

Fonds HOMA Impact Social France

Extraits de la recherche HOMA CAPITAL

Paris, le 15 juillet 2021

Le pouvoir prédictif de la note E et G sur la note S

Par Messaoud CHIBANE, PhD

Dans cette note, nous analysons le pouvoir prédictif des notes environnementales et de gouvernance sur les notes sociétales futures d'une entreprise donnée. Pour ce faire, nous utilisons les notes de 330 entreprises notées par l'agence Gaïa Rating¹ pour les années 2016, 2017, 2018, 2019 et 2020.

Nous utiliserons les notations suivantes : $(E_{i,j}, S_{i,j}, G_{i,j})_{\substack{i=1,\dots,330 \\ j=2016,\dots,2020}}$ désignent

respectivement les notations E, S, G pour l'entreprise i et l'année j . En particulier nous analysons la variation de ces notes E, S, G d'une année à l'autre

et dénotons celles-ci par $(\Delta E_{i,j}, \Delta S_{i,j}, \Delta G_{i,j})_{\substack{i=1,\dots,330 \\ j=2017,\dots,2020}}$ sachant que :

$$\Delta E_{i,j} = E_{i,j} - E_{i,j-1}$$

$$\Delta S_{i,j} = S_{i,j} - S_{i,j-1}$$

$$\Delta G_{i,j} = G_{i,j} - G_{i,j-1}$$

Nous construisons le prédicteur suivant :

$$\Delta EG_{i,j} = w\Delta E_{i,j} + (1-w)\Delta G_{i,j}$$

où w représente le poids du prédicteur environnemental ΔE dans le prédicteur agrégé.

Nous analysons donc la régression suivante :

$$\Delta S_{i,j} = \alpha + \beta \Delta EG_{i,j} + \varepsilon_{i,j}$$

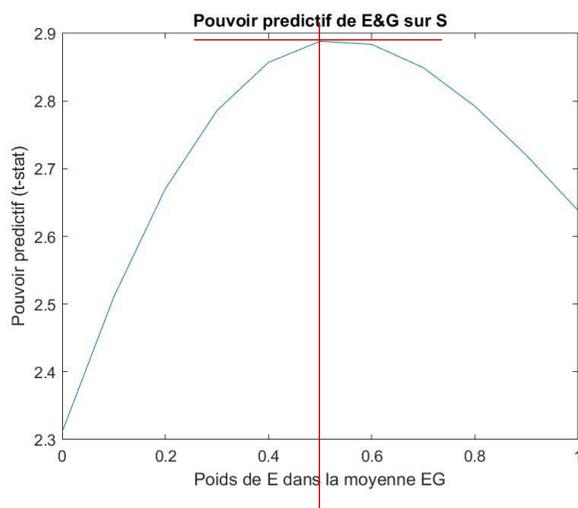
$$\varepsilon_i \square N(0, \sigma_i)$$

Nous apprécions le pouvoir prédictif de la variable ΔEG à travers le quotient (t-stat) :

$$t-stat = \frac{\beta}{EcartType(\beta)}$$

Un t-stat au-dessus de 2 indique un fort pouvoir prédictif positif de la variation de note ΔEG sur la variation future de la note ΔS .

Dans le graphe ci-dessous nous montrons le pouvoir prédictif de ΔEG en fonction du poids w de la partie environnementale dans la construction du prédicteur. Nous pouvons voir que, quelle que soit la part de l'environnemental, le pouvoir prédictif de ΔEG est bon (supérieur à 2) et est maximal lorsque la gouvernance et l'environnemental sont équipondérés ($w = 0.5$).



A propos de l'auteur :

Messaoud Chibane, est Directeur MSc Finance & Big Data à NEOMA Business School. En tant que consultant indépendant, il a pour mission d'accompagner Homa Capital dans l'intégration de critères extra-financiers dans sa gestion.

¹ A propos de Gaïa Research

Gaïa Research, filiale d'Ethifinance est une société de recherche et d'analyse spécialisée dans le suivi et l'évaluation ESG des TPE, PME et ETI des entreprises cotées européennes (souscription réalisée en 2019).

HOMA CAPITAL a souscrit à l'outil Gaïa Rating dans le cadre de l'intégration de critères ESG dans sa gestion.

Informations importantes

Les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles de HOMA CAPITAL et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers.

