



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

La politique de distribution de dividendes et de rachat d'actions des entreprises

Promoteur : Professeur Bruno Colmant

Mémoire-recherche présenté par
Edouard Verhoustraeten

en vue de l'obtention du titre de
Master en ingénieur de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2014-2015

Tout d'abord, je tiens à remercier très sincèrement mon promoteur de mémoire, le professeur Bruno Colmant, pour le temps qu'il m'a accordé, pour sa disponibilité, son accompagnement et ses bons conseils.

Je tiens également à remercier mon père, Olivier Verhoustraeten, mon frère diplômé de Solvay et en droit, Amaury Verhoustraeten, et mon ami Solvaysien, Brieuc de Lamotte, pour le temps qu'ils ont pris à relire mon mémoire et à me faire part de leurs avis, recommandations et conseils.

Finalement, je remercie ma mère Anne-France Laurent, ma famille, mes amis et toutes les autres personnes qui m'ont aidé et soutenu dans l'élaboration de ce mémoire.

I. INTRODUCTION AU SUJET	1
A. ENTREE EN MATIERE	1
B. DELIMITATION DU SUJET D'ETUDE	4
II. INTRODUCTION AUX POLITIQUES DE DISTRIBUTION : DIVIDENDES ET RACHATS D'ACTIONS.....	5
A. EVOLUTION DU PROFIL DE L'ENTREPRISE ET CONSEQUENCES POUR LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION	5
B. DEVELOPPEMENT DE LA RECHERCHE SUR LA DISTRIBUTION A PARTIR DE JOHN LINTNER.....	6
1. <i>Modèle comportemental des dividendes de Lintner</i>	6
2. <i>La neutralité et les hypothèses de Modigliani et Miller</i>	8
3. <i>Apparition d'une nouvelle méthode de distribution</i>	8
C. HYPOTHESE DE MAXIMISATION DE LA VALEUR ACTIONNARIALE DE L'ENTREPRISE	9
D. RELATION ENTRE LES DECISIONS DE DISTRIBUTION ET LES DECISIONS OPERATIONNELLES, D'INVESTISSEMENT ET DE FINANCEMENT	10
E. DEUX PRINCIPALES METHODES DE DISTRIBUTION : DIVIDENDES ET RACHATS D'ACTIONS	11
1. <i>Dividendes</i>	11
2. <i>Rachats d'actions propres</i>	12
F. TENDANCES DES MARCHES.....	16
1. <i>Disparition des dividendes</i>	16
2. <i>Remise en cause du phénomène de disparition</i>	18
III. PREMIERES THEORIES : MISE EN VALEUR ET IMPORTANCE DES DIVIDENDES	19
A. MODELE DE VALORISATION PAR LES DIVIDENDES ET « <i>RELEVANCE</i> » DES DIVIDENDES.....	19
IV. MODIGLIANI ET MILLER : NEUTRALITE DES DISTRIBUTIONS AUX ACTIONNAIRES	22
A. MM (1958) : NEUTRALITE DE LA STRUCTURE DE FINANCEMENT	22
B. MM (1961) : NEUTRALITE DE LA POLITIQUE DE DIVIDENDES.....	23
C. SUBSTITUTION DES DIVIDENDES ET DES RACHATS D'ACTIONS : NEUTRALITE DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION	27

D. IMPERFECTIONS DES MARCHES ET CONSIDERATIONS COMPORTEMENTALES : LES DISTRIBUTIONS ONT-ELLES UN INTERET ?	28
E. CRITIQUE DE LA VALIDITE DE LA THESE DE NEUTRALITE	30
1. <i>La neutralité se fonde sur une interdiction de rétention</i>	31
2. <i>Possibilité d'investir dans des projets à destruction de valeur</i>	35
F. DEUX DECISIONS DE DISTRIBUTION GENERIQUES : DECISION RESIDUELLE ET POLITISEE.....	36
V. TROIS IMPERFECTIONS DE MARCHÉ : LES DISTRIBUTIONS AFFECTENT-ELLES LA VALEUR ?	38
1. <i>Sortie du paradigme néo-classique</i>	38
2. <i>Effets des distributions sur les prix d'actions</i>	38
A. THEORIE DE L'AGENCE : DISTRIBUER POUR REDUIRE LES PROBLEMES D'AGENCE.....	39
1. <i>Réduction des coûts d'agence par les dividendes</i>	39
a) Easterbrook : deux explications des dividendes	41
b) Jensen : hypothèse des flux discrétionnaires	42
2. <i>Autres mécanismes de gouvernance</i>	44
B. THEORIE DES SIGNAUX : DISTRIBUER POUR ENVOYER UN SIGNAL AUX ACTIONNAIRES	44
1. <i>Réduire l'asymétrie d'information par les dividendes</i>	44
2. <i>Rachats d'actions comme investissement : « market-timing »</i>	47
C. TAXES ET EFFET DE CLIENTELE : IMPACT DU DIFFERENTIEL DE TAXATION	48
1. <i>« Dividend puzzle » face à une fiscalité à l'avantage des plus-values</i>	48
2. <i>Effet de clientèle</i>	50
VI. THEORIE COMPORTEMENTALE ET THEORIE DE « CATERING » DES DIVIDENDES	51
A. CONFRONTER LA CULTURE FINANCIERE AVEC LE CADRE NEO-CLASSIQUE FINANCIER.....	51
B. THEORIE COMPORTEMENTALE : PREFERENCE POUR LES DIVIDENDES	52
C. THEORIE DE « CATERING » : VERSER DES DIVIDENDES LORSQUE LE MARCHÉ LES VALORISE	53
D. ETUDES EMPIRIQUES SUR LES EXPLICATIONS COMPORTEMENTALES	54

VII. DISTRIBUTION TOTALE : QUELS SONT SES DETERMINANTS ?	56
A. QUELLE EST LA DISTRIBUTION TOTALE OU « <i>TOTAL PAYOUT</i> » D'UNE ENTREPRISE ?	56
B. EXISTE-T-IL UNE THEORIE UNIQUE ET UNIVERSELLE DE DISTRIBUTION ?	61
1. « <i>One-size-fits-all</i> » n'existe pas : chaque entreprise est unique	61
a) Cycle de vie de l'entreprise et de la distribution	62
b) « <i>Trade-off</i> » des coûts et bénéfices de la distribution/rétention	63
2. <i>Vision, perception et avis des managers</i>	65
a) Dividendes	67
b) Rachats d'actions	67
VIII. DIVISION DE LA DISTRIBUTION TOTALE: « <i>TRADE-OFF</i> » ENTRE LES DIVIDENDES ET RACHATS D'ACTIONS.....	69
A. AVANTAGES ET PREFERENCES LIES AUX RACHATS D'ACTIONS ?	70
1. <i>La flexibilité</i>	70
2. <i>La taxation</i>	71
3. <i>Le « market-timing » : exploiter la sous-valorisation de titres</i>	71
4. <i>Elimination des actionnaires à faible valorisation</i>	71
5. <i>Gestion des bénéfices par action</i>	72
6. <i>Influence des « stock option plans »</i>	73
B. POURQUOI LES DIVIDENDES NE DISPARAISSENT-ILS PAS ?	74
1. <i>La politique de distribution nécessite une composante permanente</i>	74
2. <i>Les dividendes distribuent les flux proportionnellement</i>	76
IX. CONCLUSION	77
A. OBJECTIFS DE RECHERCHE ET PRINCIPAUX RESULTATS	77
B. LIMITES ET PROPOSITIONS DE RECHERCHE FUTURE.....	80
X. BIBLIOGRAPHIE.....	81

I. Introduction au sujet

L'introduction du mémoire exprime premièrement les motivations et les raisons du choix du sujet. L'entrée en matière pose la problématique, développe les questions de recherche, définit les objectifs poursuivis et présente la méthode de travail de ce mémoire. Ses particularités et sa contribution théorique sont exposées. Pour finir, ce premier chapitre présente un aperçu du plan de mémoire avant d'indiquer les délimitations de l'étude.

A. Entrée en matière

Lors de ma première année de Master en Ingénieur de gestion à la LSM, j'ai eu le plaisir de suivre un cours dispensé par le professeur Bruno Colmant, intitulé « *Equity & Fixed Income* ». Une partie du cursus étudiait les différentes méthodes de valorisation d'entreprises et d'actions. Un des chapitres traitait du modèle de valorisation par les dividendes, le « *Dividend Discount Model* », qui valorise une action à partir du dividende actuel, du taux de croissance du dividende et du taux d'actualisation. Lors de la présentation du modèle, je me souviens que le professeur Bruno Colmant nous avait confié sur un ton ironique que cette formule était une des rares choses qu'il ait apprises sur les bancs universitaires. Cette formule de valorisation d'une simplicité déconcertante présentait malheureusement plusieurs limites : Que faire des jeunes entreprises en croissance ne distribuant pas de dividendes ? N'ont-elles pas de valeur si la variable des dividendes est nulle ? Et si une entreprise double ses dividendes, double-t-elle de valeur d'un seul coup ? Les distributions en dividendes exercent-elles *de facto* une influence sur la valeur de l'entreprise ? La règle coutumière des marchés « *no free lunch* » suggère que ce serait trop facile pour un investisseur d'augmenter la valeur de l'entreprise en modifiant ses distributions... Les entreprises n'ont-elles d'ailleurs pas d'autres moyens de distribution que l'actionnaire apprécie et valorise ?

Ces questionnements personnels relèvent de la finance d'entreprise. Ils représentent pour le monde financier une importance majeure étant donné le nombre d'entreprises qui distribuent des dividendes, les montants colossaux qui sont déboursés et les rémunérations considérables qu'elles représentent pour des investisseurs actionnaires. Tant que des investisseurs continueront à financer des entreprises et à exiger des rétributions financières, les déboursements ou distributions aux actionnaires resteront un sujet de recherche phare dans le monde de la finance et c'est pour ces raisons que nous nous y attelons.

Lors de notre premier entretien en vue de l'élaboration du mémoire, le professeur Bruno Colmant nous a informés du phénomène et de la tendance qu'ont les entreprises à racheter leurs propres actions sur les marchés. Cette deuxième forme de distribution jouit de certains avantages comparés aux dividendes. Etant donné l'intérêt partagé du domaine de recherche des distributions, le thème des « Politiques de distribution de dividendes et de rachat d'actions des entreprises » était dès lors convenu. Plus tard lors de rencontres ultérieures, nous nous sommes entendus sur un sujet précis, une problématique à résoudre, des questions de recherche et une méthode de recherche, comprenant des objectifs et une approche à suivre.

Dans un monde où les distributions par rachats d'actions croient, comment est déterminée la politique de distribution d'une entreprise ? DeAngelo et al. (2008) définissent une explication complète de la politique de distribution, comme une explication qui répond aux trois questions suivantes : « Combien ? Quand ? Et comment ? ». Afin de répondre à cette problématique, il nous revient donc de nous demander :

- i. Quels facteurs sont les principaux déterminants des montants distribués par l'entreprise ?
- ii. Quelles raisons motivent ces distributions et quel est l'impact des distributions sur la valeur de l'entreprise ?
- iii. Quels facteurs et quels motifs influencent la forme ou la méthode de distribution choisie, étant les dividendes et les rachats d'actions propres ?

Conformément aux exigences et indications du professeur Bruno Colmant, ce mémoire-recherche a pour objectif d'apporter des réponses à ces questions de recherche en faisant un état des lieux structuré du problème des politiques de distribution des entreprises. Nous opérons pour cela une revue de littérature qui synthétise la recherche académique sur le sujet des politiques de distribution des entreprises, partant des publications de Modigliani et Miller (1961) et de Lintner (1956). La particularité de notre approche est que nous analysons la politique de distribution en deux phases, choix ou décisions : 1) combien distribuer ? et 2) comment ou sous quelles formes ? Ces deux décisions dépendent souvent l'une de l'autre et ne s'opèrent pas nécessairement dans un ordre successif. Ces deux décisions sont donc :

- 1) La décision du montant total de distribution de l'entreprise : Combien l'entreprise choisit-elle de distribuer au total à chaque période ?
- 2) La décision de la division de la distribution totale (point 1) entre les deux méthodes de distribution : Comment l'entreprise distribue-t-elle le montant total entre les deux formes qui s'offrent à elle, les dividendes et les rachats d'actions ?

Les deux décisions ci-dessus rappellent la définition de la politique de distribution de DeAngelo et al. (2008) : « combien (, quand) et comment » ? Ces deux décisions sont analysées au fil de ce mémoire et synthétisées aux chapitres VII (la première décision de distribution totale) et VIII (la seconde décision de division). Elles déterminent ensemble la politique de dividendes et la politique de rachat d'actions d'une entreprise. Pour déterminer la politique de dividendes d'une entreprise, il faut choisir 1) combien l'entreprise distribue au total et 2) quelle partie du montant total prend la forme de dividendes, c'est-à-dire comment elle distribue. Le même raisonnement tient pour la politique de rachat d'actions. Ces deux composantes de la distribution (la politique de dividendes et la politique de rachat d'actions) forment ensemble la politique de distribution, qui est le sujet de ce mémoire.

Jusqu'au chapitre VII inclus, l'hypothèse est généralement faite que les deux méthodes se substituent. Nous analysons donc dans un premier temps les différents déterminants, facteurs et motifs qui influencent 1) la distribution totale de l'entreprise. Le chapitre VIII analyse quels facteurs déterminent ou influencent 2) la division de la distribution totale choisie entre les deux formes disponibles : l'entreprise préfère-t-elle utiliser les dividendes ou les rachats d'actions propres comme méthode de distribution et pour quelles raisons ?

La majorité des études et publications sur ce sujet traitent de théories spécifiques. Les rares études qui rassemblent plusieurs théories et essaient d'offrir une vue complète des politiques de distribution effectuent souvent préalablement la distinction entre les deux méthodes de distribution différentes, ce qui donne des analyses fragmentées de la politique de distribution. Notre approche en deux phases (combien et comment) tente d'offrir une explication plus claire et synthétique de la politique de distribution. Notre étude est majoritairement descriptive et conceptuelle. Elle exploite des théories, modèles, études quantitatives et qualitatives existantes pour proposer une explication complète et achevée des politiques de distribution. Sa construction principalement théorique en deux phases offre une compréhension globale mais en profondeur des décisions de distribution.

Notre étude de recherche suit le plan suivant. Après une introduction au thème des distributions (Chapitre II), nous découvrons certaines des plus anciennes théories des politiques de dividendes (Chapitre III). Le théorème de neutralité des distributions de Modigliani et Miller (1961) (Chapitre IV) démontre que les distributions sont neutres ou sans importance pour l'entreprise. Ce théorème offre aussi, par ses hypothèses restrictives, une

base théorique pour l'analyse de la politique de distribution. Les problèmes d'agence, l'asymétrie d'information et les taxes (Chapitre V) forment trois frictions ou imperfections des marchés qui influencent potentiellement les décisions de distribution et modifient l'impact de la distribution sur la valeur de l'entreprise. En plus des imperfections, les préférences comportementales des investisseurs (Chapitre VI) sont aussi une éventuelle raison supplémentaire de considérer avec attention la décision de distribution. Sur base de l'analyse des chapitres précédents, nous rassemblons et synthétisons les facteurs et motifs déterminants pour de la première décision de la politique de distribution : la décision de la distribution totale (Chapitre VII). A ce stade d'avancement, nous savons (avec plus ou moins de certitude) : combien l'entreprise compte distribuer à chaque période, pour quelles raisons, et quel en sera l'impact sur sa valeur. Afin d'acquérir une compréhension complète de la politique de distribution, il nous reste à prendre la deuxième décision de la politique de distribution : la décision des méthodes de distribution (Chapitre VIII). Cette deuxième décision définit : sous quelles formes le montant total est distribué, quelle division l'entreprise opère entre les deux méthodes, et quels facteurs et motifs influencent cette décision. Si les méthodes étaient de parfaits substituts, le choix serait sans importance et la division aléatoire. Cependant, les observations de marché et enquêtes de dirigeants laissent penser que chaque méthode joue un rôle spécifique et jouit de certains avantages, et que la décision de la division importe donc. Au dernier chapitre (IX), nous synthétisons les réponses découvertes relatives à la problématique et aux questions de recherche, présentons les limites et lacunes de notre recherche et proposons quelques pistes d'études et de recherche futures.

B. Délimitation du sujet d'étude

Comme déjà annoncé, ce mémoire est majoritairement conceptuel. Nous faisons pour cela généralement abstraction de considérations légales, fiscales, comptables,... propres à certaines zones géographiques. De plus, il considère en général des entreprises cotées en bourse et suppose des marchés efficients, sauf si explicité autrement.

Cette brève introduction, nous l'espérons, vous a permis de mieux identifier le sujet traité et d'en saisir son importance. Place maintenant à la problématique.

II. Introduction aux politiques de distribution : dividendes et rachats d'actions

Dans ce chapitre introductif, plusieurs aspects des distributions sont énoncés et proposés. L'introduction aux politiques et mécanismes de distribution commence par la mise en relation des distributions avec l'organisme ou l'institution qu'est l'entreprise. Afin de nous familiariser avec la recherche académique dès les premières pages du mémoire, la publication de Lintner (1956) est présentée, le théorème de Modigliani et Miller (1961) est brièvement introduit et le phénomène d'apparition des rachats d'actions est énoncé. Nous posons ensuite l'hypothèse de départ du mémoire afin d'éviter toute confusion par la suite : dans les raisonnements ultérieurs, nous partons du point de vue des actionnaires dont nous tentons de maximiser la richesse. La décision ou l'opération de distribution est mise en relation avec les autres décisions prises par l'entreprise (les opérations, investissements et financements) : nous identifions les dépendances entre les différentes décisions afin de mieux analyser chaque décision de l'entreprise de façon indépendante et isolée. Différentes méthodes de distribution existent, néanmoins nous nous concentrons sur les deux principales : les dividendes et les rachats d'actions. Nous développons pour chacune des deux méthodes plusieurs mécanismes opérationnels de distribution. Pour finir, nous présentons en fin de chapitre des études qui observent des tendances de distribution sur les marchés, comme la prétendue disparition des dividendes. Nous les décrivons mais laissons leur explication pour les chapitres suivants.

A. Evolution du profil de l'entreprise et conséquences pour la politique de distribution

La recherche scientifique sur les politiques de distribution se concentre majoritairement sur les soixante dernières années, alors que les politiques de distribution existent et évoluent depuis plusieurs siècles (Frankfurter et Wood, 2003). Les politiques de distribution telles que nous les connaissons actuellement sont le résultat d'une évolution liée à l'activité humaine sous forme d'organisations ou d'entreprises. L'analyse historique des tendances à travers les siècles sort du cadre de ce mémoire, mais il faut s'imaginer que les facteurs déterminant les politiques de distribution ont varié à travers le temps et que par conséquent, les politiques ont évolué elles aussi. Les facteurs qui ont influencé les distributions sont par exemple : les formes d'organisations commerciales et industrielles, les préférences des investisseurs, les paramètres des marchés et l'environnement légal et réglementaire (pouvant interdire certaines formes de distribution ou restreindre les montants distribuables). Comprendre que ces facteurs ont évolué au fil du temps nous permet d'analyser et de synthétiser avec plus de recul les divergences entre les politiques de distribution des firmes.

La Compagnie néerlandaise des Indes orientales créée en 1601 était une des premières compagnies ayant des caractéristiques semblables aux entreprises du XXIème siècle. Ces entreprises dites modernes étaient les premières à avoir une perspective et une existence à long terme. Avant cela, les organisations avaient pour la plupart un caractère court-termiste, lié à un projet particulier. Ce caractère éphémère leur conférait par conséquent une politique de dividendes liquidative à la fin du projet : les compagnies étaient dissoutes et liquidées à la fin de leur mission. A partir de la fin du XVIème siècle, avec l'émergence de nouvelles formes d'organisation et des objectifs à long terme, les managers ont commencé à reconnaître l'importance des distributions sous forme de dividendes annuels ou saisonniers afin de satisfaire les actionnaires qui avaient investi dans des organisations et désiraient une rémunération (Frankfurter et Wood, 1997).

Les pratiques actuelles de distribution découlent du développement des organisations. Ces pratiques ou politiques varient entre entreprises et sont encore en constante évolution. Elles reflètent l'environnement des entreprises mais aussi les visions, croyances et décisions des décideurs d'entreprises.

B. Développement de la recherche sur la distribution à partir de John Lintner

Différentes théories, modèles, observations, études quantitatives ainsi que des enquêtes et interviews de décideurs d'entreprises ont commencé à être publiées, pour la plupart après la seconde guerre mondiale. Elles sont développées et élaborées par des chercheurs fascinés par et dévoués à la théorie financière. Ces publications ont pour but de comprendre les politiques de distribution, les montants distribués, les différentes formes employées à cet effet et elles tentent de définir une politique optimale pour l'entreprise et pour ses actionnaires.

John Lintner pose les fondements de la recherche sur le comportement de distribution de dividendes des firmes en 1956, en analysant 28 sociétés (Brav et al., 2005).

1. Modèle comportemental des dividendes de Lintner

Enquêtant sur le comportement des managers de sociétés, Lintner (1956) développe un modèle de distribution de dividendes. Il prétend que les managers adoptent une politique de lissage des dividendes, tout en se fixant un objectif de distribution. Ceux-ci visent un « *target payout ratio* » qui détermine la proportion des bénéfices à distribuer sur le long terme, mais

lissent les montants effectivement payés pour éviter une réduction ou un « *dividend cut* » dans le futur. Les managers sont convaincus que les actionnaires apprécient la stabilité des dividendes. Les gestionnaires financiers préfèrent donc éviter à tout prix des réductions de dividendes dans le futur car celles-ci sont lourdement sanctionnées par les marchés. Les différentes théories des chapitres V et VI tenteront d'expliquer la raison d'être des sanctions de marché.

Les gestionnaires adoptent donc une politique de distribution de dividendes prudente et constante. Le « *target payout ratio* » doit pour cela être soutenable à long terme au travers des cycles économiques et tout ajustement à la hausse du dividende est examiné avec prudence (Lintner, 1956).

Le modèle a pour dénomination « modèle d'ajustement partiel », car au lieu d'ajuster directement les dividendes aux bénéfices en respectant l'objectif de distribution, les dividendes ne s'ajustent que partiellement aux évolutions des bénéfices en évitant à tout prix une baisse (Lintner, 1956) :

$$\Delta D_t = a + c \times (D^* - D_{t-1}) + e_t$$

De son modèle comportemental des dividendes résulte donc une politique stable, sans réduction et en progression régulière. La variation ou changement observé du dividende (ΔD_t) est égal à une constante (a) augmentée de la multiplication du coefficient de vitesse d'ajustement (c) par la différence entre le dividende avec ajustement instantané ($D^* = \text{target payout ratio} \times \text{bénéfices}_t$) et le dividende passé (D_{t-1}), plus un terme d'erreur (e_t).

Le dividende distribué est de ce fait principalement déterminé par le dividende passé, les bénéfices et le « *target payout ratio* ». En poursuivant cette logique à la limite, comme le dividende passé à son tour est obtenu par les bénéfices et son dividende passé, on remarque que le dividende est défini par les bénéfices à long terme et le ratio de distribution ciblé.

Lintner a procédé à des interviews et créé son modèle comportemental à une époque où les entreprises n'opéraient pas encore des rachats d'actions propres. Les distributions aux actionnaires se faisaient en majorité par des dividendes en espèces. Nous verrons que l'apparition d'une nouvelle méthode de distribution, étant les rachats d'actions, n'a pas affecté cette régularité des paiements de dividendes. Les dividendes ne représentent alors plus qu'une partie de la distribution totale de l'entreprise. Cinquante ans après Lintner, les distributions de

dividendes sont toujours lissées, alors que la distribution totale (qui comporte aussi les rachats d'actions propres) est plus cyclique et liée aux bénéfices (Brav et al.,2005).

2. La neutralité et les hypothèses de Modigliani et Miller

Ce n'est que cinq années plus tard que Modigliani et Miller (1961) présentent leur théorème de neutralité des dividendes sous les hypothèses de marchés des capitaux parfaits. Ce théorème sera étudié en détail dans le chapitre IV, mais relevons-en déjà l'idée centrale : seule la politique d'investissement importe et crée de la valeur. La politique de dividendes est économiquement triviale et les actionnaires ne doivent par conséquent pas s'en soucier. Cet argument est appuyé par plusieurs études empiriques opérées par Black et Scholes (1974), Miller (1986) et Miller et Scholes (1978,1982).

Cependant, les hypothèses restrictives du modèle paraissent vite ne pas représenter la réalité des marchés financiers. Bernstein (1992) remarque que les hypothèses ne sont qu'une abstraction et que lors de la conception du théorème, Modigliani et Miller eux-mêmes ne prétendaient pas représenter le vrai monde. Les hypothèses ont tout de même l'avantage d'identifier les conditions sous lesquelles la politique de dividendes affecte la valeur de l'entreprise. Différentes théories, parfois contradictoires, en découlent et sont développées dans les chapitres V et VI.

3. Apparition d'une nouvelle méthode de distribution

A l'époque de Lintner (1956) et de Modigliani et Miller (1961), le phénomène de rachat d'actions propres était encore inexistant. Depuis, ce phénomène s'est propagé et est devenu une forme de distribution répandue, voire dominante (Brav et al.,2005). La section F de ce chapitre décrit les tendances et phénomènes observés sur le marché et le dernier chapitre VIII de ce mémoire développera en détail les raisons de cette apparition. Les chercheurs s'efforcent à étudier les relations entre les deux formes de distribution. Brav et al. (2005) font partie des premiers chercheurs à avoir étudié et enquêté auprès de managers (de façon semblable à Lintner) sur les facteurs décisionnels de ces deux types de distribution. La littérature financière a pour habitude d'opposer les deux méthodes de distribution, mais nous découvrirons que l'usage d'une seule méthode n'est pas optimale mais que leur complémentarité est essentielle. Fama et French (2001), DeAngelo et al. (2000) et Brav et al. (2005) démontrent d'ailleurs empiriquement que les sociétés utilisent ces deux formes comme des compléments, plutôt que comme des substituts.

