

## LA PRIME DE TAILLE

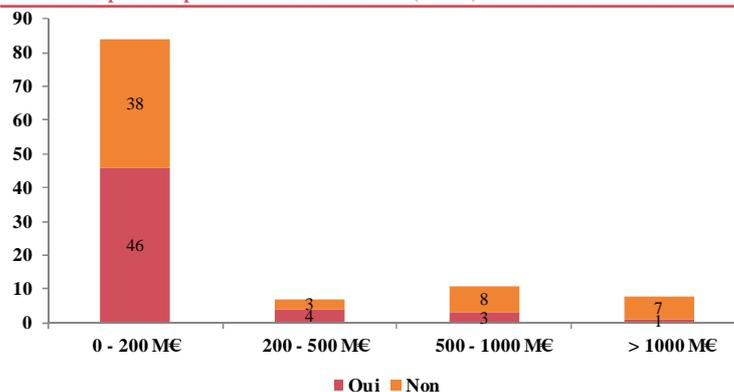
par Teddy Guérineau  
Associé de Sorgem Evaluation

Le tissu économique et boursier est composé, par nature, d'une grande majorité de sociétés de petite taille (les « small-caps » et les « mid-caps » dans le jargon boursier). Il est donc important de savoir si les investisseurs perçoivent un risque supérieur pour ces entreprises et exigent **un taux de rendement supérieur à celui des grandes entreprises**, autrement dit si elles supportent une **prime de taille**.

Le monde de la finance est habitué aux controverses concernant les éléments à prendre en compte pour le calcul du taux des fonds propres (quelle référence doit-on utiliser pour déterminer le taux sans risque, doit-on utiliser une prime de risque historique, prévisionnelle ou résultant d'un consensus d'acteurs du marché, sur quelle durée doit-on calculer le bêta...). La prime de taille ne fait pas exception dans la mesure où les débats existants ne portent pas juste sur la manière de la prendre en compte, mais sur sa justification même. De nombreux praticiens, gestionnaires d'actifs<sup>1</sup>, ou universitaires<sup>2</sup> réfutent en effet l'existence d'un différentiel de rendement entre les petites et les grandes entreprises.

Si on considère les expertises indépendantes réalisées sur la période de janvier 2011 à

Prise en compte d'une prime en fonction de la taille (en M€) - Janv-2011 / Avril-2015



avril 2015, on observe que même pour les plus petites sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 M€, il n'a été retenu une prime que dans à peine plus de la moitié des opérations (46 contre 38). Au-delà de ce seuil de 200 M€, la pratique de prise en compte d'une prime de taille devient

minoritaire, même si le nombre d'opérations sur lequel ce constat est fait est peu significatif.

<sup>1</sup> Kalesnik, V., Beck, N., Busting the Myth About Size, Research Affiliates, 2014

<sup>2</sup> Damodaran, A., The Small Cap Premium: Where is the beef, 2015

Horowitz, J.L., Loughran T. Savin, N.E., The disappearing size effect, Research in Economics, 2000, vol. 54 n°1

Une autre manière d'illustrer cette controverse est de prendre l'exemple du Club Méditerranée, où trois experts se sont prononcés sur les différences offres publiques qui se sont succédées : le premier expert n'a pas retenu de prime de taille, tandis que le deuxième et le troisième expert en ont retenu une mais d'une ampleur très différente, respectivement 2,99% et 1,20%.

Pour clarifier le débat sur la prise en compte d'une prime de taille, nous rappellerons ses origines au tournant des années 80 (1.), avant d'exposer les raisons de sa remise en cause (2.), pour finalement montrer qu'il s'agit d'un concept disposant de bases solides tant sur le plan théorique qu'empirique (3.) et faire quelques propositions concernant les sources à retenir pour estimer la prime de taille (4.).

