

**Haute Ecole**  
« ICHEC – ECAM – ISFSC »



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

***Value investing strategy : Est-ce qu'un portefeuille  
composé des value stocks d'un indice pourrait  
battre son propre indice ?***  
***Décryptage à la lumière des événements récents***

Mémoire présenté par :  
**Thomas Van de Vyver**

Pour l'obtention du double diplôme ICHEC –  
UCL (LSM) :  
**Master en gestion de l'entreprise**  
***Financial track***  
Année académique 2022-2023

Promoteur :  
**Christophe DESAGRE**



**Haute Ecole**  
« ICHEC – ECAM – ISFSC »



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

***Value investing strategy : Est-ce qu'un portefeuille composé des value stocks d'un indice pourrait battre son propre indice ?***  
***Décryptage à la lumière des événements récents***

Mémoire présenté par :  
**Thomas Van de Vyver**

Pour l'obtention du double diplôme ICHEC – UCL (LSM) :  
**Master en gestion de l'entreprise**  
***Financial track***  
Année académique 2022-2023

Promoteur :  
**Christophe DESAGRE**

## Engagement Anti-Plagiat du Mémoire

« Je soussigné, Van de Vyver, Thomas, Master 2 (2022-2023), déclare par la présente que le Mémoire ci-joint est exempt de tout plagiat et respecte en tous points le règlement des études en matière d'emprunts, de citations et d'exploitation de sources diverses signé lors de mon inscription à l'ICHEC, ainsi que les instructions et consignes concernant le référencement dans le texte respectant la norme APA, la bibliographie respectant la norme APA, etc. mises à ma disposition sur Moodle.

Sur l'honneur, je certifie avoir pris connaissance des documents précités et je confirme que le Mémoire présenté est original et exempt de tout emprunt à un tiers non-cité correctement. »

Thomas Van de Vyver – 200945

A handwritten signature in black ink, appearing to read "T. Van de Vyver".

*Avec une sincérité profonde, je souhaite exprimer ma gratitude à tous ceux qui m'ont accompagné durant mon parcours universitaire et au cours du processus d'élaboration de cette thèse. Vos encouragements, vos orientations éclairées et votre confiance en mes capacités ont été les piliers qui ont rendu cette réalisation possible.*

*Sur le plan académique, j'aimerais remercier l'ICHEC Brussels Management School et la Louvain School of Management de m'avoir donné l'opportunité de poursuivre un double diplôme. Ma plus grande reconnaissance va à mon promoteur, Monsieur Christophe Desagre, pour son expertise et ses conseils inestimables tout au long de cette recherche. Je tiens également à exprimer ma gratitude envers Madame Mathilde Fox et Madame Christelle Dumas pour leurs conseils concernant mon sujet de recherche, ainsi que pour leur soutien constant tout au long de mes deux années de programme de master*

*Sur le plan professionnel, je tiens à exprimer ma profonde gratitude envers Eight Advisory, l'entreprise où j'ai eu l'honneur d'effectuer mon stage. Je souhaite adresser mes remerciements les plus sincères à Monsieur Nicolas Jerusalem et Monsieur Edouard Decamp-Bonjean, pour leur mentorat éclairé et leurs conseils avisés pendant mon parcours au sein de l'entreprise.*

*Sur le plan personnel, il m'est difficile de trouver les mots justes pour exprimer ma profonde gratitude envers ma famille, qui m'a offert l'opportunité de rédiger cette thèse et qui m'a constamment soutenue avec amour et dévouement. Je suis également reconnaissant envers ma partenaire, Ludivine Stuckens, dont les encouragements et la foi inébranlable en mes capacités ont été une source inestimable de force, me motivant à exceller et à devenir la meilleure version de moi-même. Enfin, je souhaite exprimer mes remerciements sincères à mes camarades de master pour leur amitié, leur assistance dans mes recherches, et pour avoir partagé avec moi des idées essentielles qui ont grandement contribué à la réalisation de cette thèse.*

*À tous ceux qui ont joué un rôle dans mon parcours, je suis à jamais reconnaissant pour votre soutien indéfectible et vos contributions à mon développement et à ma réussite.*

## Table des matières

<b>1</b>	<b>Introduction .....</b>	<b>1</b>
1.1	Contexte .....	1
1.2	Problème .....	2
1.2.1	Définition de l'action de valeur .....	4
1.2.2	Différentes variantes de value investing .....	4
1.2.3	10 critères de Benjamin Graham .....	5
1.2.4	L'importance croissante des actifs incorporels .....	6
1.3	Objectif .....	8
<b>2</b>	<b>Revue de littérature.....</b>	<b>9</b>
2.1	Théories expliquant la sous-performance de l'investissement axé sur la valeur .....	9
2.2	Revue des critères de sélection des actions de Benjamin Graham.....	10
2.3	Les trois ratios principaux .....	10
2.3.1	Rapport cours/bénéfice .....	11
2.3.2	Ratio dettes/capitaux propres.....	12
2.3.3	Rendement du dividende .....	12
2.4	Impact des values stocks dans les modèles d'évaluation des actifs.....	13
2.4.1	CAPM .....	13
2.4.2	Fama – French : modèle à 3 facteurs .....	14
2.4.3	Fama – French : modèle à 5 facteurs .....	15
2.5	Value investing, une petite partie du factor investing .....	16
2.5.1	Growth investing .....	16
2.5.2	Autres méthodes d'évaluation .....	17
2.6	Ne pas seulement se fier à l'analyse financière.....	18
2.7	L'ESG prend de l'importance.....	19
2.8	Value investing durant la crise du covid-19.....	21
2.9	Value investing en temps de guerre .....	22
2.10	Un manque de réplicabilité à l'heure actuelle ? .....	24
<b>3</b>	<b>Question de recherche .....</b>	<b>25</b>
3.1	Justification de la question .....	25
3.2	Choix de l'indice .....	25
<b>4</b>	<b>Méthodologie.....</b>	<b>27</b>
<b>5</b>	<b>Résultats .....</b>	<b>29</b>
5.1	Évaluation de la performance des portefeuilles et de l'indice .....	29
5.1.1	Rendements cumulés à différents points de départ.....	33
5.1.2	Tableau de performances.....	34
5.2	Risque et rendement.....	35
5.2.1	Ratio de Sharpe.....	35
5.2.2	Sortino ratio .....	38
5.2.3	Analyse des Betas .....	39
5.2.4	Treynor Ratio .....	40

5.2.5	Maximum drawdowns.....	41
5.2.6	CAPM .....	42
<b>6</b>	<b><i>Conclusion</i></b> .....	<b>43</b>
<b>6.1</b>	<b>Contribution</b> .....	<b>43</b>
<b>6.2</b>	<b>Implication</b> .....	<b>43</b>
<b>6.3</b>	<b>Limitations</b> .....	<b>44</b>
<b>7</b>	<b><i>Bibliographie</i></b> .....	<b>46</b>
<b>8</b>	<b><i>Compléments bibliographiques</i></b> .....	<b>51</b>
<b>9</b>	<b><i>Annexes</i></b> .....	<b>I</b>

## Table des Figures

Figure 1. Valeur par rapport à la croissance, par année - 1926- 2020.....	3
Figure 2. Taux d'investissement dans les actifs corporels et incorporels, industries privées ...	6
Figure 3. Performance de l'HML traditionnel basé sur B/P par rapport à l'iHML : USA .....	8
Figure 4. RMW Cumulative Returns.....	15
Figure 5. Évolution de 3 indices boursiers aux USA en 2020 .....	21
Figure 6. Rendements cumulés entre 2008 et 2022 .....	30
Figure 7. Pondération des actifs en 2010 du Ptf 1 .....	31
Figure 8. Pondération des actifs en 2014 du Ptf 1 .....	31
Figure 9. Rendements cumulés sur les 10 dernières années.....	33
Figure 10. Rendements cumulés sur les 5 dernières années.....	33
Figure 11. Rendements cumulés sur les 3 dernières années.....	34
Figure 12. Rendements mensuels de l'indice et du portefeuille 1 .....	35
Figure 13. Maximum drawdown Indice .....	41
Figure 14. Maximum drawdown Ptf 1.....	41
Figure 15. Maximum drawdown Ptf 2.....	41
Figure 16. Maximum drawdown Ptf 3.....	41

## Table des Tableaux

Tableau 1. Valeur contre croissance - Actions américaines par décennie.....	3
Tableau 2. Performance de l'indice et des 3 portefeuilles entre 2008 et 2022 .....	30
Tableau 3. Performances de l'indice et des 3 portefeuilles sur différentes périodes .....	34
Tableau 4. Sharpe ratio de l'indice.....	36
Tableau 5. Sharpe ratio du Ptf 1.....	36
Tableau 6. Sharpe ratio du Ptf 2 .....	37
Tableau 7. Sharpe ratio du Ptf 3 .....	37
Tableau 8. Sortino ratio de l'indice et des 3 portefeuilles .....	38
Tableau 9. Beta des 3 portefeuilles .....	39
Tableau 10. Treynor ratio des 3 portefeuilles .....	40
Tableau 11. CAPM des 3 portefeuilles .....	42

## Abstract

---

*L'investissement axé sur la valeur est une stratégie d'investissement basée sur l'achat d'actions bon marché dont la valeur intrinsèque est supérieure à la valeur de marché. Il s'agit d'un style d'investissement actuellement controversé en raison de ses mauvaises performances récentes, mais qui ne fait pas l'objet d'un consensus. La fin de cette stratégie d'investissement, comme l'affirment de nombreux articles, semble prématurée et mérite une réflexion plus approfondie.*

---

## 1 Introduction

---

### 1.1 Contexte

La stratégie d'investissement dite « value investing », ou « investissement axé sur la valeur », a vu le jour dans les années 1930 grâce à Benjamin Graham et David Dodd, professeurs à la Columbia Business School. Ces deux hommes sont largement reconnus comme les fondateurs de cette approche d'investissement (Graham et Dodd, 1934).

La publication en 1934 de leur livre « Security Analysis » marque le début de cette stratégie. Ce livre, qui est aujourd'hui toujours considéré comme un texte fondamental pour les investisseurs de valeur, a introduit le concept d'investir dans des sociétés sous-évaluées. (Graham et Dodd, 1934). Benjamin Graham a ensuite continué à développer cette philosophie d'investissement dans son livre de 1949, « The Intelligent Investor », qui est considéré par beaucoup comme le meilleur livre d'investissement jamais écrit et qui lui a valu le nom de « père de l'investissement axé sur la valeur ».

L'investissement axé sur la valeur est une stratégie d'investissement qui consiste à sélectionner des actions spécifiques sur base de certains critères. Le principe de base est d'investir dans des entreprises dont la valeur intrinsèque est supérieure à leur prix de marché, ce qui implique d'investir dans des actions sous-évaluées (Drevelius et Sormunen 2018). L'écart entre le cours actuel du marché et sa valeur fondamentale est appelé « marge de sécurité » lors de l'investissement dans une entreprise. Graham mettait l'accent sur l'achat d'actions « de qualité » à un prix raisonnable et le krach de 1929 a ouvert la voie à son style d'investissement prudent (Kagan, 2023).

Dans le contexte de l'investissement axé sur la valeur, Benjamin Graham a également créé des critères de sélection des actions. Il considérait qu'il n'était pas possible d'investir avec succès dans des actions de qualité sous-évaluées sans analyser les actions et leurs ratios financiers. Il a élaboré dix critères de sélection des actions de valeur, qui comprennent des exigences telles qu'un faible ratio cours/bénéfice (P/E), un faible ratio cours/valeur comptable (P/B) et l'importance de dividendes élevés (Cornell, 2021). Ces facteurs ont

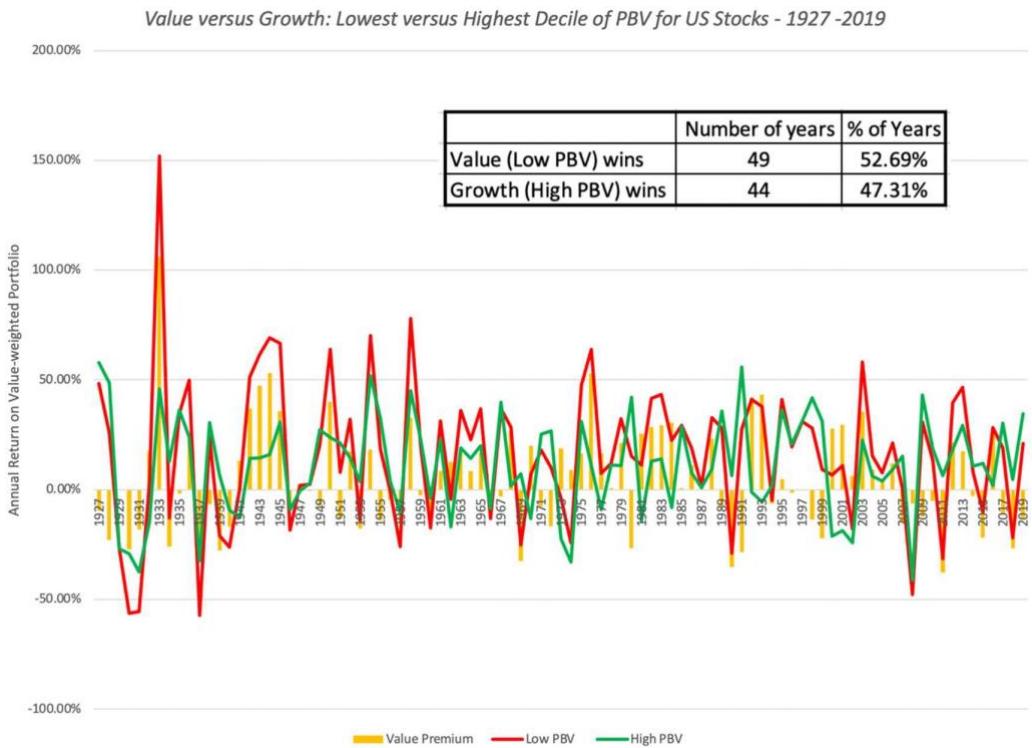
permis d'évaluer quelles entreprises étaient de meilleure qualité, mais aussi à un prix raisonnable. C'est ainsi que l'on a commencé à parler de « value stocks » pour désigner les entreprises dont les ratios financiers, tels que les ratios P/E et P/B, étaient faibles.

Depuis sa création, l'investissement axé sur la valeur a fait l'objet de nombreuses études et a été associé à des rendements positifs, souvent appelés « prime de valeur » dans la littérature empirique sur l'évaluation des actifs (Lee, 2014). La stratégie d'investissement axée sur la valeur a produit des rendements excédentaires pendant des décennies et a conduit à la prolifération des « fonds axés sur la valeur » (Lev et Srivastava, 2019). Le consensus était unanime, tant du côté des gestionnaires d'actifs que des études empiriques, sur le fait que l'investissement axé sur la valeur était plus performant que le marché (Lee, 2014).

## 1.2 *Problème*

Bien que l'efficacité de l'investissement axé sur la valeur sur les marchés boursiers ait été démontrée pendant des décennies, les preuves de l'excédent de rendement ont récemment été insuffisantes aux États-Unis (Israel, Laursen et Richardson, 2020). L'investissement axé sur la valeur est fortement remis en question, car de nombreux articles scientifiques affirment que cette stratégie est dépassée. Depuis 2007, plusieurs articles universitaires ont même proclamé la fin de cette stratégie, autrefois sacrée, en raison de ses piétres performances (Cornell et Damodaran, 2021). Pour étayer ces affirmations, l'investissement axé sur la valeur tend à être comparé au S&P 500 dans les études du marché américain ou aux actions de croissance. La majorité des analyses récentes se sont focalisées sur le marché américain sans analyser la situation en Europe. De plus, le nombre d'analyses contemporaines reprenant purement les critères de sélection des values stocks définis par Benjamin Graham est très réduit, beaucoup pensant ceux-ci dépassés.

Figure 1. Valeur par rapport à la croissance, par année - 1926- 2020



Source : Cornell, B. et Damodaran, A. (2021). *Value Investing : Requiem, Rebirth or Reincarnation ?* Récupéré le 6 juillet 2023 de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3779481](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3779481)

Tableau 1. Valeur contre croissance - Actions américaines par décennie

	Lowest PBV	Highest PBV	Difference	Lowest PE	Highest PE	Difference
1930-39	6.04%	4.27%	1.77%	NA	NA	NA
1940-49	22.96%	7.43%	15.53%	NA	NA	NA
1950-59	25.06%	20.92%	4.14%	34.33%	19.16%	15.17%
1960-69	13.23%	9.57%	3.66%	15.27%	9.79%	5.48%
1970-79	17.05%	3.89%	13.16%	14.83%	2.28%	12.54%
1980-89	24.48%	12.94%	11.54%	18.38%	14.46%	3.92%
1990-99	20.17%	21.88%	-1.71%	21.61%	22.03%	-0.41%
2000-09	8.59%	-0.49%	9.08%	13.84%	0.61%	13.23%
<b>2010-19</b>	<b>11.27%</b>	<b>16.67%</b>	<b>-5.39%</b>	<b>11.35%</b>	<b>17.09%</b>	<b>-5.75%</b>

Source : Cornell, B. et Damodaran, A. (2021). *Value Investing : Requiem, Rebirth or Reincarnation ?* Récupéré le 6 juillet 2023 de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3779481](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3779481)

Dans le tableau ci-dessus, nous pouvons observer une large différence négative entre les rendements des Lowest PBV (actions de valeur) et Highest PBV (actions de croissance) entre 2010 et 2019, ce qui n'était pas le cas précédemment.

