

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

Ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche scientifique

Ecole Supérieure de Commerce d'Alger

Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences
financières et comptabilité

Spécialité : **Finance d'entreprise**

THEME :

LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES DIVIDENDES
Etude empirique relative aux 50 entreprises privées Algériennes

Elaboré par l'étudiante

YOUSFI Nadjat

Encadré par

BERRAG Mohamed

Professeur à l'ESC

Lieu de stage : Alliance Assurance

Période du stage : Du 20 Avril au 21 Mai 2015

Année universitaire : 2014/2015

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

Ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche scientifique

Ecole Supérieure de Commerce d'Alger

Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences
financières et comptabilité

Spécialité : **Finance d'entreprise**

THEME :

LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES DIVIDENDES
Etude empirique relative aux 50 entreprises privées Algériennes

Elaboré par l'étudiante

YOUSFI Nadjat

Encadré par

BERRAG Mohamed

Professeur à l'ESC

Lieu de stage : Alliance Assurance

Période du stage : Du 20 Avril au 21 Mai 2015

Année universitaire : 2014/2015

Remerciements

*Je tiens en premier lieu à remercier **Monsieur le Professeur Mohamed BERRAG**, pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant la direction de ce mémoire, il a su si bien me guider tout au long de ma démarche. Ses conseils et encouragements constituent la clé de l'aboutissement de ce travail.*

Je m'en voudrais d'oublier toutes les entreprises privées algériennes de mon échantillon sur la bonne réception et de m'aider dans la collecte d'information.

Enfin, je remercie du plus profond de mon cœur ma famille qui m'est chère, mes parents, mes frères et mes sœurs pour la confiance et l'encouragement.

Dédicaces

*Je dédie ce présent travail à mes chers parents « **MESSOUDA et LAMRI** » qui ont su me soutenir durant tout mon parcours scolaire et universitaire et qui ont toujours été à mes côtés à chaque instant de ma vie et qui ont toujours tout fait pour participer à la réalisation de mes vœux. Maman, Papa, je ne vous remercierai jamais assez!*

Aussi, à mes chers frères et sœurs.

YOUSFI NADJET

Table des matières

Remerciement	
Dédicace	
Table des matières	I-VI
Liste des tableaux	VII
Liste des figures	VIII
Liste des abréviations	IX
Résumé	X
Introduction générale	A-D
Chapitre un : Généralités sur la politique de distribution des dividendes	1
Section 1 : La distribution des dividendes	2
Sous-section 1. Les concepts généraux de la politique de distribution des dividendes	2
1. Les différents types des dividendes	2
2. Le processus du versement des dividendes	4
3. Les mesures de la distribution des dividendes	7
3. 1. Le « dividend yield » ou rendement de l'action	7
3. 2. Le « dividend payout ratio » ou ratio de distribution des dividendes....	7
Sous Section 2 : Les politiques de distribution des dividendes d'action	8
1. La distribution du bénéfice total	8
2. La politique résiduelle des dividendes	8
3. L'absence de distribution des dividendes.....	9
4. La politique d'un dividende stable	9
Sous Section 3 : Les rachats d'actions	10
1. Les différentes formes de rachat	10

2. Les raisons motivant les rachats d'actions	12
3. Le choix entre dividendes et rachat d'action.....	13
3. 1. La flexibilité	13
3. 2. Le signal.....	14
3. 3. L'impact sur l'actionnariat.....	15
3. 4. L'impact sur les stock-options des dirigeants.....	15
3. 5. La fiscalité.....	15
Section 2 : L'analyse de la politique de distribution des dividendes	15
Sous-section 1. L'analyse des décisions de distribution des dividendes.....	15
1. L'analyse des décisions de distribution des dividendes par la considération des flux monétaires.....	16
1. 1. La mesure du cash-flow disponible, prêt à être distribué aux actionnaires	16
1. 2. L'estimation de la qualité des projets d'investissement.....	17
1. 3. L'évaluation de la politique des dividendes	18
1. 4. L'interaction entre la politique des dividendes et la politique d'endettement.....	20
2. L'analyse de la politique des dividendes selon l'approche des firmes comparables.	21
3. L'utilisation des firmes appartenant au même secteur d'activité.....	21
4. La référence au marché	22
Sous-section 2. Les facteurs influant sur la politique des dividendes	23
1. Les facteurs réels expliquant une politique des dividendes faibles.....	23
1. 1. Les considérations fiscales	23
1. 2. Les clauses restrictives	24
1. 3. La structure financière de la firme	24

1. 4. Le facteur informationnel	24
1. 5. Le ratio de distribution cible	24
1. 6. L'effet clientèle	24
1. 7. Les nouvelles opportunités d'investissement	24
2. Les facteurs réels expliquant une politique des dividendes élevés	25
2. 1. Désir du revenu immédiat.....	25
2. 2. Finance comportementale	25
2. 3. Les couts d'agence	26
2. 4. Contenu informatif des dividendes et signal	26
Conclusion du chapitre un	27
Chapitre deux : Les théories de la politique de distribution des dividendes.....	28
Section 1 : La thèse de Modigliani et Miller	29
Section 2 : Les théories de la politique de distribution des dividendes.....	31
Sous-section1. Politique du dividende et fiscalité.....	31
1. Aperçu général de la fiscalité.....	31
2. Les modèles de clientèle.....	32
2. 1. Les modèles de clientèle statique.....	32
2. 2. Les modèles de clientèle dynamique.....	35
Sous-section2. Politique du dividende et signal.....	38
1. Aperçu général de la théorie de la signalisation	39
2. Le rôle informationnel des dividendes	40
3. Un modèle de signalisation par les dividendes (modèle kalay 1980)	41
4. Les études empiriques du contenu informatif des dividendes	43
4.1. Les changements de dividendes devraient être suivis par les changements de même sens des bénéfices futurs	44
4.2. Les changements imprévus de dividendes entraîneraient par les changements de même sens des cours des actions	45

4. 3. Les changements imprévus de dividendes devraient être accompagnés par les révisions de même sens des anticipations de bénéfices futurs.....	47
Sous-section 3. La politique du dividende et l'agence	48
1. Aperçu général sur la théorie de l'agence	49
2. Politique du dividende et coûts d'agence des fonds propres	50
3. Politique du dividende et coûts d'agence de la dette	51
4. Politique du dividende et cash-flows disponibles.....	52
Conclusion du chapitre deux	54
Chapitre trois : Etude empirique sur la distribution des dividendes des entreprises privées algériennes	56
Section 1. Le cadre juridique et fiscal de la distribution de dividendes en Algérie	57
Sous-section 1.La réglementation de la distribution des dividendes et des cessions d'actions et des parts sociales en Algérie	57
1. Paiement des dividendes dans le contexte algérien	57
2. La Cession de parts sociales et d'actions	58
Sous-section 2. La fiscalité sur les dividendes et plus-value	60
1. L'imposition sur la distribution des dividendes	60
2. L'imposition des plus-values de cession de parts ou d'actions.....	63
3. Les avantages fiscaux	64
Section 2. Analyse descriptive de l'échantillon	64
Sous-section 1. Description de l'échantillon.....	65
1. Taille des entreprises de l'échantillon	65
2. La forme juridique des entreprises de l'échantillon	66
3. Le secteur d'activité des entreprises de l'échantillon	66

Sous-section 2. Analyse de la distribution des dividendes des entreprises de l'échantillon	67
1. Le montant des dividendes distribués	68
2. Le taux de distribution des dividendes	69
3. Le taux de distribution des dividendes par le secteur d'activité de l'entreprise	72
4. Le taux de distribution des dividendes par forme juridique.....	73
Section 3. Les modèles économétriques	73
Sous-section 1 : La variable dépendante et la variable explicative	74
1. La variable dépendante (variable expliquée)	74
2. Les variables explicatives	74
2. 1. La taille de l'entreprise	74
2. 2. La rentabilité de l'entreprise (Rent)	75
2. 3. Les cash-flows (CF)	76
2. 4. Le niveau d'endettement.....	77
2. 5. Les frais financiers(FF).....	80
2. 6. Les reports à nouveaux(RAN)	80
2. 7. Les réserves (Rés)	81
2. 8. Impôts sur Bénéfices des Sociétés (IBS)	82
2. 9. Les garanties	83
2. 10. Disponibilité (Dis)	84
2. 11. Bénéfices totaux d'entreprise (Bénéftt).....	84
Sous-section 2. Le modèle de régression linéaire multiple	85
1. Présentation du modèle.....	85

2. La détermination de modèle	87
Conclusion du chapitre trois	91
Conclusion générale	93
Bibliographie	96-97
Annexes	i-vi

Liste des tableaux

N°	Titre de tableau	Page
1	le chiffre d'affaire des entreprises de l'échantillon	65
2	Formes juridiques des entreprises de l'échantillon	66
3	Le secteur d'activité des entreprises de l'échantillon	67
4	Les statistiques du montant des dividendes distribués (DIV) et du taux de distribution de dividendes(TDD)	67
5	Le montant des dividendes distribués par les entreprises de l'échantillon	68
6	Le taux de distribution des dividendes	69
7	Le taux de distribution des dividendes	71
8	Taux de distribution par le secteur d'activité	72
9	Taux de distribution des dividendes par forme juridique	73
10	Récapitulatif des modèles	87
11	ANOVA (c)	88
12	Coefficients du modèle (a)	89

Liste des figures

N°	Titre de la figure	Page
1	Affectation des flux de trésorerie disponibles	4
2	Comportement du prix autour de la date ex. dividende. Pour un dividende de 1 € en espèces.	6
3	Le montant des dividendes distribués par les entreprises de l'échantillon (unité de mesure millions de dinars)	69
4	Le taux de distribution des dividendes des entreprises de l'échantillon	70
5	La relation entre TDD et la taille de l'entreprise	75
6	La relation entre TDD et la rentabilité de l'entreprise	76
7	La relation entre TDD et les cash-flows	77
8	La relation entre le TDD et les DMLT	78
9	La relation entre TDD et les DCT	78
10	La relation entre TDD et les DA	79
11	La relation entre TDD et DR	79
12	La relation entre TDD et FF	80
13	La relation entre TDD et RAN	81
14	La relation entre le TDD et Réserves	81
15	La relation entre le TDD et IBS	82
16	La relation entre le TDD et Ga	83
17	La relation entre le TDD et Dis	84
18	La relation entre le TDD et Bénéftt	84

Liste des abréviations

Abréviation	Désignation
Bénéftt	Bénéfice total d'entreprise
BFR	Besoin en fond de roulement
CA	Chiffre d'affaires
CF	Cash-flows
COM	Commercial
DA	Dettes envers les associés
DCT	Dettes à court terme
Dis	Disponibilité
DIV	Dividendes
DLMT	Dettes long et moyen terme
DR	Debt ratio
EBIT	Earning before interest and taxes
EURL	Entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée
FF	Frais financiers
FJ	Forme juridique
Ga	Garantie
IBS	Impôts sur bénéfices des sociétés
IND	Industriel
IRG	Impôts sur revenu global
RAN	Report à nouveau
Rent	Rentabilité
Rés	Réserves
SA	Secteur d'activité
SARL	Société à responsabilité limitée
SER	Service
SNC	Société en nom collective
SPA	Sociétés par actions
TDD	Taux de distribution des dividendes

Liste des annexes

N°	Intitulé	Page
1	Des données des bilans, compte du résultat et des décisions de l'assemblée générale de l'exercice 2013 des entreprises étudiées.	i-vi

Résumé

L'objectif de cette étude est d'analyser la politique de distribution des dividendes des entreprises privées algériennes d'une part, à travers l'analyse du taux des dividendes distribués, d'autre part par une étude économétrique qui ferait ressortir les facteurs explicatifs de ce taux.

Le dividende est une composante fondamentale de la rentabilité qui permet d'une part de fidéliser les actionnaires qui s'intéressent à un revenu élevé et, d'autre part, de véhiculer l'information entre les dirigeants, les actionnaires, l'entreprise et le marché. La politique de distribution des dividendes est expliquée par des différentes théories. En premier lieu, Miller et Modigliani estiment que le versement des dividendes est sans importance puisqu'elle n'affecte pas la valeur de l'entreprise.

En deuxième lieu, la fiscalité considère que les dividendes sont globalement mauvais pour les actionnaires à cause du désavantage fiscal.

En troisième lieu, Le signal considère le dividende comme un moyen de communication entre l'entreprise et son marché. La théorie des mandats montre qu'en cas de conflits entre les actionnaires et les dirigeants, l'actionnaire peut utiliser le dividende comme une arme stratégique pour discipliner les dirigeants et les forcer à prendre en compte ses intérêts.

Enfin, l'étude descriptive a notamment fait ressortir que les EURL et les entreprises exerçantes dans le secteur de service sont celles qui distribuent le moins des dividendes. Le modèle économétrique testé montre que les facteurs explicatifs de l'échantillon sont le report à nouveau et le bénéfice total d'entreprise.

Mots-clés : Politique des dividendes, rachat d'action, fiscalité, signal, agence.

Introduction Générale

Introduction générale**1. L'importance du thème**

La politique des dividendes reste une question de recherche non résolue en finance d'entreprise, malgré le fait qu'elle ait fait l'objet de plusieurs développements théoriques et études empiriques.

La principale question qui se pose dans la littérature traitant de la politique des dividendes est de savoir s'il existe une politique optimale, c'est-à-dire une politique qui maximise la valeur de l'entreprise ou encore la richesse des actionnaires.

La décision de distribution de la richesse créée au profit des actionnaires peut être qualifiée de stratégique, le marché étant sensible aux choix qui affectent cette décision notamment en raison de sa relation et de son interaction avec les autres décisions financières et d'investissements.

L'objectif de l'entreprise est la création de la richesse par la maximisation de la valeur des fonds propres. Cet objectif est vérifié lorsque les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires.

La distribution des dividendes réduit la trésorerie disponible et affecte d'autofinancement. Dans ce cas, s'il existe une politique optimale de distribution des dividendes, elle doit contribuer à la maximisation de la richesse des actionnaires.

L'approche néoclassique des marchés en équilibre montre la neutralité de la politique des dividendes. L'impôt personnel sur les dividendes est à l'origine de l'effet de clientèle. Cet effet montre que les actions qui présentent un dividende élevé sont préférées par les investisseurs faiblement imposés et vice-versa. La théorie du signal considère le dividende comme un outil de communication entre l'entreprise et son marché. La théorie d'agence, montre

qu'en cas des conflits entre les actionnaires et les dirigeants, la distribution des dividendes peut être un moyen de résoudre le problème d'agence entre actionnaires et dirigeants .

2. Objectif de la recherche

L'objectif de cette recherche, consiste tout d'abord à étudier le niveau de distribution des dividendes des entreprises privées algériennes et ensuite, de déterminer et comprendre les variables explicatives du taux de distribution des dividendes au niveau de ces entreprises.

3. Problématique

Pour étudier la politique de distribution des dividendes, on propose la problématique suivante : « **Quelles sont les variables explicatives qui déterminent la politique de distribution des dividendes dans les entreprises privées algériennes ?** ».

On décompose cette question principale en questions partielles suivantes :

- Quel est le champs conceptuel de la distribution des dividendes et leur analyse ?
- Quelles sont les différentes théories explicatives aux choix d'une politique des dividendes ?
- Quelles sont les variables de la distribution des dividendes dans les entreprises privées algériennes ?

4. Hypothèses

Afin de répondre à la question générale, on propose les hypothèses partielles suivantes :

- Le taux de distribution des dividendes des entreprises privées algériennes est faible, puisque la plupart de ces entreprises sont familiales qui supportent des coûts d'agence plus faibles que les autres.
- Chaque année, le conseil d'administration propose à l'assemblée générale des actionnaires, une affectation possible du résultat distribuable de l'exercice. Si l'assemblée générale approuve cette répartition, elle fixe le montant du dividende et la date à laquelle ce dernier sera versé.
- La rentabilité élevée peut induire à l'augmentation du taux de distribution des dividendes (Jensen & al (1992)), donc elle a un impact positif.
- Les dividendes servent à rémunérer les apporteurs de fonds propres, ils sont en général distribués à partir du bénéfice net de l'exercice clos, mais peuvent être également issus des bénéfices mis en report à nouveau ou en réserve

5. Méthodes

Dans l'élaboration de ce travail de recherche, afin de confirmer les hypothèses citées auparavant et répondre aux questions partielles ainsi que la problématique posée, on a suivi une méthode théorique et l'analyse descriptive. La partie théorique se portera sur la politique de distribution de dividendes en général, ensuite les théories de cette politique telle que la thèse de Modigliani et Miller, la théorie de l'effet fiscal, la théorie de signal et la théorie de l'agence.

L'aspect empirique est basé sur l'analyse des données d'un échantillon de 50 entreprises privées algériennes pour lesquelles on a collecté le montant des dividendes distribués et les documents comptables (bilan et compte de résultat).

6. Plan du travail

Afin de répondre à la problématique exposée, on a divisé ce travail en trois chapitres :

Le premier chapitre sera consacré à une généralité sur la politique de distribution des dividendes. Lors de ce chapitre, on va aborder les principaux concepts de la politique des dividendes et le rachat d'action. En derniers, on détermine les facteurs influençant cette politique des entreprises.

Le deuxième chapitre concernera les théories de la politique de distribution des dividendes, on va citer les développements théoriques de cette politique.

Dans le troisième chapitre, après avoir abordé le cadre juridique et fiscal dans lequel les entreprises algériennes distribuent les dividendes et afin de faire ressortir les facteurs explicatifs de la politique de distribution des dividendes.

On a constitué un échantillon de 50 entreprises privées algériennes avec des données comptables concernant l'exercice 2013. Premièrement, on a réalisé une étude descriptive du ratio de distribution du dividende et enfin on a testé les variables explicatives pour la construction du modèle économétrique.

Chapitre 1 :

Généralités sur la politique des distribution des dividendes

Chapitre un : Généralités sur la politique de distribution des dividendes

La décision de distribution des dividendes est, par ordre d'importance, la troisième décision majeure après les décisions d'investissement et de financement. Les sociétés rationnelles disposant d'importantes liquidités vont probablement épuiser ces activités en laissant un montant élevé de liquidités résiduelles pour les dividendes. Dans ce chapitre on commence d'abord la distribution des dividendes soit par versement du dividende ou bien les rachats d'action. Lorsqu'une entreprise dispose de flux de trésorerie élevés, celle-ci doit décider de leur affectation. Il n'y a que deux possibilités :

- Les flux peuvent être utilisés pour financer de nouveaux projets ou tout simplement pour augmenter la trésorerie de l'entreprise.
- Les flux peuvent être distribués aux actionnaires. Cette décision constitue la politique de distribution de l'entreprise. Ensuite, on s'intéresse aux analyses et les facteurs de la politique de distribution des dividendes.

Ce chapitre compte deux sections principales, on va les voir comme suit:

- La distribution des dividendes ;
- L'analyse de la politique de distribution des dividendes.

Section 1 : La distribution des dividendes

Dans cette section, après avoir les concepts généraux de la politique de distribution des dividendes, on considère deux points nécessaires. En premier lieu, on s'intéresse aux différentes politiques de distribution de dividendes. En deuxième lieu, on s'intéresse aux rachats d'action.

Sous-section 1. Les concepts généraux de la politique de distribution de dividendes

Dans cette sous-section, après avoir cité les différents types des dividendes, on considère deux problèmes. Tout d'abord, on présentera comment les dividendes sont effectivement payés aux actionnaires. Ensuite, on s'intéresse aux mesures les plus utilisées pour établir le montant de dividendes versés par une firme.

1. Les différents types des dividendes

Le dividende représente une composante fondamentale de la rentabilité qui permet de satisfaire les actionnaires désirant un revenu élevé. Il permet également de transmettre l'information entre les dirigeants, les actionnaires et le marché ou discipliner les dirigeants pour que ces derniers prennent en considération les intérêts des actionnaires dans leur processus de décision.

Le terme dividende se réfère en général à une distribution en espèce des bénéfices. Si un paiement aux actionnaires est effectué à partir d'autres sources ou de bénéfices retenus accumulés, le terme distribution est utilisé à la place de dividende.¹

Cependant, on parlera conventionnellement de dividende quand il s'agit de distribution des bénéfices et de bonus de liquidation quand il s'agit de distribution de capital. Plus particulièrement tout paiement direct de la société à

¹S. A Ross-Rw Westerfield-JF Jaffe, *Finance corporate*, Dunod, Paris, 2005, p: 626.

ses actionnaires peut être considéré comme faisant partie de la politique du dividende.

Il y a plusieurs façons de classer les dividendes. ¹

- En premier lieu, les dividendes peuvent être payés en liquide ou en action supplémentaires (par exemple, un dividende de 10% signifie que chaque actionnaire reçoit une action pour chaque 10 actions qu'il possède). Le versement de dividende en action augmente le nombre d'actions en circulation et généralement réduit le prix par action.
- Deuxième point, les dividendes ne peuvent être des dividendes réguliers, c'est-à-dire payés à intervalles réguliers (sur une base trimestrielle, semi-annuelle ou annuelle) ou des dividendes exceptionnels qui sont versés en plus des dividendes réguliers. Microsoft a ainsi décidé en 2004 de verser 3 dollars par action, alors que son dividende annuel était de 8 centimes.
- Enfin, les firmes distribuent parfois des dividendes qui excèdent les bénéfices non distribués. Ce type de dividende est appelé dividende de liquidation et est considéré par l'Internal Revenue Service (le fisc américain) comme une plus-value plutôt que comme un revenu ordinaire. Conséquemment, ce type de dividende présente des caractéristiques fiscales différentes pour les investisseurs (il n'est pas imposé comme revenu mais comme une plus-value).

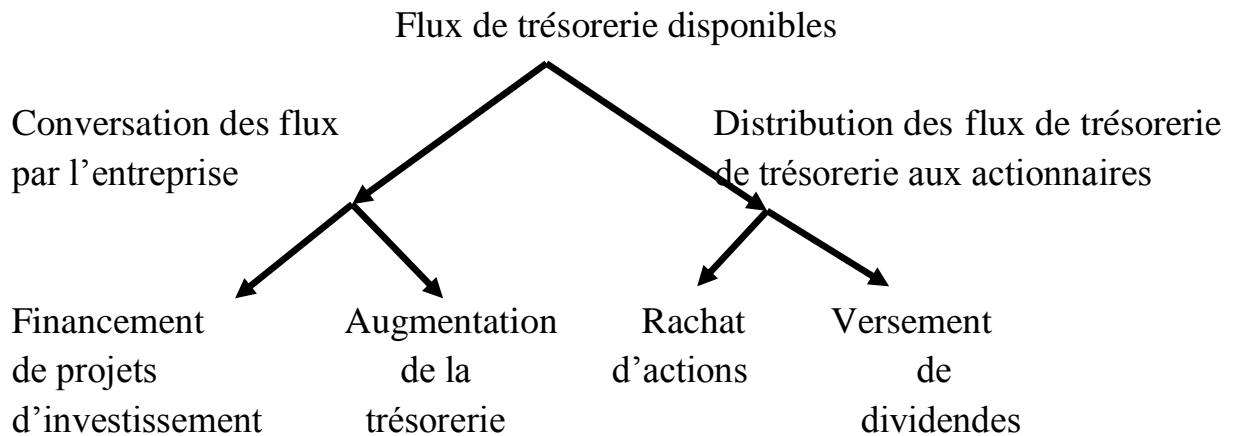
Un dividende en action est souvent exprimé sous forme de ratio, par exemple, avec un dividende en action de 2%, l'actionnaire reçoit une nouvelle action pour 50 actions détenues. ²

La figure suivante présente les différentes possibilités d'affectation des flux de trésorerie disponibles.

¹Aswath Damodaran, Traduction de la 2^{ème} édition de boeck sous la direction de Gérard Hirigoyen, Finance d'entreprise : théorie et pratique, édition de boeck, Bruxelles, 2006, p:896.

²S. A Ross-Rw Westerfield-JF Jaffe, Op-cit, 2005, p: 627.

Figure1: Affectation des flux de trésorerie disponibles



Source : J. Berk-P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard-N. Couderc et N. Nalpas, Finance d'entreprise, Pearson, Paris, deuxième édition, 2011, France, p :632.