A propos de HOMA CAPITAL :

HOMA CAPITAL SA est une société de gestion de portefeuille, agréée par l'AMF sous le n° GP-11000002 en date du 13 janvier 2011, son siège social est situé au 37, avenue Pierre 1er de Serbie – 75008 Paris.

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de la ville de Paris sous le n° B524 396 348.

Paris, le 23 septembre 2020

Le bien-être au travail, enjeu sociétal et facteur de performance pour les entreprises

Selon une enquête de Just Capital réalisée aux Etats-Unis (voir référence en annexe), le respect des employés se place en tête des attentes sociétales des citoyens envers les entreprises, loin devant les préoccupations liées au respect des clients, à la qualité des produits et à l'environnement.

Une autre illustration des attentes sociétales en cette matière est la popularité du site Glassdoor, qui met en ligne les ratings attribués par les salariés à leur employeur ainsi que leurs retours d'expériences sur les conditions de travail dans l'entreprise. La crise du Covid, qui met en première ligne les thématiques liées à l'organisation du travail et à la santé des employés, est appelée à encore renforcer cette tendance

Cette note a pour but de montrer la création de valeur associée à des politiques favorables à la satisfaction des salariés, de souligner quelques déterminants financiers de l'investissement des entreprises dans les politiques de bien-être au travail, ainsi que le rôle indispensable des investisseurs de long terme et des actionnaires activistes dans la mise en place de telles politiques.

Comment se mesure la satisfaction des employés ?

La satisfaction des employés est évaluée à travers deux types de mesures :

- Des mesures d'appréciation qualitatives fondées sur des questionnaires adressés aux salariés. L'exemple le plus connu est le classement « Best Companies to work for » de Fortune. Glassdoor, le site évoqué en introduction, publie maintenant un classement concurrent fondé sur un principe similaire.

Ces mesures évaluent :

- la confiance des salariés envers le management (intégrité, compétence, écoute et communication),
 - leur perception relative à l'équité dans le traitement des salariés (pratiques non discriminatoires, plans de formation, opportunités de carrière, salaires, participation aux bénéfices, plan d'épargne retraite, actionnariat salarié etc.), leur perception relative au respect des salariés (soutien, caractère collaboratif, souci de la vie personnelle, environnement de travail),
 - leur perception relative à la fierté de faire partie de l'entreprise et à l'esprit de camaraderie (hospitalité, ambiance de travail, intimité des liens).
- Des ratings extra-financiers fondés sur des questionnaires et enquêtes relatives aux politiques sociales menées par l'entreprise. Des exemples de tels ratings sont Asset4, MSCI ESG, Sustainalytics, Vigeo, Gaïa etc.

Ces ratings évaluent, en plus des initiatives relatives à la qualité des produits, au respect de l'environnement, à la gouvernance etc., les politiques mises en place par le management pour promouvoir le bien-être des salariés :

- actions visant à la sécurisation financière des salariés: politique de rémunération, plans d'actionnariat salarié/participation aux bénéfices, couverture maladie et retraite,
- programmes de sécurité, santé et bien-être au travail,
- plans de formation, promotion des carrières,
- politiques liées au respect de la vie familiale, à l'inclusion des femmes, des personnes en situation de handicap et des minorités,
- promotion du dialogue social, représentation des salariés, relations avec les syndicats,
- politiques d'embauche et de préservation des emplois.

Green et al. (2019) montrent empiriquement la corrélation significative entre les deux types de mesure.

Anitha (2014), mesurant la satisfaction des employés à partir de leurs réponses à un questionnaire sur leurs conditions de travail, montre que les facteurs principaux d'engagement d'un salarié sont, d'une part, son environnement de travail (écoute des besoins et ressentis du salarié, encouragements du salarié liés à sa performance, à l'expression de ses préoccupations, au développement de nouvelles compétences, à la résolution de ses problèmes professionnels...) et, d'autre part, la qualité de ses relations avec son équipe et ses collègues de travail. Il établit en outre un lien empirique entre satisfaction et performance des salariés. Ce lien entre satisfaction des employés et performance est l'objet de la section suivante.

Quel est le lien entre satisfaction des employés et performance ?

