

La politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants ?

Michel ALBOUY

Professeur en sciences de gestion
IAE de Grenoble, Université Pierre Mendès-France Grenoble

Alain SCHATT

Professeur en sciences de gestion
Université de Bourgogne

LEG UMR Cnrs 5118 – FARGO

Centre de recherche en Finance, ARchitecture et Gouvernance des Organisations

Cahier du FARGO n° 1100603

Juin 2010

Résumé : Depuis près de 25 ans, la théorie de l'agence (Easterbrook, 1984 ; Jensen, 1986) postule que les actionnaires demandent des dividendes pour discipliner les dirigeants. Une analyse approfondie de la littérature montre cependant que la politique de dividende ne constitue pas un mécanisme efficace de gouvernance, pour au moins trois raisons : les attentes des divers groupes d'actionnaires sont variées en matière de versement de dividendes ; les entreprises concernées présentent des caractéristiques spécifiques ; la gouvernance des entreprises est de « faible » qualité du point de vue des actionnaires minoritaires.

Mots clés : Dividendes - Fiscalité - Asymétrie d'information - Biais comportementaux - Opportunités d'investissement – Gouvernance - Parties prenantes.

JEL Classification : G300 ; G350.

Contact : Michel ALBOUY, michel.albouy@iae-grenoble.fr, Alain SCHATT, IAE de Dijon, Université de Bourgogne, alain.schatt@u-bourgogne.fr

La recherche en gouvernance se préoccupe principalement des mécanismes de discipline des dirigeants, c'est-à-dire des mécanismes ayant pour objet de limiter le comportement opportuniste des dirigeants et d'aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Parmi l'ensemble des mécanismes identifiés dans la littérature, la politique de dividende a donné lieu à une attention particulière au cours des vingt cinq dernières années. Bien que le montant des dividendes versés soit discrétionnaire, Easterbrook (1984) et Jensen (1986) ont notamment avancé que le versement de dividendes présente deux avantages. D'une part, il limite le montant des capitaux susceptibles d'être « gaspillés » par les dirigeants. D'autre part, il contraint les dirigeants à recourir aux marchés des capitaux lorsqu'ils souhaitent financer de nouveaux projets et, donc, à justifier l'utilisation des capitaux. Qu'en est-il réellement ? La politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants ?

A l'évidence, tel ne semble pas être le cas. En effet, de nombreuses limites réduisent l'efficacité de ce mécanisme de discipline des dirigeants. Une analyse de la littérature publiée sur la politique de dividende permet notamment d'en citer trois, relatifs aux attentes des actionnaires, aux entreprises concernées, et à la gouvernance des entreprises.

Premièrement, la demande de dividende par les actionnaires semble répondre à d'autres préoccupations (fiscales, informationnelles et comportementales), plus fondamentales, que celle consistant à discipliner les dirigeants. Par ailleurs, les attentes des diverses catégories d'actionnaires divergent assez fortement en matière de rémunération. En particulier, les détenteurs de blocs d'actions, présents dans la majorité des entreprises cotées à travers le monde, n'ont pas les mêmes préférences que les actionnaires minoritaires.

Deuxièmement, la vision proposée par la théorie de l'agence concerne des entreprises qui présentent une caractéristique spécifique : elles disposent de faibles opportunités de croissance. Or, pour une majorité d'entreprises, il est préférable que les dirigeants utilisent les liquidités pour les investir dans des projets rentables, afin de satisfaire leurs actionnaires.

Troisièmement, l'existence d'une gouvernance « faible » ne conduit pas les dirigeants à verser des dividendes aux actionnaires. C'est notamment le cas lorsqu'une forte pression est exercée par d'autres parties prenantes, notamment par les créanciers financiers et les salariés. Des dirigeants concernés par la performance à long terme des entreprises veillent également à satisfaire ces parties prenantes en limitant les dividendes.

Cet article est structuré de la façon suivante. La première section est consacrée aux demandes de dividendes de la part des actionnaires. Dans une seconde section, nous évoquons les caractéristiques des entreprises, pour lesquelles la demande de dividendes est potentiellement importante dans le but de discipliner les dirigeants. Enfin, nous nous focalisons sur l'incidence de la gouvernance des entreprises sur la politique de dividende. Une dernière section synthétise nos principaux résultats et conclut.

1. Les actionnaires demandent-ils réellement des dividendes dans le but de discipliner les dirigeants?

L'idée d'une demande de dividendes par les actionnaires pour discipliner des dirigeants consiste à considérer, au moins implicitement, que l'actionnariat des entreprises est dilué et que les minoritaires ont des attentes homogènes. Cette vision de l'entreprise néglige l'existence de motivations variées des multiples groupes d'actionnaires qui se côtoient au sein d'une même société. En effet, la demande de dividendes par les actionnaires minoritaires ne relève pas exclusivement d'une volonté de réduire l'espace discrétionnaire des dirigeants, mais aussi du souhait de toucher une partie des bénéfices de la société. Par exemple, certaines fondations ne peuvent vivre que sur les revenus du capital sans pouvoir l'aliéner. Par ailleurs, dans la plupart des entreprises cotées en bourse à travers le monde, y compris aux Etats-Unis, des détenteurs de blocs d'actions sont présents. Dans de nombreux cas, il s'agit d'actionnaires familiaux, dont les préférences en matière de dividendes divergent assez fortement de ceux des divers groupes d'actionnaires minoritaires.