Chaque année, le conseil d'administration propose en assemblée générale une affectation possible du résultat distribuable de l'exercice, sachant que le :

$$\text{Résultat distribuable} = \text{Résultat net de l'exercice} - \text{pertes antérieures} - \text{réserves à constituer} + \text{report à nouveau bénéficiaire.}$$

2. Le processus du versement des dividendes

La décision de payer un dividende est déléguée aux administrateurs de la société. Un dividende est distribuable aux actionnaires à une date bien précise. Quand un dividende est déclaré, il devient un engagement de la société et ne peut pas être facilement remis en cause par la suite. Le montant de dividende est exprimé en euro par action (dividende par action), comme un pourcentage du prix de marché (rendement en dividende ou « dividend yield »), ou comme un pourcentage du bénéfice par action (ratio ou taux de distribution).¹

Il y a plusieurs dates clés entre le montant où le conseil d'administration déclare le montant du dividende qui sera versé et le moment où le dividende sera effectivement payé:²

¹S. A Ross-Rw Westerfield-JF Jaffe, Op-cit, 2005, p:627

²Aswath Damodaran, Op-cit, 2006, p:895

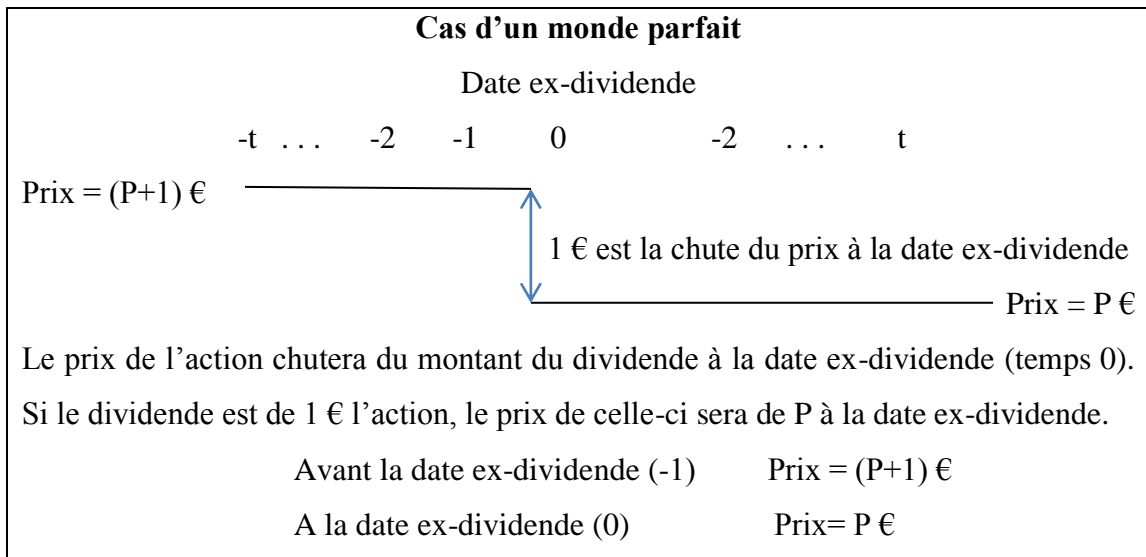
- La première date à remarquer est le jour de la déclaration du dividende ou « dividend declaration date », date à laquelle le conseil d'administration définit le montant du dividende qui sera versé ce trimestre (ou cette période selon le pays concerné). Ce jour est important parce qu'en annonçant son intention d'augmenter, de diminuer ou de maintenir le montant du dividende, la firme véhicule de l'information aux marchés financiers. Par conséquent, si la firme change sa politique de dividendes, c'est à cette date-là que la réaction du marché doit, en principe, apparaître.
- La date suivante sur la quelle il convient de s'attarder est le « jour ex-dividende » ou « ex-dividend date », jour à partir duquel les investisseurs ont dû préalablement acheter le titre pour percevoir le dividende. A partir du moment où des investisseurs achètent des actions passé ce jour, ils ne reçoivent pas de dividende, le cours de l'action généralement ce jour-là pour refléter cette perte.
- Quelques jours après le jour ex-dividende, la firme ferme ses livres de transfert d'action appelé également « Répertoire de transfert de parts » et établit une liste des actionnaires qui recevront les dividendes. Généralement, le cours de l'action ne varie pas ce jour-là (toutes autres choses demeurant égales par ailleurs).
- La dernière étape est le jour du paiement du dividende ou « dividend payment date » où sont envoyés les fonds aux actionnaires. Dans la plupart des cas, ce jour se situe deux ou trois semaines après le jour du « holder of record ».

Le prix de l'action devrait chuter à la date ex-dividende.¹ Il est important de remarquer que cette chute est une indication de l'efficience du marché car celui-ci, faisant y preuve de rationalité, attache de la valeur à un dividende en espèce. Dans un monde sans taxe ni impôts, le prix de l'action devrait chuter du montant du dividende (figure1. 2).²

¹Empiriquement, il apparaît que le prix de l'action chute lors des premières minutes de transaction du jour ex-dividende

²S. A Ross, R.W. Westerfield, J.F. Jaffe, Op-cit, 2005, p:628

Figure 2 : Comportement du prix autour de la date ex-dividende. Pour un dividende de 1 € en espèces.



Source : S. A Ross, R.W. Westerfield, J.F. Jaffe, Finance corporate, Dunod, Paris, 2005, p:628

Le niveau de la réduction du prix a été étudié dans plusieurs études empiriques. Elton et Gruber ont argumenté qu'étant donné les impôts sur les revenus personnels, le prix de l'action devrait chuter d'un montant inférieur à celui du dividende.¹ Par exemple, considérez le cas sans impôts sur gains en capitaux. Le jour où l'action doit ex-dividende, les actionnaires doivent (1) acheter l'action immédiatement et payer les impôts sur le dividende à recevoir ou (2) acheter l'action le lendemain en manquant le paiement de dividende. Si tous les investisseurs sont dans la tranche fiscale des 15% et que le dividende trimestriel est de 1 €, l'action devrait chuter de 0.85 € le jour ex-dividende. Cela signifie que si l'action chute de ce montant le jour ex-dividende, les acheteurs recevront le même rendement quelle que soit la stratégie choisie.²

¹N. Elton and M. Gruber, «Marginal Stockholder Tax Rates and the clientele Effect», *Review of Economics and Statistics* (February 1970).

²S. A Ross, R.W. Westerfield, J.F. Jaffe, Op-cit, 2005, pp: 628-629.

3. Les mesures de la distribution des dividendes

Généralement, on utilise deux principales mesures¹ pour établir le montant de dividende versé par une firme à savoir le « dividend yield » ou rendement d'une action et le « dividend payout ratio » ou ratio de distribution des dividendes.*

3. 1. Le « dividend yield » ou rendement de l'action

La première des ces deux mesures est le « dividend yield » ou rendement d'une action, qui rapporte le montant du dividende perçu au cours de l'action :

$$\text{Rendement d'une action} = \frac{\text{Le montant annuel de dividendes versés par action}}{\text{Le cours par action}}$$

Le rendement de l'action est une mesure significative parce qu'elle fournit la part de rendement provenant des dividendes dans le rendement total, qui prend également en compte l'appréciation du prix.

Rendement total attendu par action = rendement de l'action + plus-values.

Certains investisseurs utilisent également le rendement de l'action comme une mesure du risque. Ils investissent², alors dans les actions dont le rendement est élevé.

3. 2. Le « dividend payout ratio » ou ratio de distribution des dividendes

Le « dividend payout ratio » qui rapporte le montant des dividendes versés aux profits de la firme.

$$\text{Ratio de distribution de dividendes} = \frac{\text{Dividendes}}{\text{Bénéfices}}$$

*Ces deux termes seront utilisés indifféremment dans leur terminologie française ou anglo-saxonne, comme c'est le cas dans les pratiques de gestion des grandes entreprises françaises.

¹Aswath Damodaran, Op-cit, 2006, pp: 897-898.

Le ratio de distribution des dividendes est utilisé dans de nombreuses applications. Il est utilisé en évaluation comme un moyen pour estimer les dividendes dans les périodes futures. Dès lors que les analystes estiment généralement la croissance des bénéfices plutôt que celles des dividendes, et il a tendance à suivre le cycle de vie de la firme. Partant de zéro lorsque la firme connaît une croissance forte et augmentant graduellement au fur et à mesure que la firme gagne en maturité et que ses perspectives de croissance diminuent.

Sous Section 2 : Les politiques de distribution des dividendes d'action

La politique de distribution des dividendes peut être appréhendée à la lumière d'une confrontation entre les suggestions théoriques et les pratiques des sociétés.

Dans cette sous-section, on intéresse de présenter les politiques de distribution des dividendes.¹

1. La distribution du bénéfice total

Rubner (1966) suggère une distribution de la totalité des bénéfices sous forme des dividendes. Sa suggestion est fondée sur le fait que les actionnaires préfèrent recevoir "plus" des dividendes "à moins" des dividendes. En pratique, les sociétés n'adoptent pas cette stratégie car elles ne sont encouragées ni par la fiscalité, ni par les actionnaires. La raison en est que d'une part, la distribution des dividendes affecte considérablement l'autofinancement de la société et d'autre part, les taux d'imposition des plus-values sont souvent plus élevés que ceux des coupons.

2. La politique résiduelle des dividendes

Dans la mesure où la société n'adopte que les projets rentables, ayant une valeur actualisée nette positive, tout bénéfice supplémentaire doit être distribué sous forme des dividendes : c'est l'approche d'un dividende résiduel. En pratique,

¹Mondher Bellalah, *Finance moderne d'entreprise*, Ed Economica, Paris, 2003, p : 123.

cette politique n'est pas suivie par les dirigeants puisqu'en général, les sociétés optent pour une politique caractérisée par une augmentation au cours du temps du bénéfice par action.

Le comportement des sociétés en matière de distribution montre que le dividende augmente en général avec un "retard de phase" d'une période par rapport à la hausse du bénéfice. Ce résultat signifie que la société n'augmente son dividende, qu'après avoir réalisé des résultats plus élevés. La hausse des dividendes apparaît au cours de l'exercice qui suit immédiatement l'augmentation du résultat, avec un certain retard. Cette information permet au marché financier d'anticiper les bénéfices futurs de l'entreprise.

Il semble que le dividende constitue la variable fondamentale de décision et qu'il représente un résidu. Les sociétés adoptent souvent un ratio de distribution constant dans lequel le dividende représente un pourcentage donné des bénéfices. Ce comportement n'est pas cohérent avec la politique résiduelle puisqu'on observe, en pratique, que les sociétés continuent à distribuer les dividendes, même lorsqu'elles augmentent leurs endettement.

3. L'absence de distribution des dividendes

Clarkson et Elliot (1966) avancent que le dividende constitue un "luxe" que ni les sociétés, ni les actionnaires ne peuvent se permettre. En pratique, quels que soient les mérites de cette approche, il est rare de voir les sociétés retenir la totalité des bénéfices en réserves sans distribuer de dividendes.

4. La politique d'un dividende stable

En rejetant l'hypothèse d'une distribution de 100% des bénéfices sous forme des dividendes excellent de la rétention de la totalité des bénéfices, les chercheurs observent que les sociétés attribuent une importance considérable aux dividendes de l'année précédente. Ces résultats laissent à croire que les sociétés ont tendance à suivre un ratio de distribution relativement stable à long

terme. Lintner (1956) montre que les dividendes sont reliés au bénéfice à long terme et que les sociétés suivent un ratio des dividendes "cible".

Il constate aussi que les dirigeants des sociétés accordent beaucoup d'importance aux variations du dividende par rapport à l'année précédente. Il semble aussi que les dirigeants utilisent le dividende comme « signal » des perspectives de croissance de la société et qu'il présente un contenu informationnel.

Sous Section 3 : Les rachats d'actions

Jusqu'au milieu des années 80, les dividendes constituent le principal mécanisme des firmes pour redistribuer la richesse aux actionnaires. A partir de cette période, des firmes ont commencé à racheter leurs propres actions, utilisant soit leurs liquidités disponibles, soit un emprunt. ¹

Dans cette sous-section, après avoir cité les différentes formes de rachat, on prend en considération deux problèmes. Le premier problème se base sur les raisons motivant les rachats d'actions. Et le deuxième, est celui de la comparaison entre le versement de dividendes et le rachat d'action.

1. Les différentes formes de rachat

Le rachat d'action fait principalement par open market, soit par une offre publique d'achat aux actionnaires. Le processus du rachat d'actions dépend largement du montant des fonds propres que la firme envisage de racheter ainsi que de la durée de la période du rachat. Si la firme désire acheter une part importante de ses actions, d'environ 10% ou plus, sur une courte période. Elle devra généralement faire une offre publique de rachat sur ses propres actions. Dans une offre publique de rachat, la firme spécifie un prix auquel elle rachètera les actions, le nombre d'actions qu'elle a l'intention de racheter, et la période sur laquelle va se dérouler l'offre de rachat.

¹Aswath Damodaran, Op-cit, 2006, p: 935.

Elle invite ensuite les actionnaires à proposer leurs titres pour le rachat. Dans de nombreux cas, les firmes conservent la possibilité d'abandonner l'offre si un nombre insuffisant d'actions est proposé au rachat ou de prolonger l'offre au-delà de la période prévue. Les firmes font souvent appel aux services de banques d'affaires lors de ses opérations d'offre publique de rachat, et les coûts de transaction incluront la tarification du service fourni par la banque. ¹

Avec les offres publiques des rachats d'actions classiques, les dirigeants décident des termes de l'opération et les actionnaires réagissent en acceptant ou en refusant de souscrire à l'offre. ² Les firmes qui envisagent d'acheter seulement un petit pourcentage des actions en circulation peuvent les acheter directement sur le marché, lors d'un processus appelé Open Market Repurchase.

Il y a trois différences entre les offres publiques de rachat et les opérations d'Open Market Repurchase. Tout d'abord, lors d'un Open Market Repurchase, les firmes achètent des titres sur le marché d'actions au prix du marché et n'ont pas à offrir les primes requises lors des opérations publiques de rachat. Ensuite, lors des opérations d'Open Market Repurchase, les firmes n'ont pas à divulguer publiquement leur intention de racheter des actions sur le marché bien qu'elle aient à s'acquiescer des obligations imposées par l'autorité de contrôle du marché concerné, sur la manipulation des cours et sur les transactions des actionnaires de référence (notamment par rapport au délit d'initié). Par exemple, elles ne peuvent pas faire de transactions sur la base d'information qu'elles fourniront ultérieurement au marché.

Enfin, les opérations d'Open Market Repurchase peuvent être étendues sur des périodes beaucoup plus importantes que les offres publiques de rachat. En termes de flexibilité, une opération d'Open Market Repurchase permet à la firme

¹Aswath Damodaran, *Op-cit*, 2006, p : 982

²Arnaud Lermann ET David Begaudeau, *L'impact des programmes de rachats d'actions et des offres publiques de rachats d'actions sur les cours de bourse des entreprises françaises après la réforme de 1998*, Mémoire de DESS Finance d'entreprise, Faculté des Sciences Economiques, Université de Rennes, Octobre 2000. p:9.

une plus grande liberté pour décider du moment où racheter les titres et pour établir le nombre d'actions à racheter. ¹

2. Les raisons motivant les rachats d'actions

Dans le cas d'un rachat d'actions, la société propose de l'argent pour racheter ses propres actions sur le marché, et réduit donc le nombre d'action en circulation. ²

L'utilisation des rachats d'actions c'est une alternative au versement des dividendes pour plusieurs avantages soit pour les firmes soit pour leurs actionnaires.

Les avantages pour les firmes sont les suivants:³

- Contrairement aux dividendes réguliers, qui d'habitude engagent la firme à pour suivre le versement lors des périodes futures, les rachats d'actions sont des distributions de richesse uniques, c'est-à-dire non récurrentes. Par conséquent, les firmes, qui ont un excédent de liquidité et qui sont dans l'incertitude quant à leur capacité à continuer à générer de tels cash-flows dans le futur, devraient racheter leurs actions plutôt que de distribuer des dividendes.

-La décision de rachat d'actions donne à la firme beaucoup plus de flexibilité pour se rétracter et (ou) pour prolonger le rachat sur une période plus longue que ne le ferait un versement équivalent d'un dividende exceptionnel.

-Enfin, les rachats d'actions peuvent fournir aux firmes un moyen de supporter le cours de leurs titres lorsqu'ils chutent.

¹Aswath Damodaran, *Op-cit*, 2006, p:982

²Zvi Bodie et Robert Merton, *Finance*, Pearson, Paris, 3eme édition, 2011, p:278.

³*Idem*, p:983

Les actionnaires peuvent bénéficier de deux avantages potentiels liés au rachat des actions :

- Les rachats d'actions peuvent offrir des avantages fiscaux aux actionnaires dès lors que les dividendes sont imposés comme des revenus ordinaires. Alors que les gains en capital résultant d'une opération de rachat d'actions (liés à l'appréciation du cours titre) sont taxés au taux d'imposition des plus-values. De plus, les actionnaires ont la possibilité de ne pas vendre leurs actions à la firme et donc de ne pas réaliser de plus-values lors de la période du rachat.
- Les rachats d'actions sont beaucoup plus sélectifs en termes de distribution, fournissant des liquidités seulement aux actionnaires qui en ont besoin, Cet avantage découle de la nature volontariste des rachats d'actions. Ceux qui ont besoin de liquidités peuvent choisir d'offrir leurs titres à racheter à la firme alors que ceux qui n'en ont pas besoin peuvent choisir de conserver les titres.

3. Le choix entre dividendes et rachat d'action

Il y a cinq critères principaux permettant de choisir l'instrument le mieux adapté à l'objectif recherché. ¹

3. 1. La flexibilité

Il est difficile de modifier brutalement et de façon importante le niveau d'un dividende. Cela appelle des questions sur l'évolution du modèle de l'entreprise et crée des attentes de la part des investisseurs quant au maintien à l'avenir de ce nouveau niveau du dividende. Dès lors, les modifications du dividende sont le plus souvent lentes à se mettre en place et ne produisent des effets sur la structure financière de l'entreprise qu'au bout de plusieurs années.

A l'inverse, la réduction du capital et le dividende exceptionnel sont des opérations qui peuvent être ponctuelles, sans aucune attente de récurrence de la

¹Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Dalloz, Paris, 12^{ème} édition, 2014, p : 851.

part de l'actionnaire. Elles sont donc particulièrement bien adaptées pour rendre aux investisseurs le produit de cession d'un actif important ou modifier la structure financière.

Le rachat d'actions est flexible, il est particulièrement bien adapté pour rendre aux actionnaires des cash-flows temporairement excédentaires en attendant que la hausse de taux de distribution, de moindres résultats ou une forte hausse des investissements le rendent inutile. (Jagannathan, Stephens et Weisbach (2000)).

3. 2. Le signal

Toute décision financière pouvant être perçue comme un signal par l'investisseur, l'entreprise devra réfléchir à la perception par le marché du choix de l'outil.

Dans ce domaine, le plus neutre est le dividende exceptionnel. Il est, par construction, ponctuel, il n'implique aucun jugement implicite sur la valeur de l'action dont il est indépendant. Enfin, il bénéficie à tous les actionnaires.

A l'inverse, une modification du dividende ou une réduction de capital sont clairement perçues comme des signaux. Dans le premier cas sur le niveau futur des profits. Dans le second sur le niveau de la valeur de l'action puisqu'une entreprise n'achètera pas une partie de ses actions si ses dirigeants considèrent que l'entreprise est actuellement surévaluée. Notons, cependant que les rachats d'actions est moins « visible » que la politique de dividende et le signal qui y est attaché est donc moins perceptible.

M. Jagannathan, C. Stephens et M. Weisbach ont établi que les rachats d'actions donnaient peu d'indications sur les résultats futurs comparativement aux dividendes.

3. 3. L'impact sur l'actionnariat

Le dividende n'a pas d'impact sur l'actionnariat, car il ne modifie pas le nombre d'actions de l'entreprise. En revanche, les rachats d'actions affectent naturellement la composition de l'actionnariat puisque certains actionnaires peuvent décider de ne pas céder de titres sur le marché pendant que l'entreprise procède à des rachats d'actions.

3. 4. L'impact sur les stock-options des dirigeants

Le versement d'un dividende fait mécaniquement baisser le cours de l'action du montant du dividende et donc à baisse d'autant l'espérance de gain sur les stock-options dont le prix d'exercice reste fixe. Le rachat d'actions n'a pas cet effet négatif sur la valeur des stock-options et laisse même croire aux naïfs qu'il fera monter le cours de l'action (puisque l'on en rachète). On oublie, alors que l'actionnaire peut avoir besoin de liquidités et que, privé de dividende, il devra vendre des actions pour en obtenir.

3. 5. La fiscalité

Elle est naturellement un élément à prendre en compte puisqu'elle peut être différente selon la technique retenue pour rendre des fonds aux actionnaires.

Section 2 : L'analyse de la politique de distribution de dividendes

Dans cette section, on intéresse premièrement aux analyses et objectifs de distribution de dividendes. Ainsi aux facteurs qui l'influent.

Sous-section 1. L'analyse des décisions de distribution des dividendes

L'analyse des décisions de distribution des dividendes fait appel à quatre moyens. Le premier lieu vient la considération des flux monétaires, En deuxième lieu, l'analyse de la politique des dividendes selon l'approche des firmes comparables, En troisième lieu, l'utilisation des firmes appartenant au même secteur d'activité, Et enfin, la référence au marché.

1. L'analyse des décisions de distribution des dividendes par la considération des flux monétaires

Avec « l'approche par les cash-flows », on procédera en quatre étapes.¹ Tous d'abord, on mesurera la richesse disponible, prête à être distribuée à l'actionnaire. Ensuite, il conviendra de s'interroger sur la qualité des investissements présents et à venir de la firme. Dans la troisième étape, on s'appuyant sur la richesse distribuée et sur la qualité des projets d'investissements, on estimera si les firmes devraient conserver plus ou moins de liquidités. Enfin, on observera la relation entre politique des dividendes et politique d'endettement.

1. 1. La mesure du cash-flow disponible, prêt à être distribué aux actionnaires.

Ces cash-flows sont calculés sur la base qui suit :

Free cash-flows revenant aux actionnaires = revenu net – (charges d'investissement – dotations aux amortissements et aux provisions) – variations du BFR + (dettes nouvellement émises – remboursement de la dette).

Cela représente le cash-flow disponible prêt à être distribué sous la forme des dividendes. Le calcul du free-cash-flow peut être simplifié en posant l'hypothèse que la charge d'investissement nette et la variation du besoin en fonds roulement (BFR) peuvent être financées par une « combinaison préétablie » de dettes et de fonds propres.

Si δ est la part de la charge nette d'investissement et de la variation du BFR financée par la dette, l'effet sur les cash-flows de ces variables peut être représenté ainsi :

Cash-flows associés à la charge d'investissement nette = (charge d'investissement – dotations aux amortissements et aux provisions) \times (1 - δ)

¹Aswath Damodaran, *Finance d'entreprise : théorie et pratique*, boeck, Bruxelles, 2010, pp:506-507.

Cash-flow associés aux besoins en fonds de roulement = (variation du BFR) × (1-δ)

Ainsi, les cash-flows disponibles pour les actionnaires après avoir fait face à la charge d'investissement et au besoin en fonds de roulement sont :

Free-cash-flows revenant aux actionnaires = revenu net – (charge d'investissement – dotations aux amortissements et provisions) × (1- δ) – (variation du BFR) × (1-δ).

On remarque que la variable du remboursement net de la dette disparaît parce que les remboursements de la dette sont financés par l'émission de nouveaux emprunts pour maintenir le taux d'endettement inchangé.

1. 2. L'estimation de la qualité des projets d'investissement

L'alternative à la distribution de richesse aux actionnaires est le réinvestissement. Conséquemment, les opportunités d'investissement de la firme influencent sa politique de dividendes. Toutes autres choses demeurant égales par ailleurs, une firme, ayant traditionnellement des projets d'investissement de qualité, dispose d'une plus grande flexibilité dans l'établissement de sa politique de dividendes, et d'une marge de manœuvre plus importante pour gérer la pression exercée par ses actionnaires en faveur de dividendes plus conséquents¹.

Si l'on se réfère à notre analyse des décisions d'investissement, un « bon projet » est celui qui rapporte au moins le « taux étalon » ou taux de référence ou encore taux requis, qui est le coût des fonds propres si les cash-flows sont estimés sur cette base ou le coût du capital si les cash-flows sont mesurés sur une base avant endettement.

En théorie, on pourrait estimer les cash-flows attendus sur chacun des projets envisageables de la firme, et calculer le taux de rendement interne ou la valeur actuelle nette de chacun des projets pour juger de leur qualité.

