

La politique de dividendes des entreprises

Michel ALBOUY

Professeur à l'Université de Grenoble II

Comparée à la décision d'investir ou à celle du choix d'une structure de financement de l'entreprise, la politique de dividendes peut apparaître, à première vue, comme une question secondaire et facile. Ne s'agit-il pas, tout simplement, de décider du montant des bénéfices qui va être distribué aux actionnaires ? Pourtant, lorsqu'on cherche à comprendre pourquoi les entreprises versent des dividendes, et quel pourrait bien être l'impact de ces derniers sur la valeur de la firme, les réponses sont loin d'être évidentes et surtout unanimes.

Mais tout d'abord qu'entend-on par « politique de dividendes » ? Si l'on suppose que le programme d'investissement est fixé, ainsi que la structure du capital de l'entreprise, la politique de dividendes peut être définie comme l'arbitrage entre la rétention de bénéfices d'une part, et le versement de liquidités aux actionnaires accompagné de l'émission de nouvelles actions d'autre part. Naturellement, cet arbitrage ne doit pas être observé sur une courte période, car les entreprises qui versent des dividendes ne font pas des augmentations de capital tous les ans, mais plutôt dans une perspective à moyen ou long terme.

L'objet de cet article est de faire un panorama des recherches visant à comprendre le comportement des entreprises en matière de dividendes et l'impact de ces derniers sur la valeur de la firme.

Il convient cependant de prévenir d'emblée le lecteur : la politique de dividendes suscite de nombreuses interrogations et les réponses demeurent encore très partielles.

LA CONTROVERSE SUR LA POLITIQUE DE DIVIDENDES DE LA FIRME NÉO-CLASSIQUE

Selon l'expression de Robichek et Myers¹, les objectifs de la firme doivent être centrés sur les actionnaires (*Stockholder oriented goals*), et les décisions financières doivent contribuer à maximiser leur richesse. L'objectif des dirigeants de la firme néo-classique est clair : il s'agit de maximiser la valeur de marché des titres de propriété compte tenu des différentes contraintes qui s'exercent sur l'entreprise. On notera

¹ — Robichek (A.A.) et Myers (S.C.), *Optimal Financing Decisions*, Englewood Cliffs (N.J.), Prentice-Hall, Foundations of Finance Series, 1965.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

avec intérêt que, dans le paradigme de la firme néo-classique, les questions relatives au contrôle des entreprises sont absentes du débat. Ceci s'explique par le fait que les actions de sociétés sont analysées comme de purs instruments de placements, et que le pouvoir qu'elles véhiculent n'est pas considéré comme un bien économique. Enfin, les marchés financiers sont généralement supposés parfaits : absence de coûts de transactions, libre accès à l'information, absence d'influence individuelle sur les prix.

Avec de telles hypothèses on pourrait penser que la théorie financière est en mesure de proposer une réponse unique concernant la politique de dividendes que devraient mener des dirigeants soucieux de l'intérêt des actionnaires. En fait, il n'en est rien et même dans le paradigme de la firme néo-classique plusieurs thèses s'affrontent au sujet de l'impact des dividendes sur les valeurs des actions.

LA CONCEPTION TRADITIONNELLE ET LA THÈSE DE LA NEUTRALITÉ

Selon de nombreux observateurs de la Bourse et certains analystes financiers, le montant des dividendes versés aux actionnaires et surtout leur taux de croissance à venir sont les principaux facteurs explicatifs de la valeur des actions. Il suffit pour s'en convaincre, de lire les journaux financiers à la période de détachement des coupons. Ainsi, chaque année, la moisson des dividendes fait l'objet d'appréciations comparatives, et bien souvent les commentateurs regrettent l'insuffisance de leurs montants. Une fois n'est pas coutume, ce point de vue souvent exprimé par les professionnels rejoint un modèle théorique bien connu ; celui de Gordon-Shapiro².

Il s'agit d'un modèle d'évaluation d'actions fondé sur la capitalisation d'un flux infini de dividendes. Cette hypothèse est justifiée même si l'action est revendue à court ou moyen terme. Dans ce cas, la valeur du titre est égale à la somme actualisée des dividendes futurs anticipés et du prix de revente espéré. Comme ce prix de cession est lui-même égal à la somme actualisée des dividendes futurs et du prix de cession à terme, on peut — en répétant ce raisonnement de revente en revente — montrer que la valeur de l'action est égale à la somme actualisée à l'infini des dividendes futurs anticipés.

241

Ainsi :

$$E(\bar{P}_0) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(\bar{D}_t)}{(1 + a_t)^t} \quad (1)$$

Avec :

$E(\bar{D}_t)$ = valeur espérée du dividende versé au temps t ;

$E(\bar{P}_0)$ = valeur espérée de l'action au temps présent ;

a_t = taux d'actualisation ou encore taux de rentabilité exigé par l'actionnaire à la période t .

Mais comme il est difficile en pratique de prévoir pour les années futures l'échéancier des dividendes, Gordon et Shapiro proposent de faire une hypothèse simple sur l'évolution future des dividendes. Ceux-ci sont supposés croître à un taux (g) constant, et nécessairement inférieur au taux (a) d'actualisation (dans le cas contraire le cours de l'action serait infini, ce qui est bien entendu irréaliste).