1.1. Pourquoi les actionnaires minoritaires demandent des dividendes ?

Les actionnaires souhaitent obtenir des revenus de leurs placements, soit pour leur consommation, soit pour modifier la composition de leur portefeuille (diversification). Ces revenus peuvent provenir soit de la cession des actions, soit du versement de dividendes. Dans la mesure où le versement de dividendes consiste à réduire les fonds propres de l'entreprise et, par conséquent, à réduire la valeur des actions, comme l'ont parfaitement démontré Miller et Modigliani (1961), la question se pose de savoir pourquoi les actionnaires ont une préférence pour les dividendes.

Une première raison a trait aux coûts de transaction supportés par les investisseurs, qui sont plus faible en cas d'obtention de dividendes qu'en cas de cessions d'actions. Cet argument a notamment été mis en évidence par Dong, Robinson et Veld (2005), dans leur enquête menée auprès d'investisseurs aux Pays-Bas¹. Trois autres raisons plus fondamentales peuvent expliquer la demande de rémunération des actionnaires sous forme de dividendes : la fiscalité, l'asymétrie informationnelle et les biais comportementaux.

1.1.1. Le taux d'imposition des dividendes

Si les dividendes sont moins taxés que les plus-values, alors les actionnaires maximisent leur richesse en obtenant des dividendes. Ainsi, il existe une demande de dividendes, dans l'économie, par des investisseurs dont le taux d'imposition des plus-values excède le taux d'imposition des dividendes. Cet argument est relativement ancien ; il a donné lieu à une littérature abondante, synthétisée par Albouy et Dumontier (1992). Plus récemment, de nombreux travaux ont cherchant à approfondir le lien entre le taux d'imposition des dividendes et la structure de propriété des entreprises (Moser, 2007 ; Korkeamaki, Liljebloom et Pasternack, 2009).

L'étude de Korkeamaki, Liljebloom et Pasternack (2009) est particulièrement intéressante. Elle consiste à apprécier l'impact de la réforme fiscale, intervenue en 2004 en Finlande, sur la politique de dividende des entreprises. Les résultats obtenus permettent de confirmer le changement d'attitude des entreprises pour répondre aux nouvelles attentes des clients, en particulier des plus gros actionnaires.

1.1.2. La réduction de l'asymétrie informationnelle ex-ante

Depuis les travaux d'Akerlof (1970) on sait que sans un mécanisme permettant de signaler la qualité réelle des produits, les marchés caractérisés par un déséquilibre informationnel disparaîtraient. Pour Spence (1974), les conditions d'équilibre des marchés où l'information est asymétrique sont : un signal coûteux et des pénalités en cas de faux signal avéré. Les modèles de signalisation par les dividendes, comme ceux de Bhattacharya (1979, 1980),

¹ Ce résultat est intéressant de point de vue du gouvernement. En effet, des réformes fiscales intervenues dans certains pays (Etats-Unis, Finlande, etc.), en matière de taxation des dividendes, avaient pour objet d'inciter les entreprises à verser plus de dividendes pour favoriser la consommation. Il est donc possible d'avancer que les réformes n'ont probablement pas eu les effets escomptés en matière de relance de la consommation.

Kalay (1980), Miller et Rock (1985), illustrent comment les dividendes sont susceptibles d'informer les investisseurs sur la qualité des firmes cotées. Les nombreuses études empiriques² réalisées sur différents marchés montrent la pertinence d'une telle approche. Grâce aux versements de dividendes les dirigeants qui sont mieux informés que quiconque sur les potentialités et sur les perspectives d'avenir de leurs entreprises, peuvent faire part aux investisseurs de leurs anticipations futures. Deux conclusions convergentes se dégagent de ces recherches. D'une part, les investisseurs corrigent leurs anticipations et réévaluent significativement les titres des sociétés dès que celles-ci annoncent leur dividende ; d'autre part, le niveau des bénéfices futurs est un déterminant du montant des dividendes.

Dans la lignée de ces travaux qui donnent aux dividendes un sens sur le futur à long terme de l'entreprise, Albouy (2007) montre qu'à long terme l'évolution des cours des actions n'est pas déconnectée de celle des dividendes. En d'autres termes, le dividende renseigne sur le futur de l'entreprise et constitue une variable importante à surveiller pour les investisseurs préoccupés de la valorisation à long terme de leur capital.

Au total, ces travaux attestent que les dividendes constituent l'une de variables financières essentielles qui permettent de réduire l'asymétrie informationnelle sur les marchés financiers. Pourquoi les actionnaires devraient-ils se priver d'une telle boussole ?

1.1.3. Les biais comportementaux

Une troisième raison qui conduit les investisseurs à demander des dividendes a trait à l'existence des biais comportementaux qui les caractérisent. Cet argument a été développé initialement par Shefrin et Statman (1984). Vingt ans plus tard, les travaux de Baker et Wurgler (2004a) ont donné un nouvel élan à ces recherches. Ces auteurs développent l'idée d'une demande de dividendes en cas de forte de la valeur des actions, notamment parce les marchés sont déprimés ; dans ce cas, les actionnaires ont le sentiment de gagner quelque chose, ou de moins perdre. Baker et Wurgler (2004b) ont confirmé cette hypothèse, dénommée « *catering incentives* », aux Etats-Unis. Les entreprises versent des dividendes quand la demande est forte, c'est-à-dire quand les investisseurs valorisent plus fortement les entreprises qui paient dans un contexte de marché boursier « déprimé » ou « baissier ». Li et

² Voir Jacquillat et Levasseur (1984) et Albouy et Dumontier (1991) pour une revue des nombreux travaux réalisés dans les années 1970 et 1980.

Lie (2006) ont enrichi les résultats précédents, en se focalisant sur les augmentations et les réductions des versements de dividendes par les entreprises. Ils constatent notamment que la décision de changer le montant des versements dépend de la demande des investisseurs, et de la prime de marché qui résulte du versement de dividendes.