¹ Aswath Damodaran, *Op-cit*, 2010, pp: 508.

Utiliser les rendements des projets passés comme mesure de la qualité des projets d'investissement futurs peut conduire à des erreurs, si une firme se situe entre deux étapes de son cycle de croissance ou si elle est en période de restructuration.

Dans de telles situations, il est tout à fait envisageable que les rendements attendus des nouveaux projets puissent diverger des rendements des projets passés. Cependant, il peut être utile d'observer les rendements passés portant sur des tendances qui seraient susceptibles de se reproduire dans le futur.

Les rendements moyens des fonds propres ou du capital d'une firme ne permettent pas de dégager de façon claire ces tendances, car ils mettent du temps à refléter les effets des nouveaux projets d'investissement, en particulier pour les firmes de taille importante. Une autre mesure comptable des rendements, qui cristallise mieux les changements d'une année à l'autre, est le rendement marginal des fonds propres ou du capital. Cette mesure peut être définie ainsi :

Rendement marginal sur fonds propres $t = (\text{Revenu net } t - \text{Revenu net } t-1) / (\text{Valeur comptable des fonds propres } t / \text{Valeur comptable des fonds propres } t-1)$

Et ainsi de suite :

Le rendement marginal sur capital $t = (\text{EBIT } (1-t)_t - \text{EBIT } (1-t)_{t-1}) / (\text{Valeur comptable des fonds propres } t / \text{Valeur comptable des fonds propres } t-1)$.

Ces rendements marginaux peuvent être utilisés pour mesurer la qualité des nouveaux projets d'investissement de la firme.

1. 3. L'évaluation de la politique des dividendes

Une fois mesurée, la capacité de la firme à verser des dividendes (au sens large), et évaluée la qualité de ses projets d'investissement, on peut savoir si la firme devrait maintenir sa politique actuelle de distribution de richesse aux actionnaires, verser plus de liquidités ou en distribuer moins. Le jugement dépendra du montant de free-cash-flow qui est distribué aux actionnaires chaque période et des opportunités d'investissements de la firme.

Il existe quatre scénarios possibles :

- Une firme peut avoir de bons projets d'investissement et distribuer (en dividendes et par biais de rachats d'actions) plus que son free-cash-flow revenant aux actionnaires (FCFE). Dans ce cas, la firme perd de la valeur de deux façons. Tout d'abord, verser trop de dividendes entraîne une insuffisance de liquidités qu'il faut compenser par l'émission de nouveaux titres. Deuxièmement, l'insuffisance de trésorerie crée souvent des contraintes de rationnement du capital et conséquemment, la firme peut avoir rejeté de bons projets d'investissement qui, sinon, auraient pu être réalisés.
- Une firme peut avoir de bons projets d'investissement et distribuer moins que son free-cash-flow ne le lui permet. Alors que cette politique de distribution lui permettra de gonfler sa trésorerie, la firme pourra légitimement déclarer qu'elle escompte des projets futurs de qualité dans lesquels elle pourra investir grâce aux liquidités laissées de côté, même si les investisseurs peuvent se demander pourquoi la firme n'investit pas dans des projets d'investissement se présentant immédiatement.
- Une firme peut avoir des projets insuffisamment performants et distribuer moins de dividendes que son free-cash-flow. La firme va également accumuler les liquidités, mais elle subira la pression exercée par ses actionnaires en faveur d'une distribution plus importante, en raison de leur préoccupation de l'utilisation des liquidités de la firme dans le financement de projets d'investissement de mauvaise qualité.
- Une firme peut avoir des projets insuffisamment performants et distribuer plus de richesse que son free-cash-flow ne le lui permet. Tout d'abord, la firme doit gérer ses mauvais choix d'investissement en réduisant de façon significative les investissements dont les rendements sont inférieurs au taux de référence. Dès lors que la réduction de la dépense d'investissement permettra l'augmentation du free-cash-flow, il faudra prendre en compte le problème de la distribution de dividendes. Si la firme ne réagit pas de la sorte, elle devra également réduire sa distribution de richesse.

Bien qu'on puisse obtenir des estimations des rendements sur fonds propres et des free-cash-flows en observant les données du passé, l'analyse dans son ensemble devrait se tourner vers les résultats futurs. L'objectif n'est pas d'estimer les rendements sur fonds propres sur la base d'anciens projets d'investissement, mais de prévoir des rendements attendus sur des investissements futurs.

1. 4. L'interaction entre politique des dividendes et politique d'endettement

L'analyse de la politique des dividendes se trouve fortement enrichie, se complexifiant également, lorsqu'on l'associe aux décisions de financement de la firme. L'un des moyens pour la firme d'accroître son levier financier dans le temps était d'augmenter les dividendes ou bien de pratiquer des opérations de rachat d'actions, Parallèlement, elle pouvait diminuer son levier en réduisant ou en supprimant le versement des dividendes.

Par conséquent, on ne peut pas décider du montant de richesse que la firme devrait distribuer sans déterminer si la firme est sous ou surendettée et si elle souhaite ou non équilibrer son ratio d'endettement.

Une firme sous-endettée peut être en mesure de distribuer plus de richesse que son free-cash-flow et peut agir de la sorte de façon intentionnelle pour augmenter son ratio d'endettement. Par opposition, une firme surendettée peut être amenée à distribuer moins que son free-cash-flow de par son désir de réduire son endettement.

Dans certains des scénarios qu'on a évoqués, le levier d'endettement peut être utilisé pour remplacer les suggestions recommandées. Par exemple, une firme sous-endettée, qui a des projets d'investissement de mauvaise qualité et un surplus de liquidités, aura une motivation accrue aussi pour augmenter des dividendes et reconsidérer sa politique d'investissement dès lors qu'elle est en mesure d'augmenter son levier d'endettement pour agir ainsi.

2. L'analyse de la politique des dividendes selon l'approche des firmes comparables

Jusqu'à présent, on a examiné la politique de dividendes d'une firme en analysant ses cash-flows et la qualité de ses investissements. Certains dirigeants croient que leur politique de dividendes va être jugée au regard de celle de leurs concurrents. Cette approche « des firmes comparables »¹ pour analyser la politique de dividendes et souvent utilisée de façon trop restrictive, en observant seulement des firmes de taille similaire et de secteur d'activité identique, par exemple. Comme on va le montrer, cette approche peut être utilisée de façon plus large, en regardant les déterminants de la politique des dividendes de l'ensemble des firmes du marché.

3. L'utilisation des firmes appartenant au même secteur d'activité

Dans la forme la plus simple de cette approche, les rendements de l'action de la firme et les ratios de distribution des dividendes de la firme sont comparés à ceux d'autres firmes du même secteur d'activité et sont estimés en conséquence comme étant pertinents, excessifs ou inadéquats.

Même si on compare des firmes semblables sur la base des rendements des actions et du ratio de distribution des dividendes peuvent être intuitivement séduisantes, cela peut conduire à des erreurs de jugement. Tout d'abord, cela suppose que toutes les firmes au sein d'un même secteur d'activité ont les mêmes dépenses d'investissement nettes et les mêmes BFR. Ces hypothèses peuvent se révéler fausses si les firmes se situent à des étapes différentes de leur cycle de vie.

Deuxièmement, si les firmes sont dans la même étape du cycle, le secteur d'activité tout entier peut avoir une politique de distribution intenable ou sous-optimale.

¹Aswath damodaran, Op-cit, 2010, p: 536.

Troisièmement, ce raisonnement ne tient pas compte des rachats d'actions comme alternative aux dividendes. Cette troisième critique peut être atténuée si on compare la richesse totale distribuée aux actionnaires plutôt que les seuls dividendes.

4. La référence au marché

L'alternative à la seule utilisation des firmes comparables appartenant à un même secteur consiste en l'étude de l'ensemble des firmes du marché, en essayant d'estimer les variables qui entraînent des différences de politique de distribution entre les firmes.

Il y a certains déterminants de la politique de distribution des dividendes, on peut essayer de parvenir à des mesures plus spécifiques de ses déterminants, par exemple :

- Les opportunités de croissance : les firmes dont les opportunités de croissance sont fortes devraient distribuer moins des dividendes que les entreprises n'ayant pas ses opportunités. Par conséquent, les ratios de distribution de dividendes et les taux attendus de croissance des bénéfices devraient être négativement corrélés.
- Les besoins financiers d'investissements : les firmes dont les besoins d'investissement (dépenses d'investissement et besoin en fond de roulement) sont élevés devraient distribuer moins de dividendes que les entreprises n'ayant pas ces besoins.
- Les ratios de distribution de dividendes et les rendements devraient être faibles pour les firmes dont les besoins de réinvestissement sont importants.
- Le poids des actionnaires de référence dans l'actionnariat : dès lors que les dividendes génèrent des coûts fiscaux importants pour les actionnaires, on s'attendrait à ce que les firmes qui ont dans leur capital d'importants groupes d'actionnaires paient moins de dividendes que celles qui n'ont pas ces groupes parmi leur actionnariat. De là, les ratios de distribution des dividendes et le

poids des actionnaires de référence dans l'actionnariat devraient être négativement corrélés entre eux.

- Le levier financier : les firmes qui ont d'importants ratios d'endettement devraient payer moins de dividendes parce qu'elles ont déjà engagé le cash-flow dans le remboursement de la dette. Par conséquent, les ratios de distribution des dividendes et les ratios d'endettement devraient être négativement corrélés entre eux.

Dès lors que de multiples mesures peuvent être utilisées pour chacune de ces variables, on a choisis des représentants spécifiques : l'estimation des analystes de la croissance des revenus pour les opportunités de croissance, les dépenses d'investissements en pourcentage au total des actifs pour les besoins d'investissement, le pourcentage d'actions détenues par des actionnaires de référence pour l'importance des blocs d'actionnaires et la dette totale en pourcentage de la capitalisation boursière comme mesure du levier financier.

Sous-section 2. Les facteurs influant sur la politique des dividendes

Dans cette sous-section, on citera les facteurs les plus importants qui influencent la politique de distribution des dividendes, tout d'abord, les facteurs faibles. Ainsi de suite, les facteurs élevés.

1. Les facteurs réels expliquant une politique des dividendes faibles

Parmi les facteurs réels expliquant une politique des dividendes faibles, on trouve :

1. 1. Les considérations fiscales

Le taux d'imposition de la société et des actionnaires. Puisque les dividendes sont taxés, les sociétés ne devraient pas émettre d'actions pour pouvoir payer des dividendes. Encore à cause des impôts, les sociétés ont un incitant à réduire le dividende. Par exemple, ils peuvent considérer un accroissement des dépenses en capital, l'acquisition d'autres sociétés, ou l'achat

d'actifs financiers. Cependant, étant donnée certaines considérations financières et contraintes légales.

Dans un monde avec impôts sur les revenus personnels, on peut nettement se poser la question de l'avantage des rachats d'action par rapport aux versements des dividendes.

1. 2. Les clauses restrictives

Il s'agit de voir s'il existe des clauses dans les contrats d'émission (d'actions ou d'obligations) imposant à la société la distribution des dividendes.

1. 3. La structure financière de la firme

Il suffit pour étudier la structure financière de l'entreprise de répondre aux questions suivantes ; dans quelle proportion peut-on substituer la dette aux capitaux propres ? Quel est le ratio d'endettement optimal de la société ? Comment la distribution des dividendes affecte telle la répartition entre les dettes et les capitaux propres ?

1. 4. Le facteur informationnel

Concerne la politique du dividende dans le passé, mais aussi la nature des informations que l'entreprise veut communiquer l'entreprise à propos de ses cash-flows et ses résultats.

1. 5. Le ratio de distribution cible

Ce ratio est fixé par les dirigeants, il est de long terme et concerne la part des bénéfices à distribuer.

1. 6. L'effet clientèle

Concerne les actionnaires s'ils sont peu imposables, très Imposable ou bien non imposable. Par ailleurs, s'ils préfèrent le dividende ou la plus value.

1. 7. Les nouvelles opportunités d'investissement

Ce volet consiste à étudier les projets d'investissement rentables à court et à long terme, puis la possibilité d'isoler la décision de financement de celle de l'investissement.

2. Les facteurs réels expliquant une politique des dividendes élevés

Dans ce point, on examine les raisons qui peuvent pousser les sociétés à payer des dividendes élevés à leurs actionnaires, et ce même en présence d'impôts sur les revenus individuels de ces actionnaires.

Parmi les facteurs réels qui influencent à une politique des dividendes élevés, on a :¹

2. 1. Désir du revenu immédiat

Il a été avancé que de nombreux individus cherchent à obtenir des immédiateurs courant. L'exemple classique est celui du groupe des personnes retraitées et des rentiers. L'argument établi aussi que ces individus reverraient le cours à la hausse si les dividendes montaient, et à la baisse si les dividendes chutaient. Miller et Modigliani estiment que cet argument ne tient pas la route dans leur modèle. Un individu qui préfère de plus hautes rentrées immédiates mais qui détient des titres à faible dividendes peut aisément vendre quelques actions pour se procurer les fonds nécessaires.

Donc, dans un monde sans couts de transaction, une politique de dividende plus élevé n'apporterait aucune valeur réelle à l'actionnaire.

Cependant, n'oublions pas que les intermédiaires financiers tels que les fonds de pension peuvent regrouper leurs transactions pour un cout plus bas, De tels intermédiaires peuvent acheter des titres à faible dividende et, au travers d'une politique contrôlée de réalisation de gains en capitaux, créer un flux de dividende effectif plus élevé.

2. 2. Finance comportementale

La finance comportementale apporte tout de même un argument à la discussion, elle soutient que les investisseurs avec un autocontrôle limité peuvent assurer leur besoin de consommation via des actions à hauts dividendes tout en s'imposant la politique de « ne jamais toucher au principal ».

¹S. A Ross, R.W. Westerfield, J.F. Jaffe, *Op-cit*, 2005, pp: 643-644.

L'idée se base sur l'autocontrôle, un concept qui n'a pas reçu de reconnaissance en finance quand bien même il est largement traité psychologie.

2. 3. Les coûts d'agence

Les investisseurs dans les actions ne payant pas de dividendes encourent des couts de transaction quand ils vendent certaines d'entre elles pour leur consommation courante.

Les dirigeants, agissant au nom des actionnaires, peuvent payer des dividendes dans le but de soustraire des liquidités aux créanciers. Le conseil d'administration, agissant aussi dans l'intérêt des actionnaires, peut utiliser le dividende pour réduire les flux de liquidités disponibles pour les dirigeants dépensiers.

2. 4. Contenu informatif des dividendes et signal

Les dirigeants pourraient vouloir accroître les dividendes pour donner un coup de fouet au cours actuel de l'action, même au détriment de projets à valeur actuelle nette positive. Il s'agit d'une stratégie de signal.

Conclusion du chapitre un

Dans ce chapitre, on a cerné la problématique de la politique des dividendes.

En mettant les principaux concepts de la politique de distribution des dividendes telle que : Les types des dividendes, le processus du versement des dividendes et les mesures de la distribution des dividendes.

On a notamment mentionné les rachats d'actions, ses différentes formes, les raisons motivant les rachats d'actions, Le choix entre dividendes et rachat d'action et les critères principaux permettant de choisir l'instrument le mieux adapté à l'objectif recherché.

Enfin, on a intéressé aux analyses de la politique des dividendes soit par la considération des flux monétaires, selon l'approche des firmes comparables, l'utilisation des firmes appartenant au même secteur d'activité et la référence au marché et on a récéncé les principaux facteurs qui prend en considération comme des déterminants de la politique de distribution des dividendes.

Chapitre II :

Les théories de la politique de distribution des dividendes

Chapitre deux : Les théories de la politique de distribution des dividendes

L'objectif d'une société dans une économie libérale est la création de la richesse par la maximisation de la valeur des fonds propres. Cet objectif est vérifié lorsque les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires. La distribution des dividendes réduit la trésorerie disponible et affecte l'autofinancement. Dans ce cas, s'il existe une politique optimale de distribution des dividendes, elle doit contribuer à la maximisation de la richesse des actionnaires. Comme la valeur de la société dépend de ses flux anticipés et du risque de son activité, il est improbable que les gestionnaires puissent créer une richesse supplémentaire en effectuant une répartition judicieuse du bénéfice entre les réserves et les dividendes. Ce résultat montre la neutralité de la politique des dividendes. Il est identique à celui de Modigliani et Miller pour l'étude de la structure du capital en l'absence d'impôt.

On va à présent voir comment les théoriciens explorent cet objectif à travers la politique de distribution des dividendes, et la préoccupation qui restera toujours poser sur l'existence d'une politique optimale.

Après voir la thèse de neutralité de la politique des dividendes de Miller et Modigliani, d'abord, on va intéresser à la fiscalité puisque l'impôt personnel sur les dividendes est à l'origine de l'effet clientèle qui montre que les actions qui présentent un dividende élevé sont préférées par les investisseurs faiblement imposés et vice-versa. Ensuite, la politique des dividendes et le signal qui présente une explication séduisante en montrant que le dividende est un outil de communication extrêmement puissant entre l'entreprise et son marché, Enfin, la politique de dividendes et théorie de l'agence qui montre qu'en cas de conflit entre les dirigeants et les actionnaires. Ces derniers peuvent utiliser le dividende comme une arme stratégique afin de discipliner les dirigeants et de les forcer à prendre en considération leurs intérêts.

Section 1 : La thèse de Modigliani et Miller

Modigliani et Miller (1961) montrent que, sous certaines conditions et pour un niveau d'investissement donné, le montant des dividendes distribués n'a pas d'impact sur le prix de l'action, et ils ont également montré que cette conclusion peut être étendue au cas où la croissance est prise en compte.*

Ainsi, ces auteurs concluent-ils qu'il n'existe pas de politique du dividende optimale et que, dans ces conditions, la valeur d'une entreprise est indépendante de la politique du dividende. Cette valeur ne dépend que de la politique d'investissement. Il est important maintenant de rappeler certaines conditions nécessaires à ce résultat.

La thèse de Modigliani et Miller repose principalement sur les trois hypothèses suivantes :

- La perfection des marchés de capitaux : aucun agent, qu'il soit acheteur ou vendeur, n'a une taille suffisamment grande pour avoir un impact sur le prix. Tous les agents ont le même accès aux informations qui sont gratuites et disponibles pour tous. Il n'existe pas de coût de transaction ni de frais de commission. De plus, il n'existe pas de distorsion fiscale entre l'imposition des dividendes et celle des plus-values.
- La rationalité des agents : ceux-ci préfèrent toujours être plus riches, ils sont indifférents à la nature de leurs revenus (versement des dividendes ou plus-values en capital).
- La certitude parfaite : elle implique une assurance complète, pour les investisseurs, en matière d'investissements et de profits futurs. Il n'est alors pas nécessaire de faire la différence entre une obligation et une action entant que ressources de la société.

*

Il faut se garder de confondre la simple expansion avec la véritable croissance. Celle-ci est un processus cumulatif qui peut être caractérisé, en première approximation, par l'existence d'occasions d'investir des montants significatifs de capitaux à des taux de rendement supérieurs au coût du capital.

Chapitre 2 : les théories de la politique de la distribution des dividendes 30

Sous ces hypothèses, l'évaluation des prix des actions peut être obtenue en utilisant le principe fondamental suivant : le prix de l'action est tel que le taux de rendement (dividende + plus-value en capital investi) de chaque action est le même sur le marché quelle que soit la période. On peut alors illustrer cette formulation par l'équation suivante¹ :

$$\frac{d_j(t+1) + p_j(t+1) - p_j(t)}{p_j(t)} = \rho(t+1)$$

Où

$$p_j(t) = \frac{1}{1 + \rho(t+1)} [d_j(t+1) + p_j(t+1)]$$

Où

- $p_j(t+1)$ est le prix d'action pour la société j à la fin de la période $(t, t+1)$.
- $p_j(t)$ est le prix d'action pour la société j au début de la période $(t, t+1)$.
- $d_j(t+1)$ est le dividende par action payé par la société j à la fin de la période $(t, t+1)$.
- $\rho(t+1)$ représente le taux du marché pendant la période $(t, t+1)$.

Cette égalité peut être obtenue grâce à un argument d'arbitrage. Si elle n'était pas vérifiée, les actionnaires qui détiennent des actions qui rapportent peu (rendement bas - prix élevé) pourraient augmenter leur richesse en vendant ces actions et investir dans celles qui rapportent plus (rendement élevé - prix bas).

Ce processus peut en effet faire baisser le prix des actions ayant un rendement faible et augmenter celui des actions ayant un rendement élevé jusqu'à ce que la différence en termes de rendement soit éliminée. Quoi qu'il en soit, en sommant les équations ci-dessus, on obtient l'équation suivante :

$$\begin{aligned} V_j(t) &= \frac{1}{1 + \rho(t+1)} [D_j(t+1) + n_j(t)p_j(t+1)] \\ &= \frac{1}{1 + \rho(t+1)} [D_j(t+1) + V_j(t+1) - m_j(t+1)p_j(t+1)] \end{aligned}$$

¹ R. Cobbaut, Théorie financière, Ed. Economica, Paris, 1997, p:443.

Où

- $n_j(t)$ est le nombre d'actions en circulation au début de la période $(t, t+1)$.
- $m_j(t+1)$ représente le nombre de nouvelles actions émises à la fin de la période $(t, t+1)$.
- $n_j(t+1) = n_j(t) + m_j(t+1)$.
- $V_j(t) = n_j(t) p_j(t)$ est la valeur totale de la société au début de la période $(t, t+1)$.
- $D(t) = n(t) \cdot d(t)$ est le montant des dividendes payés à la date t .

D'après cette nouvelle équation, on peut déduire que la valeur totale de la société est positivement affectée par les dividendes $D_j(t+1)$, mais qu'elle est négativement affectée par le terme $(-m_j(t+1) \cdot p_j(t+1))$. Cela veut dire que, plus la société distribue de dividendes, plus elle aura besoin de financement externe pour son investissement.

Section 2 : Les théories de la politique de distribution des dividendes

Les différentes théories de la politique de distribution des dividendes sont présentées en trois sections, La première, basée sur la fiscalité. La deuxième théorie, présente l'effet de l'asymétrie de l'information et le modèle de signal. Enfin, concerne les conflits d'intérêts et la théorie de l'agence.

Sous-section 1. Politique du dividende et fiscalité

Cette sous-section est divisée en deux parties. Dans la première, on propose un aperçu général sur la fiscalité. Dans une deuxième partie, on étudie les modèles de clientèle qu'ils soient statiques ou dynamiques

1. Aperçu général de la fiscalité

On vient de souligner que la fiscalité constitue une imperfection de marché susceptible d'influencer le choix de la politique de distribution. Aussi, de nombreuses études portant sur la politique du dividende insistent-elles sur l'importance de la fiscalité, en expliquant la façon dont celle-ci affecte la politique de distribution des entreprises. Elles cherchent, en particulier à lever le paradoxe suivant : bien que les plus-values en capital soient moins imposées que

les dividendes, les sociétés versent une grande partie de leurs bénéfices sous forme des dividendes.

Une autre question importante est de savoir s'il existe un effet fiscal ou un effet de « clientèle » sur la politique du dividende.

2. Les modèles de clientèle

Dans cette partie, on prend en compte l'existence de catégories différentes d'actionnaires : certains souhaitent des dividendes élevés et d'autres des dividendes faibles.

Les études portant sur les modèles de clientèle retiennent, en général, l'un ou l'autre des deux modèles suivants : le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) et celui où sont privilégiées les transactions le jour du détachement du dividende. Quoiqu'il en soit, pour la compréhension de l'interprétation des résultats des modèles que on va présenter, on distingue deux catégories de modèles : les modèles statiques et les modèles dynamiques.

Les modèles de clientèle sont représentées comme ci-dessus :

2.1 Les modèles de clientèle statique

Dans un modèle statique, les investisseurs sont censés échanger leurs actions à une date unique où ils prennent une décision à long terme pour leur portefeuille. Ils cherchent à réduire au minimum leurs impôts.

Dans un marché des capitaux parfait, la politique optimale consiste à ne payer aucun dividende. Les actionnaires préfèrent encaisser des revenus provenant d'une vente d'actions plutôt que de percevoir des dividendes car les impôts sur les plus-values sont beaucoup moins élevés que ceux qui sont payés sur les revenus des quand ils ne sont pas nuls. Dans un modèle statique simple, il existe, pour tous les investisseurs, un désavantage fiscal pour les dividendes qui sont, comme les revenus ordinaires, lourdement imposés, tandis que les rachats d'actions sont légèrement imposés comme les plus-values.