## 1. Les origines

L'origine de la prime de taille résulte de la constatation empirique que le taux de

### Premières études sur les marchés américains<sup>3</sup>

Auteur(s) (date)	Prime de taille (% par an)	Période
<b>Banz (1981)</b>	<b>4,80%</b>	<b>1936-1975</b>
Reinganum (1981)	21,24%	1963-1977
Brown & alia (1983)	22,20%	1962-1978
Keim (1983)	30,24%	1963-1979
Lamoureux et Sanger (1989)	24,00%	1973-1985
Lamoureux et Sanger (1989)	20,40%	1973-1985
Fama et French (1992)	7,56%	1962-1989

### Premières études sur les marchés internationaux<sup>4</sup>

Pay(s)	Prime de taille (% par an)	Période
Europe	17,40%	1974-2000
France	10,80%	1977-1988
Allemagne	5,88%	1954-1990
Pays-Bas	1,56%	1973-1995
Espagne	6,72%	1963-1982
Royaume-Uni	14,2%	1971-1997

rendement réalisé *ex post* par les sociétés de petite taille a été supérieur à celui des sociétés de grande taille sur une période relativement longue. Plus spécifiquement, la première étude consacrée à la prime de taille (Banz, 1981) a montré que les 20% des sociétés américaine ayant la capitalisation boursière la plus faible avaient obtenu, entre 1936 et 1975, un **taux de rendement annuel moyen ajusté du risque**, supérieure de 4,8% par an à celui des autres entreprises. Cette constatation a été renouvelée dans les années qui ont suivi sur le marché américain, sur différents échantillons et différentes périodes, mais également sur de nombreux marchés internationaux avec des constats parfois spectaculaires.

<sup>3</sup> Données tirées de : Van Dijk, M.A., A Review of the Size Effect in Equity Returns, Journal of Banking & Finance, 2011, vol. 35

<sup>4</sup> Ibid

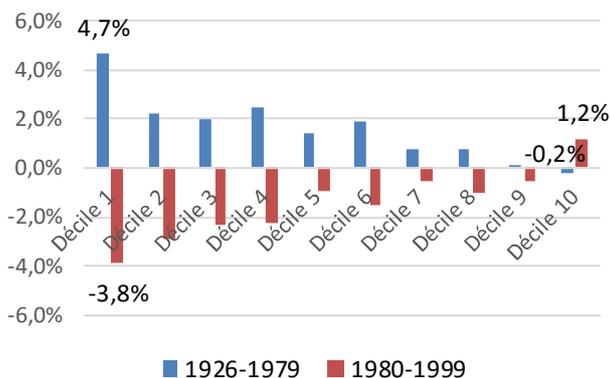
Le taux de rendement ayant permis de mettre en évidence la prime de taille mérite une explication. Il s’agit tout d’abord d’un taux de rendement **réalisé**, c’est-à-dire un taux de rendement **calculé a posteriori** et non pas une mesure du taux de rendement **exigé par les investisseurs a priori**, par nature plus difficile à observer

Il s’agit ensuite d’un taux de rendement **ajusté du risque**, c’est-à-dire minoré du taux de rendement exigé par les investisseurs selon le Modèle d’Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »).

## 2. La remise en cause

Alors que ces constats initiaux apparaissaient justifier non seulement l’adoption d’une prime de taille dans les modèles de calcul du taux sur fonds propres, mais également la constitution de nombreux fonds dédiés à l’investissement dans les « small-caps », certains observateurs notaient sa disparition au début des années 80.

**Taux de rdt ajusté du risque par décile de taille croissant**



Le tableau<sup>5</sup> ci-contre montre, en effet, que si une prime de taille pouvait être observée entre 1926 et 1979, dans la mesure où le taux de rendement ajusté du risque des plus petites sociétés (décile 1) était de +4,7% tandis que celui des plus grandes entreprises (décile 10) était légèrement négatif à hauteur de -0,2%, cet écart s’était inversé entre 1980 et 1999 en faveur des grandes entreprises (-3,8% vs +1,2%)<sup>6</sup>.

Plus généralement, les critiques relatives à la prise en compte d’une prime de taille se sont progressivement articulées autour de trois thèmes.

