Rigidité des contrôles budgétaires**

La rigidité ou la souplesse de la politique de contrôle budgétaire de l'entreprise auraient une influence sur le court-termisme. L'argument supportant cette hypothèse découle du fait qu'une politique budgétaire rigide, bien qu'éliminant une partie du dysfonctionnement comportemental (création de relâche budgétaire), contraint d'autant plus les managers à fournir les résultats financiers demandés. Nous supposons qu'ils devront donc faire plus de sacrifices à long-terme pour arriver à leurs fins budgétaires pour l'année en cours, en cas de nécessité.

Dans son article, Van Der Stede (2000) établit l'évidence d'une corrélation positive indirecte entre une politique de rigidité budgétaire et le court-termisme managérial<sup>1</sup>. On y note aussi que les entreprises suivant une stratégie de différenciation ou ayant eu de meilleurs résultats récents sont moins sujettes à opter pour des contrôles budgétaires rigides.

### **Financement de l'entreprise**

Il apparaît, selon Porter (1992) que la préférence de financement de l'entreprise aurait un impact sur le ressenti de pression que subit le manager. Si le financement par capitaux est plus important que le financement par emprunt, l'entreprise serait plus susceptible d'adopter une position court-termiste. Porter argumente en précisant que, si les deux modes de financement sont autant long-termistes l'un que l'autre, le financement par capitaux s'accompagne de plus d'attentes et de surveillance, et véhiculerait ainsi plus de pression auprès des exécutifs. Nous sommes donc là encore dans le domaine de la pression ressentie plutôt que de la pression avérée.

---

<sup>1</sup> Précisons que dans cet article, la corrélation négative n'a pas été directement établie de manière significative. Cependant, l'hypothèse est supportée de manière indirecte à travers d'une part la corrélation négative établie entre contrôles budgétaires rigides et relâchement budgétaire, d'autre part la corrélation négative entre relâchement budgétaire et court-termisme managérial.

Amable et Chatelain (1995) argumentent quant à eux en montrant que les petits prêteurs auront tendance à écarter les projets à long-terme, et les organismes financiers centralisés tels que les banques seront au contraire plus sensibles à des projets à long-terme. Cette approche différente témoigne également en faveur du financement par emprunt.

### 2.3.3. Dimension externe

#### Taux d'actualisation à long-terme surévalué

Nous reprenons ici le concept d'*hyperbolic discounting* déjà décrit précédemment afin de déterminer si cette inconsistance individuelle, jusqu'ici analysée d'un point de vue managérial, peut également s'observer du côté des investisseurs. Etant donné que les marchés et les décisions managériales s'auto-influencent, il s'agit ici de savoir si les investisseurs donnent du crédit aux managers surévaluant le taux d'actualisation à long-terme, ou s'ils régulent au contraire cet effet en pénalisant les entreprises en question. En bref, la question est de savoir si la tendance est appuyée et mesurable de manière macro-économique.

Miles (1993) teste empiriquement si les investisseurs participent au *discount* trop important des projets à long-terme, en mesurant les données de 1980 à 1988 auprès de 477 entreprises non financières du Royaume-Uni. Son but est de confirmer ou infirmer l'hypothèse affirmant à l'époque que l'économie anglo-saxonne était sous-optimale dans ses investissements à long-terme, et ce dû à l'intrusion des marchés financiers dans le processus de décision des managers. Non seulement les résultats amènent à conclure à la présence de court-termisme dans l'évaluation même des projets dû à un taux d'actualisation trop élevé, mais Miles pointe aussi le fait que cette tendance s'est accrue tout au long des années 1980.

Le modèle ainsi que la méthode de calcul ont été repris et actualisés par Davies, Haldane, Nielsen & Pezzini en 2014, afin de vérifier qu'un biais court-termisme existe et a pour effet de court-circuiter l'envie des managers à engager des fonds dans les investissements. Cette fois, les données de 1985 à 2004 ont été analysées. Une fois encore,

l'hypothèse a été confirmée, et de nouveau la tendance court-termiste semblait croître au fur et à mesure des années.

### **Proportion d'investisseurs institutionnels dans l'entreprise**

Sur base des données récoltées aux États-Unis, Bushee (1998) démontre empiriquement que les managers seront plus ou moins influencés suivant le taux de participation institutionnelle dans l'entreprise. Il se dégage de l'étude que les managers auront davantage tendance à compenser les attentes de pertes futures par une diminution des frais en R&D si la part d'investisseurs financiers est importante dans l'entreprise.

Aussi, dans l'attente d'un déclin des recettes, l'attitude sera exacerbée si la participation institutionnelle est constituée d'institutions qui ont un portefeuille d'entreprises à haut rendement et qui pratiquent plutôt du *momentum trading*.

Chen, Lin & Yang se basent sur l'article de Bushee pour l'actualiser en 2015 et l'appliquer cette fois à Taiwan. Le but est donc de voir si le modèle occidental (représenté par les États-Unis) se reproduit dans les mêmes proportions dans les pays émergents (représentés par Taiwan).

En suivant le principe discuté dans l'article de Bushee, le court-termisme managérial dépendrait également des résultats anticipés de l'entreprise selon Chen, Lin & Yang. En effet, si les managers s'attendent à subir de légères pertes, ces derniers auront tendance à effectuer des coupes budgétaires en R&D si ces coupes permettent de compenser les pertes attendues.

Dans ce modèle, la proportion de participation institutionnelle est également facteur déclencheur de court-termisme, selon la performance de l'entreprise et la provenance de l'institution. Globalement, la myopie managériale sera intensifiée par une haute proportion de participation institutionnelle domestique, mais sera plutôt relaxée par une participation institutionnelle étrangère forte.

Bøhren, Priestley et Ødegaard (2009) pointent un phénomène similaire. Partant de l'idée que des investisseurs court-termistes vont détruire la valeur de la firme, l'entreprise gagnera ou perdra en valeur en fonction des actionnaires qui la détiennent.

En pratique, les investisseurs court-termistes prendront la forme d'investisseurs financiers (i.e. investisseurs institutionnels) auxquels on oppose entre autres les investis-

seurs personnels, à horizon plus long-termiste (d'autres catégories d'investisseurs peuvent être rangés sous la catégorie « long-termiste », tels que les investisseurs étrangers, industriels non-financiers, et d'Etat). La destruction de valeur de l'entreprise s'intensifie si la durée de détention des investisseurs court-termistes est élevée, se traduisant en une poursuite à long-terme d'objectifs à court-terme.

En termes de chiffres, la tendance est bien à l'augmentation de la proportion d'investisseurs institutionnels. Comme le rapportent Çelik & Isaksson (2013), au milieu des années 1960, ces derniers détenaient environ 16% des entreprises publiques aux États-Unis et 46% au Royaume-Uni, contre respectivement environ 60% et 89% au début des années 2010. Porter (2012), lui, rapporte les chiffres de 8% en 1950 pour 60% en 1990 aux États-Unis.

#### **NTIC et Transactions à haute fréquence**

Les avancées technologiques ont permis de répandre les informations de manière plus efficace et rapide au cours des dernières décennies, permettant aux investisseurs d'avoir un temps de réponse plus rapide et une rapidité de transaction plus importante. Les barrières techniques aux transactions à court-terme s'envolent.

L'apparition du concept de transactions à haute fréquence (en anglais : *high-frequency trading* ou HFT), qui sont apparues suite au développement d'algorithmes et de l'ingénierie informatique et ont envahi le marché depuis une dizaine d'années, a métamorphosé toute une partie du système de transaction financière. Aujourd'hui, le *trading* à haute fréquence occupe au moins la moitié des volumes de transaction financière, et les ordres sont passés dans des délais de l'ordre de la milli- ou de quelques microsecondes (Lewis, 2014).

Ce nouveau type de finance a en outre mis au premier plan les investisseurs institutionnels, plus à-même de répondre au flot massif d'informations échangées aujourd'hui dans les marchés financiers. Les investisseurs individuels ont désormais plus tendance à se tourner vers ces institutions pour qu'elles s'occupent des transactions à leur place. Cela explique en partie l'augmentation rapportée au point précédent, concernant la proportion d'investisseurs institutionnels (Çelik & Isaksson, 2013).

### **Volatilité des marchés**

En raison des deux causes précédemment citées, respectivement la proportion d'investisseurs institutionnels en croissance et l'essor du *high-frequency trading*, la volatilité des marchés, et donc l'incertitude, augmente. L'horizon d'investissement par les fonds institutionnels s'est vu fortement réduit au cours des dernières décennies. D'une moyenne d'environ sept ans dans les années 1960, la durée moyenne de détention a chuté à moins d'un an pendant les années 2000 (Rappaport, 2006).

Cet accroissement est forcément corrélé à une progression associée du court-termisme. Puisque l'horizon de temps de détention d'une action diminue, les managers se sentent poussés vers le choix d'une orientation managériale à court-terme. Qui plus est, du côté des investisseurs, il devient plus difficile d'évaluer le potentiel à long-terme des entreprises lorsque la volatilité augmente, ce qui augmente le regard vers des indicateurs à court-terme (Olesiński, Opala, Rozkrut, & Torój, 2014). Le problème s'intensifie donc de lui-même.

### **Fréquence élevée de publication des rapports financiers**

Comme le rapportent Gigler, Kanodia, Chandra & Venugopalan (2014), les entreprises listées aux Etats-Unis sont aujourd'hui tenues de fournir au moins quatre fois par an un rapport financier auprès de leurs actionnaires<sup>1</sup>. Les auteurs notent à raison – cf. aussi Laverty (1996) qui en parle – que si l'augmentation de la fréquence de publication apporte des avantages évidents en terme d'information fournie aux marchés, elle peut être également synonyme de court-termisme managérial. En effet, l'augmentation liée au besoin de fournir des résultats conformes aux attentes, combinée à l'impatience accrue des actionnaires, accentuera l'attraction des managers vers la prise de décisions à tendance court-termiste.

En 1986, d'après un questionnaire délivré par le Wall Street Journal auprès de CEO de grandes entreprises, 82% d'entre eux reprochaient aux marchés d'accorder trop

---

<sup>1</sup> En Europe, l'obligation se limite aujourd'hui à la présentation de rapports annuels. Toutefois, d'après la page du site FocusIFRS.com concernant l'IAS 34 (information financière intermédiaire), « [...] *les gouvernements, les commissions de valeurs mobilières, les bourses et les organismes comptables imposent bien souvent aux entités dont les titres d'emprunt ou de capitaux propres sont cotés de publier des rapports financiers intermédiaires* [semestriels ou trimestriels]. » (Champ d'application, para. 1)

d'importance aux gains trimestriels, au détriment d'investissements à long-terme plus conséquents.

Chen, Subramanyam & Yuang (2007) ont étudié auprès de 1406 entreprises américaines la présence de facteurs court-termistes lorsque les firmes publient fréquemment des prévisions de résultat à horizon trimestriel. Il en ressort que les entreprises publiant fréquemment ces prévisions atteignent ou dépassent les attentes du marché de manière relativement plus fréquente, mais investissent pourtant moins en R&D et fournissent des résultats sur le long-terme inférieurs à ceux d'entreprises qui ne fournissent des prévisions de résultats qu'à raison occasionnelle.

Gigler, Kanodia, Chandra et Venugopalan (2014) analysent de manière plus contextuelle l'impact de la fréquence des rapports financiers, en analysant les coûts et bénéfices d'une augmentation de la fréquence de publication, et vice-versa. Le bénéfice principal d'une augmentation de la fréquence est que cela empêche les marchés d'être mal informés et de réduire de fait les risques d'investissement dans des projets non concluants. Le coût lié à l'augmentation s'explique surtout par l'augmentation de la probabilité de pratique de court-termisme managérial dans l'entreprise en question.

Une comparaison mathématique est établie entre un actionnaire parfaitement informé, irrégulièrement informé, et régulièrement informé. Ici, pas de réponse chiffrée en termes de fréquence optimale objective, mais plutôt la démonstration qu'il faut balancer correctement la fréquence des rapports financiers afin d'informer au mieux l'actionnaire sans trop favoriser le court-termisme.

Cet accroissement est forcément corrélé à une progression associée du court-termisme. Puisque l'horizon de temps de détention d'une action diminue, les managers se sentent poussés vers le choix d'une orientation managériale à court-terme. Qui plus est, du côté des investisseurs, il devient plus difficile d'évaluer le potentiel à long-terme des entreprises lorsque la volatilité augmente, ce qui augmente la concentration sur des indicateurs à court-terme (Olesiński, Opala, Rozkrut, et Torój, 2014). Le problème s'intensifie donc de lui-même et fait boule de neige.

### **Pression des investisseurs sur le management**

Lors d'un point précédent, nous avons discuté dans la dimension managériale que le management peut opérer des changements comportementaux axés vers le court-termisme s'il ressent de la pression de la part des actionnaires. Ici, il s'agit plutôt de savoir si des preuves réelles de pression managériale venant des investisseurs existent dans notre économie.

Une preuve empirique a été apportée par Terry (2015), qui démontre que la compensation des CEO dont la firme ne parvient pas à fournir des profits au dessus des attentes souffre d'une baisse de 7% en moyenne (5% si l'on étend l'échantillon aux managers principaux de l'entreprise). Une tendance qui montre que les managers sont mis sous pression pour obtenir des chiffres qui ne soient pas en-dessous des attentes des investisseurs. Ces attentes à court-terme peuvent être alors satisfaites au prix de coupures dans les investissements par exemple, et donc au prix d'une optimalité de retour financier à long-terme.

Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini (2014) apportent quant à eux la preuve que la redistribution des bénéfices aux investisseurs se fait globalement de manière supérieure à ce qui devrait être optimal, au détriment du réinvestissement dans l'entreprise. Cette tendance apporte la preuve que le management se sent contraint de fournir les résultats attendus, quitte à redistribuer de manière non efficiente la part des bénéfices de l'entreprise.

### **Présentations et focalisations des données entrepreneuriales**

Les habitudes concernant d'une part la manière d'organiser les objectifs stratégiques de l'entreprise, d'autre part les points sur lesquels ses managers se concentrent, peuvent influencer la tendance au court-termisme.

Selon Bansal et Desjardine (2014), les concepts théoriques enseignés aux futurs managers ne sont pas en phase avec le désir de leur inculquer une vision long-termiste. Il faudrait intégrer des mesures plutôt focalisées sur la *sustainability* tout en les mettant en avant au sein des résultats de l'entreprise, mais aussi donner l'habitude à tout le monde de considérer davantage ce type d'informations. Il s'agirait surtout d'intégrer des données de type dynamique (c'est-à-dire qui fournisse de l'information sur un horizon

de temps composé). Celles-ci sont plus compliquées à interpréter, mais elles offrent une meilleure vision globale de l'entreprise. La plupart des mesures d'aujourd'hui sont de type financier et réduisent les données récoltées à travers le temps en une donnée unique, camouflant la dimension temporelle (exemples : *ROI/ROA/ROE, net income, share price, expected growth, ...*).

Des exemples de données non-financières *sustainable* incluent la disponibilité des ressources naturelles et la gestion des déchets, la durabilité de la relation avec les actionnaires, les mesures prises pour le bien-être des employés, etc. Un exemple de donnée financière *sustainable* inclue l'*organizational resilience*, mesure de la capacité de l'entreprise à résister aux chocs.

Mosakowski et Earley ont également appuyé l'hypothèse des lacunes de décisions stratégiques entrepreneuriales incluant une dimension temporelle. En mettant l'emphase sur des mesures de performance financière à dimension unique, la stratégie « *fail[s] to incorporate the temporal assumptions of individual or firm-level actors* » (Mosakowski et Earley, 2000, p. 803).

Toujours concernant les influences de l'utilisation des données, Marginson, McAulay, Roush et Van Zijl établissent en 2010 un lien empirique entre l'utilisation diagnostique de données non-financières et le court-termisme.

Plus spécifiquement, les auteurs différencient d'une part l'utilisation de données financières ou non-financières, d'autre part l'utilisation diagnostique<sup>1</sup> ou interactive<sup>2</sup> des données.

Les paramètres, confrontés les uns avec les autres, ont amené aux quatre résultats suivants :

- L'utilisation diagnostique de données financières n'influence pas la présence de court-termisme ;
- Idem pour l'utilisation interactive de données financières ;

---

<sup>1</sup> Par utilisation diagnostique de données financières, on entend l'utilisation de systèmes d'information formels pour surveiller les résultats de l'organisation et corriger les déviations par rapport aux standards prédéfinis de performance. (Simons, 1995) On se concentre ici sur les aspects négatifs des données afin de tenter de les corriger (peu ou pas d'attention prêtée à ce qui va bien)

<sup>2</sup> Par utilisation interactive de données financières, on entend l'utilisation du système pour s'impliquer personnellement et régulièrement dans les décisions des subordonnés. (Simons, 1995). On entend raisonner via le dialogue, en réunions, en encourageant la créativité et l'innovation.