Au vu des résultats, l'hésitation quant à l'efficacité des actions de valeur est compréhensible, compte tenu de la disparition de la prime de valeur au cours des dernières années (Cornell, 2021).

### **1.2.1 Définition de l'action de valeur**

Il est important de souligner qu'il existe une méprise commune parmi les universitaires sur ce qu'est une action de valeur. Même si Graham a inventé des critères précis, de nombreux universitaires considèrent que l'investissement axé sur la valeur se limite à l'achat d'actions bon marché par rapport au capital en place, ce qui ne représente qu'une partie de cette stratégie d'investissement (Lee, 2014).

Cette catégorisation biaisée des value stocks a été fortement influencée par un article rédigé par Eugene Fama et Kenneth French en 1992 (Mauboussin et Callahan, 2020). Leur article universitaire a eu une influence majeure dans la littérature empirique sur l'évaluation des actifs, avec près de 33 000 citations universitaires en juin 2019 (Lev et Srivastava, 2019). Il a conduit de nombreux chercheurs à classer l'investissement axé sur la valeur en utilisant uniquement le ratio « Market to book » (M/B), qui est devenu un facteur de contrôle standard. Ainsi, la différence entre ce que l'on appelait l'investissement de valeur et son homologue (les valeurs de croissance) repose désormais souvent sur un seul critère.

Si le ratio est faible, il s'agit d'une valeur de rendement et dans le cas contraire, il s'agit d'une valeur de croissance. L'investissement axé sur la valeur, tel que défini par Fama et French, a sous-performé l'investissement axé sur la croissance depuis décembre 2006. En effet, un portefeuille suivant cette stratégie aurait enregistré une performance de -55% entre janvier 2007 et la juin 2020. (Arnott, Harvey, Kalesnik, et Linnainmaa, 2019).

Compte tenu de tous les documents universitaires, des services de données qui suivent les fonds communs de placement et du grand nombre d'investisseurs qui utilisent l'investissement axé sur la valeur, on pourrait penser qu'il existe un consensus sur ce qu'est l'investissement axé sur la valeur, mais ce n'est pas le cas (Cornell et Damodaran, 2021). Il existe de nombreuses interprétations différentes parmi ses praticiens et le débat est toujours d'actualité.

### **1.2.2 Différentes variantes de value investing**

Nous pouvons distinguer deux grandes variantes de l'investissement axé sur la valeur : l'investissement axé sur la valeur mécanique et l'investissement de valeur cérébrale (Cornell et Damodaran, 2021).

L'investissement axé sur la valeur mécanique est utilisé par les universitaires et de nombreux services de données car il est pratique. Il ne différencie les actions de croissance et les actions de valeur que sur la base du ratio cours/bénéfice ou du ratio cours/valeur comptable.

L'investissement de valeur cérébrale, quant à lui, est plus sophistiqué et correspond davantage au style d'investissement de Benjamin Graham. Bien qu'il s'intéresse également au caractère bon marché du ratio P/E et P/B, il s'intéresse aussi à l'avantage concurrentiel de l'entreprise, à la qualité de la gestion et à de nombreux autres facteurs. Il est donc facile de se perdre dans les différentes interprétations de l'investissement axé sur la valeur et de tirer des conclusions différentes sur leurs performances (Cornell et Damodaran, 2021).

### **1.2.3 10 critères de Benjamin Graham**

Si l'on regarde de près les exigences de Graham (Graham, 1949) :

1. Ratio bénéfice/prix > double du rendement des obligations d'entreprise AAA ;
2. Le P/E de l'action est inférieur à 40 % du P/E moyen de toutes les actions au cours des 5 dernières années ;
3. Rendement des dividendes > deux tiers du rendement des obligations d'entreprise AAA ;
4. Prix < deux tiers de la valeur comptable tangible ;
5. Prix < deux tiers de la valeur de l'actif net actuel (VNA), la valeur de l'actif net actuel étant définie comme l'actif liquide actuel, y compris les liquidités, moins le passif à court terme ;
6. Le ratio d'endettement (valeur comptable) doit être inférieur à 1 ;
7. Actif à court terme > deux fois le passif à court terme ;
8. Dette < deux fois l'actif net à court terme ;
9. Croissance historique du bénéfice par action (sur les 10 dernières années) > 7% ;
10. Pas plus de deux années de baisse des revenus au cours des dix dernières années.

Les cinq premiers ratios sont des mesures du caractère « bon marché » d'une action, car ceux-ci impliquent le prix de l'entreprise. Les cinq ratios suivants, quant à eux, n'impliquent pas le prix de l'action mais la qualité de l'entreprise. Par conséquent, si la littérature académique se concentre principalement sur le ratio P/E ou M/B, elle ne capture que le caractère « bon marché » de l'action et non sa qualité (Lee, 2014).

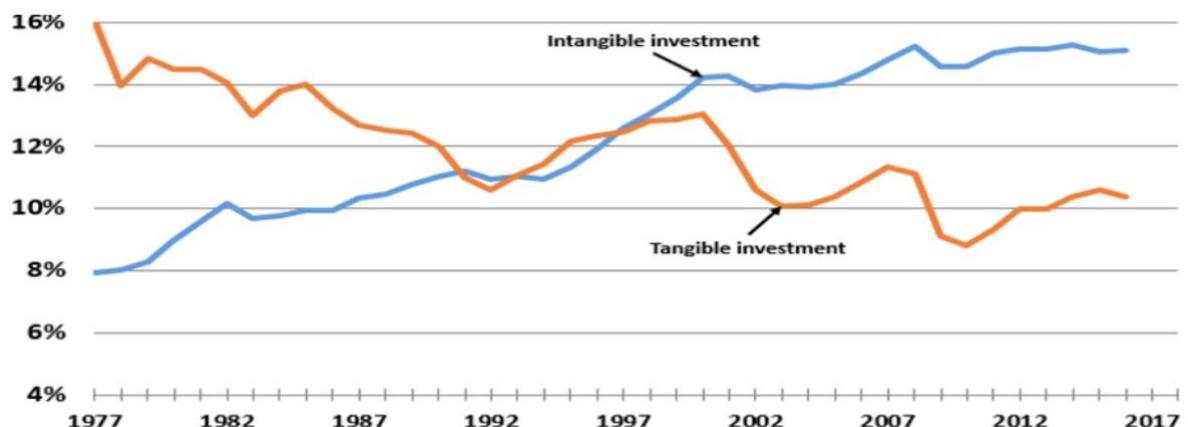
Par conséquent, le problème auquel ma recherche tente de répondre est de réexaminer la performance des actions de valeur telles qu'inventées par Graham pour la période postérieure à 2007, où l'investissement de valeur est moins performant selon de nombreux articles scientifiques.

#### 1.2.4 L'importance croissante des actifs incorporels

La valeur comptable représente toutes les valeurs d'actifs figurant au bilan de l'entreprise, mais une catégorie d'actifs est largement sous-estimée, à savoir les actifs incorporels. Tous les investissements qui contribuent à la création de valeur dans les actifs incorporels sont considérés comme des dépenses dans le compte de résultat. Cette comptabilisation des actifs incorporels dans les charges de l'entreprise, qui sont destinés à générer des bénéfices futurs, conduit à leur absence dans les valeurs comptables (Lev et Srivastava, 2019). En raison de la croissance de la technologie au cours des dernières décennies, cette inefficacité comptable a un effet majeur sur le rapport entre le marché et la valeur comptable.

En 2017, le taux d'investissement immatériel aux États-Unis était deux fois supérieur au taux d'investissement matériel, et l'écart s'est encore creusé. Cette année-là, les investissements incorporels aux États-Unis ont dépassé les 2000 milliards de dollars (Lev et Srivastava, 2019).

*Figure 2. Taux d'investissement dans les actifs corporels et incorporels, industries privées*



Source : Lev, B. et Srivastava, A. (2019). *Explaining the Recent Failure of Value Investing*. Récupéré le 12 juillet 2023 de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3442539](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3442539)

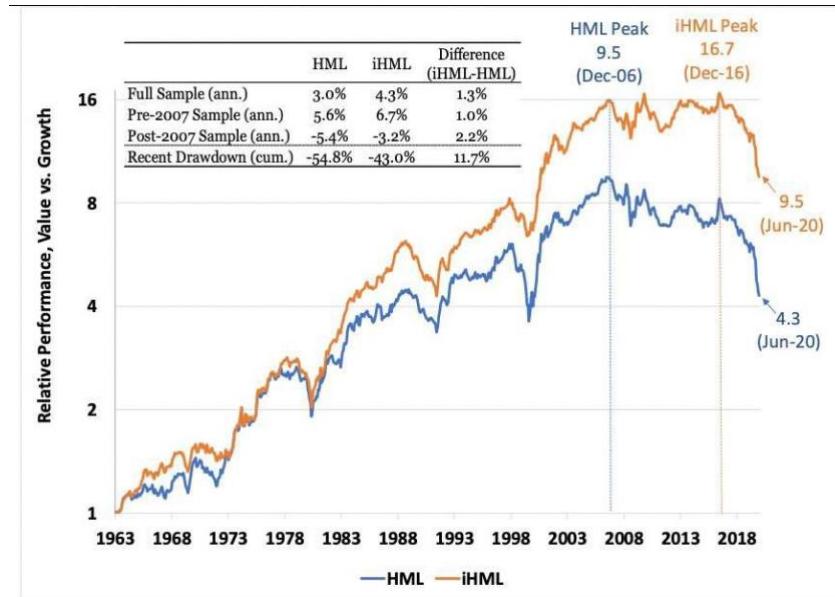
Le ratio M/B était plus pertinent à l'époque de Graham, lorsque les actifs corporels (propriétés, usines, équipements, etc.) représentaient les actifs les plus importants. Une entreprise investissant massivement dans les marques, la recherche & développement ou les processus d'entreprise pouvait être considérée comme une entreprise surévaluée étant donné que le dénominateur du ratio M/B était sous-évalué. Il en va de même pour le ratio cours/bénéfice : les investissements en actifs incorporels sous-évalueront les bénéfices des entreprises, car ils seront considérés comme des dépenses.

Par exemple, si une entreprise dépense 1 milliard de dollars en actifs fixes selon les GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), l'imputation comptable ne changera pas car les actifs financiers deviendront des actifs fixes. En revanche, si elle le consacre à la recherche et au développement, sa valeur comptable diminuera immédiatement d'un milliard de dollars (Arnott, Harvey, Kalesnik, et Linnainmaa, 2019).

La seule façon pour que la valeur comptable puisse refléter la valeur des actifs incorporels est de procéder à une acquisition d'entreprise. Dans ce cas, le goodwill ou la valeur excédentaire de l'entreprise apparaîtra dans la valeur comptable. Si une entreprise dépense un milliard de dollars en recherche & développement, la valeur comptable diminue. Mais si une entreprise dépense le même montant pour acheter une entreprise, les investissements en R&D de l'acquisition apparaîtront dans la valeur comptable (Arnott, Harvey, Kalesnik, et Linnainmaa, 2019). Ainsi, ce défaut comptable conduit à une mauvaise classification de la valeur des entreprises et fait apparaître les entreprises à forte intensité incorporelle comme chères en raison de la sous-estimation de la valeur comptable.

Un travail empirique montre que si les intangibles étaient capitalisés comme un investissement, le facteur de valeur de Fama et French se serait amélioré de 2,2 points de pourcentage par an depuis 2008 (Arnott, Harvey, Kalesnik, et Linnainmaa, 2019).

Figure 3. Performance de l'HML traditionnel basé sur B/P par rapport à l'iHML : USA



Source : Arnott, R. D., Harvey, C. R., Kalesnik, V., et Linnainmaa, J. T. (2019). *Reports of Value's Death May Be Greatly Exaggerated*. Récupéré le 1 juillet 2023 de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3488748](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3488748)

L'économie est passée rapidement de l'agriculture à l'industrie manufacturière et, actuellement, à une économie de services et de connaissances (Arnott, Harvey, Kalesnik, et Linnainmaa, 2019). C'est pourquoi, dans cet environnement économique, il est plus difficile que jamais de mesurer la valeur sur la base d'une seule mesure qui est d'ailleurs le ratio M/B.

### 1.3 Objectif

Cette étude que je conduis est consacrée à l'évaluation de la performance de l'investissement axé sur la valeur selon les normes de Graham entre 2008 et 2022. C'est au cours de cette période que l'investissement axé sur la valeur a été le plus remis en question et a fait l'objet du moins de publications. Cette thèse s'appuie donc sur les études précédentes pour juger de la performance de l'investissement axé sur la valeur et conclure si la prime de valeur existe toujours. Mon étude est focalisée sur le marché européen pour répondre au manque de recherche dans cette zone géographique en focalisant l'évaluation sur un indice boursier en particulier. Ma problématique s'articule donc comme suit : « Value investing strategy : Est-ce qu'un portefeuille composé des value stocks d'un indice pourrait battre son propre indice ? Décryptage à la lumière des événements récents ».

## 2 Revue de littérature

---

### 2.1 *Théories expliquant la sous-performance de l'investissement axé sur la valeur*

Les récents travaux universitaires se sont attachés à expliquer les raisons de la sous-performance de l'investissement axé sur la valeur. Plusieurs théories ont été écrites à ce sujet et les plus courantes sont décrites ci-dessous.

Tout d'abord, la sous-performance des actions de valeur, telle qu'expliquée dans les études empiriques, a commencé en 2007, année qui a coïncidé avec la crise. Au cours de cette période, les banques centrales ont déployé des efforts considérables pour maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas, ce qui expliquerait en grande partie leur sous-performance. Les taux d'intérêt ayant une incidence sur l'évaluation des actions, ils pourraient affecter de manière disproportionnée l'évaluation des actifs à long terme, alors que les actions de valeur sont considérées comme des actifs à court terme (Israel, Laursen et Richardson, 2020). Toutefois, il a été démontré qu'au cours de la période 1926-2020, il n'y avait pas de relation significative entre les taux d'intérêt ou leur variation et la prime de valeur (Arnott, Harvey, Kalesnik, et Linnainmaa, 2019).

Ensuite, une critique classique est qu'il semble peu plausible qu'une stratégie aussi célèbre et simple, en utilisant simplement un ratio M/B ou E/P, puisse encore fournir des rendements excédentaires (Israel, Laursen et Richardson, 2020). Effectivement, l'effet de foule de cette stratégie aurait dû "arbitrer" la prime de valeur (Arnott, Harvey, Kalesnik, et Linnainmaa, 2019). Mais si cette théorie était vraie, il en résulterait naturellement une réduction des « écarts de valeur » (Israel, Laursen et Richardson, 2020). Par conséquent, l'écart entre les actions bon marché et les actions chères catégorisées par le ratio M/B se serait réduit.

Enfin, il y a l'importance croissante des actifs incorporels. Avec la révolution technologique, les actifs incorporels constituent une classe d'actifs importante qui peut donner un avantage concurrentiel. Les journaux considèrent généralement ces entreprises comme des valeurs de croissance, mais cela vient du fait que le ratio M/B n'a pas réussi à saisir la valeur intrinsèque de ces entreprises, comme décrit dans la section précédente (Arnott, Harvey, Kalesnik, et Linnainmaa, 2019).

Ainsi, bon nombre des hypothèses importantes formulées pour justifier la sous-performance de cette stratégie d'investissement se sont révélées infondées. Il serait donc intéressant de voir si les titres de valeur sont correctement jugés.

## 2.2 Revue des critères de sélection des actions de Benjamin Graham

Comme nous l'avons vu précédemment, Benjamin Graham a proposé d'appliquer 10 critères avant d'investir dans des actions. Selon Graham, si l'action passe les dix critères, elle constitue un investissement valable (Cornell et Damodaran, 2021). Bien qu'une certaine flexibilité soit nécessaire pour analyser les actions de valeur étant donné les exigences strictes de Graham en matière de sélection des actions, aucune action ne répondrait à ses critères (Greenblatt, 2006).

Heureusement, dans les années 70, Graham a revu sa stratégie car il pensait que l'utilisation de 10 critères était un peu trop complexe (Rea, 1977). De plus, chacun d'eux était considéré comme ayant le même poids alors qu'il savait intuitivement que certains critères étaient plus importants.

Ainsi, après avoir étudié la performance de chaque critère, Graham a constaté que 3 d'entre eux étaient de loin les plus importants pour obtenir de bonnes performances. Son étude a conclu que s'il n'avait utilisé que 3 de ses ratios au cours des 50 dernières années, il aurait fait presque aussi bien. En outre, cela permettait d'avoir beaucoup plus d'actions à choisir et donc une meilleure sécurité grâce à la diversification (Rea, 1977).