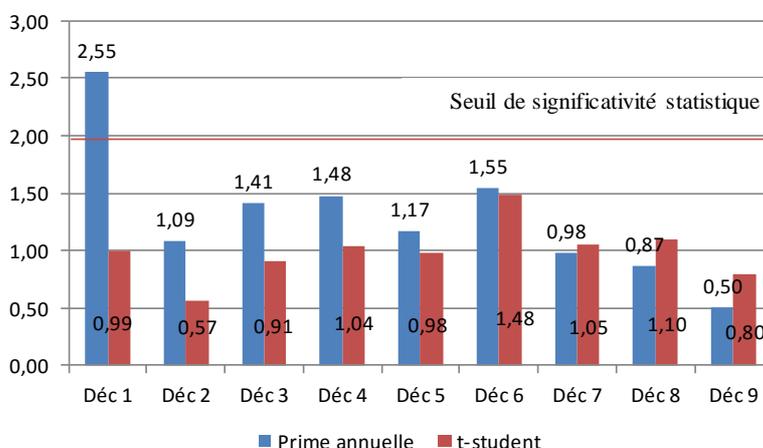
La première critique porte sur le fait que le différentiel de rendement entre les petites et les grandes entreprises a été très variable dans le temps, de telle sorte que la prime mesurée à partir des rendements réalisés est **peu significative statistiquement**.

<sup>5</sup> Données disponibles sur le site de Kenneth French, calculs Sorgem. Les données sont présentées par décile croissant de taille. Le décile 1 (ou déc 1) correspond aux sociétés les plus petites et le décile 10 (ou déc 10) aux sociétés les plus grandes.

<sup>6</sup> On peut remarquer qu’on est passé d’un spread d’environ 5% en faveur des petites entreprises à un spread du même ordre de grandeur **en faveur des grandes entreprises**.

Le tableau ci-dessous montre en effet que la prime de taille, calculée comme le différentiel de taux de rendement ajusté du risque entre les sociétés les plus petites (classées par décile de taille croissante) et les 10% des sociétés les plus grandes, a été moins important qu’initialement envisagé (2,55% en moyenne sur la période 1926-2014 pour les 10% des sociétés les plus petites). Surtout, compte tenu de la volatilité de ce différentiel, on ne peut pas exclure, à un seuil de confiance de 95%<sup>7</sup>, que les primes soient en réalité inexistantes. Ce dernier résultat se matérialise dans le graphique par le fait que les t de Student (barres en rouge) sont toujours inférieurs au seuil de 1,96.

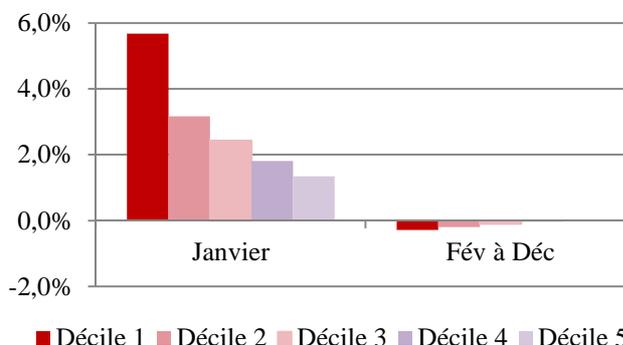
**Prime de taille calculée (en %) et T-Student (1926 - 2014)**



Il apparaît ensuite difficile à nombre de praticiens de réconcilier l’idée selon laquelle les investisseurs requerraient *ex ante* un supplément de rendement pour investir dans des sociétés de petite taille et le constat que ce **surcroît de rendement est réalisé *ex post* exclusivement au cours d’un seul mois**, le mois de janvier.

**Taux de rdt ajusté du risque par décile de taille croissant**

En effet ce sur-rendement ne se manifesterait qu’en janvier comme le montre le tableau ci-contre, qui est basé sur des données du marché américain sur la période 1926-2014. Aucune surperformance n’est en revanche discernable entre les mois de février et décembre.



<sup>7</sup> Il s’agit du seuil de confiance habituellement utilisé dans les études statistiques.

Enfin, certains évaluateurs estiment que la plus grande part du risque justifiant la prise en compte d'une prime de taille s'apparente à du risque spécifique, diversifiable, ou pourrait être prise en compte directement dans les flux. La prime de taille est en effet parfois justifiée par la concentration des actifs, de la clientèle, ou de la gamme de produits, un risque de défaut plus fort ou l'existence de contraintes de financement plus importantes.