Cette section B ci-dessus n'a pas l'intention de reprendre l'entièreté de la théorie et des études publiées sur le sujet des politiques de distribution, mais offre un aperçu de l'évolution de la recherche.

C. Hypothèse de maximisation de la valeur actionnariale de l'entreprise

La valeur actionnariale de l'entreprise ou sa capitalisation boursière est la valeur de l'ensemble des actions d'une société. Selon la théorie financière, dans des marchés efficients la capitalisation boursière est déterminée par les profits futurs des actionnaires et le risque financier lié à la réalisation de ces bénéfices. La capitalisation boursière ne peut être confondue avec la valeur d'entreprise (« *Enterprise Value* » ou *EV*), qui représente la valeur totale des actifs détenus par l'entreprise. Cette dernière est donc la valeur totale de l'entreprise aux yeux de ses différents détenteurs de titres, qui de façon générale sont les actionnaires (apporteurs de capitaux propres) et les créanciers (apporteurs de dette).

Une hypothèse généralement acceptée depuis 200 ans dans la littérature financière et économique prétend que dans des marchés parfaits, la poursuite d'un objectif de maximisation de la valeur totale d'entreprise va de pair avec une maximisation du bien-être social (Jensen, 2001). Jensen (2001, p.8) se demande quel objectif les entreprises doivent viser pour améliorer leurs performances et il répond : « *Le critère devrait être la maximisation de la valeur de l'entreprise sur le long terme. (Et la « valeur d'entreprise » n'est ici pas simplement la valeur actionnariale, mais la valeur totale des capitaux de l'entreprise).* »

Néanmoins, les actionnaires ont un droit résiduel sur l'entreprise car ils ne peuvent se servir dans les bénéfices qu'après la rétribution financière de tous les autres ayants droit, tels que les employés, fournisseurs, créanciers financiers, etc. Le droit résiduel sur l'entreprise confère aux actionnaires la propriété de l'entreprise. Ils sont considérés comme les détenteurs de l'entreprise et prennent donc les décisions d'opérations, d'investissement et de financement de la société. En sortant du paradigme néo-classique où les intérêts de tous les acteurs de marché de l'entreprise sont alignés à l'équilibre, nous remarquons que les différents détenteurs de capitaux et investisseurs de l'entreprise ont des fonctions-objectifs (« *objective functions* ») et des intérêts divergents. Comme énoncé ci-dessus, les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise et ils décident des agissements de la société dans leur meilleur intérêt propre au travers d'un ou plusieurs managers ou gestionnaires de la société. De cette situation émerge une nouvelle fonction-objectif pour l'entreprise et ses actionnaires.

Rappaport (1986) publie « *Creating shareholder value : a guide for managers and investors* » et présente le nouvel objectif poursuivi par l'entreprise : maximiser la richesse des actionnaires, le prix de l'action ou la capitalisation boursière de la firme.

Dans ce mémoire, nous partirons de cette dernière hypothèse de maximisation de la capitalisation boursière de l'entreprise et de la richesse des actionnaires pour définir une politique de distribution. Nous adoptons donc majoritairement un point de vue actionnarial de la firme.

D. Relation entre les décisions de distribution et les décisions opérationnelles, d'investissement et de financement

Pour satisfaire l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires, les décisions des gestionnaires de l'entreprise sont de trois ordres : opérationnelles, d'investissement et financières. Les managers financiers traitent surtout des deux dernières.

Les décisions d'investissement déterminent les actifs détenus et mis en place par la société afin de créer de la valeur au travers d'opérations journalières. Elles sont reflétées au « *left-hand side* » du bilan. Les décisions de financement déterminent les montants et la structure des financements entre plusieurs sources (actions, dettes,...). Elles sont représentées au « *right-hand side* » du bilan.

Les décisions de distribution font implicitement partie des décisions de financement puisqu'elles définissent la partie des bénéfices que la société distribue aux actionnaires sous forme de rétribution en espèces en comparaison avec ce qu'elle garde sous forme de capitaux propres pour réinvestissement. La politique de distribution définit les montants distribués mais aussi la forme ou méthode de distribution. Longtemps la politique de dividendes était synonyme de politique de distribution car historiquement les entreprises distribuaient uniquement sous forme de dividendes. Dû à l'utilisation croissante d'opérations de rachat d'actions propres, il est préférable de distinguer les deux composantes de la « politique de distribution », à savoir : politique de dividendes et politique de rachat d'actions.

Bien que la décision de distribution fasse implicitement partie de la décision de financement, ces deux décisions peuvent être analysées de façon indépendante. La politique de distribution peut alors varier à politique de financement fixe : bien que la politique de distribution varie, la

structure financière reste intacte car chaque distribution est compensée par une nouvelle levée de fonds propres.

Nous voulons ci-dessus cadrer les décisions de distribution parmi les trois types de décisions prises par les gestionnaires de sociétés. Cependant, l'analyse indépendante de la décision de distribution nous offre un cadre d'analyse de son impact propre, de ses déterminants et de ses motifs.

E. Deux principales méthodes de distribution : dividendes et rachats d'actions

Plusieurs méthodes sont employées pour distribuer aux actionnaires la rétribution ou rémunération monétaire de leurs apports en capitaux. Certains avantages financiers non monétaires leur sont parfois aussi offerts (Albouy et Dumontier, 1992), mais nous nous concentrerons essentiellement sur les distributions avec une incidence en espèces, les dividendes et rachats d'actions. Nous soulignons ici les aspects pratiques et opérationnels des méthodes de distribution et laissons leur analyse comparative, leurs avantages et inconvénients, ainsi que leurs relations avec les différentes théories pour la suite du mémoire.

1. Dividendes

Les dividendes sont la forme classique de distribution et de rémunération des actionnaires. Quand le bénéfice distribuable est déterminé, les actionnaires (au travers du conseil d'administration et des managers qui les représentent) décident des dividendes qu'ils désirent se voir verser. Le dividende est ensuite mis en paiement, c'est-à-dire qu'un montant fixe est payé aux actionnaires pour chaque action détenue. Un calendrier régit à quelles dates les dividendes sont annoncés, les coupons sont détachés de l'action, etc.

Sans entrer dans les détails, nous mentionnons que l'Etat taxe cette première source de revenu des actions, qui est déjà imposée au niveau de l'entreprise par l'impôt sur les bénéfices de la société. Dans ce cas, il est commun de parler de double taxation des revenus : impôt des sociétés suivi de l'impôt des personnes physiques.

Mesurer les dividendes distribués est chose aisée car chaque action reçoit le même montant en dividende. Lintner (1956) constate de la régularité dans les paiements des dividendes, ce qui laisse supposer des politiques spécifiques de dividendes. Le terme « politique » fait référence à la stabilité et la récurrence des comportements et décisions en matière de

distribution. La régularité des paiements nous permet de parler de « dividende actuel » (égal au dividende passé) et « taux de rendement » (dividende actuel divisé par le cours de bourse actuel). Cette régularité de paiement ne vaut pas pour les rachats d'actions.

Pour terminer, notons que le dividende exceptionnel ou spécial (« *special dividend* ») n'engendre aucune modification pour l'opération de paiement, mais informe simplement du caractère « exceptionnel » et donc non récurrent du paiement.

2. Rachats d'actions propres

La deuxième forme de rémunération des actionnaires est le gain en capital : le différence entre le prix d'achat et le prix de revente. Toute la valeur créée par l'entreprise qui n'est pas perçue par des paiements de dividendes en espèces, est censée se refléter dans une variation du prix de l'action. La deuxième méthode utilisée par l'entreprise pour distribuer ses bénéfices est le rachat et l'annulation (ou la conservation sous forme de « *treasury stocks* » sans droit de vote ni droit de rémunération) de ses actions propres. Les rachats d'actions contribuent à la deuxième forme de rémunération des actionnaires, les plus-values sur actions. Les actions en circulation sont moins nombreuses après les rachats car les actions propres rachetées n'ont plus de droits. Les actionnaires restants se trouvent de ce fait en possession d'une plus large proportion de l'entreprise. On parle alors de plus-value réalisée par rachats d'actions.

Normalement, l'offre de rachat doit être proposée à chaque actionnaire. Les actionnaires peuvent alors décider d'offrir les actions ou de les garder : « *Cette opération peut être assimilée à un paiement de dividendes dans la mesure où elle entraîne aussi un transfert de fonds de l'entreprise vers les actionnaires. La principale différence entre ce type de distribution et les versements habituels de dividendes vient du caractère facultatif du rachat d'actions et de la liberté de choix laissée à chaque actionnaire : ceux-ci peuvent refuser l'offre de rachat ou ne proposer qu'une partie des titres qu'ils détiennent.* » (Albouy et Dumontier, 1992, p.14)

Souvent les systèmes d'imposition ont des dispositions à l'avantage des plus-values, comparées aux dividendes. Comme les actionnaires rationnels tentent de maximiser leurs revenus nets d'impôts, l'imposition doit être prise en compte dans la balance et pourrait avoir une incidence sur le choix de la méthode de distribution.

Les entreprises rachètent leurs actions via cinq mécanismes différents (Weston et al., 2003) : « *open-market repurchase* » (OMR), « *fixed-price tender offer* » (FPT), « *Dutch auction tender offer* » (DA), « *transferable put-rights distribution* » (TPR) et « *targeted stock repurchase* ». Les dénominations sont en anglais car elles n'ont pas toutes un équivalent en français. Elles sont développées ci-dessous :

- i. « *Open market share repurchases* » (OMR) ou rachats d'actions au fil de l'eau correspondent à un engagement, toutefois sans obligation, de racheter des actions sur une période donnée pour un montant déterminé. Aucune obligation ne découle donc d'une annonce d'un programme de rachat d'actions au fil de l'eau. Les entreprises agissent comme des investisseurs sur les marchés financiers en achetant des titres d'actions. Sur le marché américain, ce mécanisme de rachat d'actions n'était autrefois pas courant car les gestionnaires financiers étaient souvent soupçonnés de manipulation de cours à cause d'un flou juridique. Ce n'est qu'après la parution d'une loi américaine en 1982 que le rachat d'actions au fil de l'eau est devenu la méthode dominante de rachat d'actions car elle profite d'une grande flexibilité : choix du timing d'achat et du nombre d'actions réellement achetées (Grullon et Michaely, 2002).

Selon ces chercheurs, le flou juridique explique l'utilisation prépondérante des deux mécanismes présentés ci-dessous avant le passage de la loi. Néanmoins, depuis l'assouplissement de la réglementation dans les années '80, ces deux techniques d'OPRA moins flexibles ont perdu en importance. Elles sont toutefois toujours utilisées pour racheter de grandes quantités afin de modifier la structure de financement par exemple :

- ii. « *Fixed-price tender offer* » (FPT) est une offre publique de rachat (OPRA) à tous les actionnaires sur ses propres actions. L'offre précise un pourcentage d'actions désiré et un prix spécifique. Une prime est typiquement offerte afin de motiver les actionnaires à offrir leurs actions. Il revient aux actionnaires de choisir s'ils offrent ou gardent tout ou une partie de leurs actions. Au cas où la participation à l'offre excède le pourcentage ciblé, le rachat s'opère sur base du prorata des offrants. Dans le cas d'une sous-participation, plusieurs possibilités s'offrent à l'entreprise, dont la possibilité d'annuler l'offre.
- iii. « *Dutch auction tender offer* » (DA) est une offre publique de rachat (OPRA) comparable à celle mentionnée ci-dessus, mais au lieu de fixer un prix, l'entreprise définit une fourchette de prix. Chaque actionnaire communique donc le prix et le nombre d'actions qu'il désirerait céder. L'avantage de cette méthode est que l'entreprise peut payer le prix

minimum nécessaire pour racheter la portion d'actions ciblée : il n'y a à priori pas de possibilité de sous- ou sur-participation.

La première entreprise à employer le mécanisme de rachat *DA* est Todd Shipyards qui en 1981 envisageait une *FPT* à \$28 de 10% de ses 5,5 millions d'actions en circulation. Sa banque d'investissement Bear Stearns lui conseille alors une *DA* avec une fourchette ne dépassant pas les \$28. Finalement, le prix de rachat était de \$26,5.

Afin d'illustrer les deux mécanismes d'OPRA, prenons l'exemple de Weston et al. (2003). Supposons que la courbe d'offre ou de valorisation des actions par les actionnaires s'exprime par la fonction croissante suivante :

$$V(r) = 80 + 0,04 \times r$$

avec r le nombre d'actionnaires (au total 1000 actionnaires possédant chacun une action) et le $r^{\text{ième}}$ actionnaire dispose d'un prix de réserve $V(r)$ (prix auquel il s'accorde à vendre son action). Le 100^{ième} actionnaire possède un prix de réserve $V(100) = 80 + 0,04 \times 100 = 84$, par exemple. Si les dirigeants de l'entreprise désirent racheter 20% des actions, c'est-à-dire 200 actions, ils peuvent procéder à une *DA*, avec par exemple une fourchette de \$84 à \$90. Si l'offre est caractérisée par l'équation ci-dessus, le prix minimum qui permet à l'entreprise de racheter 200 actions est \$88, car $V(200) = 80 + 0,04 \times 200 = 88$. Lors d'une *FPT*, l'entreprise annonce un prix de rachat unique. Selon que le prix est inférieur ou supérieur à \$88, l'offre de rachat fera face à une sous- ou sur-participation. Au contraire, une *DA* permet à l'entreprise de payer le prix minimum afin de racheter la part d'actions que celle-ci souhaite, sans possibilité de sous- ou sur-participation.

Les deux dernières méthodes sont utilisées seulement de façon ponctuelle :

- iv. « *Target share repurchase* » est une négociation d'achat privée avec un actionnaire de taille dont l'entreprise souhaite le plus souvent se débarrasser moyennant une prime (*greenmail*).
- v. « *Transferable put-rights distributions* » (*TPR*) consistent en une distribution de droits de vente (« *put* ») à un prix donné, proportionnelle au nombre de titres détenus par l'actionnaire. Ces bons de rachat d'actions (*BRA*) s'échangent sur les marchés.

Dans ce mémoire nous traitons principalement des opérations de rachat d'actions au fil de l'eau (*OMR*), car celles-ci représentent la majorité des montants distribués en rachats

d'actions (Grullon et Ikenberry, 2000). Quand nous parlons de façon générale de rachats d'actions, nous sous-entendons les *OMR*.

D'autres formes de distribution font partie de la grande famille des politiques de distribution des actionnaires, comme les opérations cosmétiques sur le capital par exemple. Ces dernières s'opèrent par distribution d'actions gratuites à la suite d'une incorporation de réserves (« *stock dividend* ») ou d'une division d'actions (« *stock split* »). Une division inversée (*reverse stock split*) a un effet opposé et réduit le nombre d'actions. L'idée de ces distributions sous forme de titres est de changer le nombre d'actions en circulation, sans modifier pour autant les actifs de la société ni les proportions d'actions détenues par chaque actionnaire. Ou pour l'expliquer de façon figurée : ces opérations équivalent à couper une pizza en plus de parts tout en maintenant la même pizza et gardant pour chaque actionnaire les mêmes proportions de la pizza. Ces opérations ont pour habitude de changer significativement la capitalisation boursière de l'entreprise lors de leur annonce, ce qui les rend moins cosmétiques que leur nom ne laisse penser. Nous n'étudierons pas plus en détail ces formes de « distribution » sans incidences en espèces.

Afin de clore l'introduction aux méthodes de distribution, nous n'oublions pas de mentionner les dividendes optionnels (« *Dividend Reinvestment Plan* » ou « *DRIP* ») qui offrent aux actionnaires le choix entre un paiement en dividendes ou un paiement en actions. Il en existe trois types, classés en fonction de l'origine des actions. « *L'open-market DRIP* » utilise l'argent des dividendes non déboursés pour racheter ses propres actions sur le marché, « *le new-issue DRIP* » lève des fonds propres avec les dividendes et distribue de nouvelles actions. La dernière méthode est une combinaison des deux dernières.

Les opérations de rachat d'actions étant plus flexibles à travers les années que les distributions de dividendes, il n'est pas habituel de parler de politique de rachat d'actions comme on peut parler de politique de dividendes. Une certaine ambiguïté existe d'ailleurs aussi concernant l'unité de mesure des rachats : le rachat d'actions est-il mieux représenté par le montant total déboursé ou le nombre d'actions rachetées ? La première option permet au moins de comparer avec la même unité les rachats et les dividendes.

Les deux méthodes principales de distribution aux actionnaires ont été présentées, mais le choix d'une méthode n'exclut évidemment pas la possibilité de distribuer via l'autre. Citons

par exemple l'entreprise qui distribue chaque année un dividende constant et qui rachète en plus ses actions ou distribue un dividende « spécial » en complément lors d'années aux bénéfices exceptionnels. Le montant total distribué (« *total payout* ») ainsi que le choix de la division (« *division* ») du montant entre les différentes méthodes forment donc ce que nous appelons la « politique de distribution ». La politique de distribution, composée de la politique de dividendes et de la politique de rachat d'actions, est au centre de notre mémoire.

F. Tendances des marchés

Après avoir découvert les deux méthodes de distribution aux actionnaires, nous analysons ici les tendances, évolutions et phénomènes de distribution sur les marchés.

1. Disparition des dividendes

Black (1976) a nommé « *dividend puzzle* » le phénomène de distribution de dividendes généreux malgré qu'un désavantage fiscal existe envers les dividendes dans la majorité des systèmes juridiques et fiscaux. La rétention des bénéfices ou la distribution via la méthode de rachat d'actions semble à première vue fiscalement plus intéressante... Pourtant, Fama et French (2001) observent dans un rapport récent une réduction (sur le marché américain) du pourcentage ou de la proportion des entreprises payant des dividendes : comme si le puzzle s'était résolu par lui-même... D'autres études traitent de marchés hors des Etats-Unis, comme Ferris et al (2006) qui voient au Royaume-Uni des tendances similaires quoique moins prononcées de réduction de pourcentage de sociétés distribuant sous forme de dividendes et de réduction des dispositions à payer des dividendes.

Fama et French (2001) remarquent une chute flagrante de la proportion des payeurs de dividendes. Comme l'indique le titre de leur publication, cette observation suggère un phénomène de « disparition des dividendes ». Sur la même période, Fama et French (2001) observent par ailleurs une augmentation de la population des entreprises cotées. Ils avancent que ces nouveaux entrants sont à l'origine des changements de proportion des payeurs. Grâce à leurs observations, ils concluent que la proportion de payeurs chute en partie car ces nouveaux entrants sont typiquement des sociétés moins profitables, de taille réduite, avec des opportunités d'investissement attrayantes : trois caractéristiques typiques de firmes qui ne distribuent pas à leurs actionnaires. L'apparition de ces nouvelles petites entreprises réduit logiquement les proportions de payeurs en dividendes. Cette explication laisse penser à un effet de maturité de la distribution : la distribution serait liée à l'âge ou à la maturité de l'entreprise. Le marché, maintenant dominé par de jeunes entreprises qui ne distribuent pas,

voit sa proportion de payeurs réduite. Ce phénomène résulte de la réduction de la décision de distribution totale des entreprises et non pas d'une préférence pour l'une ou l'autre forme de distribution.

La diminution de la proportion de payeurs est accentuée par un second effet : une propension générale réduite à distribuer via la méthode des dividendes. Les entreprises ayant des profils typiques de payeurs en dividendes ont moins tendance à user de cette forme-là pour distribuer.

La baisse en proportion de payeurs de dividendes est donc le résultat du changement de population des entreprises qui réduit la décision de distribution totale de l'entreprise d'une part, et de la moindre propension des entreprises à payer via la méthode des dividendes qui affecte la division de la distribution d'autre part. Ces deux phénomènes agissent sur les deux décisions de la politique de distribution, se renforcent et résultent en une proportion réduite de payeurs de dividendes

Ce deuxième effet de propension réduite à user des dividendes a attiré l'attention des chercheurs, curieux de trouver une explication à ce changement de comportement des méthodes de distribution choisies. Selon le théorème de Modigliani et Miller (1961), dividendes et rachats d'actions sont des formes de distribution substituables. Une première explication soutenue par certains chercheurs, est évidemment l'apparition d'opérations de rachat d'actions qui se substitueraient aux dividendes traditionnels. Grullon et Michaely (2002) voient d'ailleurs le rachat d'actions comme une forme de substitution des dividendes et non comme une forme de distribution complémentaire. Ils expliquent cette apparition soudaine des rachats à partir des années '80 (pour le marché américain) par la publication d'une nouvelle loi de la *Securities and Exchange Commission (SEC)* facilitant l'usage des rachats. Des avantages liés aux rachats d'actions sont la fiscalité, la flexibilité, le *market-timing*, ... Ces avantages expliquent l'émergence de ce nouveau phénomène à partir des années '80, qui causerait en cas d'effet de substitution une baisse du pourcentage de payeurs en dividendes.

Cette émergence des rachats pourrait-elle alors provoquer une disparition complète des dividendes à long terme ? Le chapitre VIII poursuivra l'analyse comparative des deux méthodes de distribution et tentera entre autres de répondre à cette question. Notons tout de

même qu'avant l'apparition et l'utilisation généralisée des rachats, les dividendes exceptionnels (« *special dividends* ») jouissaient de cette flexibilité de distribution et représentaient les distributions non récurrentes. Elles ont disparu et fait place aux rachats.

2. Remise en cause du phénomène de disparition

Peu de doutes existent sur les résultats de Fama et French (2001). Néanmoins, deux tranches de la littérature financière semblent former une réponse à leur étude.

La première réponse vient de DeAngelo et al. (2004) qui remettent en cause la disparition des dividendes. Selon ces chercheurs, Fama et French (2001) ont faussement interprété leurs résultats : une réduction de la proportion des entreprises offrant des dividendes n'entraîne pas automatiquement une réduction (et donc disparition) de la valeur nominale brute des dividendes distribués. La plus faible propension à distribuer des dividendes touche majoritairement les petites entreprises et la croissance en paiement des plus grosses entreprises surpasse l'effet des petites entreprises, plus nombreuses : la valeur totale des dividendes distribués augmente sur la période observée par Fama et French (DeAngelo et al., 2004). La distribution de dividendes connaît une structure de paiement dominée par deux groupes : un petit nombre d'entreprises très profitables qui à elles-seules représentent la majorité des paiements de dividendes et un grand groupe de jeunes entreprises qui distribuent collectivement un montant modeste à leurs actionnaires. DeAngelo et al. (2004) infirment un phénomène de *disparition* des dividendes, tout en acceptant l'idée que la *propension* générale à payer des dividendes a décliné.

La seconde réponse ne remet pas en cause la tendance observée par Fama et French (2001), mais postule que la tendance n'était que temporaire et qu'elle s'est inversée depuis le début des années 2000 : Julio et Ikenberry (2004) observent depuis 2000 une augmentation du pourcentage des entreprises à dividendes.

III. Premières théories : mise en valeur et importance des dividendes

Certains modèles pionniers, qui précèdent le théorème fondamental de Modigliani et Miller (1961), offrent une place importante aux dividendes dans la valorisation de l'entreprise. Bien qu'elles ne soient pas entièrement pertinentes d'un point de vue théorique, ces tentatives d'explication des politiques de distribution proposent une première rencontre avec les distributions et montrent même certains points communs intéressants avec des théorèmes fondamentaux qui suivront.

A. Modèle de valorisation par les dividendes et « *relevance* » des dividendes

Bon nombre d'observateurs de la bourse attribuent beaucoup d'importance aux dividendes. La culture financière y est attachée (Albouy, 1990). Les analystes et investisseurs aiment les dividendes généreux à forte croissance. Graham et Dodd (1951) écrivent, sans préciser de modèle de valorisation pour actions, qu'un montant perçu en dividendes aurait un impact quatre fois supérieur sur le prix de l'action qu'un même montant de bénéfices mis en réserve. Leur intuition ou recommandation peut être paraphrasée par l'expression ; « Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras » : un dividende encaissé a plus de valeur qu'une plus-value future incertaine et risquée. A l'époque où les rachats d'actions n'étaient encore que chose exceptionnelle, ces deux chercheurs donnent le ton de l'importance donnée à cette forme de distribution aux actionnaires. Les dividendes sont chers aux marchés, et les gestionnaires financiers d'entreprises en sont conscients (Brav et al., 2005). Ce sentiment pourrait expliquer en partie la raison d'être d'une « politique » de dividendes stables.

La théorie financière nous apprend que la valeur d'un actif est égale à la somme des flux de trésorerie futurs actualisés à un taux requis par le bénéficiaire. Gordon et Shapiro (1956) développent un modèle de valorisation d'action : les flux ou cash-flows d'une action se résument au dividende perçu dans un an et à sa valeur (ou son prix de revente si les marchés sont efficients) dans un an, actualisé au taux requis. Le prix de revente dans un an est lui-même déterminé par ces deux mêmes facteurs, à deux ans d'intervalle. Répétant ce raisonnement à l'infini, la valeur d'une action se résume à l'actualisation de ses flux de dividendes futurs. Les chercheurs proposent par conséquent une formule de valorisation universellement connue sous les termes anglais « *Dividend discount model (DDM)* », « *Gordon-growth model* », ou « *Gordon-Shapiro model* » :

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_t)^t}$$

Notons que si les dividendes sont comptabilisés au niveau de l'action et que la formule valorise une seule action. S'ils sont évalués pour toute l'entreprise, c'est la valeur actionnariale de la firme que nous mesurons.