## 2.3 Les trois ratios principaux

Les critères les plus importants pour Graham étaient le rendement des bénéfices d'un investissement, le rendement des dividendes et la structure financière de l'entreprise avec un ratio d'endettement inférieur à 1 (Rea, 1977). Ainsi, des 10 premiers critères, seuls ces 3 ont été conservés :

1. Ratio bénéfice/prix > double du rendement des obligations d'entreprise AAA ;
2. Le ratio d'endettement doit être inférieur à 1 ;
3. Rendement des dividendes > deux tiers du rendement des obligations d'entreprise AAA.

Par conséquent, les actions qui répondent à ces critères seront considérées comme des actions de valeur et feront partie de notre portefeuille. L'avantage supplémentaire est qu'il ne prend pas en compte la valeur comptable de l'entreprise avec un ratio M/B.

L'utilisation du rendement des obligations d'entreprise est une référence adéquate car sa valeur peut changer en fonction de l'économie. Lorsque les banques centrales souhaitent stimuler l'économie en abaissant les taux d'intérêt, le rendement des obligations

d'entreprise diminue, ce qui permet d'inclure dans le portefeuille davantage d'entreprises dont les résultats étaient moins bons en raison de la conjoncture.

Dans la section suivante, une explication sera donnée pour chaque ratio et les résultats des recherches antérieures seront fournis pour démontrer un cadre théorique.

### 2.3.1 Rapport cours/bénéfice

$$\text{Price to Earnings ratio} = \frac{\text{Share price}}{\text{Earnings per Share}}$$

Le ratio cours/bénéfice est l'un des outils les plus utilisés pour l'analyse des actions. Il indique combien un investisseur paie par rapport aux bénéfices qu'il devrait recevoir. Ce ratio est important car il vous donne le rendement de votre investissement et permet d'identifier les entreprises sous-évaluées ou surévaluées. En d'autres termes, il montre ce que le marché est prêt à payer pour une action sur la base des bénéfices passés (Fernando, 2023).

Le potentiel de croissance d'une entreprise est essentiel car il a un impact sur le ratio P/E, plus la croissance est importante et plus le ratio P/E est élevé étant donné la possibilité d'une augmentation du prix du marché (Drevelius et Sormunen 2018). C'est pourquoi il est souvent utilisé dans l'évaluation, car il indique si l'action est chère ou bon marché par rapport à d'autres entreprises (Drevelius et Sormunen 2018).

Dans sa recherche des critères les plus pertinents, Graham a constaté qu'en utilisant uniquement le rendement des bénéfices (l'inverse du ratio P/E), la croissance moyenne composée sur 50 ans était de 19,9 % contre 7,5 % pour le Dow Jones (Rea, 1977). Ainsi, si ce critère avait été utilisé sur une période de 50 ans, l'investissement aurait plus que doublé le Dow Jones.

Cependant, il est également important de noter que ce critère n'est pas parfait et comporte des risques. Par exemple, les bénéfices par action sont calculés par les entreprises elles-mêmes. Nombre d'entre elles peuvent manipuler les règles comptables en leur faveur lors du calcul des bénéfices. Les entreprises sont devenues plus agressives dans leurs jeux comptables, ce qui a conduit à des comptes de résultats pro forma (Cornell et Damodaran, 2021). Par exemple, en utilisant le Statement of Financial Accounting Standards No. 13 « Accounting for Leases », il est possible d'avancer des revenus et d'enregistrer des bénéfices qui ne seront disponibles que plus tard (Sleep et Zakaria, 2014). Le risque de ne pas disposer d'un indicateur correct existe et doit donc être pris en compte.

### 2.3.2 Ratio dettes/capitaux propres

$$\text{Debt - to - equity ratio} = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Total Shareholder's Equity}}$$

Ce ratio est utilisé pour évaluer l'effet de levier financier d'une entreprise et est calculé en divisant le total du passif par les capitaux propres. Il indique dans quelle mesure une entreprise finance ses opérations par l'endettement par rapport à ses fonds propres (Fernando, 2023). Ainsi, un ratio supérieur à 1 indique plus de dettes que de capitaux propres et un ratio inférieur à 1 indique moins de dettes que de capitaux propres. Plus une entreprise a recours à l'endettement, plus elle représente un risque. Un point de vue commun est qu'un ratio de 1 ou moins est considéré comme relativement sûr. Il s'agit donc d'un bon point de référence. Ainsi pour Graham, un ratio supérieur à 1 est clairement à proscrire. Il permet à Graham de filtrer rapidement les entreprises potentiellement plus risquées et plus sujettes à la faillite (Rea, 1977).

Il s'agit toutefois d'une approche simple, car il est important de tenir compte du secteur dans lequel l'entreprise opère pour calculer le ratio D/E. Les besoins en capitaux et les taux de croissance diffèrent selon les secteurs. Ainsi, un ratio D/E faible dans un secteur peut être courant, tandis qu'un ratio D/E plus élevé peut l'être dans un autre (Fernando, 2023). Par souci de simplicité et pour garantir un minimum de santé financière, un ratio inférieur à 1 reste un excellent indicateur (Graham, 1949).

### 2.3.3 Rendement du dividende

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Annual Dividend Payments}}{\text{Stock Price}}$$

Le rendement du dividende indique les dividendes annuels versés par l'entreprise par rapport au cours de l'action. Il est représenté sous forme de pourcentage et varie énormément d'une entreprise à l'autre, étant donné que les entreprises n'ont pas l'obligation de verser des dividendes. En général, les entreprises qui versent des dividendes élevés sont grandes et stables et disposent d'un important flux de trésorerie disponible (Drevelius et Sormunen 2018). Toutefois, des dividendes élevés peuvent également signifier que l'entreprise essaie simplement d'attirer de nouveaux investisseurs.

Contrairement aux ratios précédents, son utilité pour trouver de meilleurs investissements est controversée. Des investisseurs comme Graham revendiquent l'efficacité des théories

telles que celle du signal du dividende sur la base des avantages présentés dans le paragraphe précédent. Les « mauvaises » entreprises ne seront pas en mesure de verser des dividendes élevés, car cela deviendrait trop risqué pour elles (Drevelius et Sormunen 2018). Graham a constaté qu'en utilisant uniquement ce critère, un rendement du dividende égal ou supérieur aux deux tiers d'une obligation triple A, il pouvait obtenir presque les mêmes résultats que le ratio P/E avec un rendement annualisé de 19,5 % pendant 50 ans (Rea, 1977).

En 1973, Black et Scholes ont constaté que les actions ayant un rendement en dividendes plus élevé n'offraient pas de meilleurs rendements (Drevelius et Sormunen 2018). Ils ont utilisé une autre méthode, en construisant un portefeuille à haut rendement en dividendes et un portefeuille à faible rendement en dividendes.

Bien qu'ils n'aient pas dit que l'utilisation du rendement du dividende était inutile, ils ont conclu qu'il n'y avait pas de relation entre le rendement du dividende et les rendements des actions. Il en va de même pour Modigliani et Miller, qui n'ont pas trouvé de valeur ajoutée aux dividendes. Mais leur théorie ne fonctionnait que dans un marché des capitaux idéal (Drevelius et Sormunen 2018).

Ce ratio sera toujours utilisé dans l'analyse malgré ces critiques. Cependant, le jugement auquel le rendement des dividendes est confronté provient d'articles académiques plus anciens alors que les plus récents témoignent de son efficacité (Drevelius et Sormunen 2018).

## 2.4 *Impact des values stocks dans les modèles d'évaluation des actifs*

### 2.4.1 CAPM

Les values stocks sont rentrés récemment dans les modèles d'évaluation des actifs ajoutant une sensibilité supplémentaire à ceux-ci.

Le modèle d'évaluation le plus connu et utilisé est le CAPM (Capital Asset Pricing Model), qui décrit la relation entre le risque d'investissement et le retour sur investissement. Dans ce modèle de base, le rendement attendu est l'addition du taux sans risque et de la prime de risque qui correspond à l'investissement.

La formule est articulée comme ceci :

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

Dans laquelle :

- $R_i$  = rendement attendu d'un titre ;
- $R_f$  = Taux sans risque ;
- $\beta_i$  = Beta du titre ;
- $R_m$  = Rendement attendu du marché.

#### 2.4.2 Fama – French : modèle à 3 facteurs

Il y a près de trois décennies, Eugene F. Fama et Kenneth R. French ont présenté leur modèle à 3 facteurs pour compléter le modèle d'évaluation de base (CAPM). Ils proposent deux facteurs autres que le CAPM pour expliquer le rendement des actifs : le « Small Minus Big » (SMB), qui représente la différence de rendement entre les actions de petite et grande capitalisation, et le « High Minus Low » (HML), qui mesure l'écart de rendement entre les actions à forte capitalisation boursière et celles à faible capitalisation boursière (Horstmeyer, Lui et Wilkins, 2022).

La formule pour ce modèle à 3 facteurs s'articule comme ceci :

$$r = r_f + \beta_1(r_m - r_f) + \beta_2(SMB) + \beta_3(HML) + \epsilon$$

Dans laquelle :

- $r$  = Taux de rendement attendu ;
- $r_f$  = Taux sans risque ;
- $\beta$  = Coefficient du facteur (sensibilité) ;
- $(r_m - r_f)$  = Prime de risque du marché ;
- $SMB$  = Rendement excédentaire historique des sociétés à petite capitalisation par rapport aux sociétés à grande capitalisation ;
- $HML$  = Rendement excédentaire historique des actions de valeur par rapport aux actions de croissance ;
- $\epsilon$  = Risque.

Cette formule inclut le SMB qui est un effet de taille basé sur la capitalisation boursière d'une entreprise. Le SMB mesure l'excédent historique des sociétés à petite capitalisation par rapport aux sociétés à grande capitalisation.

Nous trouvons également le HML qui est une prime de valeur. Il représente l'écart de rendement historique entre les entreprises dont le ratio valeur comptable/valeur de

marché est élevé (entreprises « value ») et les entreprises dont le ratio valeur comptable/valeur de marché est faible (Horstmeyer, Lui et Wilkins, 2022).

#### 2.4.3 Fama – French : modèle à 5 facteurs

Le cadre original de Fama et French a depuis subi de nombreuses modifications et évolutions, alors que d'autres chercheurs ont ajouté leurs propres facteurs et apporté leurs propres modifications aux idées du duo. Dans le cas de Fama et French, ils ont mis à jour leur modèle pour mieux comprendre les rendements des actifs en ajoutant deux facteurs supplémentaires.

D'abord, nous avons le « Robust Minus Weak » (RMW), qui compare les rendements des entreprises à forte rentabilité opérationnelle et des entreprises à faible rentabilité. Ensuite, il y a le « Conservative Minus Aggressive » (CMA), qui mesure la différence entre les entreprises qui investissent de manière agressive et celles qui investissent de manière conservatrice (Horstmeyer, Lui et Wilkins, 2022).

*Figure 4. RMW Cumulative Returns*

#### RMW Cumulative Returns



Source : Horstmeyer, Y., Liu, Y. et Wilkins, A. (2022). *Fama and French : The Five-Factor Model Revisited*. Récupéré le 5 juillet 2023 de <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2022/01/10/fama-and-french-the-five-factor-model-revisited/>

Selon une étude menée par Horstmeyer, Lui et Wilkins (2022), le RMW est le seul facteur qui génère constamment des rendements excédentaires. La stratégie d'investissement consistant à acheter des actions de haute qualité ou des sociétés rentables et à vendre à découvert des sociétés de faible qualité et non rentables s'est avérée excellente dans tous les cycles économiques depuis 1963, et la puissance de ce facteur n'a pas diminué. Comme l'écrivent Hsu, Kalesnik et Kose (2017), la définition de la qualité s'est avérée assez malléable, mais « la rentabilité et les caractéristiques liées à l'investissement ont tendance à tirer l'essentiel de la prime de rendement de la qualité » (Hsu, Kalesnik et Kose, 2017).

Bien sûr, lorsque Fama et French ont proposé leur modèle à 3 facteurs, l'idée était que les facteurs SMB et HML continueraient à générer de la valeur dans le temps, tout comme le facteur RMW. Mais en fait, ce n'est pas le cas. Il reste à voir si le RMW continuera d'être un facteur clé pour générer constamment des rendements excédentaires à l'avenir.

Il est bon de se rappeler que parfois cela est vraiment différent. Pourtant, la principale leçon du modèle à 5 facteurs de Fama et French et de l'histoire récente du marché est simple, mais pas particulièrement révélatrice : investir dans des entreprises rentables est une stratégie solide, et cela a été prouvé (Horstmeyer, Lui et Wilkins, 2022).

## 2.5 *Value investing, une petite partie du factor investing*

L'investissement axé sur la valeur n'est pas la seule approche pour faire une sélection d'actifs financiers qui recherche des actions sur base de critères spécifiques. En effet, il existe une multitude de stratégies utilisées par les investisseurs pour déterminer où et quand investir leurs capitaux nommée « Factor Investing ».

Le Factor Investing, ou l'investissement factoriel, est une approche d'investissement qui implique le ciblage de facteurs spécifiques qui ont démontré leur capacité à influencer les rendements des actifs. Ces facteurs peuvent comprendre la taille de l'entreprise, la valeur, la qualité, le momentum, le faible risque et le rendement. La stratégie d'investissement factorielle repose sur l'idée que ces facteurs spécifiques peuvent aider à prédire les rendements des investissements à long terme. Cela diffère des approches traditionnelles de sélection de titres, qui se concentrent principalement sur l'analyse individuelle des entreprises (Fama et French, 1992).

### 2.5.1 **Growth investing**

Parmi les plus courantes, on trouve l'investissement de croissance (« growth investing ») qui est souvent comparé à l'investissement axé sur la valeur. Cette stratégie se différencie par sa focalisation sur les entreprises qui connaissent une croissance rapide et soutenue, surpassant ainsi la majorité de leurs concurrents (Chan et Lakonishok, 2019).

Les investisseurs de croissance recherchent des entreprises dont les revenus et les bénéfices augmentent rapidement, même si le ratio prix/bénéfice peut être élevé, ce qui indique que le cours de l'action est cher par rapport à ses bénéfices actuels. Ils sont prêts à payer plus cher pour ces actions dans l'anticipation de bénéfices futurs élevés. Ces investisseurs ont tendance à se concentrer sur des secteurs comme la technologie ou la biotechnologie, où les entreprises peuvent connaître des taux de croissance exceptionnels.

Au contraire, les investisseurs axés sur la valeur se focalisent principalement sur des entreprises dont les actions semblent sous-évaluées par rapport à leurs fondamentaux financiers. Ils utilisent des ratios financiers, comme le ratio prix/bénéfice, pour identifier ces opportunités. Leur objectif est d'acheter ces actions à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque, puis d'attendre que le marché reconnaîsse cette valeur et que le cours de l'action augmente (Chan et Lakonishok, 2019).

Au fil du temps, les deux approches peuvent surperformer les rendements moyens du marché. L'investissement de croissance a récemment surperformé l'investissement de valeur pendant de nombreuses années, en grande partie grâce à la performance exceptionnelle d'entreprises comme Amazon, Apple et Tesla. Ces entreprises ont connu des taux de croissance élevés et ont révolutionné leurs industries respectives. Toutefois, il est important de noter que, historiquement, il y a eu de longues périodes où l'investissement axé sur la valeur a surperformé.

### **2.5.2 Autres méthodes d'évaluation**

Au-delà de ces deux approches d'investissement basées sur l'analyse fondamentale, il existe d'autres méthodes qui reposent moins sur l'évaluation de la santé financière d'une entreprise et davantage sur l'analyse des tendances du marché. Par exemple, certains investisseurs adoptent une approche d'analyse technique qui tente de prédire les prix futurs du marché en utilisant des données de marché passées. Ils utilisent des graphiques de cours et des indicateurs statistiques pour tenter d'identifier les tendances et les patterns qui pourraient indiquer où le cours d'une action se dirige (Chen, 2022).

Les day traders, quant à eux, se focalisent sur les fluctuations du marché à court terme pour réaliser des profits. Ces investisseurs ne se soucient généralement pas de la valeur intrinsèque d'une entreprise, mais cherchent à profiter de l'évolution rapide des cours des actions tout au long de la journée. Cela implique souvent l'utilisation de méthodes d'analyse technique pour prédire les mouvements de prix à court terme. Cependant, le day trading peut être risqué et nécessite une attention constante au marché (Chen, 2022).

Dans l'ensemble, il est important de comprendre qu'il n'existe pas une seule meilleure stratégie d'investissement. Chaque approche a ses propres avantages et inconvénients, et la stratégie la plus efficace dépend de nombreux facteurs, dont les objectifs financiers de l'investisseur, son horizon de temps, son appétit pour le risque et son niveau de connaissance et de confort avec les différents types d'investissement.

