



VALEURS DE CROISSANCE CONTRE VALEURS DE RENDEMENT : L'IMPOSSIBLE STRATÉGIE

JEAN-PIERRE BERDOT *
JACQUES LÉONARD *
SOPHIE NIVOIX **

La distinction entre valeurs de croissance et valeurs de rendement trouve son origine dans les travaux de Graham (voir notamment Graham et Dodd, 1934 ; et Graham, 1949). En ce qui concerne l'identification des valeurs de rendement, l'idée de base est que l'investisseur ne doit acheter un titre que lorsqu'il est assorti d'une décote par rapport à sa valeur intrinsèque. Les valeurs de croissance sont quant à elles définies comme bénéficiant d'un taux de croissance historique et prévisionnel des bénéfices nettement supérieur à celui du marché. Ceci étant, de telles valeurs de croissance ne peuvent être achetées qu'à des prix très élevés par rapport à leurs revenus courants, autrement dit avec des multiples de capitalisation relativement élevés.

Le choix entre valeurs de rendement et valeurs de croissance traduit en fait un choix fondamental entre deux styles d'investissement : Graham oppose ainsi l'investisseur « défensif » à l'investisseur « entreprenant ». En bref, le premier recherche des valeurs qui non seulement versent régulièrement des dividendes appréciables, mais affichent également une décote significative prometteuse d'éventuels gains en capital. Le second, spéculant sur la poursuite de la croissance, accepte de payer cher des titres assortis d'un degré de risque élevé¹.

* Université de Poitiers, CRIEF/MOFIB.

** Université de Poitiers, CEREGE et CRIEF/MOFIB.

Cet article se propose d'étudier la pertinence du clivage entre valeurs de croissance et valeurs de rendement, à la fois sur le plan théorique et méthodologique. La première partie traite de l'adéquation des différents critères utilisés pour justifier la distinction entre valeurs de croissance et valeurs de rendement. La deuxième partie identifie des relations de cohérence entre ces critères dans une perspective dynamique et multidimensionnelle. La troisième partie s'interroge sur la nature et la justification de l'éventuelle prime sur les valeurs de rendement et conclut sur la pertinence des stratégies d'investissement fondées sur la distinction entre valeurs de croissance et valeurs de rendement.

VALEURS DE RENDEMENT ET VALEURS DE CROISSANCE : LES FAITS STYLISÉS

La multiplicité des critères d'évaluation

Dans les termes actuels, l'investisseur en valeurs de croissance table sur la croissance des bénéfices pour faire progresser le cours de l'action, alors que l'investisseur en valeurs de rendement s'appuie davantage sur une réévaluation du titre par rapport à son actif net ou fait intervenir un critère de rendement. Ces définitions font une référence, au moins implicite, à un modèle d'évaluation des actifs financiers, en termes d'équilibre dans le premier cas ou de déséquilibre dans le second cas.

Les critères retenus pour classer les actions entre valeurs de croissance et valeurs de rendement sont multiples et les plus fréquemment utilisés sont les ratios d'évaluation : *Price to Dividend* (P/D), *Price to Earnings* (P/E) et *Price to Book* (P/B). On sait que ces trois ratios sont liés entre eux et fonctions du taux de croissance anticipé des dividendes (g), de leur taux de distribution (θ), du taux d'actualisation moyen mesurant le taux de rendement requis (R) et enfin de la profitabilité mesurée par le *Return on Equity* (ROE). En retenant, par exemple, le modèle de Gordon-Shapiro, on peut ainsi écrire :

$$P/D = 1 / (R-g)$$

$$P/E = \theta / (R-g)$$

$$P/B = \theta \text{ ROE} / (R-g)$$

Ce type d'évaluation permet *a priori* de faire apparaître une relation positive entre le prix et la croissance anticipée (des dividendes). Ceci étant, même le ratio P/D, le plus simple, n'est pas lié de façon univoque à la croissance : ainsi deux actions, pour une même croissance anticipée g , auront des P/D différents si leurs taux d'actualisation (et donc leurs risques) sont différents.

Quant aux deux autres ratios, ils sont, en outre, sensibles, et ce indépendamment de la croissance anticipée des profits, au taux de distribution des dividendes de même qu'à la profitabilité. Ainsi, on fait explicitement l'hypothèse qu'une forte croissance anticipée se traduira par un P/E plus élevé et, toutes choses égales par ailleurs, par un ratio P/B plus important. En réalité, rien n'est moins certain. Comme le remarquent Leibowitz et Kogelman (1990) ainsi que Damodaran (2004), la croissance n'est pas un « repas gratuit », bien au contraire : la recherche de la croissance peut s'avérer coûteuse dans la mesure où elle doit être nécessairement financée, d'une manière ou d'une autre.