Clairement un investisseur a pourtant toujours la possibilité de diversifier le risque lié au fait qu'une entreprise est exposée à un client important, une gamme de produits... même si l'entreprise ne peut pas le faire elle-même, tandis qu'un risque de défaut peut être appréhendé en pondérant les flux par une probabilité de défaut et les contraintes de financement en limitant les investissements et la croissance en résultant<sup>8</sup>.

### 3. La réhabilitation

D'une manière générale la prise en compte d'une prime de risque dans le calcul du coût des fonds propres se justifie pour autant que l'on puisse (i) expliquer ses fondements économiques et (ii) démontrer son existence empiriquement.

Par exemple, la prime de risque liée à l'exposition au marché action est justifiée car les investisseurs s'exposent, en investissant dans cette classe d'actifs, à un risque, lié à la plus forte volatilité du rendement des actions par rapport à celui des obligations, qu'ils ne peuvent pas totalement diversifier. Dans le même temps, le rendement des actions a été supérieur à celui des obligations, dans tous les pays, et sur une période de temps très longue, même si ce différentiel de rendement n'a pas été constant dans le temps<sup>9</sup> (les actions américaines ont rapportées en moyenne 1,8% de moins que les obligations entre début 1997 et 2011, soit pendant 15 ans, et il existe 15 période de 10 ans entre 1926 et 2011 où ce phénomène s'est produit<sup>10</sup>).

Une analyse attentive des données relatives à la prime de taille permet de vérifier qu'elle remplit les deux conditions nécessaires à sa prise en compte dans un modèle de calcul du coût des fonds propres.

Les sociétés de petite taille sont tout d'abord **plus fortement exposées aux variations du cycle économique** que les grandes entreprises, sans que cette exposition ne soit parfaitement appréhendée dans le calcul du coefficient bêta utilisé dans le MEDAF.

---

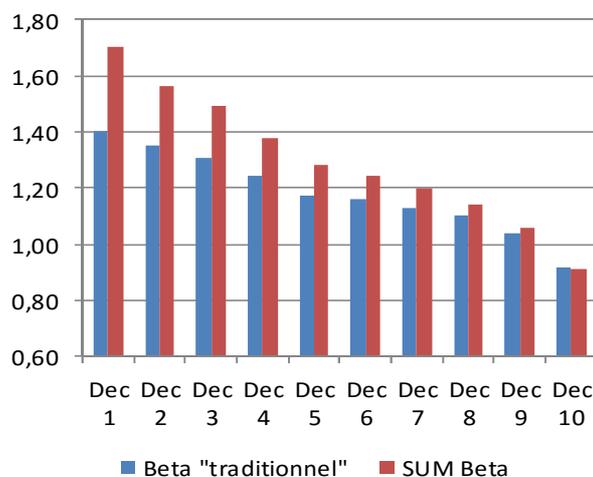
<sup>8</sup> Damodaran, A., The Small Cap Premium: Where is the beef, 2015

<sup>9</sup> Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M., Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook, 2016

<sup>10</sup> Source : Ibbotson SBBI classic yearbook, calculs Sorgem. Voir également, Elton, E.J., Expected Return, Realized Return and Asset Pricing Tests, The Journal of Finance, Vol. 54 n°4, 1999

Cela résulte simplement du fait que les bêtas sont généralement calculés sur la base des cours de clôture. Or les actions des plus petites entreprises ne sont pas échangées de manière constante tout au long de la journée, de telle sorte que leurs cours de clôture ne reflètent pas nécessairement l'ensemble de l'information disponible sur les marchés à la fin de la journée<sup>11</sup>. Les cours des sociétés de petite taille ne sont donc pas parfaitement synchronisés avec l'évolution du marché, ce qui tend à biaiser vers le bas leurs bêtas, même lorsque celui-ci est calculé à partir de données mensuelles<sup>12</sup>.