## *2.6 Ne pas seulement se fier à l'analyse financière*

Dans le monde de l'investissement, choisir une action à acheter est une décision qui ne doit pas être prise à la légère. Selon Beattie (2023), choisir d'investir dans une action ne devrait pas se limiter à une analyse superficielle des ratios financiers. Tout comme on ne choisirait pas son compagnon de vie en fonction de ses lunettes ou de sa coiffure, on ne devrait pas choisir une action simplement parce que son ratio cours/bénéfice (P/E), cours/valeur comptable (P/B) ou bénéfice par action (EPS) est attrayant. Ces ratios, bien qu'utiles, ne racontent pas toute l'histoire (Beattie, 2023).

Au lieu de cela, les investisseurs sont plutôt encouragés à voir au-delà de l'apparence séduisante des finances des entreprises et à déceler la réalité sous-jacente. De nombreuses entreprises peuvent sembler attrayantes lorsqu'on se concentre uniquement sur ces ratios, mais une analyse plus approfondie peut révéler des détails qui pourraient rendre l'investissement moins intéressant. C'est ici que l'intérêt réel pour l'entreprise que vous achetez entre en jeu. Il ne s'agit pas seulement de comprendre les chiffres, mais aussi de comprendre l'entreprise dans son ensemble : sa mission, sa vision, sa stratégie et ses opérations (Rosevaer, 2018).

En maintenant des normes élevées et en s'assurant que les finances d'une entreprise sont aussi solides qu'elles le paraissent, les investisseurs ont plus de chances de conserver cette entreprise dans leur portefeuille à long terme. De plus, si vous aimez l'entreprise que vous achetez, suivre son évolution devient plus un passe-temps qu'une corvée. Vous serez plus susceptible de remarquer rapidement les changements et pourrez réagir en conséquence.

En fin de compte, l'investissement de valeur est une question de patience et de diligence. Il s'agit de chercher des entreprises solides, bien gérées et compréhensibles, et de les acheter à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque. En adoptant cette approche, les investisseurs peuvent avoir l'opportunité de réaliser des rendements supérieurs à la moyenne sur le long terme (Beattie, 2023).

## 2.7 L'ESG prend de l'importance

L'implication de l'Environmental, Social and Governance (ESG) dans l'investissement axé sur la valeur est cruciale et multifacette. En tant qu'investisseurs axés sur la valeur, il est essentiel de prendre en compte les considérations ESG lors de l'investissement dans des actions. Cela est dû au fait que le travail des investisseurs est de peser le risque et la récompense, et cela ne peut être fait de manière compétente qu'en considérant tous les risques potentiels entourant tout investissement potentiel (Murphy, 2019).

La pensée ESG est fondamentalement importante pour toutes les décisions d'investissement et elle s'intègre bien dans le style d'investissement de valeur. L'investissement éthique vise souvent à réaliser un changement à long terme. Cela correspond à l'approche des investisseurs axés sur la valeur, car ils doivent adopter une vision à long terme pour accéder aux meilleurs rendements possibles d'un investissement.

En fin de compte, l'investissement axé sur la valeur consiste à acheter des actions bon marché où le potentiel de récompense est considéré comme supérieur aux risques. En analysant le risque dans cette équation, les investisseurs prendront en compte tout ce qui les aide à parvenir aux conclusions les plus réfléchies, et l'ESG est une partie cruciale de cela (Murphy, 2019).

Pour que les entreprises soient tenues responsables de leurs efforts en matière d'ESG, il est recommandé que les entreprises soient obligées de rendre compte publiquement de leur impact social et environnemental avec des indicateurs clairs, standardisés et faciles à comprendre. Les consommateurs, les employés et les investisseurs ont tous un rôle à jouer pour tenir les entreprises responsables (O'Leary et Valdmanis, 2021).

Selon une étude récente de la Harvard Law School Forum sur la thématique « Corporate Governance », l'adoption de l'ESG est en hausse, poussée par la demande des clients et le désir de faire un impact. L'élan de l'ESG continue de s'accélérer, les investisseurs affinant et évoluant leurs stratégies. Cela peut être vu lors de son implémentation, où les investisseurs passent des méthodes de filtrage de base à des stratégies plus ciblées et sophistiquées, y compris l'investissement thématique et à impact. De plus, l'intégration de l'ESG reste la principale stratégie de mise en œuvre, montrant comment les investisseurs adoptent une approche holistique lorsqu'ils cherchent à intégrer l'ESG de manière exhaustive dans le processus d'investissement (Ground, 2022).

Par rapport à 2021, une plus grande proportion d'investisseurs mondiaux dit que l'ESG est central dans leur approche d'investissement. En tout, cela porte la proportion d'utilisateurs mondiaux d'ESG à 89% en 2022, en hausse par rapport à 84% en 2021 (Ground, 2022).

L'implication croissante de l'ESG dans l'investissement est également alimentée par la demande des clients et les pressions externes. Plus d'investisseurs mondiaux en 2022 déclarent que leur approche de l'ESG est guidée par les attentes des clients et les préoccupations en matière de réputation (Ground, 2022).

Des études examinant la relation entre l'ESG et la performance financière ont une histoire de plusieurs décennies. Ces analyses ont révélé des corrélations positives entre la performance ESG et l'efficacité opérationnelle, la performance des actions et un coût du capital plus faible. En outre, la performance financière due à l'ESG devient plus perceptible sur des horizons de temps plus longs.

De plus, l'intégration de l'ESG en tant que stratégie d'investissement donne de meilleurs résultats que les approches de filtrage négatif. L'investissement ESG semble fournir une protection à la baisse, en particulier pendant une crise sociale ou économique. Les initiatives de durabilité au niveau des entreprises semblent entraîner une meilleure performance financière grâce à des facteurs de médiation tels que l'amélioration de la gestion des risques et plus d'innovation. Enfin, il a été observé que la gestion en vue d'un futur à faible émission de carbone améliore la performance financière. Cependant, la divulgation de l'ESG en elle-même ne conduit pas à une performance financière (Whelan, Atz, Van Holt et Clark, 2021).

Il est donc clair que l'ESG joue un rôle important dans l'investissement axé sur la valeur. Il est important de noter que l'intégration de l'ESG dans les stratégies d'investissement doit être réalisée de manière réfléchie et rigoureuse pour maximiser les avantages potentiels. Cependant, l'intégration de l'ESG dans l'investissement axé sur la valeur n'est pas sans défis. Les difficultés liées à la qualité et à l'accessibilité des données et à l'incohérence des notations entravent la capacité des investisseurs à adopter, incorporer et mettre en œuvre l'ESG. Ces problèmes se présentent également aux investisseurs en obligations, qui identifient un manque de standardisation à travers les notations des obligations ESG comme le principal obstacle (Ground, 2022).

## 2.8 Value investing durant la crise du covid-19

Figure 5. Évolution de 3 indices boursiers aux USA en 2020



Source : Wigglesworth, R. (2020, 11 mai). Coronavirus crisis : does value investing still make sense ? *Financial Times*. Récupéré de <https://www.ft.com/content/00c722d6-760f-4871-a927-2c564fe17276?segmentID=0052c4bc-c54e-19c6-b165-8800c56b8254>

Depuis la crise financière mondiale de 2008-09, les actions dites « de valeur », c'est-à-dire des titres sous-évalués par rapport à leur potentiel intrinsèque, ont enregistré des performances décevantes. Cette tendance à la sous-performance s'est accentuée de manière significative en 2020, rendant l'écart de rendement entre les actions de valeur et les actions de croissance plus prononcé qu'il ne l'était même lors de l'apogée de la bulle internet (Wigglesworth et Rovnick, 2020).

Kasper Elmgreen, en charge des actions chez Amundi, l'un des principaux gestionnaires d'actifs mondiaux, a souligné la disparité croissante entre les actions de croissance et de valeur. Il a noté en 2020 que « La divergence entre les valeurs de croissance et les valeurs de rendement est probablement la plus élevée que nous ayons jamais constatée » (Wigglesworth, 2020, para.4). Il a identifié d'un côté, les valeurs technologiques, qui ont connu un engouement significatif, notamment en raison du passage massif au télétravail suite à la pandémie, et de l'autre côté, les valeurs financières et les banques, qui peinent à attirer l'attention des investisseurs (Wigglesworth, 2020).

Les titres des banques, en particulier, ont subi une sous-évaluation persistante par rapport à leurs bénéfices et à leurs actifs. Ceci peut être attribué à une multitude de facteurs, dont l'instauration d'une réglementation plus stricte après la crise financière et les taux d'intérêt bas, parfois même négatifs, qui ont amoindri leur rentabilité. Par conséquent, les perspectives de ces institutions financières sont bien moins reluisantes que celles des entreprises technologiques en pleine expansion, qui dominent de nombreux indices boursiers. Par ailleurs, de nombreuses compagnies pétrolières se heurtent à des défis similaires, les investisseurs s'inquiétant de l'impact potentiel de la transition globale vers les énergies renouvelables sur leur activité (Wigglesworth, 2020).

Avant l'apparition de la crise du coronavirus, certains défenseurs de l'investissement de valeur avaient prédit que cette stratégie retrouverait son lustre une fois que le marché basculerait en territoire baissier. Ils anticipaient que l'investissement de valeur frapperait durement les actions technologiques de premier plan, dont la valorisation était devenue exorbitante, qui avaient dominé le marché haussier post-2008. Les investisseurs en valeur espéraient ainsi que les petites entreprises, plus abordables, deviendraient plus attractives.

Cependant, à l'inverse, les actions à dividendes ont été frappées plus durement que le marché dans son ensemble lors du krach boursier induit par la pandémie, ce qui a porté un coup sévère à cette stratégie d'investissement. Au cours du siècle dernier, l'investissement de valeur a traversé de nombreuses périodes de turbulence et continue d'être un sujet de débat constant parmi les investisseurs. Néanmoins, sa performance modérée lors de la crise du coronavirus n'a fait qu'exacerber la crise de confiance à son égard (Wigglesworth et Rovnick, 2020).

## 2.9 *Value investing en temps de guerre*

L'investissement axé sur la valeur pendant les périodes de guerre et de conflit peut être influencé par divers facteurs. L'analyse historique suggère que la relation entre les crises géopolitiques et les résultats du marché n'est pas aussi simple qu'elle n'y paraît (D'Souza, 2022). Du début de la Seconde Guerre mondiale en 1939 jusqu'à sa fin, fin 1945, le Dow Jones Industrial Average (DJIA) a augmenté d'un total de 50%, soit une moyenne de plus de 7% par an. Durant cette période, le marché boursier américain a augmenté d'un total de 115% (D'Souza, 2022).

Les guerres récentes, comme l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, ont initialement provoqué une chute de plus de 7% de l'indice S&P 500, mais les marchés se sont redressés en un mois, même si les prix des matières premières, comme le pétrole, sont restés élevés (D'Souza, 2022).

La recherche suggère que l'incertitude et la probabilité de guerre tendent à faire baisser les cours des actions. Cependant, l'éclatement d'une guerre peut parfois les augmenter, sauf dans les cas où une guerre commence par surprise (D'Souza, 2022).

Étonnamment, la volatilité du marché boursier a historiquement été plus faible pendant les périodes de guerre, à l'exception de la guerre du Golfe (D'Souza, 2022).

Les économies non directement touchées par le conflit peuvent potentiellement bénéficier des guerres, car ces situations stimulent souvent la production industrielle pour répondre aux besoins militaires et favorisent le développement de nouvelles technologies (D'Souza, 2022). Les actions de défense, les entreprises produisant des armes et des armements, ont tendance à se comporter le mieux pendant la guerre. Les entreprises énergétiques peuvent également voir une hausse dans les conflits qui entraînent une augmentation des prix du pétrole et des matières premières (D'Souza, 2022).

En ce qui concerne la stratégie d'investissement axée sur la valeur pendant les périodes de guerre, Warren Buffett, PDG de Berkshire Hathaway, a préconisé la possession d'actifs productifs plutôt que la détention de liquidités pendant une guerre. Buffett a acheté sa première action en 1942, pendant la Seconde Guerre mondiale, lorsque les facteurs macroéconomiques n'étaient pas bons. Il a néanmoins insisté sur le fait que les investisseurs seraient mieux lotis en possédant des actifs productifs au cours des 50 prochaines années (Kollmeyer, 2022).

En période de stagflation, qui peut être induite par la guerre et d'autres facteurs, les actions défensives dans des secteurs comme les équipements et services de santé pharmaceutiques, les services publics, l'alimentation, le tabac et même la technologie défensive, comme les logiciels, ont montré une meilleure performance relative (Kollmeyer, 2022).

Lors de la sélection d'actions, les investisseurs axés sur la valeur devraient prendre en compte des facteurs tels que la grande capitalisation, la rentabilité élevée, l'absence de levier d'endettement extrême, une bonne croissance avec un accent sur les révisions d'estimations et l'élan des prix, et des valorisations raisonnables en se concentrant sur le rendement du flux de trésorerie libre (Kollmeyer, 2022).

Cependant, il est important de noter que les spécificités de l'investissement axé sur la valeur pendant une guerre peuvent varier considérablement en fonction de la nature du conflit, des pays impliqués et des conditions économiques mondiales à ce moment-là.

## 2.10 *Un manque de réplicabilité à l'heure actuelle ?*

Il semble y avoir des préoccupations concernant la réplicabilité de la stratégie d'investissement axée sur la valeur, en particulier à l'ère numérique. En raison du passage d'une économie tangible à une économie intangible, la valeur intrinsèque des entreprises n'est plus bien saisie par les anciennes méthodes d'évaluation utilisées dans l'investissement axé sur la valeur. Les mesures des bénéfices et de la valeur comptable sont distordues par la manière dont le capital immatériel est comptabilisé, ce qui les rend moins fiables pour évaluer la valeur d'une entreprise. Par conséquent, une approche différente est nécessaire pour l'investissement axé sur la valeur à l'ère numérique (The Economist, 2020).

Cependant, il est important de noter que certains pensent que l'investissement axé sur la valeur fait un retour. Tano Santos, le directeur de la faculté des programmes d'investissement axés sur la valeur à la Columbia Business School, suggère que l'investissement axé sur la valeur est de retour en raison des changements dans les conditions du marché. Ces changements comprennent une hausse des taux d'intérêt et une diminution de l'appétit pour le risque, ce qui oblige les investisseurs à examiner de plus près la qualité sous-jacente des opérations commerciales d'une entreprise. Par conséquent, bien que l'investissement axé sur la valeur ait pu connaître des difficultés au cours de la dernière décennie, il semble que cette stratégie soit de nouveau favorable dans le marché actuel (Santos, 2022).

En somme, il est clair que la réplicabilité de la stratégie d'investissement axée sur la valeur peut être affectée par l'évolution de l'économie et des conditions du marché. Il est donc crucial pour les investisseurs d'adapter leur approche en conséquence.

### 3 Question de recherche

---

#### 3.1 *Justification de la question*

Après avoir méticuleusement réalisé cette revue de littérature, en épluchant diverses études et analyses existantes, j'ai rassemblé toutes les informations nécessaires afin de me concentrer sur ma problématique. Comme précisé précédemment, l'objectif est ambitieux mais nécessaire : tester la stratégie de « value investing », telle que définie et recommandée par Benjamin Graham, entre 2008 et 2022.

Il ne s'agit pas simplement de reproduire une étude existante, mais de plonger au cœur d'une théorie financière précise et de l'examiner à travers le prisme d'une période historique donnée. Nous cherchons à déterminer si la stratégie de Graham a conservé sa pertinence dans le contexte d'un marché financier constamment changeant et de plus en plus complexe.

Cette étude sera menée en se concentrant spécifiquement sur un indice boursier européen. Il est intéressant de noter que la littérature existante sur le sujet est étonnamment pauvre en études récentes dans cette zone géographique. Cette lacune est donc une opportunité pour moi de contribuer de manière significative à la connaissance existante sur le sujet.

Finalement, le but ultime de cette recherche est de répondre à la question suivante : « Value investing strategy : Est-ce qu'un portefeuille composé des value stocks d'un indice pourrait battre son propre indice ? Décryptage à la lumière des événements récents ». Cette question servira de fil rouge tout au long de l'étude, guidant mon analyse et interprétation des données.

#### 3.2 *Choix de l'indice*

En ce qui concerne le choix de l'indice, je me focalise donc sur des indices boursiers européens. Étant donné que le but est de créer un sous-indice reprenant les values stocks compris dans cet indice, je vais devoir utiliser un indice ayant assez d'actions sous-jacentes.

Je me suis donc dirigé vers le STOXX Europe 600. Le STOXX Europe 600 est un indice boursier de la zone euro. Il est constitué des 600 plus grandes entreprises (capitalisations boursières) cotées en bourse d'Europe occidentale. Ces entreprises sont réparties à travers 17 pays de la zone euro (Bompard, 2023).

Cet indice est dérivé de l'indice Total Market Index de STOXX Europe et fait partie du populaire indice STOXX Global 1800. Il offre une représentation diversifiée de l'économie européenne, couvrant environ 90 % de la capitalisation boursière en flottant libre du marché boursier européen.