L'application des critères : ambiguïté et instabilité du classement des titres

Le croisement des principaux critères présentés ci-dessus conduit à des conclusions pour le moins ambiguës quant à la ligne de démarcation entre valeurs de rendement et valeurs de croissance. Ainsi, un ratio P/B élevé ne correspond pas forcément à une valeur de croissance, à une action *glamour* (selon Fama et French), mais à une valeur de rendement (au sens où la croissance anticipée g est faible) qui bénéficierait d'une forte profitabilité (ROE). Le seul croisement de P/E et de P/B permet d'illustrer cette ambiguïté (tableau n° 1). Celle-ci se double d'une instabilité plus ou moins prononcée du classement au cours du temps, à moyen terme et même à court terme.

À titre d'exemple, le P/B de Faurecia est passé de 2,75 (avec un P/E à 14) en 1998 à 0,54 en 2000 (P/E à 5,4). Pis encore, le P/B de Club Méditerranée évolue de 1,31 en 1995 (avec un P/E à 17,5) à 3,05 en 2000 (P/E à 39,4), puis à 0,76 en 2003 (P/E à 2,90) et termine à 1,74 en 2005 (P/E à 21,2).

Tableau n° 1
Croisement des critères P/E et P/B

	P/E faible ²	P/E élevé
P/B faible	Croissance faible Faible profitabilité <i>ex : Peugeot*</i>	Croissance forte Faible profitabilité <i>ex : Rémy-Cointreau*</i>
P/B élevé	Croissance faible Forte profitabilité <i>ex : Esso*</i>	Croissance forte Forte profitabilité <i>ex : L'Oreal*</i>

* Données Datastream 2005

Instabilité du classement des titres et phénomène de retour à la moyenne

Lorsqu'on analyse les valeurs de rendement et les valeurs de croissance, on remarque qu'elles sont généralement soumises à des phénomènes de retour à la moyenne. Ce mécanisme de *mean reversion* se manifeste sur les ratios P/E et P/B, les profitabilités et même sur les indices.

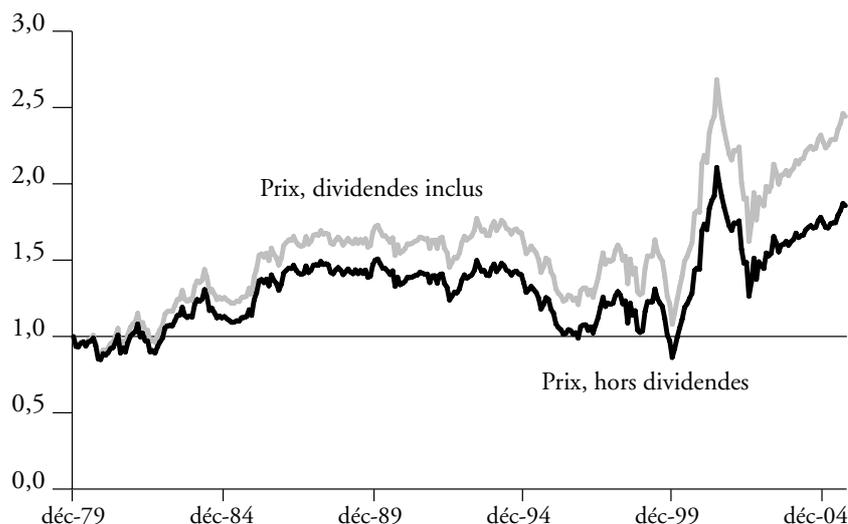
Après avoir constitué des portefeuilles correspondant aux deux stratégies de croissance (ratios et profitabilité élevés) et de rendement (ratios et profitabilité faibles), on constate traditionnellement un resserrement des écarts : les ratios et les profitabilités des valeurs de rendement tendent à augmenter alors que ceux des valeurs de croissance tendent à décroître.

Pour ce phénomène de retour à la moyenne et de convergence des ratios, Fama et French (2004) avancent une explication fondée sur les forces du marché. Au départ, les firmes de croissance sont hautement profitables et ont été sujettes à une croissance rapide, alors que les firmes de rendement sont moins profitables et ont connu une croissance plus lente.