#### Comparaison des bêtas par décile de taille



Le tableau ci-contre<sup>13</sup> compare le bêta obtenu en appliquant la formule de calcul usuelle (« bêta traditionnel ») et le bêta obtenu en utilisant une technique économétrique permettant de tenir compte du caractère asynchrone du cours des sociétés de petite taille (« SUM bêta »). On constate bien que plus une société est petite plus son bêta est biaisé à la baisse (ce qui est mis en évidence par la différence entre la barre rouge et la barre bleue).

Les investisseurs acquérant des titres de sociétés de petite taille supportent par ailleurs des **coûts de liquidité**<sup>14</sup> plus importants et pour certains c'est ce coût d'illiquidité qui expliquerait la prime de taille. Ces coûts, qui se décomposent entre les coûts directs de transaction et la concession en termes de prix que les investisseurs doivent accepter pour que la transaction ait lieu, se répercutent de deux manières :

- 1/ Les investisseurs incorporent dans le taux de rendement qu'ils requièrent « l'amortissement » des coûts de liquidité. Cet effet n'étant atténué que par le fait que les actifs les moins liquides sont susceptibles d'être détenus par les investisseurs

<sup>11</sup> Les cours des sociétés de petite taille n'incorporent pas aussi rapidement l'ensemble des informations disponibles sur le marché au moins pour deux raisons. Tout d'abord, il existe moins d'investisseurs et d'analystes qui les suivent. Ensuite, il est nécessaire que le décalage entre le cours affiché et la valeur tenant compte de l'ensemble des informations disponibles soit suffisant pour compenser les coûts de transaction plus élevés sur les sociétés de petite taille.

<sup>12</sup> Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997

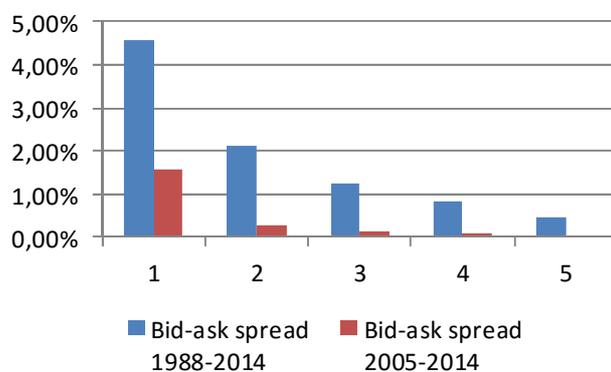
<sup>13</sup> Duff & Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2014

<sup>14</sup> La liquidité est habituellement définie par la rapidité et le coût auxquels un titre peut être échangé. Un titre est d'autant plus liquide qu'une transaction peut être effectuée rapidement et à moindre coût.

disposant de l'horizon de placement le plus long, la relation entre le taux de rendement requis et les coûts de liquidité est ainsi concave et non pas linéaire<sup>15</sup>.

- 2/ Les coûts de liquidité varient dans le temps. Les investisseurs supportent donc le risque que les coûts de liquidité augmentent au moment où ils ont le plus besoin de céder leurs avoirs (autrement dit la concession de prix que le vendeur doit accorder à l'acheteur, pour réaliser une transaction, augmente lorsque les vendeurs sont le plus pressé de vendre). Ce risque de liquidité n'étant pas parfaitement diversifiable, il justifie la prise en compte d'une **prime de risque**<sup>16</sup>.

**Comparaison des bid-ask spread en fonction de la taille**



Le fait que les sociétés de plus petite taille supportent en moyenne des coûts de liquidité plus élevés est illustré au travers du tableau ci-contre<sup>17</sup>. Celui-ci présente le bid-ask spread<sup>18</sup> moyen des sociétés par quintile de taille croissant (1 pour les plus petites et 5 pour les plus grandes), c'est-à-dire l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur. Bien que cette composante importante des coûts de liquidité ait diminué dans

le temps, elle est toujours significativement plus importante pour les plus petites entreprises.