Le STOXX Europe 600 est largement utilisé comme un indicateur général de la performance des marchés boursiers en Europe. Il est comparable à d'autres indices boursiers importants, tels que le S&P 500 aux États-Unis, qui suit les 500 plus grandes entreprises cotées sur les bourses américaines (Chen, 2022).

## 4 Méthodologie

---

Les entreprises sélectionnées pour intégrer les sous-indices sont toutes tirées de l'indice STOXX Europe 600. Cet indice, de type paneuropéen, me permet d'avoir une large couverture des marchés boursiers européens.

Avant de débuter ce processus, j'ai recueilli le AAA corporate bond yield pour chaque fin d'année entre 2007 et 2021. Ces données sont essentielles pour réaliser ultérieurement la sélection des titres.

À partir de l'année 2007, mon code Python est capable, grâce à la plateforme Refinitiv, d'extraire les cours de clôture de chaque fin de mois de toutes les entreprises composant l'indice STOXX Europe 600 (Voir ANNEXE 1 : Récupération des cours de clôture des 600 entreprises). Cette information est obtenue grâce à la liste de codes ISIN fournie par le gestionnaire de l'indice. Par la suite, ces données sont enregistrées dans un fichier Excel pour une consultation et une manipulation aisée. Dans le but d'éliminer l'impact des variations des taux de change qui pourraient créer une plus ou moins-value sur les actions dans mon calcul de performance futur, j'ai aussi collecté les devises dans lesquelles chaque entreprise est listée et les différents taux de change pour chaque fin de mois (Voir ANNEXE 2 : Récupération des taux de change). Cela m'a permis de recréer un tableau de cours de clôture des 600 entreprises en EUR.

Par la suite, le code que j'ai conçu est utilisé pour extraire les ratios financiers pour les 600 entreprises chaque année depuis 2007. Ces données sont essentielles pour opérer la sélection des entreprises qui vont constituer les sous-indices. Ce processus de sélection est réalisé de manière séquentielle (Voir ANNEXE 3 : Sélection des entreprises selon les critères de Benjamin Graham). Parmi les 600 entreprises, celles qui passent le premier test sont retenues pour le second, et ainsi de suite pour le troisième test. De cette façon, seules les entreprises les plus performantes sont finalement choisies pour intégrer les portefeuilles. L'ordre des 3 tests n'a pas d'importance étant donné que les 3 conditions doivent être remplies afin d'être sélectionné.

Après avoir obtenu la liste des codes ISIN des sociétés qui passent les 3 tests chaque année, j'ai calculé la performance de chaque entreprise, et ce pour chaque année. Pour calculer la performance du premier portefeuille/sous-indice, j'ai suivi la même logique que pour l'indice de base, attribuant à chaque actif un poids correspondant à sa capitalisation boursière respective (Voir ANNEXE 4 : Récupération des capitalisations boursières de 600 entreprises). J'ai ainsi effectué mes calculs de performance pour les comparer avec l'indice de base pour lequel j'avais préalablement collecté les cours de clôture mensuels (Voir ANNEXE 5 : Récupération des prix de clôture du STOXX Europe 600).

J'ai ensuite créé deux nouveaux portefeuilles qui se distinguent du premier par la répartition des actifs. Le deuxième portefeuille répartit les entreprises en fonction du prix de leur action par rapport au total dans le portefeuille, à l'instar du Dow Jones Industrial Average (DJIA). Ce dernier, un des indices boursiers les plus suivis aux États-Unis, utilise une méthode de pondération basée sur le prix, contrairement à d'autres indices qui fonctionnent avec la capitalisation boursière. La valeur de cet indice peut être calculée comme la somme des prix des actions des entreprises incluses dans l'indice, divisée par un facteur qui est modifié chaque fois qu'une entreprise constitutive subit un fractionnement d'actions, de sorte que la valeur de l'indice n'est pas affectée par ce mouvement (Hall, 2022).

Dans le dernier portefeuille, les entreprises ont toutes le même poids. Cette approche donne la même importance à chaque action dans le portefeuille, indépendamment de la taille de l'entreprise. Ainsi, aux actions des plus petites entreprises sont accordées la même importance statistique qu'à celles des plus grandes (Chen, 2022).

Après cela, j'ai calculé un Sharpe ratio pour les sous-indices et l'indice. Pour le taux sans risque, j'ai pris une moyenne entre 2008 et 2022 du taux des obligations Bunds allemandes à 10 ans, étant donné que j'ai pris un indice paneuropéen. Plusieurs autres ratios ont ensuite été calculés pour comparer les différents sous-indices entre eux, prenant comme rendement de marché le rendement de l'indice utilisé dans cette étude, le STOXX Europe 600.

Enfin, il est important de noter que mon analyse ne prend pas en compte les coûts de transaction ni les éventuels problèmes de liquidité qui pourraient survenir en raison d'une capitalisation boursière plus faible (Israel, Laursen et Richardson, 2020). Ces facteurs sont des considérations importantes dans la gestion d'un portefeuille d'investissement. Cependant, l'objectif principal de cette étude est de réexaminer les principes fondamentaux de l'investissement axé sur la valeur et de répondre aux critiques formulées à l'encontre de ces stratégies d'investissement. Ces critiques ne sont généralement pas liées aux détails spécifiques de la construction du portefeuille (Israel, Laursen et Richardson, 2020). Par conséquent, bien que ces facteurs soient importants dans la pratique de l'investissement, ils ne sont pas repris dans cette analyse particulière.

## 5 Résultats

---

Ce chapitre présente les résultats obtenus en termes de performance des portefeuilles d'investissements axés sur la valeur, les sous-indices. Une comparaison entre les performances de ces portefeuilles et celle de l'indice de référence, le STOXX Europe 600, sera également réalisée. Ensuite, plusieurs paramètres seront analysés pour permettre une bonne compréhension de la performance mais aussi du risque pris au regard de la performance.

### *5.1 Évaluation de la performance des portefeuilles et de l'indice*

Pour rappel, seules les entreprises répondant positivement aux 3 critères suivants ont pu intégrer les portefeuilles/sous-indices. Le test est effectué chaque année pour les 600 entreprises :

- Ratio bénéfice/prix > double du rendement des obligations d'entreprise AAA ;
- Le ratio d'endettement doit être inférieur à 1 ;
- Rendement des dividendes > deux tiers du rendement des obligations d'entreprise AAA.

Dans cette analyse et par la suite, il y aura mention des 3 portefeuilles construits :

- « Ptf 1 » fait référence au sous-indice de base, reprenant la même méthode de répartition que l'indice de référence ;
- « Ptf 2 » fait référence au sous-indice où les actifs sont répartis en fonction de leur prix respectif ;
- « Ptf 3 » fait référence au sous-indice avec une répartition égale des actifs.

Figure 6. Rendements cumulés entre 2008 et 2022

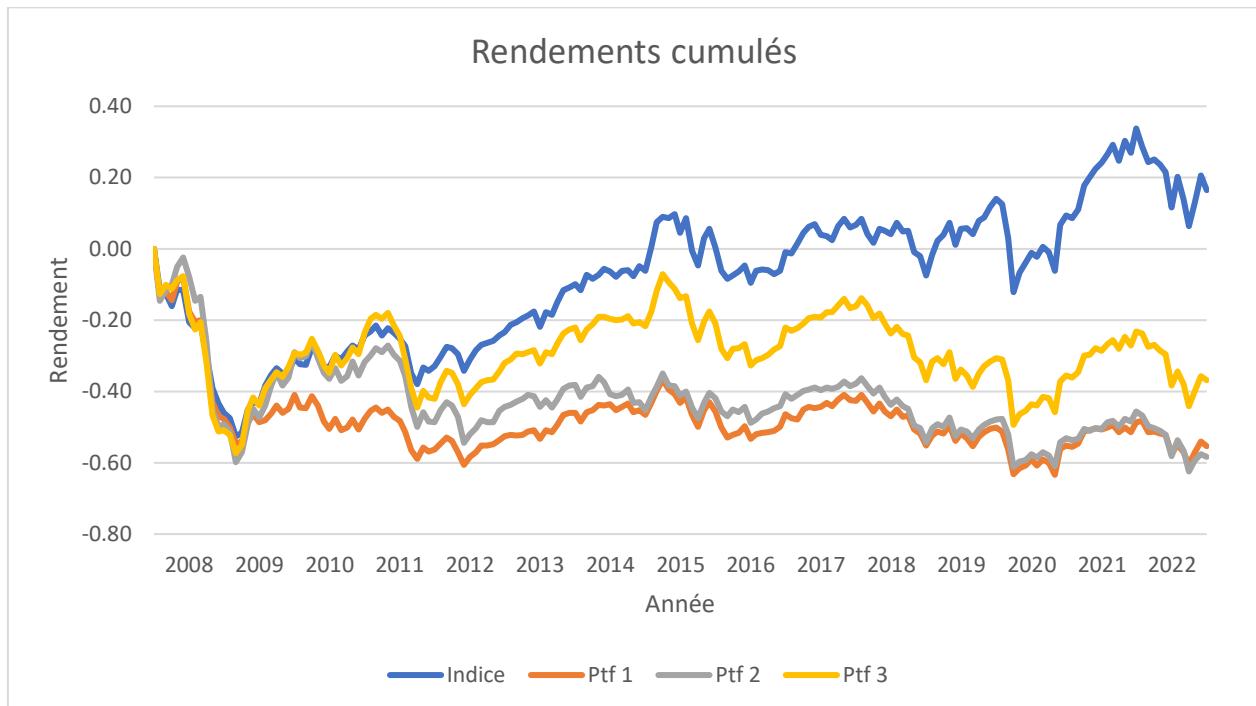


Tableau 2. Performance de l'indice et des 3 portefeuilles entre 2008 et 2022

Année	Nombre Entreprises	Indice	Ptf 1	Ptf 2	Ptf 3
2008	88	-46,00%	-47,70%	-49,10%	-50,87%
2009	21	28,57%	13,04%	39,41%	44,27%
2010	14	8,95%	-11,39%	-3,96%	7,87%
2011	55	-11,34%	-16,63%	-24,50%	-24,30%
2012	64	14,37%	8,46%	8,19%	17,42%
2013	43	17,37%	13,85%	11,26%	14,68%
2014	23	4,35%	-0,82%	-11,65%	0,59%
2015	35	6,79%	1,68%	6,11%	0,93%
2016	30	-1,20%	-1,52%	2,11%	-1,40%
2017	26	7,68%	7,00%	4,82%	7,48%
2018	72	-13,24%	-21,86%	-26,20%	-24,78%
2019	44	23,16%	11,33%	13,60%	9,99%
2020	61	-4,04%	-10,16%	-10,06%	-7,01%
2021	45	22,25%	14,78%	16,01%	19,17%
2022	106	-12,90%	-13,03%	-23,39%	-17,88%
Taux de rendement total		16,52%	-55,29%	-58,35%	-36,85%
Taux de rendement annualisé moyen		1,02%	-5,22%	-5,67%	-3,02%

L'analyse des rendements annualisés et du graphique nous permet de conclure que l'indice de référence, le STOXX Europe 600, a surpassé les sous-indices/portefeuilles d'investissement. Cependant, ce constat nécessite une certaine nuance.

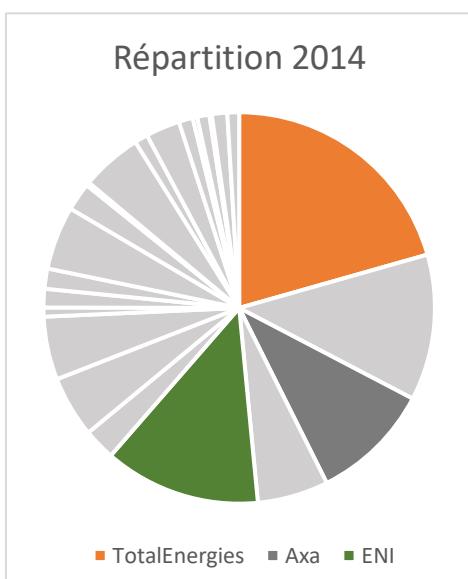
Bien que notre portefeuille de base (Ptf 1) n'ait pas surpassé l'indice de référence durant la période analysée, il a suivi une tendance similaire dans ses performances annuelles. L'exception notable étant les années 2010 et 2014, où deux des trois portefeuilles ont démontré une divergence négative significative par rapport à l'indice de référence.

En examinant plus en détail la performance de 2010 du Ptf 1, nous constatons que 66,23% du rendement du portefeuille est attribuable à trois actions.

Premièrement, TotalEnergies a contribué à 34,38% du rendement du portefeuille avec une performance de -11,90%. La chute est principalement attribuable à une mise en examen de la compagnie pour corruption par un juge français en avril 2010 (Dupin, 2010).

Deuxièmement, Axa, qui a contribué à 12,81% du rendement du portefeuille, a eu une performance de -24,73%. Cette dernière, comme beaucoup d'autres valeurs financières, a été touchée par la crise de la dette publique grecque, suscitant des craintes d'un effet domino dans le secteur financier (Les Echos, 2010).

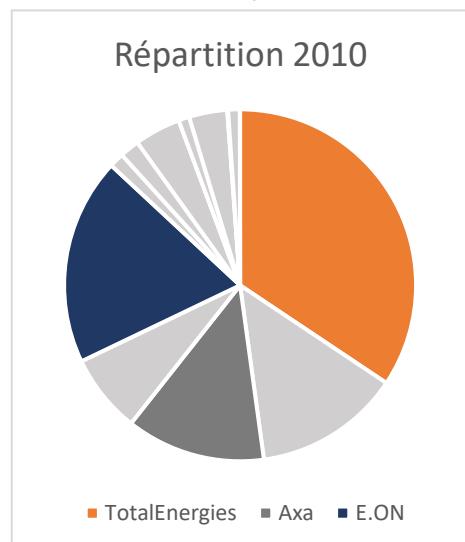
*Figure 8. Pondération des actifs en 2014 du Ptf 1*



Enfin, E.ON, qui a contribué à 19,04% du rendement du portefeuille avec une performance de -21,54%, a annoncé une baisse de ses résultats pour l'année 2009 et a révisé à la baisse ses prévisions pour 2010 (Brasseur, 2010).

En 2014, trois actions ont représenté 43,47% du rendement total du portefeuille. TotalEnergies a de nouveau été un acteur clé, représentant 20,60% du rendement du portefeuille avec une performance de -4,51%. Cette baisse de performance est principalement due à des projets de loi français contraires aux activités principales de l'entreprise

*Figure 7. Pondération des actifs en 2010 du Ptf 1*



présentés en octobre 2014, ainsi qu'à une baisse du prix du baril de pétrole brut (Dupin, 2014).

Axa a fini l'année 2014 avec une performance de -4,97%, représentant 9,95% du rendement du portefeuille. Elle a suivi la tendance baissière générale du secteur bancaire, toujours affecté par les retombées de la crise financière de 2008.

Enfin, ENI, qui a représenté 12,92% du rendement du portefeuille, a subi une performance de -17,04% en raison principalement d'une production de pétrole et de gaz en baisse de près de 5% (Reuters, 2014).

Les sous-indices/portefeuilles 2 et 3 ont été conçus pour examiner l'impact, positif ou négatif, d'un changement de système de pondération avec la même sélection d'actifs.

Dans le portefeuille 2, les entreprises sont réparties en fonction du prix de chaque actif et non plus en fonction de la capitalisation boursière. Bien que sa performance soit légèrement inférieure à celle du sous-indice de base, elle demeure très similaire, avec un rendement annualisé moyen de -5,67%. Il n'y a pour autant pas de corrélation directe et systématique entre les plus grosses capitalisations et les actions à prix élevé. La capitalisation boursière prend en compte à la fois le prix de l'action et le nombre d'actions en circulation, et c'est cette combinaison qui détermine la valeur totale de l'entreprise sur le marché (Scott, 2022).

Quant au dernier portefeuille (Ptf 3), il applique une équipondération, ce qui signifie que chaque entreprise a le même poids. Cela empêche qu'une grande partie de la performance soit excessivement influencée par quelques entreprises seulement. Cela a été observé en 2010 et 2014, où, alors que les portefeuilles 1 et 2 affichaient une performance négative en raison de certaines entreprises sous-performantes ayant une part significative dans la performance globale, le Ptf 3 a terminé ces deux années avec une performance positive. Avec un rendement annualisé moyen de -3,02%, toujours négatif et nettement inférieur à l'indice de référence, ce dernier a mieux performé que les autres.

En conclusion, bien que nos portefeuilles aient généralement suivi la même tendance que l'indice de référence en termes de performances annuelles, certaines années ont vu une déviation significative. Par conséquent, nous pouvons conclure que pour cet échantillon, les actions de valeurs ont sous-performé par rapport à l'indice de base.