- L'utilisation diagnostique de données non financières influence positivement la présence de court-termisme ;
- L'utilisation interactive de données non financières influence négativement la présence de court-termisme.

### **Réduction de la durée du mandat des managers**

Dans ce point, la notion d'opportunisme managérial est clé. L'explication théorique se présente comme suit. Nous partons de l'hypothèse de base stipulant que les managers ont tendance à préférer obtenir des résultats qui servent leurs propres intérêts plutôt que ceux de l'entreprise. Les intérêts de l'entreprise auront tendance à diverger de ceux du manager si la durée du mandat de ce dernier diminue : l'obtention de résultats conséquents à court-terme peut se faire au détriment de résultats à long-terme. En d'autres mots, l'horizon de décision optimal du manager est plus court que l'horizon de décision de l'entreprise, créant une distinction entre les intérêts de chacun. Ce coût d'agence participe à l'effet de court-termisme.

L'effet de l'opportunisme managérial sur les performances à long-terme est déjà débattu en 1996 dans l'article de Laverty.

En 2010, Antia, Pantzalis et Park évaluent de manière empirique la relation entre l'horizon de décision attendu du CEO (donc la durée estimée de son mandat) et la performance de l'entreprise dirigée. L'âge et la longueur du mandat actuel sont utilisés en guise de proxy d'horizon de décision. Les résultats s'avèrent très concluants en faveur de la corrélation positive entre la longueur prévue du mandat du dirigeant et :

- Des coûts d'agence moindres ;
- Un risque d'information<sup>1</sup> moindre ;
- Une évaluation du marché plus élevée.

La tendance de ces dernières décennies à octroyer des mandats toujours plus courts aux CEO a exacerbé l'effet d'opportunisme managérial. Pour illustrer ces propos, Kaplan et Minton (2012) écrivent :

---

<sup>1</sup> Le risque d'information correspond au risque que l'information utilisée par l'investisseur des parts d'une entreprise soit pauvre ou biaisée.

*"[...] the CEO job is more precarious than in the past. When external takeovers are included, the average tenure of a CEO has declined to less than six years for the recent 1998 to 2005 period. The recent tenures are substantially shorter than those reported in previous work for the 1970s, 1980s, and 1990s. The shorter tenures appear to have continued out of sample." (Kaplan et Minton, 2012, p. 83)*

Dans leur rapport de 2014 sur le court-termisme, les auteurs du département financier d'E&Y (Olesiński, Opala, Rozkrut, et Torój, 2014) démontrent que l'augmentation d'un an du mandat d'un CEO dans une entreprise européenne mènera à terme à une augmentation du ROE de 0,3% en moyenne. L'effet est plus important encore si l'augmentation s'ajoute à un mandat court ; il s'exprime ensuite de manière décroissante au plus le mandat existant est déjà long. Cette tendance soutient l'hypothèse qu'à terme, le CEO perd en compétitivité, et qu'il existe donc un équilibre déterminé par ces facteurs pour évaluer le nombre d'années idéal d'investissement d'un CEO.

Les auteurs démontrent également une augmentation liée des investissements dans l'entreprise : le ratio de distribution dans les investissements par rapport aux revenus totaux augmente de 0,2% par année de mandat supplémentaire du CEO dans l'entreprise.

Rappelons tout de même qu'un mandat trop long n'est pas empiriquement conseillé. Référons-nous par exemple à Handersen, Miller et Hambrick (2006) qui arrivent à représenter empiriquement la courbe de performance du CEO avec le temps, d'abord croissante grâce à l'expérience acquise et à la mise en place croissante des décisions prises, puis décroissante à cause de l'effet de divergence par rapport à l'environnement externe qui s'agrandit avec le temps (leur paradigme devient obsolète plus rapidement qu'ils ne peuvent apprendre). Un compromis dans la durée du mandat des managers est donc à trouver.

### **Détention privée ou publique de l'entreprise**

En 2014, un rapport de E&Y Poland sur le court-termisme (Olesiński, Opala, Rozkrut et Torój, 2014) pointe les entreprises publiques comme étant particulièrement touchées. En motif, les entreprises listées sont plus sensibles aux différentes causes citées en sus. Particulièrement, les auteurs mettent en avant une plus grande sensibilité à la pression des actionnaires pour délivrer des résultats réguliers, le *trading* haute fréquence, la plus grande volatilité du marché, ou le rôle plus important des investisseurs institutionnels.

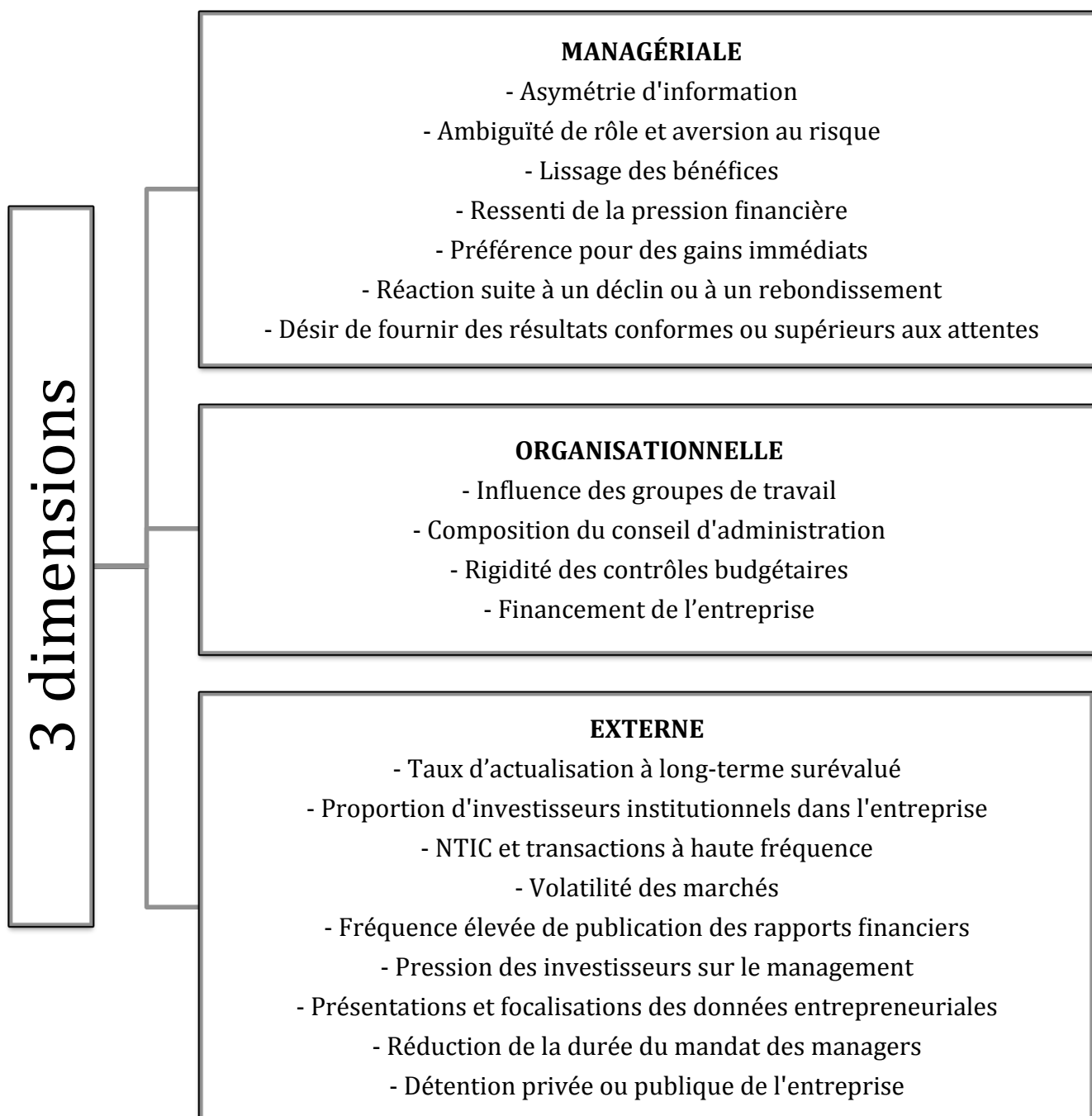
En 2014, Gao et Li analysent et comparent le système de rémunération des CEO dans les entreprises privées et publiques. Les résultats montrent que le lien entre la rémunération du CEO et la performance de l'entreprise est bien plus important dans les entreprises listées. Un lien positif entre rémunération et performance de l'entreprise renforce les coûts d'agence, porteurs de court-termisme.

Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini (2014) démontrent que le fait d'être une entreprise publique ou privée a une importance déterminante dans le fait que la firme sera touchée ou non par le court-termisme managérial. La preuve empirique est apportée en montrant que les entreprises privées ont tendance à investir relativement davantage que celles listées en bourse, soutenant l'hypothèse d'une propension plutôt court-termiste pour ces dernières.

#### **2.3.4. Tableau récapitulatif**

Voir page suivante.

**Tableau 1 : récapitulatif des causes évoquées du court-termisme**



#### **2.4. Conséquences du court-termisme**

Le point ayant été fait sur les causes potentielles du court-termisme, nous tentons maintenant d'apporter un sens à cet inventaire synthétique en déterminant quel est l'impact global de ces différents facteurs sur notre économie.

Il est difficile de trouver des conséquences chiffrées, le court-termisme ne se mesurant pas directement. Pour cela, différents proxys ont été utilisés, dont certains font débat.

Notons que nous ne parlerons ici que de conséquences globales du court-termisme, et non de facteurs hybrides pouvant être à la fois assimilés comme cause et conséquence intermédiaire (ces facteurs sont discutés plus haut dans notre partie sur les causes). Une figure de synthèse est proposée plus loin à ce propos pour mettre en lumière les différentes relations entre les facteurs.

#### **2.4.1. Dimension micro-économique : innovation freinée, avantages concurrentiels en danger, croissance à long-terme inefficente**

Latham et Braun (2010) lient le court-termisme à la baisse des dépenses en R&D (les fluctuations de dépenses en R&D leur ont d'ailleurs servi de proxy du court-termisme). Comme le rapportent les auteurs, les investissements en R&D sont cruciaux afin de maintenir un avantage concurrentiel et être compétitif à long-terme. La corrélation existe entre les performances d'aujourd'hui et les investissements passés en R&D.

Nesbitt (2009) pointe la *business sustainability* comme étant mise en danger par le court-termisme, provoquant aussi une réduction des retours sur investissements. Ainsi, la gouvernance d'entreprise est souvent mise à mal.

Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini (2014) démontrent qu'à travers la surévaluation du taux d'actualisation à long-terme, la part de distribution des bénéfices accordée aux actionnaires est trop importante comparée à la part gardée en rétention pour les investissements. À la longue, cela se traduit par un coût d'opportunité qui amène les entreprises à fournir des performances sous-optimales.

Dans le rapport d'E&Y Poland de 2014 sur le court-termisme (Olesiński, Opala, Rozkrut et Torój, 2014), les auteurs ont produit une étude statistique montrant que, par rapport à la moyenne actuelle du taux de redistribution des bénéfices, si l'on augmentait de 10% en moyenne en Europe le taux de redistribution en investissement plutôt qu'en dividendes, cela aurait comme conséquence une augmentation moyenne du ROE de 4,5% sur le long-terme<sup>1</sup>. Cela traduit l'inefficience économique actuelle liée au court-termisme. Les auteurs précisent tout de même que cette même augmentation de 10% en

---

<sup>1</sup> Dans l'étude, le long-terme est étalonné arbitrairement à 15 ans.

investissements aurait pour conséquence une perte de capitalisation des entreprises à court-terme, de l'ordre de 1,6% à 3,9%. Le solde resterait donc positif pour l'économie.

#### **2.4.2. Dimension macro-économique : efficacité des marchés non optimale, production et innovation globales mises à mal**

La littérature est relativement peu fournie en matière de tentatives de détermination des coûts globaux liés au court-termisme. On y trouve majoritairement des suppositions vagues et imprécises. Nesbitt décrit par exemple en 2009 pourquoi le court-termisme conduit à la non-optimalité de l'efficacité des marchés.

Plus pertinent, Miles (1993) conclut, via le test sur des données tout au long des années 1980, que le taux d'actualisation à long-terme est surévalué au Royaume-Uni. Cette surévaluation amène à une sous-optimalité de l'économie britannique dans ses investissements à long-terme, et donc dans sa performance globale.

Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini (2014) ont repris le modèle de Miles pour l'actualiser sur une période s'étalant de 1985 à 2004<sup>1</sup>. Suite à leurs résultats, ils estiment que le court-termisme amènerait à une sous-optimalité du niveau de production dans les entreprises publiques de l'ordre de 20% par rapport à ce qui serait le cas dans une économie optimale.

Les mêmes auteurs ont également tenté d'estimer les coûts accumulés du surplus de court-termisme qui touchait les entreprises publiques au Royaume-Uni en 2010. C'est ce modèle que nous allons reprendre à la suite du mémoire. Étant donné les doutes ultérieurs que nous fournirons à propos de ce modèle, nous n'allons pas nous étaler davantage dessus dans ce chapitre. Toutefois, une description plus détaillée du modèle sera présentée au point 3.2.

### **2.5. Liens entre causes et conséquences (macro-économiques)**

Les différentes causes discutées précédemment ne sont pas toutes indépendantes l'une de l'autre : elles s'influencent et forment un système complexe. Chaque article consulté faisant état de quelques causes tout au plus, nous n'avons pas trouvé de synthèse décrivant l'ensemble des chemins qui pourraient mener au court-termisme. C'est

---

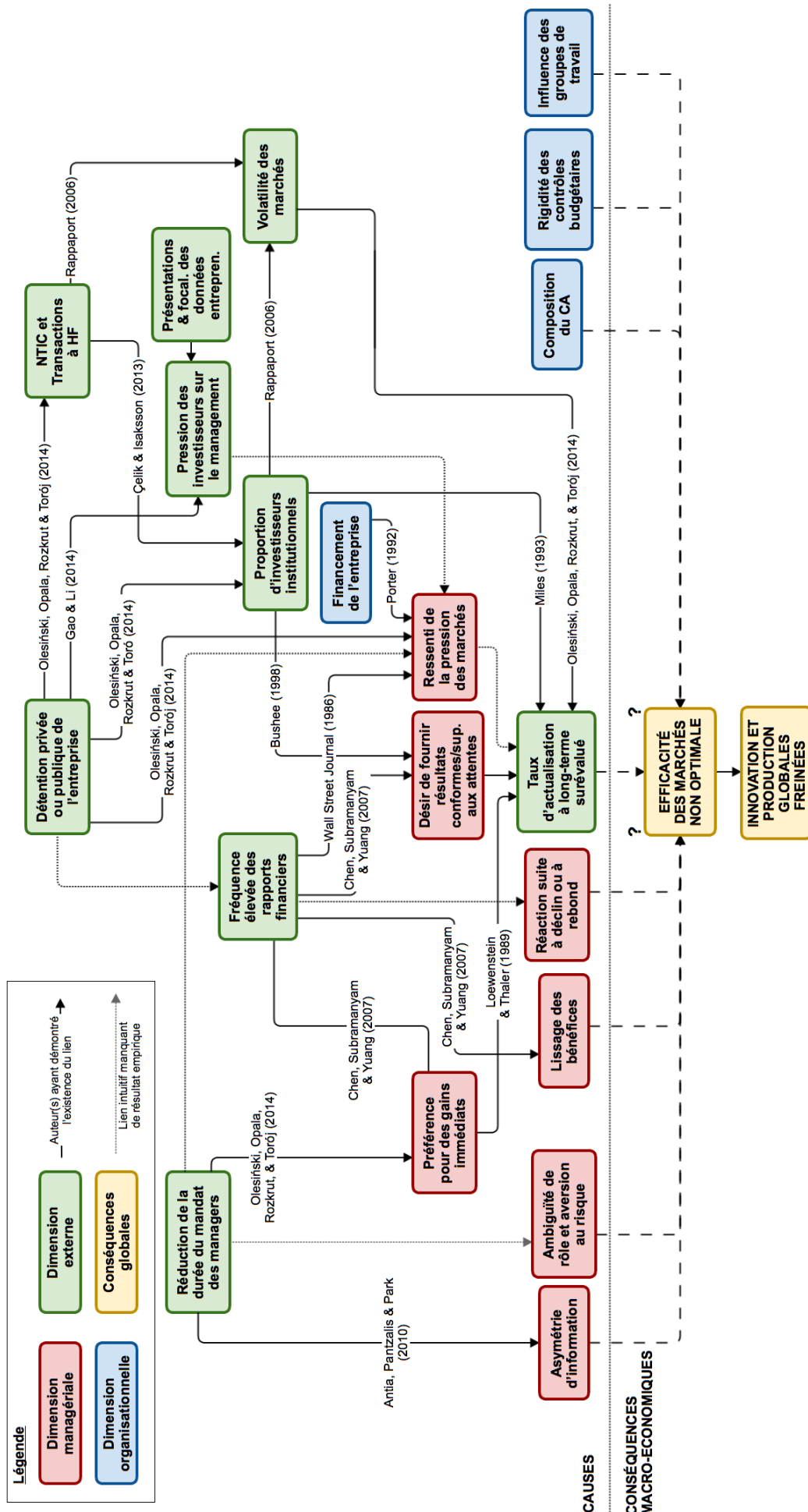
<sup>1</sup> Ce modèle, bien qu'il fasse partie du même article que nous allons utiliser ultérieurement pour notre modélisation, n'est pas celui que nous allons utiliser. Dans l'article original de Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini (2014), deux modèles ont été testés, et il s'agit ici du premier d'entre eux.

pourquoi nous avons échafaudé un diagramme qui met en lumière les liens entre les causes citées (Figure 1, page suivante).