La concurrence entre firmes tend cependant à éroder la profitabilité des valeurs de croissance et cette profitabilité décline lorsque ces firmes

4

Graphique n° 1
Performance relative : valeurs de rendement/valeurs de croissance
(Indices MSCI - 1980/2005)





exercer leurs options de croissance les plus profitables. Ainsi, les ratios P/B des portefeuilles de croissance tendent à diminuer après la formation de ces portefeuilles. Inversement, les ratios pour les portefeuilles de rendement tendent à augmenter après leur formation, lorsque les firmes de rendement se restructurent, que leur profitabilité s'améliore, et qu'elles sont récompensées par le marché avec des taux d'actualisation plus faibles.

Le phénomène de retour à la moyenne frappe aussi les indices liés aux deux stratégies possibles, c'est-à-dire les indices de rendement et les indices de croissance. Traditionnellement, l'invocation d'une prime sur les valeurs de rendement a semblé justifier la supériorité de la stratégie de rendement sur la stratégie de la croissance. Mais cette croyance peut résulter d'une lecture incomplète des faits stylisés : en effet, sur le long terme, le phénomène de retour à la moyenne se révèle dominant.

Un tel phénomène est lisible à partir des évolutions des indices *value* et *growth*, comme les indices MSCI pour la France (depuis décembre 1979, graphique n° 1), que ces indices de valeur tiennent compte ou non du versement des dividendes aux actionnaires. S'il est vrai que les valeurs de rendement semblent l'emporter (et notamment en début de période) sur les valeurs de croissance, il apparaît nettement des phénomènes cycliques de retour à la moyenne, avec des périodes systématiquement favorables aux valeurs de croissance.

*RECHERCHE DE COHÉRENCES :
L'ARTICULATION ENTRE CRITÈRES D'ÉVALUATION
ET STRATÉGIE DES FIRMES*

Une dynamique temporelle de l'évaluation ?

Dans un classement fondé sur les perspectives de croissance, la révision des anticipations devrait modifier les ratios d'évaluation et la perception de la nature (croissance ou rendement) des actions : il ne peut donc pas exister de ligne de partage stable entre les valeurs de croissance et les valeurs de rendement.

Ainsi, investir dans une valeur de rendement peut revenir à acheter une action momentanément sous-évaluée ou une action dont le dividende est structurellement élevé par rapport au prix³. Dans le premier cas, on peut en tirer un profit de court terme. Dans le deuxième cas, cet investissement pourrait uniquement se justifier sur la base d'anticipations sur le long terme.

En définitive, c'est l'opposition binaire entre valeurs de rendement et valeurs de croissance qui est en cause. La prise en compte de la dimension temps dans l'évaluation des titres conduit à des changements

de statut de ces titres, explicables par les cycles d'investissement mis en œuvre par les firmes. Ainsi le statut de valeur de croissance sera implicitement attribué au titre d'une firme qui, pour des raisons d'intensité de son effort d'investissement en rapport avec la recherche d'un développement important de ses marchés et en quête d'opportunités de croissance et de profit, choisira de distribuer peu de dividendes. Inversement, le statut de valeur de rendement correspondra au titre d'une firme ayant accompli l'essentiel de ses investissements de capacité et de technologie les plus profitables et qui, disposant de marchés bien établis et à maturité, sera en mesure de distribuer assez largement ses bénéfices. Cette lecture des rapports entre cycle d'évaluation des titres et cycle d'investissement des firmes conduit à substituer une typologie dynamique de l'évaluation du marché à la traditionnelle opposition binaire entre valeurs de croissance et valeurs de rendement.

Une typologie dynamique de l'évaluation du marché

Quatre configurations peuvent être distinguées : le tableau n° 2 illustre cette typologie : un taux de croissance anticipé élevé (faible) permet de définir une valeur de croissance (de non croissance), et un ratio P/B faible (élevé) permet d'identifier les valeurs de rendement (de non rendement). Outre les deux cas classiques identifiés comme valeurs de croissance et comme valeurs de rendement, apparaissent deux cas moins conventionnels : des valeurs à la fois de croissance et de rendement, et des valeurs qui ne sont ni l'une ni l'autre.