### 5.1.1 Rendements cumulés à différents points de départ

Figure 9. Rendements cumulés sur les 10 dernières années

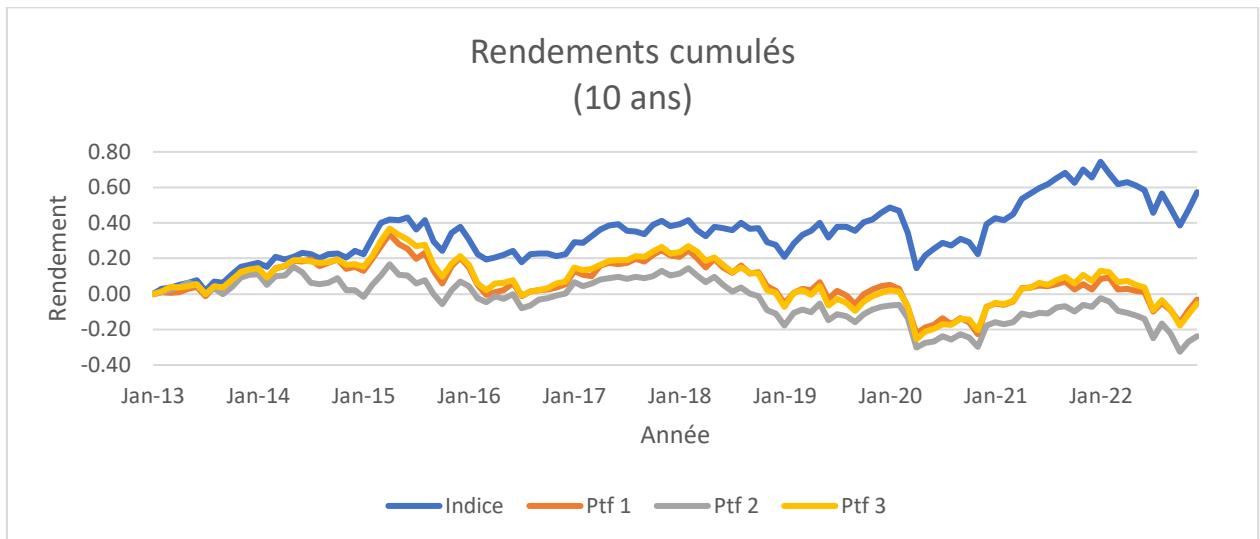


Figure 10. Rendements cumulés sur les 5 dernières années

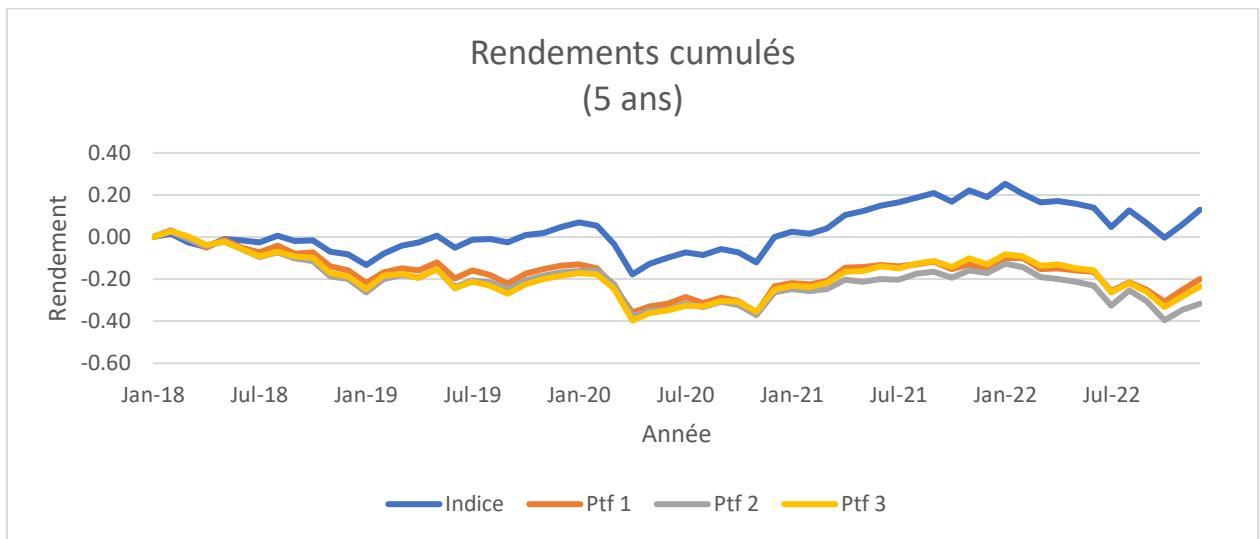
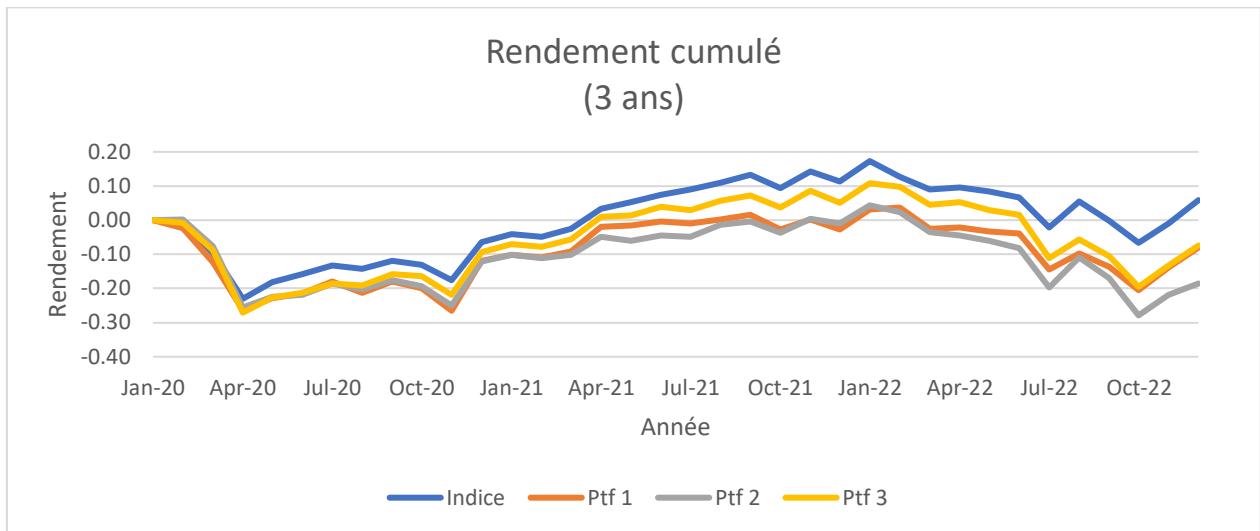


Figure 11. Rendements cumulés sur les 3 dernières années



En analysant les rendements cumulés sur des points de départ de plus en plus récents, on constate que les portefeuilles ont tendance à se rapprocher de l'indice. Les écarts dans les rendements historiques, qui amplifient la différence, sont attribuables aux faibles rendements des portefeuilles durant la crise de 2008 et les années qui ont suivi. Ces écarts n'ont pas été comblés par la suite.

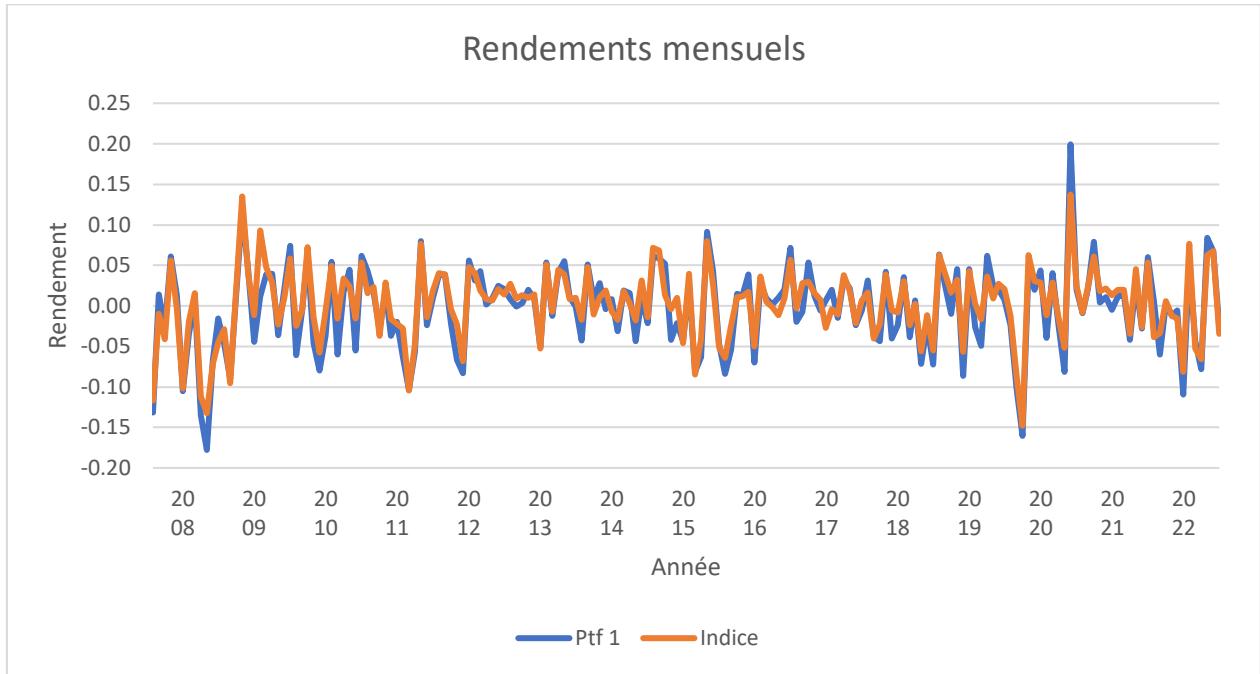
### 5.1.2 Tableau de performances

Tableau 3. Performances de l'indice et des 3 portefeuilles sur différentes périodes

	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans
Indice	-12,90%	2,18%	9,18%	51,92%	16,52%
Ptf 1	-13,03%	-10,31%	-21,98%	-5,61%	-55,29%
Ptf 2	-23,39%	-20,06%	-32,99%	-25,19%	-58,35%
Ptf 3	-17,88%	-8,99%	-24,70%	-7,09%	-36,85%

Les trois portefeuilles (Ptf 1, Ptf 2, Ptf 3) ont enregistré une sous-performance par rapport à l'indice de référence dans toutes les périodes analysées (1 an, 3 ans, 5 ans, 10 ans, 15 ans). Cette tendance à la baisse était particulièrement marquée à long terme, avec des pertes notables, surtout dans le cas du Ptf 2 qui affiche la plus mauvaise performance pour chaque période. En considérant ces résultats, il est possible de conclure que la stratégie de value investing n'a pas été efficace face à l'indice général, comme en témoignent les performances respectives de chaque portefeuille.

Figure 12. Rendements mensuels de l'indice et du portefeuille 1



Dans ce graphique sont représentés les rendements mensuels de l'indice (en orange) et du portefeuille 1 (en bleu). Nous pouvons observer que, durant les premières années, l'indice a affiché une meilleure performance. En effet, la plupart des points les plus bas sont représentés en bleu, ce qui correspond au Ptf 1. Cela indique que le Ptf 1 a eu une performance inférieure à celle de l'indice durant cette période (Voir ANNEXE 6 : Rendements mensuels détaillés).

Par la suite, les 2 courbes suivent la même tendance avec en majorité des rendements plus prononcés pour le Ptf 1. Cela confirme bien ce que nous avons pu constater dans le tableau de performance page 30.

## 5.2 Risque et rendement

### 5.2.1 Ratio de Sharpe

Le ratio de Sharpe, nommé d'après l'économiste et lauréat du prix Nobel William F. Sharpe, est un outil largement utilisé pour mesurer le rendement ajusté au risque d'un investissement ou d'un portefeuille. Il est particulièrement utile pour comparer la performance de différents investissements en tenant compte à la fois des rendements et des risques. Plus le ratio de Sharpe est élevé, meilleure est la performance du portefeuille par rapport à sa propre volatilité. En d'autres termes, un ratio de Sharpe élevé indique que l'investissement ou le portefeuille a généré des rendements élevés par rapport au niveau de risque pris (Drevelius et Sormunen, 2018).

Tableau 4. Sharpe ratio de l'indice

Année	Rendement	Volatilité	Taux sans risque	Sharpe ratio
2008	-4,84%	5,92%	0,24%	-0,86
2009	2,28%	6,01%	0,28%	0,33
2010	0,78%	3,83%	0,24%	0,14
2011	-0,90%	4,59%	0,15%	-0,23
2012	1,17%	3,26%	0,11%	0,33
2013	1,38%	2,70%	0,16%	0,45
2014	0,38%	2,17%	0,04%	0,15
2015	0,68%	5,38%	0,05%	0,12
2016	-0,05%	3,39%	0,02%	-0,02
2017	0,64%	2,06%	0,04%	0,29
2018	-1,13%	3,07%	0,02%	-0,38
2019	1,80%	3,13%	-0,02%	0,58
2020	-0,10%	7,28%	-0,05%	-0,01
2021	1,73%	2,90%	-0,02%	0,60
2022	-1,02%	5,32%	0,21%	-0,23
<b>Moyenne</b>	<b>0,19%</b>	<b>4,07%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,08</b>

Tableau 5. Sharpe ratio du PtF 1

Année	Rendement	Volatilité	Taux sans risque	Sharpe ratio
2008	-4,99%	7,35%	0,24%	-0,71
2009	1,18%	5,80%	0,28%	0,16
2010	-0,87%	5,44%	0,24%	-0,20
2011	-1,39%	5,02%	0,15%	-0,31
2012	0,77%	4,37%	0,11%	0,15
2013	1,13%	2,95%	0,16%	0,33
2014	-0,03%	2,92%	0,04%	-0,03
2015	0,30%	5,86%	0,05%	0,04
2016	-0,03%	4,59%	0,02%	-0,01
2017	0,59%	2,32%	0,04%	0,24
2018	-1,96%	3,97%	0,02%	-0,50
2019	1,00%	4,59%	-0,02%	0,22
2020	-0,51%	9,11%	-0,05%	-0,05
2021	1,21%	3,38%	-0,02%	0,36
2022	-1,00%	5,87%	0,21%	-0,21
<b>Moyenne</b>	<b>-0,31%</b>	<b>4,90%</b>	<b>0,10%</b>	<b>-0,03</b>

Tableau 6. Sharpe ratio du Ptf 2

Année	Rendement	Volatilité	Taux sans risque	Sharpe ratio
2008	-5,00%	9,58%	0,24%	-0,55
2009	3,24%	9,61%	0,28%	0,31
2010	-0,22%	5,07%	0,24%	-0,09
2011	-2,14%	6,03%	0,15%	-0,38
2012	0,82%	5,84%	0,11%	0,12
2013	0,93%	2,88%	0,16%	0,27
2014	-0,96%	3,80%	0,04%	-0,26
2015	0,63%	5,52%	0,05%	0,11
2016	0,25%	4,12%	0,02%	0,06
2017	0,40%	1,59%	0,04%	0,23
2018	-2,44%	3,64%	0,02%	-0,68
2019	1,18%	4,91%	-0,02%	0,24
2020	-0,52%	8,77%	-0,05%	-0,05
2021	1,28%	2,94%	-0,02%	0,44
2022	-1,95%	7,31%	0,21%	-0,30
<b>Moyenne</b>	<b>-0,30%</b>	<b>5,44%</b>	<b>0,10%</b>	<b>-0,04</b>

Tableau 7. Sharpe ratio du Ptf 3

Année	Rendement	Volatilité	Taux sans risque	Sharpe ratio
2008	-5,41%	8,27%	0,24%	-0,68
2009	3,38%	8,03%	0,28%	0,39
2010	0,75%	5,02%	0,24%	0,10
2011	-2,13%	5,87%	0,15%	-0,39
2012	1,45%	4,65%	0,11%	0,29
2013	1,18%	2,66%	0,16%	0,38
2014	0,07%	2,32%	0,04%	0,01
2015	0,21%	5,33%	0,05%	0,03
2016	-0,01%	4,72%	0,02%	-0,01
2017	0,61%	1,54%	0,04%	0,38
2018	-2,29%	3,55%	0,02%	-0,65
2019	0,93%	5,26%	-0,02%	0,18
2020	-0,24%	8,77%	-0,05%	-0,02
2021	1,52%	3,27%	-0,02%	0,47
2022	-1,44%	6,31%	0,21%	-0,26
<b>Moyenne</b>	<b>-0,09%</b>	<b>5,04%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,01</b>

Dans le cas présent, nous avons quatre ratios de Sharpe à comparer. Le premier, qui est le ratio de l'indice, est de 0,08. Bien que ce soit un ratio de Sharpe positif, il est relativement faible, ce qui signifie que l'excédent de rendement par rapport au taux sans risque est plus faible que le risque pris. En d'autres termes, l'investisseur n'est pas suffisamment récompensé pour le niveau de risque pris avec cet investissement.