Sur cette figure apparaissent également les conséquences macro-économiques discutées brièvement au point 2.4. Nous pouvons y voir que ces conséquences sont dues à de nombreux facteurs et pouvons ainsi mieux nous imaginer la complexité de leur estimation. Également via ce diagramme, nous souhaitons mettre en avant le fait que la littérature s'est penchée davantage sur les différentes causes du problème plutôt qu'à ses conséquences globales. Ce manque d'information est à notre sens critique et nous avons la conviction que le court-termisme serait mieux considéré si nous avions conscience des coûts que cela implique, plutôt que des facteurs qui en sont la cause. Si nous connaissons ce qui cause un effet, mais que nous n'en connaissons pas les conséquences, il y aura évidemment peu de motivation à lutter contre ces causes.

Ces différents aspects nous ont donné l'envie de concentrer notre méthodologie sur les conséquences macro-économiques en espérant y apporter notre propre estimation sur l'économie. Ceci fera l'objet de la partie III de ce mémoire.

Figure 1 : Schéma des liens entre causes et conséquences du court-termisme



## **2.6. Solutions proposées pour limiter le court-termisme**

Suite à la revue des causes et des conséquences, et afin de compléter notre étude théorique du court-termisme, abordons maintenant les solutions proposées dans la littérature. Cette étape nous semble utile car elle met en avant le fait que le phénomène peut bel et bien être enrayé<sup>1</sup>.

Rappelons que les solutions proposées visent à équilibrer de manière optimale la prise de décision des entreprises entre choix à court-terme et à long-terme. La cible n'est donc pas le court-terme, qui est parfois nécessaire à l'entreprise, mais le court-termisme, qui est le surplus de décisions à court-terme amenant à une non-optimalité des résultats à long-terme.

Notons également que nous présentons les solutions ci-dessous en faisant fi des éventuelles conséquences négatives dans d'autres domaines qu'apporterait le changement de l'un ou l'autre critère afin d'éliminer le court-termisme. Évidemment, dans le cas de beaucoup des propositions avancées, il s'agit surtout de modifier les facteurs de manière raisonnable afin qu'ils soient compatibles avec la minimisation du court-termisme sans porter atteinte à d'autres facteurs de compétitivité de l'entreprise. En guise d'exemple, nous ne citerons que Fusso qui, en 2013, souligne que certaines de ses solutions peuvent mettre à mal la compétitivité d'une entreprise, ou encore Gigler, Kanodia, Chandra et Venugopalan (2014), qui affirment ne pas être en faveur d'une fréquence de publication des rapports financiers qui soit trop espacé (cf. points suivants pour plus d'informations concernant les solutions avancées par ces mêmes auteurs).

### **2.5.1. Stimuli managériaux**

Plusieurs écoles existent lorsqu'il s'agit de proposer des solutions efficaces au court-termisme. La première d'entre elles est résumée par Pozen (2015), qui écrit que c'est le court-termisme managérial (et non le court-termisme financier) qui en est la cause directe, et qu'il faut donc se focaliser sur l'attitude et les habitudes des managers afin d'éradiquer le problème, plutôt que sur les *hedge funds* et les *daily stock traders*. De manière générale, Laverty (2004) propose d'adopter une culture et des processus qui

---

<sup>1</sup> Il est question ici de passer en revue les différentes solutions proposées dans la littérature, et non de les confronter entre elles. Certains auteurs ont parfois pris position contre certaines solutions citées en deçà [voir notamment Pozen (2015) ou Brochet, Serafeim et Loumioti (2012)], mais cela dépasse le cadre de ce mémoire.

dissuadent les managers de la tentation d'effectuer des choix court-termistes. Les paragraphes suivants décrivent des pistes à suivre qui vont dans ce sens.

La compensation liée des CEO et autres managers basée sur la performance de l'entreprise sur le long terme (par exemple *stock options* bloquées) apparaît être une solution privilégiée. Fusso (2013), dans cette optique, s'estime en faveur d'une réorientation du mécanisme de compensation des managers. Afin de ne pas empirer l'effet court-termisme, il faudra cependant accorder ces récompenses sur base des performances à long-terme (Olesiński, Opala, Rozkrut et Torój, 2014). Pozen (2015) s'étale d'ailleurs sur la période d'évaluation pour l'octroi de bonus aux managers.

Ainsi, si la compensation liée à la performance de l'entreprise est bénéfique, trop souvent ces bonus sont octroyés selon la seule évaluation de l'année écoulée. Or, une année positive en termes de résultats peut être due à la tendance du secteur qui va dans ce sens, ou encore aux fruits de décisions à long-terme prises plusieurs années auparavant, pour ne citer que deux causes possibles parmi d'autres. Ainsi, une compensation évaluée sur la performance des trois années écoulées – au minimum – serait une bonne voie à prendre selon Pozen. Mais même dans ce cas, la question des critères choisis pour définir ou mesurer la performance de l'entreprise reste posée.

Fusso (2013) va un peu plus loin que Pozen, en tenant compte du fait que, dans un monde concurrentiel, il y aurait un problème de rétention des managers dans l'entreprise qui proposerait une compensation du manager sur les trois années passées. Il faudrait donc pour cela offrir des rémunérations très conséquentes sur le long-terme, ou bien créer des solutions coopératives au sein d'une industrie, par exemple.

Autre exemple de rémunération managériale sur les résultats à long-terme : chez eBay, les managers sont tenus de détenir l'équivalent de trois fois leur base annuelle salariale en parts d'entreprises.

La capacité des managers à gérer le long-terme est limitée par rapport aux capacités développées à gérer le court-terme. De fait, incorporer plus profondément la notion de *sustainability* dans l'éducation des managers serait un bon début afin de lutter contre l'inertie puissante du *business as usual* dans un monde aussi concurrentiel (Fusso, 2013).

Le rapport 2014 d'E&Y Poland sur le court-termisme (Olesiński, Opala, Rozkrut et Torój) indique qu'il faudrait travailler sur la durée des mandats des CEO afin de rendre ces derniers moins dépendants de résultats à court-terme des entreprises. Allonger la durée des mandats de manière raisonnable semble être une mesure à préconiser.

Afin de lutter contre la *role ambiguity*, Marginson et McAulay (2008) proposent d'effectuer des recherches plus approfondies afin de mieux en saisir les déterminants et les conséquences, pour en supprimer ensuite la manifestation. Par exemple, via les politiques de recrutement, une précaution particulière devrait être apportée envers les personnes ayant des besoins préférentiels pour des situations claires et structurées (Elovainio et Kivimäki, 2001).

Dans un rapport trimestriel de McKinsey (Felton et Fritz, 2005), on souligne le fait que les directeurs n'ont pas aujourd'hui la connaissance adéquate pour s'écarter de problèmes court-termistes afin de suivre une stratégie à long-terme. Une solution proposée dans ce rapport est de tenter d'élaborer des stratégies qui seraient le fruit de plus d'interactions entre les directeurs et les managers. Il faudrait renforcer l'importance de la psychologie sociale dans le leadership stratégique, puisqu'il semble qu'il y ait au sein des organisations des disparités selon les identités collectives. Il faudrait alors améliorer la communication du leadership pour que l'*organization mind* soit plus long-termiste. L'amélioration des compétences des managers en psychologie sociale est également supportée par Marginson et McAulay (2008).

### **2.5.2. Amélioration des *best practices* dans les entreprises**

Fusso (2013) fait le vœu que l'on mette plus en place des outils de mesure long-termistes, financiers ou non-financiers, afin de mieux faire percevoir les connexions entre l'investissement et le retour sur investissement et dégager les valeurs potentielles.

En réponse à la cause mise à jour par Marginson, McAulay, Roush et Van Zijl (2010) concernant les interactions entre l'utilisation de données et le court-termisme, ces derniers préconisent de mettre en avant l'utilisation interactive de données non-financières, porteuse de vision à long-terme.

Suite aux propos de Van Der Stede (2000) liant politique de rigueur budgétaire et court-termisme, celui-ci recommande de se tourner vers une politique de relâchement budgétaire afin de donner suffisamment de libertés de mouvement aux managers pour qu'ils puissent décider sur le long-terme.

Gonzalez et André dressent en 2014 une liste de critères sur lesquels il faudrait porter une attention particulière afin de composer des conseils d'administration plus efficaces. D'abord, la taille du conseil ne doit pas être trop large ; ensuite, il faut veiller à ce que l'indépendance du conseil soit respectée – au moins 50% si possible de membres indépendants (cf. aussi Fusso, 2013) ; l'expérience du *board* est également un atout à considérer afin de diminuer l'asymétrie d'information (cf. aussi Fusso, 2013) ; enfin, les directeurs qui le composent devraient avoir un nombre substantiel de parts dans l'entreprise afin qu'ils se sentent concernés et incités vers la prise de meilleures décisions.

Par rapport à leur discussion sur l'influence court-termiste dans les groupes de travail, Marginson et McAulay (2008) se sont également penchés sur des solutions potentielles. Réduire l'autonomie des groupes de travail aurait pour conséquence de perdre de la valeur en terme de source de création de connaissance, et serait aller à contre-courant de ce qui est pourtant encouragé et de plus en plus fréquent aujourd'hui. Aussi, imposer aux groupes à tendance court-termiste plus de long-termisme reviendrait également à les priver de leur autonomie. L'idéal serait donc de faire la balance entre ces différents groupes et obtenir le meilleur de chacun d'entre eux (les groupes à court-terme d'une part, et les groupes à long-terme d'autre part) afin d'être performants sur tous les horizons.

### 2.5.3. Stimuli actionnariaux

Afin de lutter contre la volatilité des marchés et d'allonger la durée d'investissement d'une part, de diminuer la pression de Wall Street d'autre part, une solution à envisager serait d'octroyer des *loyalty dividends* aux actionnaires (Fusso, 2013).

Une autre serait de donner encore plus de pouvoir de contrôle aux actionnaires pour améliorer la gouvernance d'entreprise (Fusso, 2013 ; Dent, 2014). Dent démontre qu'un plus grand pouvoir actionnarial est associé à une meilleure performance d'entreprise, et

part du principe que la *myopia* est un phénomène qui s'observe chez le manager et non chez l'actionnaire.

Amable et Chatelain démontrent en 1995 que le financement centralisé est préférable de manière générale au financement par petits prêteurs. En effet, les petits prêteurs privilégient selon les auteurs les projets de court-terme au détriment de projets innovant sur le long-terme, ce qu'un organisme de financement centralisé favorisera à l'opposé.

Afin d'inciter l'actionnaire au long-termisme, il faudrait également que les managers adoptent une attitude et un langage plus long-termistes dans leurs discours à leur rencontre (Brochet, Serafeim, Loumioti, 2012), afin de sensibiliser l'investisseur d'une part, de diminuer l'asymétrie d'information d'autre part.

Une autre manière d'améliorer la communication des managers avec les parties prenantes serait de changer la structure des *reporting*, afin de les axer davantage sur le long-terme (Olesiński, Opala, Rozkrut et Torój, 2014).

#### 2.5.4. Dispositions légales

Certains auteurs proposent de réguler pour soutenir le long-terme. Fusso (2013) propose de taxer la spéculation et les *hedge funds*, via les gains ou les transactions et de créer une institution dissuasive.

La fréquence des rapports financiers doit être également correctement balancée (Gigler, Kanodia, Chandra, Venugopalan, 2014), une fréquence trop élevée conduisant à une augmentation de la pression financière et donc du court-termisme. Aux États-Unis par exemple, la métrique des projections trimestrielles devrait être rallongée (Pozen, 2015).

### III. Méthodologie

Après revue des causes, conséquences et solutions présentes dans la littérature, nous pouvons donc faire le point des éléments sur lesquels il serait intéressant de s'attarder.

Comme nous avons pu le constater à partir de la figure 1, l'ensemble des facteurs susceptibles de causer du court-termisme forme un système complexe. Ce schéma montre la difficulté de trouver la mesure adéquate des effets produits.

Notre mémoire ayant pour but de tenter de modéliser le court-termisme, il nous faut donc d'abord passer en revue les précédentes tentatives de modélisation dans la littérature. Le nombre élevé de causes potentielles ainsi que l'impossibilité de mesurer de manière directe le phénomène, le tout étant surmonté de l'absence de délimitation entre court-terme et long-terme, rendent sa modélisation complexe.

Ainsi, la difficulté majeure dans la mesure des conséquences du court-termisme réside dans la détermination d'un proxy représentatif et réalisable, comme le note Laver-ty :

*“The fundamental problem facing researchers is the difficulty of reliable observation and measurement: how to determine objectively whether either an isolated decision or an organization's strategy reflects an appropriate evaluation of outcomes that will occur only over the long run.” (Laver-ty, 1996, p. 826)*

Après passage en revue de différents proxys ayant été utilisés pour estimer le court-termisme, nous sélectionnerons celui qui nous servira de base et nous justifierons à ce propos. Nous décrirons ensuite l'hypothèse que nous souhaitons tester ainsi que l'analyse que nous souhaitons développer autour de celle-ci. Nous décrirons enfin la construction de nos bases de données ainsi que les variables retenues pour notre analyse.

#### **3.1. Précédents proxys utilisés pour mesurer le court-termisme**

Ci-dessous sont résumés quelques exemples de mesures que l'on trouve dans la littérature.

#### ♦ FRAIS EN R&D

Bien qu'étant un proxy critiqué, notamment par Laverty (1996)<sup>1</sup>, l'un des moyens les plus simples, intuitifs et utiles pour évaluer les potentielles conséquences du court-termisme au niveau micro-économique consiste à évaluer les fluctuations des dépenses en R&D. Les investissements en R&D étant considérés comme un pari sur le long-terme (retombées négatives sur le court-terme, espoirs d'impact positif plus important encore sur le long-terme), une réduction de ces derniers peut constituer un point de départ intéressant dans l'établissement de preuves empiriques. Cependant, en raison des arguments appuyés par ses détracteurs, nous ne retiendrons pas ce proxy pour évaluer de manière quantitative l'impact du court-termisme sur une entreprise.

#### ♦ SÉPARATION ENTRE BETA COURT-TERME ET BETA LONG-TERME

Gonzalez et André (2014) ont utilisé le *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), ou Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers, pour effectuer leur modélisation. Du CAPM, ils ont séparé le Beta de la formule ( $\beta$ ) en un Beta à court-terme ( $\beta_{CT}$ ) et un Beta à long-terme ( $\beta_{LT}$ ).

#### ♦ DURÉE DE DÉTENTION MOYENNE DES ACTIONS

Bøhren, Priestley et Ødegaard, (2009) déterminent quant à eux la perte de valeur due au court-termisme en regardant la durée d'acquisition moyenne de parts par les actionnaires.

#### ♦ SURÉVALUATION DU TAUX D'ACTUALISATION À LONG-TERME

Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini (2014) tentent de dégager un facteur de myopie à partir d'une mesure de surévaluation du taux d'actualisation macro-économique à long-terme, via la Valeur Actualisée Nette (VAN). Cette surévaluation se traduit par une distribution trop importante des bénéfices sous forme de dividende plutôt qu'en investissement.

---

<sup>1</sup> Ce dernier reproche à la mesure de : 1/ pouvoir être biaisée du fait que pour beaucoup d'entreprises, des frais supplémentaires en R&D ne s'apparenteront pas à un retour significativement positif ; 2/ ne pas particulièrement représenter le « long terme », puisque beaucoup de frais de R&D peuvent être dépensés pour des projets de court-terme

#### ♦ ACTIFS FIXES DE L'ENTREPRISE

Egalement utilisé par Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini (2014), cette mesure consiste à comparer les actifs fixes des entreprises. C'est ce type de mesure que nous avons choisi pour effectuer nos analyses. Dans le point suivant est décrit en détail la méthodologie des auteurs ayant écrit l'article qui nous servira de base pour la suite.