L'horizon infini pose un souci d'application. Afin d'offrir à ce modèle un aspect plus pratique, les chercheurs lui ajoutent une subtilité ou contrainte : un taux de croissance constant (annuel) du dividende (g). Le modèle forme donc sous cette restriction, une somme de termes d'une série géométrique. Il en découle la formule simplissime suivante :

$$V = \frac{D_1}{(k-g)} \quad \text{ou} \quad V = \frac{D_1}{k} \quad \text{en cas de croissance nulle}$$

Sous cette hypothèse, la valeur ou le prix de l'action est donc uniquement déterminé par trois variables : le dividende actuel (D_1), le taux de croissance constant du dividende (g), et le taux d'actualisation requis par l'actionnaire (k).

Une des limites du modèle est évidemment l'abstraction faite de la provenance des flux. La formule ne tient pas compte des sources ou de la provenance des flux de dividendes. Ceux-ci résultent de flux d'opération, flux d'investissement et flux financiers (dette bancaire par exemple). Une seconde limite du modèle est l'absence ou plutôt l'exclusion de la seconde méthode de distribution, les rachats d'actions.

Ce modèle, paru avant le théorème de neutralité de Modigliani et Miller (1961), laisse à première vue faussement penser qu'en augmentant la variable dividende (D_1) le gestionnaire arrive à augmenter la richesse de l'actionnaire. Toutes choses égales par ailleurs, l'entreprise prend de la valeur si la variable des dividendes augmente. Cette interprétation fallacieuse résulte de l'extension du modèle de valorisation d'une action vers la valeur de l'entreprise.

Pour remédier à cette interprétation naïve, Gordon (1959,1962) met en relation le taux de croissance du dividende (g), et le taux de rétention des bénéfices (b) et le taux de rendement des investissements (r) :

$$g = r \times b$$

Les dividendes égalent alors la partie non retenue des bénéfices :

$$D = (1 - b) \times \text{bénéfices}$$

Une nouvelle formule de valorisation d'action en résulte donc :

$$V = \frac{D_1}{(k - g)} = \frac{(1 - b) \times \text{bénéfices}_1}{k - (r \times b)}$$

De cette façon, à politique d'investissement fixe, la variation du taux de distribution (b) a un impact direct sur le taux de croissance du dividende (g) et sur les dividendes distribués (D_1). Ces deux effets opposés s'équilibrent afin que la valeur de l'action reste inchangée. L'intuition semble cohérente : plus l'entreprise retient et réinvestit ses bénéfices, plus sa croissance des dividendes sera forte. Si au contraire l'entreprise distribue tous ses bénéfices, la croissance des dividendes sera d'autant plus faible. Ceci nous rappelle l'adage « *no free lunch* » sur les marchés, l'application naïve de la formule aurait été trop facile pour les actionnaires. Si les actionnaires empochent de gros dividendes maintenant, leurs dividendes futurs devront s'ajuster. Ainsi ils ne pourront pas créer de valeur par l'utilisation de simples transactions financières (dans ce cas-ci : des augmentations du dividende).

De cette relation transparaît un sentiment de neutralité des dividendes. Toutefois, Gordon (1959) est un défenseur des dividendes généreux. Il ne prétend pas qu'une politique de dividendes généreuse crée des flux de dividendes supplémentaires pour les investisseurs mais plutôt que leur régularité et faible volatilité réduisent le taux d'actualisation (ou taux de rendement exigé par les actionnaires). A l'inverse Gordon (1959) prédit que le taux d'actualisation (k) augmente avec la rétention des bénéfices (b) et l'accroissement d'investissement. Il estime que le taux d'actualisation croît suite au risque croissant lié aux investissements. L'effet du taux d'actualisation sur la valeur surpasse l'effet de croissance des dividendes.

Un actif financier prend de la valeur si ses flux augmentent ou si son taux d'actualisation diminue. Ici, les dividendes créent de la valeur par leur effet sur le taux d'actualisation : plus aucune raison de les négliger, ils ont leur importance ou « *relevance* ». Gordon ne présentera jamais de modèle pour démontrer sa prémisse mais se base sur une intuition personnelle et partagée par la majorité des financiers de l'époque.

Modigliani et Miller rejettent par après cette vision incomplète de la théorie financière et développeront un cadre d'analyse rigoureux afin de comprendre la politique de distribution des entreprises. Ils démontreront que la décision de distribution n'affecte pas la valeur de la firme. Leur cadre théorique est assez général pour incorporer les rachats d'actions, la seconde méthode de distribution. Le théorème de Modigliani et Miller (1961) forme la base de travail et d'analyse pour la recherche, depuis sa publication jusqu'à maintenant. Les chapitres suivants se concentreront sur cette tranche de la littérature financière.

IV. Modigliani et Miller : Neutralité des distributions aux actionnaires

Ce chapitre entier est dédié au théorème phare de la neutralité des distributions de Modigliani et Miller (1961), car ce théorème représente la publication fondamentale du sujet des politiques de distribution. Trois années auparavant, ces mêmes chercheurs étaient parvenus à démontrer la neutralité de la structure de financement de l'entreprise. Ce théorème de la structure de financement est brièvement cité en début de chapitre car il repose sur des principes similaires à ceux de la neutralité des distributions. Après démonstration de la neutralité des dividendes, que nous étendons par après aux distributions totales, les différentes hypothèses du théorème sont analysées de plus près. La remise en cause de chacune des hypothèses représente un argument pour considérer avec prudence la politique de distribution et présente une potentielle occasion d'influencer la valeur de l'entreprise avec sa politique de distribution. Outre la critique des hypothèses trop restrictives, deux chercheurs DeAngelo et DeAngelo (2006) remettent en question cinquante années après parution les fondements et la pertinence mêmes de la neutralité des distributions. Afin de conclure ce chapitre, observons que la neutralité et les imperfections de marché proposent deux politiques génériques de distribution : la politique de distribution résiduelle et la politique de distribution gérée.

A. MM (1958) : Neutralité de la structure de financement

La thèse de la neutralité de la politique de dividendes de Modigliani et Miller (1961) n'est pas la première publication des deux théoriciens financiers. En 1958, Modigliani et Miller (ci-après MM) ont révolutionné une première fois les cadres théoriques ou « *frameworks* » de la finance dans le monde, grâce à la thèse de neutralité de la structure financière de l'entreprise (MM, 1958). Celle-ci est traitée dans tout manuel d'introduction à la finance d'entreprise et est reprise ci-dessous.

Sans démonstration théorique, nous synthétisons les deux idées principales (mieux connues sous le terme anglais « *Propositions* ») de la thèse de neutralité de la structure financière. Ces idées nous semblent d'une importance majeure étant donné la relation proche entre la structure de financement et la politique de dividendes. Souvenons-nous de la section II.D que les décisions de distribution font implicitement partie de la décision de financement car elles concernent le « *right hand side* » du bilan : une distribution de dividendes par exemple cause logiquement une réduction des capitaux propres (actions), et l'entreprise doit alors combler un éventuel manque de financement en émettant de nouvelles actions ou en levant de la dette. Notons tout de même que malgré la relation proche entre distribution et financement, la

structure financière peut être maintenue fixe tout en faisant varier la politique de distribution. Une distribution de capitaux propres est dans ce cas immédiatement compensée par une augmentation de capitaux nouveaux d'une même valeur.

Sous certaines hypothèses comparables à MM (1961), les deux messages de MM (1958) sont les suivants :

- « *Proposition I* » : La valeur totale de l'entreprise est indépendante de la structure de financement (portion ou répartition des fonds propres et de la dette). Elle est uniquement déterminée par les actifs détenus par l'entreprise, c'est-à-dire la politique d'investissement, et le risque lié à ces actifs.
- « *Proposition II* » : Avec un coût moyen pondéré du capital (*WACC*) constant lié au risque des actifs détenus, le coût des capitaux propres ou rendement exigé des actions augmente avec l'endettement.

Le théorème de neutralité de la structure financière affirme donc que seuls les actifs, la politique d'investissement créent de la valeur pour l'entreprise. La valeur de la politique d'investissement est indépendante de la façon dont la société se finance : les décisions financières ne créent donc pas de valeur.

En suivant un raisonnement semblable et en gardant à l'esprit que la décision de distribuer des dividendes est une décision financière, nous analysons dans la section suivante la neutralité des dividendes (MM,1961).

B. MM (1961) : Neutralité de la politique de dividendes

Seulement trois années après la publication de leur thèse de neutralité de la structure de financement, Modigliani et Miller (1961) s'en prennent à la politique de dividendes des entreprises et se demandent si : « *Do companies with generous distribution policies consistently sell at a premium over those with niggardly payouts? [...] Is there an optimum payout ratio or range of ratios that maximizes the current worth of the shares?* » (MM,1961,p.411).

MM (1961) se posent ces questions existentielles pour les gestionnaires et actionnaires. Afin d'étudier l'impact d'une distribution de dividendes sur la valeur de l'entreprise, ils fixent la politique d'investissement et de financement : une augmentation de distribution aux

actionnaires en dividendes doit alors automatiquement être compensée par une émission de nouvelles actions (Albouy et Dumortier, 1992).

Dans le but de démontrer la neutralité des dividendes, impliquant que les actionnaires sont indifférents quant à la politique de distribution de la firme, MM (1961) font les trois hypothèses suivantes :

- 1) Marchés financiers parfaits : information disponible gratuitement pour tous, coûts de transaction et d'émission inexistant, pas de différentiel de fiscalité entre plus-value et dividende et investisseurs marginaux sans influence sur le prix du marché.
- 2) Rationalité des investisseurs : « *more is better* » et indifférence entre les formes de rémunération (dividende ou plus-value).
- 3) Avenir certain : hypothèse facilement levée par la suite.

Démonstration : (Pour la facilité de la démonstration, nous supposons une entreprise entièrement financée par fonds propres, une entreprise « *100% equity* ». Grâce au théorème de neutralité de la structure financière, nous lèverons ultérieurement cette restriction afin que la démonstration vaille pour tout type de firme, quelle que soit sa structure financière.)

Le taux de rendement d'un actionnaire (r_e) est égal à la somme du dividende perçu dans l'année t (d_t) et de la plus-value ($p_{t+1} - p_t$), divisé par le prix d'achat (p_t) :

$$r_e = \frac{d_t + p_{t+1} - p_t}{p_t}$$

En remodelant la formule, nous exprimons le prix (p_t) en fonction des flux futurs ($d_t + p_{t+1}$) actualisés au taux de rendement requis ($1 + r_e$) :

$$p_t = \frac{d_t + p_{t+1}}{1 + r_e}$$

Ces valeurs reflètent les variables pour une seule action. Afin de connaître ces valeurs pour l'ensemble des actions en circulation, nous multiplions chaque côté de l'équation par le nombre d'actions en circulation (n_t) qui forment ensemble la capitalisation boursière de l'entreprise (V_t) :

$$n_t \times p_t = V_t = \frac{n_t \times d_t + n_t \times p_{t+1}}{1 + r_e} = \frac{D_t + n_t \times p_{t+1}}{1 + r_e}$$

MM (1961) réécrivent la valeur des actions de l'entreprise en t (V_t) en fonction du dividende total distribué (D_t) aux actionnaires à travers t et de la capitalisation boursière en $t+1$ (V_{t+1}) diminué de la valeur des m_{t+1} nouvelles actions émises en $t+1$ ($m_{t+1} \times p_{t+1}$) :

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - m_{t+1} \times p_{t+1}}{1 + r_e}$$

A politique d'investissement et de financement fixes, chaque augmentation de la distribution en dividende (D_t) provoque une augmentation du même ordre de l'émission d'actions nouvelles ($m_{t+1} \times p_{t+1}$).

Via l'égalité des ressources et des emplois de flux de la firme, le montant des nouvelles actions émises ($m_{t+1} \times p_{t+1}$) s'exprime en fonction des investissements (I_t), des bénéfices (X_t) et des dividendes (D_t) :

Flux disponible = Bénéfices _{t} – Investissements _{t} = Dividendes _{t} – Levées de fonds _{$t+1$}

$$FCF_t = X_t - I_t = D_t - m_{t+1} \times p_{t+1}$$

Donc après modification :

$$m_{t+1} \times p_{t+1} = I_t - X_t + D_t$$

MM substituent cette dernière expression du montant des actions nouvellement émises dans la formule de valorisation ci-dessus et arrivent à l'équation suivante :

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - I_t + X_t - D_t}{1 + r_e} = \frac{V_{t+1} - I_t + X_t}{1 + r_e}$$

Cette égalité démontre la neutralité des dividendes : le montant des dividendes distribués (D_t) est éliminé de l'équation de valorisation de la firme, qui ne dépend plus que du niveau d'investissement (I_t), des bénéfices (X_t) et de la valeur actionnariale de la firme en $t+1$ (V_{t+1}). Tout ce qui est distribué aux actionnaires sous forme de dividendes est compensé par une réduction immédiate du prix de l'action. L'investisseur rationnel indifférent de la forme de rémunération ne se souciera donc pas de la politique de dividendes.

En répétant ce raisonnement pour V_{t+1} , MM (1961) démontrent que la valeur de la firme dépend uniquement de sa rentabilité (X) et de ses investissements (I), dont la différence forme le FCF. En aucun cas la distribution aux actionnaires et le taux des bénéfices distribués ou mis en réserve ne créent ou détruisent de la valeur pour les actionnaires.

La réponse à leur question est claire : Les investisseurs ne paieront pas de prime pour quelque politique de dividendes. La politique de dividendes n'affecte pas la valeur de la firme. La distribution nette (« *net payout* ») qui contient les dividendes (auxquels nous rajouterons dans la section suivante les rachats d'actions) diminués des levées de capitaux propres, est égale à la différence entre les bénéfices (X) et les investissements requis (I). Elle est donc un résidu de la politique d'investissement. Comme chaque distribution peut être compensée par de nouvelles actions émises, la politique de distribution est neutre : les nouvelles actions financent la distribution superflue.

Notons que dans la démonstration, une distribution en dividendes (qui réduit le financement interne) est compensée par une augmentation du financement externe en actions. Les hypothèses garantissent l'égalité des coûts de capitaux entre ces deux modes de financement : le financement interne et le financement externe en actions. Toutefois, en reprenant la publication de MM (1958) et sa thèse de neutralité de la structure financière, nous pouvons ajouter l'émission de dette aux modes de financement externe. MM (1958,1961) ensemble garantissent la neutralité des dividendes, quelle que soit l'option choisie de financement externe. La démonstration traite d'une entreprise « *100% equity* » ou entièrement financée par fonds propres pour la simplicité de la démonstration, mais la neutralité s'étend à tous les types d'entreprises.

Les critiques face à cette nouvelle thèse n'ont pas tardé. Elles proviennent majoritairement de la remise en cause des hypothèses considérées trop restrictives et ne représentant pas la réalité des marchés financiers. Même si leur thèse et démonstration jouissent d'une pertinence plus théorique que pratique, elles donnent des indications sur les facteurs de l'entreprise qui créent de la valeur : les bénéfices et investissements qui découlent de la politique d'investissement. De plus, si les conditions de marché ne respectent pas les hypothèses posées, la thèse donne une indication des conditions de marché sous lesquelles la politique de dividendes pourrait bel et bien avoir une incidence ou un impact sur la valeur de l'entreprise.

Les gestionnaires financiers d'entreprise suivent d'ailleurs le plus souvent une « politique » de dividendes réfléchie (Lintner, 1956), ce qui laisse suggérer que les gestionnaires ne sont pas convaincus de la neutralité des dividendes. Les hypothèses et leur remise en cause pourraient donc nous aider à comprendre la raison d'être des dividendes. Plusieurs théories que nous allons découvrir par la suite vont s'y essayer.

Pour finir, ne jugeons pas hâtivement que Modigliani et Miller (1958,1961) sont des grands naïfs en posant ces hypothèses : « *Personne – encore moins Modigliani et Miller – ne prétendrait que le monde réel ressemble à cela [aux hypothèses]* » (Bernstein, 1992, p.176).

En résumé, MM (1961) nous offrent trois perspectives intéressantes que nous gardons à l'esprit au long du mémoire. Premièrement, nous connaissons maintenant le déterminant majeur de la valeur d'entreprise, c'est-à-dire la politique d'investissement. Celle-ci est déterminée par les bénéfices et les investissements à chaque période. Le deuxième apprentissage concerne la politique de distribution. La distribution nette (« *net payout* »), étant la différence entre les distributions et les nouvelles émissions d'actions, est égale au FCF. La distribution brute quant à elle est indéfinie car chaque distribution peut être compensée par de nouvelles actions. Pour finir, MM identifient par leurs hypothèses les situations dans lesquelles la politique de distribution peut affecter la valeur d'entreprise (Allen et Michaely,2003).

C. Substitution des dividendes et des rachats d'actions : Neutralité de la politique de distribution

A l'époque de Modigliani et Miller (1958,1961), les dividendes prévalaient comme source de rémunération des actionnaires pour des raisons de réglementation déjà citées. MM (1961) publient leur théorème avec l'objectif et la motivation de savoir si des distributions généreuses offrent à l'entreprise une prime de valorisation. Leur questionnement porte sur la distribution totale (D_t) et non sur la composition ou le mix de distribution entre les dividendes et rachats d'actions. MM n'énoncent à aucun moment dans leur publication le phénomène ou mécanisme de rachat. Lorsqu'ils citent les « dividendes », ils font en fait référence à la distribution totale (DeAngelo et al.,2008)

La thèse de neutralité de 1961 ne traite donc pas que des dividendes : nous pouvons logiquement étendre la neutralité des dividendes à toute autre forme de distribution aux actionnaires, puisque les investisseurs sont rationnels et donc indifférents entre une plus-value réalisée par rachat d'actions ou une rétribution égale en dividendes. Les investisseurs sont indifférents aux montants distribués mais aussi à la méthode de distribution choisie. La thèse de neutralité de la politique de dividendes est donc remplacée par la thèse de neutralité de la politique de distribution. Les deux composantes de la distribution, les dividendes et rachats

d'actions, n'ont donc pas d'incidence sur la capitalisation boursière de l'entreprise si la politique d'investissement et de financement sont constantes. Dans la démonstration de MM (1961) ci-dessus, la variable D_t peut donc représenter la somme des dividendes et rachats d'actions, représentés alors par $D_t + R_t$. La distribution nette est maintenant définie par la distribution dans les deux formes distinctes réduite des nouvelles émissions : $D_t + R_t - S_t$.

Cependant, les deux formes de distribution ont des caractéristiques propres, et auront donc un rôle souvent différent dans les théories de « *relevance* » des distributions, étudiées dans les chapitres ultérieures.

D. Imperfections des marchés et considérations comportementales : les distributions ont-elles un intérêt ?

La thèse de neutralité des dividendes ou plus généralement la thèse de neutralité des distributions de Modigliani et Miller (1961) repose sur des hypothèses limitatives, qui leur attirent rapidement les critiques d'autres chercheurs. D'aucuns remettent en cause les hypothèses du théorème de neutralité et élaborent à leur tour des théories où les décisions de distribution ont un impact ou une incidence sur la valeur de l'entreprise. Leur approche semble évidente : si les hypothèses sont fausses, la neutralité ne prévaut plus et les décisions de distribution ont un impact sur la richesse des actionnaires. De nouvelles théories apportent des réponses aux questions suivantes :

- Pourquoi les entreprises distribuent-elles, paient-elles des dividendes et rachètent-elles leurs actions ?
- Pourquoi les investisseurs souhaitent-ils percevoir des rémunérations de leurs sociétés ?

Les nouvelles théories se sont majoritairement concentrées sur des frictions ou imperfections des marchés et sur des considérations ou préférences comportementales des investisseurs. La troisième perspective apportée par MM (1961) était l'identification, à travers leurs hypothèses, des situations dans lesquels la distribution importe. Chaque hypothèse contestée est à l'origine d'une théorie. Lease et al. (2000) appellent les trois principales frictions, les « *Big three* » :

- 1) *Taxes et fiscalité* : MM (1961) opèrent dans un monde sans différentiel de taxation entre les rémunérations sous forme de dividendes et sous forme de gains en capital. Pourtant la majorité des systèmes fiscaux favorisent cette dernière forme. Des différentiels de taux

d'imposition entre différentes formes de rémunération provoquent l'apparition de théories de « *tax preference* » : la méthode de distribution n'est plus neutre et il est préférable de distribuer le flux disponible (FCF) par la méthode la moins imposée (les rachats d'actions propres dans ce cas-ci). Des différentiels de taux d'imposition entre des investisseurs créent un d'effet de clientèle pour certains types de distribution. Nous expliquons ces phénomènes dans la section V.C.

2) *Asymétries d'information* : Les gestionnaires d'entreprises détiennent des informations auxquelles les investisseurs n'ont pas accès ou qu'ils ne détiennent pas. Cette asymétrie d'information entre managers et investisseurs externes s'oppose à l'hypothèse d'information gratuite disponible à tous. MM (1961) se défendent des augmentations de prix d'actions lors de distributions de dividendes et affirment que celles-ci ne reflètent pas de la création de valeur. L'annonce d'une augmentation de dividende contient une information qui offrirait aux acteurs des marchés l'occasion de revoir leurs prévisions de rentabilité et d'investissement futurs. La politique de distribution est un moyen d'informer les investisseurs externes et de réduire les asymétries d'information. Des chercheurs élaborent donc des théories des « signaux » liées aux distributions. Une autre implication de l'asymétrie d'information est la difficulté pour les entreprises de lever des fonds au juste prix suite à des problèmes de sélection aversive. Nous développons ces théories dans la section V.B.

3) *Coûts d'agence* : D'autres experts s'attaquent aux contrats incomplets ou aux conflits d'intérêts entre managers et investisseurs externes. Des conflits d'intérêts entre les propriétaires et les gestionnaires de la société engendrent des coûts d'agence que les actionnaires doivent supporter. Distribuer aux actionnaires peut réduire ces coûts en disciplinant les managers et en alignant ces intérêts divergents. Dans ce cas-ci, distribuer comporte un effet positif sur la politique d'investissement, qui n'est plus indépendante de la politique de distribution de la firme. Les idées des théories de « *free cash flow* » sont développées dans la section V.A.

Les trois dernières frictions de Lease et al. (2000) ou « Little three » :

4) *Coûts de transaction* et 5) *Coûts d'émission* : Ces deux facteurs s'opposent à l'idée de gratuité des opérations et transactions financières, comme les distributions de dividendes,

les rachats d'actions (sous les cinq différents mécanismes), les émissions d'actions nouvelles, les levées de fonds, les liquidations d'action pour créer des dividendes « maison »... Ces coûts se manifestent dans deux cas de figure. Les investisseurs endurent ce type de coûts lorsqu'ils désirent des liquidités et qu'ils vendent une partie de leurs position. Les entreprises doivent aussi s'acquitter de coûts de transaction et d'émission lorsqu'elles distribuent et doivent lever de nouveaux fonds par la suite. Dans ce cas les entreprises optent de préférence pour une distribution résiduelle du FCF. La richesse des actionnaires ou la valeur de l'entreprise est donc affectée par la politique de distribution car celle-ci engendre des coûts, que les managers ont le devoir de limiter.

- 6) *Considérations comportementales ou préférences de l'investisseur*: MM (1961) imaginent des investisseurs rationnels qui ne se soucient pas de la forme de leur rémunération. Pourtant la préférence des investisseurs pour un dividende plutôt qu'un gain en capital peut avoir des conséquences pour la valorisation des entreprises aux yeux des actionnaires. Le chapitre VI suggère donc aux managers de satisfaire leurs actionnaires par la forme de rémunération qu'ils désirent.

Pour reprendre en langage statistique, nous pourrions imaginer que la neutralité du montant total et de la forme de distribution de MM (1961) forment l'hypothèse nulle et que chaque théorie, qui remet en question une de leurs prémisses, forme une hypothèse alternative dont il revient de contrôler la concordance sur les marchés (Baker, 2009).

Toutefois, une publication récente de DeAngelo et DeAngelo (2006) suggère que les chercheurs d'hypothèse alternatives ont perdu leur temps puisque la politique de distribution a toujours compté parmi les décisions essentielles pour l'entreprise. Nous voyons ci-après leurs arguments en faveur de la « neutralité de la neutralité (!) de la politique de dividendes » : la distribution est essentielle pour la valeur de l'entreprise.

E. Critique de la validité de la thèse de neutralité

DeAngelo et DeAngelo (ci-après DD) (2006) ne s'attaquent quant à eux pas à une imperfection de marché, mais à la validité de la thèse de neutralité de MM (1961) elle-même. Leur publication (DD, 2006) comprend deux idées : l'interdiction de la rétention de MM (1961) et l'investissement dans des projets à destruction de valeur qui découle de la rétention.

Premièrement, par le théorème de neutralité des dividendes, MM (1961) avancent que chaque politique de distribution se vaut et que les investisseurs ne sont de ce fait pas affectés, quelle que soit la décision de distribution choisie. Cependant, la neutralité repose sur une hypothèse implicite qui contraint les entreprises à distribuer 100% du flux de trésorerie disponible (« *free cash flow* » ou *FCF* : bénéfices d'opération X_t – investissements requis I_t). Sous MM (1961), les distributions possibles sont donc limitées aux distributions optimales de 100% de *FCF* ; ce qui fait de la thèse de la neutralité une tautologie. DD (2006) s'opposent à cette thèse de neutralité : en levant l'hypothèse implicite de 100% de distribution de *FCF*, ils autorisent la rétention de *FCF* dans l'entreprise parmi les choix disponibles aux managers. Si les managers ont la possibilité de garder indéfiniment des flux dans l'entreprise, la distribution n'est plus neutre (DD,2006). Cette idée est reprise dans le premier point ci-dessous.

Dans la suite, DD (2006) remarquent qu'en autorisant la rétention, les managers pourraient notamment investir dans des projets à valeur actuelle nette (« *net present value* » ou *NPV*) négative. Dans ce cas-ci également la politique de distribution importe aux actionnaires et les investisseurs ne sont plus neutres vis-à-vis de la distribution. La politique d'investissement et de distribution jouent leurs rôles, côte-à-côte. Le second point reprend cette idée.