Chapitre 2 : les théories de la politique de la distribution des dividendes 33

Une fois arrivée à l'équilibre en termes d'offre et de demande de titres de chaque type, aucune société n'aurait d'incitant à changer de politique. Une fois les désirs des actionnaires assouvis, aucune entreprise ne peut manipuler sa valeur de marché en changeant de stratégie. ¹

Un moyen simple de mesurer le désavantage fiscal associé aux dividendes est de mesurer la variation du cours le jour ex-dividende et de la comparer aux dividendes véritablement payés.

Pour observer cette relation entre la chute du cours et le taux d'imposition de l'investisseur marginal, considère que des investisseurs achètent des actions à un certain moment à un prix P, et que la date du jour ex-dividende se rapproche, date à laquelle le dividende versé sera d'un montant D. Chaque actionnaire de la firme peut aussi bien vendre ses actions avant le jour ex-dividende à un prix P_b, ou attendre, et les vendre après qu'elles soient devenues ex-dividende à un prix P_a. Enfin, notons t_o et t_{cg} les taux d'imposition respectifs des dividendes et plus-value.

Le cash-flow que l'investisseur recevra s'il a vendu ses actions avant qu'elles ne deviennent ex-dividende est de :²

$$CFB = P_b - (P_b - P) \times t_{cg}$$

Comme il vend ses actions avant le jour ex-dividende, il ne reçoit pas de dividendes.

Si la vente a lieu après le jour ex-dividende, le cash-flow est :

$$CFA = P_b - (P_a - P) \times t_{cg} + D(1 - t_o)$$

Si le cash flow obtenu en vendant le jour ex-dividend est plus important que celui obtenu si la vente s'est faite après cette date, et ce pour tous les investisseurs, ces derniers vendront avant, ce qui entrainera une chute du prix. De la même façon, si le cash-flow obtenu en vendant après la date du jour ex-dividende est plus important que celui obtenu si la vente s'était faite auparavant

¹ S. A Ross, R. Westerfield, J. Jaffe, Op-cit, 2005, p:649.

² Aswath. Damodaran, Op-cit, 2006, p: 914.

Chapitre 2 : les théories de la politique de la distribution des dividendes 34

pour tous les investisseurs, ces derniers vendront après cette date, ce qui provoquera une chute du prix après le jour ex-dividende.

Pour éviter chacun de ces scénarios, les investisseurs marginaux doivent être indifférents à une vente avant ou après le jour ex-dividende et donc les cash-flows obtenus en vendant avant la date doivent être égaux à ceux obtenu en vendant après, soit :

$$P_b - (P_b - P) \times t_{cg} = P_a - (P_a - P) \times t_{cg} + D(1 - t_o)$$

En simplifiant on obtient :

$$\frac{P_b - P_a}{D} = \frac{1 - t_o}{1 - t_g}$$

Par conséquent, la condition nécessaire pour qu'un investisseur marginal soit indifférent à une vente avant ou après le jour ex-dividende est que la baisse du cours ce jour-là reflète exactement le différentiel de taxation entre dividendes et plus-values. Autrement dit, en observant le comportement du cours d'une action le jour ex-dividende et en rapportant au montant du dividende versé par la firme, on peut à long terme émettre certaines conclusions sur le désavantage fiscal, que les actionnaires d'une firme associent au versement du dividende.

Si :	Traitement fiscal des dividendes et des plus-values
$P_b - P_a = D$	L'investisseur marginal est indifférent entre dividendes et plus-values
$P_b - P_a < D$	L'investisseur marginal est plus fortement taxé sur les dividendes
$P_b - P_a > D$	L'investisseur marginal est plus fortement taxé sur les plus-values

Malgré les problèmes de calcul associés à cette mesure, elle fournit des renseignements intéressants sur la façon dont les investisseurs appréhendent les dividendes¹.

¹ Aswath Damodaran, *Op-cit*, 2006, p: 914.

En pratique, les cours chutent d'un montant inférieur à celui du dividende distribué, ce qui montre une préférence globale du marché pour les plus-values, au détriment des dividendes. Ceci signifie que, pour compenser les effets de la fiscalité, les investisseurs exigent une rémunération avant impôts d'autant plus élevée que le taux de rendement est important. Une hausse de rémunération est traduite par la rentabilité supplémentaire exigée par les investisseurs lors du paiement du dividende pour compenser le différentiel d'imposition entre dividendes et plus-values.

La plupart des études empiriques montrent que dans les modèles de clientèle statiques, il n'y a aucune preuve convaincante d'une relation significative entre le rendement des actions et leur rendement du dividende. Dans ces conditions, on est alors conduits à abandonner les modèles statiques au profit de modèles dynamiques où les investisseurs peuvent échanger des actions à plusieurs dates.

2. 2 Les modèles de clientèle dynamique

Quand une approche dynamique est retenue, les investisseurs vendront leurs actions de façon à réduire au minimum leur charge fiscale sur longue période. Les premières études qui ont souligné cet aspect étaient celles de Miller et Scholes (1978). Ils ont conclu qu'il existe des stratégies dynamiques qui permettent aux investisseurs de réduire les charges fiscales et même que, sur des marchés des capitaux parfaits, tous les impôts peuvent être contournés.¹ En effet, en empruntant et en investissant les revenus ainsi obtenus dans des institutions exonérées d'impôts, les investisseurs peuvent bénéficier d'une déduction d'intérêts qui leur permet d'éviter l'impôt sur le revenu. Puisqu'il y a les actifs qui ont été détenus pour compenser cet emprunt, la position pourrait être liquidée à un moment approprié. Néanmoins, il y a peu d'études qui établissent que les investisseurs pratiquent réellement ces stratégies.

¹Peerapat. WONGCHAIWAT, *Politique de dividende des entreprises sur les marchés émergents d'Asie*, Thèse pour l'obtention du grade de Docteur, Université de Paris I, Panthéon- Sorbonne, 2011, p:44.

Il existe également une autre version du modèle dynamique de clientèle dans lequel les stratégies dynamiques semblent être empiriquement justifiées à l'approche de la date de détachement du dividende. L'idée de base est que les investisseurs peuvent éviter de façon récurrente, les versements de dividendes en vendant les titres avec droit et en les rachetant après le détachement du dividende. Les investisseurs les moins imposés sont susceptibles de faire la contrepartie de ces opérations, car ils sont faiblement imposés sur leurs dividendes.

Kalay (1982) a montré que dans un univers risque-neutre et en l'absence de coûts de transaction, l'arbitrage dynamique peut éliminer tout effet fiscal sur le prix de l'action.¹

Les actionnaires bénéficiant d'un taux d'imposition sur les dividendes négligeable achèteront les actions justes avant le jour de détachement de dividende et les revendront juste après. Il suffit qu'ils détiennent ces actions au moment où le détachement a lieu. En l'absence de coût de transaction et abstraction faite du risque couru, l'arbitrage assurera que la baisse du prix est égale au dividende. On obtient ainsi la relation suivante :

$$(P_b - P_a) / D = 1.$$

Ici, on retrouve bien les résultats d'Elton et Gruber (1970). S'il existe des coûts de transaction et aucune incertitude des prix, alors le terme $(P_b - P_a)/D$ doit être compris dans une fourchette autour de un. Cette fourchette sera d'autant plus grande que les coûts de transaction sont élevés. A noter, néanmoins que Kalay (1982) n'a pas tenu compte explicitement du risque couru le jour du détachement de dividende.

Par ailleurs, Michaely et Vila (1995) ont mené une étude décrivant l'évolution des prix et du volume des transactions du jour de détachement du dividende dans un cadre d'équilibre dynamique. En raison des impôts, les investisseurs ont une valorisation hétérogène pour un actif coté.

¹ F. Allen et R. Michaely, payout policy, Handbook of the Economics of Finance, 1ère édition, 2003, p: 369.

Chapitre 2 : les théories de la politique de la distribution des dividendes 37

Le modèle prend en compte explicitement le risque impliqué dans la transaction. Le cours de rachat d'une action ex droit que l'on vient de vendre avant le détachement du coupon n'est pas connu à l'avance. Dans ces conditions, le cours d'une action ne résulte plus d'un simple arbitrage, mais d'un équilibre où sont déterminés simultanément le prix et le volume.

Pour établir ce résultat, les auteurs utilisent la notion de préférence fiscale (α_i) des dividendes vis à vis des plus-values. Elle est définie par la formule suivante :

$$\alpha_i = \frac{1 - T_d^i}{1 - T_g^i}$$

Où T_d^i représente le taux d'imposition du dividende pour un investisseur i ;

T_g^i représente le taux d'imposition des plus-values pour un investisseur i .

Il est alors possible de démontrer qu'à l'équilibre, l'espérance de la baisse du prix au moment du détachement du droit dépend de la préférence fiscale moyenne de tous les investisseurs, pondérée par leur exposition au risque, de leur richesse et du risque impliqué dans la transaction du jour de détachement de dividende :

$$E(\text{Pr}) = \frac{\{P_c - E(P_e/P_c)\}}{D} = \bar{\alpha} - \frac{X (\sigma_e^2/K)}{D}$$

Où

- $E(\text{Pr})$ est la baisse des prix attendue par rapport au montant de dividende.
- P_c est le prix de l'action avec droit aux dividendes.
- P_e est le prix de l'action ex-droit, le jour du détachement du dividende.
- D est le montant du dividende.
- σ_e^2 est la variance du cours le jour du détachement du dividende.
- K est la moyenne pondérée, après impôt, de l'exposition au risque des investisseurs.

- X est l'offre de l'action.

$\bar{\alpha} = \frac{\sum_{i=1}^N k_i \alpha_i}{\sum_{i=1}^N k_i}$ est la préférence fiscale moyenne de tous les investisseurs pondérée par leur exposition au risques (k_i).

Michaely et Vila concluent que la baisse du prix n'est pas égale au montant de dividende versé. Le volume échangé est lié positivement à l'hétérogénéité des préférences des investisseurs. Le jour du détachement du droit, le risque augmente et le volume échangé baisse.

Le modèle de clientèle dynamique est cohérent avec l'idée que les investisseurs rationnels cherchent à éviter de payer des impôts. Cependant, de nombreux investisseurs, lourdement imposés, touchent malgré tout des dividendes.

Sous-section 2. Politique du dividende et signal

L'hypothèse du « contenu informationnel des dividendes part du fait que les dividendes transmettent l'information et que les acteurs du marché prévoient de manière plus exacte les revenus futurs. ¹

Le point de départ de la théorie des signaux est la reconnaissance d'une certaine asymétrie de l'information : les différents participants au marché financier ne disposent pas tous de la même information.

Dans cette sous-section, on fournit d'abord un aperçu général de la théorie de signalisation. Dans la deuxième partie, on donne le rôle informationnel des dividendes. Dans la troisième partie, on présente le modèle de Kalay comme un modèle de signalisation par les dividendes. Enfin, on passe en revue les études empiriques du contenu informatif des dividendes.

¹Gestion et société revue trimestrielle publiée par l'I. S. C. A. E. édition 1983, p : 17.

1. Aperçu général de la théorie de la signalisation

Le problème d'asymétrie d'information se traduit par le fait que les agents économiques ne sont pas tous parfaitement informés. C'est, en particulier, le cas d'un marché financier où les dirigeants possèdent un certain nombre d'information sur l'avenir de leur entreprise qu'ils peuvent, ou non, communiqué aux investisseurs. Ceux-ci ne sont en mesure d'évaluer correctement les actifs qui leur sont proposés que si les dirigeants leur transmettent l'information pertinente.

Pour communiquer, les entreprises publient des rapports d'activité et organisent régulièrement des réunions avec des analystes financiers afin de permettre aux dirigeants de faire part à l'ensemble de la communauté financière de leurs anticipations. Les informations transmises sont souvent insuffisantes à résoudre le problème du déséquilibre informationnel.

Le contenu de ces rapports annuels reflète surtout les performances passées de l'entreprise.

L'avenir de l'entreprise y demeure ambigu. Enfin, les dirigeants ont naturellement tendance à exagérer la qualité de leurs projets et à en minimiser les risques de sorte que se pose un problème de crédibilité.

C'est Akerlof (1970) qui a, le premier, montré comment une asymétrie d'information peut engendrer des inefficacités en provoquant des dysfonctionnements graves du mécanisme d'allocation du marché. Il montre que, sans un mécanisme permettant de signaler la vraie qualité des produits, les marchés caractérisés par l'asymétrie d'information disparaîtraient.

Dans une entreprise managériale où l'actionnariat est largement dispersé auprès d'un grand public, il y a une séparation importante entre la propriété et la direction de l'entreprise. Il en résulte une asymétrie entre l'information qui est possédée par les dirigeants et celle qui est divulguée aux actionnaires.

Pour éviter le problème d'asymétrie d'information, les dirigeants performants doivent émettre un signal. Si, ce dernier est gratuit il faudra mettre

en place un contrat fixant la rémunération des dirigeants qui les incite à révéler la vérité. Si le signal est coûteux, l'émission de mauvais signaux sera pénalisée et les dirigeants peu performants ne seront pas incités à laisser croire le contraire.¹

La distribution des dividendes élevés et réguliers coûte cher à l'entreprise. Une entreprise peu performante n'est pas en mesure de payer une telle somme. De surcroît, si elle commençait à verser temporairement des dividendes élevés afin de se faire passer pour une entreprise performante et qu'elle soit obligée de le réduire par la suite. Cette baisse du dividende serait perçue par le marché comme un signe négatif pour l'entreprise.

La politique de dividende constitue alors un moyen privilégié pour les dirigeants qui l'utilisent afin de convaincre les investisseurs que leur image correspond bien à la réalité.

2. Le rôle informationnel des dividendes

Les modèles de signalisation par les dividendes, comme ceux de Bhattacharya (1979, 1980), Kalay (1980), Miller et Rock (1985), illustrent comment les dividendes sont susceptibles d'informer les investisseurs sur la qualité des firmes cotées.²

Grâce aux versements des dividendes les dirigeants qui sont mieux informés que quiconque sur les potentialités et sur les perspectives d'avenir de leurs entreprises, peuvent faire part aux investisseurs de leurs anticipations futures. Deux conclusions convergentes se dégagent de ces recherches, d'une part, les investisseurs corrigent leurs anticipations et réévaluent significativement les titres des sociétés dès que celles-ci annoncent leur dividende, d'autre part, le niveau des bénéfices futurs est un déterminant du montant des dividendes.

¹ Mondher Bellalah, Réflexions sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information, Université de Cergy, Paris-Dauphin, cahier de recherche de l'année 2000, pp : 8-9.

Site : www.dauphine.fr/cereg/cahiers_rech/cereg200009.pdf

² Mondher Bellalah, Finance moderne d'entreprise, Ed Economica, 2003, p : 125.

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

Au total, ces travaux attestent que les dividendes constituent l'une de variables financières essentielles qui permettent de réduire l'asymétrie informationnelle sur les marchés financiers.

L'augmentation du dividende est une bonne nouvelle pour l'évolution des bénéfices futurs de la société. Elle informe le marché d'une hausse en moyenne des résultats anticipés par rapport à l'année précédente. Si cette information n'est pas anticipée par le marché, l'annonce conduit à une hausse des cours. Ce résultat indique que la variation des cours ne résulte pas du montant des dividendes mais plutôt de l'information reliée aux perspectives de croissance des résultats de la société.

3. Un modèle de signalisation par les dividendes (modèle Kalay 1980)

Depuis la fin des années 1970, la théorie financière s'est enrichie de plusieurs modèles de signalisation fortement inspirés par les travaux de Spence et de Riley en vue d'élaborer une explication logique au comportement des firmes en matière de structure du capital et de politique de dividende.

Dans le modèle de Kalay, les initiés utilisent, pour autant qu'ils soient incités à le faire, ou encore qu'ils ne puissent pas tirer profit d'un signal trompeur, la politique de dividende pour modifier la perception du marché à la fois vis-à-vis des flux monétaires (cash-flows) attendus et du risque attribué à la firme. Un système d'intéressement, assorti de pénalités, suffit pour atteindre l'objectif et pour aboutir à l'équilibre.

Chapitre 2 : les théories de la politique de la distribution des dividendes 42

Les hypothèses du modèle sont :

- Le marché est parfait, sauf qu'il y a entre les initiés et les non-initiés une asymétrie d'information que ces derniers reconnaissent.
- Le monde est uni périodique et à deux temps. À $t = 0$, on prend les décisions financières et annonce un dividende à payer à $t = 1$. À $t = 1$, on verse un dividende de liquidation.
- Les investisseurs sont neutres vis-à-vis du risque.
- Il n'y a que deux types de firmes :

Type	Flux monétaires	VM_0	Proportion
A	CF_A	VM_A	q
B	CF_B	VM_B	$1-q$

Avec $CF_A > CF_B$ et donc $VM_A > VM_B$, Sachant que VM est la valeur de la firme.

- Sans activité de signalisation chaque firme aura la même valeur
- Le système d'intéressement (M), par exemple la rémunération en dollars, du manager sera :

$$M = \begin{cases} (1 + R_f) P_0 (V_0(D_A)) + P_1 CF_1 & \text{si } CF_1 \geq D_A \\ (1 + R_f) P_0 (V_0(D_A)) + P_1 (CF_1 - C) & \text{si } CF_1 < D_A \end{cases}$$

- P_0 et P_1 : pondérations appliquées à la valeur de la firme au temps 0 et 1. Pour désigner des degrés positifs d'intéressement (données exogènes)
- $V_0(D_A)$: valeur de la firme au temps 0 compte tenu du dividende annoncé D_A .
- C : pénalité si le dividende annoncé est plus grand que le cash-flow réalisé à $t = 1$.
- R_f : est le taux d'actualisation.

Chapitre 2 : les théories de la politique de la distribution des dividendes 43

La variable de décision est donc D_A . Soit D^* un niveau critique de dividende tel que si : $D_A \geq D^*$, le marché perçoit la firme comme étant du type A.

$D_A < D^*$, le marché perçoit la firme comme étant du type B.

Pour que le modèle aboutisse à un équilibre, il faut que les perceptions des investisseurs se révèlent exactes (pour avoir un équilibre au sens de Spence). Cela implique que les firmes de type A se signalent avec $D_A \geq D^*$, les autres (type B) se signalent avec $D_A < D^*$, et qu'aucune d'elle n'ait intérêt à se signaler autrement. D^* est donc le niveau de dividende qui permet de "séparer" les bonnes des mauvaises firmes.

Kalay montre que les dirigeants des firmes de type A n'auront jamais intérêt à diverger de l'équilibre ; par contre ceux des firmes de type B auront intérêt à dire toujours la vérité seulement si : $P_0 (VM_A - VM_B) < P_1 C$
C'est-à-dire, si le gain marginal d'un signal faux est inférieur à la pénalité encourue.

Malheureusement ce modèle ne nous assure pas la stabilité de l'équilibre.

Les actionnaires de contrôle, étant eux-mêmes dirigeants, ont intérêt à mentir s'ils peuvent revendre leurs titres au temps 0.

4. Les études empiriques du contenu informatif des dividendes

Les modèles de signalisation énoncés ci-dessus représentent les contributions importantes. Ils sont intuitivement attirants. Les sociétés qui distribuent des dividendes et, plus particulièrement, celles qui en augmentent les montants distribués, sont des sociétés qui étaient sous-évaluées par le marché.

Plus des dividendes est donc synonyme de bonne nouvelle sur l'avenir de la société. Néanmoins, avant de passer à l'interprétation des résultats empiriques, il convient de souligner que, si les dividendes jouent bien le rôle que

leur attribuent les hypothèses des modèles de signalisation, les trois propositions ci-dessous, qui ne sont pas équivalentes, doivent être vérifiées :¹

- les changements de dividendes devraient être suivis par les changements de même sens des bénéfices futurs ;
- les changements des dividendes entraîneraient des changements de même sens des cours des actions ;
- les changements des dividendes devraient être accompagnés par les révisions de même sens des anticipations de bénéfices futurs.

4. 1. Les changements des dividendes devraient être suivis par les changements de même sens des bénéfices futurs

Dans ce paragraphe, on examine la première condition de validité du modèle de signalisation, qui indique que les changements des dividendes seront suivis par des changements de bénéfices de même sens. Si cette condition n'est pas respectée, on peut alors conclure que les dividendes ne peuvent pas transmettre des informations, même pour les cash-flows futurs. Ils ne contiennent donc pas de contenu informatif. Parmi les nombreuses études empiriques, on sélectionne les plus illustratives.

En utilisant des données relatives à 310 sociétés pendant les années 1946-67, Watts(1973) a testé si les bénéfices futurs peuvent être expliqués par les niveaux actuels et passés des bénéfices et des dividendes. Pour chaque société dans l'échantillon, Watts a estimé le coefficient de régression des dividendes actuels et passés, en contrôlant pour les bénéfices. Bien qu'il ait constaté que les coefficients relatifs aux dividendes étaient positifs, la statistique de Student était très faible. En fait, seulement 10 % des coefficients étaient significatifs. Il a donc conclu qu'en général, les informations contenues dans des dividendes sont très faibles.

¹ Peerapat. WONGCHAIWAT, Op-cit, 2011, p:68.

En matière de première distribution ou de suppression des dividendes, Healy & Palepu (1988) ont trouvé des résultats analogues. Les 131 sociétés qui ont effectué une première distribution du dividende ont eu des bénéfices qui avaient rapidement augmenté juste avant la première distribution des dividendes et qui ont continué à augmenter durant les deux années suivantes.

En revanche, la plupart des 172 sociétés qui ont supprimé la distribution du dividende n'ont pas eu de comportement conforme à ce que prévoit la théorie de signalisation. Certes, leurs bénéfices ont baissé l'année où l'annonce de la suppression a eu lieu. Mais, ils se sont significativement améliorés quelques années plus tard.

4.2. Les changements imprévus des dividendes entraîneraient par les changements de même sens des cours des actions

Michaelis, Thaler et Womack (1995) se sont concentrés sur les changements extrêmes de la distribution des dividendes : une première distribution ou une suppression du dividende. Leurs recherches ont montré que le marché réagit instantanément à ces annonces. L'excès de rendement moyen est de 3,4 % pour une première distribution du dividende et de -7 % pour une suppression, ce qui suggère que l'annonce d'une suppression a un plus grand impact sur les prix que celle d'une première distribution.

Une telle asymétrie dans la réaction du marché asymétrique à une variation inattendue du dividende (une première distribution ou une suppression), implique qu'une baisse du dividende ait un contenu informatif plus important qu'une hausse du dividende. Ceci paraît logique puisque les réductions des dividendes sont très inhabituelles et qu'elles ont été de grande ampleur.

L'impact sur les prix peut expliquer, dans une certaine mesure, pourquoi les dirigeants sont si réticents à réduire des dividendes, ce qui confirme également les résultats de Lintner (1956).

On peut aussi étudier l'impact des changements de dividendes au niveau de la performance de l'entreprise. En examinant la relation entre les changements des dividendes, les changements du risque et la croissance de la société, Grullon, Michaely et Swaminathan (2002) ont observé un rendement anormal de 8,3 % durant trois ans faisant suite à une augmentation de dividende. Au contraire, en cas d'une diminution de dividende, ils n'ont pas détecté de performance anormale négative.

Pour les changements extrêmes (première distribution ou suppression), la performance anormale des rendements après une annonce est toujours significative et elle est plus prononcée que dans les autres cas. Les auteurs ont également constaté que les sociétés qui ont augmenté leurs dividendes ont éprouvé une baisse significative du risque systématique et que celles qui ont diminué leurs dividendes ont éprouvé une augmentation significative du risque systématique. Plus la baisse du risque est forte, plus la réaction du marché au dividende annoncé est positive.

Michaely, Thaler et Womack (1995) ont signalé un rendement anormal de presque 25 % sur les trois ans faisant suite à une première distribution et un rendement anormal négatif de 15 % sur trois ans après une suppression.

Bulan, Subramanian et Tanlu (2007) ont mené une étude en se demandant si une suppression de dividende est toujours une mauvaise nouvelle. Les auteurs ont d'abord défini une suppression du dividende en deux types : une « bonne » ou une « mauvaise » suppression. Une bonne suppression entraîne une meilleure performance alors qu'une mauvaise suppression signale la persistance de mauvaises performances.

Dans un échantillon comprenant 445 suppressions du dividende, les auteurs ont constaté que presque 35 % de ces suppressions se classent dans la « bonne » catégorie. Ces suppressions sont suivies par une amélioration significative de la performance opérationnelle et dans de nombreux cas, une reprise des distributions du dividende dans les cinq ans plus tard.