Les théories du « capital humain » (par exemple McGregor, 1960 et Moussu, 2000) considèrent les employés comme des « actifs organisationnels » clés, plutôt que comme des « commodités substituables » pour l'entreprise. Elles expliquent que des salariés engagés et motivés peuvent créer une valeur substantielle pour l'entreprise en inventant de nouveaux produits, en participant positivement à la « culture d'entreprise » ou en établissant des relations de long terme avec les clients. Ces théories soutiennent ainsi que des politiques favorables au bien-être au travail, en améliorant la rétention et la motivation des employés, bénéficient à toutes les parties prenantes, financières et non financières, de l'entreprise.

Plusieurs études récentes ont conforté cette vision des employés comme capital organisationnel, en révélant un lien positif entre satisfaction des salariés, productivité, profitabilité et rendements à long terme plus élevés pour l'actionnaire.

Par exemple, Edmans (2011), montre que la satisfaction des salariés (mesurée à travers la présence de l'entreprise dans le classement Fortune évoqué dans la Section 1) induit de la surperformance à long terme pour les actionnaires. L'auteur évalue la surperformance associée à la satisfaction des salariés (le « alpha ») à 3.5% par an sur la période 1984-2009, et 2.1% par an si l'on considère l'écart à la moyenne de l'industrie. Cela indique qu'il n'y a pas opposition entre valeur actionnariale et valeur pour les salariés. Un deuxième enseignement du résultat est que la satisfaction des salariés est un actif intangible qui n'est pas valorisé *ex ante* dans la valeur des actions, mais dont la valeur se matérialise lentement à travers des surprises positives de bénéfices par rapport aux attentes. La surperformance pour l'actionnaire s'observe jusqu'à quatre ans après l'entrée de l'entreprise dans classement Fortune des « Best Companies to Work for » (voir Section 1), ce qui suggère une incorporation très lente de la valeur du bien-être au travail par les marchés financiers.

Dorfleitner et al. (2017) ont confirmé les résultats d'Edmans sur une base internationale d'entreprises en se fondant non plus sur le classement Fortune mais sur les ratings fournis par l'agence Asset4. La surperformance annuelle est cette fois évaluée à 3.6% par an pour une augmentation du rating social d'un écart-type. Cette surperformance se manifeste jusqu'à cinq ans après l'observation du rating social. Cette étude compare également le lien note sociale/surperformance avec celui observé pour d'autres mesures de responsabilité sociale (contrôle des émissions de gaz à effet de serre, gouvernance, produits etc.). Le rating le plus prédictif de la surperformance future est celui relatif au traitement des salariés.

Dans une étude plus récente reposant sur les données de ratings de Glassdoor, Green et al. (2019) démontrent qu'une amélioration des notes de satisfaction attribuées par les salariés à leurs employeurs prédit une surperformance au trimestre suivant à la fois au niveau du cours boursier, de la profitabilité et des ventes futures. Contrairement à Edmans, qui privilégie une explication de long terme fondée sur le capital humain et la motivation des salariés, les auteurs interprètent cet effet par le fait que les employés disposent d'informations privilégiées sur l'évolution des perspectives à court terme de l'entreprise, qu'ils traduisent à travers leurs changements de notations.

La satisfaction des salariés prédit non seulement un rendement supérieur mais également un risque moins élevé pour l'actionnaire. Ainsi, dans une étude de 2017, JUST Capital a montré un lien négatif entre le traitement des employés (santé au travail, respect de la vie de famille, politiques de formation, de protection de l'emploi et de lutte contre les discriminations) et différentes mesures du risque subi par l'actionnaire : volatilité totale, volatilité idiosyncratique (ajustée de celle du marché) et « drawdown », c'est-à-dire perte en capital historique maximale pour l'actionnaire. Des résultats similaires sont obtenus pour la qualité du leadership ou d'autres thèmes de responsabilité sociale (comme l'attention apportée à la qualité des produits). Shan et Tang (2020) ont montré que, toutes choses égales par ailleurs, les entreprises chinoises les mieux notées par leurs employés avant la crise du Covid (une mesure de satisfaction similaire à celle de Glassdoor) ont connu une chute de leur cours de bourse plus modérée quand est intervenue la décision de confiner la ville de Wuhan. L'effet documenté est renforcé pour les entreprises disposant d'actifs intangibles importants (R&D en particulier) et celles de l'industrie high-tech, ce qui suggère un canal passant par une loyauté plus forte et un moral plus robuste des salariés plutôt qu'une explication reposant sur une meilleure protection sanitaire des employés sur le lieu de travail.

