



“Court-termisme” des marchés financiers et ISR

Catherine CASAMATTA et Sébastien POUGET
(IDEI, Université de Toulouse)

Chaire Finance Durable et Investissement Responsable
AFG, Paris, vendredi 9 novembre 2007

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE

- Court-termisme sur les marchés financiers : les cash-flows futurs sont trop peu incorporés dans les prix des actifs financiers
 - Cuthbertson, Hayes, et Nitzsche (1997) : prix reflètent 70% du LT au RU
 - Black et Fraser (2002) : différent aux US, Australie, Allemagne, Japon

- L'impact des projets socialement responsables se manifeste à LT
 - Baisse des coûts futurs : anticipations de normes environnementales, meilleure formation des employés, ...
 - Augmentation des revenus : meilleure image, fidélisation clientèle, ...

- Quels sont les déterminants du court-termisme ?
- Conséquences pour ISR ? Structure des mandats ISR pour l'atténuer ?

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE

- Problème avec les investissements basés sur des informations de LT
 - Entre aujourd'hui et le LT, les prix des actifs varient
 - On peut donc avoir raison sur le LT et afficher une mauvaise performance de CT:

“The big difficulty is that a lot of the reputational issues and environmental issues play out over a very long period of time and its only one factor in the process and if the market isn't looking at it you can sit there for a very long time on your high horse saying ‘this company is a disaster, it shouldn't be trusted’ and you can lose your investors an awful lot of money...”. Gestionnaire de fonds ISR cité par Guyatt (2006).

Enjeux théoriques :

- Pourquoi est-ce un problème d'avoir tort à CT ?
- Pourquoi le marché ne porte-t-il pas attention aux informations de LT ?

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE

- Pourquoi est-ce un problème d'avoir tort à CT ?
 - Pour des investisseurs directs :
 - Dow et Gorton (1994) : horizon de CT
 - Shleifer et Vishny (1990) : coût à détenir l'actif plus longtemps
 - Pour des gestionnaires de fonds :
 - Gümbel (2005) : risque d'être confondu avec un mauvais gestionnaire de fonds (voir aussi von Thadden, 1995)

- Cadre théorique pas toujours pertinent pour ISR:
 - Certains clients ISR (fonds de pension) ont un horizon de LT
 - Aspect manquant : l'information de LT est difficile à acquérir

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE

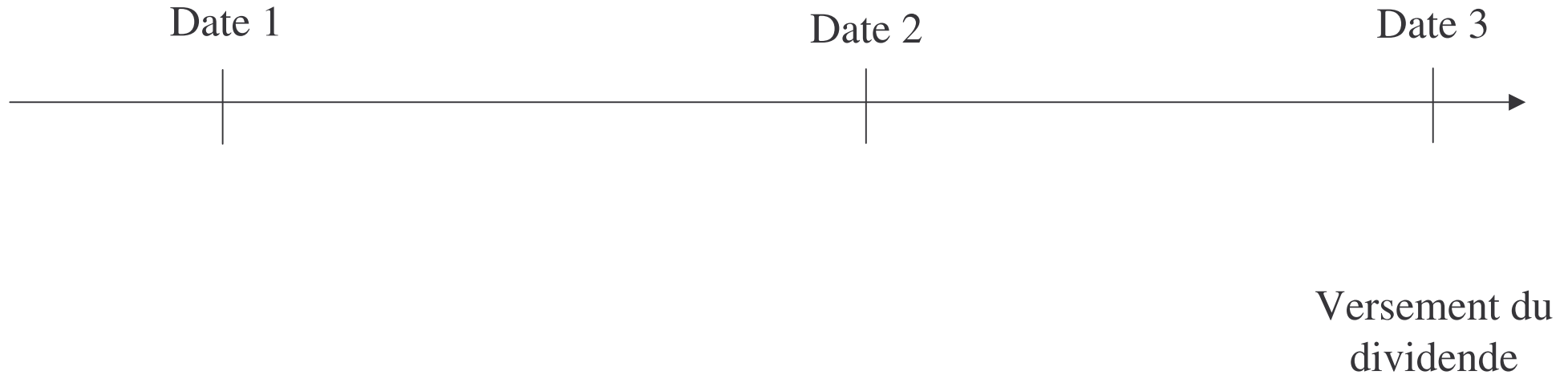
- Pourquoi le marché ne porte-t-il pas attention aux informations de LT ?
 - Shleifer et Vishny (1990) : il n’y a plus d’informations de LT car les firmes sont découragées d’investir dans des projets de LT
 - Dow et Gorton (1994) : il n’est pas sûr que cette information sera reprise par des investisseurs futurs (de manière exogène)