Nous avons ensuite les ratios de Sharpe des 3 portefeuilles. Le premier, portefeuille de base, ainsi que le deuxième sont négatifs, -0,03 et -0,04 respectivement. Un ratio de Sharpe négatif indique que le rendement de l'investissement est inférieur au taux de rendement sans risque. En d'autres termes, le portefeuille sous-performe un placement sans risque. Cela signifie que, compte tenu du niveau de risque pris, il n'est pas logique d'investir dans ce portefeuille car un investisseur pourrait obtenir un meilleur rendement avec un investissement sans risque.

Nous avons enfin le dernier portefeuille avec un Sharpe ratio de 0,01, positif mais très faible, ne récompensant pas non plus le risque pris de l'investissement.

### 5.2.2 Sortino ratio

Tableau 8. Sortino ratio de l'indice et des 3 portefeuilles

	Indice	Ptf 1	Ptf 2	Ptf 3
Sum	0,17%	0,24%	0,32%	0,26%
Downside deviation	4,17%	4,95%	5,61%	5,13%
Excess return	-1,01%	-1,51%	-1,50%	-1,30%
<b>Sortino ratio</b>	<b>-24,31%</b>	<b>-30,50%</b>	<b>-26,71%</b>	<b>-25,27%</b>

Le ratio de Sortino est une mesure spécialisée qui évalue la performance d'un investissement en se concentrant sur la volatilité indésirable. Contrairement au ratio de Sharpe, qui considère la volatilité totale, le ratio de Sortino se concentre uniquement sur l'écart-type des rendements négatifs, ou la déviation à la baisse. Il calcule cette mesure en soustrayant le taux sans risque du rendement du portefeuille, puis en divisant le résultat par la déviation à la baisse. Cette approche offre une perspective plus nuancée de la performance ajustée au risque, en ne tenant compte que du risque qui nuit à l'investisseur (Rollinger et Hoffman, s.d.).

En examinant les quatre portefeuilles avec des ratios de Sortino de -24,31%, -30,50%, -26,71%, et -25,27%, on peut déduire que ces portefeuilles ont non seulement généré des rendements inférieurs à un taux de référence sans risque, mais qu'ils ont également pris des risques substantiels pour atteindre ces rendements. Le ratio le plus négatif (-30,50%) signale la performance ajustée au risque la moins favorable.

### 5.2.3 Analyse des Betas

Tableau 9. Beta des 3 portefeuilles

Année	Ptf 1	Ptf 2	Ptf 3
2008	1,20	1,38	1,27
2009	0,87	1,50	1,27
2010	1,35	1,17	1,20
2011	1,04	1,24	1,16
2012	1,27	1,71	1,35
2013	1,03	0,95	0,94
2014	1,08	1,17	0,76
2015	1,01	0,92	0,91
2016	1,29	1,08	1,29
2017	0,69	0,59	0,55
2018	1,23	1,11	1,05
2019	1,37	1,49	1,56
2020	1,23	1,18	1,19
2021	1,11	0,92	1,09
2022	1,03	1,30	1,13
<b>Moyenne</b>	<b>1,12</b>	<b>1,18</b>	<b>1,11</b>

Il est important de noter que le bêta est une mesure de risque systématique basée sur des données historiques et peut ne pas être un bon indicateur des risques futurs. De plus, un bêta plus élevé ne signifie pas nécessairement un rendement plus élevé, il indique simplement une plus grande volatilité ou un risque plus élevé (Kenton, 2022).

L'analyse du coefficient bêta des 3 portefeuilles sur la période de 2008 à 2022 révèle une variabilité, reflétant des changements dans la sensibilité des portefeuilles aux mouvements du marché. Cette variabilité suggère que les niveaux de risque systématique associés aux 3 portefeuilles ont fluctué au fil du temps.

En moyenne, le bêta des portefeuilles dans cette étude est supérieur à 1. Cela indique que ces entreprises ont tendance à réagir plus fortement que le marché (à amplifier les variations), ce dernier étant dans notre cas l'indice utilisé dans cette étude. Cette observation est corroborée par le graphique des rendements mensuels présenté à la page 35. Dans ce graphique, nous pouvons clairement identifier que la plupart des fluctuations les plus importantes correspondent au portefeuille 1, en comparaison avec l'indice. Cette tendance souligne la sensibilité accrue de ce portefeuille aux variations du marché.

### 5.2.4 Treynor Ratio

Tableau 10. Treynor ratio des 3 portefeuilles

Année	Ptf 1	Ptf 2	Ptf 3
2008	-0,42	-0,38	-0,39
2009	0,11	0,24	0,27
2010	-0,11	-0,06	0,04
2011	-0,18	-0,21	-0,21
2012	0,06	0,04	0,09
2013	0,12	0,10	0,13
2014	-0,01	-0,10	0,00
2015	0,01	0,06	0,00
2016	-0,01	0,02	-0,01
2017	0,10	0,07	0,12
2018	-0,18	-0,24	-0,23
2019	0,08	0,09	0,07
2020	-0,08	-0,08	-0,05
2021	0,13	0,18	0,21
2022	-0,15	-0,20	-0,16

Le ratio de Treynor, ou ratio de récompense à la volatilité, est un indicateur qui évalue la performance d'un portefeuille en mesurant le rendement excédentaire généré pour chaque unité de risque systématique, représenté par le bêta du portefeuille. Dans le cas où le bêta serait négatif, le calcul du ratio de Treynor n'aurait pas de sens, mais cette situation ne s'applique pas à notre cas (CFI Team, 2020).

En examinant les ratios de Treynor pour les 3 différents portefeuilles, nous observons qu'ils ne diffèrent pas de manière significative. Toutefois, le portefeuille 3 présente des résultats légèrement meilleurs, indiquant un équilibre risque/rendement plus favorable. Les ratios négatifs s'expliquent par le fait que, durant certaines années, les rendements des portefeuilles n'ont pas surpassé le taux sans risque, qui est considéré comme le taux de rendement minimum.

### 5.2.5 Maximum drawdowns

Figure 13. Maximum drawdown Indice

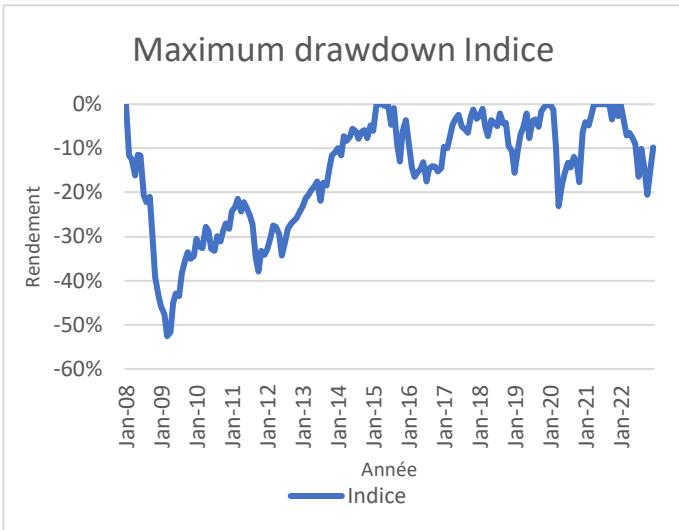


Figure 14. Maximum drawdown Ptf 1

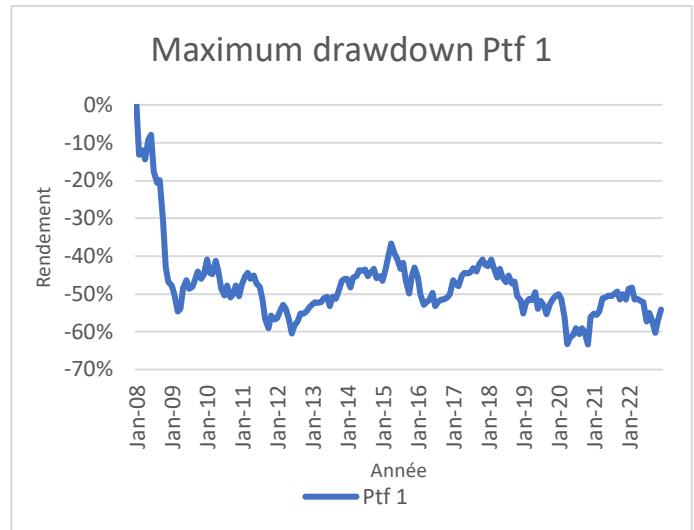


Figure 16. Maximum drawdown Ptf 2

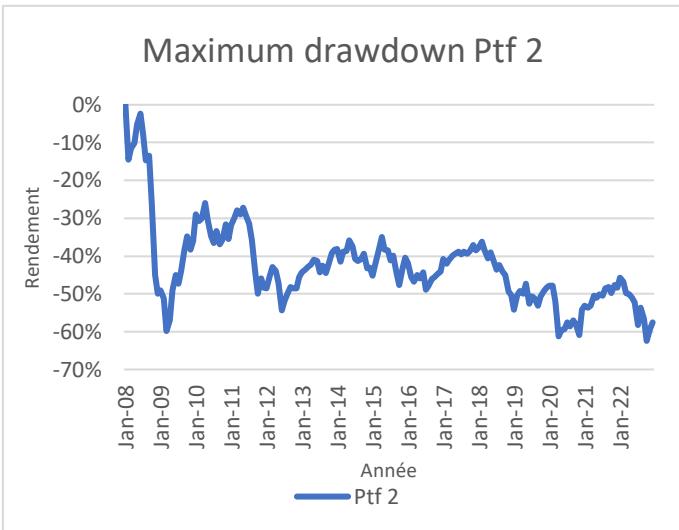
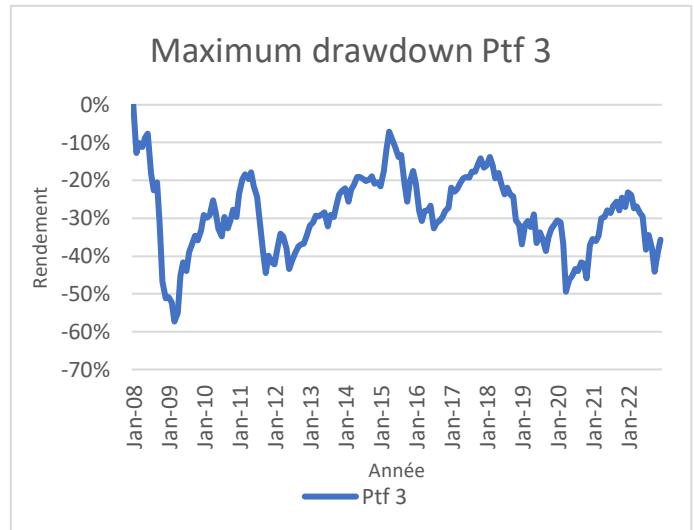


Figure 15. Maximum drawdown Ptf 3



Le Maximum Drawdown (MDD) est un autre indicateur de risque. Il représente la perte maximale observée entre le sommet et le creux d'un portefeuille, avant qu'un nouveau sommet ne soit atteint. Il mesure ainsi la prise de risque et permet d'apprécier la qualité des stratégies d'investissement. Étant donné que le MDD correspond à la performance la plus médiocre qu'un investisseur aurait pu obtenir en répliquant l'investissement sur une période donnée, plus cet indicateur est faible, meilleure est la qualité de l'investissement (Tanguy, 2010).

Avec un MDD de -63% et -62% respectivement pour les portefeuilles 1 et 2 entre 2008 et 2022, ces derniers ont subi la plus grosse perte. L'indice, lui, a subi la perte la plus faible de -53%. Enfin, le portefeuille 3 est dans la moyenne avec -57%.

### 5.2.6 CAPM

Le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM) décrit la relation entre le risque systématique et le rendement attendu pour les actifs (CFI Team, 2020).

Tableau 11. CAPM des 3 portefeuilles

	Ptf 1	Ptf 2	Ptf 3
Beta moyen	1,12	1,18	1,11
RM moyen	2,98%	2,98%	2,98%
Rf Moyen	1,20%	1,20%	1,20%
<b>Rendement espéré</b>	<b>3,20%</b>	<b>3,31%</b>	<b>3,19%</b>
<b>Alpha</b>	<b>-8,42%</b>	<b>-8,98%</b>	<b>-6,21%</b>

Les trois portefeuilles ont affiché une rentabilité réelle inférieure à celle prévue par le modèle du CAPM. Le Ptf 3 se distingue légèrement par une performance moyenne supérieure, mais présente tout de même une sous-performance significative. En conséquence, il s'agit dans les trois cas d'un mauvais investissement, étant donné que les portefeuilles n'ont pas pu atteindre la rentabilité qu'ils auraient dû, compte tenu du risque encouru.

## 6 Conclusion

---

### 6.1 Contribution

L'objectif de ma recherche était d'évaluer la performance de l'investissement de valeur tel que Graham l'a conceptualisé. De nombreux articles ont été écrits sur la performance des valeurs de rendement, mais chaque article a proposé une manière différente d'évaluer ceux-ci. Il était donc nécessaire, selon moi, d'évaluer leur performance à la manière de Graham, de manière plus exhaustive et non pas uniquement à travers un seul ratio. La méthode d'investissement de valeur de Graham a fait l'objet de nombreuses discussions, mais pas au cours des 15 dernières années, période durant laquelle l'investissement de valeur a été le plus critiqué.

Récemment, les articles académiques se sont davantage concentrés sur les raisons de la sous-performance de l'investissement de valeur, avec des hypothèses telles que des taux d'intérêt bas, le fait que cette technique est trop connue pour fournir des rendements excédentaires, ou l'importance croissante des actifs incorporels. Toutes ces théories sont intéressantes mais se sont avérées erronées pour expliquer la faible performance des investissements de type « value » d'un portefeuille axé sur les valeurs de rendement.

Il existe un débat permanent sur les actions de valeur. L'analyse réalisée dans ce travail des rendements de l'investissement de valeur comme Benjamin Graham l'a écrit dans ses dernières années (Rea, 1977) y ajoute un caractère contemporain, et ce en Europe alors que beaucoup d'études restaient concentrées sur les marchés américains.

### 6.2 Implication

La récente sous-performance des valeurs de rendement a suscité des interrogations quant à la viabilité de l'investissement dans ces valeurs (Israel, Laursen et Richardson, 2020). Bien que cette étude puisse être plus pertinente pour les praticiens du fait de son accent sur la performance et de son caractère contemporain, j'ai, à travers ce travail, présenté une alternative intéressante pour les universitaires de catégoriser les valeurs de rendement.

Face à toutes les preuves soulignant les limites du ratio Market-to-Book (M/B), mon étude apporte des résultats qui ne sont pas convaincants en faveur de l'investissement axé sur la valeur en Europe, du moins sur un échantillon restreint de 600 entreprises qui composent le STOXX Europe 600. En effet, sur base des 3 portefeuilles créés dans mon étude, à l'aide des critères de Benjamin Graham, aucun n'a pu battre les performances de l'indice de base, le STOXX Europe 600. Avec une performance entre 2008 et 2022 de 16,52% pour cet indice et de -55,29%, -58,35% et -36,85% respectivement pour les portefeuilles 1, 2 et 3, ces

derniers ont tout de même suivi une tendance similaire à l'indice, à quelques exceptions près.

Après avoir réalisé plusieurs analyses et ratios différents (comme le Sharpe ratio ou l'analyse des betas), nous avons pu remarquer que les portefeuilles ampliaient les mouvements du marché (ici l'indice de base) et prenaient plus de risque sans en être récompensé. Un investissement dans un placement sans risque aurait donné un meilleur rendement que les 3 portefeuilles étudiés. Le calcul du CAPM des 3 portefeuilles confirme cela, avec 3 alphas négatifs, les considérant comme des investissements qui ne sont pas intéressants.

Cette étude remet en question l'idée que la prime de valeur pourrait toujours exister et être exploitée, à condition d'utiliser les ratios les plus appropriés. Il est important de noter que ces conclusions sont spécifiques à l'échantillon, à la période et à la région étudiés. Une étude similaire menée sur un autre échantillon ou sur un autre continent pourrait aboutir à des résultats complètement différents et mettre en évidence une prime de valeur.

### 6.3 *Limitations*

Premièrement, il est important de souligner un biais potentiel dans mon analyse, à savoir le biais de survie. Ce biais se manifeste lorsque les actions analysées dans l'échantillon sont uniquement celles d'entreprises encore en activité (Chen, 2021). Par conséquent, les entreprises qui ont fait faillite ne sont jamais prises en compte dans le portefeuille, ce qui pourrait potentiellement éviter une baisse de performance. En effet, pour mon étude, j'ai utilisé une liste récente d'entreprises faisant partie du STOXX Europe 600, sans tenir compte des entreprises qui auraient pu en faire partie par le passé.

Il est crucial de noter que les ratios utilisés dans cette étude (voir page 29) sont rigoureux et visent à identifier des entreprises stables et sous-évaluées. La santé financière de l'entreprise a également été prise en compte grâce à l'utilisation du ratio d'endettement. De plus, le risque d'investir dans des entreprises en faillite est considérablement réduit par un ratio Debt to Equity inférieur à un (Lui, 2002).