Les auteurs concluent que l'effet de performance de long terme associé à la satisfaction des employés documenté par Edmans (2011) pourrait en fait trouver son origine dans un comportement plus résilient lors des périodes de crise.

Ce lien négatif entre respect des parties prenantes et risque pour l'actionnaire reflète le *caractère assurantiel* des politiques de responsabilité sociale. Ces politiques sont en effet un gage de transparence et de bonne gouvernance de l'entreprise. Elles permettent ainsi de sceller des relations de long terme entre management, actionnaires, salariés, clients, fournisseurs etc. qui se révèlent utiles pour trouver des arrangements avec les parties prenantes et ainsi conserver la confiance des investisseurs lorsque l'entreprise se trouve confrontée à des crises spécifiques (liées par exemple à des surprises négatives sur ses ventes, à des problèmes de management, de gouvernance etc.) ou à des crises de défiance globale sur les marchés financiers (comme en 2008 ou en 2020).

Le cas plus spécifique de l'actionnariat salarié a lui aussi fait l'objet d'études récentes, évaluant les conditions dans lesquelles il pouvait être créateur de valeur pour salariés et actionnaires. Par exemple, Kim et Ouimet (2014) ont montré que des plans d'actionnariat salarié (ou ESOP, comme employee stock-ownership plan) de taille réduite réalisés dans des entreprises d'effectif modeste ont un impact positif sur la productivité, la valeur actionnariale et les salaires. Ils interprètent cette observation de la manière suivante : pour être créateur de valeur, un plan d'actionnariat salarié doit avoir pour seul objectif de motiver les employés et ne doit pas être destiné à conserver la trésorerie (substitution actions/salaires) ni à former des coalitions d'intérêt entre managers et salariés contre des raids hostile, comme c'est souvent le cas des ESOP de plus grosse taille.

Quels sont les déterminants financiers de la satisfaction des employés ?

La littérature financière s'intéresse depuis une dizaine d'années à l'impact des conditions financières de l'entreprise sur la satisfaction des employés.

Cohn and Wardlaw (2016) ont établi que les contraintes financières (notamment dues à des chocs de dette ou de cash-flows) pèsent sur les conditions de sécurité au travail (notamment sur le taux d'accidents du travail) et que cet impact est négatif pour la valeur de l'entreprise. Etendant le résultat de Cohen et Wardlaw à la question générale du bien-être au travail, Jing et al. (2020) montrent que les contraintes financières (mesurées par des difficultés d'accès au financement) affectent la satisfaction générale des employés, mesurée à travers les ratings employeurs sur le site Glassdoor. Ils expliquent ce résultat par le fait que les entreprises confrontées à des tensions de financement désinvestissent dans le bien-être au travail et imposant à leurs employés une pression accrue sur les salaires, la productivité et le temps de travail.

Bae, Kang, et Wang (2011) adoptent une autre perspective qui inverse la causalité entre dette et satisfaction des employés. Ils vérifient empiriquement l'hypothèse selon laquelle les entreprises qui choisissent d'investir à long terme dans le bien-être au travail se doivent de maintenir des niveaux de dette peu élevés. Cette hypothèse est due à Titman

(1984), qui postule qu'une entreprise ne peut crédibiliser ses relations de long terme avec ses parties prenantes (employés, fournisseurs, clients...) que si son niveau de dette demeure bas, car dans le cas contraire, les parties prenantes, craignant le risque de tensions financières affectant ces relations, n'auront pas la confiance nécessaire pour s'y engager.

Moussu et Ohana (2016), s'intéressant plus spécifiquement au lien entre endettement et investissements dans la santé au travail au sein des entreprises américaines, démontrent un impact négatif de la dette sur les programmes visant à améliorer la santé des salariés.

Dans un contexte d'explosion des coûts de la santé, notamment ceux liés à des comportements à risque (mauvaise alimentation, alcool, tabac, manque d'exercice physique...), la santé des employés est désormais identifiée comme un problème majeur par les dirigeants. Loeppke et al. (2007) révèlent, en utilisant les données de quatre employeurs, que les coûts de productivité liés à la santé sont plus de quatre fois plus élevés que les coûts médicaux et pharmaceutiques. Fait intéressant, ils insistent également sur le fait que les managers, et en particulier les directeurs financiers, sont bien conscients du problème. Selon eux, « les directeurs financiers sont de plus en plus sensibles à l'impact de la mauvaise santé dans leurs entreprises. Une enquête réalisée en 2002 auprès de 269 directeurs financiers par l'Integrated Benefits Institute (IBI) montre que plus de 6 sur 10 estiment qu'il existe un lien étroit entre la santé des employés, leur productivité et les résultats financiers de l'entreprise. Une enquête de suivi auprès de 343 directeurs financiers a montré qu'une grande majorité pense qu'une mauvaise santé a non seulement un impact sur les coûts médicaux, mais également sur la perte de productivité associée au présentéisme et aux congés maladie ».