Enfin, dans étude internationale, Ferris et al. (2009) vérifient l'hypothèse de Baker et Wurgler (2004a) sur un échantillon d'entreprises cotées en bourse dans 23 pays. Ils constatent que des différences existent entre les pays. Les entreprises semblent répondre à la demande des investisseurs principalement dans les pays de *common law*, c'est-à-dire dans des pays où la pression des actionnaires est forte. En revanche, dans les pays de *civil law*, ces auteurs mettent en évidence une relative absence de réponse à la demande de dividendes des investisseurs, lorsque les marchés sont déprimés ou baissiers.

Les enquêtes réalisées auprès des dirigeants sont également éclairantes sur leur comportement en matière de politique de dividende. Ainsi, à la question « est-ce que les dirigeants doivent prendre en compte les préférences des actionnaires en matière de distribution ? », 64 % des répondants d'une enquête réalisée auprès de 75 dirigeants d'entreprises françaises cotées répondent positivement alors que seulement 18 % répondent négativement (Albouy et al., 2010). Ces mêmes dirigeants considèrent également que les facteurs déterminants des dividendes versés sont le niveau attendu des résultats futurs et la tendance passée. En d'autres termes, les dirigeants sont attentifs à la demande de leurs actionnaires et cherchent à leur communiquer de l'information sur le futur de l'entreprise à travers le dividende. A priori, ils ne se demandent pas vraiment pourquoi leurs actionnaires réclament des dividendes. Ils doutent que les dividendes aient vraiment un impact sur la valorisation des actions. En fait, ils cherchent à satisfaire leurs actionnaires et leur donnent ce qu'ils devinent être leur demande, même si celle-ci relève de biais comportementaux.

1.2. L'hétérogénéité de l'actionariat

Si les raisons évoquées précédemment d'une demande de dividendes par les actionnaires existent sans aucun doute, il faut cependant insister sur le fait suivant : elles concernent principalement une catégorie particulière d'actionnaires minoritaires. Il s'agit des actionnaires qualifiés d'actionnaires patrimoniaux par Albouy et Schatt (2009), parmi lesquels on trouve les particuliers et les investisseurs institutionnels.

Aux Etats-Unis, Grinstein et Michaely (2003), constatent par exemple que les investisseurs institutionnels ont tendance à éviter les entreprises qui ne versent pas de dividendes, même si une plus forte détention d'actions par les investisseurs institutionnels n'est pas synonyme d'un versement supérieur de dividendes. En revanche au Royaume-Unis, Short et al. (2002) trouvent un lien positif entre la fraction d'actions détenues par des actionnaires institutionnels et le versement de dividendes. En revanche, lorsque la fraction d'actions détenues par le dirigeant augmente, alors les dividendes sont plus faibles.

Ce dernier résultat nous conduit à rappeler que, dans de nombreux cas, une part élevée des actions est détenue par des actionnaires de contrôle, qui peuvent diriger ou non l'entreprise. Cette situation est nette en Europe Continentale (Faccio et Lang, 2002), mais également dans de nombreuses entreprises cotées aux Etats-Unis (Anderson et Reeb, 2003), alors même que l'actionnariat y est globalement plus dilué. La présence de détenteurs de blocs est importante en matière de politique de dividende pour au moins deux raisons.

Premièrement, qu'il s'agisse d'entreprises familiales ou de filiales d'autres sociétés, les dirigeants œuvrent généralement dans l'intérêt des détenteurs de bloc de contrôle. Lorsque le principal actionnaire ne dirige pas lui-même l'entreprise, il exerce une pression sur le dirigeant en siégeant au conseil d'administration de l'entreprise (Godard et Schatt, 2005). Dans la mesure où la détention d'un bloc de contrôle est synonyme de mauvaise diversification de leur portefeuille, les actionnaires familiaux sont très sensibles au risque de faillite de l'entreprise. Or, le versement de dividende accroît ce risque. Bien évidemment, ils sont soucieux d'obtenir des revenus, pour leur propre consommation, mais ils ne sont pas incités à vendre leurs actions par crainte de perdre le contrôle de leur entreprise. En pratique, ils ont la possibilité d'obtenir des revenus de deux autres manières : en s'octroyant d'importants jetons de présence en tant que membre du conseil d'administration, ou en occupant une fonction dans l'entreprise qui donne lieu au versement d'un salaire.

Deuxièmement, ils peuvent créer des structures pyramidales, de façon à remonter les dividendes au niveau la holding. D'après Faccio et al. (2001), le versement de dividendes est plus faible en Asie de l'Est, où les conflits d'intérêts entre actionnaires minoritaires et actionnaires de contrôle sont sévères, parce que le risque d'expropriation est grand en raison de l'existence de telles structures.

Dans deux études réalisées sur 131 entreprises françaises pour la période 1988-1994, Calvi-Reveyron (1999, 2000), trouve également que le niveau des dividendes est supérieur dans les entreprises managériales que les entreprises familiales. Cela étant, outre les divergences entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires patrimoniaux, il faut noter que les préférences de tous les groupes d'actionnaires minoritaires ne sont pas homogènes. Par exemple, les attentes des actionnaires-salariés sont plus proches de celles des détenteurs de bloc de contrôle que de celles des actionnaires patrimoniaux, notamment parce qu'ils sont également sensibles au risque de faillite de leur entreprise. Les revenus qu'ils tirent de leur travail excèdent généralement, très largement, ceux résultant des versements de dividendes. Il en va de même pour les autres créanciers de l'entreprise.