4. 3. Les changements imprévus des dividendes devraient être accompagnés par les révisions de même sens des anticipations des bénéfices futurs

On en vient maintenant aux anticipations par le marché des cours des actions de l'entreprise ou de ses bénéfices. S'agissant des bénéfices, on peut assimiler les anticipations du marché aux prévisions effectuées et publiées par les spécialistes que sont les analystes financiers.

Koch et Sun (2004) se sont demandés si le marché interprète un changement de dividende comme un signal de la persistance des changements des bénéfices passés ou si les investisseurs considèrent que ces changements de bénéfices qui ont été observés dans le passé ne donnent pas nécessairement d'indication sur les résultats à venir. A partir d'un échantillon de 1682 entreprises américaines dont les comptes étaient disponibles de 1983 à 1999, les auteurs ont pu valider l'hypothèse que le changement de dividende incite les investisseurs à réviser leurs anticipations en supposant que les changements des bénéfices des années passées seraient persistants. L'effet d'un changement de dividende dépend de l'ampleur de ce changement et du signe du changement des bénéfices passés, ce qui est en accord avec la théorie de la signalisation.

Lonkani et Ratchusanti (2008) ont mené une étude sur le marché thaïlandais comportant 356 entreprises entre 1994 et 2004. Les auteurs ont montré que le paiement d'un dividende peut être utilisé comme un signal de la performance future des sociétés quand le dividende « inattendu » est mis en paiement. Ce dernier est mesuré comme un écart entre le dividende décidé et son anticipation par les analystes.

Les auteurs ont aussi trouvé que le versement d'un dividende inattendu affecte aussi le cours de l'action de la société dès que le marché a réalisé l'ampleur du dividende inattendu et le sens de sa variation. Sur le plan des perspectives dynamiques, les investisseurs ajusteront leur anticipation de dividende basée sur les informations actuelles du marché ou de l'industrie.

Li et Zhao (2008) sont les premiers à avoir étudié certaines des implications du modèle de signalisation qui soient directement testables. Comme ce modèle décrit le lien existant entre l'asymétrie d'information et la politique de dividende, Li et Zhao ont eu l'idée de construire une variable qui mesure le degré d'asymétrie d'information et de la relier à la politique de dividende. Ils ont utilisé les erreurs de prévision de bénéfices des analystes et la dispersion dans ces prévisions afin de mesurer le degré d'asymétrie d'information entre des dirigeants et des investisseurs.

Li et Zhao ont constaté que les erreurs de prévision de bénéfices des analystes et la dispersion dans ces prévisions sont négativement et significativement associées avec la probabilité d'une société de payer, d'instituer ou d'augmenter des dividendes et avec le niveau de dividendes payés. Les auteurs suggèrent qu'en général les sociétés avec des environnements d'information plus transparents payent plus de dividendes.

Sous-section 3. La politique du dividende et l'agence

Dans les sous-sections précédentes, la politique du dividende a été analysée en supposant implicitement que les dirigeants et les actionnaires avaient un objectif commun : la maximisation de la valeur de l'entreprise. Cette unanimité est plausible si l'entreprise considérée est une entreprise entrepreneuriale où l'on ne distingue pas entre dirigeants et actionnaires.

Dans cette section, on fournit, tout d'abord, un aperçu sur la théorie de l'agence. Ensuite, on étudie plus en détail deux cas particuliers où il existe des conflits d'intérêts entre les agents.

Dans le premier cas, il y a une situation conflictuelle entre actionnaires et dirigeants, alors que le second cas est celui d'un conflit d'intérêts entre dirigeants-actionnaires et créanciers. En dernier lieu, on examine le problème des cash-flows disponibles et celui de la protection des investisseurs qui sont liés à la théorie de l'agence.

1. Aperçu général sur la théorie de l'agence

La théorie des mandats analyse les conséquences de certaines décisions financières en termes de risque, de rentabilité et d'une manière plus générale en termes d'intérêt pour les différentes parties. Elle permet de mettre en évidence que certaines décisions peuvent être prises à l'encontre des critères simples de maximisation de richesse des différentes parties, au profit d'un seul des pourvoyeurs de fonds.¹

Jensen et Meckling (1976) sont à l'origine de la théorie de l'agence. Cette théorie s'inscrit dans le cadre, plus général, de la théorie contractuelle des organisations, qui considère l'entreprise comme un ensemble d'arrangements contractuels entre plusieurs parties : actionnaires, obligataires, dirigeants, salariés, etc. Jensen et Meckling définissent une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes ont recours aux services d'une autre personne pour accomplir en leur nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent. Il n'est pas surprenant de voir que cette relation puisse entraîner un conflit d'intérêt entre mandants et mandataires.

La politique du dividende joue un rôle important dans la stratégie de l'entreprise. Elle peut intervenir dans la résolution de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants.

Cette politique joue un double rôle : d'une part, elle permet aux actionnaires d'exercer un certain contrôle sur les dirigeants et, d'autre part, elle permet aux dirigeants de montrer leur bonne volonté envers les actionnaires auxquels ils s'engagent à verser une somme régulière.

De plus, le fait que les dirigeants versent des dividendes les oblige, toutes choses égales par ailleurs (c'est-à-dire pour un niveau d'investissement et un taux d'endettement inchangés), à émettre de nouvelles actions sur le marché.

¹ P. Vernimmen, Finance d'entreprise, Op-cit, 2003, p: 628.

Pour ce faire, les dirigeants doivent publier des résultats et donner des explications précises sur la gestion passée et sur les projets futurs à réaliser.

Les règles d'émission par appel à l'épargne publique permettent un certain contrôle sur le comportement des dirigeants. Qui plus est, la confrontation des dirigeants avec le marché constitue, en elle-même, une forme de contrôle, d'autant que les actionnaires peuvent refuser de souscrire s'ils ont une mauvaise impression sur les dirigeants ou sur l'avenir de l'entreprise. Enfin, la distribution des dividendes est aussi un engagement des dirigeants vis-à-vis des actionnaires.

2. Politique du dividende et coûts d'agence des fonds propres

La distribution de dividendes permet de réduire ces coûts d'agence en réduisant l'autofinancement (ou en augmentant le recours à l'endettement) et en obligeant l'entreprise à lever fréquemment de nouveaux fonds propres sur les marchés financiers. Elle permet d'inciter les dirigeants à respecter au mieux les intérêts des actionnaires.

Jensen et Meckling (1976) ont établi que les coûts d'agence sont d'autant plus élevés que la part du capital de l'entreprise détenue par les dirigeants est faible. Au niveau des études empiriques, on peut constater quelques résultats intéressants qui confortent cette analyse. Ainsi en est-il des études de Rozeff (1982) et d'Easterbrook (1984). On peut donc raisonnablement penser que ce sont les entreprises de type managérial, dont le capital est le moins concentré entre les mains de quelques actionnaires, qui distribuent le plus de dividendes.

Ce résultat confirme le fait que les entreprises managériales ont tendance à distribuer une plus grande part de leur bénéfice que les entreprises entrepreneuriales. Ces résultats montrent aussi que la décision de distribution résulte d'un arbitrage entre la minimisation des coûts d'agence des fonds propres qui dépendent directement de la part relative du capital détenue par les

principaux actionnaires et la minimisation des coûts supportés lors de l'émission de nouveaux titres.

Grossman et Hart (1980) et Easterbrook et Jensen (1986) ont suggéré une solution partielle au problème d'agence. Si les actionnaires peuvent réduire au minimum de la liquidité que contrôlent les dirigeants, ils peuvent également contrôler la direction sur ses activités. Moins les dirigeants détiennent de cash-flows disponibles, plus il est difficile pour eux d'investir dans les projets à valeur actuelle nette négative. La façon la plus simple de limiter les fonds excédentaires de la société est donc d'augmenter le niveau de distribution.

La distribution des dividendes est souvent analysée comme un moyen de réduire les coûts d'agence.

La politique du dividende permet de limiter les risques de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. En revanche, elle peut être source de conflits entre actionnaires et dirigeants.

3. Politique du dividende et coûts d'agence de la dette

Le deuxième conflit d'intérêts qui peut être affecté par la politique de distribution des dividendes est celui qui prévaut entre actionnaires et obligataires.

Comme Myers (1977) et Jensen et Meckling (1976) l'ont montré, il y a des situations dans lesquelles les actionnaires pourraient essayer d'« exproprier » les créanciers. Cette expropriation peut se faire sous la forme de versements excessifs de dividendes. Les actionnaires peuvent réduire des investissements ou augmenter le recours à la dette pour augmenter les dividendes.

Dans les deux cas, si les créanciers n'anticipent pas l'action des actionnaires, la valeur de marché de la dette diminuera et la valeur de marché des actions augmentera. Une politique d'investissement sous-optimale constitue l'autre forme que peut prendre le conflit entre actionnaires et créanciers.

Normalement, les fonds empruntés par l'entreprise ont pour but d'assurer le financement de son activité.

Si ces fonds sont consacrés aux versements des dividendes parce que l'entreprise ne dispose pas d'opportunité d'investissement suffisante ou parce qu'elle adopte une politique d'investissement sous-optimale en versant des dividendes plutôt qu'en entreprenant des projets d'investissement à valeur actuelle nette positive, alors on assiste à un transfert direct de richesse des obligataires vers les actionnaires.

4. Politique du dividende et cash-flows disponibles

Le concept de cash-flow disponible (*free cash flow*) a été défini par Jensen (1986). Il s'applique à tous les fonds dont l'entreprise dispose qui sont en excédent de ceux qui peuvent être investis dans les projets à valeur actuelle nette positive calculée en retenant pour taux d'actualisation celui qui est souhaité par les actionnaires et non pas celui des dirigeants. C'est dans les entreprises managériales dont les dirigeants sont fortement incités à favoriser la croissance au-delà de la taille jugée optimale par les actionnaires— que seront dégagés de tels fonds.

Au lieu de cela, certaines d'entre elles conservent ces cash-flows. Naturellement, ce bénéfice non distribué est censé financer des projets d'investissement. Mais il s'agit de projets à valeur actuelle nette nulle ou négative.

A noter que l'acquisition de titres sur le marché financier constitue des investissements à valeur actuelle nette nulle et que de nombreuses stratégies dites de diversification deviennent vite désastreuses car, dans ce cas, l'entreprise investit dans des domaines qu'elle ne connaît pas ou dans des métiers qu'elle ne maîtrise pas. Les projets correspondants sont alors à valeur actuelle nette négative.

Chapitre 2 : les théories de la politique de la distribution des dividendes 53

Lie (2000) a examiné la relation entre les fonds excédentaires et les politiques de distribution et a constaté que les sociétés qui augmentent des dividendes ou des rachats d'actions détiennent plus de fonds excédentaires par rapport à d'autres sociétés du même secteur. Il a aussi montré que la réaction du marché à l'annonce de dividendes spéciaux (ou de rachats d'actions) a été positivement liée au montant des fonds excédentaires de la société et négativement liée au niveau d'opportunité d'investissement de la société, mesurée par 'q' de Tobin. Ces résultats sont compatibles avec l'hypothèse que la résolution du problème de surinvestissement par la distribution, particulièrement pour les sociétés qui disposent des opportunités d'investissement limitées, augmente la richesse des actionnaires.

Conclusion du chapitre deux

Dans ce chapitre, on s'intéresse à l'impact de la politique de distribution des dividendes sur la maximisation et la réalisation de la richesse de l'entreprise.

Premièrement, Modigliani et Miller (1961) montrent que, sous certaines conditions et pour un niveau d'investissement donné, le montant des dividendes distribués n'a pas d'impact sur le prix de l'action, donc, la neutralité de la politique des dividendes.

Deuxièmement, on vient de souligner que la fiscalité constitue une imperfection du marché susceptible d'influencer le choix de la politique de distribution, on distingue deux catégories de modèles : les modèles statiques et les modèles dynamiques.

Les modèles statiques comprennent d'abord un modèle élémentaire de clientèle statique où tous les investisseurs sont imposés de la même façon et où les plus-values en capital sont moins imposées que les dividendes. Dans ces conditions, la politique optimale est de ne pas distribuer de dividende. Dans un second temps, on constate qu'en réalité il y a différents types d'actionnaires, qui ne sont pas imposés de la même manière.

Les sociétés sont alors incitées à opérer de sorte que les impôts de chaque clientèle soient réduits le plus possible. Un modèle de clientèle dynamique s'appuie sur le fait que, les investisseurs pouvant modifier leur portefeuille dans le temps, la charge fiscale peut donc être réduite davantage.

Troisièmement, Le problème d'asymétrie d'information se traduit par le fait que les agents économiques ne sont pas tous parfaitement informés. Dans le modèle de Kalay, les initiés utilisent, pour autant qu'ils soient incités à le faire, ou encore qu'ils ne puissent pas tirer profit d'un signal trompeur, la politique de dividende pour modifier la perception du marché à la fois vis-à-vis des flux monétaires (cash-flows) attendus et du risque attribué à la firme. Un système d'intéressement, assorti de pénalités, suffit pour atteindre l'objectif et pour aboutir à l'équilibre.

Chapitre 2 : les théories de la politique de la distribution des dividendes 55

Finale­ment, Jensen et Meckling définissent une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes ont recours aux services d'une autre personne pour accomplir en leur nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent. Il n'est pas surprenant de voir que cette relation puisse entraîner un conflit d'intérêt entre mandants et mandataires.

Chapitre III

Etude empirique sur la distribution de dividendes des entreprises privées algériennes.

Chapitre trois : Etude empirique sur la distribution des dividendes des entreprises privées algériennes

L'objectif de ce chapitre est de désigner les déterminants de la distribution des dividendes des entreprises privées algériennes à partir d'un échantillon de 50 entreprises privées algériennes à la considération des différentes théories financières et les études spécialisés dans la distribution de dividendes . Dans ce chapitre, nous travaillerons de proposer un modèle économétrique qui tente d'interpréter le niveau de distribution des dividendes des 50 entreprises de notre échantillon.

Avant cela, on a consacré une section au cadre juridique et fiscale dans lequel les entreprises algériennes prennent la décision de distribution de dividendes. Ensuite, on a abordé une analyse descriptive de l'échantillon dans la deuxième section. Et enfin on a présenté le modèle économétrique qui explique la variation du taux de distribution des dividendes.

Section 1. Le cadre juridique et fiscal de la distribution de dividendes en Algérie

Dans cette section, on cite la réglementation de distribution des dividendes, des cessions d'actions et de parts sociales en Algérie, et la fiscalité sur les dividendes et plus-value.

Sous-section 1. La réglementation de la distribution des dividendes et des cessions d'actions et des parts sociales en Algérie

Le cadre juridique et fiscal est parmi les facteurs qui réalisent l'opération de la distribution des dividendes, et de la circulation des parts sociales et d'action. Dans cette sous-section on expose la réglementation de ces opérations.

1. Paiement des dividendes sur le contexte algérien

D'après l'article 723 du code du commerce de 2013, Après approbation des comptes et constatation de l'existence de sommes distribuables, l'assemblée générale détermine la part attribuée aux associés sous forme de dividende. Tout dividende distribué en violation de ces règles constitue un dividende fictif.

Toutefois, le conseil d'administration peut décider de répartir des acomptes à valoir sur les dividendes d'exercice clos ou en cours avant même que les comptes de ces exercices aient été approuvés sans que cela ne représentent des dividendes fictifs, et cela :

- Lorsque la société dispose, après la répartition décidée au titre de l'exercice précédent, de réserves autres que la réserve légale¹ d'un montant supérieur à celui des acomptes

¹D'après l'article 721 du code du commerce 2013, la réserve légale représente un prélèvement obligatoire d'un vingtième, au moins, des bénéfices nets de l'exercice diminués des pertes antérieures. Ce prélèvement cesse d'être obligatoire, lorsque la réserve atteint le dixième du capital social.

- Ou lorsqu'un bilan établi au cours ou à la fin de l'exercice et certifié par un commissaire aux comptes fait apparaître que la société a réalisé, au cours de l'exercice, après constitution des amortissements et provisions nécessaires, et déduction faite, s'il y a lieu, des pertes antérieures, des bénéfices nets supérieurs au montant des acomptes.

Selon l'article 724 du code du commerce 2013, la mise en paiement des dividendes doit avoir lieu dans un délai maximal de neuf mois après la clôture de l'exercice. La prolongation de ce délai peut être accordée par décision de justice. Il est interdit de stipuler un intérêt fixe ou intercalaire au profit des associés.

Sauf lorsque l'Etat a accordé aux actions la garantie d'un dividende minimal.¹

2. La Cession de parts sociales et d'actions

D'après l'article 560 du code du commerce, dans les sociétés sous la forme juridique société en nom collective (SNC), les parts sociales ne peuvent être représentées par des titres négociables. Elles ne peuvent être cédées qu'avec le consentement de tous les associés.

Les sociétés sous la forme sociétés aux responsabilités limitées (SARL) et entreprises unipersonnelles à responsabilité limitée (EURL) et selon l'article 571 du code du commerce, les parts sociales ne peuvent être cédées à des tiers étrangers à la société qu'avec le consentement de la majorité des associés représentant au moins les trois-quarts du capital social.

Lorsque la société comporte plus d'un associé, le projet de cession est notifié à la société et à chacun des associés. Si la société n'a pas fait connaître

¹ Selon l'article 725 du code du commerce algérien, 2013.

sa décision dans le délai de trois mois à compter de la dernière des modifications prévues au présent alinéa, le consentement à la cession est réputée acquis.

Si la société a refusé de consentir à la cession, les associés sont tenu dans le délai de trois mois, à compter de ce refus, d'acquérir ou de faire acquérir les parts au prix fixe par un expert agréé désigné soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal rendue sur requête de la partie la plus diligente. A la demande du gérant, ce délai peut être prolongé une seule fois par décision de justice, sans que cette prolongation puisse excéder six mois.

La société peut également avec le consentement de l'associé cédant, décider dans le même délai, de réduire son capital du montant de la valeur des parts de cet associé et de racheter les parts au prix déterminé dans les conditions ci-dessus. Un délai de paiement qui ne saurait excéder un an peut, sur justification, être accordé à la société par décision de justice.

Dans les sociétés par actions SPA, selon l'article 715 bis 55 du code du commerce, Sauf en cas de succession, ou de cession, soit à un conjoint, soit à un ascendant ou à un descendant, la cession d'actions à un tiers, à quelque titre que se soit, peut être soumise à l'agrément de la société par une clause des statuts et ce, quelque soit le mode de transmission.

Une telle clause ne peut être stipulée que si les actions revêtent exclusivement la forme nominative, en vertu de la loi ou des statuts.

Selon l'article 715 bis 56 du code du commerce, Si une clause d'agrément est stipulée dans les statuts de la société, la demande d'agrément indiquant les nom, prénom et adresse du cessionnaire, le nombre des actions dont la cession est envisagée et le prix offert, est notifiée par l'actionnaire, par lettre

recommandée avec demande d'avis de réception à la société. L'agrément résulte d'une notification de la demande d'agrément ou à des défauts de cette dernière du silence gardé durant un délai de deux mois à compter de la demande.

Selon l'article 715 bis 57 du code du commerce, Si la société n'agrée pas le cessionnaire proposé, les organes habilités de la société sont tenus, dans un délai de deux mois à compter de la notification du refus, de faire acquérir les actions soit par un tiers, soit avec le consentement du cédant, par la société en vue d'une réduction du capital.

Si à l'expiration du délai prévu à l'alinéa ci-dessus, l'achat n'est pas réalisé, l'agrément est considéré comme donné. Toutefois, ce délai peut être prolongé par décision du président du tribunal à la demande de la société.

En cas de non accord sur les prix des actions, la juridiction compétente statue.

Sous-section 2. La fiscalité sur les dividendes et plus-value

La détermination de taux d'imposition des dividendes et des plus-values de cession de parts ou d'actions détermine dans la loi des impôts directs.

1. L'imposition sur la distribution des dividendes

D'après l'article 150 de la loi des impôts directs de 2013, la détermination de taux d'impôt sur les dividendes comme suit :¹

- 19%, pour les activités de production de biens, le bâtiment et les travaux publics, ainsi que les activités touristiques. Ce taux s'applique également aux activités mixtes dans le cas où le chiffre d'affaires des activités visées au

¹ Guide fiscal des produits financiers, Ministère des finances, Direction Générale des impôts, 2013.

précédent alinéa est égal ou supérieur à 50% du chiffre d'affaires total. 25%, pour les activités de commerce et de services.¹

- 25%, pour les activités mixtes lorsque le chiffre d'affaires réalisé au titre du commerce et des services est de plus de 50% du chiffre d'affaires global hors taxes.

- Cependant les bénéfices réinvestis dans l'entreprise sont taxés aux taux réduit de 12,5%².

- L'imposition des dividendes distribués sont fixées comme suit:³

Les revenus qui proviennent de la distribution des bénéfices qui ont été soumis à l'IBS ou qui en sont expressément exonérés n'intègrent pas l'assiette de l'IBS. Il est à noter que le bénéfice de cet avantage est réservé exclusivement aux revenus régulièrement déclarés.

En d'autres termes, les revenus concernés qui n'ont pas fait l'objet d'une déclaration conformément aux prescriptions de la législation en vigueur seront inclus dans la base imposable de l'IBS.

Par ailleurs, article 9 de la loi finances pour 2004 a soumis les bénéfices répartis entre les personnes morales non résidentes en Algérie, à une retenue à la source au taux de 15% libératoire d'impôt.

Les revenus distribués aux personnes physiques sont passibles d'une retenue à la source au taux de 10% libératoire d'impôt.

Les revenus distribués, ayant fait l'objet d'une imposition à l'IBS ou ayant été expressément exonérés de l'IBS, ne sont plus repris dans la déclaration

¹ Ces taux sont applicable sur l'échantillon puisque on étudiant les données de l'exercice 2013, ne prend pas en considération le changement de la loi fiscale de 2015 qui a déterminé du taux d'IBS pour un taux de 23%. Sacha que ce taux est en cours de changement dans la loi des finances.

² Le décret exclusif n°92-270 du 6juillet 1992, dresse une liste exhaustive des investissements en biens mobiliers et immobiliers ouvrant droit au bénéfice du taux réduit.

³ Guide fiscal des produits financiers, Ministère des Finances, Direction Générale des Impôts, 2013.

globale des revenus, sous réserve que ces revenus proviennent de bénéfices régulièrement déclarés.

Au cas contraire, ces revenus font l'objet des régularisations prévues par la législation en vigueur en matière de revenus distribués.

Sous réserve des dispositions conventionnelles, les revenus distribués à des personnes physiques non résidentes sont également passibles de la retenue à la source de 15% libératoire d'impôt.¹

Les produits des actions ou parts sociales ainsi que les revenus assimilés sont les revenus distribués par :²

- Les sociétés par actions au sens du code de commerce .
- Les sociétés à responsabilité limitée.
- Les sociétés civiles constituées sous la forme de sociétés par actions. - Les sociétés de personnes et les sociétés en participation ayant opté pour le régime fiscal des sociétés de capitaux.

Selon l'article 46 de la loi des impôts directs, sont notamment considérés comme des revenus distribués :

- Les bénéfices ou produits qui ne sont pas mis en réserve ou incorporés au capital.
- Les sommes ou valeurs mises à la disposition des associés, actionnaires ou porteurs de parts et non prélevées sur les bénéfices.
- Les produits des fonds de placement.
- Les prêts, avances ou acomptes mis à la disposition des associés, directement ou par personne ou société interposée.
- Les rémunérations, avantages et distributions occultes.

¹ Guide fiscal des produits financiers, 2013.

² L'article 45 de la loi des impôts directs

-
- Les rémunérations versées aux associés ou dirigeants, qui ne rétribuent pas un travail ou un service réalisé ou dont le montant est exagéré.
 - Les jetons de présence et tantièmes alloués aux administrateurs des sociétés en rémunération de leur fonction.
 - Les bénéfices transférés à une société étrangère non résidente par sa succursale établie en Algérie ou toute autre installation professionnelle au sens fiscal.¹

2. L'imposition des plus-values de cession de parts ou d'actions

La plus-value c'est la différence entre le prix d'achat d'action et leur prix de vente, après enlever tous les frais financiers qui sont reliés à leur vente.