Une abondante littérature s'est intéressée aux initiatives des entreprises visant à améliorer la santé de leurs employés. Elle conclut que les programmes visant à promouvoir la santé des salariés (notamment à travers une réduction des comportements à risque) sont inducteurs d'un absentéisme et d'un turnover plus faibles, d'une productivité accrue des salariés et de coûts d'assurance maladie réduits pour les entreprises. Les estimations de retour sur investissement varient, selon les études, entre 2.5 et 10 dollars économisés (en coûts médicaux directs et en coûts de productivité liés à des raisons médicales) pour 1 dollar investi dans un programme (voir par exemple Baicker et al., 2010). Dans une estimation plus récente, analysant trois ans de données de santé et de productivité dans une entreprise de blanchisserie industrielle, Gubler, Larkin, & Pierce (2017) concluent à un gain moyen de 4% de productivité à la suite à la mise en place d'un programme santé. Ce gain de productivité génère un retour sur investissement de 1.75 dollars économisés pour 1 dollar investi, après prise en compte du temps de travail perdu en raison de la participation au programme et des taux élevés de non-participation au programme et de turnover du personnel.

Moussu et Ohana (2016) démontrent que l'impact négatif de l'endettement sur les programmes santé n'est ni lié à la théorie de Titman (cet impact est observé dans des entreprises investissant peu dans le thème du bien-être au travail) ni à l'effet de contraintes financières « dures » (cet impact est observé dans les entreprises les plus grosses et les plus profitables), mais à un usage disciplinaire de la dette destiné à empêcher les managers de « surinvestir ». Depuis la « free cash-flow theory » de Jensen (1986), cette vision disciplinaire de la dette est couramment mise en pratique dans les entreprises disposant de cash-flows « trop » élevés par rapport à leurs besoins d'investissement. Alors que cette utilisation de la dette était jusqu'alors généralement considérée comme utile pour prévenir de « mauvais investissements » et réduire les « comportements opportunistes » des dirigeants, cette étude révèle de façon originale un effet court-termiste de la dette sur l'investissement des entreprises dans le bien-être au travail : la santé des salariés apparaît comme un « effet collatéral » de la pression disciplinaire de la dette dans les entreprises.

Un autre pan de la littérature s'intéresse à l'impact des analystes financiers sur la satisfaction des employés. Les analystes financiers sont des acteurs importants des marchés financiers destinés à construire et disséminer de l'information indispensable à l'évaluation des actifs. Ils permettent ainsi de réduire les asymétries d'information entre management des entreprises et investisseurs, induisant une discipline de la part des managers et facilitant l'accès des entreprises aux marchés de capitaux. Ainsi, le nombre d'analystes financiers suivant une entreprise (ou la « couverture » de l'entreprise par les analystes) tend à favoriser les investissements corporels et à limiter les comportements irresponsables des entreprises (Jo et Harjoto 2014). Cependant, les analystes n'ont pas qu'un rôle de dissémination de l'information. Ils formulent aussi des prévisions de bénéfices par action (BPA) qui sont agrégées dans un consensus de prévisions, devenant ensuite une cible de résultat à atteindre pour les managers. Ainsi, plus le nombre d'analystes suivant une entreprise est élevé, plus l'impact d'une non-atteinte de la cible de résultat est important sur le cours immédiat de l'action, et donc sur la rémunération et la réputation du manager. Plusieurs travaux empiriques ont par exemple montré que les investissements des entreprises chutent brutalement quand les managers perçoivent un risque de ne pas atteindre la cible de résultat définie par les analystes.