2. Dans quel type d'entreprise le versement de dividendes permet-il de discipliner les dirigeants ?

Les arguments développés par Easterbrook (1984) et par Jensen (1986) sont essentiellement valables pour des entreprises qui présentent des caractéristiques particulières : elles n'ont pas besoin des liquidités pour financer des projets rentables. Dans ce cas, le risque de dilapidation des liquidités disponibles est effectivement plus élevé. Un tel résultat a été mis en évidence dans de nombreuses études empiriques, tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Par ailleurs, des enquêtes réalisées auprès de dirigeants d'entreprises confirment l'importance des opportunités d'investissement pour justifier l'absence ou les faibles versements de dividendes.

2.1. Le rôle des opportunités de croissance des entreprises

Dans son article sur le *Free Cash Flow (FCF)*³, Jensen (1986) décrit parfaitement les entreprises où des conflits d'intérêts existent entre les actionnaires et les dirigeants. Il observe : *“Conflicts of interest between shareholders and managers over payout policies are especially severe when the organization generates substantial free cash flow. The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies”*.

³ Jensen le définit ainsi : *“Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital”*.

Il précise que les dirigeants, à la tête d'entreprises qui disposent d'un FCF élevé, peuvent verser des dividendes ou promettre d'en verser dans le futur, mais une telle décision reste discrétionnaire. Rien n'oblige les dirigeants à verser des dividendes, contrairement au remboursement des emprunts et au versement des intérêts aux créanciers financiers. Autrement dit, Jensen (1986) considère que la dette constitue un mécanisme de substitution efficace au versement de dividendes.

Pour illustrer son propos, il évoque les décisions des dirigeants des entreprises pétrolières américaines au cours des années 70 et 80. Il avance notamment que les réserves de pétrole étaient trop importantes, ainsi que les dépenses d'exploration et de développement. L'augmentation des prix a généré des FCF importants. Par exemple, en 1982, les flux de trésorerie des dix plus grandes entreprises s'élevaient à 48,5 milliards de dollars, soit plus d'un quart du flux total dégagé par les 200 plus grandes entreprises américaines.

Ainsi, les entreprises qui ne disposent pas d'opportunités d'investissement rentables devraient verser des dividendes. En revanche, il est préférable d'utiliser les liquidités pour saisir de telles opportunités si elles existent. Ce point de vue est largement partagé par les dirigeants d'entreprise. En effet, des enquêtes menées auprès des dirigeants d'entreprises, tant aux Etats-Unis que dans d'autres pays, confirme l'importance des opportunités de croissance dans la décision de verser des dividendes.

L'enquête de référence dans le domaine est celle de Lintner (1956), qui a été menée auprès d'un nombre réduit de responsables. Plus récemment, Brav, Graham, Harvey et Michaely (2005) ont dépouillé les réponses fournies par 384 responsables financiers. Il apparaît que la politique de dividende est étroitement liée à la politique d'investissement des entreprises, sachant que la très grande majorité des dirigeants considèrent qu'il est préférable de maintenir un dividende stable dans le temps, parce que la décision de stopper le versement est sanctionnée par le marché. En revanche, moins de 15% des dirigeants interrogés partagent l'idée que le paiement de dividendes réduit les liquidités de façon à discipliner les dirigeants, c'est-à-dire à prendre des décisions efficaces dans l'intérêt des actionnaires.

2.2. Les faits

Les études longitudinales permettent de confirmer que les entreprises qui versent des dividendes présentent de faibles opportunités de croissance.

Dans une étude de référence, Fama et French (2001) ont constaté que la proportion d'entreprises cotées aux Etats-Unis, qui versaient des dividendes, a baissé significativement en trois décennies. Ainsi, à la fin des années 70, environ deux tiers versaient des dividendes, contre seulement 20% à la fin des années 90⁴. Ils mettent en évidence des différences significatives entre les sous-groupes d'entreprises. Au cours de la période (1963-1998), celles qui paient des dividendes sont plus rentables (rentabilité économique et rentabilité des capitaux propres), plus grandes (total de l'actif), ont enregistré une croissance plus faible (variation de leur actif total) et ont de moindres opportunités de croissance (valeur de marché de l'entreprise/total de l'actif) que celles qui n'en paient pas ou n'en paient plus.

DeAngelo et DeAngelo (2003) constatent cependant que les montants de dividendes versés ont globalement augmenté, en raison d'un phénomène de concentration des bénéficiaires. En 1978, près de 2200 sociétés (de leur base de données) ont versé 31,3 milliards de dollars. En 2000, près de 900 sociétés ont versé 96,2 milliards de dividendes, soit 36,4 milliards corrigés pour l'inflation (valeur réelle exprimée en 1978). Ces auteurs constatent que les 100 plus sociétés les plus généreuses versaient 67,3% des dividendes totaux en 1978 contre 81% en 2000. Dans une étude complémentaire, DeAngelo, DeAngelo et Stulz (2006) propose une théorie du cycle de vie des dividendes. Ils montrent que les entreprises qui versent des dividendes aux Etats-Unis, sont celles qui ont accumulé d'importantes réserves au cours du temps (capitaux propres internes). Ce résultat est valable après avoir contrôlé pour la profitabilité et les opportunités de croissance des entreprises.

La comparaison internationale de Denis et Osobov (2008) a pour but de vérifier l'importance des ces deux phénomènes (moindre propension à payer et augmentation des montants) hors des Etats-Unis. Ils constatent que les caractéristiques des entreprises expliquent la politique de dividende. Au cours la période 1989-2002, à l'instar des Etats-Unis, dans les cinq pays étudiés (Canada, France, Germany, Japan, UK, US), les entreprises qui versent des dividendes sont plus grandes, plus profitables, ont accumulé plus de réserves et ont de plus faibles opportunités, comparativement aux entreprises qui ne versent pas de dividende. Par ailleurs, un phénomène de concentration des dividendes est également noté dans tous les pays étudiés.