² — Gordon (M.J.) et Shapiro (E.), « Capital Equipment Analysis: the Required Rate of Profit », *Management Science*, vol. 3, octobre 1956, pp. 102-110. C'est dans l'article suivant qu'on trouvera la meilleure argumentation en faveur des dividendes : Gordon (M.J.) « Dividends, Earnings and Stock Prices », *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, mai 1959, pp. 99-105.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

Cette hypothèse de croissance infinie des dividendes à un taux constant, même si elle paraît contraignante, permet cependant d'obtenir un modèle beaucoup plus simple d'évaluation :

$$P_0 = \frac{D_1}{a - g} \quad (2)$$

Selon ce modèle, la valeur de l'action est fonction de trois variables : le montant du dividende, le taux de croissance anticipé des dividendes à long terme, et le taux de rentabilité exigé par les actionnaires. De cette équation, il résulte également que la rentabilité (a) d'une action est égale à la somme de son rendement en dividende (D_1/P_0), et du facteur de croissance (g). Le message est donc clair : la valeur de marché de l'action sera d'autant plus grande que les dividendes versés et leur taux de croissance seront élevés. En fait, comme pour une politique d'investissement donnée, il existe une relation entre le taux de distribution et le taux de croissance, on montre³ qu'une modification de la politique de dividendes n'est pas susceptible — même avec le modèle de Gordon-Shapiro — d'entraîner une modification de la valeur de l'action (comme on peut s'en douter, ce serait un peu trop facile !).

C'est en 1961 que Modigliani et Miller⁴ ont démontré dans un article célèbre que, sur un marché financier parfait, en l'absence de différences entre l'imposition des dividendes et des plus-values en capital, un investisseur rationnel cherchant à maximiser sa richesse ne devait pas se préoccuper des dividendes versés. En un mot, la politique de dividendes serait neutre vis-à-vis de la valeur de l'action. Leur argumentation repose sur l'idée qu'une modification du montant des dividendes versés est systématiquement compensée par un ajustement de valeur de l'action dans la mesure où l'actionnaire est indifférent entre les deux éléments de la rentabilité de son investissement que sont les dividendes et les plus-values en capital. Cette démonstration contredisait, à l'époque, l'affirmation de Graham et Dodd⁵ qui écrivaient dans leur manuel qu'un dollar distribué en dividende avait en moyenne sur le prix de l'action un impact quatre fois supérieur à celui d'un dollar de bénéfice mis en réserves. Elle validait, cependant, dans une certaine mesure, la théorie résiduelle des dividendes de Walter⁶ pour qui la décision de distribution n'est pas une décision financière majeure puisqu'elle ne vient qu'après les décisions d'investissement et de

242

3 — Soit une entreprise versant un dividende de 40 F par action sur un bénéfice de 80 F. Si le taux de rentabilité exigé par les actionnaires est de 16 % et le taux de croissance anticipé des dividendes de 12 %, la valeur de l'action, selon le modèle de Gordon-Shapiro sera égal à :

$$P_0 = \frac{D_1}{a - g} = \frac{40}{0,16 - 0,12} = 1\,000 \text{ F.}$$

Si cette entreprise décide de modifier sa politique de dividende en distribuant la totalité de son bénéfice, et que pour réaliser son programme d'investissement elle augmente son capital de 4 % (40/100), le taux de croissance du dividende par action ne sera plus que de 8 % (12 % - 4 %). Ainsi :

$$P_0 = \frac{80}{0,16 - 0,08} = 1\,000 \text{ F.}$$

Cet exemple montre donc qu'il n'y a pas de contradiction entre le modèle d'évaluation par les dividendes et la thèse de Miller et Modigliani. Pour une discussion argumentée sur cette controverse voir Brennan (M.J.), « A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model », *Journal of Finance*, vol. 26, décembre 1971, pp. 1115-1122.

4 — Miller (M.H.) et Modigliani (F.), « Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares », *Journal of Business*, vol. 34, octobre 1961, pp. 411-433.

5 — Comme le fait remarquer Cobbault R. (1987), ces auteurs ont contribué à populariser dans le monde de la finance le célèbre dicton : « A bird in the hand is worth more than two in the bush ». Graham (B.), Dodd (D.L.), Cottle (S.), Tatham (C.) : « Security Analysis: Principle and Technique », *New York, Mc Graw-Hill*, 4^e éd., 1972.

6 — Walter (J.E.), « Dividend Policy and Common Stock Prices », *Journal of Finance*, vol. 11, mars 1956, pp. 29-41.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

financement de l'entreprise ; d'où son rôle résiduel. Pour cet auteur, le montant des dividendes distribués doit varier en fonction des opportunités d'investissement qui se présentent aux dirigeants, comme l'indique la formule d'évaluation de l'action :

$$P_0 = \frac{D + (r/k)(B-D)}{k} \quad (3)$$

Dans cette formule B et D représentent respectivement le bénéfice par action et le dividende par action, supposés constants. Si le taux de rentabilité espéré des investissements (r), est supérieur au taux de capitalisation du marché (k), l'entreprise ne devrait verser aucun dividende. En revanche si r est inférieur à k, une entreprise soucieuse de l'intérêt de ses actionnaires devrait distribuer la totalité de son bénéfice. En conclusion, pour Walter, sauf dans le cas où l'entreprise n'aurait pas de projets suffisamment rentables, le taux de distribution des dividendes devrait être très faible, voire nul, pour maximiser la valeur de la firme sur le marché. La différence avec le point de vue de Modigliani et Miller tient dans cette recommandation. En effet, pour ces auteurs, la politique de dividendes est non seulement un sous-produit de la politique d'investissement et de financement de l'entreprise, mais de plus elle n'a pas d'impact sur la valeur de la firme. Pour s'en convaincre⁷ il suffit de considérer une entreprise ayant fixé son programme d'investissement et de financement. Dans ce cas toute modification de la politique de dividendes ne pourra venir que de la vente de nouvelles actions. Sur un marché efficient, l'accroissement des dividendes versés aux anciens actionnaires ne pourra donc se faire que par un transfert de leurs droits de propriété vers les nouveaux actionnaires ; la valeur de ce transfert étant égale à l'accroissement de dividendes versés. Au total, sur un marché efficient, la politique de dividende est neutre, selon Modigliani et Miller, et si les actionnaires désirent se procurer des liquidités, il leur suffit de vendre directement sur le marché une partie de leurs actions : la perception de dividendes ne saurait être une voie moins coûteuse.