1. La neutralité se fonde sur une interdiction de rétention

La critique sur l'interdiction de rétention porte sur l'équation des actions émises (S_t) de la démonstration de MM (1961) :

$$S_t = m_{t+1} \times p_{t+1} = I_t - X_t + D_t$$

DD isolent les dividendes (D_t) et démontrent l'hypothèse implicite qu'à politique d'investissement fixe (FCF_t fixé), les dividendes versés (D_t) égalent 100% du *FCF* augmenté des actions émises ($S_t > 0$). La distribution de minimum 100% du *FCF* est respectée à chaque période et dans tous les cas de figure :

$$D_t = (X_t - I_t) + S_t = FCF_t + S_t$$

MM (1961) ont prouvé que dans des marchés parfaits, la politique de distribution ne peut créer de valeur supplémentaire à celle créée par la politique d'investissement. Néanmoins, selon DD cette démonstration ne rend pas la décision de distribution neutre pour autant. MM font l'hypothèse de 100% de *FCF* distribué, or ils ne supposent pas un comportement de maximisation de valeur des managers alors que cette hypothèse est requise pour la neutralité (DeAngelo et al.,2008).

Leur publication semble pertinente car à force de citer la neutralité de la politique de distribution, nous oublions parfois la nécessité de distribuer l'entièreté du FCF de l'entreprise. La force de DD est de nous rappeler que là est toute l'essence d'une distribution optimale. Une vision opposée mais fallacieuse est répandue dans la culture et la littérature financière : les entreprises peuvent ignorer les distributions car celles-ci sont neutres. Peut-être que le terme choisi par MM (1961) -« *irrelevancy* »- a contribué à semer un trouble dans la raison d'être des dividendes et de la distribution. Ce terme suggère que les entreprises peuvent indéfiniment ignorer les distributions aux actionnaires. Un second argument souvent cité dans les livres académiques financiers et qui entretient ce malentendu est le principe des dividendes « maison ». Chaque actionnaire peut, quand il en ressent le besoin, liquider une partie de ses titres pour se payer des dividendes « maison », mais ceux-ci représentent des transactions à l'échelle de l'investisseur et n'impliquent aucunement la firme. Indépendamment des actionnaires, chaque entreprise doit distribuer sous une forme quelconque son FCF aux investisseurs sous MM (1961) (DeAngelo et al., 2008).

Handley (2008) suggère deux explications pour réconcilier les deux publications. La première explication use des rachats d'actions pour neutraliser l'équation des flux et la deuxième autorise le réinvestissement du FCF retenus dans des projets à valeur actuelle nette nulle.

- Selon ce chercheur, DD traitent de la politique de distribution totale ($D_t + R_t$). Si au contraire, nous scindons les différentes formes de distribution (D_t et R_t séparément) et nous nous servons des rachats d'actions (R_t) afin de distribuer la part des FCF retenus, les dividendes sont alors à nouveau neutres. Les rachats d'actions annulent la rétention et distribuent la partie de FCF retenu :

$$D_t = (X_t - I_t) + S_t - R_t = FCF_t + S_t - R_t$$

Cette explication ne tient pas la route car DD traitent clairement de la distribution totale et non pas uniquement des dividendes. Ils ne se préoccupent pas de la composition de la distribution entre différentes formes. La rétention de FCF ne peut donc être compensée par le rachat ultérieur d'actions.

- La deuxième possibilité est de faire l'hypothèse que tout FCF retenu est investi dans des projets à *NPV* nulle. La valeur de la politique d'investissement est alors neutre, quoi que le manager décide de distribuer aux actionnaires. La distribution semble alors à nouveau neutre. Bien que cette approche soit celle suivie par DeAngelo et al. (2008), une valeur d'investissement neutre n'implique pas la neutralité des distributions pour autant.

Cette dernière explication est tout à fait dans le ton de DD (2006), car deux ans plus tard, ils développent et publient avec Skinner un modèle de distribution optimale. Ils laissent tomber l'hypothèse de distribution résiduelle (du FCF) automatique de MM (1961) en reprenant un cadre théorique partagée par Brennan (1970) et Rubinstein (1976) qui autorise les entreprises à retenir des bénéfices et à les investir dans des projets à *NPV* nulle, comme expliqué dans la deuxième réconciliation de Handley. De cette façon, au lieu de fixer la politique d'investissement et ses flux, DeAngelo et al. (2008) fixent la valeur actuelle nette générée par la politique d'investissement. L'obligation de distribution de 100% du FCF à chaque période est levée grâce à cette nouvelle hypothèse d'investissement à zéro *NPV*. Néanmoins, il n'empêche que la valeur totale liée à la politique d'investissement doit impérativement être distribuée dans son entièreté aux actionnaires au fil des années. Ce qui change entre les deux approches de MM et de DD, c'est le timing des distributions :

- Chez MM, le FCF est distribué automatiquement (par hypothèse) à chaque période. Cette approche de « *substitute financing* » distribue le FCF instantanément.
- Chez DD, la distribution est flexible dans le temps grâce à l'approche de « *neutral reinvestment* » qui permet à l'entreprise de fixer la valeur de la politique d'investissement tout en retenant des FCF. Bien que la distribution soit flexible, l'entièreté du FCF doit être distribué et rien ne peut être laissé en interne dans l'entreprise à long terme. La distribution complète est la condition *sine qua non* pour que la valeur de la politique d'investissement égale la valeur de la politique de distribution.

Nous redécouvrirons au chapitre VII ce cadre théorique, qui offre une base intéressante pour modéliser la décision de distribution/rétention, auquel DeAngelo et al. (2008) ajoutent deux frictions de marché.

« *Dividend Puzzle* » résolu ?

Dans une publication très commentée de la littérature financière, Black (1976) observe avec incompréhension que des entreprises distribuent généreusement des dividendes sur les marchés. Il baptise ce phénomène « *dividend puzzle* » ou puzzle des dividendes. Selon ce théoricien, si l'on introduit une taxe sur les dividendes dans un monde où les dividendes sont neutres ou « *irrelevant* » (le monde de MM (1961)), chaque entreprise doit s'abstenir de payer des dividendes. Deux alternatives sont souvent citées afin d'échapper à la taxe : la rétention des bénéfices et la distribution par rachats d'actions.

Black (1976) ne formule pas clairement son questionnement et remet en cause avec ambiguïté l'existence des dividendes. Il se demande pourquoi les entreprises paient des dividendes s'ils sont ensuite taxés, mais il n'exprime pas explicitement s'il considère les « dividendes » comme :

- « La distribution totale » : Une alternative à la distribution totale est alors la rétention des bénéfices au sein de l'entreprise.
- « La méthode ou forme de distribution » : Une alternative à cette forme de distribution est alors le rachat d'actions. Les dividendes peuvent être remplacés par cette seconde méthode fiscalement avantageuse.

DD (2006) optent pour la première interprétation et postulent qu'ils viennent de résoudre le puzzle de Black car ils démontrent que la distribution est obligatoire même dans un monde avec impôt : l'entreprise doit distribuer l'entièreté de sa valeur d'investissement au cours de son existence et les entreprises qui distribuent ne représentent donc pas un puzzle. L'idée que l'introduction de la fiscalité doive contraindre l'entreprise à substituer la distribution par la rétention provient d'un raisonnement par analogie de la politique financière. En introduisant la déductibilité fiscale au théorème de neutralité de la structure financière de MM (1958), la division action/dette n'est plus neutre et l'entreprise choisit un financement complet par la dette (sans aucun « *equity* »). Cependant un raisonnement par analogie ne s'applique pas à la décision de distribution/rétention : une décision de distribution nulle est impossible chez MM (1961) car ils supposent 100% de distribution de FCF à chaque période. En ajoutant la fiscalité au cadre de MM (1961), l'entreprise limite de préférence la distribution au FCF car chaque distribution en dividendes supplémentaire causerait une taxation supplémentaire inutilement. Dans le cadre de Brennan (1970) et de DD (2006), l'obligation de distribution du FCF à chaque période est levée, ce qui laisse suggérer que l'entreprise peut éviter la distribution et retenir éternellement les bénéfices en interne. Cependant l'entièreté de la valeur doit être distribuée aux actionnaires. Il est alors impossible sous cette contrainte d'éviter indéfiniment l'impôt sur les dividendes. L'existence des dividendes (comme unique forme de distribution aux actionnaires comme c'est le cas pour la première interprétation) est justifiée. En posant le « *dividend puzzle* », Black a donc envoyé des chercheurs à la recherche de motifs de distribution alors que la distribution a toujours joué un rôle primordial (DD, 2006). L'introduction d'autres frictions de marché révèle cependant des situations où la valeur d'entreprise est influencée par la distribution totale. Nous analyserons par la suite et

synthétiserons au chapitre VII quels motifs encouragent à distribuer et quelle distribution est supposée optimale sous ces conditions.

Cependant, après relecture attentive de Black (1976), nous penchons personnellement pour la seconde interprétation. Notre jugement de Black est moins sévère que DD (2006). Une seule fois dans sa publication il cite les rachats d'actions comme possible alternative : « *Actually, there are many ways for the stockholders of a firm to take cash out without receiving dividends. The most obvious is that the firm can buy back some of its shares.* » (Black, 1976, p.9). Les entreprises continuent à payer des dividendes alors qu'elles peuvent distribuer par rachats afin de faire réaliser des plus-values fiscalement avantageuses à leurs actionnaires. Dans cette seconde interprétation où les dividendes représentent la méthode de distribution par opposition aux rachats, le puzzle est toujours d'actualité et DD ne répondent alors aucunement à l'interrogation de Black ; le chapitre VIII tentera d'expliquer cet engouement pour les dividendes malgré leur désavantage fiscal.

2. Possibilité d'investir dans des projets à destruction de valeur

Après analyse des deux publications, il nous semble que DD (2006) confondent en partie la politique de distribution et celle d'investissement quand ils mettent en garde contre les investissements à destruction de valeur à partir des bénéfices retenus. Ils avancent que la politique de distribution importe également parce que la rétention pourrait pousser les managers à investir dans des projets à NPV négative. Mais ce raisonnement suggère que la valeur liée à la politique d'investissement n'est pas constante, ce qui va à l'encontre de l'hypothèse de politique d'investissement fixe. Pour la seconde idée citée dans leur publication, le différend entre MM et DD semble donc se fonder sur l'éventualité d'investissements à destruction de valeur, ce qui ne respecte pas les hypothèses supposées par MM. Nous jugeons que DD se trompent ici de sujet pour justifier la distribution, mais nous offrent plutôt une introduction aux coûts d'agence comme forme d'imperfection.

En résumé, MM (1961) ont établi qu'en l'absence de friction de marché, les entreprises ne peuvent créer, grâce à une politique de distribution, de valeur supplémentaire à la valeur générée par la politique d'investissement. Bien qu'on leur doive cette découverte, DD (2006) nous empêchent heureusement de conclure fallacieusement que les managers peuvent complètement ignorer la politique de distribution. Même quand MM est modifié pour autoriser la rétention avec réinvestissement à zéro NPV , il existe des politiques de distribution

qui ne distribuent pas 100% de la valeur générée par les investissements. Prenons par exemple l'entreprise qui retiendrait à l'infini ses flux disponibles et les réinvestirait à NPV nulle : elle n'aurait pas de valeur aux yeux des actionnaires. La distribution n'est toujours pas neutre !

F. Deux décisions de distribution génériques : décision résiduelle et politisée

La thèse de la neutralité de MM (1961) modélise la distribution de dividendes (étendue à la distribution totale) à chaque période en fonction du FCF disponible de l'entreprise. Dans le cadre théorique de MM (1961), les distributions sont supposées résiduelles : elles représentent les fonds ou flux disponibles pour les actionnaires après affectation aux dépenses d'investissement nécessaires et profitables à l'entreprise. L'appellation « résiduelle » indique que la distribution totale sous les deux formes ($D_t + R_t$) aux actionnaires est une variable d'ajustement à la politique d'investissement : les managers considèrent chaque opportunité d'investissement et en comparent le coût du capital (k) avec la rentabilité attendue de l'investissement (r). Une dépense d'investissement (I_t) reprend tous les projets profitables. Si après épuisement des projets d'investissement à valeur actuelle nette non négative (I_t), il reste une partie des bénéfices (X_t) disponible, les actionnaires se voient distribuer ce surplus ; le FCF. Aucune émission d'actions nouvelles ($S_t = 0$) n'est alors nécessaire pour financer les investissements. Si au contraire les bénéfices (X_t) ne suffisent pas pour financer les investissements (I_t), l'entreprise émet de nouvelles actions afin de financer en externe ($S_t > 0$) le déficit nécessaire.

L'équation de la démonstration est valable dans les deux cas de figure :

$$D_t + R_t = (X_t - I_t) + S_t = FCF_t + S_t$$

C'est d'ailleurs cette hypothèse implicite de distribution de FCF que DD (2006) disent être implicitement à l'origine de la thèse de neutralité.

MM (1961) autorisent des distributions au-delà du FCF disponible à condition de lever des fonds à hauteur de la partie excédentaire octroyée. La distribution nette ($D_t + R_t - S_t$) est alors toujours égale au FCF. Etant donné que le circuit de flux inutile (la distribution financée par une nouvelle émission) engendre des coûts de transaction et d'émission, chaque firme doit idéalement épuiser sa capacité de financement interne avant de procéder à une augmentation de capital externe. Ces deux coûts sont négligés dans le modèle idéaliste de MM (1961). Si la distribution n'est pas nécessaire au niveau de la firme, il vaut mieux laisser les investisseurs se payer des dividendes « maison » lorsqu'ils ont besoin de liquidités. Les frais de transaction sont alors uniquement supportés par l'investisseur s'il le décide.

La dénomination « politique de distribution résiduelle » est un oxymore, car on ne peut parler de politique quand il s'agit d'une décision secondaire à la politique d'investissement ou au business plan. Le choix de distribuer répond à des critères objectifs de rendement et de coûts, exogènes à la décision de distribution. Aucune latitude n'est offerte à la seule décision de distribution ; il est dès lors difficile de parler de « politique » (Albouy et Dumortier, 1992).

Lease et al. (2000) opèrent une analyse comparative des deux formes génériques de distribution : la distribution (de dividendes) résiduelle et la distribution « politisée » ou gérée. D'un point de vue théorique, la distribution résiduelle (bien que souvent plus volatile) est optimale car elle maximise la richesse des actionnaires. Seulement, les auteurs présentent des avantages, du point de vue de l'investisseur, d'une distribution « politisée » ou « *managed payout* ». L'entreprise type distribue ponctuellement plus ou moins que son FCF le laisse suggérer. Des motifs liés aux différentes imperfections et théories des sections suivantes favorisent une distribution gérée par les gestionnaires financiers. Ces « politiques de distribution » s'écartent du cadre théorique résiduel de MM (1961) et définissent un montant et un timing de distribution dans le cadre de DD (2006), inspiré par Brennan (1970).

Certaines enquêtes auprès de managers financiers laissent penser que ces derniers suivent essentiellement un objectif de lissage des dividendes, indépendamment des variations d'investissement (Lintner, 1956 et Brav et al., 2005). Les variations d'investissement sont par exemple absorbées par des actifs liquides sans pour autant affecter les dividendes, sont absorbés par la dette (suggérant une politique d'endettement résiduelle) ou sont absorbés par des variations de rachat d'actions (Fama et French, 2001).

Les chapitres V et VI offrent des déterminants et des motifs pour s'écarter d'une politique résiduelle et définir des montants de distribution spécifiques à chaque période. Ils introduisent des imperfections de marché sous lesquelles une entreprise profite d'une politique de distribution spécifique et gérée, s'écartant de la distribution résiduelle mécanique. Le chapitre VII résume les enseignements et tente d'expliquer ce qui guide les montants distribués par les entreprises alors que le chapitre VIII justifie l'utilisation des différentes formes de distribution, les dividendes et rachats d'actions propres.

V. Trois imperfections de marché : les distributions affectent-elles la valeur ?

Dans ce chapitre-ci, nous levons trois hypothèses de MM (1961) nommées « *Big three* » par Lease (2000) et étudions les conséquences de leur remise en cause sur les décisions de distribution et sur la valeur de la firme. Les trois imperfections sont les coûts d'agence, l'asymétrie d'information et la fiscalité. Elles étaient ignorées ou supposées parfaites dans le cadre de neutralité de Modigliani et Miller (1961). Nous analysons dans ce chapitre les raisons et motifs que suggèrent ces imperfections pour s'écarter d'une distribution résiduelle.

1. Sortie du paradigme néo-classique

Dans la dernière section du chapitre IV, nous abordions les deux pratiques génériques de distribution. Afin de maximiser la richesse des détenteurs de titres, dans un marché comprenant des coûts de transaction et d'émission la littérature financière conseille à première vue de distribuer l'excédent des bénéfices ne pouvant pas être réinvestis dans la firme à un taux de rentabilité satisfaisant pour les actionnaires. Si les formes de distribution sont de parfaits substituts, la méthode de distribution n'importe pas. Bien que prétendue optimale selon le cadre théorique de MM (1961), la distribution résiduelle qui en résulte n'est pratiquée par presque aucune firme dans le monde financier réel. Les entreprises suivent plutôt des politiques spécifiques de distribution. De plus, comme nous verrons exhaustivement dans la section V.C, le différentiel de taxation entre les deux formes traditionnelles de rémunération, les dividendes et plus-values, devrait logiquement encourager les gestionnaires à distribuer le moins possible en dividendes. Le « circuit paradoxal » (Albouy, 1990, p.245) des flux distribués et à nouveau prélevés sur les marchés, combiné aux trois types d'imperfections citées (coûts de transaction, d'émission et fiscaux) ont amené plusieurs chercheurs à remettre en question le paradigme néo-classique de l'entreprise selon lequel la firme opère dans des marchés parfaits et est gérée par un acteur dans le meilleur intérêt de ses actionnaires. Les deux théories majeures faisant table rase avec la vision idéaliste de MM (1961) sont la théorie de l'agence (section V.A) et la théorie des signaux (section V.B) (Albouy, 1990).

2. Effets des distributions sur les prix d'actions

La théorie de la neutralité prédit des marchés inertes à la suite de quelconque changement dans la politique de distribution de la firme. Pourtant ces prédictions ne sont pas vérifiées dans les réactions de prix des actions. Plusieurs études empiriques attestent des variations de prix statistiquement significatives à la suite d'une augmentation de dividende ou d'un

programme de rachat d'actions. Les variations de prix ont le même signe que les changements de distribution (Vermaelen, 1981 et Ikenberry et al., 1995).

Les deux théories de l'agence et des signaux donnent des explications différentes à ces phénomènes de prix mais ne se contredisent ou ne s'opposent pas fondamentalement pour autant. Elles peuvent d'ailleurs se compléter dans leurs interprétations :

- La théorie de l'agence (section V.A) : Elle part du postulat que des divergences d'objectifs et d'intérêts existent entre les dirigeants, actionnaires, créanciers et autres parties prenantes de la firme. Ces différences entre les fonctions-objectifs engendrent des coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Les dividendes et autres formes de distribution ont un rôle à jouer dans la réduction des coûts d'agence liés aux conflits actionnaires-managers. Des distributions généreuses réduisent les coûts d'agence des fonds propres et créent de ce fait de la valeur, qui est reflétée dans le prix de l'action (Easterbrook, 1984 et Jensen, 1986).
- La théorie des signaux (section V.B) : Elle suppose qu'il existe des asymétries d'information entre les dirigeants et les actionnaires. Les dirigeants, soucieux de transmettre leurs informations privilégiées aux actionnaires extérieurs, usent de la politique de distribution pour transmettre des signaux aux marchés. Des augmentations de dividendes qui suggèrent des opportunités de croissances futures, s'accompagnent d'une augmentation de prix. L'effet inverse vaut pour des réductions de dividendes, qui présagent une futur moins profitable. L'opération de distribution ne crée pas de valeur en tant que tel, mais délivre un signal qui provoque des changements de perspectives concernant la valeur de l'entreprise auprès d'actionnaires (MM, 1961).

Les réactions et changements de prix observés trouvent des réponses dans ces deux théories différentes. Il s'agit maintenant de comprendre les deux visions et explications et de découvrir laquelle guide ou prédit au mieux les distributions.

A. Théorie de l'agence : distribuer pour réduire les problèmes d'agence

1. Réduction des coûts d'agence par les dividendes

Jusqu'ici, nous partions de la prémisse que les gestionnaires et décideurs de sociétés agissaient dans l'objectif de maximiser la valeur actionnariale de l'entreprise et donc la richesse des actionnaires. Cependant, la théorie de l'agence formalisée par Jensen et Meckling (1976) doute de cette hypothèse dans des entreprises où la propriété et le contrôle sont séparés

et où l'actionnariat est diffus. Les actionnaires d'entreprise n'arrivent pas à prévoir avec certitude, par des contrats, les comportements de leurs agents. Les actionnaires jouissent toujours de l'autorité suprême dans une société, entre autres grâce à leur droit de vote, mais les entreprises managériales sont souvent gouvernées par des dirigeants mandatés pour agir dans leur intérêt. Les actionnaires délèguent donc leurs pouvoirs décisionnels aux managers. Dirigeants et actionnaires entrent de ce fait en relation d'agence dans laquelle ils endossent respectivement les rôles de principal et d'agent. Selon Jensen et Meckling (1976), deux principes fondamentaux viennent à créer des problèmes et coûts d'agence. Premièrement, chaque individu maximise sa propre utilité. Deuxièmement, chaque partie anticipe dans ses décisions l'incidence des conflits d'intérêts inhérents à la relation d'agence. Jensen et Meckling se concentrent principalement sur la relation entre les actionnaires et managers qui provoque les « coûts d'agence des fonds propres ». Notons que des conflits d'intérêts entre la firme et ses créanciers viennent à causer des coûts d'agence de la dette.

Un exemple cité dans leur publication clarifiera l'incidence de ces deux principes fondamentaux sur les coûts d'agence des fonds propres: Une société détenue par un actionnaire-manager (actionnaire prenant les décisions pour la firme) fait entrer des nouveaux actionnaires extérieurs dans la structure actionnariale. Les actionnaires externes anticipent leur expropriation par l'actionnaire-manager car ce dernier a tout intérêt à sortir le plus de richesse possible de la société sous son mandat de manager, puisqu'il devra partager ce qu'il reste avec les actionnaires externes. Ayant anticipé leur « dépossession », les actionnaires externes ne désirent pas entrer dans la structure actionnariale à des prix élevés. Il résulte pour finir une situation où les deux parties pâtissent de cette situation et des problèmes d'agence. Ces problèmes sont à l'origine des coûts d'agence qu'il reviendra aux deux parties de minimiser dans le l'intérêt de tous.

Trois types de coûts existent : coûts de contrôle supportés par le mandant (actionnaire) afin de surveiller les managers, coûts d'obligation portés par l'agent (manager) pour prouver patte blanche et les coûts résiduels des problèmes qui ne sont pas résolus et qui sont portés par les deux parties (Jensen et Meckling, 1976).

Plusieurs mécanismes peuvent être mis en place dans le but de minimiser les coûts d'agence. La politique financière (endettement et distribution) joue un rôle régulateur dans les deux théories exposées ci-dessous :

a) **Easterbrook : deux explications des dividendes**

Dans sa publication, Easterbrook (1984) reprend le cadre de pensée des conflits d'intérêts et des coûts d'agence entre manager et actionnaire et propose deux explications ou raisons d'être des dividendes. Il conceptualise au préalable deux types de coûts d'agence :

- Coûts de contrôle des dirigeants : Aucun actionnaire ne désire assumer le contrôle des dirigeants car cela engendre un coût et profite à tous, si l'actionnariat est diffus. Le contrôle s'établit donc à l'extérieur et est assuré par des banques d'investissement lors d'émissions de titres.
- Coût d'aversion au risque des dirigeants : Les dirigeants de sociétés investissent leur capital humain et craignent d'être remplacé de leurs postes d'exécutifs. Ils ont pour cela personnellement intérêt à réduire le risque lié à l'endettement et aux projets d'investissement.

Distribuer des dividendes réguliers réduit ces deux types de coûts pour deux raisons différentes (Easterbrook, 1984) :

- Les distributions réduisent la capacité de financement interne et entraînent donc plus souvent l'entreprise dans des opérations de levées de fonds (émission d'actions ou de dette). Les marchés financiers jouent alors un rôle de contrôle, majoritairement exercé par les banques d'investissement, en scrutant avec attention les gestionnaires, leurs projets d'investissement, profils d'endettement, etc. Sous contrôle externe, les dirigeants sont plus enclins à aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires. Les sociétés usant uniquement de leur capacité de financement interne pour lancer de nouveaux projets échappent à cette discipline du marché.
- Le deuxième effet salvateur des octrois aux actionnaires est que ceux-ci permettent d'ajuster le taux d'endettement de l'entreprise. Une réduction du taux et du risque d'endettement cause un transfert de richesse vers les obligataires, qui ont déjà anticipé un certain niveau de risque d'endettement dans leur rémunération. Les dividendes diminuent le montant des fonds propres de la société et augmentent *ceteris paribus* le taux d'endettement. Sans entrer dans les détails, il convient d'évoquer l'existence de conflits d'intérêts entre la firme (actionnaires et managers sont supposés alignés ici), détentrice de fonds propres, et les créanciers, détenteurs de dette. Ces conflits sont à l'origine des coûts d'agence de la dette. Les clauses restrictives liées aux contrats de dette jouent un rôle régulateur afin de réduire les coûts d'agence de la dette (Jensen et Meckling, 1976).