⁴ Ils vérifient que l'évolution de la propension à payer des dividendes n'est pas uniquement due aux changements des caractéristiques des entreprises cotées, c'est-à-dire au fait que les entreprises cotées en bourse sont plus petites, moins profitables et disposent d'opportunités de croissance plus importantes à la fin des années 90 que celles cotées à la fin des années 70.

Von Eije et Megginson (2008) obtiennent des résultats similaires dans leur étude de la politique de dividende des entreprises de 15 pays membres de l'UE, au cours de la période 1989-2005. Ils concluent notamment que l'âge des entreprises, généralement synonyme de maturité est le principal déterminant de l'augmentation de la fraction des dividendes versés.

Ces résultats ont été confirmés dans une étude récente sur le marché français par Schatt et Wichman (2008). Ils constatent qu'à la fin des années 90, les 10 sociétés les plus généreuses versaient près de 40% du montant total des dividendes distribués. En se focalisant uniquement sur 130 sociétés qui ont versé pendant au moins 8 ans sur 15 (1992-2006), ils trouvent que fin 2006, les 10 entreprises les plus généreuses versaient 66% des dividendes, au premier rang desquels figurent notamment BNP Paribas et la Société Générale (industrie bancaire) et Total (industrie pétrolière). Il s'agit donc de très grandes entreprises, fortement bénéficiaires, qui évoluent dans des secteurs à maturité.

3. Quel est l'incidence de la gouvernance sur le versement de dividendes ?

L'analyse de la multiplicité des attentes des actionnaires nous amène à évoquer la troisième limite de la vision disciplinaire des dividendes : l'existence d'une gouvernance de « faible qualité » du point des actionnaires minoritaires patrimoniaux. Comment forcer un actionnaire majoritaire, ou un détenteur de bloc de contrôle, à voter le versement de dividendes s'il ne souhaite pas en obtenir ? Par ailleurs, comment limiter la pression exercée par les autres parties prenantes qui ne souhaitent pas que des dividendes soient versés ?

3.1. La « qualité » de la gouvernance actionnariale

La thèse issue de la théorie de l'agence défendue par Jensen (1986) consiste à recommander des versements élevés de dividendes, voire des rachats d'actions, afin de limiter le comportement opportuniste des dirigeants confrontés à un excédent de free cash-flow et réduire ainsi les coûts d'agence. Autrement dit, elle suppose l'existence d'une gouvernance forte pour discipliner les dirigeants.

Les travaux de La Porta et al. (2000) sont riches d'enseignements sur cette question. Ils vérifient que le système légal de protection des actionnaires influence le versement de dividendes. Leur étude empirique, qui porte sur environ 4000 sociétés de 33 pays, tend à valider l'hypothèse d'« *outcome model* », qui considère que les actionnaires exercent une

pression supérieure dans les pays où la protection légale est plus forte et forcent les dirigeants à verser des dividendes plus élevés. Autrement dit, dans de nombreux pays, où les actionnaires minoritaires ne peuvent pas aisément défendre leurs intérêts (légalement), c'est-à-dire où la gouvernance est plus faible, les détenteurs de bloc de contrôle ont la possibilité de choisir la politique qui leur convient le mieux. Diverses études réalisées en Europe, notamment par Ronneboog et Szilayi (2006) en Hollande et par Michaely et Roberts (2006) au Royaume-Uni, appuient également l'idée qu'une gouvernance forte encourage une distribution élevée de dividendes.

Une autre thèse peut cependant être défendue : une gouvernance faible est également susceptible d'induire une politique de dividende généreuse. En effet, un dirigeant fortement enraciné et souhaitant se dédouaner vis-à-vis de ses actionnaires (notamment minoritaires) aurait intérêt à les satisfaire en leur versant des dividendes réguliers et en croissance. Ce faisant, il achèterait en quelque sorte la paix avec ses actionnaires ; ces derniers ayant ce qu'ils veulent en terme de liquidités et se croyant bien informés. Cette hypothèse de substitution, non validée par La Porta et al. (2000), a été vérifiée par Jiraporn et Ning (2006), Nielsen (2006), Officer (2007) et Pan (2007).

Plus récemment, à partir d'un indicateur plus global de la qualité de la gouvernance mesurée par *l'Institutional Shareholder Services* (ISS), Jiraporn et al. (2008) montrent que les firmes ayant une gouvernance forte (c'est-à-dire qui respectent le plus les standards en la matière) ont une plus forte propension à verser des dividendes que les firmes à gouvernance faible. Ainsi, une gouvernance actionnariale forte inciterait les dirigeants à proposer des dividendes élevés. En d'autres termes, ce ne seraient pas les dividendes qui disciplineraient les dirigeants mais bien la pression de la gouvernance (plus ou moins forte) qui les inciteraient à donner aux actionnaires ce qu'ils souhaitent en matière de distribution.

3.2. La gouvernance partenariale

La grande majorité des travaux des chercheurs en finance américains fait l'hypothèse implicite que la gouvernance à promouvoir est de type actionnarial. Suite aux divers scandales apparus au moment du dégonflement de la bulle Internet (Enron pour le plus emblématique), de nouvelles dispositions législatives (loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis, loi NRE en France) ont permis d'accroître le contrôle exercé sur les dirigeants afin que les intérêts des

investisseurs soient mieux protégé. Avec la crise économique et financière des années 2008-2009, de nouvelles régulations sont annoncées. Si ces réglementations se sont davantage penchées sur la protection des actionnaires que sur celle des autres parties prenantes, il semble cependant, qu'en matière de politique de dividende, le style de la gouvernance joue un rôle.