243

Le point de vue de « radicaux » et des « agnostiques »

La thèse de la neutralité repose néanmoins sur une hypothèse qui n'est pas apparue comme très réaliste à plusieurs auteurs, notamment Brennan⁸ : la neutralité de la fiscalité entre les dividendes et les plus-values en capital. En effet, comme dans la plupart des pays les dividendes sont plus imposés que les plus-values⁹, on peut légitimement se demander pourquoi verser des dividendes — qui seront imposés plus fortement que les plus-values — et procéder plus souvent à des augmentations de capital — qui sont loin d'être gratuites — si la valeur de l'entreprise n'est pas affectée positivement par le versement des dividendes comme le prétend la thèse de la neutralité. En fait, il semblerait bien que le seul gagnant dans l'affaire soit l'Etat qui, lui, encaisse l'impôt sur le revenu en dividende. Le paradoxe est d'autant plus grand que selon de nombreux observateurs une part appréciable des dividendes versés aux particuliers est réinvestie en achat de titres.

Il est bien évident qu'un comportement plus rationnel, intégrant les imperfections introduites par la fiscalité, devrait conduire les entreprises à minimiser le flux de

7 — Voir la démonstration.

8 — Brennan (M.J.), « Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy », National Tax Journal, vol. 23, décembre 1970, pp. 417-427.

9 — En France même avec un avoir fiscal à 50 %, les dividendes sont plus imposés que les plus-values en capital pour la plupart des investisseurs. Il suffit en effet que le taux d'imposition marginal de l'investisseur soit supérieur à 43 % pour que le taux d'imposition des dividendes soit supérieur à celui des plus-values qui est au maximum de 15 %. Voir : Albouy (M.) et Dumontier (P.), « Faut-il verser des dividendes ? », Revue Française de Gestion, Janvier-Février 1985, pp. 35-45.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

fonds qu'elles versent à leurs actionnaires sous forme de dividendes. C'est la thèse défendue par les « radicaux »¹⁰.

Ainsi, le traitement fiscal privilégié des plus-values par rapport aux dividendes devrait conduire les dirigeants d'entreprises à limiter au maximum le montant des dividendes distribués, et ceci dans l'intérêt même des actionnaires. L'observation des politiques de dividendes menées par la plupart des entreprises tend cependant à infirmer cette thèse. A moins de rejeter le paradigme néo-classique, ou de conclure que les dirigeants d'entreprises ont des comportements irrationnels, il faut bien avouer que la position des « radicaux » n'explique que très partiellement ce que l'on observe sur les marchés¹¹. Nous utilisons l'adjectif partiel car on ne peut pas rejeter définitivement l'existence d'un éventuel « effet de clientèle »¹². Selon cette explication, les entreprises chercheraient à fidéliser leur actionariat en utilisant la politique de dividendes. De sorte que les sociétés ayant des taux de distribution élevés chercheraient à attirer vers elles des investisseurs ayant des taux d'imposition marginaux faibles en quête de revenus réguliers, alors que les sociétés distribuant très peu seraient choisies par des actionnaires fortement imposés et plus intéressés par les plus-values. Cet effet de clientèle pourrait donc expliquer l'existence d'une certaine stabilité que l'on observe dans les politiques de dividendes menées par les entreprises. Néanmoins, outre le fait qu'une telle hypothèse est difficile à tester empiriquement, on peut avec Modigliani et Miller objecter que si les entreprises ont intérêt à jouer sur cet effet de clientèle, le choix de la clientèle demeure indifférent en théorie.

Par ailleurs, comme le soulignent Black et Scholes¹³, si les investisseurs cherchent à diversifier au maximum leurs portefeuilles, ils ne peuvent le faire en se concentrant sur des actions pratiquant la même politique de dividendes. Ainsi, la recherche du gain fiscal aurait un prix sur le marché en terme d'augmentation du risque de leur portefeuille, et on peut même imaginer qu'il y ait un équilibre entre les avantages procurés par une bonne diversification et ceux tirés de la constitution de portefeuille d'actions ayant des politiques de dividendes maximisant le gain fiscal. Pour Black et Scholes, qui font figure « d'agnostiques », les entreprises ne peuvent pas changer la valeur de leurs titres en modifiant simplement leur politique de dividendes dans la mesure où les décisions prises par les managers reflètent les préférences des investisseurs. Si l'offre de dividendes répond strictement à la demande, ces auteurs affirment qu'aucune entreprise ne peut améliorer sa valeur de marché en modifiant son taux de distribution. Si ce raisonnement explique le comportement prudent en la matière, il n'explique cependant pas pourquoi les actionnaires tiennent tant à leurs dividendes.

10— Nous reprenons ici la terminologie employée par Brealey (R.A.) et Myers (S.C.) (1984); idem pour le terme « agnostique ».