Tableau n° 2
Classification rendement/croissance des titres

	Rendement	Non-rendement
Croissance	Valeur de croissance et de rendement : g fort et P/B faible ⇒ ROE faible et P/E élevé	Valeur de croissance : g fort et P/B élevé ⇒ ROE élevé et P/E élevé
Non-croissance	Valeur de rendement : g faible et P/B faible ⇒ ROE faible et P/E faible	Valeur ni de croissance ni de rendement : g faible et P/B fort ⇒ ROE élevé et P/E faible

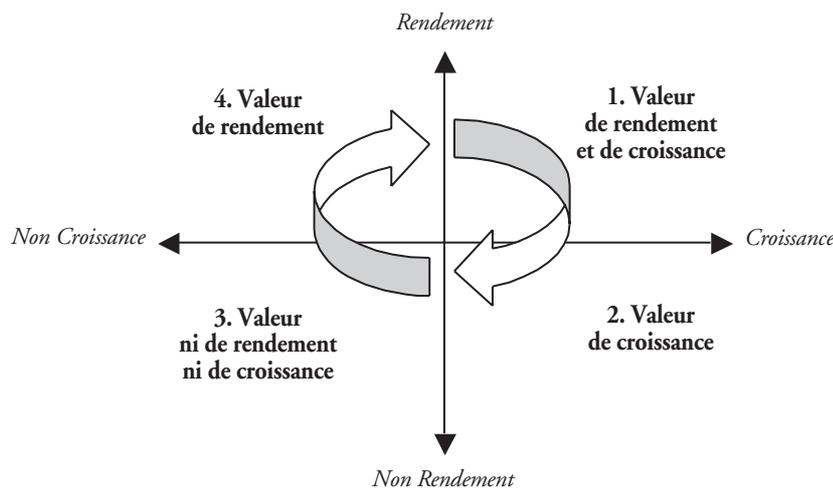
Cette typologie s'inscrit dans une perspective dynamique. À l'origine de la reprise de l'investissement lourd (de technologie et de capacité) et lorsque les anticipations de croissance sont très favorables, le titre possède la double caractéristique d'une valeur de rendement et d'une valeur de croissance (le P/B est encore faible alors que le P/E est déjà



élevé). Puis, lorsque la croissance forte se confirme et que le cycle d'investissement se développe, le titre affiche progressivement un pur profil de valeur de croissance (avec l'élévation progressive de P/B). Lorsque le cycle d'investissement et de croissance arrive à maturité, le titre perd peu à peu les attraits d'une valeur de croissance sans pour autant gagner ceux d'une vraie valeur de rendement (le P/E devient faible). Enfin, lorsque le cycle d'investissement est au plus bas et que la rentabilité se dégrade, le titre prend l'allure d'une pure valeur de rendement.

Le graphique n° 2 rend compte de l'enchaînement entre ces quatre phases du cycle boursier des actions en rapport avec le cycle de l'investissement et de la croissance des firmes⁴.

Graphique n° 2
Typologie : valeurs de croissance et valeurs de rendement



LA « VALUE PREMIUM » : MYTHE OU RÉALITÉ ?

Le repérage et l'identification analytique d'une prime en faveur des valeurs de rendement, prime justifiant précisément la dichotomie entre valeurs de croissance et valeurs de rendement, procède tout autant de préoccupations théoriques que de considérations relatives aux stratégies actives de gestion des portefeuilles.

En référence au modèle d'équilibre du CAPM (Capital Asset Pricing Model), la prime de rendement au même titre que la prime de taille (Banz, 1981) a été perçue comme une anomalie de marché (Schwert, 2003). En effet, on constate notamment une rentabilité plus forte pour les actions de firmes à faible capitalisation boursière et pour les actions



associées à un *Price to Book* faible. Or, il s'agit précisément des caractéristiques qui sont traditionnellement attachées aux actions des entreprises vulnérables (*distressed firms*) par opposition aux entreprises *glamour* (grandes capitalisations et *Price to Book* élevé).

Un tel constat a suscité deux principaux types d'explications : les premières considèrent, dans un contexte d'efficience des marchés, la prime comme un phénomène d'équilibre que l'on peut expliquer soit en termes de niveau de risque des valeurs de rendement, soit en termes de caractéristiques propres de ces valeurs ; les secondes considèrent, dans un contexte de rationalité limitée, la prime comme un phénomène de déséquilibre temporaire lié à la mise en œuvre de processus de correction d'anticipations et d'ajustement de prix.

La prime comme phénomène d'équilibre

L'explication la plus célèbre de la prime des valeurs de rendement, mais aussi peut-être la plus controversée, est celle de Fama et French (1992). Le modèle traditionnel de marché à un facteur devrait être remplacé par un modèle à trois facteurs (Fama et French, 1993, 1995 et 1996) traduisant l'effet du marché, mais aussi l'effet de la taille et l'effet du *Price to Book*. Ces deux variables supplémentaires procèderaient de deux nouveaux facteurs communs de risque systématique, donc non diversifiable, et rémunéré par le marché. La prime des valeurs de rendement ne ferait que compenser le risque pris par les investisseurs.