Le régime fiscal applicable aux opérations de cession des valeurs mobilières est déterminé comme suit :²

- Dans le cas où la personne cédante est une personne morale, les cessions de parts ou d'actions réalisées dégagant une plus-value professionnelle, sont soumises à l'IBS par l'intégration au bénéfice imposable de 70% de la dite plus-value, s'il s'agit de plus-value à court terme (actions acquises depuis 3 ans ou moins), ou de 35% pour les plus-values à long terme (actions acquises depuis plus de trois ans).
- Dans le cas où la personne cédante est une personne physique, la plus-value réalisée donne lieu à une imposition au taux de 15% libératoire d'impôt sur le revenu global.

Toutefois, ces plus values sont exonérées de l'impôt lorsque leur montant est réinvesti.

Par réinvestissement, il faut entendre la souscription des sommes équivalentes aux plus-values générées par la cession d'actions ou de parts

¹ Article 46 : modifié par les articles 6 de la loi de finances 2009 et 4 de la loi de finances pour 2012.

² Idem, p : 24.

sociales, au capital d'une ou plusieurs entreprises et se traduisant par l'acquisition d'actions ou de parts sociales.

- Les plus-values de cession d'actions ou de parts sociales réalisées par les personnes physiques ou morales non résidentes en Algérie, donnent lieu à une imposition au titre de l'IRG fixée au taux de 20% libératoire d'impôt.

Toutefois, les plus-values de cession d'actions réalisées par les sociétés de capital investissement non résidentes bénéficient d'un abattement de 50 % sur leurs montants imposables.

3. Les avantages fiscaux

Les avantages fiscaux qui sont mentionnés dans la loi des impôts directs sont présentés comme suit :¹

- Exonération de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS), les plus-values de cession des obligations et titres assimilés cotés en bourse ou négociés sur un marché organisé, d'une échéance minimale de cinq (05) ans, à compter du 1er janvier 2013. Cette exonération porte sur toute la durée de la validité du titre émis au cours de cette période.

- De même, sont exonérés des droits d'enregistrement toutes les opérations portant sur des valeurs mobilières cotées en bourse ou négociées sur un marché organisé pour une durée de cinq (05) ans à compter du 1er janvier 2013.

Section 2. Analyse descriptive de l'échantillon

Dans cette section, on consacre à la description de l'échantillon étudié selon le nombre, la taille de l'entreprise, le secteur d'activité et leur forme juridique, et à l'analyse du niveau de distribution des dividendes de ces entreprises selon les facteurs précédents.

¹ Article 46, Op-cit, p : 18.

Sous-section 1. Description de l'échantillon

L'échantillon est constitué de 50 entreprises privées algériennes. Les données nécessaires sont les bilans, le compte de résultat, la forme juridique et le procès verbal de l'assemblée générale avec l'affectation du résultat et des réserves de l'exercice 2013.

1. Taille des entreprises de l'échantillon

Pour mesurer la taille de l'entreprise, on utilise le montant du chiffre d'affaires (CA) de cette dernière.

Le tableau ci-dessous représente le CA des entreprises de l'échantillon :

Tableau n°1 : le chiffre d'affaires des entreprises de l'échantillon

CA (en millions de Dinars)	Echantillon	%
Entre 0 et 20	17	34%
Entre 20 et 40	2	4%
Entre 40 et 60	1	2%
Entre 60 et 80	2	4%
Entre 80 et 100	0	0%
Entre 100 et 120	3	6%
Entre 120 et 140	1	2%
Entre 140 et 160	1	2%
Entre 160 et 180	0	0%
Entre 180 et 200	1	2%
Entre 200 et 220	1	2%
Entre 220 et 240	0	0%
Entre 240 et 260	0	0%
Plus de 260	21	42%
Total	50	100%

Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

D'après le tableau, on observe un pourcentage de 42% des entreprises de l'échantillon ont un chiffre d'affaire plus élevé (plus de 260 millionde Dinars),

signifie que la majorité de l'échantillon sont des grandes entreprises, 34% des entreprises ont un chiffre d'affaire compris entre 0 et 20millions de dinars, et le reste ont des pourcentages faibles.

2. La forme juridique des entreprises de l'échantillon

Les différentes formes juridiques des entreprises de l'échantillon sont : EURL, SARL, SNC, SPA. Et pour détailler les formes juridiques de l'échantillon étudié, on représente le tableau ci-dessous :

Le tableau n°2 : Formes juridiques des entreprises de l'échantillon

Formes juridiques	Echantillon	%
EURL	12	24%
SARL	21	42%
SNC	7	14%
SPA	10	20%
Total	50	100%

Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

Un pourcentage élevé des entreprises de l'échantillon sous la forme juridique SARL (avec 42%). Les EURL représentent 24% de l'échantillon, quant aux nombre de SPA, il est de 10 entreprises soit 20% de l'échantillon. Et on a une minorité d'entreprise de personnes avec 7 SNC seulement(14% de l'échantillon).

3. Le secteur d'activité des entreprises de l'échantillon :

Les entreprises de l'échantillon activent dans trois secteurs principaux qui sont :le commercial, l'industriel et le service.

Le tableau ci-dessous, représente les différents secteurs d'activité de l'échantillon.

Tableau n°3 : Le secteur d'activité des entreprises de l'échantillon

Secteur d'activité	Echantillon	%
Commercial	16	32%
Industriel	21	42%
Service	13	26%
Total	50	100%

Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

La majorité des entreprises de l'échantillon actives dans le secteur industriel avec 42%, et les entreprises dans le secteur commercial représentent 32% de l'échantillon et le dernier secteur service inclue 26% de l'échantillon.

Sous-section 2. Analyse de la distribution des dividendes des entreprises de l'échantillon

Dans cette sous-section, la concentration sur les montants de distribution des dividendes, et le taux de distribution des dividendes dans les entreprises privées algériennes de l'échantillon.

Le tableau ci-dessous représente les statistiques du montant des dividendes distribués et du taux de distribution des dividendes

Tableau n°4 : Les statistiques du montant des dividendes distribués (DIV) et du taux de distribution des dividendes(TDD)

Variable	Nombre d'observation	Moyenne	Ecart type	Valeur maximale	Valeur minimale
DIV	50	47020528,74	151117565	1020488274	0
TDD	50	0,40631367	1,31703876	9,126554	0

Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

Sachant que : $TDD = \frac{\text{Dividendes}}{\text{Résultatnet}}$

Le taux de distribution moyen est 40,63%, les entreprises qui ont fait la distribution représentent 34% (17 entreprises parmi 50 le nombre des entreprises de l'échantillon).

L'analyse de la distribution des dividendes se représente comme suit :

1. Le montant des dividendes distribués

Le montant des dividendes de l'échantillon étudié et leur pourcentage représentés dans le tableau suivant :

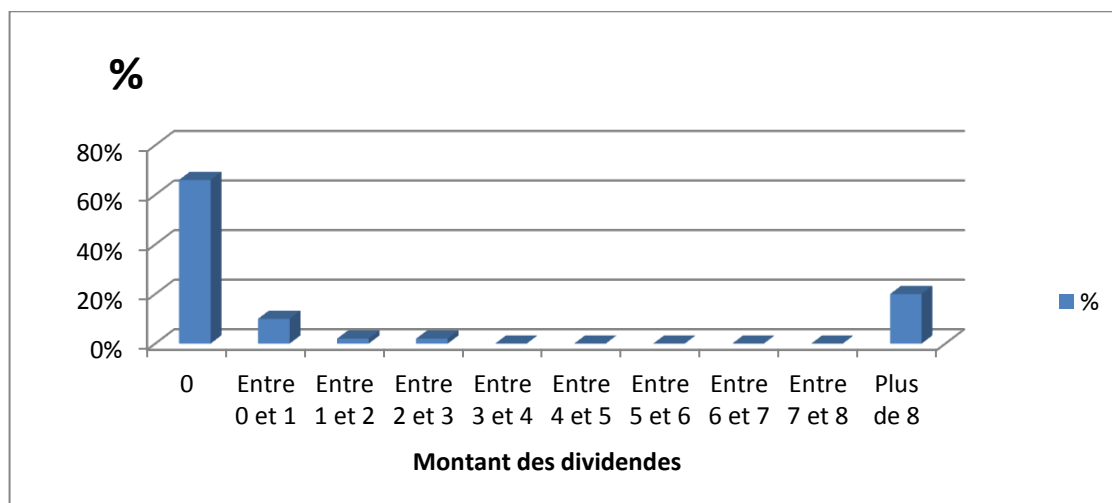
Tableau n°5 : Le montant des dividendes distribués par les entreprises de l'échantillon

Montant des dividendes (en millions dinars)	Echantillon	%
0	33	66%
Entre 0 et 1	5	10%
Entre 1 et 2	1	2%
Entre 2 et 3	1	2%
Entre 3 et 4	0	0%
Entre 4 et 5	0	0%
Entre 5 et 6	0	0%
Entre 6 et 7	0	0%
Entre 7 et 8	0	0%
Plus de 8	10	20%
Total	50	100%

Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

La figure suivante représente le montant des dividendes distribués par les entreprises de l'échantillon :

Figure 3: Le montant des dividendes distribués par les entreprises de l'échantillon (unité de mesure millions de dinars)



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

2. Le taux de distribution des dividendes

Le tableau ci-dessous représente le taux de distribution des dividendes des entreprises de l'échantillon :

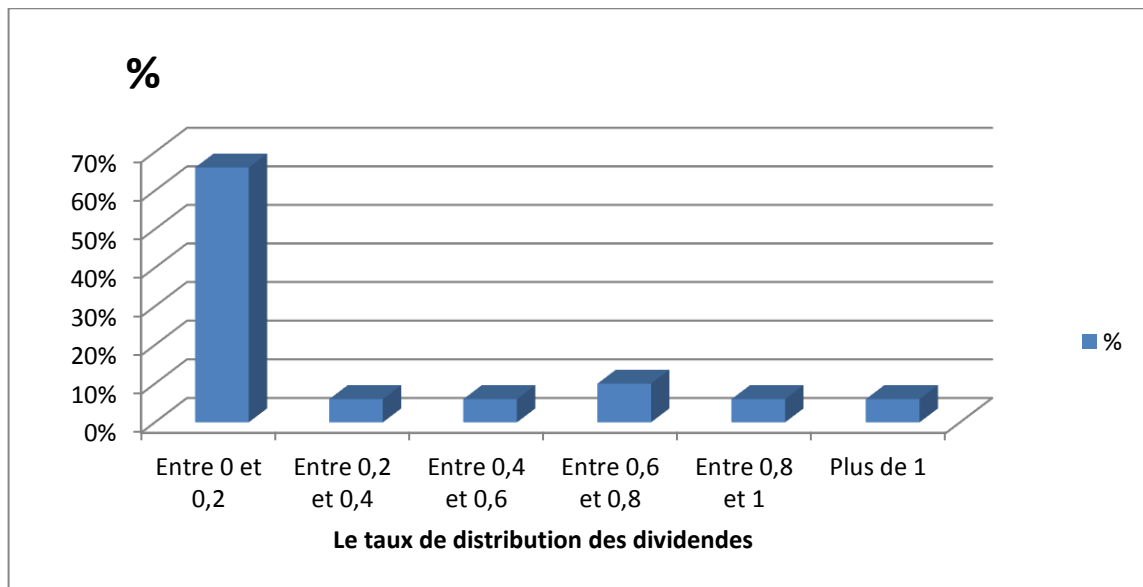
Tableau n°6 : Le taux de distribution des dividendes

Taux de distribution (TDD)	Echantillon	%
Entre 0 et 0,2	33	66%
Entre 0,2 et 0,4	3	6%
Entre 0,4 et 0,6	3	6%
Entre 0,6 et 0,8	5	10%
Entre 0,8 et 1	3	6%
Plus de 1	3	6%
Total	50	100%

Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

La figure suivante représente le taux de distribution des dividendes des entreprises de l'échantillon :

La figure 4 :Le taux de distribution des dividendes des entreprises de l'échantillon



Source : La préparation de la figure selon les données de l'échantillon

On a 66% des entreprises de l'échantillon ont un taux de distribution inférieur à 20% (est un taux faible), sachant que 66% des entreprises de l'échantillon ne distribuent pas les dividendes. La justification possible de ce résultat que la distribution de dividendes ne prend pas en considération comme la seule source de rémunération des actionnaires.

Il existe d'autres facteurs comme les salaires, la rémunération de comptes courants, des avantages en nature, cette forme de distribution est moins couteuse pour l'entreprise car, elle ne concerne qu'une partie des actionnaires. D'autre facteur qui justifié la diminution de taux de distribution de dividendes est la plupart des entreprises privées algériennes sont des entreprises familiales qui s'intéressent pas de distribuées ses dividendes pour démontrer la situation optimal de l'entreprise.

D'autre part, il y a des entreprises privées algériennes préfèrent de garder leurs liquidités pour la croissance et le réinvestissement. Ces facteurs ne peuvent pas on étudié à cause de manque d'information.

Le taux moyen de distribution de dividendes entre 0,2 et 0,6 qui représentent 12% des entreprises de l'échantillon, ainsi que la catégorie qui a un taux de distribution de dividendes élevé supérieure à 60% représente 22% de l'échantillon.

Ce résultat montré dans le tableau qui suit :

Tableau 7 : Le taux de distribution des dividendes

Taux de distribution de dividendes		Echantillon	%
Faible	Entre 0 et 0,2	33	66%
Moyen	Entre 0,2 et 0,6	6	12%
Elevé	Supérieure à 0,6	11	22%
Total		50	100%

Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

Après voir le taux de distribution des dividendes, on peut considérer des différents facteurs qui influent sur la capacité des entreprises de distribuées de dividendes sont :

- Impôts sur bénéfices (IBS).
- La rentabilité (le résultat net de l'exercice par rapport aux actifs total).
- Les cash-flows.
- Le taux d'endettement (les dettes à court termes, les dettes moyens et à longs termes et comptes des associés).
- Le montant des disponibilités (banque, caisse).

- La taille des entreprises.
- Report à nouveau.
- Le niveau des investissements.
- Les frais financiers (le compte 66 dans le compte des résultats).
- Le secteur d'activité (commercial, industriel et service).
- La forme juridique (EURL, SARL, SNC et SPA).
- Les réserves (le compte 106 dans le bilan « passif »).
- Le bénéfice total de l'entreprise, c'est l'addition de la rentabilité de l'entreprise, reports à nouveaux et les réserves.

3. Le taux de distribution des dividendes par le secteur d'activité de l'entreprise

Le tableau ci-dessous représente le taux de distribution des dividendes par secteur d'activité des entreprises de l'échantillon étudié :

Tableau n°8 : Taux de distribution par le secteur d'activité

Taux de distribution	Commercial		Industriel		Service	
	Echantillon	%	Echantillon	%	Echantillon	%
Faible	10	62,5%	11	52,38%	10	76,92%
Moyen	2	12,5%	6	28,57%	0	0%
Elevé	4	25%	4	19,05%	3	23,08%
Total	16	100%	21	100%	13	100%

Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

D'après ce tableau, on remarque que le pourcentage élevé des entreprises de l'échantillon ont un taux de distribution faible donc inférieur à 20% quelque soit le secteur d'activité, et la majorité des entreprises distribuent un taux élevé supérieur aux entreprises versées un taux moyen.

4. Le taux de distribution des dividendes par forme juridique

Le tableau ci-dessous représente le taux de distribution des dividendes par la forme juridique des entreprises de l'échantillon :

Tableau n°9 : Taux de distribution des dividendes par forme juridique

TDD	EURL		SARL		SNC		SPA	
	Echantillon	%	Ech	%	Ech	%	Ech	%
Faible	9	75%	14	66,7%	5	71,4%	5	50%
Moyen	0	0%	2	9,5%	0	0%	4	40%
Elevé	3	25%	5	23,8%	2	28,6%	1	10%
Total	12	100%	21	100%	7	100%	10	100%

Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

Un nombre très important des entreprises de l'échantillon versent un taux de distribution faible, ainsi que le pourcentage des entreprises qui distribuent un taux élevé entre 20% et 28,6% quelque soit la forme juridique. Et les entreprises qui ont une distribution moyenne leur pourcentage est 0% par rapport aux SNC et EURL, 9,5% aux SARL et 40% aux SPA.

Section 3. Les modèles économétriques

Cette section est spécialisée pour connaître les facteurs déterminants de distribution des dividendes dans les entreprises privées algériennes, pour cela nous présenterons d'abord les variables (dépendant, explicative), ensuite le modèle de régression linéaire.

Sous-section 1 : La variable dépendante et la variable explicative

Dans cette sous-section, d'un part, on définit la variable dépendante qui est le taux de distribution des dividendes, et d'autre part, on définit les variables explicatives de l'échantillon.

1. La variable dépendante (variable expliquée)

Le taux de distribution des dividendes qui représente la proportion du résultat net de l'entreprise distribués sous forme de dividendes aux actionnaires.

Le taux de distribution (payout ratio) est le rapport entre le dividende et le résultat net.

$$\text{TDD} = \frac{\text{Dividendes}}{\text{résultatnet}}$$

2. Les variables explicatives

Il existe plusieurs facteurs explicatifs qui déterminent la distribution des dividendes sont :

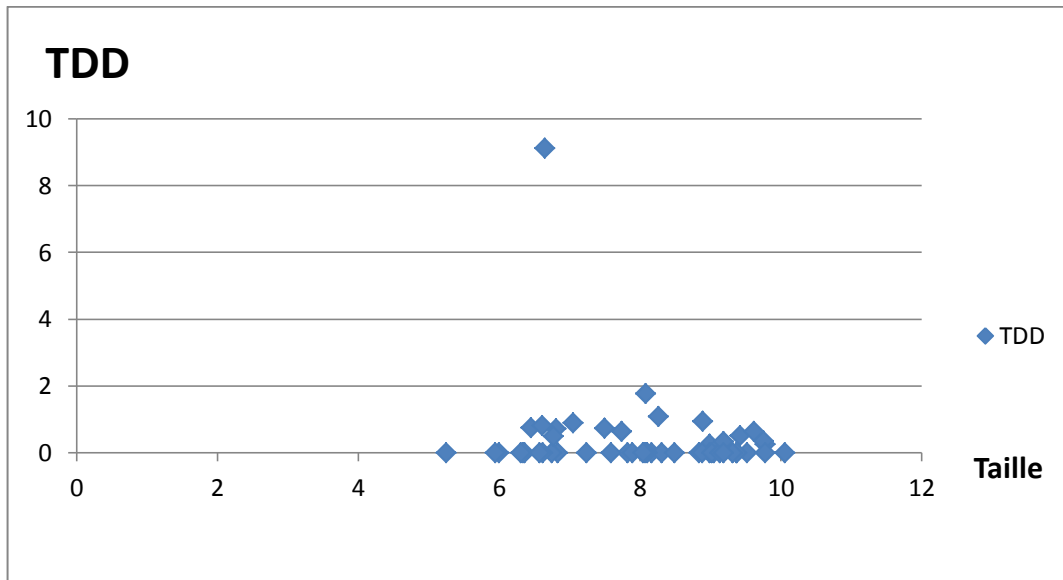
2. 1. La taille de l'entreprise

Selon Jensen (1986) les firmes de grandes tailles sont les plus distribuables des dividendes, et affirment cette relation positive entre le taux de distribution et la taille de l'entreprise par Crutchley et Hansen (1989) à cause des grandes entreprises ont un accès plus facile au marché des capitaux, Donc elles vont offrir leurs liquidités pour l'investissement à moindre cout ce qui poussent à distribuer des dividendes importants.

La taille de l'entreprise est mesurée par le logarithme népérien du chiffre d'affaires (Lg CA).

La relation entre la taille de l'entreprise et le taux de distribution des dividendes (sachant que les autres variables sont constantes) représente la figure qui suit :

La figure 5 : La relation entre TDD et la taille de l'entreprise



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

2. 2. La rentabilité de l'entreprise (Rent)

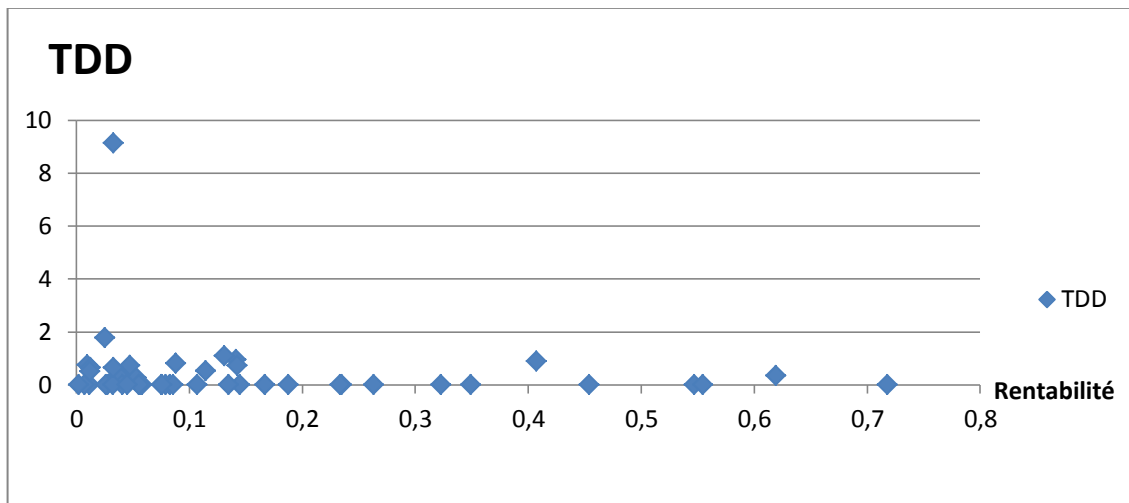
Selon Jensen et al (1992) que la rentabilité élevée peut induire à l'augmentation du taux de distribution des dividendes.

La rentabilité est calculée en faisant le rapport qui suit :

$$\text{Rent} = \frac{\text{Résultatnet}}{\text{Actiftotal}} \times 100$$

La relation entre cette variable et le taux de distribution des dividendes (sachant que les autres variables sont constantes) représente la figure qui suit :

La figure 6: La relation entre TDD et la rentabilité de l'entreprise



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

2. 3. Les cash-flows (CF)

Les free cash-flows ressortent un effet positif sur la distribution des dividendes.

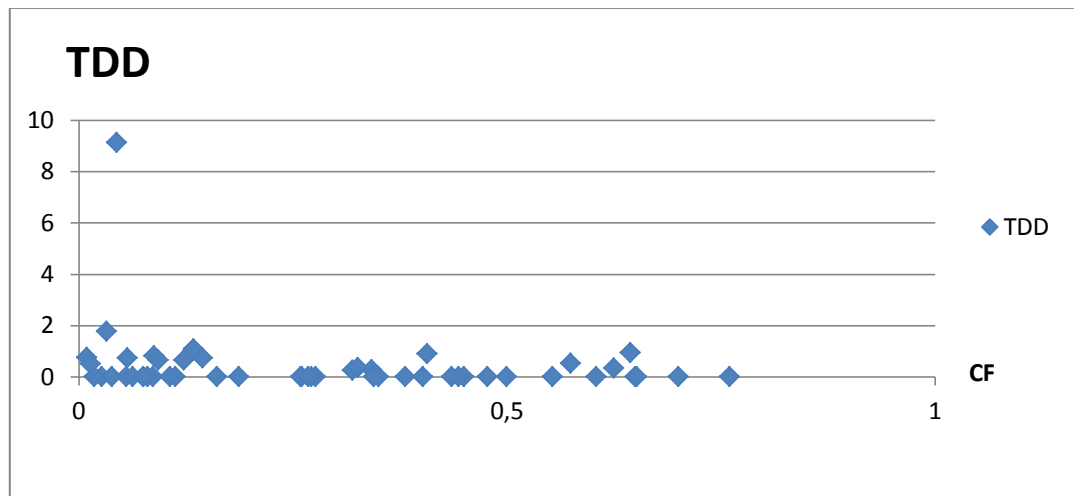
Sachant que :

$$CF = \frac{\text{Résultatnet} + \text{Amortissement}}{\text{Actiftotal}}$$

Où l'amortissement c'est l'amortissement des investissements

La relation entre cette variable et le TDD (sachant que les autres variables sont constantes) peut être présentée à l'aide de la figure qui suit :

La figure7 : La relation entre TDD et les cash-flows



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

2. 4. Le niveau d'endettement

On s'attend à un effet négatif de niveau d'endettement sur la distribution des dividendes, chaque augmentation dans les dettes poussent les créanciers de demander aux dirigeants des entreprises ne distribuent pas les dividendes puisqu'ils sont considérés comme une garantie de leurs dettes.

Ces dettes incluent la dette long et moyen terme(DLMT), dette à court terme (DCT) et dette envers les associés(DA).