Des interviews et sondages auprès de directeurs financiers confirment que les entreprises sont prêtes à sacrifier des investissements créateurs de valeur sur le long terme pour atteindre la cible de résultat des analystes. Bhojraj et al. (2009) indiquent en outre que ce comportement est destructeur de valeur de long terme pour l'actionnaire. Dans cet esprit, Garel, Moussu, Ohana et Petit-Romec (2020) ont montré qu'une couverture plus forte par les analystes réduit la probabilité d'initier des programmes de santé au travail, un résultat qu'ils expliquent par le fait qu'une couverture plus importante accroît la pression exercée sur le manager pour atteindre la cible de résultat des analystes. En effet, l'impact négatif des analystes sur l'initiation des programmes santé est d'autant

plus prononcé que les entreprises sont proches de leur cible de résultat et que l'actionnariat est de court terme. Nous développons plus en détail l'impact de la structure d'actionnariat dans le paragraphe suivant.

Quel rôle pour les actionnaires de long terme et les actionnaires activistes en termes de satisfaction des salariés ?

La satisfaction des employés, bien que porteuse de valeur de long terme, mesurée par les agences de notation extra-financière, ou encore par le classement Fortune ou Glassdoor, et disponible quasiment en temps réel aux investisseurs, représente un actif intangible dont la valeur n'est pas intégrée immédiatement dans le cours de l'action. Cette valeur ne sera incorporée qu'à travers des surprises sur les bénéfices les quatre ou cinq années suivantes. Ainsi, les managers, dont la performance est souvent évaluée par rapport à la performance court terme, ont peu d'incitations à mettre en place des politiques favorables à la satisfaction des salariés (voir Moussu, 2019 pour une synthèse sur les liens entre incitations des managers, gouvernance/investissements des entreprises et court-termisme des marchés financiers). Des investisseurs de court terme pourraient même pénaliser de telles politiques, qui peuvent avoir un impact négatif sur les bénéfices courants (Hotchkiss & Strickland, 2003). Par conséquent, un dirigeant mènera d'autant plus facilement des investissements dans le bien-être au travail qu'il sera rassuré sur la stabilité de l'actionnariat face à des chocs affectant la performance à court terme de l'entreprise.

Dans ce contexte, plusieurs études récentes ont montré l'importance des actionnaires de long terme pour promouvoir des politiques favorables au bien-être et à la satisfaction des salariés.

Garel et Romec (2018) montrent que les investisseurs de long terme conduisent à des politiques favorables aux employés et à un plus haut niveau de satisfaction des employés dans les entreprises. Un tel lien n'existe pas pour les autres champs de responsabilité sociale (environnement, gouvernance etc.).

L'impact des investisseurs de long terme peut prendre une forme indirecte, à travers une protection des managers face la pression court-termiste des marchés financiers, ou bien une forme directe, à travers leur intervention explicite dans la gouvernance de l'entreprise.

Dimson et al. (2015) utilisent une base propriétaire d'interventions d'un grand gestionnaire d'actifs en faveur de politiques de responsabilité sociale (RSE) dans les entreprises dont il détient une part significative du capital (6% en moyenne). Leur étude révèle que ces interventions sont suivies d'un accroissement de leur profitabilité, d'une amélioration de leur gouvernance et de surperformance boursière (+6% sur l'année suivant l'intervention par exemple pour les interventions liées au traitement des salariés)

quand elles conduisent à une amélioration des pratiques de RSE dans l'entreprise cible. Ces interventions ont d'autant plus de chance d'être couronnées de succès que l'entreprise fait face à des problèmes réputationnels et dispose des moyens, notamment financiers, d'implémenter des changements. Un autre facteur de succès est une attitude coopérative entre les différents actionnaires activistes en faveur d'une amélioration des pratiques de RSE.

Conclusion

Le contexte actuel est propice à la promotion du bien-être des salariés dans les entreprises. Les attentes sociétales en matière de respect des salariés sont devenues très pressantes de la part des citoyens. La crise du Covid, qui expose les salariés à des risques sanitaires accrus sur leur lieu de travail, va élever le niveau d'exigence en matière de protection de la santé au travail et renforcer les écarts de compétitivité entre entreprises vertueuses et laxistes en matière de bien-être au travail.

Des mesures de satisfaction des salariés sont largement disponibles et de nombreux faits empiriques ont été récemment publiés concernant la création de valeur de long terme associée au bien-être des salariés. Nous disposons même de premières preuves empiriques sur le fait que la satisfaction des employés représente un facteur de résilience financière face aux impacts de la crise du Covid.