Deuxièmement, les études récentes ont souvent tendance à utiliser une période de 10 à 20 ans pour évaluer la performance et en tirer des conclusions (Cornell et Damodaran, 2021). Mon analyse, basée sur une période de 15 ans, se situe dans la moyenne. Cependant, elle ne peut pas servir de preuve pour garantir des rendements positifs ou négatifs à l'avenir. Si nous adoptons la perspective de Graham, seule une période d'au moins 50 ans serait suffisante pour tirer de telles conclusions (Rea, 1977). Par conséquent, il faudra davantage de temps pour tirer des conclusions définitives sur l'avenir de l'investissement axé sur la valeur.

Troisièmement, cette étude de value investing a pour but de répliquer ce que Benjamin Graham a conçu sans y ajouter d'autres critères tels que l'ESG. Il serait intéressant de voir comment évoluerait la performance des sous-indices en y rajoutant certains critères spécifiques.

Enfin, comme mentionné précédemment, cette étude a été réalisée sur un échantillon spécifique, à savoir un indice paneuropéen représentant les 600 plus grandes capitalisations boursières. Il n'est donc pas possible de généraliser les résultats à tous les marchés et il serait intéressant de reproduire cette analyse sur d'autres échantillons à l'échelle mondiale. Une même analyse réalisée sur le marché américain pourrait avoir une conclusion contraire, et conduire à une opportunité d'investissement.

## 7 Bibliographie

---

- Arnott, R. D., Harvey, C. R., Kalesnik, V. et Linnainmaa, J. T. (2019). *Reports of Value's Death May Be Greatly Exaggerated.* Récupéré le 1 juillet 2023 de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3488748](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3488748)
- Beattie, A. (2023) *Strategies of Legendary Value Investors* Récupéré le 4 juillet 2023 de <https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/09/value-investing.asp>
- Bompard, H. (2023). *L'indice STOXX 600.* Récupéré le 9 juillet 2023 de <https://finance-heros.fr/stoxx-europe-600/>
- Brasseur, J. (2010, 10 mars). E.ON affiche des résultats solides. *Le Figaro.* Récupéré de <https://www.lefigaro.fr/societes/2010/03/10/04015-20100310ARTFIG00512-eon-affiche-des-resultats-solides-.php>
- CFI Team. (2020). *Capital Asset Pricing Model (CAPM).* Récupéré le 20 juillet 2023 de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-capm-formula/>
- CFI Team. (2020). *Treynor Ratio.* Récupéré le 6 juillet 2023 de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/capital-markets/treynor-ratio/>
- Chan, L. K. C. et Lakonishok, J. (2019). Value and Growth Investing : Review and Update. *Financial Analysts Journal*, 60(1). Récupéré de <https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.2469/faj.v60.n1.2593?needAccess=true>
- Chen, J. (2021). *What Is Survivorship Bias ? Definition and Use in Investing.* Récupéré le 5 juillet 2023 de <https://www.investopedia.com/terms/s/survivorshipbias.asp>
- Chen, J. (2022). *Equal Weight Investing : Performance and Examples.* Récupéré le 28 juin 2023 de <https://www.investopedia.com/terms/e/equalweight.asp>
- Chen, J. (2022). *STOXX European Indexing : What it is, How it Works, FAQ.* Récupéré le 8 juillet 2023 de <https://www.investopedia.com/terms/s/stoxx.asp>
- Cornell, B. (2021). *A Short History of Value Investing and Its Implications.* Récupéré le 11 juillet 2023 de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3789325](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3789325)
- Cornell, B. et Damodaran, A. (2021). *Value Investing : Requiem, Rebirth or Reincarnation ?* Récupéré le 6 juillet 2023 de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3779481](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3779481)

D'Souza, D. (2022). *How War Affects the Modern Stock Market*. Récupéré le 9 juillet 2023 de <https://www.investopedia.com/solving-the-war-puzzle-4780889>

Drevelius, M. et Sormunen, J. (2018). *A study of value investment strategies based on dividend yield, price-to-earnings and price-to-book ratios in Swedish stock market*. (Mémoire de Master). Jönköping University, Jönköping. Récupéré de <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1222141/fulltext01.pdf>

Dupin, L. (2010, 6 avril). Mise en examen du groupe Total. *L'usine Nouvelle*. Récupéré de <https://www.usinenouvelle.com/article/mise-en-examen-du-groupe-total.N129222>

Dupin, L. (2014, 7 octobre). Areva, EDF, Total... sont-ils vraiment les boulets de la transition énergétique ? *L'usine Nouvelle*. Récupéré de <https://www.usinenouvelle.com/article/areva-edf-total-sont-ils-vraiment-les-boulets-de-la-transition-energetique.N289222>

Fama, E. F. et French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2). Récupéré de [https://www.ivey.uwo.ca/media/3775518/the\\_cross-section\\_of\\_expected\\_stock\\_returns.pdf](https://www.ivey.uwo.ca/media/3775518/the_cross-section_of_expected_stock_returns.pdf)

Fernando, J. (2023). *Debt-to-Equity (D/E) Ratio Formula and How to Interpret It*. Récupéré le 25 juin 2023 de <https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>

Fernando, J. (2023). *P/E Ratio Definition: Price-to-Earnings Ratio Formula and Examples*. Récupéré le 25 juin 2023 de <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

Graham, B. (1949). *The Intelligent Investor*. (1<sup>e</sup> édition). New York : Harper & Brothers.

Graham, B. et Dodd, D. (1934). *Security Analysis*. (1<sup>e</sup> édition). New York : McGraw Hill Professional.

Greenblatt, J. (2006). (1<sup>e</sup> édition). *The Little Book That Still Beats the Market*. New York : Wiley

Ground, J. (2022). *ESG Global Study 2022*. Récupéré le 3 juillet 2023 de <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/06/17/esg-global-study-2022/>

Hall, M. (2022). *What Does the Dow Jones Industrial Average Measure ?* Récupéré le 20 juillet 2023 de <https://www.investopedia.com/ask/answers/050115/what-does-dow-jones-industrial-average-measure.asp#:~:text=The%20DJIA%20is%20a%20price,divided%20by%20a%20special%20divisor>.

Horstmeyer, Y., Liu, Y. et Wilkins, A. (2022). *Fama and French : The Five-Factor Model Revisited.* Récupéré le 5 juillet 2023 de <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2022/01/10/fama-and-french-the-five-factor-model-revisited/>

Hsu, J. C., Kalesnik, V. et Kose, E. (2017). *What Is Quality ?* *Financial Analysts Journal*, 75(2). doi : 10.2139/ssrn.2971185

Israel, R., Laursen, K. et Richardson, S. A. (2020). *Is (Systematic) Value Investing Dead ?* Récupéré le 5 juillet 2023 de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3554267](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3554267)

Kagan, J. (2023). *Who Was Benjamin Graham ?* Récupéré le 11 juillet 2023 de <https://www.investopedia.com/terms/b/bengraham.asp>

Kenton, W. (2022). *Beta: Definition, Calculation, and Explanation for Investors.* Récupéré le 7 juillet 2023 de <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

Kollmeyer, B. (2022). *Warren Buffet says never to hold money during a ward. Here's a stagflation playbook for stocks.* Récupéré le 13 juillet 2023 de <https://www.marketwatch.com/story/warren-buffett-says-never-to-hold-money-during-a-war-heres-a-stagflation-playbook-for-stocks-11646655287>

Lee, C. M. C. (2014). Value Investing: Bridging Theory and Practice. *China Accounting and Finance Review*, 16(2). doi: 10.7603/s40570-014-0005-3

Les Echos. (2010, 10 mai). AXA et les financières très attaquées en Bourse. *Les Echos.* Récupéré de <https://www.lesechos.fr/2010/05/axa-et-les-financieres-tres-attaques-en-bourse-423893>

Lev, B. et Srivastava, A. (2019). *Explaining the Recent Failure of Value Investing.* Récupéré le 12 juillet 2023 de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3442539](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3442539)

Lui, J. (2002). *Estimating the Probability of Bankruptcy: A Statistical Approach*. (Mémoire de Bachelier). New York University, New York. Récupéré de [https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con\\_043413.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_043413.pdf)

Mauboussin, M. J. et Callahan, D. (2020). *The Math of Value and Growth*. Récupéré le 15 juillet 2023 de [https://www.cfala.org/files/Morgan\\_Stanley\\_-\\_Consilient\\_Observer\\_-\\_The\\_Math\\_of\\_Value\\_and\\_Growth\\_-\\_June\\_2020.PDF](https://www.cfala.org/files/Morgan_Stanley_-_Consilient_Observer_-_The_Math_of_Value_and_Growth_-_June_2020.PDF)

Murphy, K. (2019). *Why ESG matters in value investing* ? Récupéré le 14 juillet 2023 de <https://www.schroders.com/en/global/individual/insights/why-esg-matters-in-value-investing/?fbclid=IwAR3TIIlaG880W2n12l6wOA04nePG1NA7F0P4h2YZp3gh1s-CO6z0pjWTH0c>

O'Leary, M. et Valdmanis, W. (2021). *An ESG Reckoning is Coming*. Récupéré le 15 juillet 2023 de <https://hbr.org/2021/03/an-esg-reckoning-is-coming?fbclid=IwAR2gGgDZarKswsxWIZW8dc6yY99NUWvJLSF91npMXHTORYX32OpJvNUmtY>

Rea, J. B. (1977). Remembering Benjamin Graham. *The Journal of Portfolio Management*, 3(4). doi : 10.3905/jpm.1977.66

Reuters. (2014, 30 octobre). Eni confirme sa prévision de production annuelle. *Reuters*. Récupéré de <https://www.reuters.com/article/ofrbs-eni-resultats-idFRKBNOIJ0YD20141030>

Rollinger, T. N. et Hoffman, S. T. (s.d.). *Sortino : A 'Sharper' Ratio*. Récupéré le 10 juillet 2023 de [https://www.cmegroup.com/education/files/rr-sortino-a-sharper-ratio.pdf?fbclid=IwAR3wlQEYEnwj-1uKVOTR9D4NATZ8\\_lStt8Qm1kurLi20khKxEEi5A3\\_aayQ](https://www.cmegroup.com/education/files/rr-sortino-a-sharper-ratio.pdf?fbclid=IwAR3wlQEYEnwj-1uKVOTR9D4NATZ8_lStt8Qm1kurLi20khKxEEi5A3_aayQ)

Rosevaer, J. (2018). *9 Key Principles of Value Inversting*. Récupéré le 6 juillet 2023 de <https://www.fool.com/investing/2018/05/26/9-key-principles-of-value-investing.aspx>

Santos, T. (2022). *Why Value Investing is Making a Comeback*. Récupéré le 3 juillet 2023 de <https://business.columbia.edu/economics-policy/columbia-business/why-value-investing-making-comeback>

Scott, G. (2022). *How Can I Use Market Capitalization to Evaluate a Stock* ? Récupéré le 1 juillet 2023 de <https://www.investopedia.com/ask/answers/042415/how-can-i-use-market-capitalization-evaluate-stock.asp#:~:text=Market%20cap%20is%20arrived%20at>

Sleep, N. et Zakaria, Q. (2014). *The Full Collection of the Nomad Investment Partnership Letters To Partners 2001-2014.* Récupéré le 3 juillet 2023 de [https://igyfoundation.org.uk/wp-content/uploads/2021/03/Full\\_Collection\\_Nomad\\_Letters\\_.pdf](https://igyfoundation.org.uk/wp-content/uploads/2021/03/Full_Collection_Nomad_Letters_.pdf)

Tanguy, C. (2010). *Max drawdown.* Récupéré le 14 juillet 2023 de <https://www.cafedelabourse.com/lexique/definition/max-drawdown>

The Economist. (2020, 14 novembre). Value investing is struggling to remain relevant. *The Economist.* Récupéré de <https://www.economist.com/briefing/2020/11/14/value-investing-is-struggling-to-remain-relevant>

Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T. et Clark, C. (2021). *Esg and Financial Performance.* Récupéré le 1 juillet 2023 de <https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/ESG%20Paper%20Aug%202021.pdf>

Wigglesworth, R. (2020, 11 mai). Coronavirus crisis : does value investing still make sense ? *Financial Times.* Récupéré de <https://www.ft.com/content/00c722d6-760f-4871-a927-2c564fe17276?segmentID=0052c4bc-c54e-19c6-b165-8800c56b8254>

Wigglesworth, R. et Rovnick, N. (2020, 26 octobre). Covid condemns value investing to worst run in two centuries. *Financial Times.* Récupéré de <https://www.ft.com/content/fc7ce313-92f8-4f51-902b-f883afc1e035>

## 8 Compléments bibliographiques

---

Abhyankar, A., Ho, K. Y., et Huainan, Z. (2009). International value versus growth: Evidence from stochastic dominance analysis. *International Journal of Finance & Economics*, 14(3). doi : 10.1002/ijfe.368

Aga, M., et Kocaman, B. (2006). An empirical investigation of the relationship between inflation, P/E ratios and stock price behaviors using a new series called index-20 for Istanbul Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, 6. Récupéré de [https://www.researchgate.net/publication/292712637\\_An\\_empirical\\_investigation\\_of\\_the\\_relationship\\_between\\_inflation\\_PE\\_ratios\\_and\\_stock\\_price\\_behaviors\\_using\\_a\\_new\\_series\\_called\\_index-20\\_for\\_Istanbul\\_Stock\\_Exchange](https://www.researchgate.net/publication/292712637_An_empirical_investigation_of_the_relationship_between_inflation_PE_ratios_and_stock_price_behaviors_using_a_new_series_called_index-20_for_Istanbul_Stock_Exchange)

Arula, K. (2022). *What is Value Investing – Definition & Strategies*. Récupéré le 3 juillet 2023 de <https://finbold.com/guide/value-investing-definition/>

Aviva Investors. (2021). *Is there now “value” in value investing ?* Récupéré le 7 juillet 2023 de <https://www.avivainvestors.com/en-gb/views/aiq-investment-thinking/2021/06/value-investing/#important-information>

Beaver, W., et Ryan, S. (1999). Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Bookto-Market Ratio to Predict Book Return on Equity. *Journal of Accounting Research*, 38(1). Récupéré de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=196708](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=196708)

Beers, B. (2022). *Why Do Investors Use the S&P 500 as a Benchmark ?* Récupéré le 5 juillet 2023 de <https://www.investopedia.com/ask/answers/041315/what-are-pros-and-cons-using-sp-500-benchmark.asp#:~:text=The%20key%20advantage%20of%20using,in%20so%20many%20different%20sectors.>

Bell, N. (2017). *Just 2 ASX stocks pass the Benjamin Graham filter.* Récupéré le 5 juillet 2023 de <https://www.livewiremarkets.com/wires/just-2-asx-stocks-pass-the-benjamin-graham-filter>

Berger, R. et Curry, B. (2022, 4 avril). What Is Value Investing? How Does It Work? *Forbes Advisor*. Récupéré de <https://www.forbes.com/advisor/investing/how-value-investing-works/>

Carlson, B. (2020, 3 janvier). The Relationship Between Geopolitical Crises and Market Outcomes Isn't Simple. *Fortune*. Récupéré de <https://fortune.com/2020/01/03/iran-us-conflict-stock-market-oil-prices/>

CFI Team. (2020). *Fama-French Three-Factor Model*. Récupéré le 20 juillet 2023 de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/fama-french-three-factor-model/>

Chahine, S. (2008). Value versus growth stocks and earnings growth in style investing strategies in Euromarkets. *Journal of Asset Management*, 9(5). doi : 10.1057/jam.2008.31

Choueiry, G. (2023). *Interpret Linear Regression Coefficients*. Récupéré le 4 juillet 2023 de <https://quantifyinghealth.com/interpret-linear-regression-coefficients/>

Fama, E. F. et French, K. R. (2020). The Value Premium. *Fama-Miller Working*, 20(1). doi : 10.2139/ssrn.3525096

Frost, J. (2018). *How to Interpret P-values and Coefficients in Regression Analysis*. Récupéré le 1 juillet 2023 de <https://statisticsbyjim.com/regression/interpret-coefficients-p-values-regression/>

Ganti, A. (2020). *Adjusted Closing Price*. Récupéré le 3 juillet 2023 de [https://www.investopedia.com/terms/a/adjusted\\_closing\\_price.asp#%3A~%3Atext%3DKey%20T](https://www.investopedia.com/terms/a/adjusted_closing_price.asp#%3A~%3Atext%3DKey%20T)

Jones, H. (2022, 1 février). Is value investing on the verge of making a comeback? *The National News*. Récupéré de <https://www.thenationalnews.com/business/money/2022/02/01/is-value-investing-on-the-verge-of-making-a-comeback/>

Keown , A., Martin, J., et Petty , J. (2007). *Foundations of Finance*. (6<sup>e</sup> édition). Upper Saddle River: Pearson.

Schultz Collins. (2021). *Value Investing : Is It Still Worth the Risk ?* Récupéré le 18 juillet 2023 de <https://schultzcollins.com/resources/value-investing-is-it-still-worth-the-risk.pdf>

Statistics Solutions. (2023). *Regression*. Récupéré le 8 juillet 2023 de <https://www.statisticssolutions.com/free-resources/directory-of-statistical-analyses/regression/>