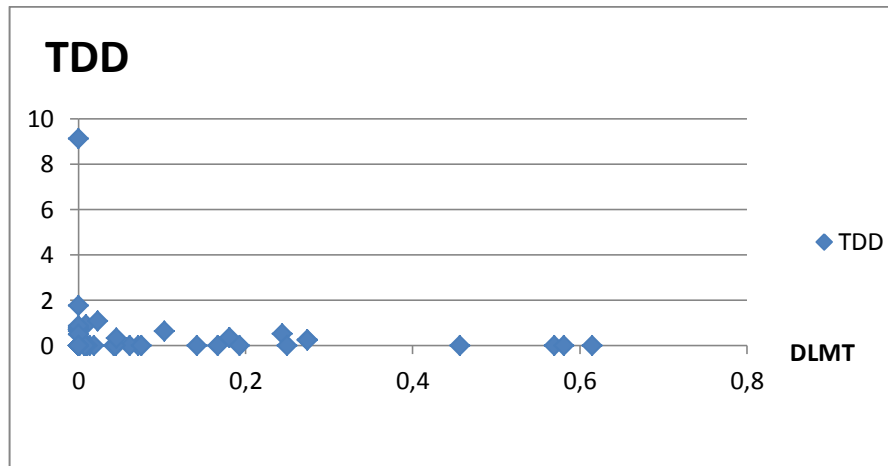
Il y a une utilisation du taux qui mesure le niveau d'endettement, il permet de mieux déterminer la structure financière de l'entreprise.

$$\text{Debt Ratio(DR)} = \frac{\text{Dette totale} - \text{Dette envers les associés} - \text{Disponibilités}}{\text{Actif total}}$$

La relation entre cette variable et le TDD (sachant que les autres variables sont constantes) peut être présentée à l'aide des figures qui suit :

En premier lieu, on représente la relation entre le taux de distribution des dividendes et la dette long et moyen terme, sachant que les autres variables sont constantes.

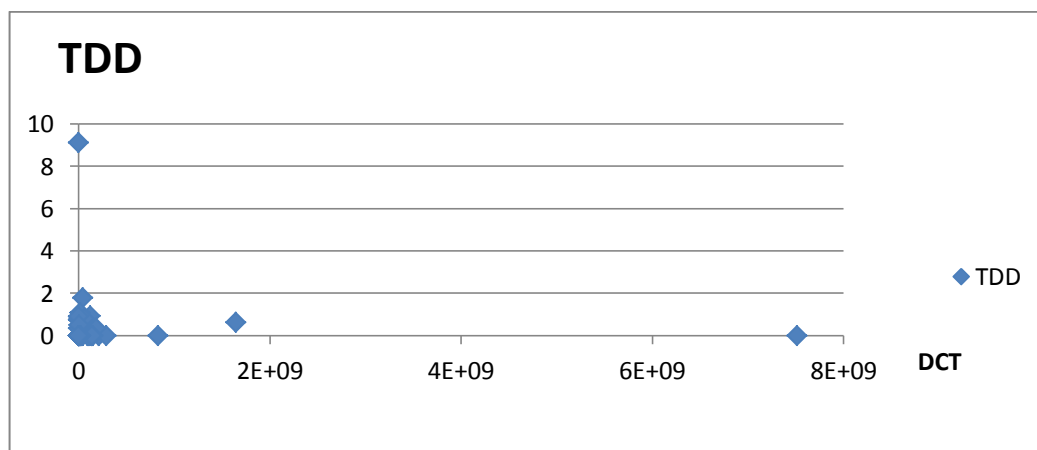
La figure 8 : La relation entre le TDD et les DLMT



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

En deuxième lieu, on représente la relation entre le taux de distribution des dividendes et la dette à court terme, sachant que les autres variables sont constantes.

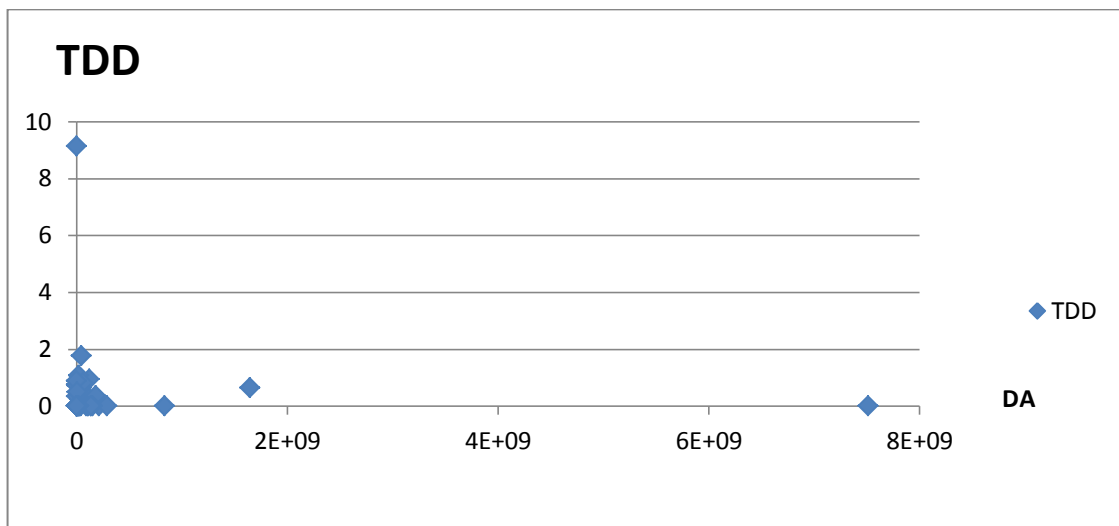
La figure9 : La relation entre TDD et les DCT



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

En troisième lieu, on représente la relation entre le taux de distribution des dividendes et la dette envers les associés.

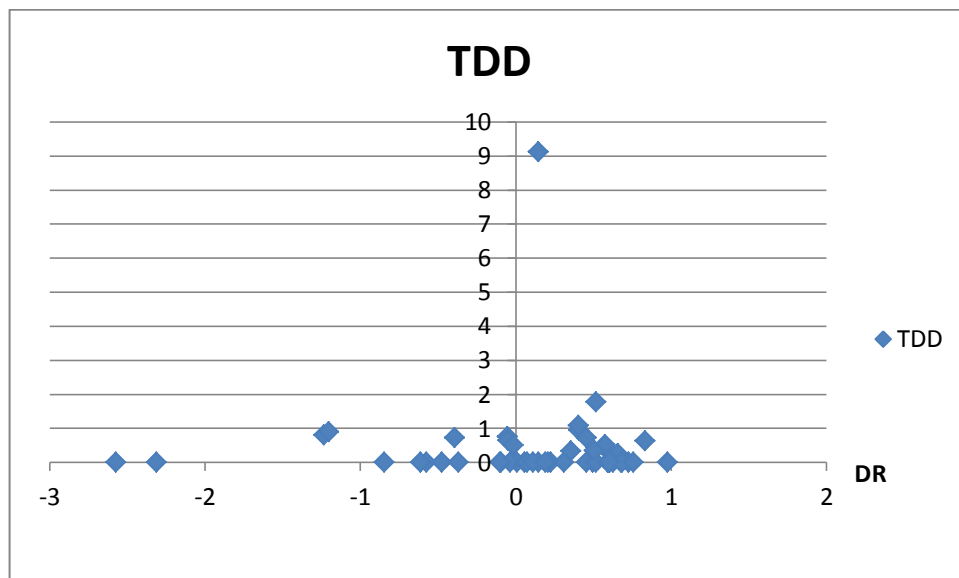
La figure 10 : La relation entre TDD et les DA



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

la relation entre le taux de distribution des dividendes et Debt ratio.

La figure11 : La relation entre TDD et DR



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

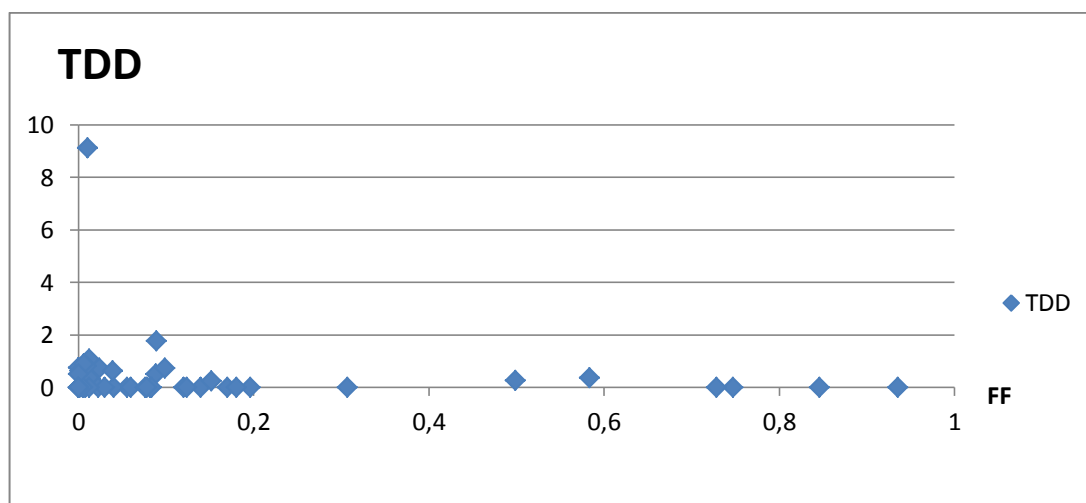
2. 5. Les frais financiers(FF)

On s’attend à un effet négatif entre cette variable et le TDD, lorsque les frais financiers (compte 66 du compte des résultats) augmentent le résultat net sa sera diminuer qui implique une diminution dans la distribution du dividende.

Sachant que : $FF = \frac{FF}{Résultatnet}$

La figure qui suit montre la relation entre cette variable et le TDD (Sachant que les autres variables sont constantes)

La figure12 : La relation entre TDD et FF



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l’échantillon.

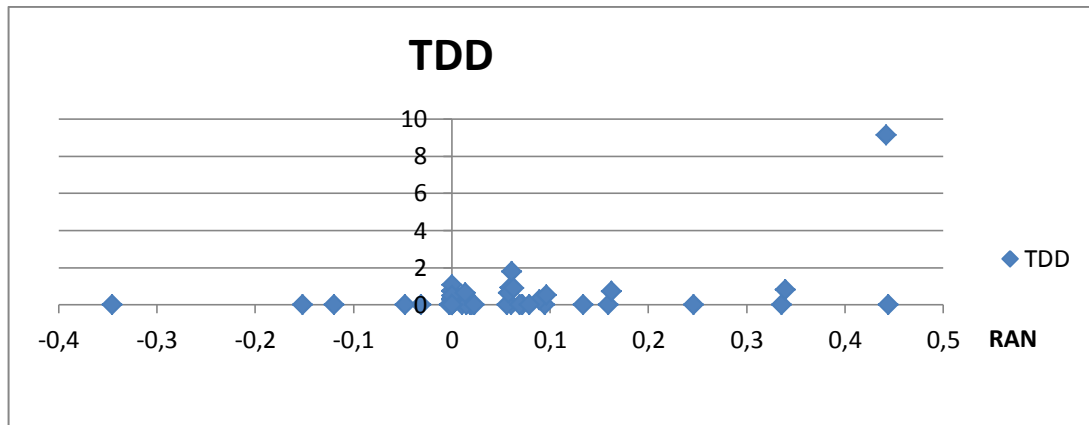
2. 6. Les reports à nouveaux(RAN)

On s’attend un effet positif entre TDD et RAN (compte 11 du bilan « passif »).

Sachant que : $RAN = \frac{RAN}{Actiftotal}$

La figure qui suit montre la relation entre cette variable et le TDD(sachant que les autres variables sont constantes).

La figure 13: La relation entre TDD et RAN



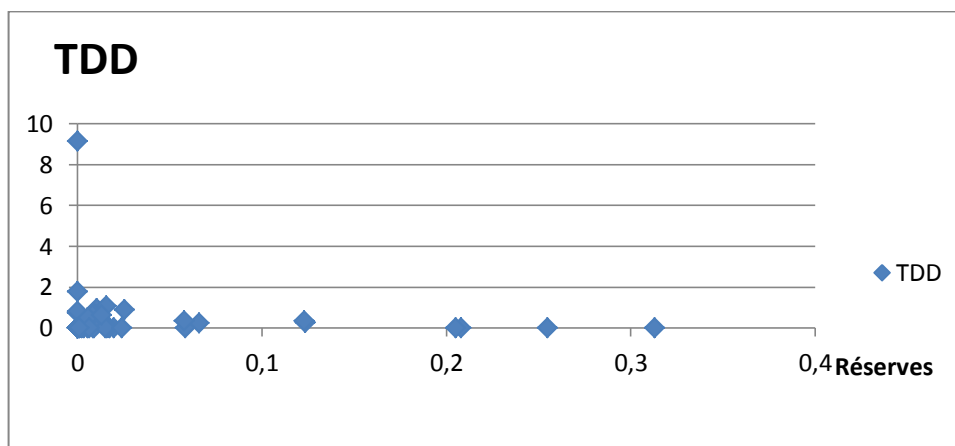
Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

2. 7. Les réserves (Rés)

On prévoit que la relation entre les réserves et le TDD positive, donc chaque augmentation des réserves aide à la l'existence des garanties de capital investi dans l'entreprise qui signifier la possibilité de distribution des dividendes.

La figure qui suit montre la relation entre cette variable et le TDD(sachant que les autres variables sont constantes).

La figure 14 :La relation entre le TDD et Réserves



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

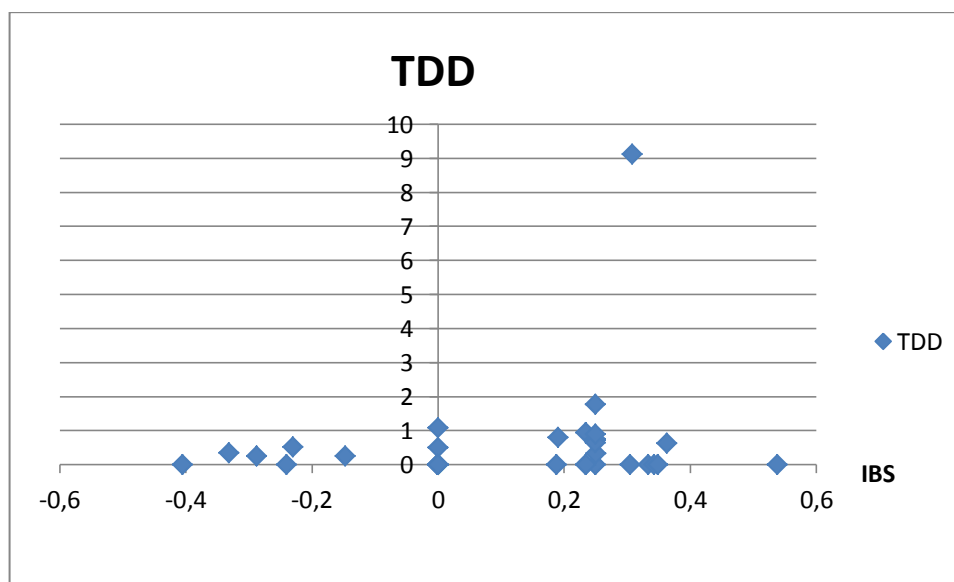
2. 8. Impôts sur Bénéfices des Sociétés (IBS)

Ils ont un effet négatif sur la liquidité disponible que possible à distribuer aux actionnaires, si les impôts augmentent le résultat net diminué donc la diminution du taux de distribution des dividendes.

Sachant que :
$$IBS = \frac{Impots}{Résultatnet}$$

La figure qui suite montre la relation entre cette variable et le TDD (sachant que les autres variables sont constantes).

La figure 15 : La relation entre le TDD et IBS



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

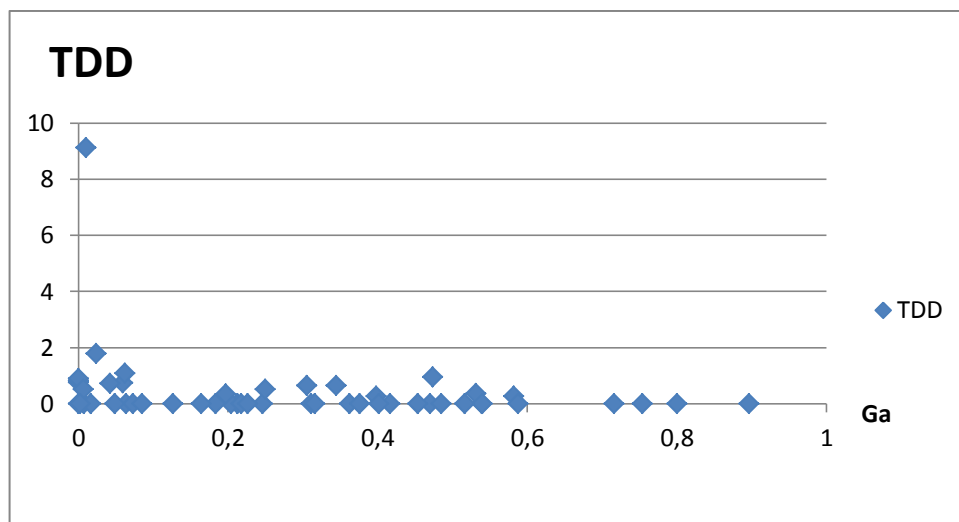
2. 9. Les garanties

Qui représentent la classe 2 du bilan, on prévoit que la relation est une positive entre Ga et le TDD, l'augmentation dans les garanties aide à la facilité d'obtention de financement dans le marché financier qui signifie la possibilité de distribuer les dividendes.

Sachant que : $Ga = \frac{Classe\ 2}{Actif\ total}$

La figure qui suit montre la relation entre cette variable et le TDD (sachant que les autres variables sont constantes).

La figure 16 : La relation entre le TDD et Ga



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

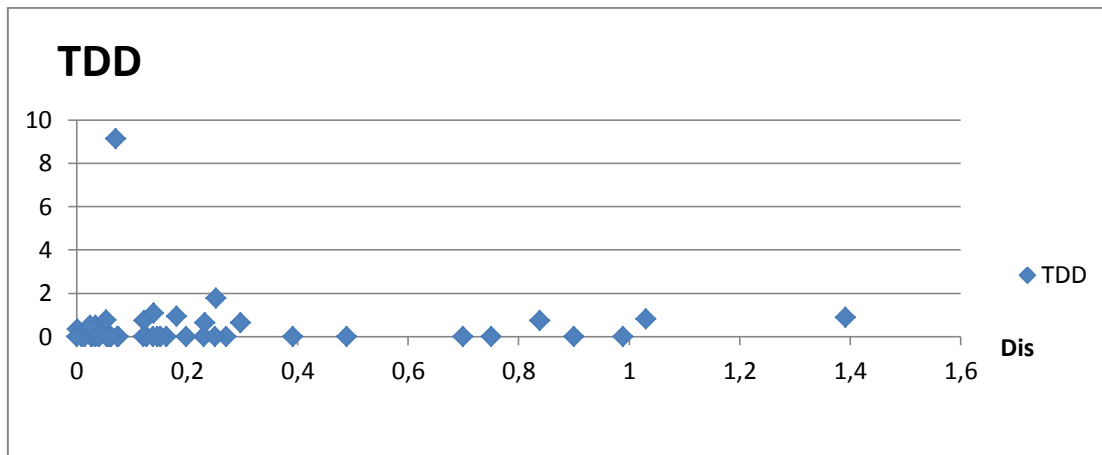
2. 10. Disponibilité (Dis)

Les disponibilités sont des moyens de paiement actuelles, donc on s'attend un effet positive entre le TDD et les Dis.

Sachant que : $Dis = \frac{Dis}{Actif\ total}$

La figure qui suit montre la relation entre cette variable et le TDD (sachant que les autres variables sont constantes).

La figure 17 : La relation entre le TDD et Dis



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

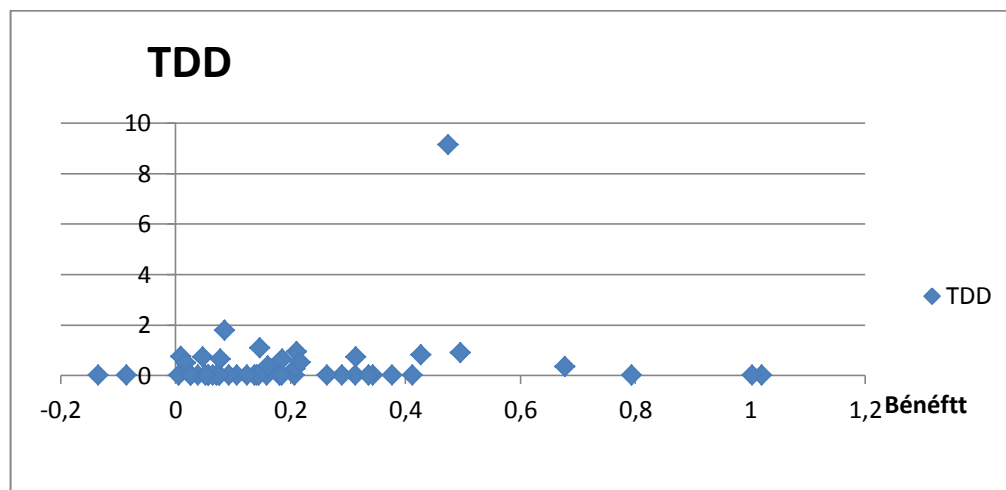
2. 11. Bénéfices totaux d'entreprise (Bénéftt)

Les bénéfices totaux de l'entreprise sont parmi les déterminants principaux de la politique de distribution des dividendes.

Sachant que : $Bénéftt = Rent + RAN + Rés$

La figure qui suit montre la relation entre cette variable et le TDD

La figure 18 : La relation entre le TDD et Bénéftt



Source : Tableau réalisé sur la base des données de l'échantillon.

Sous-section 2. Le modèle de régression linéaire multiple

Cette sous-section se divise en deux parties, la première est une présentation du modèle et la deuxième détermine le modèle.

1. Présentation du modèle

Pour la détermination de modèle, il faut comprendre le niveau de signification de modèle de régression de taux de distribution des dividendes avec l'utilisation de test du Fisher, connaître les variables explicatives avec le test du Student et tester la vérité des hypothèses du modèle qui sont basées sur les erreurs aléatoires.

L'acceptation ou le refus du modèle avec le test du Fisher, sous les deux hypothèses qui suivent :

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : b_1 = b_2 = \dots b_k = 0 \\ H_1 : \text{SINON} \end{array} \right.$$

Si le niveau de signification inférieur à 5%, l'hypothèse H_0 est refusée, qui signifie l'acceptation de modèle.

Et l'utilisation de test du Student(t), pour l'acceptation et refusée de chaque variable, sous les deux hypothèses qui suivent :

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : b_j = 0 \\ H_1 : b_j \neq 0 \end{array} \right. \quad j = 1, 2, \dots k$$

Si le niveau de signification de test Student inférieur à 5%, donc l'acceptation de la variable explicative x_j pour expliquer la variable dépendante.

Le modèle de la régression linéaire multiple s'écrit comme suit :

$$y_i = b_0 + b_1 x_{1i} + b_2 x_{2i} + \dots + b_k x_{ki} + \varepsilon_i, i = 1, 2, \dots, n$$

Sachant que :

- y_i représente l'observation numéro i de la variable dépendante.
- x_{ji} représente l'observation numéro i de la variable indépendante x_j , sachant que : $j = 1, 2, \dots, k$.
- ε_i représente la valeur i de l'erreur aléatoire.
- b_j est le coefficient de la variable indépendante numéro x_j .

Les hypothèses d'écrire un modèle de régression linéaire multiple :

- La valeur espérée de l'erreur aléatoire est égale à 0, $E(\varepsilon_i) = 0$.
- La variance de l'erreur aléatoire est constante, $E(\varepsilon_i - 0)^2 = E(\varepsilon_i)^2 = \sigma^2$.
- L'indépendance des valeurs de l'erreur aléatoire, $\text{cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_s) = E(\varepsilon_i \varepsilon_s) = 0$.
- L'indépendance de l'erreur aléatoire de toute les variables indépendante, $\text{cov}(\varepsilon_i, x_{ji}) = E(\varepsilon_i x_{ji}) = 0$.
- Il y'a pas d'une relation linéaire entre les variables indépendante.