Le coût d'accès à l'information des sociétés de petite taille est enfin plus élevé pour deux raisons. Leur couverture par les analystes est moindre tandis qu'il est plus difficile de réaliser des « économies d'échelle » sur le travail de recherche réalisé sur des petites sociétés. Ces coûts plus élevés d'accès à l'information sont susceptibles de justifier une exigence de rendement plus élevée pour les investisseurs<sup>19</sup>.

<sup>15</sup> Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986

<sup>16</sup> Amihud, Y., Illiquidity and stock returns : Cross-section and time series effects, Journal of Financial Markets, vol. 5, 2002

Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005

Pastor L., Stambaugh, R.F., Liquidity risk and expected returns, Journal of Political Economy, vol. 111, 2003

<sup>17</sup> Données tirées de Kalesnik, V., Reeling In Small-Cap Alpha, Research Affiliates, 2015.

<sup>18</sup> Il s'agit de la différence entre le cours acheteur et le cours vendeur d'un titre dans un carnet d'ordres.

<sup>19</sup> Lee; C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015

La question qui se pose à ce stade est alors pourquoi la prime de taille paraît peu significative d'un point de vue statistique, alors qu'elle est justifiée par des arguments économiques solides et notamment par la moindre liquidité des titres de ces sociétés.

Tout d'abord, il faut noter que ce n'est pas parce qu'une prime ne s'est pas matérialisée pendant des années que cela signifie qu'elle n'était pas requise *ex ante*. Par exemple, personne ne niera qu'il existe une prime de risque pour les actions, et pourtant les actions peuvent rapporter moins que les obligations pendant des périodes de temps relativement longues (cf. supra).

La sous-performance des sociétés de petite taille durant les années 80 et 90 ne suffit donc pas à rejeter l'existence d'une prime de taille. En fait, on peut l'expliquer par la conjonction de deux phénomènes :

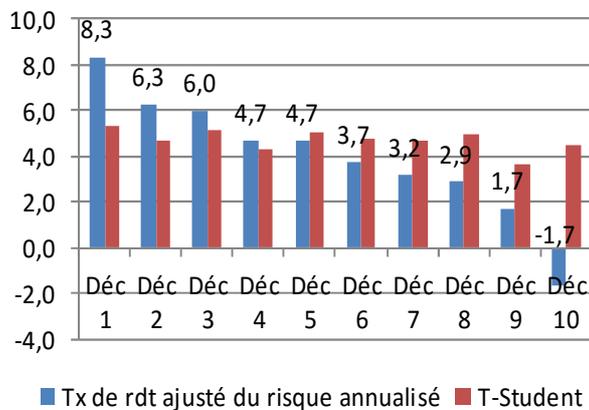
- 1/ Les introductions en bourse depuis le début des années 80 ont porté principalement sur des jeunes sociétés intervenant dans des secteurs prometteurs mais spéculatifs<sup>20</sup> (l'informatique au début des années 80, internet au tournant des années 2000, les réseaux sociaux depuis le début des années 2010, et les sociétés de biotechnologie par vagues successives sur l'ensemble de cette période).
- 2/ La préférence des investisseurs individuels, qui composent les principaux investisseurs des petites sociétés, soit directement, soit au travers de fonds d'investissement, pour ce que l'on peut appeler des tickets de loterie, c'est-à-dire des titres qui sont susceptibles de leur permettre de décrocher le jackpot, mais dont le taux de rendement ajusté du risque est négatif<sup>21</sup>.

Ces deux phénomènes ont conduit à ce que de nombreuses petites sociétés introduites en bourse depuis le début des années 80 ont rapporté moins que ce qui était anticipé selon le MEDAF, car les investisseurs individuels étaient successivement à la recherche du prochain Microsoft, du prochain Google, du prochain Amgen, ou du prochain Facebook.

---

<sup>20</sup> Fama, E.F., French, K.R., New lists : Fundamentals and survival rates, *Journal of Financial Economics*, vol. 73, 2004

<sup>21</sup> Par exemple : Kumar, A., Who Gambles in the Stock Market, *Journal of Finance*, Vol. 64, 2009 - Bali, T.G., Cakici, N., Whitelaw, R.F., Maxing out: Stocks as lotteries and the cross-section of expected returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, 2011 - Conrad, J., Kapadia, N., Xing, Y., Death and jackpot: Why do individual investors hold overpriced stocks?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 113, 2014.