### 3.2. Description et justification du modèle retenu

#### ♦ MODÈLE DE DAVIES, HALDANE, NIELSEN ET PEZZINI (2014)

Les auteurs font avant tout l'hypothèse de départ que les conséquences du court-termisme peuvent se mesurer par les différences observées entre les entreprises publiques et les entreprises privées.

L'hypothèse ayant été posée, Davies et Alli ont désiré déterminer, pour le Royaume-Uni, si une différence notable pouvait être observée dans le montant des actifs fixes suivant la caractérisation publique ou privée des entreprises. En supposant que les actifs fixes représentent le cumul des investissements de l'entreprise, selon l'hypothèse de départ, la différence observée entre les firmes listées ou non devrait fournir un résultat chiffré de la conséquence du court-termisme dans l'économie. Les auteurs résument cela dans les phrases suivantes :

*"We focus on measures of the capital stock, rather than the investment flow in a particular year, to pick up the long-term or accumulated influence of short-termism on investment choice. Specifically, we look at corporates' stock of fixed assets. We define the variable of interest as the ratio of the stock of fixed assets to the flow of profits or turnover of a company. Profits and turnover are used as a normalising measure of the flow of resources available for investment in a given year, as well as helping to control for the different sizes of (public versus private) firms."* (Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini, p. 22)

Le modèle a été construit à partir de données comprenant 143.445 entreprises britanniques, dont 98,9% de firmes privées (1,1% de firmes listées).

Il résulte du modèle construit qu'en moyenne, les entreprises privées ont tendance à posséder de manière significative un stock d'actifs immobilisés (relativement à leur revenu respectif, ici les profits ou le chiffre d'affaires) plus conséquent que les entreprises publiques. Les résultats suggèrent globalement que « [...] UK private firms tend to

*plough back between 4 and 8 times more of their profits into their business over time than publicly held firms.* » (Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini, p. 25)

Nous avons retenu ce modèle car il offre une possibilité d'estimation de manière chiffrée de l'impact cumulé du court-termisme dans nos sociétés, tout du moins de l'excédent de court-termisme qui touche les entreprises publiques. Il nous paraît donc tout à fait intéressant de pouvoir estimer ce coût dans l'économie belge d'une part, et de pouvoir le comparer aux coûts dans d'autres pays voisins d'autre part. Ce montant serait d'autant plus intéressant à estimer qu'il représente une partie du court-termisme non-systémique. Il s'agit donc vraiment de pertes que l'on pourrait éviter. Comparer les entreprises publiques aux entreprises privées permet donc de s'écarter du spéculatif et de déterminer réellement ce qui pourrait être économisé et réinjecté dans l'entreprise.

Notons donc que notre but n'est pas d'estimer l'ampleur totale du court-termisme, ni même le total de ce qui pourrait être économisé, car il y a sans doute des solutions qui permettraient également aux firmes non listées d'augmenter leur horizon de temps concernant leurs décisions budgétaires. Nous croyons cependant que le phénomène en question touche en majorité les entreprises publiques. Pour cela, nous trouvons séduisante l'hypothèse de ce modèle.

### **3.3. Proposition d'analyse**

Partant de l'idée que nous pouvons estimer la présence de court-termisme par la différence des fonds non réinvestis entre public et privé, notre hypothèse est la suivante :

***L'aspect non-systémique du court-termisme peut être mesuré de manière macro-économique par la différence observée entre les firmes publiques et privées des actifs immobilisés, normalisés par les résultats des entreprises.***

Nous allons nous servir du modèle retenu et l'extrapoler géographiquement vers trois pays que nous jugeons pertinents en raison de leur paradigme économique différencié : l'Allemagne, la France et la Belgique. Nous allons également reprendre les données pour le Royaume-Uni et les actualiser pour les mettre sur le même pied d'égalité

que les trois pays retenus. L'année 2013 est retenue pour exploiter les données de chaque pays.

L'idée est premièrement de confirmer ou infirmer la robustesse du modèle testé, à travers son application pour d'autres pays et à une autre année. Ensuite, nous souhaitons vérifier si, à partir des analyses effectuées parmi les modèles anglo-saxon, germanique et francophone, des différences notables de court-termisme sont à noter. Auquel cas, il s'agirait de proposer une classification des modèles selon leur propension au court-termisme. Nous pourrions enfin établir à quel modèle la Belgique pourrait être assimilée concernant l'effet en question.

Afin de mesurer l'impact du court-termisme sur la performance des entreprises et, à plus grande échelle, sur l'économie, nous utilisons deux méthodes quantitatives différentes: l'analyse de statistiques descriptives et une modélisation empirique économétrique. Nous estimerons enfin les coûts d'opportunité du manque d'investissement des entreprises publiques à l'aide de la fonction de Cobb-Douglas (à rendements d'échelle constant).

Tout comme notre modèle référent, nous assumerons donc préliminairement que les conséquences du court-termisme peuvent se mesurer par les différences d'horizon observées entre les entreprises publiques et les entreprises privées. Cette hypothèse est évidemment réductrice, les entreprises privées étant également touchées par le court-termisme – et pas seulement de manière systémique. Nous considérerons cependant que les entreprises publiques sont majoritairement plus exposées aux différentes causes du court-termisme reprises dans notre revue de littérature pour les raisons évoquées plus haut.

### **3.4. Première construction d'échantillons**

L'échantillon d'entreprises a été récolté à partir de la base de données du bureau Van Dijk, via la plate-forme Amadeus.

Ci-dessous, nous allons décrire uniquement le processus d'échantillonnage effectué pour la Belgique. Néanmoins, les étapes décrites ont été scrupuleusement suivies de manière identique pour élaborer nos différents échantillons pour les autres pays, à

l'exception du choix d'une variable légèrement différente pour le Royaume-Uni (ce choix sera justifié plus loin). Par ailleurs, une synthèse des résultats obtenus pour chaque pays est présentée en fin de ce point (Tableau 2).

De notre base de données Van Dijk, une série de filtres a été d'abord été appliquée afin de ne retenir que les données pertinentes parmi les 19.413.375 entreprises européennes enregistrées (en date du 26 juin 2015).

Tout d'abord, notre premier filtre se veut géographique : 423.566 entreprises belges sont retenues.

Ensuite, nous désirons ne garder que les entreprises dont nous connaissons la valeur des actifs immobilisés (*fixed assets*) et des actifs totaux (*total assets*)<sup>1</sup> pour l'année 2013. Après application de ces deux filtres, il nous reste 378.362 entreprises.

Après cela, deux autres filtres ont été appliqués afin de ne retenir que les entreprises pour lesquelles nous pourrions effectuer nos calculs. Ces filtres sont respectivement le revenu des ventes (*sales*)<sup>2</sup> et la balance des profits après impôts (*P/L after tax*). Notre échantillon se réduit alors à 64.130 entreprises.

Pour terminer, un dernier filtre est appliqué pour ne garder que les entreprises avec un numéro NACE, numéro qui nous servira à classer les sociétés dans le secteur auquel elles appartiennent<sup>4</sup>. Notre échantillon final se réduit donc à 64.090 entreprises.

De cet échantillon, nous retenons une série de données pour chaque entreprise qui nous servira après l'exportation, et qui contient en plus des données qui ont servi de filtre auparavant, l'année de la création de l'entreprise (*Date of incorporation*).

Pour le Royaume-Uni, la variable correspondante sélectionnée pour le chiffre d'affaires net est le « total des produits d'exploitation », car nous ne disposons pas de données correspondant au « chiffre d'affaires net » pour ce pays. Le chiffre d'affaires a néanmoins été préféré pour les autres pays sondés car, tout en gardant la même logique de normalisation, nous y disposons de plus d'entreprises ayant cette donnée publiée.

---

<sup>1</sup> Afin de pouvoir établir notre ratio normalisé par les actifs fixes d'une part, et pour calculer notre ROA d'autre part.

<sup>2</sup> Pour Le Royaume-Uni, la variable *turnover*, traduite en Français par le Van Dijk par le « total des produits d'exploitation », a été sélectionnée à la place de la variable *sales*, qui représente le chiffre d'affaires net, tout simplement parce que la variable *sales* n'est pas représentée pour le Royaume-Uni.

<sup>3</sup> Sert de base de calcul de notre ratio.

<sup>4</sup> Utile pour tester par la suite la robustesse de nos modèles

**Tableau 2 : Résumé de l'échantillonnage pour les quatre pays analysés**

<b>Entreprises Retenues :</b>	<b>Belgique</b>	<b>Allemagne</b>	<b>France</b>	<b>Royaume-Uni</b>
Avant application de filtre	19.413.375	19.413.375	19.413.375	19.413.375
Après filtrage géographique	423.566	1.365.572	2.076.779	2.478.530
Après filtrage des « actifs »	378.362	490.498	958.346	2.199.302
Après filtrage du « résultat annuel »	64.130	52.686	957.620	111.506
Après filtrage du « code NACE »	64.090	52.671	957.620	110.493

### **3.5. Méthode d'analyse**

Après application des filtres, nous avons déterminé les variables à dégager pour notre analyse et pour l'élaboration de notre modèle.

Les différentes variables utilisées dans notre analyse sont celles-ci :

- PRIVATE (Booléen) : Entreprises privées (=0) ou cotées (=1) ;
- FIXED\_ASSETS : Actifs immobilisés ;
- TOTAL\_ASSETS : Total des actifs ;
- AGE : Âge de l'entreprise ;
- SALES : Chiffre d'affaires net;
- PROFITS : Résultat courant après imposition ;
- ROA : Ratio calculé grâce à la formule :  $\frac{PROFITS}{TOTAL\ ASSETS}$  ;
- SECTOR : Secteur selon la typologie NACE 2 ;
- FA\_NORM : Actif immobilisé normalisé.

A partir de ces données, nous allons premièrement dégager des statistiques descriptives qui nous permettront déjà de valider ou non si le modèle testé est robuste à travers les pays sondés et à travers les années.

Ensuite, nous nous attèlerons à la mise en place de différents modèles de régression linéaire afin de dégager de manière statistiquement significative les relations ou les absences de relations entre différents facteurs associés au court-termisme.

## IV. Résultats et confrontations

### 4.1. Premiers résultats

Afin de se donner une première idée des différents ratios dans chacun des pays étudiés, nous pouvons tout d'abord les pré-calculer pour chacune des bases de données.

Pour la Belgique, le ratio moyen des actifs fixes normalisés par les profits est d'environ -35 pour les entreprises non cotées en bourse. Une première inquiétude émerge, puisque nous ne nous attendions pas à un résultat négatif mais plutôt à un nombre qui se rapproche de celui trouvé par les auteurs pour le Royaume-Uni, plus de 100 en l'occurrence.

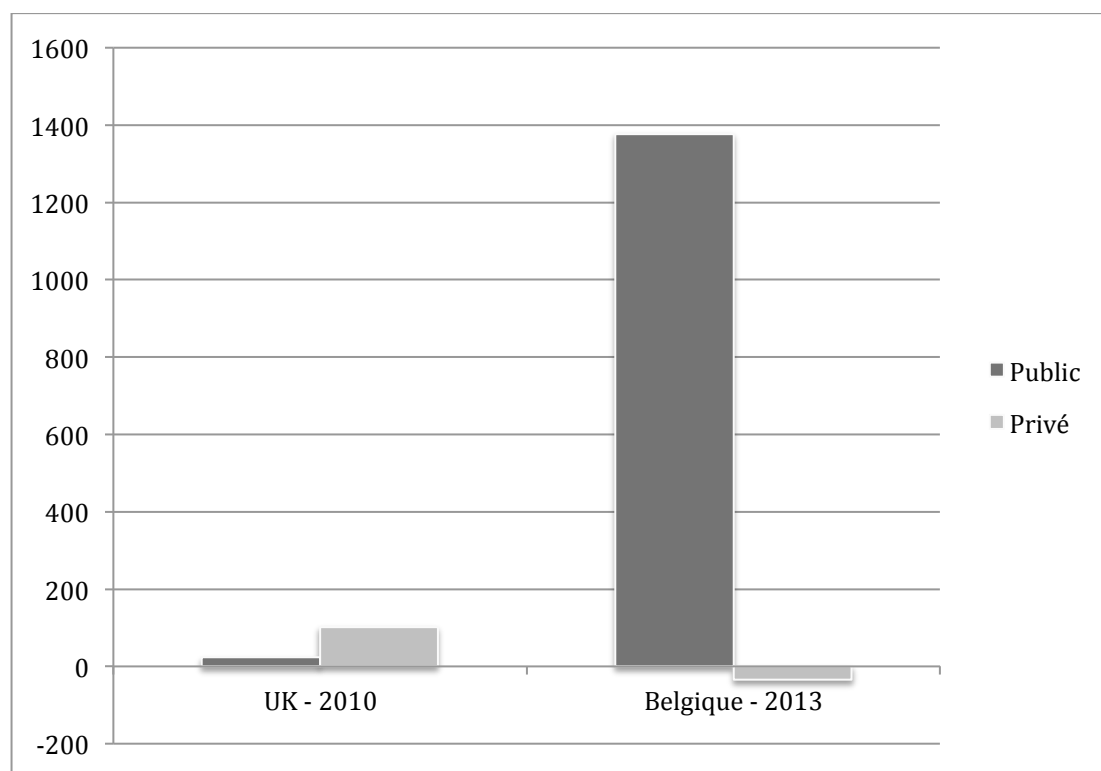
Le ratio se situe autour de 1377 pour les entreprises cotées, alors qu'il était de 24 dans l'article de référence. Là encore, l'écart est substantiel.

En l'occurrence, il nous semble que quelque chose n'a pas fonctionné, et nous tentons différentes approches pour voir si cette impression se confirme, s'il y a un biais lié à notre hypothèse, ou s'il s'agit d'un autre problème.

Ce qui nous importe est bel et bien la différence entre le ratio qui définit les entreprises publiques et celui qui concerne les entreprises privées. Pour supporter notre hypothèse, il faudrait que les actifs fixes normalisés par les profits soient supérieurs pour les entreprises privées, car cela supporterait ainsi l'idée que ces dernières auraient insufflé proportionnellement plus d'argent dans les investissements qu'elles n'en auraient redistribué aux actionnaires. Or, ici, les données indiquent le contraire pour la Belgique : les entreprises listées auraient tendance à avoir une quantité d'actifs fixes étonnamment immense comparée à ses profits annuels, à l'opposé des entreprises privées. Le rapport entre firmes privées et publiques est donc de -0,025 (alors qu'il est d'un peu plus de 4 dans l'article de référence), ce qui va à l'encontre de notre hypothèse de départ.

La différence entre les données présentées pour le Royaume-Uni dans l'article de référence et nos données pour la Belgique nous paraît trop importante pour correspondre à la réalité, nous essayons donc de tester d'autres alternatives.

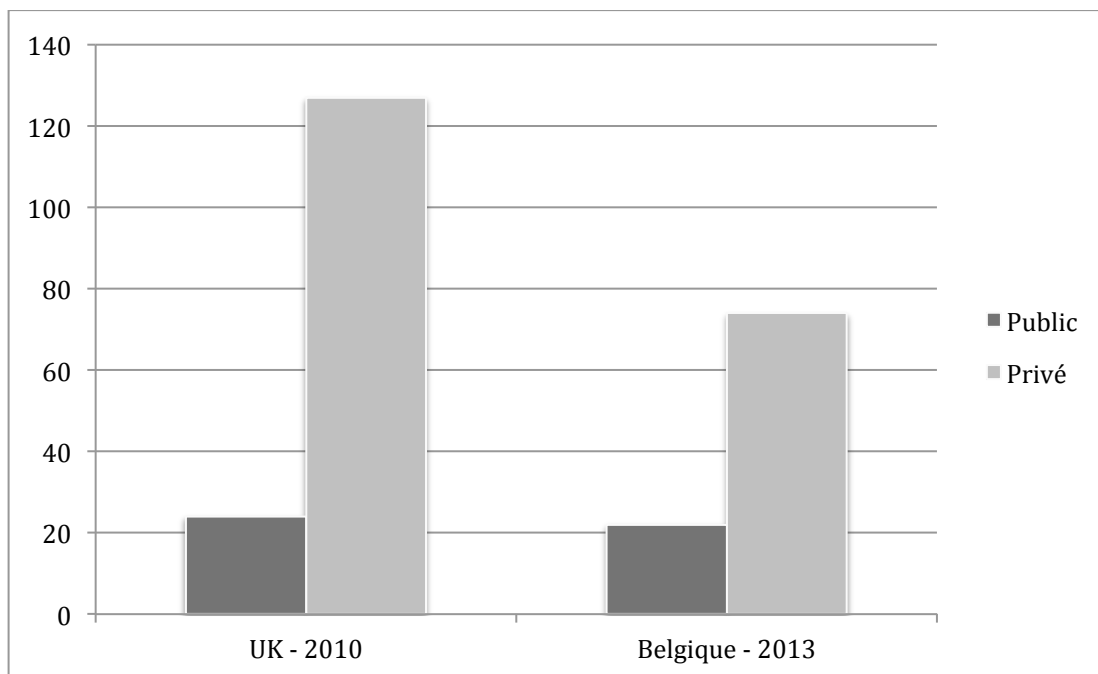
**Graphique 1 : Ratio des actifs fixes normalisés par les profits en 2013 en Belgique et au Royaume-Uni**



Première réflexion dans notre abordage du problème, c'est peut-être la normalisation par les profits qui pose un problème dans ces premiers résultats. Notamment, la volatilité des profits d'une entreprise à travers le temps étant plus élevée que la volatilité du chiffre d'affaires, nous choisissons de nous pencher également vers la possibilité de normalisation par le chiffre d'affaires net. Nous reviendrons sur les forces et faiblesses de ces deux types de diviseurs au point 4.4.