Dans une étude clinique comparative entre deux firmes comparables (Boeing et EADS), Albouy et Bonnet (2009) montrent que la politique de dividende est différente selon le style de gouvernance. Boeing qui relève d'une logique actionnariale privilégie le versement de dividendes réguliers et en croissance – et cela indépendamment de sa politique d'investissement – alors qu'EADS, qui est par essence une construction partenariale, traite le dividende comme une variable résiduelle.

Chez Boeing, le dividende doit rassurer les investisseurs sur l'avenir de la firme (effet informatif). Chez EADS, le versement de dividendes pose problème et devient même l'objet de débats et de conflits entre les actionnaires publics et les salariés. D'une certaine façon, chez EADS le dividende pose problème car il est vécu comme l'expression même du caractère capitaliste de la firme alors que les autres parties prenantes (salariés, fournisseurs, pouvoirs publics) voient la firme comme une structure partenariale. Il est ainsi intéressant de constater que c'est dans la firme où la latitude discrétionnaire des dirigeants est la plus élevée (EADS) que les dividendes sont les plus faibles et irréguliers, alors que dans la firme classique (Boeing) les dividendes sont plus élevés et plus réguliers.

Le résultat précédant peut notamment s'expliquer par une sensibilité plus grande de diverses parties prenantes au risque de faillite de l'entreprise, ou encore à son développement, parce qu'ils ont réalisé des investissements spécifiques. Par conséquent, ils préfèrent que les dirigeants conservent des liquidités, ou qu'ils les investissent dans des nouveaux projets d'investissement (même s'ils ne sont pas créateur de valeur pour les actionnaires), ce qui implique donc des versements de dividendes limités. Deux parties prenantes semblent notamment exercer une pression sur les dirigeants : les créanciers financiers et les salariés.

3.2.1. Le point de vue des créanciers financiers

Les créanciers financiers, parmi lesquels les banquiers jouent généralement un rôle clé dans la majorité des pays à travers le monde (comparativement aux obligataires), sont sensibles au risque de faillite des entreprises. Si les dirigeants versent des dividendes importants, la

probabilité de remboursement des capitaux prêtés baisse. Cela explique que dans certains pays, ces créanciers exercent une pression sur les dirigeants, soit via l'inclusion de *bond covenants* dans les contrats obligataires, soit en rationnant les montants de crédit accordés à court terme dans le cas des banques.

Brockman et Unlu (2009) confirment l'importance de la pression exercée par les créanciers financiers. Leur étude, qui porte sur 52 pays, met en évidence que la probabilité de verser des dividendes et les montants versés sont plus faibles dans les pays où la protection des créanciers est plus forte. Les auteurs concluent donc que l'importance des coûts d'agence liés à la dette, c'est-à-dire les conflits d'intérêts qui prévalent entre les actionnaires (et les dirigeants) et les créanciers, constituent un élément clé de la politique de versement de dividendes des entreprises.

3.2.2. Le point de vue des salariés

Dans de nombreuses entreprises, les salariés constituent un facteur clé de succès, parce qu'ils possèdent un capital humain rare et difficilement imitable (Barney, 1991), qui résulte notamment des investissements spécifiques qu'ils ont réalisés dans leur entreprise. Etant encore moins bien diversifiés que les créanciers financiers, ils sont beaucoup plus sensibles aux difficultés de leur entreprise. Ils ont donc une nette préférence pour la conservation des liquidités, et, si possible, pour des augmentations de salaires lorsque les liquidités sont élevées. Comme évoqué précédemment, le fait qu'ils détiennent des actions de leur entreprise ne change rien au problème, puisque la valeur actuelle des revenus liés à leur capital humain excède généralement la valeur actuelle des revenus du capital (dividendes et plus values).

A ce jour, aucune étude n'a été réalisée, à notre connaissance, sur la pression exercée par les salariés sur la politique de dividende. Cette pression peut prendre la forme de déclarations de nature politique ou de négociations salariales plus « musclées », ou peut se traduire par une moindre motivation et une volonté de valoriser leur capital humain auprès d'autres entreprises. Une telle pression devrait s'exercer notamment dans deux types d'entreprises. Celles qui évoluent dans des secteurs d'activité où le capital humain constitue un facteur clé de succès (informatique, conseil, ingénierie, etc.) et celles qui évoluent dans des secteurs à maturité, parce que le risque de perte d'emploi y est plus important (risque de déclin et de restructurations pour accroître les bénéfices).

En revanche, des études ont été réalisées sur une catégorie spécifique de salariés : les dirigeants. La différence entre les dirigeants et les autres salariés tient notamment à l'octroi de stock-options aux premiers. Ce type de rémunération les conduit à se soucier principalement de l'accroissement du cours des actions, pour dégager les plus values les plus élevées possibles (au moment où il lèvera ses options). Pour cette raison, il n'est pas incité à verser des dividendes, puisque une telle décision réduit « mécaniquement » la valeur de l'entreprise (Modigliani et Miller, 1961), ou à en verser peu, pour se dédouaner par rapport à ses actionnaires. Il est évident qu'il n'est pas incité à verser des dividendes élevés, par crainte de décevoir ultérieurement ses actionnaires s'il venait à couper les dividendes. L'enquête de Brav et al. (2005) confirme qu'il s'agit d'une réelle préoccupation des dirigeants.