**Taux de rdt (en %) ajusté du risque annualisé (1957-2014)**

Une étude réalisée récemment, dont les résultats sur la période 1957-2014 sont reproduits ci-contre, montre que si on ajuste le taux de rendement de portefeuilles d'actions classés par décile de taille croissante de leur exposition à des sociétés dont les fondamentaux économiques sont incertains (et donc les sociétés récemment introduites, en forte croissance, mais ne générant pas de résultats), il existe une prime de taille

significative d'un point de vue économique : les 10% des sociétés les plus petites ont obtenu un rendement moyen supérieur de 8,3% à ce qui était anticipé par le MEDAF tandis que les 10% des sociétés les plus grandes ont eu un rendement moyen inférieur de 1,7%<sup>22</sup>. Cette prime est également statistiquement significative avec des t de Student largement supérieurs à 1,96 quel que soit le décile de taille considéré<sup>23</sup>.

Ce résultat est loin d'être isolé dans la mesure où il a été confirmé dans plusieurs études récentes. Ainsi, il a été démontré que :

- 1/ L'absence de prime de taille depuis le début des années 80 est due à des déceptions sur les résultats des sociétés de petite taille<sup>24</sup>, ce qui confirme l'idée que les attentes des investisseurs dans certaines sociétés nouvellement introduites ne se sont pas réalisées.

<sup>22</sup> Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., Mokowitz, T., Pedersen, L, Size Matters, if You Control Your Junk, 2015

Ces résultats sont obtenus en réalisant une régression multiple des rendements obtenus par des portefeuilles de sociétés classées par décile de taille sur le facteur de marché et un facteur distinguant les sociétés de bonne qualité et les sociétés dont les fondamentaux économiques sont incertains (junk d'après la terminologie utilisée par les auteurs).

Les données utilisées sont disponibles sur les sites internet de Kenneth French et AQR Capital.

En utilisant une méthodologie un peu différente, une étude confirme que la prime de taille est économiquement et statistiquement significative si on contrôle l'échantillon de sociétés pour tenir compte des sociétés les plus susceptibles de faire l'objet d'une évaluation biaisée par le marché : Stambaugh R.F., Yuan, Y., Mispricing Factors, 2015.

<sup>23</sup> On peut également noter que selon cette analyse **la prime de taille n'est pas concentrée sur le mois de janvier**.

<sup>24</sup> Hou, Kewei, van Dijk, M.A., Resurrecting the size effect: Firm size, profitability shocks, and expected stock returns, 2010

2/ La performance boursière des sociétés de petites tailles a largement été tirée vers le bas par les sociétés introduites sur les marchés durant les années 80 se caractérisant par une forte croissance et intervenant dans les nouvelles technologies<sup>25</sup>.

3/ Les investisseurs exigent une prime de taille *ex ante*<sup>26</sup>.

**Bien que le niveau de la prime de taille diffère selon ces études, elles confirment toute que celle-ci est économiquement et statistiquement significative.**

#### **4. Conclusion : quelle(s) source(s) utilisée(s) pour mesurer la prime de taille ?**

Dés lors que l'on accepte l'existence de la prime de taille, il convient de rechercher les meilleurs moyens de la mesurer.

On distingue traditionnellement trois types d'approche pour estimer une prime de risque. La première consiste à interroger les investisseurs concernant leurs attentes au sujet de la prime de risque pour le futur (l'approche par sondage). La deuxième repose sur l'estimation de la prime de risque anticipée par les investisseurs à partir des cours de bourse et des prévisions des analystes<sup>27</sup> (l'approche implicite ou prospective). La dernière repose sur l'observation des données historiques (l'approche historique).