Etablissons donc le même raisonnement dans le but de déterminer le ratio des actifs immobilisés normalisés par le chiffre d'affaires net, cette fois-ci. Concernant les entreprises publiques, nous arrivons à un résultat proche de 22 ; nous obtenons 74 concernant les entreprises privées. Cela semble correspondre déjà beaucoup mieux au comportement attendu de nos calculs, et des similitudes avec les résultats obtenus par les auteurs d'outre-mer sont observables (cf. graphique 2). Ainsi, les entreprises privées détiendraient selon ces résultats environ 3,4 fois plus d'actifs fixes que les sociétés cotées en bourse.

**Graphique 2 : Ratio des actifs fixes normalisés par le chiffre des ventes en 2013 en Belgique et au Royaume-Uni**



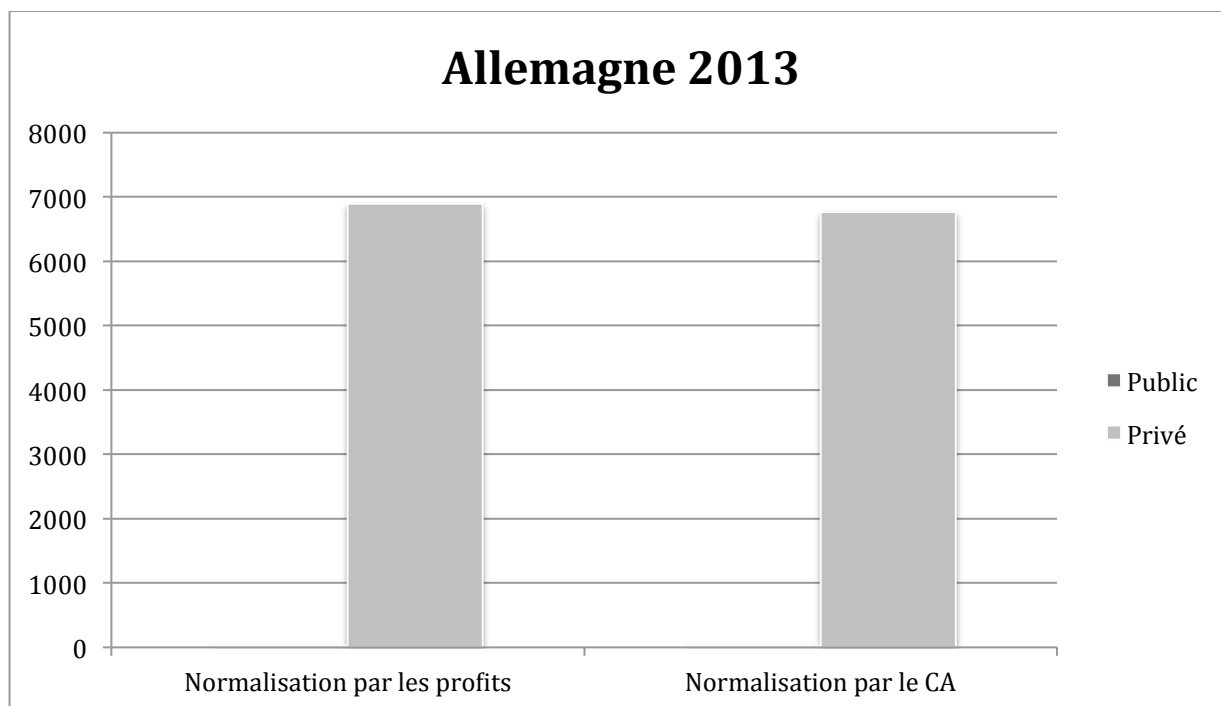
Forts de nos résultats encourageants – en rejetant toutefois la validité de comparaison avec normalisation par les profits, nous pensons donc poursuivre notre analyse via la normalisation par le chiffre d'affaires net, qui nous paraît être une donnée plus stable. Cependant, avant d'avancer plus loin, nous décidons de confirmer ces tendances en analysant les résultats de nos trois autres bases de données (Allemagne – France – Royaume-Uni, en 2013).

Dans les pages suivantes sont affichés les résultats obtenus après raisonnement similaire pour les trois pays (graphiques 3 à 5).

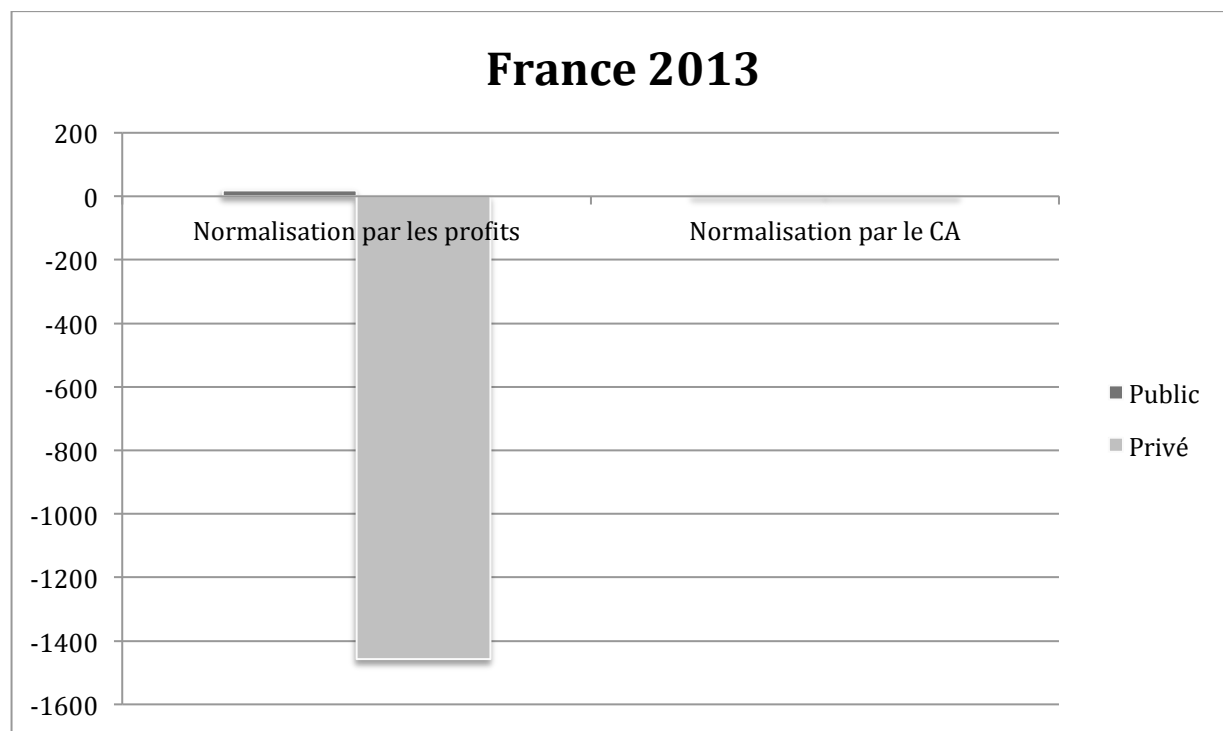
Pour l'Allemagne et la France, les chiffres sont nettement déroutants. Certaines incohérences se dégagent. Il nous paraît étrange d'observer qu'en Allemagne, les entreprises privées possèdent proportionnellement plus de 250 fois d'actifs immobilisés que les sociétés publiques. Si cela s'avère réel, nous serions loin du facteur 4 ou 5 observé par les auteurs pour le Royaume-Uni en 2010. Nous avons des doutes quant à la fiabilité des résultats et poursuivons nos investigations. La France semble, elle, présenter des résul-

tats qui ne sont pas explicables du tout dans le cadre de notre hypothèse et qui ne correspondent pas à notre perception de la réalité économique de ce pays.

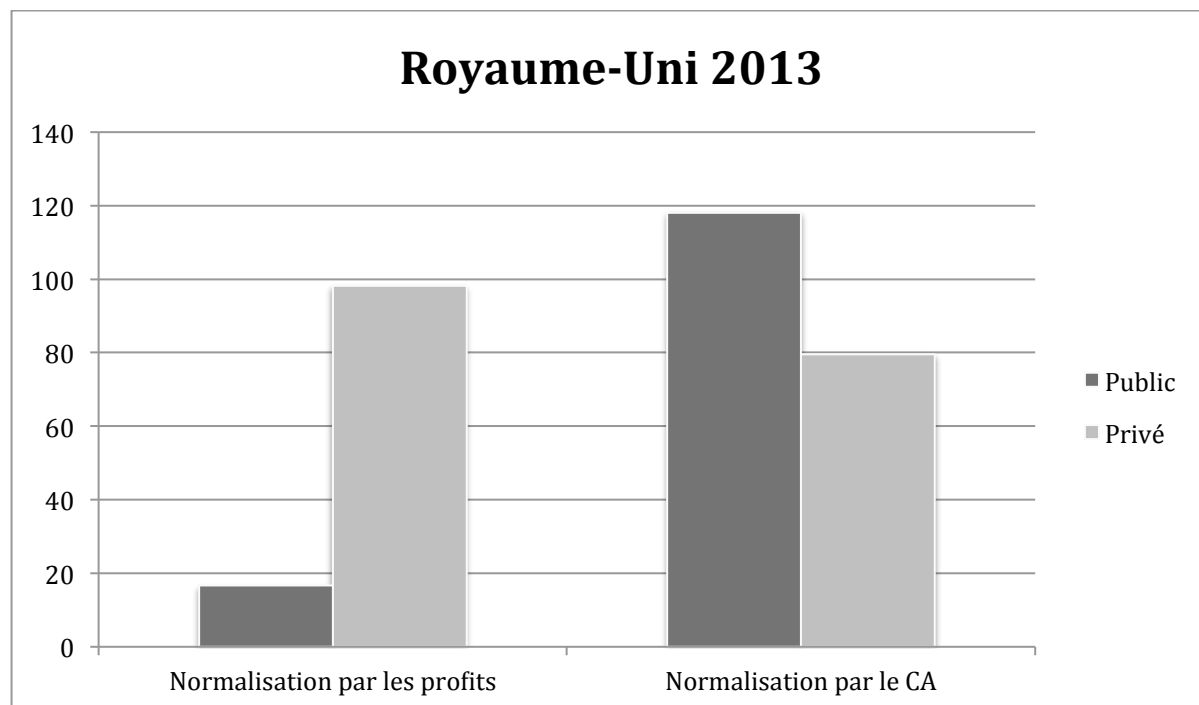
**Graphique 3 : Ratio des actifs fixes normalisés par les profits et le chiffre d'affaires en 2013 en Allemagne**



**Graphique 4 : Ratio des actifs fixes normalisés par les profits et le chiffre d'affaires en 2013 en France<sup>1</sup>**



**Graphique 5 : Ratio des actifs fixes normalisés par les profits et le chiffre d'affaires en 2013 au Royaume-Uni**



<sup>1</sup> Notre accès à la base de données du bureau Van Dijk ne nous permet d'exporter que des échantillons de 100.000 entreprises. Le nombre d'entreprises retenues après filtrage pour la France étant de 957.620, nous avons exporté les 100.000 premières entreprises en termes de résultats obtenus pour l'année 2013. Cette sélection nous a permis d'optimiser le nombre de firmes publiques exportées.

Les résultats pour le Royaume-Uni sont un peu moins surprenants, mais néanmoins pas totalement conformes à l'article de référence. Ici, c'est plutôt la normalisation par les profits qui semble fonctionner. Nous verrons ultérieurement si ces résultats relèvent de notre hypothèse ou s'ils ont juste été obtenus par chance.

En observant le tableau de synthèse suivant (tableau 3), l'intuition suggère que les « bons » résultats obtenus pour la Belgique (normalisation par le CA) et le Royaume-Uni (normalisation par les profits) relèvent plutôt de la chance ou d'un artefact que de la réalité.

**Tableau 3 : Résumé de la division du ratio des actifs fixes normalisés des entreprises privées par celui des entreprises publiques pour les pays étudiés**

	<b>Ratios obtenus via normalisation par les profits</b>	<b>Ratios obtenus via normalisation par le CA</b>
<b>UK - 2010</b>	4,2	5,3
<b>Allemagne - 2013</b>	268,0	285,4
<b>Belgique - 2013</b>	-0,025	<b>3,4</b>
<b>France - 2013</b>	-80,7	0,4
<b>UK - 2013</b>	<b>7,1</b>	0,8

Etant donné que les auteurs n'ont pas fait part d'hypothèse préliminaire concernant l'élaboration de manipulations dans leur échantillon, nous devrions en déduire que nos résultats auraient dû être concluants sans aller plus loin et, à défaut de l'être, nous devrions rejeter le modèle sous prétexte qu'il n'est pas fiable.

Nous décidons cependant de conserver notre confiance au modèle pour l'instant, et de remettre en question chaque étape de notre méthodologie, dans le but d'éliminer tout facteur d'erreur qui nous serait imputable.

Afin de ne pas tirer de conclusion hâtive sur l'invalidation du modèle utilisé, plusieurs pistes s'offrent donc à nous :

1. Reconstruire nos échantillons afin de s'assurer qu'il n'y ait pas eu d'erreur au niveau de la détermination des filtres et des variables utilisées (cf. 4.2) ;
2. Tenter d'établir un modèle linéaire pour les données qui semblent les plus utilisables afin de déterminer si les résultats s'avèrent concluant (cf. 4.3).

## **4.2. Reconstruction des échantillons**

Afin de répondre à ce manque de cohérence dans les résultats, nous réexaminons la construction de notre échantillon initial. Nous allons donc apporter différents changements à notre échantillonnage afin de déterminer si cela pourrait influencer la justesse des résultats obtenus. Les différentes manipulations sont reprises à travers les points suivants. Les résumés d'échantillonnage pour chaque nouvelle base de données exportées à cet effet se trouve en annexe A.

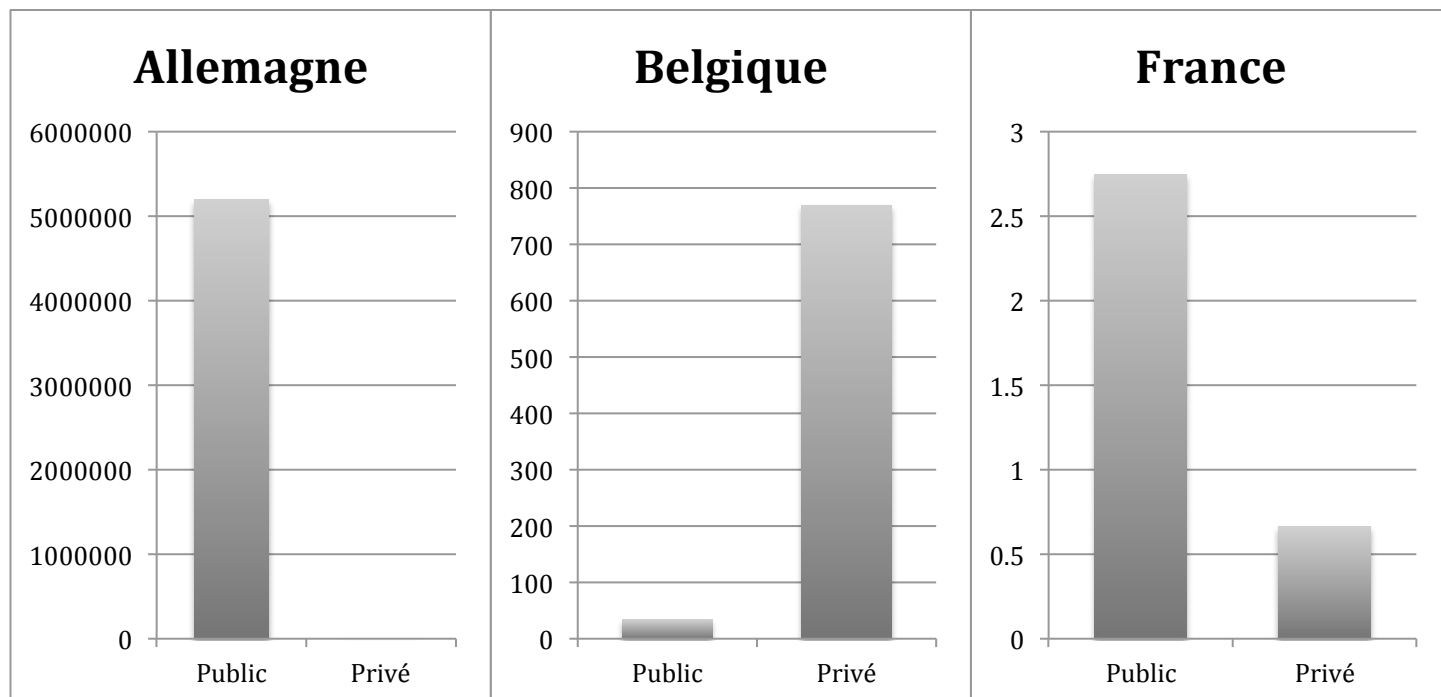
### **4.2.1. Sélection d'une autre variable représentant le chiffre des ventes dans la base de données Van Dijk**

Nous avons précédemment, pour l'Allemagne, la Belgique et la France, pris comme seconde variable de normalisation le chiffre d'affaires net, donnée davantage disponible dans la base de données Van Dijk. Or, pour le Royaume-Uni, cette donnée étant absente, c'est le total des produits d'exploitation qui avait servi de base de normalisation.