11— Brealey (R.A.) et Myers (S.C.) rapportent dans leur ouvrage *Principle of Corporate Finance, le cas de la Société General Public Utilities (Fortune, 15 juin 1968) dont le président avait décidé de réduire le montant des dividendes afin d'éviter une augmentation de capital. Malgré les explications fournies, le projet avait fait l'objet d'une vive opposition de la part des actionnaires : « Les investisseurs individuels recommandèrent au président de voir un psychiatre, les institutionnels menacèrent de vendre, le prix de l'action chuta de 10 %, et en fin de compte, le projet fut abandonné. »*

12— Voir notamment Eiton (E.J.) et Gruber (M.J.), « *Marginal Stockholders' Tax Rates and the Clientele Effect* », *Review of Economics and Statistics*, février 1970, pp. 68-74. Voir également pour une étude empirique sur le marché français : Desbrières (P.), « *Politique de dividendes et fiscalité : Etude de l'effet de clientèle* ». Thèse de doctorat de Sciences de Gestion, Université de Grenoble II, 1987. Cette thèse tendrait à mettre en évidence l'existence d'un effet de clientèle sur le marché français.

13— Black (F.) et Scholes (M.), « *The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns* », *Journal of Financial Economics*, vol. 1, mai 1974, pp. 1-22.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

LE COMPORTEMENT DES ENTREPRISES ET LES RÉACTIONS DU MARCHÉ FINANCIER

De nombreuses études ont été faites sur le comportement des entreprises en matière de distribution de dividendes et sur les réactions du marché financier. Avant de présenter les résultats d'études empiriques sur des échantillons comportant un grand nombre d'entreprises, illustrons à partir de l'exemple concret d'une entreprise ce que nous avons appelé le circuit paradoxal des flux de dividendes.

L'examen du tableau de financement de Merlin Gerin¹⁴ de 1978 à 1981 révèle que cette société a distribué 52,3 millions de francs de dividendes (soit près de 15 % du montant de ses investissements sur la même période), et qu'elle a réalisé une augmentation de capital de 48,5 millions. En d'autres termes, pendant que les actionnaires recevaient 52,3 MF et payaient des impôts sur ce revenu, la société leur demandait de lui apporter 48,5 MF. D'une certaine façon on peut dire que, dans ce cas, les actionnaires ont financé leurs propres dividendes... Une telle situation n'est pas unique et il est bien connu que plus une entreprise distribue, plus elle aura tendance à faire appel au marché financier. Nous verrons ultérieurement qu'un tel comportement, bien qu'ayant un coût fiscal élevé, n'est peut-être pas si irrationnel qu'il n'y paraît à condition d'accepter de sortir du paradigme néo-classique.

Ce que font les entreprises

Les études empiriques montrent que les facteurs qui expliquent le mieux le montant du dividende versé sont le dividende passé et le bénéfice par action actuel. Ce résultat confirme l'idée que le comportement des entreprises en matière de dividende est prudent, et que si le montant du bénéfice détermine en partie son montant, l'ajustement n'est pas immédiat puisque le coupon versé l'année précédente joue un rôle non négligeable.

La plupart des travaux empiriques cherchant à expliquer le comportement des entreprises sont des variantes du célèbre modèle d'ajustement partiel de Lintner¹⁵ publié en 1956. Pour cet auteur « la plupart des actionnaires préfèrent un dividende raisonnablement stable, et le marché sanctionne positivement la stabilité ou la croissance graduelle du dividende ». En conséquence, la politique de dividendes ne se traduit pas par un ratio constant de distribution des bénéfices mais plutôt par un « ratio objectif » (*target pay-out ratio*) considéré comme un taux de distribution normal ou idéal.

Le modèle de Lintner peut s'écrire de la façon suivante :

$$\Delta D_t = \alpha + \beta (D_t^* - D_{t-1}) + \bar{\epsilon}_t$$

$$D_t^* = d B_t$$

Avec :

$$\Delta D_t = \text{la variation du dividende} = D_t - D_{t-1}$$

$$B_t = \text{le bénéfice net par action, année } t$$

$$d = \text{le taux de distribution visé}$$

$$\beta = \text{le coefficient de vitesse d'ajustement du dividende à la croissance du bénéfice.}$$

¹⁴ — Albouy (M.), « Un exemple d'analyse financière : le cas de Merlin-Gérin S.A. », Banque, n° 424, janvier 1983, pp. 39-45, et n° 425, février 1983, pp. 197-206.

¹⁵ — Lintner (J.), « Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes », American Economic Review, vol. 46, n° 2, mai 1956, pp. 97-113.

Voir également : Fama (E.F.) et Blasiak (H.), « Dividend Policy : an Empirical Study, Journal of the American Statistical Association, vol. 63, n° 324, décembre 1968, pp. 1132-1161.

Cobbaut (R.), La politique de dividende des entreprises belges et américaines, Paris, Dunod, 1969.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

Dans ce modèle, D_t^* représente le dividende qui aurait été versé si l'ajustement du dividende à la croissance du bénéfice était immédiat au lieu d'être partiel et progressif. En combinant ces deux équations, on obtient une relation qui peut faire l'objet de tests statistiques :

$$\Delta D_t = \alpha + \beta_1 D_{t-1} + \beta_2 B_t + \bar{\epsilon}_t$$

Avec :

$$\beta_1 = -\beta \text{ et } \beta_2 = \beta d$$

Selon ce modèle, les dividendes versés dépendent à la fois du bénéfice de l'année et du dividende de l'année passée, qui dépend lui-même du bénéfice de cette année-là et du dividende de l'année précédente, etc. Ainsi, les dividendes seraient une moyenne pondérée des bénéfices passés. Ce modèle donne en général de bons résultats et explique effectivement correctement le comportement des entreprises en matière de politique de dividendes. Enfin, on constate que la plupart des entreprises tendent à adopter des objectifs de taux de distribution relativement stables, et que par ailleurs il existe une grande dispersion de ces taux ce qui montre que les entreprises n'hésitent pas à adopter des stratégies de dividendes différentes.