---

<sup>25</sup> Zhang, On the Returns to Small Growth Stocks, 2010

<sup>26</sup> Tang, Y., Wu, J., Zhang, L., Do Anomalies Exist *Ex Ante*, Review of Finance, vol. 18, 2014  
Dans son article récent sur la prime de taille (cf. supra), le professeur Damodaran avance que la prime de taille n'existerait pas en comparant le rendement attendu sur le S&P 500 (composé des 500 plus grandes entreprises américaines) et le S&P 600 Small Cap Index à la date du 1<sup>er</sup> janvier 2015. Il ne nous semble pas que son observation, résultant des données observées à une date spécifique, ait une quelconque valeur scientifique, en particulier par rapport aux résultats d'une étude couvrant une période d'environ 50 ans utilisant différents tests de robustesse.

<sup>27</sup> Formellement, la prime de risque prospective est alors l'excès de rendement par rapport au taux sans risque permettant d'égaliser le cours de bourse et les prévisions de dividendes des analystes.

Dans les faits, seule l'approche historique est susceptible de fournir des indications concernant la prime de taille à prendre en compte par les évaluateurs : à notre connaissance, l'approche par sondage, outre ses limites importantes<sup>28</sup>, n'a pas été mise œuvre, tandis que l'approche prospective se heurte au fait qu'il existe très peu, voire pas du tout, de prévisions d'analystes pour les sociétés de petite taille.

Deux études, mises en jour annuellement, fournissent une estimation de la prime de taille, chacune possédant ses avantages et inconvénients.

La première, réalisée historiquement par Morningstar (ex. Ibbotson), utilise les données du marché américain, depuis 1926, pour classer l'ensemble des sociétés cotées par décile de taille et estimer leur taux de rendement ajusté du risque.

La seconde, réalisée par Duff & Phelps, se distingue de l'étude précédente sur trois aspects. Tout d'abord, elle utilise des données sur une période plus courte, seulement depuis 1963. Ensuite, elle exclut de son analyse les sociétés ayant fait l'objet d'une introduction en bourse récente, les sociétés affichant un historique de pertes et les sociétés dont le niveau d'endettement est important<sup>29</sup>, autrement dit les sociétés susceptibles d'avoir tiré vers le bas la prime de taille au cours des années 80 et 90. Enfin, elle utilise une régression linéaire pour lisser les observations obtenues par taille.

Confronter au choix d'une source d'information pour déterminer la prime de taille, les évaluateurs pourront choisir entre ces deux sources, en fonction de leur appréciation des critères suivants :

- 1/ La durée des données prises en compte présente des avantages et des inconvénients. Le calcul d'une prime historique sur une durée trop courte risque d'être biaisé, positivement ou négativement, par (i) la différence de niveau de valorisation entre le début et la fin de la période étudiée<sup>30</sup> et (ii) la volatilité des taux de rendement réalisés (cf. « la disparition » de la prime de taille dans les années 80 et 90).

---

<sup>28</sup> La principale critique de l'approche par sondage réside dans le caractère pro-cyclique des réponses, les personnes interviewées tendant à anticiper une prime de risque élevée après une période de hausse des cours et inversement. Greenwood, R., Shleifer, A., Expectations of Returns and Expected Returns, *The Review of Financial Studies*, vol. 27 n°3, 2014.

Cette critique peut également être adressée à l'approche historique. Dans ce dernier cas, elle est cependant atténuée par le fait de prendre en compte des données sur une longue période.

<sup>29</sup> Duff & Phelps, *Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*, 2014, § 7-4

<sup>30</sup> Ce biais inhérent à l'approche historique est susceptible d'être d'autant plus important que la durée historique étudiée est courte.

A contrario, les données les plus anciennes reflètent une structure de l'économie très différente de celle d'aujourd'hui. Par exemple, si la prime de taille est influencée par les coûts de transaction et d'accès à l'information comme nous l'indiquons, les données les plus anciennes sont susceptibles de biaiser à la hausse la prime calculée historiquement car l'ensemble de ces coûts a diminué dans le temps.

- 2/ Certaines petites sociétés ont obtenu des rendements inférieurs à ceux prévus par le MEDAF, comme on l'a indiqué précédemment, du fait de la préférence des investisseurs pour les actions aux caractéristiques de billets de loterie. Une analyse excluant ce type de société permet, sans doute, de déterminer plus précisément le niveau de la prime de risque.