La publication d'Easterbrook se concentre majoritairement sur les dividendes mais il suggère aussi l'utilisation de rachat d'actions comme mécanisme de substitution. Les déboursements engendrent des coûts de transaction et les nouvelles émissions qui en découlent créent à leur tour des coûts d'émission. Cependant ces distributions ont le bénéfice de réduire les coûts d'agence des fonds propres entre actionnaires et managers. Rozeff (1982) propose un modèle d'équilibre des distributions de dividendes en exposant des arguments similaires à Easterbrook. Il combine les coûts d'agence (fonction décroissante du montant distribué) et les coûts de transaction (fonction croissante du montant distribué) : la distribution optimale minimise la somme des coûts combinés.

b) Jensen : hypothèse des flux discrétionnaires

Dix ans après sa collaboration avec Meckling, Jensen (1986) dévoile une nouvelle hypothèse qui se fonde sur la théorie de l'agence et s'applique elle aussi aux conflits entre actionnaires et managers : l'hypothèse des flux discrétionnaires ou « *FCF hypothesis* ». Elle forme une extension de la politique résiduelle, à laquelle s'ajoute le comportement opportuniste des managers. Une politique résiduelle distribue le flux disponible après réinvestissements des bénéfices dans des projets à VAN positive. Sans contrainte de distribution, les dirigeants ont la mainmise sur ces flux : un pouvoir décisionnel discrétionnaire.

Désireux de gouverner une plus grosse entité pour augmenter leurs responsabilités et rémunérations, les dirigeants disposant de FCF après réinvestissement sont vite tentés d'investir les montants résiduels dans quelconque autre projet disponible (quitte à ce qu'il détruise de la valeur pour l'actionnaire). Ce « *overinvestment* » que Jensen (1986) cite comporte des investissements à *NPV* négative : le capital est utilisé à mauvais escient par la société au lieu d'être rendu aux actionnaires. En plus des investissements dépourvus de valeur, les dirigeants peuvent prélever une partie des sommes disponibles et les employer à des fins personnelles ou réduire l'efficacité opérationnelle de l'entreprise. L'exemple du CEO mégalomane qui achète un jet privé au nom de la société est parlant.

Jensen rejette donc l'hypothèse, pourtant supposée par MM (1961), d'indépendance entre politique d'investissement et politique de distribution. Il suggère une solution afin de limiter la liberté décisionnelle des managers : réduire la capacité de financement interne de l'entreprise en s'engageant à distribuer à travers une politique de distribution contraignante. Il

réintroduit l'équation des sources de flux (bénéfices d'opérations et investissement) de l'entreprise et des utilisations (rétribution aux détenteurs de titres), mais la séquence décisionnelle semble chamboulée chez Jensen. Les bénéfices (X_t) sont d'abord diminués des montants distribués aux actionnaires ($D_t + R_t$). Le FCF de Jensen se trouvant réduit par les contraintes de distribution, la décision d'investissement (I_t) est disciplinée et réfléchie car elle dispose d'un flux de financement interne réduit et la décision de lever des capitaux nouveaux (S_t) est prise seulement si les investissements en valent vraiment la peine :

$$X_t - (D_t + R_t) - I_t = -S_t$$

La distribution crée de la valeur par son effet contraignant et restrictif sur les investissements : elle réduit le risque d'opérations et d'investissements inefficients. La politique de distribution a un effet positif sur la politique d'investissement ; les deux se tiennent et ne sont plus indépendantes. Jensen propose ensuite un mécanisme jouissant des mêmes avantages que les dividendes mais avec une contrainte contractuelle et légale supplémentaire : la dette et les intérêts qui en découlent.

Même si leurs raisonnements diffèrent en partie, les théories des deux chercheurs ci-dessus véhiculent la même idée : les actionnaires doivent exercer un plus grand contrôle sur la politique d'investissement et sur les flux discrétionnaires afin de réduire les chances d'expropriation par les dirigeants. Dans les deux cas, distribuer est une solution.

Le recours aux rachats d'actions est moins recommandé dans ce contexte car ceux-ci revêtent un caractère flexible, sans contrainte dans le temps (Michaely et al, 1994). Ceci peut expliquer l'emploi de dividendes malgré la taxation en faveur des rachats. Le « *dividend puzzle* » de Black (1976) a trouvé une possible réponse à l'énigme des dividendes plus lourdement taxés.

Le principe d'« *overinvestment* » prévoit que plus la société dispose de flux et moins elle jouit d'opportunités d'investissement profitables, plus le problème d'« *overinvestment* » est prononcé. Une implication vérifiable de l'hypothèse de FCF veut pour cela que les réactions de prix soient plus affirmées pour ces entreprises-là. La prévalence de problèmes d'« *overinvestment* » est évaluée par le Q de Tobin qui quantifie le risque d'investissements destructeurs. Lang et Litzenberger (1989) observent, à l'aide du Q de Tobin, que les réactions de prix aux variations de dividendes sont plus prononcées pour ces entreprises aux fortes possibilités d'« *overinvestment* », ce qui confirme l'hypothèse de FCF. Lie (2000) fait la distinction entre les flux récurrents et transitoires et confirme de façon comparable que les

FCF non récurrents sont distribués par dividendes exceptionnels ou par rachats d'actions afin de réduire les problèmes d'agence liés au FCF discrétionnaire. L'annonce en 1936 d'une taxe sur les bénéfices non distribués était accueillie favorablement par les actionnaires : suivant l'hypothèse de FCF, les entreprises avaient à la suite de cette taxe des incitants supplémentaires à réduire les bénéfices retenus et donc à réduire les problèmes d'« *overinvestment* ». De plus, les réactions de prix étaient d'autant plus fortes que les entreprises étaient exposées aux problèmes de FCF (Christie et Nanda, 1994). Allen et Michaely (2003) revoient la littérature et les études empiriques et arrivent à la conclusion que les dividendes et rachats ont pour but de réduire les coûts d'agence des fonds propres, et n'ont pas pour objectif de signaler des perspectives profitables pour la firme.

2. Autres mécanismes de gouvernance

Les managers disposent d'autres mécanismes afin de réduire les conflits d'intérêts inévitables de la firme managériale. Certains sont externes à l'entreprise, comme le marché des biens et services. Ce dernier encourage les gestionnaires à opérer et investir efficacement car dans le cas contraire leur société et leur poste risquent de disparaître (Hart, 1983). Le marché du travail forme aussi une menace pour les équipes exécutives car un groupe plus performant de dirigeants pourrait les remplacer (Fama, 1980). Des outils internes, propres à la firme, peuvent aussi aligner les intérêts des dirigeants avec ceux de la firme. On cite l'exemple des compensations des managers, la « *corporate governance* », etc. (Easterbrook, 1984).

B. Théorie des signaux : distribuer pour envoyer un signal aux actionnaires

Comme déjà énoncé dans l'introduction de ce chapitre, la plupart des entreprises ne suivent pas une politique de distribution résiduelle malgré les coûts de transaction, d'émission et de taxation. En plus de ce comportement de distribution, plusieurs études empiriques indiquent des variations significatives de prix de même signe que les distributions. Ces deux idées sont développées dans les deux points 1 et 2 de l'introduction de ce chapitre. Deux explications sont proposées pour répondre à ces phénomènes. La section V.A développait la première : la théorie de l'agence. Cette section-ci, V.B, développe la seconde : la théorie des signaux.

1. Réduire l'asymétrie d'information par les dividendes

La théorie des signaux part du postulat que les différents groupes d'individus dans une entreprise ne partagent pas les mêmes informations concernant les futures perspectives de la firme : une asymétrie d'information existe entre les « *insiders* » (managers) de la boîte et les « *outsiders* » (investisseurs externes). Les titres de la firme peuvent par conséquent être

sous-valorisées sur les marchés par rapport à leur valeur intrinsèque. Les dirigeants, soucieux de maximiser la richesse des actionnaires, souhaitent réduire l'asymétrie en signalant aux investisseurs leur visions et perspectives de rentabilité et de croissance future.

MM (1961) eux-mêmes, après avoir supposé un monde où l'information est gratuite et disponible à tous, s'étaient défendus des phénomènes de variation de prix d'actifs à l'annonce des augmentations de dividendes. Les dividendes ne créent pas de valeur à eux seuls, mais MM (1961) suggèrent un « contenu informationnel » révélé par un dividende particulier. L'information dévoilée par l'annonce du dividende amène les investisseurs, éclairés par ce signal, à revoir leurs prévisions d'avenir pour la firme. MM soutiennent l'idée que les investisseurs ne réagissent donc pas directement aux variations de dividende, mais réagissent plutôt aux variations de bénéfices que les variations de dividendes suggèrent. Le modèle comportemental de Lintner prétend que les dirigeants se tiennent à un « *target payout ratio* ». Ce ratio veut que les dividendes s'ajustent prudemment aux bénéfices : une augmentation des dividendes suppose donc logiquement une croissance durable des bénéfices. Avec cette interprétation, l'argument de neutralité prévaut toujours.

De façon générale, des signaux ont pour but de réduire l'asymétrie d'information entre offreurs et demandeurs sur les marchés. Tout cours d'introduction à la micro-économie présente le marché des « *lemons* » d'Akerlof (1970). Dans le marché des voitures d'occasion (« *lemons* »), gouverné par des asymétries d'information entre vendeurs et acheteurs, les acheteurs voudront au plus payer le prix d'une voiture moyenne. Les voitures de qualité ne seront plus proposées et quitteront le marché : Il ne restera bientôt plus que des voitures médiocres sur le marché des occasions. De ce fait le marché des voitures d'occasion est voué à disparaître à long terme. Ce n'est qu'avec l'introduction d'un mécanisme coûteux de signalement de qualité des voitures que le marché peut fonctionner efficacement. Dans ce cas particulier, les signaux sont par exemple la garantie sur le moteur, la marque de la voiture, etc.

Des déséquilibres informationnels existent aussi sur les marchés financiers entre les managers de sociétés (demandeurs de fonds) et les investisseurs (offreurs de fonds). Il revient donc aux managers de transmettre aux investisseurs externes les informations qu'ils détiennent sur la situation présente et future de l'entreprise. Les informations transmises par le biais de rapports annuels témoignent surtout du passé de l'entreprise alors que les investisseurs se préoccupent du devenir de l'entreprise (Albouy et Dumontier, 1992).

Spence (1973) résume les deux critères de fiabilité d'un signal : il doit être coûteux et pénalisé en cas de signal erroné. Sous ces conditions, à l'équilibre, seules les bonnes entreprises transmettent des signaux favorables fiables. Des mécanismes de signalement crédibles à disposition des managers pour combler les asymétries d'information sur les marchés financiers sont la politique de financement et la politique de distribution. Ross (1977) modélise l'idée que les dirigeants peuvent donner aux investisseurs un signal sur les flux futurs en accroissant le ratio d'endettement des capitaux (la politique de financement) de l'entreprise. Les managers craignent la faillite suite à l'obligation contractuelle de dette. Une augmentation de l'endettement signale de la confiance en la stabilité des bénéfices futurs. Dans ce mémoire, nous nous concentrons sur les différentes théories du signal par les dividendes. Suivant un raisonnement semblable à Ross, plusieurs modèles de signalement par la distribution aux actionnaires ont vu le jour par la suite.

Plusieurs modèles de signalisation des dividendes existent et diffèrent au niveau des coûts et pénalités des signaux. Aucune restriction dans les modèles n'empêche d'utiliser le rachat d'actions pour signaler des perspectives favorables et une sous-valorisation momentanée des titres. Nous présentons deux modèles habituellement cités dans la littérature financière :

- Kalay (1980) applique un raisonnement similaire à Ross et formule l'hypothèse que les dirigeants sont lourdement pénalisés en cas de réduction des dividendes dans le futur. Dans ce cas, les managers qui augmentent la distribution signalent leur confiance et visions favorables quant aux bénéfices futurs. Cet argument rejoint les idées de Lintner (1956) qui observe que les managers évitent à tout prix de réduire un dividende.
- Bhattacharya (1979) développe un modèle ambitieux via lequel la valeur de l'entreprise peut être déterminée à partir des dividendes. Le coût direct porté par les investisseurs découle du différentiel de taxation des dividendes par rapport aux plus-values. Le signal sera considéré erroné et sera pénalisé par des coûts d'émission si l'entreprise doit lever des fonds par la suite. Si les avantages financiers liés au signal émis surpassent le coût fiscal des dividendes, l'usage coûteux des dividendes est légitime.

Bien que la théorie des signaux par les dividendes soit un développement intellectuel intéressant, les analyses empiriques des marchés ne soutiennent pas l'hypothèse de signalement. Une implication des modèles de signalement est qu'une augmentation des bénéfices succède à une augmentation des distributions (Allen et Michaely, 2003). Les

dividendes reflètent les performances passées, mais peu d'information est transmise par les changements de dividendes sur les bénéfices futurs et sur les performances futures de l'entreprise (Benartzi et al.,1997 ; Penman,1983). Au contraire, les bénéfices augmentent significativement dans les deux années suivant une omission de dividendes (Healy et Palepu,1988). Grullon et Michaely (2004) observent pour les rachats par *OMR* des résultats comparables aux augmentations de dividendes : aucune augmentation des bénéfices à la suite de programmes de rachat. De plus, DeAngelo et al. (2008) observent que les entreprises qui ont le plus besoin de communiquer sont celles qui distribuent le moins, alors que les entreprises bien installées, possédant des excédents de FCF et des moyens de communication établis, représentent la plus grande partie des distributions aux actionnaires. Ces découvertes retirent du crédit à l'argument des signaux mais en accordent d'autant plus à l'hypothèse de FCF de Jensen car ces grandes entreprises sont les plus exposées aux coûts d'agence.

2. Rachats d'actions comme investissement : « *market-timing* »

Les premiers modèles de signaux se concentrent exclusivement sur les dividendes mais l'effet de substitution entre les deux formes de distribution suggère aussi l'utilisation de rachat d'actions pour transmettre les informations privilégiées des managers aux actionnaires. Le rachat d'actions, comme les dividendes, est une méthode de distribution des capitaux aux actionnaires et une façon d'ajuster la structure financière de la firme. Mais au lieu de distribuer un montant à chaque actionnaire en fonction de la proportion des capitaux propres qu'il détient, l'entreprise joue un rôle d'investisseur sur les marchés en achetant ses propres actions. Dans le cas d'une sous-valorisation momentanée des titres, les entreprises peuvent donc tirer profit et créer de la valeur par les rachats pour les non-vendeurs d'actions (au détriment des actionnaires vendeurs). Cette hypothèse de « *market-timing* » est un des prétextes majeurs avancés par les managers pour l'emploi de cette méthode (Brav et al.,2005).

La théorie des signaux propose qu'avec l'envoi d'un signal au marché (un dividende croissant ou programme de rachat par exemple), l'asymétrie d'information est d'un seul coup comblée et les titres sont valorisés au juste prix. Sous cette hypothèse d'ajustement instantané, l'entreprise ne peut plus profiter d'actifs sous-valorisés dès l'annonce d'une offre de rachat ou d'un programme de rachat. Au contraire, l'hypothèse de « *market-timing* » suppose que l'entreprise arrive à profiter de l'inefficience temporaire du marché et de la réaction trop prudente des investisseurs aux annonces de rachat. Elle offre donc un avantage comparatif de taille à la distribution par rachats par rapport aux dividendes.

Les études de Vermaelen (1981) et Masulis (1980) observent des réactions de prix proportionnelles aux primes de rachat offertes et Vermaelen (1981) et Dann (1981) montrent que les « *insiders* » eux-mêmes ne participent pas aux opérations de rachat. Le refus « *insiders* » de vendre à la prime suggère logiquement une sous-valorisation des titres. La recherche de Peyer et Vermaelen (2009) et Lakonishok et Vermaelen (1990) identifie des rendements anormaux dans les années suivant les programmes de rachat : les entreprises semblent donc pouvoir exploiter des opportunités de « *market-timing* » dû à la sous-valorisation en rachetant leurs propres titres. Combiner ces deux phénomènes observés, les réactions de prix et les rendements anormaux, laisse croire que malgré la réaction du marché au signal, les ajustements et rendements instantanés à l'annonce sont trop prudents et les signaux sous-estimés. L'hypothèse de « *market-timing* » semble donc se confirmer : les dirigeants parviennent à profiter de sous-valorisations momentanées des titres.

C. Taxes et effet de clientèle : impact du différentiel de taxation

1. « *Dividend puzzle* » face à une fiscalité à l'avantage des plus-values

Les taxes peuvent former des imperfections ; MM (1961) eux-mêmes les considèrent comme les frictions de marché les plus répandues à travers les différents systèmes économiques et financiers. Les dividendes forment des revenus du capital et sont généralement imposés plus sévèrement que les gains en capital, qui forment la seconde forme d'enrichissement des actionnaires. Afin d'assurer la neutralité des dividendes, MM (1961) supposent une fiscalité transparente et équivalente pour ces deux formes de rémunération. Sous leurs hypothèses, les actionnaires sont indifférents entre les deux formes de distribution.

Le différentiel de taxation qui pénalise les revenus en dividendes crée une imperfection car les actionnaires désirent maximiser leurs revenus et gains nets d'impôt. Farrar et Selmy (1967) et Brennan (1970) arrivent après étude aux mêmes conclusions : si le taux d'imposition sur les dividendes est supérieur à celui des plus-values, une politique de distribution optimale n'offre aucun dividende. La seconde forme de distribution, les rachats d'actions, est donc implicitement suggérée pour déboursier les flux excédentaires de l'entreprise. L'argument de neutralité des dividendes est balayé : les dividendes ont théoriquement un effet négatif sur la richesse des actionnaires car la firme détruit de la valeur avec des distributions de dividendes. Ce différentiel propose un avantage fiscal de taille en faveur des rachats. L'effet de taxation prédit que les entreprises à dividendes soient valorisées à une décote.

La recommandation de « zéro dividendes » est pourtant difficilement réconciliable avec les observations du marché. Comme déjà énoncé à la section IV.E, Black (1976) observe que la majorité des sociétés cotées distribuent des dividendes réguliers et il baptise ce phénomène, supposé à première vue irrationnel, le « *dividend puzzle* ». Le choix du mot « *puzzle* » reflète sa difficulté à réconcilier les arguments contre les dividendes avec le comportement de distribution de dividendes généreux des firmes. Souvenons-nous de DD (2006) qu'il est impératif de distribuer toute la valeur de la politique d'investissement aux actionnaires via des déboursements. La distribution est essentielle et si les dividendes formaient la seule méthode de distribution autorisée, ceux-ci seraient tout à fait légitimes.

Cependant la question de la méthode choisie reste un puzzle. Pourquoi ne pas distribuer par rachats d'actions propres en cas de différentiel de taxation en faveur des plus-values ? Après avoir parcouru les deux sections précédentes, nous possédons certains arguments qui peuvent légitimer l'utilisation des dividendes comme mode de distribution coûteux. Si les dividendes jouent un rôle particulier dans la réduction des coûts d'agence ou le signalement des bénéfices futurs, nous avons identifiés deux motifs pertinents de distribution par les dividendes. Globalement, les politiques de dividendes généreuses ne peuvent donc s'expliquer que si l'on sort du paradigme néo-classique. Des motifs supplémentaires qui peuvent expliquer des politiques de dividendes à haut taux de rendement sont présentés encore dans la suite du mémoire, comme l'effet de clientèle (V.C.2), mais aussi l'irrationnelle préférence des investisseurs pour les dividendes (VI) et d'autres avantages des dividendes (VIII.B).

Le différentiel de taxation entre différentes formes influence-t-il l'offre de dividendes des entreprises ? Certaines études analysent les réactions d'entreprises lors de changements de taxation et ne voient pas vraiment de relation entre l'offre et la fiscalité des dividendes (Poterba, 2004). La taxation des dividendes n'est pas une considération de premier plan pour les dirigeants de sociétés dans leurs décisions de distribution de dividendes et le choix entre dividendes et rachats (Brav et al., 2005). Miller et Scholes (1978) tentent eux d'expliquer une partie du puzzle par un montage fiscal : les investisseurs sont indifférents entre les formes de distribution car ils peuvent éviter les impôts sur les dividendes en empruntant et investissant au même taux dans des actifs exemptés d'impôts. Leur argument ne convainc pas non plus car leur méthode n'est pas suivie par l'investisseur commun.

2. Effet de clientèle

Le coût ou désavantage fiscal des dividendes ne s'applique pas à tous les types d'investisseurs car les profils de taux d'imposition varient. Les fonds de pension sont traditionnellement moins imposés sur leurs revenus en dividendes par exemple : ce type d'investisseur institutionnel devrait pencher pour des titres à taux de rendement par les dividendes élevé.

L'effet de clientèle ou la clientèle de dividende est l'idée que l'entreprise choisit une politique de distribution qui correspond à un groupe d'investisseur particulier, partageant souvent un profil d'imposition commun. Les investisseurs aux taux d'imposition sur les dividendes élevés préfèrent des entreprises à faible distribution en dividendes et inversement pour les investisseurs fortement taxés. L'entreprise pourrait par conséquent adapter sa politique de distribution afin de correspondre à un profil d'imposition intéressant. Certaines études, dont celle de Pettit (1977) et Elton et al. (1984), trouvent une relation entre le taux de rendement des dividendes et taux d'imposition des investisseurs et en concluent un effet de clientèle, mais d'autres résultats d'études empiriques sont moins concluants. Quand bien même une clientèle trouverait son bonheur dans la politique distributive d'une firme, MM (1961) défendent leur argument de neutralité : une clientèle ne vaut pas mieux qu'une autre pour la valorisation de l'entreprise. Selon l'effet de clientèle, chaque modification de la politique modifie le groupe d'actionnaires, mais aucun groupe ne valorisera à priori mieux la firme (Black et Scholes, 1974). Black et Scholes (1974) remarquent encore un manquement à l'argument de clientèle : un investisseur qui désire investir uniquement dans des entreprises aux dividendes nuls, se trouvera peu diversifié et détiendra presque uniquement des entreprises à forte croissance.

L'effet de clientèle ne convainc donc pas car rien ne prouve que la demande des investisseurs influence ou détermine la politique de distribution. Des enquêtes auprès de managers confirment que ceux-ci ont connaissance de préférences de distribution des investisseurs individuels ou institutionnels, mais que ces préférences n'influent pas leur politique de distribution (Brav et al., 2005). Néanmoins les entreprises parviennent à fidéliser leur actionnariat en se tenant avec régularité à une politique de distribution. Ceci peut expliquer une certaine stabilité dans les politiques de dividendes (Lintner, 1956) : les managers préfèrent épargner aux investisseurs une réallocation coûteuse de leur portefeuille suite à un changement de taux de rendement.

VI. Théorie comportementale et théorie de « *catering* » des dividendes

Jusqu'ici, nous ignorions les avis, opinions, préférences et considérations comportementales des investisseurs, mais la culture financière témoigne beaucoup d'intérêt pour les dividendes en particulier. Les modèles conventionnels supposent que les investisseurs sont indifférents entre les deux sources de rémunérations. Si les actionnaires préfèrent recevoir des dividendes plutôt que de bénéficier de plus-values, la distribution peut s'en voir affectée car les dirigeants pourraient essayer de s'adapter aux demandes irrationnelles d'investisseurs. Après les trois imperfections de Lease (2000) du chapitre V précédent, voici le chapitre VI qui traite des considérations comportementales des investisseurs et de leur impact sur la distribution.

A. Confronter la culture financière avec le cadre néo-classique financier

Une partie de la population à la retraite qui compte par exemple sur ses revenus d'actions pour ses dépenses et consommations. Il n'est pas étonnant qu'elle soit attachée à ses dividendes. Graham et Dodd (1951) sont les premiers à avoir exprimé un sentiment de préférence pour les dividendes comparé aux plus-values. Ils prétendent qu'un dividende distribué a un effet quatre fois supérieur sur le prix qu'un même montant réinvesti dans l'entreprise. « Un tient vaut mieux que deux tu l'auras » : tel est leur sentiment, dont l'expression est mieux connue dans les milieux financiers comme le phénomène de « *a bird in the hand (is worth two in the bush)* ». Nous citons encore à titre d'illustration l'industriel John D. Rockefeller (1908), fondateur de la famille : « *Do you know the only thing that gives me pleasure? It's to see my dividends coming in.* »

Cette attractivité pour les dividendes due à des préférences comportementales est ignorée dans les modèles conventionnels. Sous la vision néo-classique, les investisseurs sont supposés rationnels et ils ne se préoccupent par conséquent pas de l'origine des revenus et rendements. Un euro ou dollar gagné en dividende ou gagné en plus-value : l'investisseur est indifférent si le gain dans les deux situations est égal.

La neutralité des distributions de MM (1961) se base en partie sur la possibilité laissée aux investisseurs de se payer des dividendes « maison » en liquidant quand ils en ont besoin une partie des titres détenus. A l'inverse, l'investisseur peut réinvestir directement ses dividendes perçus en rachetant des titres. Le théorème de séparation de Fisher recommande aux investisseurs, indépendamment de leurs fonctions d'utilité, de poursuivre un comportement de maximisation de valeur de la firme. Les marchés financiers compétitifs permettront aux

investisseurs de convertir cette maximisation de valeur en maximisation d'utilité de consommation à travers le temps (DeAngelo et al., 2008).

Comme démontré par MM (1961), en démarrant des hypothèses de rationalité des investisseurs dans des marchés parfaits, l'investisseur est neutre face à la politique de distribution. Jusqu'à présent, la politique de distribution optimale variait à mesure que nous introduisions des imperfections de marché (coûts de transaction, coûts d'émission, coûts d'agence, asymétrie d'information, taxation). La théorie et les explications comportementales s'en prennent quant à elles à l'hypothèse de rationalité et de substitution entre les formes de rémunération : des préférences comportementales en faveur des dividendes empêchent l'investisseur de substituer librement les deux formes de rémunération. La préférence pour une forme de rémunération particulière (ici : préférence pour les dividendes) peut influencer la demande des investisseurs pour une politique de distribution spécifique, ce qui pourrait motiver l'entreprise à répondre aux préférences et à la demande de distribution des investisseurs. Les préférences des investisseurs dicteraient alors la politique de distribution. Nous présentons et testons deux visions des préférences et leur impact sur la distribution.