A la suite des travaux de Lintner, plusieurs études économétriques¹⁶ ont été entreprises pour tester si les décisions relatives aux dividendes, à l'investissement et au financement sont déterminées mutuellement et si elles sont fortement interdépendantes. Ainsi, pour McDonald, Jacquillat et Nussembaum les dividendes déclarés sont une variable indicative de la rentabilité réelle dans les entreprises françaises et les dividendes sont un élément positif de l'investissement. En revanche, pour R. Higgins, il existerait un choix entre investissement et dividendes pour les entreprises américaines. Les résultats obtenus par M. Albouy sur des entreprises françaises appartenant à trois secteurs différents sont beaucoup plus nuancés et ne permettent pas vraiment de conclure ce débat.

Comment réagit le marché financier

Puisque les entreprises ont des politiques de dividendes différenciées, il peut paraître légitime de s'interroger sur l'impact de ces politiques sur la valeur des actions et leur couple rentabilité-risque. De nombreux travaux empiriques ont été consacrés à l'impact des dividendes sur la valeur des actions aux Etats-Unis¹⁷. Sur le marché français des études empiriques ont été réalisées¹⁸ pour voir dans quelle mesure il

16 — Citons notamment :
Higgins (R.C.), « The Corporate Dividend-Savings Decision », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, mars 1972, pp. 1527-1541.
Mc. Donald (J.), Jacquillat (B.), Nussembaum (M.), « Dividend, Investment and Financing Decisions: Empirical Evidence on French Firms », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, décembre 1975, pp. 741-755.
Albouy (M.), « Les politiques de dividende et d'investissement des entreprises françaises de 1973 à 1977 : le cas de trois secteurs industriels », *Finance*, vol. 2, n° 1, avril 1981, pp. 11-33.

17 — Voir par exemple :
Fisher (G.F.), « Some Factors influencing Share Prices », *Economic Journal*, mars 1961, pp. 121-141.
Friend (I.) et Puckett (M.), « Dividends and Stock Prices », *American Economic Review*, septembre 1964, pp. 656-682.
Diamond (J.J.), « Earnings distribution and the valuation of Shares : some more evidence », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, mars 1967.
Blume (M.), « Stock returns and dividend yields: some more evidence », *Review of Economics and Statistics*, novembre 1980, pp. 567-577.

18 — Voir : Peyrard (J.), « Dividendes et cours boursiers », *Analyse Financière*, 4^e trimestre 1974, pp. 97-110.
Sigalla (J.), « Les dividendes : une explication de la variation des cours », *Analyse Financière*, 3^e trimestre 1977, pp. 5-16.
Chenut (H.), « La prévision boursière sur le marché de Paris à l'épreuve de la crise », *Analyse Financière*, 4^e trimestre 1979, pp. 70-76.
Albouy (M.), « Prévision de dividendes et performances boursières : une approche par la percolation », *Analyse Financière*, 2^e trimestre 1981, pp. 69-76.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

existait une corrélation élevée entre les variations de cours et celles des dividendes comme le modèle de Gordon-Shapiro le suggère. Pour certains analystes financiers une bonne anticipation de la croissance future des dividendes devrait permettre de constituer des portefeuilles à performance bien meilleure que l'indice du marché.

Ainsi, l'étude de H. Chenut a tenté de mettre en évidence, à la suite des travaux de J. Sigalla, la relation cours-dividende. Pour cet auteur « on aurait pu prévoir la variation relative des cours dans la mesure où l'on aurait pu prévoir l'évolution des dividendes ». Cette étude portait sur 48 valeurs cotées à terme représentant 37 % de la capitalisation de la Bourse de Paris et 59 % des transactions sur la période 1974-1979. En reprenant les mêmes données publiées, M. Albouy a montré à l'aide d'une analyse statistique plus approfondie, qu'à l'intérieur d'une fourchette assez large, de taux de croissance des dividendes (de 4 % à 28 %, on ne pouvait prévoir de manière fiable l'évolution des cours sur la seule base des dividendes. Néanmoins, cet échantillon permettait de voir que les sociétés ayant eu des taux de croissance de dividendes très élevés (plus de 30 %), ou très faibles (voire négative), avaient enregistré des taux de plus-values respectivement très importants et très médiocres.

Ces résultats confirment ceux de J. Peyrard qui montre que pour 72 % des 210 sociétés cotées à Paris, il n'y a pas de corrélation significative entre les dividendes et les cours sur la période 1964 à 1971. De plus, selon cette étude, il existerait un effet asymétrique des dividendes, effet qui se manifeste quand ils diminuent, mais négligeable quand ils augmentent. En d'autres termes, les milieux financiers réagiraient fortement à l'annonce d'une baisse, même faible, du dividende, alors qu'une hausse normale n'aurait pratiquement pas d'impact. Cet effet asymétrique tendrait à prouver que les dividendes ne véhiculent de l'information que dans des situations extrêmes (surtout à la baisse). Il reste cependant à voir s'il existe des différences significatives dans les caractéristiques de risque et de rentabilité des entreprises selon leur politique de dividende.