L'étude de Fenn et Liang (2001) met en évidence des résultats intéressants. Elle porte sur plus de 1000 sociétés cotées aux Etats-Unis, pour lesquelles les informations sur la rémunération des dirigeants sont disponibles sur la période 1993-1997. Il apparaît que les versements de dividendes sont supérieurs dans les entreprises où les dirigeants possèdent peu d'actions ou de stock-options. Hu et Kumar (2004) complètent ces résultats sur un échantillon plus important, comprenant 2081 entreprises sur la période 1992-2000, et tenant compte d'autres mécanismes de gouvernance (présence d'un détenteur de bloc de contrôle, etc.). Enfin, Brown et al. (2007) montrent que la réforme fiscale, intervenue en 2003 aux Etats-Unis, a conduit les dirigeants possédant la fraction d'actions la plus élevée à augmenter le plus fortement le versement de dividendes.

4. Conclusion

Dans quelle mesure les dividendes sont susceptibles de discipliner les dirigeants ? A partir d'une revue de la littérature récente, cet article s'est efforcé de montrer la relative inefficacité de la politique de dividende dans le but de discipliner des dirigeants qui chercheraient à maximiser leurs propres intérêts au détriment de ceux de leurs actionnaires.

Premièrement, de très nombreux actionnaires ne souhaitent pas obtenir de dividendes dans le but de discipliner les dirigeants, en limitant les liquidités à leur disposition. En particulier, dans les entreprises où l'actionnariat est concentré, qui sont extrêmement nombreuses dans le monde, les détenteurs de bloc de contrôle, qui détiennent des portefeuilles mal-diversifiés, ne sont pas incités à demander des dividendes élevés parce qu'ils sont sensibles au risque de

difficultés, voire de faillite, de l'entreprise. Par ailleurs, tous les actionnaires minoritaires, bien diversifiés, ne sont pas toujours demandeurs de dividendes. Bien que les coûts de transaction soient plus faibles lorsqu'ils reçoivent des dividendes, comparativement aux coûts supportés en cas de vente des actions, ils peuvent préférer des plus-values pour des raisons fiscales. Par ailleurs, la nécessité d'être informé sur le futur de l'entreprise, et l'existence les biais comportementaux, notamment le rôle du sentiment des investisseurs (de s'enrichir lorsque les marchés sont déprimés), expliquent probablement plus fortement la demande de dividendes que la volonté de discipliner les dirigeants.

Deuxièmement, la distribution de dividendes généreux n'est pas un mécanisme de discipline adapté dans les nombreuses entreprises qui disposent d'opportunités de croissance, dans lesquelles il est préférable que les liquidités doivent être investies dans des projets rentables. De nombreux travaux empiriques confirment une absence de versement de dividendes dans de telles entreprises. Ce résultat ne doit pas s'interpréter comme une absence de conflits d'intérêts entre les dirigeants et leurs actionnaires dans ces entreprises. Il conduit simplement à considérer que d'autres mécanismes, plus efficaces, doivent être mis en œuvre dans de telles sociétés pour discipliner les dirigeants.

Enfin, troisièmement, les actionnaires soucieux de la performance financière à long terme n'ont pas intérêt à prélever des dividendes importants, en raison des effets négatifs que cela produirait sur d'autres parties prenantes. Les créanciers financiers et les salariés sont particulièrement sensibles au risque de difficultés, voire de faillite, de l'entreprise et préfèrent donc que les dividendes soient limités, de façon à ce que l'entreprise dispose de liquidités pour respecter ses engagements. De plus, les actionnaires minoritaires disposent fréquemment de peu de moyens (légaux ou autres) pour forcer les dirigeants à verser des dividendes.

Au final, il apparaît que les dividendes et les rachats d'actions sont susceptibles de discipliner les dirigeants de grandes sociétés : (1) qui ne sont pas contrôlées (absence de détenteurs de blocs de contrôle) ; (2) évoluant dans des secteurs à maturité (faibles opportunités d'investissement) et qui ont engrangé d'importants bénéfices par le passé ; (3) dans lesquelles les actionnaires possèdent de véritables moyens d'actions et où la pression exercée par les créanciers financiers et par les salariés est faible. Autrement dit, ce mécanisme peut se révéler efficace dans un nombre relativement limité de cas. Dans les autres cas, d'autres mécanismes de discipline doivent être mis en œuvre pour limiter l'opportunisme des dirigeants.

Références

- Albouy M., 2007, Le dividende : un outil de gestion à long terme, in *Regards sur la recherche en gestion : contributions grenobloises*, M. Le Berre et A. Spalanzani éditeurs, L'Harmattan.
- Albouy M., Bah R., Bonnet C. et Thévenin D., 2010, The perception of dividends by french managers : an international comparison, *Working paper*, Université de Grenoble 2 et Grenoble Ecole de Management.
- Albouy M. et Bonnet C., 2009, Etude comparée des gouvernances de Boeing et d'EADS et de leurs impacts sur les stratégies et performances financières, *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, à paraître.
- Albouy M. et Dumontier P., 1992, *La politique de dividende des entreprises*, Presses Universitaires de France.
- Albouy M. et Schatt A., 2009, Activisme et *Proxy Fight* : quand les actionnaires déclarent la guerre au management, *Revue Française de Gestion*, vol. 35, n° 198-199, p. 297-315.
- Akerlof G. A., 1970, The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3, p. 488-500.
- Anderson R. et Reeb D., 2003, Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1328.
- Baker M. et Wurgler J., 2004a, A Catering Theory of Dividends, *Journal of Finance*, vol. 59, n° 3, p. 1125-1165.
- Baker M. et Wurgler J., 2004b, Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives, *Journal of Financial Economics*, vol. 73, n° 2, p. 271-288.
- Barney J., 1991, Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, vol. 17, n° 1, p. 99-120.
- Bhattacharya S., 1979, Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy, *Bell Journal of Economics*, vol. 10, n° 1, p. 259-270.