- Cadre théorique pas entièrement satisfaisant pour ISR :
 - Les firmes développent en pratique des politiques SR
 - Pourquoi les gestionnaires futurs ne reprennent-ils pas les informations de LT?

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE

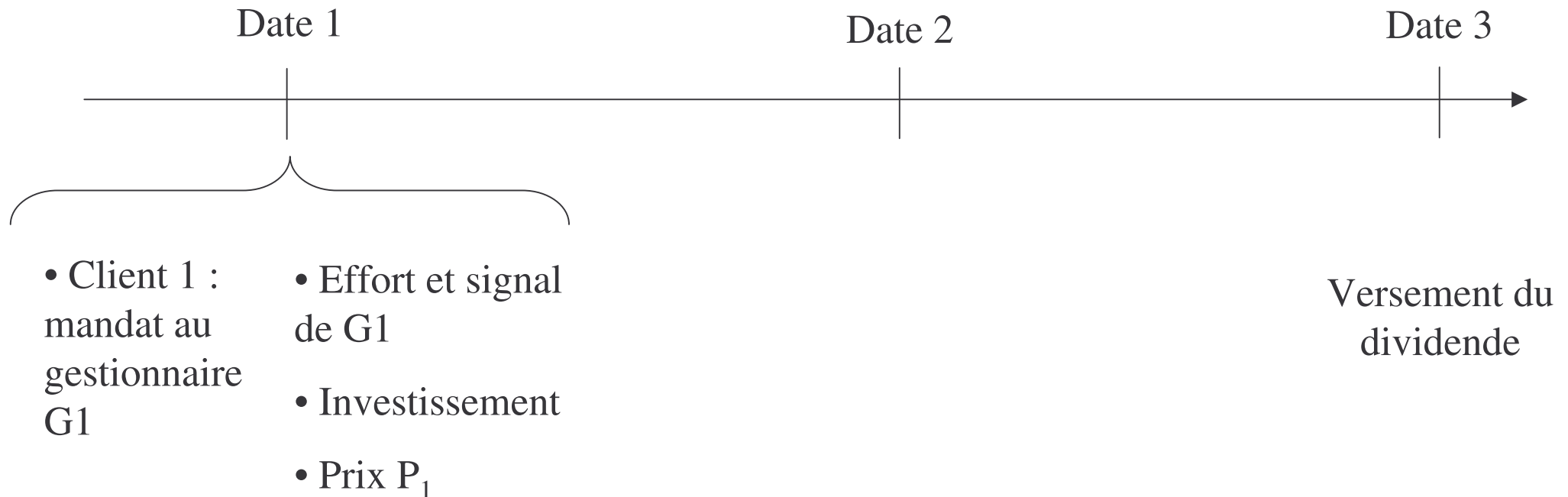
- Les clients ISR ont un horizon de LT (ils pensent que la démarche RSE est rentable à LT) et confient leurs fonds à des gestionnaires
- Les gestionnaires préfèrent des revenus à CT
- Il est difficile pour les gestionnaires d'acquérir de l'information de LT
 - Difficile d'évaluer l'impact de la RSE sur les cash-flows futurs
 - Processus coûteux : temps, ressources financières,...
 - Remarque : notre modèle ne dit pas *comment* faire cette évaluation
- Les clients doivent concevoir des mandats pour inciter les gestionnaires à acquérir et utiliser l'information de LT