Malgré ce contexte très favorable, la mise en place de telles politiques peut se heurter à des freins liés à un manque d'expertise du management en termes de dialogue social, à une gouvernance défailante (liée par exemple à un usage excessif de l'endettement) ou bien encore au court-termisme des marchés financiers. La présence au capital d'actionnaires de long terme spécialisés dans le domaine des relations sociales et leur engagement actif au service de la satisfaction des salariés pourraient contribuer à lever ce type de blocages.

Références

- Anitha, J. (2014). Determinants of employee engagement and their impact on employee performance. *International journal of productivity and performance management*.
- Baicker, K., Cutler, D., & Song, Z. (2010). Workplace Wellness Programs Can Generate Savings. *Health Affairs*, 29(2), 304–311.
- Bhojraj, S., Hribar, P., Picconi, M., & McInnis, J. (2009). Making sense of cents: An examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts. *The Journal of Finance*, 64(5), 2361-2388.
- Cohn, Jonathan B., and Malcolm I. Wardlaw (2016). Financing constraints and workplace safety. *The Journal of Finance* 71 (5), 2017-2058.
- Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2015). Active ownership. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225-3268.
- Dong, Hui, Chen Lin, and Xintong Zhan. Do Analysts Matter for Corporate Social Responsibility? Evidence from Natural Experiments. Working paper, The University of Hong Kong, 2016.
- Dorflleitner, G., Utz, S., & Wimmer, M. (2018). Patience pays off—corporate social responsibility and long-term stock returns. *Journal of sustainable finance & investment*, 8(2), 132-157.
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial economics*, 101(3), 621-640.
- Garel, A., & Petit-Romec, A. (2020). Investor Horizons and Employee Satisfaction: A test of the long-term perspective vision of CSR. *Economics Bulletin*, 40(1), 765-781.
- Garel, A, & Moussu, C., & Ohana, S., & Petit-Romec, A., (2020), « Does Analyst Coverage Impede Long Term Investments? Evidence from Health and Safety Programs », forthcoming *Contrôle-Comptabilité-Audit*.
- Green, T. C., Huang, R., Wen, Q., & Zhou, D. (2019). Crowdsourced employer reviews and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 134(1), 236-251.
- Gubler, T., Larkin, I., & Pierce, L. (2018). Doing well by making well: The impact of corporate wellness programs on employee productivity. *Management Science*, 64(11), 4967-4987.
- Hotchkiss, E. S., & Strickland, D. (2003). Does shareholder composition matter? Evidence from the market reaction to corporate earnings announcements. *The Journal of Finance*, 58(4), 1469-1498.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jing, C., Keasey, K., Lim, I., & Xu, B. (2019). Financial constraints and employee satisfaction. *Economics Letters*, 183, 108599.

Jo, H., & Harjoto, M. (2014). Analyst coverage, corporate social responsibility, and firm risk. *Business Ethics: A European Review*, 23(3), 272–292.

Just Capital (2019), A ROADMAP FOR STAKEHOLDER CAPITALISM, JUST Capital's 2019 Survey Results

Just Capital (2017), What Drivers of Corporate Responsibility Generate Alpha?

Kim, E. H., & Ouimet, P. (2014). Broad-based employee stock ownership: Motives and outcomes. *The Journal of Finance*, 69(3), 1273-1319.

Loeppke, R., Taitel, M., Richling, D., Parry, T., Kessler, R., Hymel, P. & Konicki, D. (2007). Health and Productivity as a Business Strategy. *American College of Occupational and Environmental Medicine*, 49(7), 712-721

McGregor, D., 1960. *The human side of enterprise*. McGraw-Hill, New York.

Moussu C. (2000), « Endettement, accords implicites et capital organisationnel : vers une théorie organisationnelle de la structure financière », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 3(2), 167-196.

Moussu, C. (2019), « Marchés financiers et court-termisme », *Annales des Mines – Réalité industrielles*, no. 4, 7-12.

Moussu, C., & Ohana S. (2016), « Do Leveraged Firms Underinvest in Corporate Social Responsibility? Evidence from Health and Safety Programs in U.S. Firms », *Journal of Business Ethics*, 135(4), 715–729.

Shan, C., & Tang, D. Y. (2020). The value of employee satisfaction in disastrous times: Evidence from Covid-19. Available at SSRN 3560919.

Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of financial economics*, 13(1), 137-151.