Dans cette étude, le modèle qui on a intéressé de déterminer est :

$$\begin{aligned} TDD_i = & b_0 + b_1 FJEU_{iL} + b_2 FJSAR_{iL} + b_3 FJSPA_i + b_4 SAInd_i + b_5 SACom_i + \\ & b_6 \text{taille}_i + b_7 \text{Rent}_i + b_8 \text{Ga} + b_9 \text{IBS}_i + b_{10} \text{RAN}_i + b_{11} \text{FF}_i + b_{12} \text{RÉS}_i + b_{13} \text{DLMT}_i \\ & + b_{14} \text{DCT}_i + b_{15} \text{DR}_i + b_{16} \text{Bébéft}_i + \varepsilon_i. \end{aligned}$$

2. La détermination de modèle

Pour déterminer le modèle, Premièrement, il faut choisir la variable indépendante qui a une valeur supérieure de Student, et son seuil de signification soit inférieur ou égale à 5%, à partir de k équation de régression linéaire simple,

Deuxièmement, on fait le test avec cette variable avec les autres variables jusqu'à l'inexistence d'une autre variable indépendante a un seuil de signification inférieure ou égale à 10%.

A partir de cette détermination, on va obtenir l'équation de régression linéaire multiple qui inclue les variables indépendante choisis.

Avec l'utilisation de logiciel IBM SPSS Statistics 19, le tableau ANOVA montre que le modèle de régression linéaire fait à partir de deux étapes, la première étape le modèle était représenté par une seule variable indépendante significative est le report à nouveau(RAN) qui a un niveau supérieur de signification. Dans la deuxième étape, on va choisir le bénéfice total de l'entreprise comme une variable indépendante significative.

Le tableau suivant que représente, le coefficient de corrélation, à partir du choix du modèle.

Le tableau n°10 : Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,440(a)	,194	,177	1,19476
2	,533(b)	,284	,221	1,16261
a. Valeurs prédites : (constantes), reports à nouveaux				
b. Valeurs prédites : (constantes), reports à nouveaux, bénéfice total				

Source : La préparation de tableau selon les calculs de coefficient de corrélation avec l'utilisation de SPSS 19.

Le tableau montre que lorsque on choisi une autre variable, la signification de modèle du taux de distribution des dividendes augmente dans l'échantillon étudié et qui est égale à 28,4%, donc le modèle obtenu représente 28,4% de la variation du taux de distribution des dividendes.

Le tableau suivant, représente le seuil de signification du modèle.

Tableau n°11 : ANOVA (c)

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	16,478	1	16,478	11,544	,001(a)
Résidu	68,517	48	1,427		
Total	84,995	49			
2 Régression	24,171	2	6,043	4,471	,001(b)
Résidu	60,824	47	1,352		
Total	84,995				

(a)Valeurs prédites : (constantes), RAN

(b)Valeurs prédites : (constante), RAN, Bénéftt

(c)Variable dépendante : taux de distribution de dividendes

Source : La préparation de tableau selon les calculs de l'analyse ANOVA avec l'utilisation de SPSS 19.

Le tableau montre que le modèle est acceptable avec un seuil de signification statistique élevé.

Le tableau suivant représente les coefficients du modèle du taux de distribution des dividendes.

Tableau n°12 : Coefficients du modèle (a)

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,184	,181		1,016	,315
RAN	4,407	1,297	,440	3,398	,001
2 (Constante)	,627	,320		1,959	,056
RAN	4,558	1,423	,455	3,203	,003
Bénéftt	,763	,350	,711	2,179	,035

(a). Variable dépendante : taux de distribution des dividendes

Source : La préparation de tableau selon les coefficients du modèle avec SPSS 19.

Ce tableau montre que les variables acceptables sont le report à nouveau et le bénéfice total de l'entreprise.

A partir de ces résultats, on peut écrire le modèle de régression linéaire comme suit :

$$\text{TDD}_i = 0,627 + 4,558\text{RAN}_i + 0,763\text{Bénéftt}_i$$

La discussion du résultat, de cette étude représente comme suit :

A partir du tableau n°10, on remarque que. Le coefficient de détermination (R-deux) du premier modèle est inférieur au coefficient de détermination du deuxième modèle.

Alors, le deuxième modèle explique plus d'information, donc on choisit le modèle 2, pour l'estimation du taux de distribution des dividendes.

Le deuxième modèle, explique 28,4% d'information sur le taux de distribution des dividendes.

D'après le tableau n°11, qui représente l'analyse ANOVA du taux de distribution des dividendes, montre que le modèle 2 est globalement significatif au seuil 5%.

Le tableau n°12, montre que le coefficient du report à nouveau est significatif au seuil 5% et égale à 4,558, alors, si le report à nouveau augment de 1%, le taux de distribution des dividendes aussi augment de 4,558%.

La variable bénéfice total a une influence positive sur le taux de distribution des dividendes, donné par le coefficient 0,763, alors chaque augmentation de 1% du bénéfice total, implique une augmentation du taux de distribution des dividendes de 0,763%.

L'impact de la variable report à nouveau donné par un coefficient positif qui exprime une relation directe entre cette variable et le taux de distribution des dividendes, cette relation a un sens économique car les reports à nouveaux représente les bénéfices des années passées non distribués, qui on peut l'utilisés dans la décision de distribution des dividendes.

- Le bénéfice total de l'entreprise ressort comme variable significative au seuil de signification 5%, alors pour chaque augmentation de bénéfices de 1% le taux de distribution des dividendes augmentent de 0,763%

Conclusion du chapitre trois :

L'étude empirique des déterminants de la politique de distribution des dividendes d'un échantillon de 50 entreprises privées algériennes.

Les déterminants de la distribution des dividendes dans les entreprises privées algériennes sont le report à nouveau et les bénéfices totaux de l'entreprise avec une relation positive, qui sont d'accord avec les théories de signal et d'agence, mais les autres variables comme la taille, la garanti, les dettes, le secteur d'activité, la forme juridique, la rentabilité et l'impôt n'ont aucune influence dans la distribution des dividendes dans les entreprises de l'échantillon.

A partir de l'analyse descriptive de l'échantillon, il existe plusieurs remarques du taux de distribution des dividendes, dans les entreprises privées algériennes :

-Le taux de distribution moyen est 40,63%, les entreprises qui ont fait la distribution représente 34% (17 entreprises parmi 50 le nombre des entreprises de l'échantillon).

-66% des entreprises privées algériennes de l'échantillon, elles ont un taux de distribution inférieur à 20%.

- Un nombre très important des entreprises de l'échantillon versent un taux de distribution faible, ainsi que le pourcentage des entreprises qui distribuent un taux élevé entre 20% et 28,6% quelque soit la forme juridique. Et les entreprises qui ont une distribution moyenne leur pourcentage est 0% par rapport aux SNC et EURL, 9,5% aux SARL et 40% aux SPA.

D'après le cadre juridique et fiscale, on peut observer les remarques qui suivent :

-L'existence d'imposition sur les bénéfices et la plus-value, mais il y a une exonération de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur les

bénéfices des sociétés (IBS), les plus-values de cession des obligations et titres assimilés cotés en bourse ou négociés sur un marché organisé, d'une échéance minimale de cinq (05) ans.

-Il y a une différence dans le taux d'imposition entre les résidents et les non résidents, sachant que les résidents est imposé avec un taux inférieur que les non résidents.

Conclusion générale

Conclusion générale

L'objectif de cette recherche est d'étudier le taux de distribution des dividendes dans les entreprises privées algériennes, et indiquer les variables qui l'influent.

Pour effectuer cette recherche, on a formulé la problématique comme suit : « Quelles sont les variables qui expliquent la politique de distribution des dividendes dans les entreprises privées algériennes ? ».

Afin de répondre à cette question fondamentale, on a essayé de répondre aux questions partielles qui expliquent cette problématique, en utilisant les différentes théories et études traitant la distribution des dividendes présentés dans trois chapitres.

A partir du premier chapitre, on a défini en général le concept de la distribution des dividendes ainsi l'analyse de sa politique qui a permis de dégager le ratio de distribution des dividendes comme le facteur le plus influençant sur cette politique

Le deuxième chapitre a traité les différentes théories utilisées dans la distribution des dividendes.

Pour consolider les résultats théoriques, on a utilisé une étude empirique sur la distribution des dividendes des entreprises privées algériennes, afin de déterminer une relation fonctionnelle entre le taux de distribution des dividendes et les différentes informations internes sur les entreprises étudiées.

Les résultats de la recherche sont représentés comme suit :

- Il y a des entreprises qui distribuent aux actionnaires un taux très important et d'une façon régulière à travers des dividendes annuels, exceptionnels ou rachats d'actions, et il y a des entreprises ne distribuent pas régulièrement les

dividendes, ce résultat cité, confirme la première hypothèse qui repose que le taux de distribution des dividendes des entreprises privées algériennes est faible, puisque la plupart de ces entreprises sont familiales qui supportent des coûts d'agence plus faible que les autres.

- La décision de distribution des dividendes est une décision financière très importante, prise par le conseil d'administration qui décide le montant de liquidité à distribuer et cela confirme la deuxième hypothèse, qui énonce que Chaque année, le conseil d'administration propose à l'assemblée générale des actionnaires, une affectation possible du résultat distribuable de l'exercice. Si l'assemblée générale approuve cette répartition, elle fixe le montant du dividende et la date à laquelle ce dernier sera versé.

- On a 66% des entreprises privées algériennes de l'échantillon, qui ont un taux de distribution inférieur à 20%. L'explication la plus probable semble être le fait que le dividende ne représente pas la seule source de rémunération des propriétaires, il existe d'autres sources de rémunération lorsque les sociétés sont contrôlées par une famille, qui confirme la première hypothèse.

- D'après l'étude empirique, la rentabilité n'a pas un influence sur le taux de distribution des dividendes qui ne conforme pas à la troisième hypothèse, qui énonce que la rentabilité peut induire à l'augmentation du taux de distribution des dividendes.

- A partir de l'étude empirique, on a conclu, l'existence d'un impact de le report a nouveau et le bénéfice total d'entreprise sur le taux de distribution des dividendes, qui affirme la quatrième hypothèse, qui repose, les dividendes servent à rémunérer les apporteurs de fonds propres, ils sont en général distribués à partir du bénéfice net de l'exercice clos, mais peuvent être également issus des bénéfices mis en report à nouveau ou en réserve

Parmi les problèmes rencontrés de cette recherche, nous citons :

- Les données que nous disposons sont insuffisantes, il aurait été intéressant d'avoir des données sur les décisions d'investissement et de financement.
- La fiabilité et la transparence limitées des données présentées par les entreprises privées algériennes.
- La difficulté de collecter les données et d'accéder aux informations.

Il n'existe pas un consensus sur les déterminants de la décision de distribution des dividendes, parce qu'il ne semble pas y avoir une politique optimale des dividendes, au lieu de cela, on peut proposer :

- La réalisation d'une politique de distribution des dividendes cohérente, qui est créée la richesse aux actionnaires et à l'entreprise.
- La politique des dividendes, est une décision financière de l'entreprise, doit être justifiée par les besoins financiers des investisseurs et par les besoins de l'entreprise.
- Les entreprises devraient différencier les dividendes ordinaires qui doivent se développer allant de pas avec des revenus, des dividendes extraordinaires pour informer des actionnaires que ces dividendes supplémentaires ne doivent pas être prévus chaque année à l'avenir.

Bibliographie

I- Ouvrage

- 1- Allen.F et Michaely. R, payout policy, Handbook of the Economics of Finance, 1^{ère} édition, 2003.
- 2- Bellalah Mondher, Finance moderne d'entreprise, Ed Economica, Paris, 2003.
- 3- Berk.J-Demarzo.P-Capelle.Blancard.G-Couderc.N et Nalpas.N,Finance d'entreprise, Pearson, Paris, France, deuxième édition, 2011.
- 4- Bodie Zvi et Merton Robert, Finance, Pearson, Paris, 3^{ème} édition, 2011.
- 5- Cobbaut. R, Théorie financière, Ed. Economica, Paris, 1997
- 6- Damodaran Aswath, Traduction sous la direction de Gérard Hirigoyen, Finance d'entreprise : théorie et pratique, édition de boeck, Bruxelles, 2006.
- 7- Damodaran Aswath, Finance d'entreprise : théorie et pratique, boeck, Bruxelles, 2010.
- 8- Ross S. A- Westerfield R et Jaffe JF, Finance corporate, Dunod, Paris, 2005.
- 9- Vernimmen Pierre, Finance d'entreprise, Dalloz, Paris, 12^{ème} édition, 2014.

II- Articles et revues

- 1- Elton. N and Gruber.M, « Marginal Stockholder Tax Rates and the clientele Effect», Review of Economics and Statistics (February 1970).
- 2- « Gestion et société », Revue trimestrielle publiée par l'I.S.C.A.E.édition 1983.
- 3- Bellalah Mondher, « Réflexions sur la politique optimale de dividendes en présence de couts d'information », Paris-Dauphine, Cahiers de recherche, Université de Cergy, 2000.

III- Textes législatifs et réglementaires

- 1- Code du commerce 2013, République Algérienne Démocratique et Populaire.
- 2- La loi des impôts directs, République Algérienne Démocratique et Populaire, 2013.
- 3- La loi de finances 2009 et la loi de finances 2012, République Algérienne Démocratique et Populaire.
- 4- Le décret exclusif n°92-270 du 06/juillet 1992, Algérien relative à la loi des impôts directs.
- 5- Guide fiscal des produits financiers, Ministère des finances, Direction Générale des impôts, 2013.

IV- Mémoires et Thèses universitaires

- 1- WONGCHAIWAT Peerapat, Politique de dividende des entreprises sur les marchés émergents d'Asie, Thèse pour l'obtention du grade de Docteur, Université de Paris I, Panthéon- Sorbonne, 2011.
- 1- Lermann Arnaud et Begaudeau David, L'impact des programmes de rachats d'actions et des offres publiques de rachats d'actions sur les cours de bourse des entreprises françaises après la réforme de 1998, Mémoire de DESS Finance d'entreprise, Faculté des Sciences Economiques, Université de Rennes, France, Octobre 2000.

V- Sites internet :

Site : www.dauphine.fr/cereg/cahiers_rech/cereg200009.pdf

Annexes

Annexe n°1. Les trois tableaux qui suivent sont des tableaux représentatifs des données des bilans, compte du résultat et des données de la décision de l'assemblée générale de l'exercice 2013 des entreprises étudiées.

N	CA	Actif total	SA	FF	Amortissement	IBS	DIV
1	784026763,60	679699332,58	IND	1279443,83	341779184,32	22516000	90000000
2	695885570,29	684931221,60	IND	7179571,59	275283879,4	12061200	0
3	3339096148,47	1312708674,33	COM	77419585,37	44370272,49	34582135	0
4	2318857655,05	1512421725,21	IND	14977716,05	712132180,79	- 29981806	0
5	67149511	30560654	SER	98360	44291935	0	0
6	1133511286	935789207	COM	14280531	67654656	0	0
7	145208756	118908988	IND	557934	65091267	3655267	0
8	6032294441	5482582945	IND	114208627	1646865160	-65829216	59443650
9	980417245,7	1267145427,74	IND	10186304,93	338159811,52	-9863500,40	16897679
10	78659174	28708197	SER	193183	44534371	0	0
11	2366556819,72	1073953351,46	COM	43314552,47	33730691,34	20366822,19	0
12	979903081,81	1647887353,51	IND	17589938,23	289351902,25	-7611609,25	0
13	2652470624,13	1691764182,84	IND	17079284,82	778627485,68	-44478089,3	100000000
14	2069054019,23	11322867845,78	SER	215515822,2	3497650612	-40620341,7	0
15	767029798	750063409	COM	8380403,24	55057223	0	0
16	6819628,706	11691758,51	SER	4157,45	378712,27	0	0
17	31756272,59	67529296,85	IND	76354,73	635574,97	796470,52	2389411,56
18	203157527,86	412645841,61	IND	2498124,41	162814241,80	692906,66	0
19	1051024833,43	1344800074,21	IND	8731914,95	256982362,22	0	0
20	119657249,5	181768229,8	COM	403084,83	1383489,67	1131704,70	8027625,42
21	2179447,27	15562164,02	SER	17783,9	257965,02	0	0
22	127808304	88420765	IND	0	52651767	1251588	0
23	5669817158,37	4594799545,62	IND	98347793	1329342494,3	-55920315	60000000
24	17549011,41	18984216,57	SER	100428,23	1109063,01	0	0
25	2292700	3630671,74	SER	0	763596,63	211679,5	0
26	11461847581,9	30099573372,69	IND	221326017,8	18416037037	500440495,5	0
27	118419035	114198591	IND	0	36302512	721086	0
28	2830051,31	20391031,4	COM	0	0	47757,85	143273,55
29	4475865,5	3982255,58	COM	1299,87	47400,14	39741,48	1177229,8

30	995238,47	1535628,1	COM	205	0	0	0
31	1354278259	10955811017,9	SER	23121200,67	2677300497	103635019,7	0
32	1545940446	656082713,1	COM	5537528,81	3993682,01	101746949,5	135351110
33	5630000,115	7821163,078	COM	9717,64	0	0	0
34	182029392	128705027	IND	201645	419892	0	18183700
35	6446391,66	4182772,59	COM	58663,83	10589,85	148733,61	431463,92
36	54917897,58	155259975,9	SER	32396,33	398042,72	4662517,28	11918000
37	887290,05	1070832,87	SER	1299,87	42377,40	13313,32	0
38	4069889,94	6436664,19	IND	5055,02	0	107337,3	457595,85
39	2035444,98	3328288,79	COM	2215,68	24700,56	0	0
40	1548516747,54	3464374716,4	IND	440836843,8	3521626,48	0	0
41	11285740	1416632,68	SER	3509,12	0	144158,71	514160,54
42	4181637,23	9680614,03	IND	8981,62	616414,02	0	0
43	307528704,47	346200191,08	COM	23428147,49	300635243,16	0	0
44	38568420,1	52985587,54	COM	146493,27	200332,27	0	0
45	176145,01	134287,58	COM	0	0	0	0
46	5910583,92	172757847,6	COM	0	350276,54	0	999462,69
47	110922907	312153514	IND	0	121991114	0	0
48	6006039691,76	859875210,51	IND	0	4011370,73	0	0
49	3766518,51	12844209,05	SER	301889,32	471804,74	0	0
50	4149957579	7107244381	SER	14378383	292638744	133374814	232934937

N	FJ	Rés	RAN	DLMT	DA	DCT
1	SARL	7107364,77	40187858,34	5967019,88	0	392194423,60
2	SARL	3688388,71	41387845,83	30525555,37	7956026,51	412903912,22
3	SARL	76662080,28	0	17500000	0	207283426,1
4	SARL	5272950,40	142987059,20	10279800,20	0	1000999410
5	EURL	259500	7509530	2185500	0	12769831
6	SARL	18341866	0	1329235	0	100024886
7	EURL	0	0	0	0	30163511
8	SPA	676833846	0	1502931430	3645260	2023278301
9	SARL	83526459,12	112847686,58	346771837,67	4126,63	512057930,8

10	EURL	500000	4574402	1214166	0	8910673
11	SARL	17207908,40	0	20000000	0	167599891
12	SARL	14597633,93	31034720,28	100970330,65	0	928004043,2
13	SARL	10572950,40	162716931,16	413032635,65	0	615137838,5
14	SPA	2354979857,4	-352711625,2	6449615830	258777386	1215791360
15	SARL	11320619	100363846	7854287	0	147410224
16	EURL	0	5192754,54	1946620,67	0	371833,85
17	SNC	0	0	0	25432421,23	38810896,5
18	SARL	206699,24	-1056759,55	102973062,88	0	187458213
19	SARL	1564814,18	96560511,08	10332918,25	4126,63	978757188,8
20	EURL	0	11031556,64	0	5886508,71	139860842
21	SNC	0	0	681385,39	8080000	4451514,51
22	EURL	0	0	0	0	50390686
23	SPA	564163334,24	3511462,71	828821207,08	0	1679614192
24	EURL	0	-2877629,6	3659523,91	506054,85	17268120,1
25	EURL	0	202791,42	0	2754383,59	130755,61
26	SPA	9421690281,3	319161089,57	4262167046	746033555,3	7610920131
27	EURL	0	0	0	0	78929694
28	SARL	0	0	0	0	0
29	SARL	0	1760387,74	0	1151760,01	859659,78
30	SNC	0	0	0	673996,58	-9332,02
31	SPA	2245795856,33	-521689623,9	6365810782	37054972,66	275954259,3
32	SPA	37873423,43	0	29685782,15	0	204407323,8
33	SNC	0	538289,84	0	5350035,21	1398747,03
34	SARL	2000000	0	2967823	0	66908603
35	EURL	35761,07	679462,35	0	505056	1862611,7
36	EURL	1246496,54	8953735,426	0	69402056,46	38531600,24
37	SARL	0	359466,28	0	121079,81	443590,95
38	SNC	0	2182892,71	0	1754520,89	1904018,45

39	SNC	0	67386,85	0	2020058	45678,26
40	SPA	83160925,58	51600949,62	1580688438	43562486,55	935901849,8
41	SARL	35848,94	89205,07	0	347440,51	266503,31
42	SARL	2466387,76	-21074176,92	72230,23	0	768717
43	SARL	776106,06	-41509768,95	212919504,71	0	15693548,78
44	EURL	0	4168594,12	0	13410930,15	14459604,92
45	SNC	0	0	0	101045	2987,58
46	SPA	999462,69	0	0	779060,23	1226496,74
47	SARL	2000000	0	23467823	0	232652562
48	SPA	0	0	0	447672731,22	94746512,93
49	SARL	11713,98	297158,22	0	7724111,35	3229559,7
50	SPA	92134937	96464213	728858241	0	6829689098

N	Rent	Disp	béné	Ga
1	95992161,60	122539503,95	143287384,7	321729589,84
2	51518976,06	103640750,65	96595210,6	369336342,41
3	103595903,4	212796930,99	180257983,7	83661712,2
4	125029871,93	92968843,61	273289881,5	321080883,36
5	1769917	1024415	9538947	21885135
6	175073941	136002654	193415807	229944502
7	6788352	3321744	6788352	43065733
8	228869539	174363692	905703385	3190938414
9	67089230,49	27996813,19	263463376,2	503956123,07
10	4788939	1164507	9863341	21642698
11	59454173,02	290187760,57	76662081,42	77835545,82
12	18799254,01	42573419,89	64431608,22	208491805,27

13	193641989,94	56269621,87	366931871,5	422565425,89
14	35685517832	832805624,92	37687786064	9060463677
15	140424927	113240954	252109392	233126236
16	4080449,43	29356131,96	9273203,97	2381614,07
17	3185882,1	8180886,25	3185882,1	4001091,37
18	2953970,54	31229512,15	2103910,23	171853188,79
19	115146499,83	11211032,92	213271825,1	424912907,08
20	4526818,74	45833063	15558375,38	4295782,71
21	2248264,12	1879729,18	2248264,12	2851283,96
22	5006353	4796584	5006353	41586399
23	168602699,5	182861752,23	736277496,5	2440688175,16
24	327147,33	2392549,65	-2550482,27	3117462,55
25	846717,97	500777,06	1049509,39	1458026,65
26	2658147326,7	7513998147,1	12398998698	11308739239,87
27	3074106	1632361	3074106	61652228
28	191031,4	1087992,14	191031,4	0
29	128989,51	282215,48	1889377,25	39830,08
30	163963,48	8127661,54	163963,48	0
31	297137432,68	151257422,42	2021243665	9820139527
32	406238773,4	891006,53	444112196,8	128947926,2
33	433090,98	21520099,81	971380,82	57582,44
34	16828601	17855143	18828601	7946159
35	594906,16	3505369,89	1310129,58	176504,57
36	18650069,14	46031790,54	28850301,11	47366793,95
37	43672,77	1059340,39	403139,05	232786,74

38	564933,15	62789435,12	2747825,86	0
39	185223,69	1627429,17	252610,54	54986,42
40	89351421,62	138241812,39	224113296,8	1788418175,18
41	576634,84	1970903,26	701688,85	0
42	98349534,9	6765737,11	79741745,74	39938654,36
43	11135842,18	19590911,62	-29597820,71	167925751
44	746458,36	10503092,8	4915052,48	4477483,22
45	10143,56	52454,76	10143,56	6470,06
46	1998925,4	4083547,17	2998388,09	1061756,72
47	14033128	19419737	16033128	70641847
48	226301469,17	944,63	226301469,2	1791283,89
49	21899,07	784531,22	330771,27	7553069,53
50	367325801	1645221547	555924951	2448379086