B. Théorie comportementale : préférence pour les dividendes

Shefrin et Statman (1984) reprennent les travaux et concepts de « *self-control* » et de cycle de vie de Thaler et Shefrin (1981) et de « *theory of prospect* » de Kahneman et Tversky (1979) afin d'offrir trois explications pour la préférence des investisseurs en faveur des dividendes. Sans développer de modèle d'utilité, nous présentons les trois phénomènes comportementaux qui poussent les investisseurs à exiger de leurs entreprises des distributions en dividendes.

- 1) « *Self-control* » : Certains investisseurs s'imposent une règle de « consommer uniquement à partir de leurs revenus en dividendes ». Ils considèrent cette règle comme un outil efficace pour se discipliner et éviter de liquider leur capital à des fins de consommation immédiate. La règle fait office de dispositif pour se protéger contre soi-même. L'investisseur a alors besoin de revenus en dividendes pour subvenir à ses besoins journaliers.
- 2) « *Regret aversion* » : Le regret est un sentiment enduré lorsqu'on a des remords d'un choix ou un acte posé dans le passé. Un investisseur averse au regret exige des distributions de dividendes de sa société afin d'éviter de devoir liquider des titres pour se rémunérer, et de voir par après ces titres fraîchement vendus prendre de la valeur.

- 3) « *Mental accounting* » : L'investisseur catégorise les revenus en fonction de leur provenance (dividende ou gain en capital) et accorde une utilité marginale différente en fonction de leur catégorie. Il opère une ségrégation des revenus à l'avantage des dividendes qu'il considère par exemple plus prévisibles, ce qui correspond au phénomène comportemental de « *bird in the hand* ».

Pour un montant comparable, sous ces trois phénomènes les investisseurs préfèrent donc un versement en dividendes plutôt qu'un gain en capital dû à la rétention de flux générés et réinvestis ou un gain en capital dû au rachat d'actions avec les flux générés. Cette théorie comportementale s'oppose donc à l'effet de substitution entre les différentes méthodes de distribution (dividendes et rachats d'actions) et l'effet de substitution entre les diverses méthodes de rémunération (revenus en dividendes et gains en capital), pourtant supposés dans les modèles conventionnels. En résumé, l'investisseur favorise des dividendes en espèces versés avec régularité.

C. Théorie de « *catering* » : verser des dividendes lorsque le marché les valorise

Dans la section II.F qui observe les tendances de marché en matière de distribution, nous avons analysé le phénomène de « disparition des dividendes » de Fama et French (2001). Ces deux financiers étudient la réduction de la proportion des entreprises payant des dividendes. Ils prétendent que la réduction est partiellement due à une transformation de la population des entreprises cotées vers de plus petites entreprises moins rentables. L'effet de disparition est accentué par une plus faible inclination à payer des dividendes, même pour ces entreprises qui avaient pour habitude d'être généreuses en dividendes. Baker et Wurgler (2002) essaient d'expliquer cette plus faible propension à payer des dividendes à travers plusieurs théories et concluent de leur étude que les entreprises approvisionnent les investisseurs en dividendes quand ceux-ci en demandent. Dans le cas de l'étude de Fama et French, selon Baker et Wurgler la « disparition des dividendes » est causée par une plus faible demande du marché pour des dividendes. Deux années plus tard, ils formalisent cette idée dans le modèle de « *catering* ».

La théorie comportementale de préférence des dividendes présentée dans la section VI.B précédente suppose des préférences statiques et invariables dans le temps. La théorie de « *catering* » de Baker et Wurgler (2004b) suppose au contraire que le sentiment ou la

préférence en faveur des dividendes varie dans le temps. La prime octroyée par les investisseurs aux entreprises distribuant des dividendes indique l'envie ou la préférence momentanée du marché pour les dividendes. La théorie prédit que les managers ajustent la politique de distribution de leur firme en réponse au marché : « *catering* » se traduit « approvisionnement » et signifie donc que les entreprises approvisionnent le marché en dividendes quand celui-ci en requiert ou en demande. Cette théorie de « *catering* » rejoint la théorie comportementale des dividendes de la section V.B précédente en ce qu'elle met en avant les revenus en dividendes par rapport à toute autre forme de rémunération. C'est l'intensité de la préférence des dividendes qui varie dans ce nouveau modèle. Notons que leur modèle se limite à des initiations et des omissions de dividendes en relation avec la prime de dividendes, et ne traite pas des augmentations ou diminutions de paiements.

Lorsque nous nous interrogeons sur la raison des changements de préférence des investisseurs, les trois phénomènes comportementaux de Shefrin et Statman (1984) offrent une première piste : les variations en intensité des trois phénomènes comportementaux peuvent modifier la prime octroyée aux dividendes. Baker et Wurgler (2004a) voient eux une variation de la préférence des dividendes comme un changement de sentiment envers les dividendes : quand la prime est importante, les investisseurs recherchent des titres surs à dividendes stables, quand elle est faible, les investisseurs chérissent des titres plus incertains à forte croissance.

D. Etudes empiriques sur les explications comportementales

Notre intérêt se porte dans ce mémoire sur les politiques de distribution d'entreprises et non sur la formation de portefeuilles d'investissements d'individus. Il nous revient donc d'analyser si les préférences comportementales des investisseurs définissent ou ont un impact sur les distributions d'entreprise : les préférences comportementales créent-elles une demande spécifique de dividendes qui explique les politiques de distribution observées sur les marchés ?

Le modèle comportemental des dividendes et ses trois phénomènes (Shefrin et Statman, 1984) proposent des hypothèses à tester sur les marchés. Baker et al. (2006) identifient par exemple une relation entre la consommation et les dividendes, comme la règle de « *self-control* » le suggère. Le modèle offre une explication pour l'attractivité du marché pour les dividendes. Rien ne prouve pour autant dans cette étude que les entreprises distribuent des sommes plus

importantes en réponse aux préférences. Baker et Wurgler (2004b) testent leur théorie et établissent empiriquement que la prime de dividendes observée sur les marchés (approximée par des indicateurs et ratios de marché) influence significativement les introductions et omissions de distribution de dividendes. Li et Lie (2006) étendent le modèle de « *catering* » en y incluant les variations des montants distribués et observent eux aussi une relation significative entre distribution et sentiment des investisseurs. D'autres études quantitatives étudient la « disparition des dividendes » mais ne voient pas dans la théorie de « *catering* » une explication pertinente (Julio et Ikenberry, 2004). De plus, DeAngelo et al. (2008) entrevoient une lacune dans ces études empiriques : celles-ci ne prédisent pas si les entreprises distribuent collectivement plus de dividendes lorsque la prime est élevée. Si la propension à distribuer concerne uniquement les petites entreprises, il se peut que les entreprises ne distribuent pas collectivement significativement plus. DeAngelo et al. (2008) arrivent à la conclusion que les distributions reflètent majoritairement les bénéfices que les entreprises génèrent. Un sentiment ou une préférence du marché peut tout au mieux exercer une influence secondaire sur l'offre. De plus, ils observent que la logique d'adaptation des entreprises aux sentiments contredit la stabilité des dividendes préconisée par les managers dans les modèles de Lintner (1956) et Brav et al. (2005).

En conclusion, nous ne pouvons avancer que les préférences et demandes d'investisseurs dessinent les politiques de distribution d'entreprises.

VII. Distribution totale : quels sont ses déterminants ?

Ce mémoire essaie d'apporter des réponses aux questionnements sur les raisons, motifs et déterminants de la politique de distribution et sur l'effet de la politique de distribution sur la valeur de l'entreprise. Une politique de distribution est déterminée par deux variables : la distribution totale et la division de la distribution totale entre les différentes méthodes (DeAngelo et al., 2008). Ce chapitre VII se concentre sur la première variable de la politique de distribution. L'analyse comparative des deux méthodes et de la division de la distribution totale entre les deux formes suivent au chapitre VIII. Ensemble, le chapitre VII et VIII offrent une explication de la politique de distribution, de dividendes et de rachats.

Plusieurs modèles, théories et explications ont été présentés et offrent des réponses plus ou moins convaincantes à nos deux premières questions de recherche. Aucune théorie ne peut pourtant prétendre nous expliquer avec précision le comportement de distribution de chaque entreprise ou résoudre à lui seul toutes les questions concernant les distributions (Baker et al., 2008). Nous présentons deux faiblesses des explications communément avancées et en avançons quelques solutions. Ce chapitre-ci essaie de synthétiser les apprentissages des théories et tests empiriques étudiés aux chapitres précédents afin de prédire les facteurs déterminants et les motifs des montants totaux distribués par les entreprises. La synthèse dans ce chapitre VII comprendra ce que nous savons ou du moins ce que nous pensons savoir sur les politiques de distribution. Notre conclusion est moins pessimiste que celle de Black (1976) qui disait se trouver en face d'un puzzle. De notre analyse des chapitres précédents, nous parvenons à sortir quelques idées centrales qui aident à comprendre et déterminer en grande partie les distributions.

A. Quelle est la distribution totale ou « *total payout* » d'une entreprise ?

Nous définissons la distribution totale, « *total payout* » en anglais, comme étant la somme des montants distribués sous forme de dividendes et de rachats d'actions. Nous supposons que la décision de distribution de dividendes et la décision de distribution par rachats d'actions sont déterminées par deux composantes : la distribution totale, que nous analysons dans le présent chapitre VII, et la division du montant total selon deux méthodes considérées, que nous analysons au chapitre VIII. Jusqu'à présent, nous faisons l'hypothèse que les deux méthodes de distribution principales, les dividendes et rachats d'actions, se substituaient ; nous nous sommes pour cette raison majoritairement concentrés sur le montant total distribué tout en ignorant la forme. Vers la fin de ce chapitre déjà, nous découvrirons que les deux méthodes ne

suivent pas les mêmes comportements de distribution. Le chapitre VIII qui suit proposera une analyse comparative des arguments en faveur ou défaveur d'une forme spécifique, suggérant des préférences pour une méthode particulière. Ces préférences auront une incidence sur le choix de la division.

Du théorème de neutralité de MM (1961) nous apprenons que la valeur actionnariale d'une entreprise est déterminée par sa politique d'investissement (c.-à-d. la somme des bénéfices moins les investissements). A force de répéter que la distribution est *neutre*, nombre de financiers et de dirigeants en sont arrivés à penser qu'une entreprise pouvait ignorer tous les aspects de sa politique de distribution, quitte à se passer indéfiniment de distribuer (Brav et al., 2005). L'expression « *dividend puzzle* » reflète pour certains l'incompréhension face à des politiques de distribution généreuses dans le cas où celles-ci sont neutres (DD, 2006). Rappelons que la neutralité de MM prévaut à condition de distribuer le FCF à chaque période. Cette condition est essentielle pour la neutralité et justifie des politiques de distribution généreuses si l'entreprise possède de larges flux excédentaires disponibles. DeAngelo et al. (2008) et Brennan (1970) relaxent la contrainte de distribution mécanique et instantanée du FCF à chaque période en autorisant des investissements à *NPV* nulle. Dans les cadres théoriques de ces chercheurs, la rétention de FCF est donc autorisée. Cependant ils ne remettent aucunement en question l'importance de distribuer l'entièreté de la valeur de FCF au cours de l'existence de l'entreprise. Ce cadre « relaxé » offre une base d'analyse plus riche que MM car le « *trade-off* » entre rétention et distribution est exécuté à chaque période au lieu de supposer une politique résiduelle mécanique par défaut. Ces deux cadres théoriques du chapitre IV, MM (1961) et Brennan (1970) repris par DD (2006), ont un point commun essentiel en matière de distribution : ils recommandent la distribution de la totalité de la valeur créée par la politique d'investissement de la firme, la valeur des FCF de la politique d'investissement.

Dans une publication influente du domaine de recherche des dividendes et des distributions, Fama et French (2001) observent une forte baisse en proportion de payeurs en dividendes depuis 1970. Sur cette même période, la population des entreprises s'agrandit grâce à l'introduction de nombreuses jeunes firmes aux faibles bénéfices. La baisse en proportion de payeurs est pour la moitié due à la baisse en proportion d'entreprises qui génèrent des bénéfices positifs (Fama et French, 2001).

Nous avons également découvert qu'aux Etats-Unis et en Europe, les distributions suivent une structure de population en deux tranches : un petit nombre d'entreprises matures représentent la vaste majorité des paiements alors qu'un large groupe de plus jeunes entreprises distribuent collectivement un montant modeste (DeAngelo et al.,2004 ; Von Eije et Megginson,2008). Une explication pour la structure duale des distributions trouve son origine dans la structure duale similaire qui caractérise les bénéfices des entreprises (DeAngelo et al.,2008).

DeAngelo et al. (2006) prédisent eux aussi une relation forte entre les distributions et le FCF des entreprises. Ils emploient l'argument de cycle de vie de l'entreprise pour démontrer que le FCF est un déterminant de premier plan pour la politique de distribution. La comparaison des bénéfices mis en réserve avec les fonds propres d'origine offre une bonne approximation ou indication de l'âge et de la maturité de l'entreprise. Plus la proportion des bénéfices mis en réserve par rapport aux fonds propres est grande, plus l'entreprise est mature. Une faible proportion caractérise de plus jeunes entreprises qui n'ont pas encore eu le temps de mettre en réserve des financements en interne. Ces chercheurs observent une relation significative entre la probabilité pour l'entreprise de payer des dividendes et la maturité de la firme : plus l'entreprise a de l'âge, plus elle est encline à payer des dividendes. De plus, ces chercheurs s'attendent selon l'argument de cycle de vie de l'entreprise à ce que les jeunes entreprises aux opportunités d'investissement profitables aient des FCF faibles ou négatifs et que les entreprises matures générant de larges bénéfices jouissent de larges quantités de FCF. La relation positive que ces chercheurs identifient entre la maturité et les dividendes suppose donc un cycle de vie des distributions : le FCF est un des moteurs déterminants de la politique de distribution (DeAngelo et al.,2008). Von Eije et Megginson (2008) identifient une relation similaire sur les marchés européens où l'argument de cycle de vie des distributions semble aussi s'imposer. Allen et Michaely (2003) observent encore que de larges distributions proviennent principalement d'entreprises qui génèrent un excédent de flux. Ces entreprises sont typiquement dans une phase mature de leur cycle de vie.

La première conclusion, notion centrale ou facteur déterminant de la distribution totale est la nécessité de distribuer le FCF afin de maximiser la richesse de l'investisseur. Comme les deux cadres théoriques postulent et comme les différentes études ci-dessous nous le font penser, l'offre en FCF de l'entreprise est un facteur déterminant capital pour la distribution. Le cycle de vie du FCF de l'entreprise détermine en grande partie le cycle de vie des distributions.

Les cadres théoriques de marchés parfaits ont ensuite été chamboulés afin d'incorporer des imperfections de marché et autres facteurs influant la distribution. Ces facteurs peuvent écartier une entreprise de sa politique de distribution résiduelle et agir sur le « *trade-off* » entre distribution et rétention. La question maintenant est : quels montants sont effectivement distribués étant donné un montant en FCF disponible à la distribution ?

Plusieurs études empiriques attestent des larges sanctions de marché suite à des réductions ou omissions de distribution en dividendes, quelles qu'en soient les raisons ou justifications avancées (Pettit, 1972 ; Ghosh et Woolridge, 1989). Les entreprises qui font face à des omissions sont le plus souvent dans des difficultés financières sévères (Healy et Palepu, 1988). Pourquoi les entreprises évitent-elles des omissions de dividendes à tout prix ? Pourquoi les entreprises qui ne font face à aucune difficulté financière sont-elles sanctionnées dans l'occurrence d'une omission ? Nous pouvons trouver des réponses à ces questions dans les théories développées et testées aux chapitres V et VI.

La littérature financière qui traite du thème des politiques de distribution a fait énormément d'avancements depuis la parution du théorème de neutralité de MM au début des années '60. Les imperfections de marché qui ont le plus été commentées, modélisées et testées dans des publications et études empiriques sont les « *Big three* » de Lease et al. (2000) présentées au chapitre V : les coûts d'agence, l'asymétrie d'information et la taxation. Les trois imperfections influencent la distribution de l'entreprise, elles créent des motifs d'agence, de signalement et de taxation ou d'effet de clientèle. Des considérations comportementales ou préférences dites irrationnelles de l'investisseur peuvent aussi agir sur les montants et méthodes de distribution utilisées. Nous avons présenté les modèles et études de préférences comportementales au chapitre VI. Quels phénomènes, facteurs ont un impact significatif sur la décision ultime de distribution ?

Les *théories de signalement* (V.B) proposent de réduire l'asymétrie d'information entre les « *insiders* » et les « *outsiders* » par l'émission de signaux. La politique de distribution pourrait s'avérer être un signal fiable en provenance des managers afin de transmettre leurs perspectives de profitabilité future, de croissance future et de valorisation de l'entreprise aux investisseurs. Suivant ce raisonnement, des augmentations de bénéfices devraient succéder aux augmentations de distribution de la firme. Cependant, aucune relation positive consistante

entre dividendes et bénéfices futurs n'est observée. Certaines études observent même des chutes de croissance à la suite d'augmentations de distribution, soutenant plutôt l'argument de maturité. L'argument de signalement a donc perdu de sa popularité au fil du temps et ne représente en général qu'un facteur secondaire de la politique de distribution.

Les deux théories qui se concentrent sur la demande des investisseurs pour des distributions semblent ne représenter que des facteurs secondaires elles aussi. Elles ne parviennent pas à expliquer de façon pertinente et convaincante les montants distribués. Premièrement, *l'effet de clientèle de taxation* (V.C.2) représente l'idée que des investisseurs dans des fourchettes de taxation différentes recherchent des politiques de distribution qui conviennent le mieux à leur profil d'imposition. Cette demande de distribution pourrait pousser les entreprises à adopter une politique bien spécifique. Bien que certains investisseurs optimisent fiscalement leur portefeuille individuel, aucune étude ne convainc que la demande des investisseurs dessine les politiques de distribution des entreprises. Pour conclure, le *différentiel de taxation* (V.C.1) entre les dividendes et les plus-values semble aussi être un aspect secondaire dans le choix de dirigeants d'entreprise pour une politique. Un deuxième phénomène de type clientéliste pourrait résulter desdites *préférences irrationnelles des investisseurs* (VI). Les actionnaires expriment une préférence statique ou dynamique pour les dividendes plutôt que pour les plus-values, et l'engouement pour cette forme de rémunération pourrait influencer les choix de distribution des entreprises. Les résultats empiriques sont mitigés et ne confirment aucunement que les entreprises répondent à ces demandes préférentielles.

La *théorie de l'agence* (V.A) propose des modèles de distribution de FCF dans le but d'aligner les intérêts des managers avec ceux des actionnaires. Dans l'absence de contraintes contractuelles ces intérêts peuvent diverger. En augmentant ses distributions, l'entreprise arriverait à contraindre et discipliner ses managers dans leurs décisions d'investissement. La distribution crée de la valeur par la discipline qu'elle exerce sur la politique d'investissement. Plusieurs études offrent un soutien à « l'hypothèse de FCF » de Jensen, qui encourage des distributions par soucis de prévention de situations d'« *overinvestment* ». Les sociétés à larges FCF sont les plus susceptibles de voir leurs managers (consciemment ou par excès de confiance) surinvestir ou « *overinvest* » dans des projets non profitables. La distribution généreuse y est très appréciée et plus valorisée. Ce motif d'agence explique d'ailleurs alors parfaitement les sanctions négatives des marchés à l'occasion de réductions de dividendes.

Une chute du dividende réduit représente un désengagement de l'entreprise à se discipliner dans sa politique d'investissement : le marché y voit une menace pour la valeur d'entreprise.

Des imperfections de marché et des considérations comportementales de l'actionnaire des chapitres V et VI, nous considérons le motif d'agence comme le plus petit dénominateur commun identifié dans les études empiriques des politiques de distribution. Suite à notre analyse, le motif d'agence de distribution représente à notre sens un déterminant de premier plan dans les décisions de distribution.

Le schéma de pensée combinant la nécessité de distribuer le FCF de l'entreprise et le motif de distribuer de réduire les coûts d'agence, offre une explication convaincante des montants distribués par les entreprises sur les marchés. Les enquêtes étudiées dans ce chapitre ainsi que le chapitre VIII nous offriront une meilleure perception du choix entre les deux formes ou méthodes de distribution.

B. Existe-t-il une théorie unique et universelle de distribution ?

Malgré que nous ayons identifié deux idées, déterminants ou facteurs primordiaux pour la distribution, nous ne parvenons toujours pas à trouver une explication ou réponse complète aux phénomènes et politiques de distribution observés. Nous avons su donner forme au puzzle des distributions mais il n'est pas complètement achevé. Baker et al. (2008) soulèvent deux faiblesses ou insuffisances dans les explications communément proposées, comme notre explication en deux facteurs : premièrement, les modèles avancés proposent des explications uniques et universelles, valables pour toutes les entreprises. De plus, les chercheurs ont nourri une obsession pour des modèles et des études quantitatives qui traitent uniquement des données de type secondaire. Nous présentons ces deux faiblesses et en proposons des améliorations ou solutions possibles dans les deux sous-sections suivantes.

1. « One-size-fits-all » n'existe pas : chaque entreprise est unique

Les modèles se concentrent pour la plupart sur une seule théorie, comme le motif d'agence, ou un élément explicatif, comme le FCF, alors que la politique de distribution est influencée par divers facteurs (inhérents aux marchés ou propres à la firme) et trouve des morceaux d'explication du puzzle dans diverses théories. Des modèles trop simplistes n'incorporent pas l'entière des déterminants : il faut joindre tous les bouts du puzzle pour avoir une chance de le résoudre (Baker et al., 2008). Lease et al. (2000) combinent par exemple dans un modèle les différentes imperfections de marché et les font interagir à travers les phases du cycle de vie de

la firme. Leur modèle n'inclut pas l'environnement de la firme (législation, type d'industrie, etc.). Eux-mêmes concluent que chaque politique est unique et que les modèles actuels qui n'ont pas la capacité de comprendre les réalités complexes du marché, restent incomplets.

Ci-dessous, nous développons de possibles approches ou explications plus complètes et achevées des distributions. Celles-ci reprennent nos deux idées principales de distribution de la section VII.A précédente et y joignent par exemple des caractéristiques des phases de cycle de vie de l'entreprise et une friction encore peu étudiée.

a) Cycle de vie de l'entreprise et de la distribution

Mueller (1972) élabore une théorie de cycle de vie de l'entreprise par lequel chaque entreprise est censé passer. Son approche tient compte de caractéristiques propres à l'entreprise au travers de ses phases de cycle de vie et en déduit des conséquences pour la distribution : partant des phases initiales d'élaboration de l'innovation et de recherche de marchés prometteurs, l'entreprise bascule ensuite dans des phases à forte croissance où elle s'exporte sur de nouveaux marchés et accroît sa clientèle potentielle. A ce stade de croissance rapide, les opportunités d'investissements profitables sont nombreuses et les bénéfices générés sont encore maigres. La séparation de l'actionnariat et du contrôle n'est pas encore prononcée : les problèmes d'agence sont presque inexistants sous ces conditions. L'organisation arrive ensuite à maturité lorsqu'elle rencontre de nombreux concurrents et que les marchés saturent. Elle atteint un point où les projets d'investissement se font plus rares pour écouler l'entièreté des bénéfices d'opération qui sont maintenant largement excédentaires. De plus, les intérêts des gestionnaires sont souvent moins alignés avec ceux de la boîte car les dirigeants détiennent proportionnellement moins d'intérêts financiers dans l'entreprise. En parallèle avec le cycle de vie de profitabilité, de croissance et d'investissement de l'entreprise, Mueller (1972) examine l'apparition de coûts d'agence au fil des différentes phases : Les dirigeants visent-ils à maximiser la valeur ou plutôt à maximiser la grandeur de la firme en dépit de toute considération de valorisation ?

L'approche de Mueller est intéressante car ce dernier applique son modèle de cycle de vie de l'entreprise aux distributions : la théorie de l'entreprise a une incidence sur la politique de distribution de la firme. La théorie de cycle de vie des dividendes de Mueller (1972) prône la rétention totale des bénéfices pour les entreprises jeunes à forte croissance qui réinvestissent tous leurs bénéfices dans des expansions de marché ou des innovations de produit profitables.

A l'inverse, les entreprises arrivées à maturité ne rencontrent plus d'investissements profitables car leurs concurrents ont inondé les marchés et les innovations sont expirées. L'avantage compétitif de la firme s'érode et les coûts d'agence induisent une augmentation du taux de rendement exigé. Dans le meilleur intérêt des actionnaires, les entreprises matures doivent libérer et distribuer le cash excédentaire.

La force d'interprétation de Mueller est de joindre le principe de distribution de FCF aux caractéristiques des phases de cycle de vie de l'entreprise. Cette relation offre une explication des politiques de distribution en phase avec le développement de la firme.

Afin de définir une politique de distribution optimale, l'entreprise opère donc un « *trade-off* », au cours de son cycle de vie, des coûts et bénéfices des capitaux et des opportunités d'investissement qui s'offrent à elle. Comme déjà vu à la section VII.A précédente, plusieurs études empiriques soutiennent la théorie de cycle de vie de la distribution. Elles observent une relation entre les caractéristiques de maturité de l'entreprise et la propension à distribuer sous forme de dividendes ou rachats d'actions (Fama et French, 2001 ; DeAngelo et al., 2006 ; Von Eije et Megginson, 2008).

b) « *Trade-off* » des coûts et bénéfices de la distribution/rétention

Souvenons-nous des deux théoriciens DeAngelo et DeAngelo (2006), qui ont remis en question le bien-fondé du théorème de neutralité de MM (1961). La neutralité des distributions repose selon eux sur le cadre « Fisherien » des marchés parfaits auquel MM ajoutent des hypothèses et restrictions supplémentaires. L'hypothèse de politique d'investissement fixe combinée à l'égalité stricte entre utilités et sources de flux résulte chez MM en une distribution automatique de 100% du FCF à chaque période équivalent à une interdiction de rétention de FCF. Sans cette contrainte de distribution, la rétention est autorisée et toutes les politiques de distribution disponibles ne distribuent pas la totalité de la valeur générée par la politique d'investissement (DD, 2006).