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE



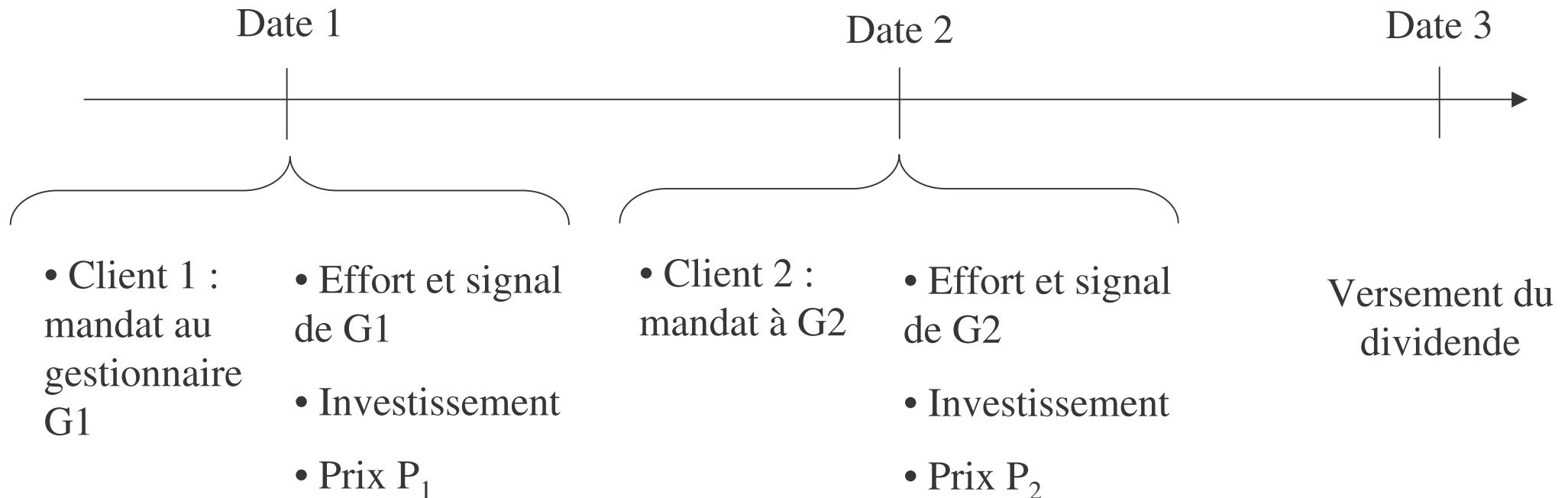
- Le dividende final peut être 1 ou 0

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE



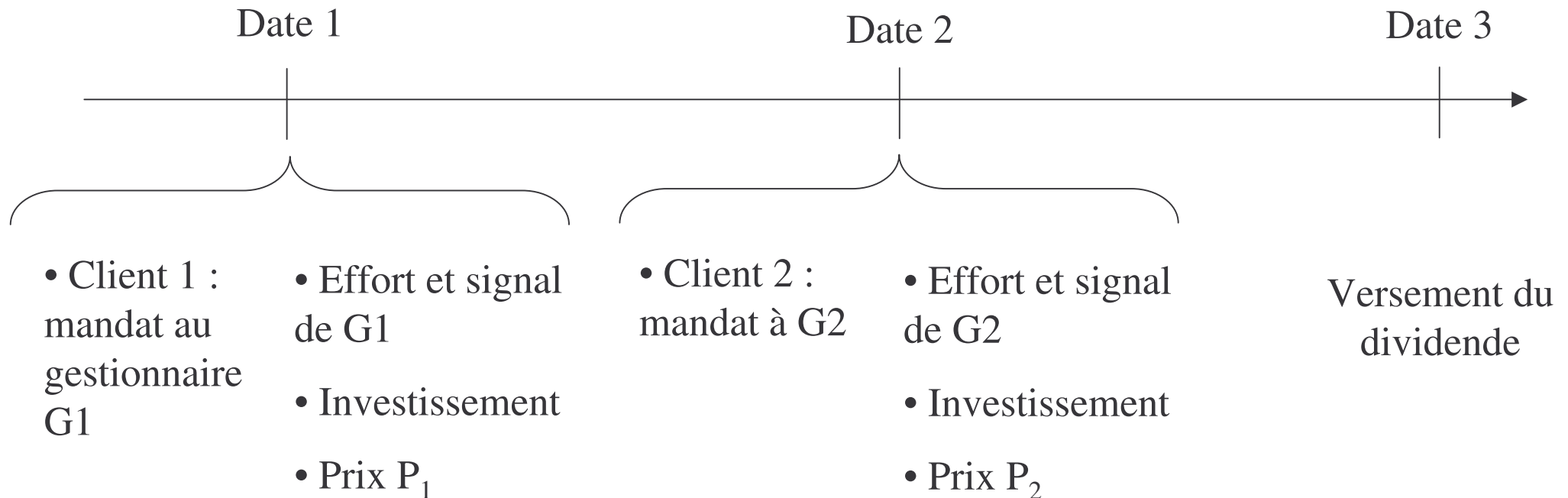
- Le dividende final peut être 1 ou 0
- L'effort augmente la précision du signal mais a un coût pour le gestionnaire