Mais quels peuvent être de tels risques (Cochrane, 1999) ? Fama lui-même avoue ne pas pouvoir les expliquer⁵. On ne saurait d'ailleurs s'en étonner. À titre d'exemple, l'analyse des rendements mensuels annualisés des indices MSCI pour la France sur les deux décennies 1980-1990 confirme à la fois l'absence de prime significative en faveur des valeurs de rendement, et l'absence de différentiel de risque sur ces valeurs, et ce quelle que soit la mesure du risque que l'on retient (écart-type, skewness, kurtosis et bêta)⁶.

Une autre approche (Daniel et Titman, 1997) considère que les primes de taille et de *Price to Book* dépendent des caractéristiques spécifiques des actions, puisque les valeurs de rendement ne sont pas plus risquées que les valeurs de croissance. La prime ne ferait que rémunérer des caractéristiques spécifiques aux firmes les plus vulnérables.

Quelles sont alors ces caractéristiques ? Daniel et Titman (1997) renvoient à une explication en termes d'irrationalité des marchés. Les investisseurs attacheraient un risque plus élevé aux actions des petites capitalisations affichant des *Price to Book* faibles, considérées comme plus sensibles aux conditions économiques et du crédit. En conséquence, les investisseurs attacheraient des taux d'actualisation plus élevés à ces caractéristiques. Dès lors, les valeurs de croissance (de



rendement) tendraient à être surévaluées (sous-évaluées). Mais on rejoint ici un autre type d'explication, qui renvoie à l'inefficience des marchés et à l'irrationalité des investisseurs.

La prime comme phénomène de déséquilibre

La prime des valeurs de rendement est ici expliquée sans faire référence au risque (Lakonishok et al., 1994). Les investisseurs surrégissent aux performances observées et extrapolent les tendances passées. Selon Bauman et Miller (1997), les investisseurs vont systématiquement surestimer les profits futurs des valeurs de croissance relativement aux valeurs de rendement. Dans ce cas, les valeurs de croissance conduiront à des rendements plus faibles lorsque les taux de croissance des bénéficiaires réalisés ultérieurement seront plus bas que ceux qui étaient anticipés et les investisseurs seront désappointés. La surperformance des valeurs de rendement traduit donc un phénomène de surréaction à l'évolution passée des profits. Cette surréaction traduit un échec à reconnaître que leur évolution obéit à une tendance au retour à la moyenne.

Cette étude montre que la distinction entre valeurs de croissance et valeurs de rendement demeure hautement ambiguë, et ce en dépit de la multiplicité des critères susceptibles d'être invoqués pour tracer une frontière entre ces deux catégories de titres. Au surplus, elle montre que l'instabilité du classement des titres selon ces deux catégories est contingente à la dynamique des firmes⁷, de même que la prime résulte d'une surévaluation systématique des valeurs de croissance, assortie d'une sous-estimation systématique des valeurs de rendement, tôt ou tard corrigées par les forces du marché.

En conséquence, fonder une stratégie d'investissement sur la dichotomie entre valeurs de rendement et valeurs de croissance s'avère *a priori* non seulement hautement aléatoire en termes d'efficacité, mais encore fort coûteux en termes de frais de transaction associés aux rééquilibrages du portefeuille. La prime, à supposer qu'elle existe, demeure pour le moins hypothétique (Dimson et al., 2003).