Comme nous l'avons déjà expliqué dans la section IV.E, une façon moins restrictive de fixer la politique d'investissement est d'en fixer la valeur actuelle nette (VAN). Cette approche équivaut en fait à autoriser les réinvestissements de bénéfices retenus dans des projets à VAN nulle. Les investisseurs sont alors indifférents entre différentes politiques de distribution,

pourvu qu'elles distribuent la totalité de la valeur actuelle nette de la politique d'investissement (comprenant les rétentions et réinvestissements) (Brennan,1970). Ce modèle offre une base intéressante et flexible pour analyser la décision de distribution/rétention. Dans le modèle idéal « Fisherien » avec réinvestissements à valeur nette actuelle nulle, les entreprises opèrent de larges distributions de FCF à travers le cycle de vie de l'entreprise. Cependant, le timing et la forme ne sont pas précisés (DeAngelo et al.,2008)

DeAngelo et al. (2008) proposent eux aussi un modèle cycle de vie centré sur le FCF avec un objectif de « *full payout* », ce qui rejoint tout à fait notre premier facteur d'importance de la distribution, le FCF. Ils ajoutent ensuite une imperfection : l'asymétrie d'information entre les managers et actionnaires. La distribution optimale est alors définie comme le « *trade-off* » entre distribution et rétention qui résulte d'une analyse des coûts et bénéfices de deux forces distinctes et opposées émanant de l'asymétrie d'information : les problèmes de valorisation de titres de Myers et Majluf (1984) qui encouragent la rétention et l'hypothèse des coûts d'agence et de FCF de Jensen (1986) qui recommandent la distribution.

La première force de leur modèle n'est que peu considérée dans des études synthétisantes du domaine de recherche de la distribution. Cette approche ou friction est donc assez innovante quoiqu'elle découle d'une théorie ancienne de structure financière. Elle fera l'objet de plus de recherche dans le futur, nous l'espérons. Cette force découle des problèmes de valorisation d'actions de Myers et Majluf (1984), qui incitent l'entreprise à plus de rétention de bénéfices afin d'éviter une future levée de capitaux. Ces problèmes de valorisation et ces coûts d'émission implicites découlent de la volatilité des prix d'actions. L'émission de nouvelles actions, lorsque celles-ci se trouvent sous-valorisées sur les marchés, provoque une dilution économique des actionnaires de la société. Une distribution aux actionnaires qui augmente la probabilité d'une émission d'actions nouvelles dans le futur, provoque des problèmes ou coûts implicites de valorisation d'actions (Myers et Majluf,1984). Une solution possible pour éviter ces coûts implicites est de retenir les flux en interne, sous forme de cash disponible par exemple, à des fins de financements en interne futurs. La rétention offre de ce fait une flexibilité financière à l'entreprise.

Myers et Majluf étendent donc les coûts d'émission vers une définition plus vaste qui englobe les coûts implicites liés à une émission d'actions sous-valorisées. Ils définissent ce type de coûts dans un cadre plus général d'asymétrie d'information entre managers et investisseurs.

Leur « *pecking order theory* » prétend que dans des marchés gouvernés par ce type d'asymétrie d'information, un phénomène d'anti-sélection détermine la politique de financement ou structure financière de l'entreprise. Un manager financier envisage l'utilisation de modes de financement dans un ordre de préférence précis : d'abord le financement interne par rétention de bénéfices, ensuite l'émission de dette, et pour finir l'émission d'actions nouvelles. Les émissions d'actions provoquent typiquement une chute des cours d'actions car les investisseurs y devinent une survalorisation des titres. Le « *pecking order model* » de la politique de financement a une incidence sur la politique de distribution en ce qu'elle motive la rétention des bénéfices pour offrir de la flexibilité et échapper à une émission néfaste par la suite

La deuxième hypothèse de FCF du modèle nous est plus familière car elle représente notre deuxième facteur clé identifié de la distribution. Celui-ci rejette la rétention.

En résumé, le modèle de cycle de vie de distribution de DeAngelo et al. (2008) soutient la nécessité de distribuer la totalité de la valeur du FCF généré par la politique d'investissement. Il propose ensuite un « *trade-off* » ou compromis entre d'une part, les coûts implicites d'émission dus à la difficulté d'émettre au juste prix et d'autre part, les coûts d'agence dus aux divergences d'intérêts entre investisseurs et managers. Les recommandations de distribution/rétention découlent de l'obligation du modèle à distribuer la valeur des FCF de l'entreprise et ressemblent aux indications de la politique de distribution résiduelle mécanique des entreprises de la section IV.F, à cette différence près que ce modèle de cycle de vie explique les distributions en évaluant avec attention les coûts et bénéfices de la distribution comparativement à la rétention à travers les phases successives de l'entreprise en tenant compte des deux forces en vigueur, de façon similaire à Mueller.

Les deux modèles que nous venons de présenter aux points a et b sont des modèles de cycle de vie de distribution. Ceux-ci reposent sur un « *trade-off* » des coûts et bénéfices de la distribution. Chaque modèle se distingue par les hypothèses, forces et théories qui influencent le « *trade-off* » à travers les stades d'avancement de la firme (DeAngelo et al., 2008).

2. Vision, perception et avis des managers

La deuxième insuffisance dans les théories et explications de distribution avancées découle d'une obsession pour des modèles et des études empiriques qui traitent de données de marché

de type secondaire (Baker et al., 2008). Trop peu d'attention est accordée aux motifs et perceptions des managers financiers, à qui revient pourtant souvent la décision de distribuer. Des enquêtes et interviews rassemblent, analysent et synthétisent ces données dites primaires afin d'apprécier les perceptions de dirigeants et d'obtenir des explications plus complètes des décisions de distribution.

La recherche empirique analyse deux catégories de données. La littérature financière des distributions s'est majoritairement concentrée sur les données secondaires quantitatives pour expliquer les distributions d'entreprises et soutenir ou rejeter diverses théories. Les données secondaires préexistent à l'étude de recherche et sont la résultante des actions et décisions d'acteurs (individus ou institutions), comme par exemple des données comptables et financières. Les données primaires qualitatives doivent quant à elles être collectées pour l'étude auprès des acteurs décisionnels, souvent par enquête ou interview. Les deux types de données possèdent des caractéristiques différentes et de préférence se complètent pour tenter de résoudre des questions de recherche et d'apporter des explications plus riches.

Dans notre analyse, nous confrontons les explications d'études empiriques avec les enquêtes auprès de managers qui révèlent leurs visions et motifs des distributions en dividendes et en rachats d'actions. La plupart des enquêtes empiriques par le passé se sont concentrées sur les dividendes. Suivant l'apparition massive d'opérations de rachat d'actions après 1980, des enquêtes similaires sont effectuées sur les décisions de rachat. Malheureusement ces deux méthodes de distribution sont souvent étudiées séparément. Ce n'est qu'en 2005 que des chercheurs, Brav et al. (2005), opèrent une étude combinée et posent des questions similaires aux gestionnaires pour les deux types de distribution.

Dans l'objectif de comprendre la politique de distribution qui se divise en ses deux composantes, nous avons défini deux phases dans le processus décisionnel : le choix du montant total distribué, qui est synthétisé dans ce chapitre VII, suivi du choix de la division entre les deux méthodes, qui est analysé au chapitre VIII. Remarquons qu'ici l'ordre de décision semble s'être inversé car les enquêtes analysent chaque méthode de distribution séparément. La politique de distribution totale est alors l'agrégation de ses deux composantes, dividendes et rachats. Ce raisonnement en ordre inversé à celui que nous avons supposé jusqu'ici contribue à une vision plus accomplie des politiques de distribution. Plutôt que d'envisager un processus décisionnel à sens unique, il convient d'opérer un processus

« d’aller-retour » entre la distribution totale et la division car ces deux décisions ne sont pas indépendantes. Nous synthétisons ci-dessous les apprentissages majeurs d’enquêtes de recherche :

a) Dividendes

Le modèle comportemental de distribution de dividendes de Lintner (1956), que nous avons déjà présenté exhaustivement, résulte en fait d’une série d’interviews de managers de société. Lintner s’interroge tôt sur les facteurs qui ont la plus forte influence sur la décision de payer des dividendes. Une vision partagée par la plupart des gestionnaires de son époque est que les investisseurs apprécient la stabilité des dividendes. Lorsque l’entreprise accroît ses bénéfices, elle s’adapte prudemment à un ratio de distribution ciblé. De cette manière, les entreprises évitent de réduire ultérieurement les dividendes. Lintner identifie donc des facteurs déterminants de la distribution en dividendes : les dividendes passés, les bénéfices actuels et futurs ainsi que deux facteurs propres à l’entreprise (le ratio ciblé et la vitesse d’adaptation de la politique). Baker et al. (1985) et Brav et al. (2005) confirment les observations de Lintner respectivement trente et cinquante années plus tard.

b) Rachats d’actions

Jusqu’ici nous supposons que les opérations de rachat d’actions étaient un substitut ou une alternative aux dividendes. Etonnant d’observer alors que la moitié des gestionnaires interviewés par Baker et al. (1981) considèrent la décision de rachat comme une décision d’investissement, et non pas comme une décision financière. Cette vision correspond au motif de « *market-timing* » vu à la sous-section V.B.2, qui prétend que les opérations de rachat possèdent des caractéristiques d’opérations d’investissement. Cet argument est un atout de taille pour la méthode des rachats.

Brav et al. (2005) conduisent une enquête sur 384 gestionnaires financiers et en interviewent 23 concernant les distributions sous les deux formes. Les résultats de Lintner sont toujours d’application pour les dividendes. La stabilité des revenus est toujours un facteur déterminant de premier plan, tant pour les dividendes que pour les rachats. Par contre, leur analyse révèle des différences prononcées en ce qui concerne l’effet des variations de bénéfices à court terme sur les distributions sous les deux formes. Des variations de bénéfices et de cash excédentaire transitoires ont un impact direct sur les rachats d’actions alors qu’elles n’influencent pas les dividendes. Les investisseurs aspirent à de la constance dans les montants de dividendes et sanctionnent une quelconque réduction des montants distribués via cette méthode. A

l'inverse, les rachats d'actions sont plus flexibles et aucune conséquence négative ne découle d'une réduction de programme de rachat. Cette flexibilité laissée aux managers d'entreprises, est la grande différence de comportement entre les deux méthodes : l'entreprise poursuit des objectifs de dividendes mais ne ressent aucune contrainte de rachat.

Pour finir, l'enquête tente de trouver chez les managers financiers quels facteurs sont déterminants dans le choix d'une politique de distribution : les taxes, effets de clientèle, problèmes d'agence, signalement d'information,... ? Les interviews et enquêtes ne prédisent aucun changement de politique de dividendes en cas de taxation modifiée. Bien que les décideurs soient conscients des préférences des actionnaires pour les dividendes, ces demandes préférentielles de clientèles particulières n'ont pas d'influence majeure sur la décision de distribution. Peu de crédit est accordé à l'utilisation de dividendes ou de rachat pour réduire les coûts d'agence de FCF. La discipline que les distributions imposent à l'entreprise n'est pas un facteur capital. Enfin, peu de *CFOs* citent le motif de signalement comme étant un facteur influant leur politique de dividendes. Les premiers moyens de communication utilisés sont les rapports annuels et les discussions avec les analystes et autres acteurs du monde financier.

Les résultats d'enquêtes et d'interviews de recherche ne nous ont pas éclairés davantage sur les raisons et motifs de distribution. Néanmoins, ces publications nous informent de la flexibilité des gestionnaires à varier leurs politiques de rachat, alors que ces mêmes gestionnaires sont obligés de se tenir avec régularité à une politique de dividendes sous peine d'être lourdement sanctionnés par les marchés. Ces observations nous éclairent sur un aspect différentiel essentiel des deux méthodes qui sera réétudié au chapitre VIII suivant.

Souvenons-nous de ce chapitre VII du schéma de pensée de la distribution totale, qui combine la nécessité de distribuer l'offre de FCF de l'entreprise et le motif de distribuer afin de réduire les coûts d'agence. Maintenant que l'on sait avec plus ou moins de certitude combien l'entreprise compte distribuer au total, il s'agit de définir sous quelles formes elle distribuera. Le chapitre VIII suivant traite de la division de la distribution entre les deux méthodes traditionnelles, les dividendes et les rachats d'actions.

VIII. Division de la distribution totale: « *trade-off* » entre les dividendes et rachats d'actions

Une explication complète de la politique de distribution d'une entreprise définit combien l'entreprise distribue, (quand,) et sous quelles formes (DeAngelo et al., 2008). Jusqu'à présent nous avons essayé d'offrir une réponse à la première décision du « combien » de la politique de distribution, qui selon l'analyse du chapitre VII est principalement déterminé par l'offre de FCF de l'entreprise et le désir des investisseurs de limiter les coûts d'agence liés à ces FCF. Dans ce chapitre VIII, nous nous concentrons sur la seconde décision : la division du montant total entre les deux formes de distribution.

En l'absence totale de frictions, la distribution optimale est déterminée par les FCF alors que la division entre dividendes et rachats est secondaire et n'importe pas. Les deux méthodes sont de parfaits substituts, leur utilisation est alors aléatoire. Seulement les entreprises suivent de réelles politiques de distribution qui comprennent une certaine constance et de la réflexion (Brav et al., 2005). Difficile donc de croire en la substituabilité parfaite des formes. Un changement flagrant que les politiques de distribution d'entreprises ont connu ces dernières décennies est sûrement l'apparition et l'utilisation croissante absolue et relative de la méthode des rachats d'actions comparée aux dividendes. En 1982, les rachats ne représentaient qu'une infime source de distribution, alors que 2005 est la première année où les montants rachetés surpassent les dividendes payés (Boudroukh et al., 2007). Fama et French (2001) expliquent d'ailleurs ledit phénomène de « disparition des dividendes » en faveur des rachats par une propension générale réduite des entreprises à user de dividendes comme forme de distribution. Ce changement dans les pratiques de distribution explique la moitié de la réduction en proportion de payeurs. L'autre moitié de la réduction est causée par l'apparition d'entreprises peu profitables qui ne distribuent pas ou peu (Fama et French, 2001).

Divers éléments influencent le choix d'une méthode plutôt qu'une autre et plusieurs explications justifient la transition apparente vers les rachats d'actions comme forme de distribution. La littérature a pour habitude d'opposer les deux méthodes de distribution, suggérant qu'une seule forme est optimale. Dans son ouvrage, Baker (2009) avance par exemple que la méthode des rachats à tous niveaux est supérieure, ou au moins équivalente, aux dividendes. Selon ce chercheur, les avantages des rachats en font la forme optimale et dominante par excellence. Néanmoins, certains motifs rendent selon nous la disparition complète des dividendes hautement improbable : les dividendes disposent de caractéristiques

qui les rendent indispensables. Opposer les deux méthodes n'a pas de réel sens ; au contraire une analyse comparative des deux formes nous offre une vision pertinente des politiques suivies. Les deux méthodes se complètent et jouent un rôle différent dans la politique de distribution. Ce chapitre VIII analyse les avantages de la méthode des rachats d'actions avant d'avancer des arguments qui rendent l'usage de la méthode des dividendes indispensable pour la firme.

A. Avantages et préférences liés aux rachats d'actions ?

1. La flexibilité

Les interviews de managers financiers du chapitre VII précédent ne nous ont pas éclairés sur les motifs de distribution. Par contre, elles nous ont renseignés sur les facteurs clés des décisions de distribution. Si nous reprenons les résultats de l'enquête comparative des deux méthodes, nous y découvrons une caractéristique propre exclusivement aux rachats : la flexibilité (Brav et al., 2005). Gruay et Harford (2000) et Jagannathan et al. (2000) confirment empiriquement par des études de recherche que les bénéfices temporaires, exceptionnels et transitoires sont des déterminants de premier plan pour la distribution par rachat d'actions. Les rachats représentent la forme de distribution utilisée pour les paiements que l'entreprise ne peut pas répliquer avec constance et stabilité dans le futur. Les dividendes réguliers ne suivent quant à eux pas les fluctuations non récurrentes de bénéfices (Skinner, 2008). Les rachats jouissent donc d'une flexibilité financière comparée aux dividendes. Ces derniers incorporent une obligation implicite de continuer les distributions dans le temps. Fama et Babiak (1968) testent le modèle de Lintner et découvrent à leur époque des variations annuelles dans les montants totaux payés en dividendes (dividendes réguliers plus dividendes exceptionnels), alors que les dividendes réguliers ne connaissent pas de baisse. Ces chercheurs attribuent les variations en dividendes totaux aux dividendes exceptionnels (« *special dividends* ») qui représentent, à cette époque où les rachats d'actions se font rares, la part flexible de la politique de distribution. La flexibilité de distribution dans les montants et le timing est essentielle pour les entreprises depuis toujours. Le rôle transitoire et flexible des « *special dividends* » a été repris par les rachats d'actions depuis les années '80 (DeAngelo et al., 2000). Grullon et Michaely (2002) nous ont déjà expliqué l'assouplissement légal qui a autorisé l'usage des rachats, mais les avantages des rachats d'actions développés dans les sous-sections qui suivent nous expliquent pourquoi la méthode des rachats endosse maintenant ce rôle transitoire.

2. La taxation

Le « *dividend puzzle* » de Black (1976) s'interroge sur la persistance de la forme des dividendes malgré le différentiel de taxation en faveur des plus-values, et donc des rachats d'actions. De plus, comme les rachats sont facultatifs, les investisseurs peuvent choisir à quels moments ils réalisent leurs plus-values. Souvenons-nous de la section V.C qui traite de l'impact de la taxation sur les politiques de distribution : les enquêtes de recherche nous y apprenaient que les managers financiers ne considèrent pas la taxation comme un facteur déterminant pour la forme de distribution choisie. De plus, des études empiriques ne remarquent pas de transformations significatives dans la décision de division à la suite de changements fiscaux. Néanmoins, même si l'effet ne semble que secondaire, d'un point de vue fiscal les rachats sont censés prévaloir sur les dividendes.

3. Le « *market-timing* » : exploiter la sous-valorisation de titres

A la sous-section V.B.2, nous énonçons le motif de « *market-timing* » des opérations de rachat d'actions. L'inefficience momentanée des marchés et les réactions trop prudentes des investisseurs aux annonces de rachat offrent aux entreprises l'opportunité de profiter du rachat de titres propres sur les marchés en dessous de leur valeur intrinsèque. Les comportements de portefeuille individuels des managers, qui refusent les offres de rachat, ainsi que les rendements anormaux à la suite de programmes de rachat nous convainquent que les managers ont pour but et parviennent à « *timer* » leurs rachats aux bénéfices des non-offrants. Cette opportunité offre de ce fait un avantage de taille à la méthode des rachats d'actions.

4. Elimination des actionnaires à faible valorisation

Les rachats concernent uniquement les investisseurs qui décident d'offrir leurs titres, contrairement aux dividendes qui se distribuent proportionnellement à tous les actionnaires sans exception. Cette particularité permet à l'entreprise et au management d'user des rachats pour éliminer les actionnaires qui valorisent l'entreprise faiblement, augmenter le coût d'achat de l'entreprise et donc se protéger contre d'éventuelles offres publiques d'achat (OPA) hostiles. Cet argument fait l'hypothèse que les actionnaires valorisent individuellement différemment l'entreprise et que les actionnaires qui valorisent le moins l'entreprise accepteront d'offrir leurs titres à de faibles prix. Logiquement, Bagwell (1991) parmi d'autres chercheurs modélise l'idée que des managers opteront pour des distributions par rachats s'ils estiment la société sous-valorisée et qu'ils craignent une OPA due à la présence d'actionnaires aux plus faibles valorisations. Ces derniers céderaient leurs titres à faible coût à un offrant externe.

Pour que cet argument en faveur des rachats tienne et pour que les rachats de titres des actionnaires à faibles valorisations augmentent le coût d'achat de l'entreprise, les valorisations individuelles des titres doivent être hétérogènes et la courbe d'offre des titres des actionnaires doit être croissante. Bagwell (1992) et Brown et Ryngaert (1992) confirment ces deux conditions d'hétérogénéité de valorisation et de courbe d'offre croissante. Dans la première étude, les offres annoncées de titres lors de « *Dutch auction tender offers* » montrent que le nombre de titres offerts augmente avec le prix. Dans la seconde, le pourcentage de titres offerts lors de « *fixed-price tender offers* » augmente avec la prime proposée. L'entreprise se trouve après rachat avec les actionnaires à fortes valorisations, ce qui augmente le coût d'achat de l'entreprise par un offrant externe. Alors que ces deux dernières études attestent les résultats d'offres publiques de rachat (OPRA), l'analyse de ce mémoire se concentre sur les rachats d'actions au fil de l'eau. Lors de la présentation des mécanismes de rachat au chapitre II, nous avons précisé que les OPRA parviennent agir sur de larges portions de titres alors que les rachats au fil de l'eau s'opèrent à échelle réduite. Les OPRA semblent à première vue de meilleurs mécanismes pour augmenter le coût d'achat de l'entreprise. Cependant Billet et Xue (2007) avancent dans leur recherche que chaque mécanisme de rachat d'actions est efficace, mais que les rachats au fil de l'eau sont utilisés en anticipation alors que les OPRA sont utiles quand la menace est imminente. Ce raisonnement offre un nouvel avantage aux rachats.

5. Gestion des bénéfices par action

Les enquêtes de recherche de dirigeants financiers révèlent que ces derniers distribuent à l'aide de rachats d'actions dans l'objectif d'augmenter les bénéfices par action ou les « *earnings par share* » (*EPS*) (Baker et al., 1985 ; Brav et al., 2005). Comme nous l'avons rapporté lors de la présentation des opérations cosmétiques sur le capital à la section II.E, à bénéfices constants, altérer le nombre d'actions en circulation est une opération cosmétique économiquement triviale. Pourtant les managers attribuent de l'importance aux *EPS*. Dans le cas des rachats d'actions, les déboursements augmentent le ratio des bénéfices par action car ils diminuent le nombre d'actions en circulation (le dénominateur). Les résultats d'enquêtes des motifs de rachat des dirigeants se reflètent dans les études empiriques de Vermaelen (1981) et Dann et al. (1991) qui attestent des augmentations significatives d'*EPS* suite à des programmes de rachat. Hribar et al. (2006) démontrent en outre que les dirigeants augmentent financièrement et comptablement les bénéfices par action par des rachats

d'actions quand les résultats attendus ne répondent pas aux prévisions d'analystes. La sous-section 6 suivante nous explique pourquoi la vague de compensation des managers par « *stock options* » a renforcé cette pratique.

6. Influence des « *stock option plans* »

La popularité croissante des rachats d'actions coïncide depuis les années '90 avec le lancement dans de nombreuses entreprises de « *stock option plans* » dans les packs salariaux d'employés, cadres et dirigeants. Une relation négative existe entre les plans de compensations par « *stock options* » des entreprises et les dividendes, alors qu'une relation positive existe avec les rachats d'actions (Fenn et Liang, 2001). Lambert et al. (1989) identifient un lien entre la croissance des « *stock option plans* » et la réduction des dividendes. En présence de « *stock options* », ils suggèrent un fort incitant à substituer les dividendes par des rachats. La grande majorité des plans de « *stock options* » ne sont pas couverts ou protégés contre l'effet du dividende sur le prix de l'action (Murphy, 1999). Lambert et al. proposent une première explication pour justifier le lien identifié : les « *stock options* » sont caractérisés par un prix d'exercice fixe, donc chaque distribution en dividendes qui réduit le prix de l'action ex-dividende, réduit la valeur de l'option détenue par les employés. Si le même montant est distribué par rachat à valeur intrinsèque, ni la valeur de l'action, ni la valeur de l'option ne diminuent (Lambert et al., 1989). Jolls (1998) et Dittmar (2000) découvrent une plus forte propension à user de la méthode des rachats pour les entreprises qui adoptent de vastes plans de « *stock options* ». Ces chercheurs offrent une seconde explication qui résulte du raisonnement de la sous-section 5 précédente : les rachats servent à gérer ou neutraliser les effets de dilution d'EPS générés ou induits par l'exercice de « *stock options* ». L'exercice de « *stock options* » augmente le nombre d'actions en circulation et les rachats contrent cet effet de dilution. Des enquêtes confirment ce motif de rachat des managers (Brav et al., 2005). Cependant, le marché n'est pas dupe et il réagit moins favorablement aux programmes de rachat à la suite d'exercices de « *stock options* » ayant pour objectif de réduire la dilution (Kahle, 2002). Weisbenner (2000) arrive à des conclusions similaires aux deux explications ci-dessus et penche pour la prévalence de l'une ou l'autre explication en fonction de la catégorie d'employés qui bénéficie des plans. Si une large part des employés en profite, les dilutions de bénéfices par action sont contrées par de larges rachats. Si au contraire seul le « *top management* » en profite, celui-ci réduira plutôt les dividendes de l'entreprise pour augmenter la valeur de ses options.

Chacun des six avantages et incitants cités ci-dessus représente un argument important et déterminant ou un motif secondaire pour distribuer aux actionnaires sous la forme des rachats d'actions plutôt que sous forme de dividendes. Ensemble, ces avantages créent une incitation (forte) pour une transition vers les rachats d'actions. Alors pourquoi les dividendes survivent-ils ? La section VIII.B suivante essaie de répondre à cette énigme.