Nous pouvons donc observer si les résultats seront plus concluants si l'on respecte scrupuleusement la variable choisie dans le modèle initial. Toutefois, il semble à priori y avoir peu de justification à une telle différence, et cela ne devrait pas être de nature à résoudre les mauvais résultats obtenus avec l'utilisation des profits comme valeur normative d'autre part.

Les résultats avec un ratio des actifs immobilisés divisés par le total des produits d'exploitation ne sont pas plus concluants, comme le suggère le graphe ci-dessous (graphique 5).

**Graphique 5 : Ratio des actifs fixes normalisés par le total des produits d'exploitation en 2013, en Allemagne, en Belgique et en France**



Pour information, nous obtenons pour l'Allemagne une part d'actifs fixes qui est proportionnellement  $7,70 \times 10^{-7}$  fois plus faible pour les entreprises listées que les privées. Le rapport est de 22,03 pour la Belgique, et de 0,40 pour la France. Seule la Belgique présente un résultat qui confirmerait la stimulation du court-termisme dans les entreprises publiques, mais le rapport de 22,03 est néanmoins fort différent de 3,4 obtenu avec la normalisation par le chiffre d'affaires. Nous tenterons d'établir par après si l'un des deux résultats est significatif (cf. 4.3.).

#### 4.2.2. Pour la France : sélection aléatoire parmi les entreprises filtrées

Comme nous étions limités dans l'exportation de bases de données concernant le nombre d'entreprises sélectionnées (limitation à 100.000), nous avons dû initialement effectuer un choix dans les critères de sélection de nos entreprises et avons opté pour le choix d'exportation par défaut : établir nos résultats sur base des 100.000 premières entreprises en termes de chiffre d'affaires. Cet échantillonnage avait pour avantage de ne retenir que les entreprises aux résultats les plus précis (nous augmentons les chances d'obtenir des données arrondies, estimées ou propices à de grands écarts-types au plus nous regardons les données d'entreprises de petite taille) et maximisait également la

sélection de sociétés cotées, ces dernières générant souvent des chiffres d'affaires conséquents. Cependant, il n'était plus construit sur les mêmes critères que nos autres bases de données, car faisant fi des entreprises aux plus petits résultats. Nous avons donc décidé d'exporter également des échantillons de 100.000 entreprises sur base aléatoire. Ce test est également une bonne manière d'évaluer la robustesse du modèle, qui ne devrait pas dériver dans ses résultats selon l'échantillon prélevé.

Nous avons pris soin d'effectuer ce test pour les deux variables « chiffre d'affaires net » et « total des produits d'exploitation ». Après filtrage selon la première variable, 957.620 entreprises ont été gardées ; 957.886 après filtrage selon la seconde variable. Pour chaque cas, deux échantillons aléatoires de 100.000 firmes ont été exportés. Suivant le même mode de raisonnement par rapport aux ratios que précédemment, voici les résultats obtenus :

**Tableau 4 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour la France en 2013 ; sélection d'échantillons différents**

France	Variable sélectionnée : « chiffre d'affaires net »		Variable sélectionnée : « total des produits d'exploitation »	
	Echantillon 1	Echantillon 2	Echantillon 3	Echantillon 4
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	41,52	17,12	16,91	77,37
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	-470,17	-3495,35	-27,10	14,13
<b>Privé/Public</b>	-11,32	-204,18	-1,60	0,18
<b>Actifs fixes/chiffre d'affaires net (public)</b>	3,28	3,75	1,94	1,56
<b>Actifs fixes/chiffre d'affaires net (privé)</b>	35,93	6,04	56193,80	63013,80
<b>Privé/Public</b>	10,96	-3280,73	28997,15	40301,90

Une fois de plus, les résultats ne sont guère concluants. Le tableau ne présente peu ou pas de similarités avec ce que l'on pouvait attendre. Cependant ces échantillons aléatoires sont présentés avec un inconvénient majeur : très peu d'entreprises publiques sont reprises dans les échantillons aléatoires – entre 64 et 84 pour les quatre, ce qui représente une part de l'ordre de 0,007% de la base de données.

#### 4.2.3. Observation sur une année antérieure

Afin d'évaluer la stabilité chronologique de nos résultats, nous désirons maintenant reproduire notre analyse par rapport à une année antérieure. Nous pourrions ainsi constater si une certaine continuité dans le temps accompagne nos ratios, ou si ces derniers témoignent plutôt d'une incohérence dans leur résultat.

Nous effectuons ce test pour l'année 2011 : il s'agit de la plus ancienne année pour laquelle nous pouvons appliquer nos filtres dans la base de données Van Dijk. Si cela nous avait été permis, nous aurions plutôt opté pour 2010, année avec laquelle Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini ont construit leur modèle, pour tenter d'en reproduire exactement la base de données et s'en servir ainsi pour aisément valider/rejeter la fiabilité du modèle en le calquant sur d'autres pays ou années. À défaut de pouvoir effectuer ceci, il paraît toutefois déjà intéressant de nous rapprocher jusqu'à un an d'écart par rapport à l'année de référence des auteurs.

Pour rappel, la différence dans le ratio entre les firmes publiques et privées est censée représenter l'accumulation dans le temps des effets du court-termisme dans les entreprises publiques. Puisqu'il s'agit d'une accumulation et non d'un effet annuel, des similitudes – voire des tendances – devraient apparaître au fil des années.

Ci-dessous sont résumés les résultats comparatifs de chaque pays. Nous remarquons qu'aucune tendance particulière ne semble se dégager, ce qui supporte l'hypothèse suivant laquelle les résultats ont été produits sur une base aléatoire, et donc qu'il existe un dysfonctionnement dans le modèle utilisé.

**Tableau 5 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour l'Allemagne ; analyse en 2011 et 2013**

<b>Allemagne</b>	<b>2011</b>	<b>2013</b>
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	47,96	25,72
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	106,27	6.893,71
<b>Privé/Public</b>	2,22	267,99
<b>Actifs fixes/CA net (public)</b>	51,70	23,71
<b>Actifs fixes/CA net (privé)</b>	87,47	6.766,66
<b>Privé/Public</b>	1,69	285,35

**Tableau 6 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour la Belgique ; analyse en 2011 et 2013**

<b>Belgique</b>	<b>2011</b>	<b>2013</b>	<b>2011</b>	<b>2013</b>
	Filtre « CA net »		Filtre « Total des produits d'exploitation »	
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	266,82	1376,72	26,38	1.159,495
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	-13,80	-34,69	-12.633,15	-111,39
<b>Privé/Public</b>	-0,05	-0,03	-478,96	-0,10
<b>Actifs fixes/(CA ou Total des produits d'exploitation) (public)</b>	27,25	21,89	6,797	34,93
<b>Actifs fixes/(CA ou Total des produits d'exploitation) (privé)</b>	29,36	73,84	4,267	769,56
<b>Privé/Public</b>	1,08	3,37	0,63	22,03

**Tableau 7 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour la France ; analyse en 2011 et 2013**

France	2011	2013	2011	2013
	Filtre « CA net »		Filtre « Total des produits d'exploitation »	
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	9,76	18,07	15,272	18,25
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	-749,43	-1.458,34	-980,87	-4143,07
<b>Privé/Public</b>	-76,78	-80,69	-64,23	-227,03
<b>Actifs fixes/(CA ou Total des produits d'exploitation) (public)</b>	2,00	1,56	4,705	2,75
<b>Actifs fixes/(CA ou Total des produits d'exploitation) (privé)</b>	19,16	0,63	11.434,99	0,665
<b>Privé/Public</b>	9,77	0,40	2.430,39	-0,24

**Tableau 8 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour le Royaume-Uni ; analyse en 2011 et 2013**

Royaume-Uni	2011	2013
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	42,94	16,66
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	-60,15	118,105
<b>Privé/Public</b>	-1,40	7,09
<b>Actifs fixes/Total des produits d'exploitation (public)</b>	11,05	98,135
<b>Actifs fixes/Total des produits d'exploitation (privé)</b>	104,24	79,56
<b>Privé/Public</b>	9,43	0,81

#### 4.2.4. Tentative de reproduction du modèle initial

Comme évoqué dans le point précédent, il nous est impossible de récupérer via l'étape de filtrage de la base de données Van Dijk toutes les entreprises dont nous disposerions des informations suivantes pour 2010 : valeurs des actifs, total des produits d'exploitation, balance des profits. Néanmoins, ces données sont toujours disponibles à l'exportation.

Nous tentons donc de les extraire en appliquant nos filtres, mais pour l'année 2011. Nous dégageons après toutes les étapes de sélection précédemment décrites un total de 112.375 entreprises.

De ces firmes, nous exportons les variables d'actifs et de résultats pour l'année 2010. Après retrait des entreprises qui avaient des données complètes en 2011 mais pour lesquelles nous manquaient les chiffres pour 2010, il ne nous en reste plus que 11.471. Ce résultat s'explique pour les raisons suivantes :

- Les entreprises créées en 2011 n'ont pas de données pour l'année 2010 ;
- D'autres entreprises se sont éteintes dans le courant de l'année 2011 et n'ont donc pas été sélectionnées dans notre filtrage ;
- La base de données dispose des informations suffisantes d'entreprises pour l'année 2011 mais ne les a pas pour 2010 ;
- Et vice versa : la base de données avait les informations nécessaires en 2010, mais pas en 2011, ce qui a empêché les entreprises concernées d'être reprises dans notre filtre appliqué sur 2011.

Voici toutefois les résultats obtenus avec cette tentative de reproduction des données utilisées par les auteurs (cf. page suivante) :

**Tableau 9 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour le Royaume-Uni ; analyse en 2010 à partir d'un échantillon incomplet**

Royaume-Uni	2010
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	22,05
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	216,02
<b>Privé/Public</b>	9,80
<b>Actifs fixes/Total des produits d'exploit. (public)</b>	3,19
<b>Actifs fixes/Total des produits d'exploit. (privé)</b>	17,09
<b>Privé/Public</b>	5,36

Le constat est très intéressant : les données correspondent cette fois aux attentes de notre hypothèse, et témoigneraient éventuellement de la particularité des résultats qui ne seraient avérés que lors de cette année et à ce pays en particulier.

#### **4.2.5. Tentatives d'écartement de données aberrantes pouvant dénaturer les résultats**

Essayons enfin d'éliminer ou de garder certaines valeurs de nos échantillons. Le but est de voir si ce genre de manipulation pourrait amener à obtenir des résultats qui gagneraient en fiabilité et en intérêt.

Premièrement, nous pouvons tenter d'améliorer la qualité de l'échantillon en écartant les entreprises dont le chiffre d'affaires est égal à 0.

**Tableau 10 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour différents pays analysés ; élimination des entreprises au chiffre d'affaires nul**

Valeur minimum du CA = 1	Allemagne	Belgique	France	Royaume-Uni
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	27,08	1473,31	22,091	16,497
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	16022,57	29,21	-4070,537	127,748
<b>Privé/Public</b>	591,61	0,02	-184,26	7,74
<b>Actifs fixes/Chiffre d'affaires net<sup>1</sup> (public)</b>	22,16	19,46	2,73	96,922
<b>Actifs fixes/Chiffre d'affaires net<sup>2</sup> (privé)</b>	264096,58	18,475	137,13	86,296
<b>Privé/Public</b>	11920,41	0,95	50,23	0,89

En conclusion : pas d'amélioration dans les résultats.

Essayons également de n'effectuer nos calculs que sur un pourcentage des entreprises filtrées, en éliminant tour à tour celles qui ont les chiffres d'affaires les moins élevés. Nous effectuons cette manipulation dans l'hypothèse où les entreprises aux résultats les plus faibles pourraient fausser nos conclusions<sup>3</sup>.

Naturellement, étant donné que nous avons été contraints à ne sélectionner qu'un peu plus de 10% des entreprises dans le cas de la France faute de ne pouvoir exporter plus, les tests qui suivent n'incluent pas ce pays.

Les résultats sont affichés ci-dessous, avec différents quotas d'entreprises éliminées (cf. tableaux 11 à 13).

<sup>1</sup> Dans le cas du Royaume-Uni, la normalisation est faite par le total des produits d'exploitation.

<sup>2</sup> Idem

<sup>3</sup> Les tests ont été effectués avec la variable *sales* pour l'Allemagne et la Belgique, et *turnover* pour le Royaume-Uni

**Tableau 11 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour différents pays analysés ; élimination des 10% des entreprises au chiffre d'affaire le moins élevé**

<b>Entreprises gardées : 90%</b>	<b>Allemagne</b>	<b>Belgique</b>	<b>Royaume-Uni</b>
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	30,736	1.376,72	16,93
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	134,685	-40,55	119,325
<b>Privé/Public</b>	4,38	-0,03	7,05
<b>Actifs fixes/Chiffre d'affaires net<sup>1</sup> (public)</b>	2,388	21,75	107,50
<b>Actifs fixes/Chiffre d'affaires net<sup>2</sup> (privé)</b>	1,202	79,68	78,84
<b>Privé/Public</b>	0,50	3,66	0,73

En conclusion : nous observons un net gain en cohérence concernant les résultats obtenus pour l'Allemagne. Par contre, il n'y a pas de grands changements observés sur les résultats pour la Belgique et le Royaume-Uni.

**Tableau 12 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour différents pays analysés ; élimination des 50% des entreprises au chiffre d'affaire le moins élevé**

<b>Entreprises gardées : 50%</b>	<b>Allemagne</b>	<b>Belgique</b>	<b>Royaume-Uni</b>
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	33,225	1.391,83	15,48
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	75,395	-93,94	172,63
<b>Privé/Public</b>	2,27	-0,07	11,15
<b>Actifs fixes/Chiffre d'affaires net<sup>3</sup> (public)</b>	1,41	21,89	10,71
<b>Actifs fixes/Chiffre d'affaires net<sup>4</sup> (privé)</b>	0,79	106,67	93,21
<b>Privé/Public</b>	0,56	4,87	8,70

<sup>1</sup> Idem

<sup>2</sup> Dans le cas du Royaume-Uni, la normalisation est faite par le total des produits d'exploitation.

<sup>3</sup> Idem

<sup>4</sup> Idem

En conclusion : il ne semble pas y avoir de bénéfice à ne sélectionner que 50% des entreprises pour nos trois échantillons, les résultats étant plutôt similaires lorsqu'on en sélectionne 90% (naturellement, mieux vaut retenir, à résultats similaires, le plus grand nombre de données).