NOTES

1. Cette double recherche de revenu et de gain en capital permet de comprendre une différence terminologique : alors que les français parlent de valeurs de rendement, les anglo-saxons se réfèrent à la notion de « *value stocks* ».
2. Un P/E faible est ici défini comme étant au maximum égal aux deux tiers du P/E du marché français. Inversement un P/E élevé est au minimum égal à 1,5 fois le P/E du marché. Parallèlement un P/B est considéré comme faible lorsqu'il est voisin de 1 (seuil de destruction de valeur par la firme). Inversement un P/B est considéré comme élevé lorsqu'il est supérieur à 2.
3. Comme le remarquent Bourguignon et de Jong (2001, 2003), le PER d'une action peut être élevé de façon structurelle (le PER moyen de l'action est élevé) ou de façon transitoire.
4. Morgan Stanley développe une typologie analogue des valeurs de croissance et des valeurs de rendement. On notera toutefois que la typologie MSCI est de nature statique (comparant les valeurs des critères pour chaque titre composant un indice aux valeurs de ces mêmes critères pour l'indice global) alors que notre approche, fondamentalement dynamique, s'applique à toute action cotée indépendamment de toute référence à un indice ou à un marché.
5. Dans une interview datant de février 1997, Fama est pour le moins clair à sujet. À la question « *what causes that risk?* » il répond « *you know that's an embarrassing question, because I don't know* ». Voir Tanous (1997).
6. Nous rendons compte ici des résultats de l'étude économétrique incluse dans une version préalable de cet article (Document de travail du CRIEF, M2006-04)
7. À titre d'exemple Morgan Stanley s'oblige à réviser la composition de ses indices MSCI *Value* et *Growth* deux fois par an. Or, ces indices sont utilisés comme *benchmark* par les gérants de portefeuille.

BIBLIOGRAPHIE

- BANZ R. W. (1981), « The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks », *Journal of Financial Economics*, 9, pp. 3-18.
- BAUMAN W. S. et MILLER R. E. (1997), « Investment Styles, Stock Market Cycles, Investor Expectations and Portfolio Performance », in COGGIN D.T., FABOZZI F.J. et ARNOTT R., *The Handbook of Equity Style Management*, Frank J. Fabozzi Associates.
- BOURGUIGNON F. et de JONG M. (2001), « Value contre growth : la distinction a-t-elle du sens ? », *Banque & Marchés*, n° 51, mars-avril, pp. 6-19.
- BOURGUIGNON F. et de JONG M. (2003), « Value versus Growth », *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 29(4), 2003, Summer, p. 71-79.
- CHAN K.C. et LAKONISHOK J. (2004), « Value and Growth Investing : Review and Update », *Financial Analysts Journal*, January/February, pp. 71-85.
- CHEN N.F. et ZHANG L. (1998), « Risk and Return of Value Stocks », *Journal of Business*, vol. 71, n° 4, pp. 501-535.
- COCHRANE J.H. (1999), « New Facts in Finance », *Economic Perspectives*, pp. 36-58
- COCHRANE J. H. (2001), *Asset Pricing*, Princeton University Press.
- DAMODARN A. (2004), *Investment Fables*, PHFT.
- DANIEL K. et TITMAN S. (1997), « Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns », *Journal of Finance*, vol. LII, n° 1, March, pp. 1-33.

- DIMSON E., NAGEL S. et QUIGLEY G. (2003), « Capturing the Value Premium in the U.K. 1995-2001 », *Financial Analysts Journal*, vol.59, n°6, November/December, pp. 36-45.
- FAMA E.F. et FRENCH K.R. (1992), « The Cross-Section of Expected Stock Returns », *Journal of Finance*, vol. XLVII, n° 2, June, pp. 427-465.
- FAMA E.F. et FRENCH K.R. (1993), « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, 33, pp. 3-56.
- FAMA E.F. et FRENCH K.R. (1995), « Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns », *Journal of Finance*, vol. L, n° 1, March, pp. 131-155.
- FAMA E.F. et FRENCH K.R. (1996), « Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies », *Journal of Finance*, vol. LII, n° 1, March, pp. 55-84.
- FAMA E.F. et FRENCH K.R. (2004), « The Anatomy of Value and Growth Stock Returns », Working Paper, University of Chicago and Dartmouth College, August.
- GRAHAM B. et DODD D. (1934), *Security Analysis*, New York, Mc Graw-Hill.
- GRAHAM B. (1949), *The intelligent Investor*, New York, Harper Collins. Traduction française *L'investisseur intelligent*, Valor Editions, 1991.
- LAKONISHOK J., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1994), « Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk », *Journal of Finance*, vol. XLIX n° 5, December, pp. 1541-1578.
- LEIBOWITZ M. L. et KOGELMAN S. (1990), « Inside the P/E Ratio : The Franchise Factor », *Financial Analysts Journal*, November-December, pp. 17-35.
- ROSS S.A., WESTERFIELD R.W. et JAFFE J.F. (2005), *Finance Corporate*, Dunod.
- SCHWERT G.W. (2003), « Anomalies and Market Efficiency » in *Handbook of the Economics of Finance*, G.M. Constantinides (ed.), Elsevier Science B.V., pp. 937-972.
- TANOUS P.J. (1997), *Investment Gurus*, New York Institute of Finance.