B. Pourquoi les dividendes ne disparaissent-ils pas ?

Une description des tendances des marchés en matière de distribution est présentée à la section II.F. Nous en répétons uniquement les points essentiels : alors que la proportion de payeurs de dividendes diminue depuis la fin des années '70 en raison d'un changement de population des entreprises et d'une propension générale réduite à user de cette méthode, les montants nominaux distribués en dividendes ne font qu'augmenter sur cette période d'analyse. La proportion de payeurs de dividendes diminue, mais pas les dividendes eux-mêmes. Cette croissance constante des dividendes suit la croissance des bénéfices des grandes entreprises matures (DeAngelo et al., 2004). Depuis la publication du « *dividend puzzle* » de Black (1976), des chercheurs ont essayé d'expliquer l'utilisation généralisée et l'existence persistante des dividendes, malgré le différentiel de taxation en faveur des plus-values, et malgré la flexibilité et les autres avantages de la méthode des rachats d'actions.

Bien qu'une transition s'opère vers les rachats, les dividendes restent une méthode de distribution d'une grande importance économique. Deux explications nous convainquent qu'ils le resteront dans le futur .

1. La politique de distribution nécessite une composante permanente

Les enquêtes des dirigeants du chapitre VII précédent et les études empiriques de la section VIII.A précédente distinguent un avantage de taille en faveur des rachats : la flexibilité. Elles soutiennent l'idée que les entreprises distribuent temporairement leurs bénéfices transitoires par rachats, sans engagement pour le futur, alors qu'elles s'engagent « formellement » dans des politiques de dividendes à distribuer sans interruption des flux récurrents et permanents. Dans le modèle du chapitre VII qui incorpore les coûts d'agence, une entreprise bénéficie dans sa politique de distribution du choix dont elle dispose de distribuer via sa composante permanente ou via sa composante transitoire. Ces deux voix distinctes de déboursements permettent aux entreprises de plus aisément distribuer les flux excédentaires tout en communiquant avec crédibilité leur engagement à distribuer avec consistance les flux permanents pour écouler les FCF et réduire les coûts d'agence. La régularité et la constance

des dividendes, dans un monde dominé par les coûts d'agence, montrent que les dirigeants témoignent leur engagement implicite à poursuivre dans le futur des distributions généreuses en dividendes. L'argument des coûts d'agence est alors la première raison pour l'entreprise de poursuivre avec persistance l'utilisation de dividendes (DeAngelo et al.,2008).

Huie (2001) analyse les réactions de marché aux annonces d'omissions de dividendes, remplacés ou substitués par des programmes de rachat et découvre des rendements négatifs anormaux. Ces résultats suggèrent que les investisseurs ne considèrent pas les deux méthodes comme de parfaits substituts. De plus, les annonces de programmes de rachat ne sont pas contraignantes et forment une option pour l'entreprise de racheter ses actions. Seul 57% de ces programmes sont accomplis dans les trois années suivant l'annonce (Stephens et Weisbach,1998). Souvenons-nous de la section V.A qui traite des coûts d'agence : nous y avons déjà soulevé le manque de contrainte attachée aux programmes de rachat d'actions. La flexibilité des rachats posait un problème de crédibilité comme moyen de discipline d'une entreprise. Le coût fiscal résultant de l'utilisation des dividendes se trouvait alors justifié (Michaely et al.,1995). Pourtant, nombreuses études observent que les rachats représentent des parts de flux transitoires toujours plus grandes, que certaines entreprises substituent en partie les dividendes par des rachats, et que les rachats servent parfois aussi également pour distribuer des flux permanents (Skinner,2008 ; Grullon et Michaely,2002 ; Dittmar et Dittmar,2004). Néanmoins, peu d'entreprises à dividendes ne renoncent à leurs politiques de dividendes (Denis et Osobov,2008).

L'engagement implicite lié aux dividendes semble rester une caractéristique cruciale propre aux dividendes. De plus, certains avantages de la méthode des rachats découlent de sa flexibilité. Chowdhry et Nanda (1994) remarquent qu'en cas de rachats lorsque les titres sont survalorisés, les investisseurs qui ne participent pas aux distributions se voient financièrement pénalisés. Une distribution régulière par rachats élimine donc l'argument de « *market-timing* » dont la flexibilité est cruciale.

Dans un contexte où chaque méthode joue son rôle, aucune forme ne domine l'autre. Les composantes permanentes et transitoires de la distribution forment des compléments plutôt que des substituts. Grullon et Michaely (2002) rapportent d'ailleurs que les payeurs de dividendes représentent 90% des montants d'opérations de rachat : les entreprises voient les deux formes de distribution comme des compléments.

2. Les dividendes distribuent les flux proportionnellement

Brennan et Thakor (1990) soulèvent une seconde caractéristique des dividendes que les actionnaires apprécient et valorisent : les dividendes sont distribués proportionnellement aux actionnaires. Il n'existe donc aucune possibilité pour des actionnaires « *insiders* » mieux informés de jouir de transferts de richesse en provenance d'actionnaires « *outsiders* », comme c'est pourtant le cas dans les opérations de rachat qui ne concernent qu'une fraction des actionnaires qui décident de participer à l'offre. Si le prix de rachat est inférieur à la valeur intrinsèque de l'action, les actionnaires qui décident d'offrir leurs titres sont perdants au détriment des non-offrants. Dans le cas contraire où le prix est survalorisé, les offrants gagnent. Ces deux chercheurs prédisent que chaque actionnaire devra par conséquent allouer des ressources afin d'évaluer chaque offre de rachat. Au contraire, les distributions proportionnelles par dividendes éliminent ce coût social et représentent une forme appréciée par les investisseurs externes. Lucas et McDonald (1998) poussent ce raisonnement à l'extrême et prophétisent la dominance des dividendes comme moyen de distribution. Dans la prolongation de Myers et Majluf (1984) qui prétendent que chaque levée de fonds représente un aveu de survalorisation des titres, chaque distribution par rachats est un aveu de sous-valorisation. Des investisseurs méfiants et avertis refuseront donc toute offre de rachat : les flux excédentaires seront alors uniquement distribués par dividendes proportionnels.

Les avantages de la méthode des rachats d'actions sont nombreux et offrent des raisons pertinentes pour la transition observée des dividendes vers les rachats d'actions. Néanmoins, les dividendes disposent aussi d'avantages pour légitimer leur existence persistante. Les arguments ci-dessus justifient premièrement l'utilisation de dividendes par des motifs de coûts d'agence (l'imperfection que nous avons supposée dominante). L'engagement implicite « semi-contractuel » qui résulte des distributions par dividendes convainc les investisseurs que l'entreprise continuera à distribuer ses flux permanents dans le futur. La composante permanente de la distribution offre de la crédibilité à l'engagement des dirigeants à réduire les coûts d'agence. Cet argument motive donc les entreprises à distribuer leurs flux permanents via cette méthode. Un second avantage des dividendes est leur traitement équitable de tous les investisseurs. Les dividendes sont distribués proportionnellement sans décision de participation des actionnaires. Les investisseurs « *outsiders* » apprécient cette rétribution sans gagnants ni perdants, ce qui crée une incitation supplémentaire pour le l'utilisation des dividendes. La décision de division de la distribution totale est donc déterminée par le rôle que chaque méthode endosse et les avantages dont chaque méthode jouit.

IX. Conclusion

La conclusion de ce mémoire rappelle brièvement la problématique, les questions de recherche et la méthodologie présentées au chapitre (I) introductif. Elle comprend une synthèse de la recherche, les principales réponses et les idées essentielles de notre étude. Pour terminer, nous signalons les limites du mémoire et proposons quelques voies de recherche futures, afin d'envisager et d'encourager la recherche à l'avenir dans ce domaine.

A. Objectifs de recherche et principaux résultats

Au premier chapitre, la problématique du mémoire sonnait comme telle : dans un monde où les distributions par rachats d'actions croient, comment est déterminée la politique de distribution d'une entreprise ? Il s'agit de décider « Combien ? Et comment ? » distribuer à chaque période. Notre approche s'opère pour cela en deux phases qui sous-tendent la politique de distribution. La première décision du montant total distribué (« Combien ? ») se décompose en deux premières questions de recherche i et ii du mémoire (Chapitre I, p. 2). La deuxième décision de la division entre les deux méthodes de distribution (« Comment ? ») se traduit dans la dernière question de recherche iii (Chapitre I, p. 2). Afin d'analyser les deux décisions indépendamment, dans la première phase du mémoire nous faisons l'hypothèse que les deux formes de distribution se substituent. Dans cette première phase, nous tentons de répondre aux questions de recherche i et ii de la décision de distribution totale. Ce n'est que dans la seconde phase que les deux méthodes sont confrontées et comparées dans le but de répondre à la dernière question de recherche iii et de prendre la seconde décision de division entre les dividendes et les rachats d'actions.

Nous devons attendre 1961 pour que Modigliani et Miller développent un cadre d'analyse rigoureux dans le but de comprendre et d'étudier les politiques de distribution. Leur cadre théorique est assez général pour incorporer les deux méthodes de distribution. Dans leur publication, MM (1961) posent une question existentielle : les entreprises aux dividendes généreux sont-elles valorisées à une prime comparées aux autres entreprises ? En fixant la politique d'investissement et la politique de financement, et en supposant des marchés parfaits et des investisseurs rationnels, ces deux théoriciens démontrent que les actionnaires sont neutres ou indifférents à l'égard de la politique de distribution de l'entreprise. Les réponses aux trois questions de recherche découlent logiquement de la démonstration et des hypothèses de MM (1961). Bien que la distribution totale (brute) (Dividendes+Rachats) soit indéterminée et indifférente, la distribution nette (Dividendes+Rachats–Levées de fonds) est égale au flux

disponible de la politique d'investissement ($FCF = \text{Bénéfices} - \text{Investissements}$). Dans un marché où les levées de fonds sont coûteuses, MM (1961) conseillent de limiter la distribution totale au FCF et d'opter donc pour une distribution dite résiduelle. Une distribution résiduelle mécanique qui découle de la politique d'investissement n'a pas de motifs particuliers. De plus, les investisseurs sont supposés rationnels et donc indifférents entre une plus-value réalisée par rachats d'actions et une rémunération en dividendes. La division de la distribution et la méthode de distribution n'importent pas non plus.

Les critiques face à cette nouvelle thèse n'ont pas tardées. Elles proviennent majoritairement de la remise en cause des hypothèses considérées trop restrictives. Cependant, leur thèse a le mérite d'indiquer explicitement les facteurs de l'entreprise qui créent de la valeur (c.-à-d. la politique d'investissement) et les conditions de marché sous lesquelles la politique de distribution pourrait bel et bien influencer la valeur de l'entreprise (c.-à-d. les hypothèses contestées : imperfections des marchés et préférences comportementales). Bien que la distribution résiduelle soit prétendue optimale dans le cadre de MM (1961), elle n'est pratiquée par presque aucune entreprise dans le monde financier contemporain. Les entreprises suivent plutôt des politiques de distribution gérées. De plus, la théorie de la neutralité prédit des cours d'actions inertes aux changements de politiques de distribution. Pourtant ces prédictions ne sont pas vérifiées : les variations de prix ont le même signe que les changements de distribution. Ces différents phénomènes ont amené des chercheurs à remettre en question le paradigme néo-classique selon lequel la firme opère dans des marchés parfaits et est gérée par un acteur dans le meilleur intérêt des actionnaires. Chaque hypothèse contestée est à l'origine d'une nouvelle théorie qui essaie de comprendre combien et comment les entreprises distribuent, et pourquoi elles s'écartent d'une distribution résiduelle.

Plusieurs explications ont été présentées et offrent premièrement des réponses plus ou moins convaincantes aux deux premières questions de recherche i et ii, qui déterminent ensemble le montant et les motifs de la première décision : la distribution totale. La première conclusion ou idée de notre recherche est la nécessité de distribuer le FCF de l'entreprise afin de maximiser la richesse des investisseurs. Le cycle de vie du FCF de la firme représente le premier facteur déterminant du cycle de vie des distributions.

Nous avons ensuite chamboulé les cadres théoriques néo-classiques afin d'incorporer des imperfections de marchés et des considérations comportementales des investisseurs. Ces

facteurs peuvent créer des motifs pour s'écarter du concept de distribution résiduelle. Compte tenu du FCF, quel montant est effectivement distribué et pour quels motifs ? Pour répondre à ces questionnements, la littérature s'est majoritairement concentrée sur quatre facteurs qui pourraient influencer ou créer des motifs particuliers de distribution :

- a. *Les théories des signaux* proposent de réduire l'asymétrie d'information entre les « *insiders* » et les « *outsiders* » par les annonces de distribution.
- b. *L'effet de clientèle de taxation* défend l'idée que des investisseurs recherchent des distributions qui leur conviennent, en fonction de la fiscalité qui leur est appliquée.
- c. *Les préférences comportementales des investisseurs* pour les dividendes plutôt que les plus-values influencent, comme le facteur b, la mise en œuvre d'une politique spécifique.
- d. *La théorie de l'agence* propose des distributions dans le but d'aligner les intérêts des managers avec ceux des actionnaires et de discipliner la politique d'investissement.

Quels phénomènes ont un impact significatif sur la décision de distribution totale ? Des différents facteurs de décision, nous considérons le motif d'agence (d) comme le plus petit dénominateur commun de la recherche sur les distributions. La réduction des coûts d'agence représente un second déterminant et motif de premier plan des décisions de distribution.

Le schéma de pensée qui combine la nécessité de distribuer le FCF de l'entreprise et le motif de réduction des coûts d'agence par la distribution, offre une explication des montants totaux distribués par les entreprises et répond donc en grande partie aux deux premières questions de recherche i et ii. Cependant, deux faiblesses des explications communément avancées nous empêchent d'expliquer avec précision le comportement de distribution de chaque entreprise. Maintenant que l'on sait (avec plus ou moins de certitude) combien l'entreprise est censée distribuer au total, il s'agit de définir sous quelles formes elle distribuera ou comment.

Dans la seconde phase du mémoire, nous analysons la seconde décision de division de la distribution totale entre les deux formes de distribution, et tentons de répondre à la dernière question de recherche iii. En l'absence totale de frictions, la division entre dividendes et rachats est secondaire, car les deux méthodes se substituent parfaitement. Seulement les entreprises suivent des politiques de distribution qui comprennent une certaine constance. Un changement que les politiques de distribution ont connu ces dernières décennies est l'apparition des rachats d'actions et ledit phénomène de « disparition des dividendes ». Divers éléments influencent le choix d'une méthode plutôt qu'une autre et plusieurs explications justifient la transition apparente vers les rachats d'actions comme forme de distribution

préférée. D'aucuns prophétisent que les avantages des rachats en font une forme optimale. Néanmoins, certains motifs rendent la disparition des dividendes improbable. Une analyse comparative des deux formes nous offre une vision pertinente des politiques suivies : nous avançons les avantages de la méthode des rachats d'actions avant d'exposer des arguments qui rendent la méthode des dividendes indispensable.

Les avantages de la méthode des rachats d'actions sont nombreux : la flexibilité, la taxation favorable, le « *market-timing* », etc. représentent des incitants pour user de cette méthode et offrent des motifs pour la transition vers les rachats d'actions. Néanmoins, les dividendes disposent aussi d'avantages pour légitimer leur existence persistante. Premièrement, des motifs de coûts d'agence justifient l'utilisation de dividendes : l'engagement implicite « semi-contractuel » qui découle des distributions par dividendes convainc les investisseurs que l'entreprise continuera à distribuer ses flux récurrents. La composante permanente de la distribution (représentée par les dividendes) offre de la crédibilité à l'engagement des dirigeants de réduire les coûts d'agence. Cet argument motive donc les entreprises à distribuer leurs flux permanents via cette méthode. Un second avantage est le traitement équitable des investisseurs par les dividendes. La seconde décision de division de la distribution totale est donc déterminée par le rôle que chaque méthode endosse et les avantages dont chaque méthode jouit. Ces rôles et avantages offrent une réponse à la question de recherche iii.

B. Limites et propositions de recherche future

Les apprentissages des deux phases et décisions du mémoire et les réponses aux questions de recherche se limitent à ce que nous avons décrit. Notre modèle et explication est unique et universel : il tente d'expliquer en un nombre fini de facteurs les décisions de distribution de toutes les entreprises. Bien que nous ayons rassemblé des morceaux du puzzle, celui-ci reste inachevé car chaque entreprise et chaque distribution est unique. De plus, les distributions d'entreprises sont en évolution constante : notre recherche est donc circonscrite dans le temps. Pensons à la récente substitution des dividendes par des rachats pour la distribution de bénéfices *récurrents* par exemple : les rachats endosseraient-ils un rôle plus récurrent ?

Pour ces raisons, la recherche future devrait identifier des facteurs supplémentaires et élaborer un modèle plus complet. La distribution de bénéfices récurrents par la méthode des rachats devrait également être analysée : les rôles des deux méthodes pourraient varier dans le temps. De plus, la présence d'actionnaires majoritaires est omis et pourrait former un sujet futur.

X. Bibliographie

- Akerloff, G. (1970). The market for Lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Albouy, M. (1990). La politique de dividendes des entreprises. *Revue d'économie financière*, 12(13), 240-251.
- Albouy, M., & Dumontier, P. (1992). *La politique de dividende des entreprises*. Paris : Presses universitaires de France.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance*, 1(A), 337-429.
- Ang, J. (1987). *Do dividends matter? A review of corporate dividend theories and evidence (Monograph Series in Finance and Economics)*. New York: Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business Administration, New York University.
- Bagwell, L. (1991). Share repurchase and takeover deterrence. *The RAND Journal of Economics*, 22(1), 72-88.
- Bagwell, L. (1992). Dutch auction repurchases: An analysis of shareholder heterogeneity. *The Journal of Finance*, 47(1), 71-105.
- Baker, H. (2009). *Dividends and dividend policy*. New Jersey : John Wiley & Sons.
- Baker, H., & Powell, G. (1999). How corporate managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38(2), 17-35.
- Baker, H., Dutta, S., & Saadi, S. (2008). Impact of financial and multinational operations on manager perceptions of dividends. *Global Finance Journal*, 19(2), 171-186.
- Baker, H., Farrelly, G., & Edelman, R. (1985). A Survey of Management Views on Dividend Policy. *Financial management*, 14(3), 78-84.
- Baker, H., Gallagher, P., & Morgan, K. (1981). Management's view of stock repurchase programs. *Journal of Financial Research*, 4(3), 233-247.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Why are dividends disappearing? An empirical analysis. *NYU Working Paper*, No. FIN-02-056 (November), p. 43.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004a). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 271-288.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004b). A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Baker, M., Nagel, S., & Wurgler, J. (2006). The effect of dividends on consumption. *National*

- Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 12288 (June), p. 35.
- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?. *Journal of finance*, 52(3), 1007-1034.
- Bernstein, P. (1992). *Capital ideas: the improbable origins of modern Wall Street*. New York : Simon and Schuster.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Billett, M., & Xue, H. (2007). The takeover deterrent effect of open market share repurchases. *The Journal of Finance*, 62(4), 1827-1850.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1–22.
- Boudoukh, J., Michaely, R., Richardson, M., & Roberts, M. (2007). On the importance of measuring payout yield: Implications for empirical asset pricing. *The Journal of Finance*, 62(2), 877-915.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Brennan, M. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, 23(4), 417-427.
- Brennan, M., & Thakor, A. (1990). Shareholder preferences and dividend policy. *The Journal of Finance*, 45(4), 993-1018.
- Brown, D., & Ryngaert, M. (1992). The determinants of tendering rates in interfirm and self-tender offers. *The Journal of Business*, 65(4), 529-556.
- Chowdhry, B., & Nanda, V. (1994). Repurchase premia as a reason for dividends: A dynamic model of corporate payout policies. *Review of Financial Studies*, 7(2), 321-350.
- Christie, W., & Nanda, V. (1994). Free cash flow, shareholder value and the undistributed profits tax of 1936 and 1937. *Journal of Finance*, 49(5), 1727-1754.
- Dann, L. (1981). Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 113-138.
- Dann, L., Masulis, R., & Mayers, D. (1991). Repurchase tender offers and earnings information. *Journal of Accounting and Economics*, 14(3), 217-251.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 293–315.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why.

- European Financial Management*, 13(1), 11–27.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. (2000). Special dividends and the evolution of dividend signaling. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 309-354.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425-456.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. (2008). Corporate payout policy. *Foundations and trends in finance*, 3(2-3).
- Denis, D., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial economics*, 89(1), 62-82.
- Dittmar, A. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock. *The Journal of Business*, 73(3), 331-355.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Elton, E., Gruber, M., & Rentzler, J. (1984). The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect: A Comment. *The Journal of Finance*, 39(2), 551-556.
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E., & Babiak, H. (1968). Dividend policy: An empirical analysis. *Journal of the American statistical Association*, 63(324), 1132-1161.
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of financial studies*, 15(1), 1-33.
- Farrar, D., & Selwyn, L. (1967). Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, 20(4), 444-454.
- Fenn, G., & Liang, N. (2001). Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of financial economics*, 60(1), 45-72.
- Ferris, S., Sen, N., & Yui, H. (2006). God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom*. *The Journal of Business*, 79(3), 1149-1173.
- Frankfurter, G., & Wood, B. (1997). The evolution of corporate dividend policy. *Journal of Financial Education*, 23(1), 16-33.
- Frankfurter, G., Wood, B., & Wansley, J. (2003). *Dividend policy: Theory and practice*. San

Diego : Academic Press.

- Ghosh, C., & Woolridge, J. (1989). Stock-market reaction to growth-induced dividend cuts: Are investors myopic?. *Managerial and Decision Economics*, 10(1), 25-35.
- Gordon, M. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 42(1), 99-105.
- Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37-51.
- Gordon, M., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management science*, 3(1), 102-110.
- Graham, B., & Dodd, D. (1951). *Security Analysis*. New York: McGraw-Hill.
- Grullon, G., & Ikenberry, D. (2000). What do we know about stock repurchases?. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1), 31-51.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649–1684.
- Guay, W., & Harford, J. (2000). The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 385-415.
- Handley, J. (2008). Dividend policy: Reconciling DD with MM. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 528-531.
- Hart, O. (1983). The Market Mechanism as an Incentive Scheme. *The Bell Journal of Economics*, 14(2), 366-382.
- Healy, P., & Palepu, K. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of financial Economics*, 21(2), 149-175.
- Hribar, P., Jenkins, N., & Johnson, W. (2006). Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1), 3-27.
- Huie, C. (2001). Companies' uses of dividendes and stock repurchase programs. *Journal of Undergraduate Research University Scholars Working Paper*.
- Program, University of Florida.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of financial economics*, 39(2), 181-208.
- Jagannathan, M., Stephens, C., & Weisbach, M. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of financial Economics*, 57(3), 355-384.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

- Jensen, M. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jolls, C. (1998). Stock repurchases and incentive compensation. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. W6467 (March), p. 30.
- Julio, B., & Ikenberry, D. (2004). Reappearing dividends. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 89-100.
- Kahle, K. (2002). When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63(2), 235-261.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An Analysis of Decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kalay, A. (1980). Signaling, information content, and the reluctance to cut dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15(4), 855-869.
- Kalay, A. (1982). Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of Financial Economics*, 10(2), 211-233.
- Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1990). Anomalous price behavior around repurchase tender offers. *The Journal of Finance*, 45(2), 455-477.
- Lambert, R., Larcker, D., & Larcker, D. (1989). Executive stock option plans and corporate dividend policy. *Journal of financial and quantitative analysis*, 24(4), 409-425.
- Lang, L. H., & Litzenberger, R. H. (1989). Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?. *Journal of Financial Economics*, 24(1), 181-191.
- Lease, R., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., & Sarig, O. (2000). *Dividend policy: Its impact on firm value*. Boston: Harvard Business School Press.
- Li, W., & Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 293-308.
- Lie, E. (2000). Excess funds and agency problems : an empirical study of incremental disbursements. *Review of Financial Studies*, 13(1), 219-247.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lucas, D., & McDonald, R. (1998). Shareholder heterogeneity, adverse selection, and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(2), 233-253.
- Michaelis, R., Thaler, R., & Womack, K. (1994). Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?. *The Journal of Finance*, 50(2), 573-608.

- Miller, M. (1986). Behavioral rationality in finance: The case of dividends. *Journal of Business*, 59(4), S451-S468.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M., & Scholes, M. (1978). Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 333-364.
- Miller, M., & Scholes, M. (1982). Dividends and taxes: Some empirical evidence. *The Journal of Political Economy*, 90(6), 1118-1141.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mueller, D. (1972). A life cycle theory of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199-219.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics*, 3(B), 2485-2563.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Ofer, A., & Thakor, A. (1987). A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends. *The Journal of Finance*, 42(2), 365-394.
- Penman, S. (1983). The predictive content of earnings forecasts and dividends. *The Journal of Finance*, 38(4), 1181-1199.
- Pettit, R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance*, 27(5), 993-1007.
- Pettit, R. (1977). Taxes, transactions costs and the clientele effect of dividends. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 419-436.
- Peyer, U., & Vermaelen, T. (2009). The nature and persistence of buyback anomalies. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1693-1745.
- Poterba, J. (2004). Taxation and corporate payout policy. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. W10321 (February), p. 8.
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: the new standard for business performance*. New York: Free press.
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Rubinstein, M. (1976). The irrelevancy of dividend policy in an Arrow-Debreu economy. *The Journal of Finance*, 31(4), 1229-1230.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282.
- Skinner, D. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of financial economics*, 87(3), 582-609.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Stephens, C., & Weisbach, M. (1998). Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *The Journal of Finance*, 53(1), 313-333.
- Thaler, R., & Shefrin, H. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy*, 89(2), 392-406.
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.
- Von Eije, H., & Megginson, W. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89(2), 347-374.
- Walter, J. (1956). Dividend policies and common stock prices. *The Journal of Finance*, 11(1), 29-41.
- Weisbenner, S. (2000). Corporate share repurchases in the 1990s: What role do stock options play? *AFA 2002 Atlanta Meetings; FEDS Working Paper*, No. 2000-29 (May), p. 43.
- Weston, J., Mitchell, M., & Mulherin, H. (2003), *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, New Delhi : Pearson.
- Williams, J. (1938). *The theory of investment value*. Cambridge: Harvard University.