**Tableau 13 : Résumé de l'analyse des ratios pouvant déterminer la différence de court-termisme entre entreprises publiques et privées, pour différents pays analysés ; élimination des 90% des entreprises au chiffre d'affaire le moins élevé**

<b>Entreprises gardées : 10%</b>	<b>Allemagne</b>	<b>Belgique</b>	<b>Royaume-Uni</b>
<b>Actifs fixes/profits (public)</b>	20,18	12,225	15,78
<b>Actifs fixes/profits (privé)</b>	53,42	36,80	406,82
<b>Privé/Public</b>	2,65	3,01	25,78
<b>Actifs fixes/Chiffre d'affaires net<sup>1</sup> (public)</b>	0,98	2,44	8,02
<b>Actifs fixes/Chiffre d'affaires net<sup>2</sup> (privé)</b>	0,49	1,89	162,295
<b>Privé/Public</b>	0,49	0,77	20,25

En conclusion : il n'y a pas de différence majeure observée du côté de l'Allemagne par rapport aux autres tests avec éliminations d'entreprises. Pour la Belgique et le Royaume-Uni, on peut observer certaines différences. Au final, les trois échantillons ont un ratio privé/public avec normalisation par les profits qui est positif (cependant, le ratio de 25,78 pour le Royaume-Uni nous paraît élevé). La Belgique (et, à moindre mesure, le Royaume-Uni) perd cependant en consistance sur ses ratios normalisés par le chiffre d'affaires.

Globalement, ces résultats ne convainquent pas. Même les résultats du tableau 13 semblent dus au hasard, car rappelons-le, nos résultats obtenus pour la France concernent environ les 10 premiers pourcents des entreprises en termes de chiffre d'affaires et étaient néanmoins non concluants.

---

<sup>1</sup> Idem

<sup>2</sup> Idem

### **Remarque générale par rapport aux tests effectués :**

L'exploration de ces différentes voies, bien que non exhaustive, apporte son lot de preuves témoignant de l'inconsistance et de la non-robustesse du modèle proposé par Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini. Aucune de nos modifications effectuées n'a pu apporter de l'homogénéité dans les chiffres obtenus.

Nous avons décidé de nous arrêter à un point qui nous semble suffisant pour établir cette conclusion. Persister jusqu'à trouver une voie qui puisse soutenir sa propre hypothèse ainsi que le modèle des auteurs aurait pu s'avérer être dangereux, car nous risquons alors de tomber dans de la manipulation de données qui pourrait aboutir à un biais statistique de confirmation<sup>1</sup>. « Les chiffres sont des êtres fragiles qui, à force d'être torturés, finissent par avouer tout ce qu'on veut leur faire dire. », ironisait l'économiste et démographe Alfred Sauvy. Nous préférons éviter ce piège et garder l'intégrité de notre approche.

### **4.3. Construction du modèle de régression linéaire**

Tentons tout de même de mettre en place un modèle de régression pour les quelques résultats avec lesquels nous pouvions espérer valider notre hypothèse, afin de décider si l'on peut rejeter définitivement ou non le modèle de Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini. Nous y verrons notamment si les chiffres obtenus sont significatifs. Dans le cas contraire, nous aurons de quoi formellement rejeter le modèle.

Effectuons tout d'abord nos tests pour la Belgique. Voici la description des étapes suivies.

Nous allons effectuer une régression des actifs immobilisés des entreprises normalisés par le chiffre d'affaires net (FA\_NORM)<sup>2</sup> par rapport à un indicateur booléen de si l'entreprise est privée ou non (PRIVATE), avec comme variables de contrôle le total des produits d'exploitation de l'entreprise (SALES), la rentabilité des actifs (ROA) et l'âge de la firme (AGE). Les variables ROA et AGE sont également testées via un croisement avec

---

<sup>1</sup> Nous avons notamment commencé à tenter d'éliminer également les valeurs « aberrantes » dans nos échantillons. La question devenait alors : quelles sont les valeurs « aberrantes », et sur quelles paramètres doit-on écarter ces valeurs ? Ce genre de manipulation laissant trop de place à l'arbitraire– et donc au biais de confirmation, nous avons préféré ne pas insister dans cette voie.

<sup>2</sup> Pour rappel, les variables sont décrites plus précisément au point 3.5 de ce mémoire.

la variable PRIVATE afin d'évaluer si des différenciations existent entre public et privé à ce propos. La régression s'écrit alors comme suit :

$$FA\_NORM_{it} = \alpha + \beta_1 PRIVATE_{it} + \beta_2 SALES_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROA_{it} \times PRIVATE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 AGE_{it} \times PRIVATE_{it} + \varepsilon_{it}$$

La constante  $\alpha$  indique le ratio moyen mesuré pour les firmes publiques, tandis que  $\beta_1$  représente le surplus d'actifs immobilisés présent dans une firme privée. Ainsi, le multiplicateur qui sert à différencier la tendance entre privé et public se calcule comme ceci :  $\delta = (\alpha + \beta_1)/\alpha$ .

Pour finir, la fiabilité du modèle est testée via les mêmes analyses effectuées sur les cinq premiers secteurs du pays en termes de nombre d'entreprises qui les composent.

Le tableau 14 (p. 58) présente les résultats obtenus après les différentes régressions effectuées pour la Belgique. La colonne (1) affiche la régression linéaire simple, sans variable de contrôle. Le multiplicateur est ici égal à 3,34, mais aucune variable n'est statistiquement validée comme étant significative. Nous ne pouvons donc valider les résultats.

Les colonnes suivantes, où l'on a effectué nos tests avec l'ajout de différentes variables de contrôle, sur tout l'échantillon ou les cinq premiers secteurs du pays, confirment la non validation du modèle, puisqu'aucune variable ne présente de t-valeur significative.

Les mêmes étapes ont été suivies pour le Royaume-Uni, à partir des données récoltées pour l'année 2013. La seule différence réside dans le fait que la variable FA\_NORM utilisée correspond cette fois aux actifs immobilisés normalisés par les profits de l'entreprise. Les résultats sont présentés au tableau 15 (p. 59).

Les conclusions sont similaires à celles de la Belgique. Aucune valeur n'est statistiquement significative, donc aucune conclusion ne peut en être tirée.

Enfin, les tests ont également été effectués pour l'Allemagne, à partir de l'échantillon sur lequel nous avons éliminé les 10% des entreprises au chiffre d'affaire le plus faible, ce qui avait semblé ajouter de la crédibilité aux résultats obtenus. Ici encore, les profits

ont été utilisés en tant que diviseur, dans notre variable FA\_NORM. Les résultats sont présentés au tableau 16 (p. 60).

Il n'y a pas de différence avec les deux premières analyses statistiques ici. Le modèle ne peut pas être validé faute d'obtenir des t-valeurs correctes.

Aucun modèle n'a donc pu être validé, ce qui signifie que nous n'avons pu, dans aucun des cas utilisés, affirmer que les différences entre public et privé observées dans ces échantillons sont dues à autre chose que de la chance.

**Tableau 14**

Effet de la détention publique vs privée d'une entreprise sur le stock en actifs fixes de l'entreprise. Cas de la Belgique

Variable Dépendante : Actifs fixes normalisés par les ventes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PRIVATE</i>	49,3 (0,036)	32,85 (0,055)	65,34 (0,069)	32,37 (0,054)	39,04 (0,042)	160 (0,075)
<i>SALES</i>		-1,61E-08 (-0,175)	-1,75E-08 (-0,141)	-1,62E-08 (-0,175)	-1,38E-08 (-0,148)	-1,21E-08 (-0,096)
<i>ROA</i>				0,1921 (0,010)	0,1953 (0,010)	5,43E-02 (0,002)
<i>ROA x PRIVATE</i>				-0,1918 (-0,010)	-0,195 (-0,010)	-5,39E-02 (-0,002)
<i>AGE</i>					-0,1193 (-0,008)	0,2636 (0,011)
<i>AGE x PRIVATE</i>					-0,4427 (-0,028)	-1,935 (-0,081)
Constante	21,04 (0,084)	37,7 (0,063)	26,62 (0,028)	38,18 (0,064)	41,29 (0,044)	6,077 (0,004)
$\delta$	<b>3,34</b>	<b>1,87</b>	<b>3,45</b>	<b>1,85</b>	<b>1,95</b>	<b>27,33</b>
<i>R<sup>2</sup> ajusté</i>	-1,63E-05	-3,38E-05	-5,08E-05	-6,49E-05	-9,95E-05	-0,000146
Observations	61043	61043	38826	61043	61043	38826
Secteurs	Tous	Tous	Top 5	Tous	Tous	Top 5

N.B. : t-valeur entre parenthèses.

\* Effet statistiquement différent de zéro à 90% de niveau de signification

\*\* Effet statistiquement différent de zéro à 95% de niveau de signification

\*\*\* Effet statistiquement différent de zéro à 99% de niveau de signification

**Tableau 15**

Effet de la détention publique vs privée d'une entreprise sur le stock en actifs fixes de l'entreprise. Cas du Royaume-Uni

Variable Dépendante : Actifs fixes normalisés par les ventes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PRIVATE</i>	80,79 (0,284)	80,85 (0,283)	73,49 (0,198)	80,67 (0,059)	99,28 (0,260)	89,55 (0,174)
<i>SALES</i>		4,33E-11 (0,002)	2,51E-09 (0,061)	3,64E-11 (0,002)	2,52E-10 (-0,012)	3,10E-09 -0,076
<i>ROA</i>				0,1322 (0,012)	0,152 (0,010)	5,18E-02 (0,003)
<i>ROA x PRIVATE</i>				-0,1322 (-0,012)	-0,1152 (-0,010)	-5,18E-02 (-0,003)
<i>AGE</i>					0,07427 (0,008)	2,69E-02 (0,002)
<i>AGE x PRIVATE</i>					-1,052 (-0,116)	-8,72E-01 (-0,076)
Constante	16,63 (0,059)	16,56 (0,058)	5,054 (0,014)	16,75 (0,064)	14,31 (0,038)	3,569 (0,007)
$\delta$	<b>5,86</b>	<b>5,88</b>	<b>15,54</b>	<b>5,82</b>	<b>7,94</b>	<b>26,09</b>
<i>R</i> <sup>2</sup> ajusté	-8,36E-06	-1,75E-05	-3,10E-05	-3,56E-05	-5,04E-05	-9,11E-05
Observations	109974	109974	63194	109974	109974	63194
Secteurs	Tous	Tous	Top 5	Tous	Tous	Top 5

N.B. : t-valeur entre parenthèses.

\* Effet statistiquement différent de zéro à 90% de niveau de signification

\*\* Effet statistiquement différent de zéro à 95% de niveau de signification

\*\*\* Effet statistiquement différent de zéro à 99% de niveau de signification

**Tableau 16**

Effet de la détention publique vs privée d'une entreprise sur le stock en actifs fixes de l'entreprise. Cas de l'Allemagne

Variable	Dépendante : Actifs fixes normalisés par les ventes (1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PRIVATE</i>	101,39 (0,142)	96,42 (0,133)	98,71 (0,101)	96,28 (0,133)	121,3 (0,119)	137,3 (0,098)
<i>SALES</i>		-1,88E-09 (-0,041)	-1,80E-09 (-0,032)	-1,90E-09 (-0,041)	-1,62E-09 (-0,035)	-1,44E-09 (-0,026)
<i>ROA</i>				0,2397 (0,007)	0,2345 (0,007)	0,31 (0,006)
<i>ROA x PRIVATE</i>				-0,2603 (-0,008)	-0,2551 (-0,008)	-0,3264 (-0,006)
<i>AGE</i>					-0,01342 (-0,001)	1,60E-03 (0,000)
<i>AGE x PRIVATE</i>					-0,8267 (-0,051)	-1,195 (-0,056)
Constante	30,68 (0,043)	35,78 (0,058)	35,05 (0,036)	36,1 (0,050)	35,97 (0,036)	34,21 (0,025)
$\delta$	<b>4,30</b>	<b>3,69</b>	<b>3,82</b>	<b>3,67</b>	<b>4,37</b>	<b>5,01</b>
<i>R<sup>2</sup> ajusté</i>	-2,07E-05	-4,18E-05	-5,35E-05	-8,40E-05	-1,24E-04	-0,000146
Observations	47317	47317	33409	47317	47317	33409
Secteurs	Tous	Tous	Top 5	Tous	Tous	Top 5

*N.B.* : t-valeur entre parenthèses.

\* Effet statistiquement différent de zéro à 90% de niveau de signification

\*\* Effet statistiquement différent de zéro à 95% de niveau de signification

\*\*\* Effet statistiquement différent de zéro à 99% de niveau de signification

#### 4.4. Bilan de l'analyse

##### 4.4.1. Discussion avec les auteurs du modèle

Suite à nos résultats obtenus, nous avons tenté d'établir un contact avec les auteurs du modèle afin d'obtenir plus d'informations à partir de notre échange.

Nous avons donc envoyé un email au *corresponding author*, la personne de contact désignée dans l'article, Silvia Pezzini. L'échange a débuté quelques mois avant la clôture de ce papier. Nous avons expliqué les résultats obtenus qui nous empêchaient de valider leur modèle et avons demandé davantage de précisions concernant leur méthodologie afin de savoir si certaines étapes clés avaient été omises dans leur article.

Malheureusement, Silvia Pezzini nous a indiqué dans sa réponse ne plus avoir accès aux données utilisées ni à la manière dont elles ont été construites.

Un de ses paragraphes a néanmoins attiré notre attention. Dans celui-ci, l'auteur nous explique ne pas avoir obtenu de résultats « utiles » lorsqu'ils ont effectué leur régression en normalisant les actifs immobilisés par le chiffre d'affaires. En voici les propos :

*“On your questions, one thing that I wasn't clear is whether you are using the same depvar as ours or rather fixed assets/turnover. I think we tried with the latter but it was not giving useful results. We thought it would be better to scale investment by units of profits, ie resources that could really be invested or distributed to shareholders. Turnover works well as a scalar but has less of an economic meaning in this context.” (Pezzini, communication personnelle, 19 mai 2015)*

Néanmoins, dans l'article, cette précision qui est pourtant de taille n'est pas mentionnée. Pour rappel, les auteurs ont effectué d'abord un rapide calcul concernant la normalisation des actifs immobilisés par les deux variables, obtenant des résultats similaires. Ils ont opéré ensuite à leur régression en utilisant la normalisation par les profits. Aucune note n'étant évoquée à ce propos, le lecteur comprend alors que ce n'était rien d'autre qu'un choix des auteurs sans importance, et qu'il n'y avait pas d'utilité à effectuer les mêmes démarches en utilisant la normalisation par le chiffre d'affaires car les résultats auraient été semblables.

Afin d'obtenir plus d'aide concernant les informations qu'il lui manque, Silvia m'a enfin proposé de contacter une autre co-auteur, Mette Nielsen, m'assurant qu'elle pourrait m'assister davantage.

Nous avons donc également pris contact avec Mette. Malheureusement, malgré trois emails envoyés à un mois d'intervalle, nous n'avons jamais reçu de réponse de cette dernière. Nous en resterons donc là concernant les échanges avec les auteurs.

Sans que nous ayons obtenu de réponse qui puisse trancher sur nos interrogations, et malgré l'aide de Silvia Pezzini, ces échanges peuvent tout de même être perçus comme significatifs à une certaine mesure. Nous avons en effet été très dérangés d'apprendre que les auteurs n'ont pas mentionné dans leur article des résultats qui ne leur convenaient pas, et ont même insinué le contraire en se taisant sur le sujet. Cette information se rapproche beaucoup de nos résultats obtenus dans notre partie analytique.

#### **4.4.2. Réfutation du modèle**

*In fine*, nos résultats nous amènent à devoir réfuter le modèle proposé par Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini. Nous avons mis à l'épreuve notre estimateur afin d'en tester la robustesse, et aucun résultat ne s'est avéré être concluant, qu'il s'agisse de changements apportés dans les paramètres ou dans les données.

Cela nous amène de fait à devoir également réfuter notre hypothèse. Nous n'avons pas pu, via ce proxy, estimer la présence du surplus de court-termisme dans les entreprises publiques par rapport aux sociétés privées.

Ces résultats ne réfutent toutefois pas l'apport théorique concluant à la présence et aux effets néfastes du court-termisme. Il s'agit bien du proxy d'estimation que nous réfutons, et non la présence du phénomène, ni sa présence accrue dans les sociétés listées.

#### **4.5. Possibles explications liées au manque de cohérence**

Afin de compléter cette analyse, nous désirons nous étendre un peu plus sur les possibles causes qui auraient pu nous amener à obtenir ces résultats. Nous en avons recensé trois :

1. L'hypothèse préliminaire que nous avons posée peut tout simplement être fausse, et il n'y a peut-être pas de différence significative d'effet court-termiste entre les entreprises cotées ou non ;

2. Les facteurs de normalisation sont peut-être à l'origine des mauvais résultats. Plusieurs défauts sont à noter :
  - a. Utiliser les profits en tant que diviseur a ce défaut majeur que ces données sont très volatiles dans le temps et ces résultats ne sont pas bornés positivement. Le chiffre d'affaires fonctionne mieux en l'occurrence en tant qu'échelle de normalisation ;
  - b. La division par le chiffre d'affaires est plus stable dans le temps et bornée positivement, mais moins pertinente à utiliser que les profits, qui représentent, eux, les ressources qui seront investies ou distribuées aux actionnaires. Le chiffre d'affaires a donc moins de signification économique dans ce contexte ;
  - c. Ces facteurs de normalisation ne sont pas stables dans le temps pour une entreprise, surtout les profits. Ces derniers sont en outre dépendants de nombreux facteurs macro-économiques qui pourraient biaiser nos résultats si ces facteurs touchent davantage les firmes privées ou publiques.
3. *Last but not least*, une des faiblesses de nos échantillons repose enfin dans le faible nombre d'entreprises publiques sur lesquelles nous avons effectué nos calculs, relativement et de manière absolue. Malheureusement, nous ne pouvons faire grand chose face à ça, limités dans la sélection des quelques centaines d'entreprises listées qui existent dans chaque pays. Si le problème se situe là, alors étendre la zone géographique serait la seule manière d'y résoudre, pour effectuer nos recherches par exemple au niveau de l'Union Européenne ou de la Zone Euro.