247

Reprenant la méthodologie de Bar-Yossef et Kolodny, M. Moufid¹⁹ a testé sur le marché français l'impact des dividendes sur le compte rentabilité-risque de 102 entreprises représentant environ 48 % de la capitalisation de la Bourse de Paris de 1973 à 1980. Sur cette période, le taux de distribution moyen des dividendes a été de 41 %, avec un écart-type de 19 %, et le taux de rendement a été en moyenne de 4 %. Pour l'essentiel, les résultats de cette étude empirique montrent que :

- Les entreprises appartenant à des classes différentes de taux de distribution présentent les mêmes caractéristiques de rentabilité. En revanche, les entreprises qui distribuent le moins, sont en général plus risquées que celles qui pratiquent des taux de distribution élevés. Cette observation n'est cependant pas validée sur la période de marché haussier (1978-1980).
- Il n'existe pas de relations linéaires statistiquement significatives entre le taux de distribution des dividendes et la rentabilité de l'action, même si celle-ci est ajustée pour le risque systématique (béta) ou le risque total (écart-type des taux de rentabilité).
- Les entreprises pratiquant des taux de distribution faibles, moyens ou élevés, ne sont pas évaluées différemment par le marché financier après ajustement pour le risque systématique ou le risque total.

En conclusion, ces travaux empiriques réalisés sur les entreprises françaises ainsi que l'étude de Black et Scholes (1974), sur le marché américain, tendent à

19 — Bar Yossef (S.) et Kolodny (R.), « Dividend policy and Capital Market Theory », *Review of Economics and Statistics*, n° 2, mai 1979, pp. 189-190.

Moufid (M.), « Dividende, risque et rentabilité : une étude empirique sur le marché de Paris de 1973 à 1980 », Thèse de 3^e cycle Sciences de Gestion, Université de Grenoble II, janvier 1984.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

montrer que l'impact des dividendes sur la valeur des actions et leur couple rentabilité-risque est bien faible, et ceci tendrait à appuyer la thèse de la neutralité.

Reste à savoir pourquoi, les entreprises se montrent aussi généreuses en matière de distribution de dividendes, et pourquoi les actionnaires en sont aussi friands. La remise en cause du paradigme néo-classique pourrait peut-être nous aider à comprendre.

LA REMISE EN CAUSE DE LA VISION NÉO-CLASSIQUE DE L'ENTREPRISE

A moins d'accepter l'idée de Miller et Scholes²⁰ que les investisseurs peuvent, par divers moyens, échapper à l'imposition des dividendes, il faut bien avouer que la théorie néo-classique de la firme a bien du mal à fournir une réponse cohérente au comportement observé des entreprises. Cette insatisfaction a contribué à examiner la problématique des dividendes à la lumière de nouvelles théories mettant en cause le paradigme néo-classique.

Deux courants de recherches s'efforcent de dépasser la vision idéaliste de la firme représentée par un acteur individuel agissant en vue de maximiser la richesse des actionnaires qui achèteraient et vendraient des titres sur des marchés parfaits et totalement transparents. La théorie de l'agence²¹ considère pour sa part, l'entreprise comme un ensemble de contrats liant différents acteurs — notamment les actionnaires, les créanciers, et les managers — ayant des intérêts souvent divergents sinon contradictoires. La théorie des signaux met l'accent sur le caractère asymétrique de l'information, c'est-à-dire le fait qu'un groupe de participants au marché possède des informations de meilleure qualité que d'autres agents impliqués dans des transactions sur les mêmes actifs. Ces deux théories permettent de réexaminer sous un nouvel angle la problématique des dividendes et de sortir des théorèmes de neutralité de Miller et Modigliani. Naturellement, du fait de leur jeunesse, ces deux nouveaux courants de recherche n'apportent que des réponses partielles et souffrent encore d'un manque d'unification et de vérification empiriques.

La théorie des signaux et la politique de dividendes

L'activité de signalisation se produit sur des marchés où les acheteurs sont imparfaitement informés sur la qualité des produits offerts contrairement aux vendeurs. Ainsi, sur le marché des voitures d'occasion G. Akerlof²² montre qu'en l'absence d'un mécanisme de signal (garantie, nom de marque, références, etc.) les voitures de bonne qualité devraient rapidement disparaître. Ceci s'explique par le fait que les acheteurs n'accepteront de payer que la qualité moyenne espérée, et que les offreurs de produits de très bonne qualité se retireront d'un marché qui est incapable de faire la différence et ne propose qu'un prix moyen inférieur à celui qu'ils sont en droit d'attendre. Pour éviter que le marché ne s'effondre, il est donc nécessaire d'éliminer le différentiel d'information grâce à un mécanisme de signal. Pour que le

20 — Miller (M.H.) et Scholes (M.S.), « Dividends on Taxes », *Journal of Financial Economics*, vol. 6, n° 4, décembre 1978, pp. 333-364.

Dans cet article, ces auteurs avancent l'idée que la législation fiscale (américaine) fournit aux personnes physiques divers moyens leur permettant de neutraliser l'imposition des dividendes, ou de transformer ceux-ci en plus-values.

21 — Pour une excellente et très complète revue de la littérature sur la théorie de l'agence et celle des signaux voir :

Jacquillat (B.) et Lévasseur (M.), « Signaux, mandats et gestion financière », *Finance*, n° 1, vol. 5, avril 1984, pp. 7-83.

22 — Akerlof (G.), « The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, août 1970, pp. 488-500.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

signal soit efficace encore faut-il qu'il soit suffisamment coûteux pour que son imitation par des vendeurs de produits de mauvaise qualité ne soit pas profitable, et qu'il existe un système de pénalité en cas d'émission de mauvaise information.