- Bhattacharya S., 1980, Nondissipative signaling structures and dividend policy, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 95, n° 1, p. 1-24.
- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. et Michaely R., 2005, Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics*, vol. 77, n° 3, p. 483-527.
- Brockman P. et Unlu E., 2009, Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt, *Journal of Financial Economics*, vol. 92, n° 2, p. 276-299.
- Brown J.R., Liang N. et Weisbenner S., 2007, Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut, *Journal of Finance*, vol. 62, n° 4, p. 1936-1965.
- Calvi-Reveyron M., 1999, Le niveau de dividendes d'entreprises françaises cotées répond-t-il à des contraintes d'agences ?, *Banque & Marchés*, n° 38, p. 43-56.
- Calvi-Reveyron M., 2000, Le capitalisme familial, dans un contexte français, induit-il moins de dividendes que les autres formes d'actionariat ?, *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 1, p. 81-116.
- DeAngelo H., DeAngelo L. et Skinner D.J., 2004, Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings, *Journal of Financial Economics*, vol. 72, n° 3, p. 425-456.
- DeAngelo H., DeAngelo L. et Stulz R.M., 2006, Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics*, vol. 81, n° 2, p. 227-254.
- Denis D.J. et Osobov I., 2008, Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, *Journal of Financial Economics*, vol. 89, n° 1, p. 62-82.
- Dong M., Chris Robinson C. et Veld C., 2005, Why individual investors want dividends, *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, n° 1, p. 121-158.
- Easterbrook F.H., 1984, Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review*, vol. 74, n° 4, p. 650-659.

Faccio M. et Lang L. 2002, The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.

Faccio M., Lang L. et Young L., 2001, Dividends and Expropriation, *American Economic Review*, vol. 91, n° 1, p. 54-78.

Fama E.F. et French K.R., 2001, Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n° 1, p. 3-43.

Fenn G.W. et Liang N., 2001, Corporate payout policy and managerial stock incentives, *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n° 1, p. 45-72.

Ferris S.P., Jayaraman N. et Sabherwal S., 2009, Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence, *Journal of Banking & Finance*, vol. 33, n° 9, p. 1730-1738.

Godard L. et Schatt A., 2005, Les déterminants de la qualité des conseils d'administration français, *Gestion 2000*, 4, juillet-août, p. 81-101.

Grinstein Y. et Michaely R., 2005, Institutional Holdings and Payout Policy, *Journal of Finance*, vol. 60, n° 3, p. 1389-1426.

Hu A. et Kumar P., 2004, Managerial Entrenchment and Payout Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n° 4, p. 759-790.

Jacquillat B. et Levasseur M., 1984, Signaux, mandats et gestion financière : une synthèse de la littérature, *Finance*, vol. 5, n° 1, p. 7-83.

Jiraporn, P. et Ning, Y., 2006, Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance, *Journal of Applied Finance*, automne, p. 24-36.

Jiraporn P., Kim J.C. et Kim Y.S., 2008, Dividend Policy and Corporate Governance Quality, *working paper*.

Jensen M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76, p. 323-329

Kalay A., 1980, Signaling, information content and the reluctance to cut dividends, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 15, n° 4, p. 855-869.

Korkeamaki T., Liljeblom E. et Pasternack D., 2009, Tax Reform and Payout Policy: Do Shareholder Clienteles or Payout Policy Adjust?, *Journal of Corporate Finance*, à paraître.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., 2000, Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance*, vol. 55, n° 1, p. 1-33.

Li W. et Lie E., 2006, Dividend changes and catering incentives, *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 2, p. 293-308.

Lintner J., 1956, Distribution of incomes of operations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, vol. 61, n° 2, p. 97–113.

Michaely R. et Roberts M., 2006, Dividend smoothing, agency costs, and information asymmetry : Lessons from the dividend policies of private firms, *Working Paper*, Cornell University.

Miller M. et Modigliani F., 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, vol. 34, n° 4, p. 411–433.

Miller M. H. et Rock K., 1985, Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance*, vol. 40, n° 4, p. 1031-1051.

Moser W.J., 2007, The Effect of Shareholder Taxes on Corporate Payout Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, n° 4, p 991-1019.

Nielsen A.E.B., 2006, Corporate governance, leverage, and dividend policy, *Working paper*, Princeton University.

Officer M.S., 2007, Dividend policy, dividend initiations, and governance, *Working paper*, University of South California.

Pan C., 2007, Why firms with entrenched managers more likely to pay dividends?, *Working paper*, Ohio State University.

Ronneboog L. et Szilayi P., 2006, How relevant is dividend policy under low shareholder protection, *Working paper*, Tilburg University.

Schatt A. et Wichmann M., 2008, Les versements de dividendes en France : quelles évolutions ?, *Banque Stratégie*, 264, novembre, p. 15-18.

Shefrin H.M. et Statman M., 1984, Explaining investor preference for cash dividends, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, p. 253-282.

Short H., Zhang H. et Keasey K., 2002, The link between dividend policy and institutional ownership, *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, n° 2, p. 105-122.

Spence M., 1974, Competitive and optimal responses to signals : an analysis of efficiency and distribution, *Journal of Economic Theory*, vol. 7, n° 3, p. 296-332.

Von Eije H. et Megginson W.L., 2008, Dividends and share repurchases in the European Union, *Journal of Financial Economics*, vol. 89, n° 2, p. 347-374.