## V. Conclusion et Discussion

### 5.1. *Appréciation personnelle*

Il nous a paru au début difficile de consacrer la partie analytique de notre mémoire sur la réfutation d'un modèle que nous considérions initialement comme étant valide. Au premier abord, cela s'apparente plutôt au retrait d'une pierre dans l'édifice du sujet plutôt que d'apporter la nôtre. Pour autant, il nous a vite semblé au moins aussi important de nous assurer qu'un modèle qui a été présenté comme robuste et ayant mené à la validation de conclusions théoriques soit réfuté avec les preuves nécessaires.

Cette réfutation d'un modèle, signé par des auteurs considérés comme des références dans le monde des sciences de l'économie moderne, nous a amené de fait à poser un regard plus critique sur la littérature existante.

De manière plus générale, ce travail nous a montré la difficulté de répliquer une étude. A ce sujet, John Ioannidis (2005) a apporté dans son papier intitulé « *Why Most Published Findings Are False* », largement cité dans la littérature, la preuve qu'assez peu d'études scientifiques peuvent être répliquées avec succès. Selon l'auteur, divers facteurs en sont à l'origine : le biais de confirmation, les intérêts financiers et de publication, le nombre d'études précédentes sur la même question, etc.

Cette dernière affirmation ne fait que confirmer l'importance des réplifications d'études dans la littérature, tels qu'en discutent Hubbard, Vetter et Little (1998). Dans leur article, les auteurs pointent le fait que peu de recherches se concentrent à répliquer et étendre des études existantes, ce qui aurait des conséquences nuisibles sur le développement d'un corpus scientifique qui soit fiable. Ces derniers encouragent les périodiques scientifiques à consacrer une section consacrée aux réplifications d'études afin d'encourager leur production.

### 5.2. *Synthèse et suggestions pour des travaux ultérieurs*

Comme déjà évoqué, l'absence de résultats obtenus et l'invalidation du modèle de Davies, Haldane, Nielsen et Pezzini ne remet pas pour autant en cause tout le développement théorique dont nous avons fait le résumé à travers notre revue de littérature. Ce dernier reste donc valide et pertinent. L'ensemble causes-conséquences-solutions dont

nous avons dressé la liste demeure selon nous une manière efficace de synthétiser le court-termisme.

Cette liste nous a également permis de faire le point sur les forces et faiblesses de la littérature existante sur le sujet. Si les causes semblent aujourd'hui avoir été identifiées et qu'une série de solutions existent, il nous manque encore tout un pan d'informations concernant les conséquences du court-termisme, notamment ses coûts sur l'économie.

Plusieurs voies nous semblent envisageables afin de tenter d'y apporter une ou des réponses.

Premièrement, tout en gardant la même méthodologie, il serait intéressant de songer à d'autres perspectives qui permettraient de valider et mesurer les différences de court-termisme existant entre les entreprises publiques et privées. Une solution possible serait d'effectuer nos mesures à plus grande échelle géographique, afin de stabiliser éventuellement les données récoltées. Cela aurait notamment pour avantage de procéder à des analyses à partir d'un nombre d'entreprises publiques plus conséquent. Le modèle ne servirait alors plus à mesurer les différences entre les pays (nous avons montré dans ce mémoire qu'il n'est pas adapté à ce genre de manipulation) mais bien à démontrer, via cette extension d'horizon, que des différences existent effectivement selon la catégorisation des entreprises, et qu'elles s'expliquent sans doute par le court-termisme.

D'autres voies mériteraient d'être explorées tout en maintenant l'hypothèse stipulant que les coûts du court-termisme peuvent être estimés via les différences observées entre entreprises publiques et privées. Il s'agirait alors de changer la méthodologie et de déterminer si l'on déboucherait sur des résultats concluants. Parmi ces voies envisagées, nous pourrions observer l'évolution du comportement d'une entreprise privée avant et après son passage en public. Nous pourrions observer également les changements dans les actifs immobilisés ou dans le pourcentage de rétention des bénéfices annuels en investissement comparé à la redistribution en dividendes.

Pour des travaux futurs, d'autres types de conclusions pourraient également être recherchés, moyennant l'utilisation d'un modèle stable et validé. Nous pensons par

exemple à l'établissement d'une comparaison à travers différents continents, notamment Europe vs Etats-Unis vs Asie.

D'autres champs de comparaison sont à envisager : évolution chronologique, état des lieux annuel vs accumulé des effets du court-termisme économique, etc. Enfin, nous serions séduits par la mise en place d'une méthode d'estimation des coûts annuels et accumulés du phénomène dans le cadre d'un passage en public. Cela permettrait d'enfin pouvoir mettre des chiffres sur le court-termisme et avoir ainsi plus d'oreilles à l'écoute de ce problème, ainsi que d'évaluer son ampleur.

Enfin, il serait intéressant de continuer à effectuer des tests sur d'autres proxys et d'en comparer les résultats. Il y a dans ce domaine matière à de nombreux travaux ultérieurs. Parmi les potentiels avantages de l'utilisation d'autres proxys, nous pourrions envisager le fait de ne pas poser l'hypothèse de départ précisant que le court-termisme non-systémique se mesure par la différence accumulée en actifs immobilisés entre entreprises cotées et non-cotées en bourse. Cette hypothèse est par ailleurs assez réductrice car elle omet tous les coûts liés au court-termisme non-systémique qui touche également les firmes privées. L'idéal serait de trouver une solution afin d'isoler au mieux le court-termisme non-systémique, la réelle variable que nous souhaitons estimer. Pour cela, une solution serait peut-être d'étudier un plus faible nombre d'entreprises, mais pour lequel nous disposerions d'informations suffisamment complètes pour pouvoir isoler *in fine* les coûts réels.

Nous espérons que toutes ces options feront l'objet de futures études. Le court-termisme, qui trouve sa place dans la littérature économique depuis longtemps déjà, n'a toujours pas été fidèlement apprécié en termes de coûts ni d'impact. En connaître mieux les enjeux permettrait d'être pris en compte dans le cadre d'une vision stratégique de l'entreprise qui soit long-termiste.

## VI. Bibliographie

- Amable, B., Chatelain, J.-B. (1995). Systèmes financiers et croissance : les effets du « court-termisme ». *Revue économique*, 46(3), 827-836.
- Antia, M., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2010). CEO Decision Horizon and Firm Performance : An Empirical Investigation. *Journal of Corporate Finance*, 16(3), 288-301.
- Bansal, P., & DesJardine, M. (2014). Business sustainability: It is about time. *Strategic Organization*, 12(1), 70-78.
- Basu, S., Raj, M., Tchalian, H. (2008). A Comprehensive Study of Behavioral Finance. *Journal of Financial Service Professionals*, 62(4), 51-62.
- Beidleman, C. R. (1973). Income Smoothing: The Role of Management. *The Accounting Review*, 48(4), 653-667.
- Bøhren, Ø., Priestley, & R., Ødegaard, B.A. (2009). Investor Short-Termism and Firm Value. Norwegian School of Management
- Brochet, F. Serafeim, G., & Loumioti, M. (2012). Short-Termism : Don't Blame Investors. *Harvard Business Review*, 90(6), 28.
- Bushee, B.J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 73(3), 305-333.
- Çelik, S. and M. Isaksson (2013). Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?, OECD Corporate Governance Working Papers, 11, 36pp.
- Chen, Y.F., Lin, F.L., & Yang, S.Y. (2015). Does institutional short-termism matter with managerial myopia? *Journal of Business Research*, 68(4), 845-850
- Cheng, M., Subramanyan, K. R., & Yuang Z. (2007). Earnings Guidance and Managerial Myopia. *The SSRN Electronic Journal*, 11, 41pp.
- Dasgupta, P., & Maskin, E. (2005). Uncertainty and Hyperbolic Discounting. *The American Economic Review*, 95(4), 1290-1299.

- Davies, R., Haldane, A.G., Nielsen, M., & Pezzini, S. (2014). Measuring the costs of short-termism. *Journal of Financial Stability*, 12(1), 16-25.
- Demirag, I. S. (1995). Assessing short-term perceptions of group finance directors of UK companies. *The British Accounting Review*, 27(4), 247-281.
- Dent, G.W. (2014). The essential unity of shareholders and the myth of investor short-termism. *Delaware Journal of Corporate Law*, 35(1), 97-150.
- Dichev, I., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings Quality: Evidence from the Field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 1-33.
- Elovainio, M., Kivimäki, M. (2001). The effects of personal need for structure and occupational identity in the role stress process. *Journal of Social Psychology*, 141(3), 365-378.
- Feinberg, R. (1995). In Defense of Corporate Myopia. *Managerial and Decision Economics*, 16(3), 205-210.
- Felton R. F., Fritz, P. K. (2005). *The view from the boardroom*. McKinsey Quarterly 2005 Special edition: Value and Performance, 48-61.
- Focus IFRS. (2014). IAS 34 « Information financière intermédiaire ». En ligne [http://www.focusifrs.com/menu\\_gauche/normes\\_et\\_interpretations/textes\\_des\\_normes\\_et\\_interpretations/ias\\_34\\_information\\_financiere\\_intermediaire](http://www.focusifrs.com/menu_gauche/normes_et_interpretations/textes_des_normes_et_interpretations/ias_34_information_financiere_intermediaire), consulté le 12 mars 2015.
- Fusso, N. (2013). A systems thinking review for solving short-termism. *Management Research Review*, 36(8), 805-822.
- Gao, H., & Li, K. (2014). Large shareholders and CEO performance-based pay: New evidence from privately-held firms. SSRN Working paper, 48pp.
- Gigler, F., Kanodia, C., Haresh, S., & Venugopalan, R. (2014). How Frequent Financial Reporting Can Cause Managerial Short-Termism: An Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency. *Journal of Accounting Research*, 52(2), 357-387.
- Gonzalez, A., & André, P. (2014). Board Effectiveness and Short Termism. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(1-2), 185-209.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, R. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3-73.

- Henderson, A., Miller, D., & Hambrick, D. (2006). How Quickly do CEOs Become Obsolete? Industry Dynamism, CEO tenure, and Company Performance. *Strategic Management Journal*, 27(5), 447-460.
- Hubbard, R., Vetter, D. E., & Little, E. L. (1998). Replication in strategic management : scientific testing for validity, generalizability, and usefulness. *Strategic Management Journal*, 19(3), 243-254.
- Ioannidis, J. P. A. (2005). Why Most Published Research Findings Are False. *PLoS Med*, 2(8).
- Jacobs, M. (1991). *Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*. Boston, MA : Harvard Business School Press.
- Jacobson, R., & Aaker. D. (1993). Myopic management behavior with efficient, but imperfect, financial markets: A comparison of information asymmetries in the United States and Japan. *Journal of Accounting and Economics*, 16(4), 383-405.
- Jensen, M. C. (1986). The takeover controversy: Analysis and evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 4(3), 6-32.
- Kaplan, S., & Minton, B. (2012). How Has CEO Turnover Changed ? *International Review of Finance*, 12(1), 57-87.
- Katz, D., Kahn, R. L. (1978). *The Social Psychology of Organisations*. New York, NY : John Wiley & Sons.
- Latham, S., & Braun, M. (2010). Does Short-termism Influence Firm Innovation? An Examination of S&P 500 Firms, 1990-2003. *Journal of Managerial Issues*, 22(3), 368-382
- Laverty, K.J. (1996). Economic « Short-termism »: the debate, the unresolved issues, and the implications for management practice and research. *Academy of Management Review*, 21(3), 825-860
- Laverty, K.J. (2004). Managerial myopia or systemic short-termism? The importance of managerial systems in valuing the long term. *Management Decision*, 42(7), 949-962
- Lewis, M. (2014). *Flash Boys*. New York : W. W. Norton & Company

- Loewenstein, G., Thaler, R. H. (1989). Anomalies : Intertemporal Choice. *The Journal of Economic Perspectives*, 3(4), 181-193.
- Marginson, D., & McAulay, L. (2008). Exploring the Debate on Short-Termism: A Theoretical and Empirical Analysis. *Strategic Management Journal*, 29(3), 273-292
- Marginson, D., McAulay, L., Roush, M., & Van Zijl, T. (2010). Performance measures and short-termism: an exploratory study. *Accounting and Business Research*, 40(4), 353-370
- Marshall, A. (1890). *Principles of Economics*. London : Macmillan
- Miles, D. (1993). Testing for short-termism in the UK stock market. *The Economic Journal*, 103(1), 1379-1396.
- Mosakowski, E., & Earley, P. C. (2000). A Selective Review of Time Assumptions in Strategy Research. *Academy of Management Review*, 25(4), 796-812.
- Nesbitt, J. (2009). The Role of Short-Termism in Financial Market Crises. *Australian Accounting Review*, 19(4), 314-318.
- Olesiński, B., Opala, P., Rozkrut, M., Torój, A. (2014). Short-termism in business : causes, mechanisms and consequences. *Rapport, EY Poland, Economic Analysis Team*
- Porter, M. E. (1992). Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment System. *Harvard Business Review*, 70(5), 65-82.
- Pozen, R. (2015). How to Curb Short-Termism in Corporate America. *Business Economics*, 50(1), 20-24.
- Rappaport, A. (2006). Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*, 57(9).
- Simons, R. (1995). *Levers of Control: how managers use innovative control systems to drive strategic renewal*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Stein, J. (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 104 (4), 655-669.
- Strotz, R. (1955 - 1956). Myopia and inconsistency in dynamic utility maximization. *Review of Economic Studies*, 23(3), 165-180.

Terry, S. J. (2014). The Macro Impact of Short-Termism. Rapport technique, Working paper.

Van der Stede, W.A. (2000). The relationship between two consequences of budgetary controls: Budgetary slack creation and managerial short-term orientation. *Accounting, Organizations and Society*, 25(6), 609-622

Wall Street Journal. (1986). *Business bulletin*, June 12, p1.

**A. Reconstruction des échantillons afin de parvenir à répliquer  
l'étude initiale – résumés des échantillonnages**

<b>Entreprises Retenues :</b>	<b>Belgique « Total des produits d'exploitation »</b>	<b>Allemagne « Total des produits d'exploitation »</b>	<b>France « Total des produits d'exploitation »</b>
Avant application de filtre	19.413.375	19.413.375	19.413.375
Après filtrage géographique	423.566	1.365.572	2.076.779
Après filtrage des « actifs »	378.362	490.498	958.346
Après filtrage du « résultat annuel »	26.940	54.870	957.886
Après filtrage du « code NACE »	26.844	54.854	957.886

<b>Entreprises Retenues :</b>	<b>Allemagne 2011 « CA net »</b>	<b>Belgique 2011 « CA net »</b>	<b>Belgique 2011 « Total des produits d'exploitation »</b>
Avant application de filtre	19.413.375	19.413.375	19.413.375
Après filtrage géographique	1.365.572	423.566	423.566
Après filtrage des « actifs »	926.131	342.959	346.377
Après filtrage du « résultat annuel »	75.232	76.238	24.567
Après filtrage du « code NACE »	75.213	76.230	24.500

<b>Entreprises Retenues :</b>	<b>France 2011 « CA net »</b>	<b>France 2011 « Total des produits d'exploitation »</b>	<b>Royaume-Uni 2011</b>
Avant application de filtre	19.413.375	19.413.375	19.413.375
Après filtrage géographique	2.076.779	2.076.779	2.478.530
Après filtrage des « actifs »	927.114	935.298	1.703.296
Après filtrage du « résultat annuel »	926.287	934.876	113.854
Après filtrage du « code NACE »	926.285	934.874	112.375

<b>Entreprises Retenues :</b>	<b>Royaume-Uni 2010</b>
Avant application de filtre	19.413.375
Après filtrage géographique	2.478.530
Après filtrage des « actifs »	1.703.296
Après filtrage du « résultat annuel »	113.854
Après filtrage du « code NACE »	112.375
Après élimination des données incomplètes (cf. 4.2.4)	11.471