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE



- Le dividende final peut être 1 ou 0
- L'effort augmente la précision du signal mais a un coût pour le gestionnaire
- Le mandat dépend de la stratégie d'investissement, de la séquence de prix, du dividende

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE



- Le dividende final peut être 1 ou 0
- L'effort augmente la précision du signal mais a un coût pour le gestionnaire
- Le mandat dépend de la stratégie d'investissement, de la séquence de prix, du dividende
- La séquence de prix dépend de la présence de G2

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE

- Benchmark (sans impatience) :
 - Les mandats de G1 et G2 dépendent de l'adéquation entre leur stratégie et le dividende final
 - G1 et G2 reçoivent un bonus à la date 3 (LT) si :
 - Achat et dividende=1
 - ou
 - Pas d'achat et dividende=0
 - Il n'y a pas d'interaction entre G1 et G2 : indépendamment de la présence de G2, G1 acquiert l'information si les profits sont suffisamment élevés

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE

- Impact de l'impatience (résultats attendus) :
 - Il est plus coûteux pour le client d'attendre la réalisation du dividende pour rémunérer les gestionnaires
 - Pour réduire le coût d'incitation : si P_2 est informatif, le mandat de G1 dépend de P_2
 - G1 reçoit un bonus à la date 2 (CT) si :
 - Achat et P_2 est élevé
 - Pas d'achat et P_2 est élevé
 - Cette politique de rémunération est possible si G2 acquiert l'information (interaction entre G1 et G2)
 - Oui mais : si G1 a acquis l'information, G2 a moins d'incitation à l'acquérir !
 - Anticipant cela, G1 n'acquiert pas l'information de LT (court-termisme)

MOTIVATION – LITTERATURE – NOTRE APPROCHE

→ Conclusions :

- Contributions à la littérature académique :
 - Court-termisme endogène (rupture de la chaîne d'arbitrage)
 - Problème d'aléa moral sur l'acquisition d'information
 - Relation explicite entre la structure des mandats et l'efficience des prix

- Implications pratiques pour l'ISR :
 - Identifier les freins à l'acquisition d'information de LT (coût à l'effort, impatience, précision de l'information)
 - Déterminer la structure optimale des mandats de gestion (bonus à CT et/ou LT en fonction des caractéristiques de l'industrie)

BILIOGRAPHIE

- Black et Fraser, 2002, Stock market short-termism—an international perspective, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 12
- Cuthbertson, Hayes et Nitzsche, 1997, The behaviour of UK stock prices and returns: Is the market efficient?, *Economic Journal*, Vol. 107.
- Dow et Gorton, 1994, Arbitrage chains, *Journal of Finance*, Vol. 49.
- Gümbel, 2005, Trading on short-term information, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 161.
- Guyatt, 2006, Identifying and overcoming behavioural impediments to Long term responsible investment, Thèse de doctorat, Université de Bath
- Shleifer et Vishny, 1990, Equilibrium short horizons of investors and firms, *American Economic Review*, Vol. 80.
- v.Thadden, 1995, Long-term contracts, short-term investment and monitoring, *Review of Economic Studies*, Vol. 62.