Sur les marchés financiers il est clair qu'il existe un différentiel d'information important entre les dirigeants et les investisseurs. Ces derniers ne disposent, pour l'essentiel, que des informations émises par les dirigeants et principalement sur les exercices passés à travers les documents comptables... Or, ce qui intéresse les actionnaires c'est naturellement le futur de l'entreprise. Dans ce contexte, comment les dirigeants des bonnes entreprises peuvent-ils informer pleinement les acheteurs d'actions de la qualité de leurs projets ? Une réponse possible est la politique de dividendes. Les dividendes constituent en effet un excellent signal parce qu'ils sont proposés par les dirigeants aux actionnaires, et surtout parce qu'ils sont coûteux ! Rappelons à cet égard le coût fiscal lié à la distribution de dividende et les coûts résultant d'augmentation de capital plus fréquentes. Ils constituent également un bon signal car il existe une pénalité en cas d'émission de mauvaise information : une entreprise ayant annoncé un dividende plus élevé qu'elle ne pourrait payer, devra faire appel à des fonds extérieurs (bancaires, par exemple).

Depuis les travaux de S. Ross²³ sur la signalisation par la structure financière de l'entreprise, plusieurs modèles de signalisation par la politique de distribution de dividendes ont été proposés²⁴. Le modèle de A. Kalay est en fait une transposition de celui de S. Ross. La pénalité infligée aux dirigeants en cas de défaut sur le remboursement de la dette est remplacée par une pénalité qui serait due dans le cas où le dividende annoncé serait supérieur au bénéfice, ce qui entraînerait une réduction du coupon. Par hypothèse, les dirigeants sont réticents à diminuer le dividende. La principale faiblesse de ce modèle est qu'il n'explique pas pourquoi les actionnaires n'incitent pas les dirigeants des moins bonnes entreprises à se signaler faussement en les dédommageant par des « dessous de table », comme le font justement remarquer B. Jacquillat et M. Levasseur.

249

Un autre modèle a été proposé par S. Bhattacharya dans lequel les dividendes sont employés comme signal des flux de liquidités futurs de la firme dans un contexte d'information asymétrique sur la rentabilité des projets d'investissements de l'entreprise. Ce modèle suppose notamment que l'annonce du dividende servi détermine la valeur de la firme : $V(D)$. Lors du paiement du dividende, si le cash flow généré par l'entreprise (X) est supérieur au dividende annoncé et versé (D), celle-ci pourra réinvestir ($X - D$), et les actionnaires percevront $(1 - t) D$ car ils devront verser l'impôt tD . Cet impôt constitue le coût de l'activité de signalisation. En revanche, si le cash flow est inférieur au dividende, l'entreprise devra se refinancer pour un montant $(D - X)$. Le coût du financement représente la pénalité liée à une activité de signalisation erronée : le dividende, annonçant un cash flow supérieur à celui effectivement généré. Le message n'était pas fiable, il est sanctionné. Supposons qu'en tant que mandataires des actionnaires, les dirigeants cherchent à maximiser leur richesse. Par conséquent, ils doivent déterminer le niveau de dividendes tel que la valeur de la société — qui est fonction de ce dividende, $V(D)$ — soit maximale, mais sans oublier l'effet de l'impôt, ni la pénalité de refinancement si le dividende est trop important compte tenu du résultat réalisé.

23 — Ross (S.), « *The Determination of Financial Structure: the Incentive Signaling Approach* », *Bell Journal of Economics*, vol. 8, n° 1, 1977, pp. 23-40.

24 — Kalay (A.), « *Signaling Information content and the Reluctance to Cut Dividends* », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 15, n° 4, novembre 1980, pp. 855-869.

Bhattacharya (S.), « *Imperfect Information, Dividend Policy and the « Bird in the Hand Fallacy* », *Bell Journal of Economics*, printemps 1979, pp. 259-270.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

Le développement mathématique du modèle montre que, connaissant le dividende annoncé, les investisseurs peuvent déterminer le résultat anticipé par les dirigeants. Sans approfondir davantage, notons cependant que ce modèle ne fournit pas une solution très crédible au plan pratique : selon la valeur de certains paramètres on peut arriver à des dividendes supérieurs au résultat ! Cela s'explique certainement par certaines hypothèses peu réalistes comme par exemple celle qui consiste à supposer que les entreprises empruntent pour payer un dividende qu'elles ont annoncé mais qui est supérieur au montant des résultats effectivement réalisés.

Même en développant un modèle inspiré à la fois de celui de Ross et de celui de Bhattacharya, Jacquillat et Levasseur n'arrivent pas à des résultats plus convaincants.

Pourtant, l'hypothèse d'un effet d'information par les dividendes ne peut être rejetée si l'on se réfère aux travaux empiriques de P. Dumontier²⁵. Ce dernier considère que l'écart entre le dividende servi et le dividende prévu par le modèle de Lintner (qui est censé refléter les anticipations des investisseurs) véhicule de l'information. Ainsi, un écart positif (dividende versé supérieur au dividende anticipé) est interprété comme un signal favorable, alors qu'un écart négatif constitue un signal défavorable. L'analyse des performances anormales (mesurées par la différence entre la rentabilité observée du titre et sa rentabilité estimée à partir du modèle de marché) des cours de 98 entreprises lors de l'annonce des dividendes a permis de vérifier l'hypothèse d'un effet d'information par les dividendes.

La théorie de l'agence et la politique de dividendes

La théorie de l'agence constitue une remise en cause importante du paradigme néo-classique. Dans cette approche la firme est considérée comme un ensemble de contrats entre les différents groupes qui participent à son activité : les actionnaires, les dirigeants, les créanciers, les fournisseurs, etc. Chaque groupe est supposé maximiser sa propre fonction d'utilité, et dès lors on peut s'attendre à l'émergence de conflits d'intérêts. Afin de résoudre ces derniers la théorie s'efforce de proposer des solutions optimales et surtout acceptables par les différents partenaires. Dans le domaine financier, il est clair que des situations conflictuelles peuvent exister entre les dirigeants et les actionnaires d'une part, et entre la firme et ses créanciers d'autre part. C'est essentiellement grâce aux travaux de Jensen et Meckling²⁶, qui s'intéressent à l'influence de la nature des contrats sur la valeur de la firme, qu'un pont a pu ainsi être jeté entre la théorie des organisations²⁷ et la théorie financière de l'entreprise.

La théorie de l'agence permet d'examiner sous un angle nouveau la politique de dividendes en mettant notamment l'accent sur l'aspect conflictuel qui peut exister entre la firme représentée par les dirigeants et les actionnaires d'une part, et les créanciers d'autre part. En effet, la politique de dividendes peut être un merveilleux instrument de transfert de richesse des obligataires au profit des actionnaires. Deux possibilités de transfert de richesse par l'intermédiaire du versement des dividendes peuvent être utilisées par les actionnaires. Tout d'abord, ils peuvent émettre de la dette, de manière non anticipée, et se verser des dividendes avec tout ou partie du

25 — Dumontier (P.), « Dividendes et information des actionnaires : le comportement des entreprises et la réaction du marché parisien ». Thèse de 3^e cycle Sciences de Gestion. Université de Grenoble II, janvier 1984.

26 — Jensen (M.) et Meckling (W.), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n^o 4, 1976, pp. 305-360.

27 — Voir notamment : Simon (H.), « Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Science », *American Economic Review*, vol. 49, juin 1959 ; et Cyert (R.) et March (J.), « A behavioral theory of the firm, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1963.

DIVIDENDES DES ENTREPRISES

produit de cette émission. Ils peuvent aussi décider une politique d'investissement sous-optimale, c'est-à-dire refuser d'entreprendre des projets d'investissement à valeur actuelle nette positive, et se verser des dividendes plus importants. Si on suppose que les obligataires ont des anticipations rationnelles, la théorie montre que ce sont les actionnaires qui devraient supporter les conséquences, c'est-à-dire les coûts, d'une politique de financement ou d'investissement non conforme ou « déviante » pour reprendre l'expression de Jacquillat et Levasseur. Afin de résoudre les conflits qui peuvent naître entre les actionnaires et les créanciers, du fait de politiques de dividendes déviantes, il existe divers moyens et notamment l'inclusion de clauses particulières dans les contrats obligataires ou dans des prêts bancaires qui limitent les degrés de liberté des actionnaires et de leurs dirigeants.

En général, les restrictions quant au versement de dividendes visent, dans la plupart des contrats obligataires, à empêcher la distribution de bénéfices par la dette ou la vente d'actifs existants comme le font remarquer Kalay²⁸, Jacquillat et Levasseur. Ces derniers auteurs font du reste remarquer qu'en « fixant un maximum pour la distribution de dividendes, la clause de restriction des dividendes impose aux actionnaires un minimum de dépenses d'investissements ». Cependant, si une telle clause permet d'éviter le risque de sous-investissement, elle risque de favoriser l'adoption de projets d'investissements insuffisamment rentables. Cette situation pourrait survenir dans le cas de sociétés dégageant des flux de fonds importants et ayant peu de nouveaux projets à valeur actuelle nette positive.

Cela dit, si la théorie de l'agence permet de comprendre l'existence de certaines clauses restrictives dans les contrats obligataires concernant le montant des dividendes versés, elle n'explique pas pour autant le comportement des entreprises en matière de politique de dividendes.

Dans cet article, nous avons présenté un panorama des théories et des recherches empiriques visant à expliquer le comportement des entreprises en matière de distribution de dividendes. Il faut bien avouer que les réponses que nous offre la théorie financière sont encore bien partielles dès lors que l'on s'écarte du paradigme néo-classique et des marchés financiers parfaits. Pour certains investisseurs, les dividendes ont un rôle important à jouer pour la tenue d'un cours en Bourse. Ne recommande-t-on pas, du reste, aux entreprises qui s'introduisent au Second Marché d'adopter une politique de dividendes suffisamment généreuse ? Pour ceux qui croient à l'efficacité des marchés l'impact des dividendes est négligeable sur la valeur des entreprises, tandis que la prise en compte de la fiscalité devrait normalement pousser les entreprises à distribuer le moins possible.

Et comment comprendre, malgré une fiscalité désavantageuse, l'attachement des actionnaires pour des politiques de distribution généreuse ? Si l'effet de clientèle peut éventuellement expliquer quelques situations extrêmes de distribution, il semble difficile qu'il puisse le faire pour la majorité des actionnaires qui appartiennent en grande majorité à des tranches d'imposition élevée. Enfin, même la thèse séduisante des signaux n'est pas exempte d'ambiguïtés. En effet, comment interpréter une hausse du dividende plus faible que celle qui était anticipée par le marché ? Est-ce le signal que les affaires vont mal, ou plutôt que l'entreprise a tant de bons projets d'investissements qu'elle préfère conserver ses bénéfices pour elle-même ?

Autant de questions qui forment un véritable puzzle pour reprendre l'expression de F. Black²⁹ au sujet de cette question controversée des dividendes. □

28 — Kalay (A.), « *Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints* », *Journal of Financial Economics*, vol. 10, n° 2, juillet 1982, pp. 211-233.

29 — Black (F.), « *The Dividend Puzzle* », *Journal of Portfolio Management*, vol. 2, 1976, pp. 5-8.