

Ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche scientifique

Ecole Supérieure de Commerce

« ESC »

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

Spécialité : Finance d'entreprise

Thème :

**Les déterminants de la
distribution des dividendes
Cas des grandes entreprises Algériennes**

Elaboré par :

DJEZAR Souheir

Encadré par :

Mr : AZZAOUI Khaled

Lieu du stage : Direction des grandes entreprises algériennes

Ben Aknoun Alger

Période de stage : du 2/03/2020 au 30/06/2020

2019/2020

Remerciements

Je tiens à remercier en premier lieu mon encadreur Monsieur AZZAOUI KHALED, pour ses conseils judicieux, ses encouragements et son suivi.

Mes remerciements s'adressent également à mon tuteur de stage Monsieur SAI, inspecteur des impôts au niveau de la direction des grandes entreprises, pour son aide, sa gentillesse et ses remarques qui m'ont permis d'avoir un bon savoir. Je tiens également à remercier tout le personnel de la direction des grandes entreprises.

Enfin, je remercie du plus profond de mon cœur ma famille pour l'encouragement et l'amour qu'ils m'ont témoignés durant toutes ces années.

Dédicace

Je dédie ce mémoire

A mes très chers parents, ma source de joie et de bonheur,

*Pour leur sacrifice, soutiens et encouragements permanents tout au
long de mes études,*

A ma sœur, mon frère et toute ma famille.

Sommaire :

Introduction générale.....A

Chapitre 1 : Généralités sur la politique de dividende :

Section 1 : Notion générale sur la politique de dividende.....2

Section 2 : les facteurs influençant la politique de dividende.....15

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique de dividende :

Section 1 : Les théories de la politique de dividende.....24

Section 2 : les modèles de la politique de distribution des dividende.....36

Section 3 : revue de littérature.....43

Chapitre 3 : Les déterminants de la distribution des dividendes des grande entreprises**Algériennes :**

Section 1 : Le cadre juridique et fiscal de la distribution des dividendes en Algérie.....50

Section 2 : Analyse descriptive de l'échantillon.....54

Section 3 : Estimation du modèle économétrique.....63

Conclusion générale.....75

Liste des tableaux :

N°	Titre du tableau	Page
1	Secteurs d'activité des entreprises.	54
2	Tableau récapitulatif de l'ensemble des variables	59
3	Statistique descriptive de la variable à expliquer	60
4	Statistique descriptive des variables explicatives	61
5	Matrice de corrélation des variables	62
6	Les résultats de la régression	65
7	Le résultat du test de normalité	66
8	Le résultat du test d'hétéroscédasticité	67
9	Résultats du test de Multicolinéarité des variables du modèle	67
10	Résumé des résultats des hypothèses	70

Liste des figures :

N°	Titre de la figure	Page
1	Les dates importantes de distribution des dividendes	5
2	Variation du prix autour de la date ex. dividende	7

Liste des abréviations :

ADP	Action à dividende prioritaire
AGO	Assemblée générale ordinaire
BPA	Bénéfice par action
CA	Chiffre d'affaires
CF	Cash-flows
DGE	Direction des grandes entreprises
END	Endettement
FPT	Fixed price tender offer
IBS	Impôts sur les bénéfices des sociétés
IRG	Impôts sur le revenu global
OMR	Open market share repurchases
PER	Price earning ratio
ROA	Return on assets
ROI	Return on Investment
SARL	Société à responsabilité limitée
SPA	Sociétés par actions
TPR	Transferable put rights distribution

Résumé :

L'objectif de cette étude est l'analyse des déterminants de la distribution des dividendes dans les grandes entreprises algériennes pour l'année 2018. Pour cela, nous avons utilisé la méthode de régression linéaire multiple sur un échantillon de 54 entreprises algériennes.

Les résultats de la présente étude indiquent l'impact significatif et positif de la rentabilité, des dividendes antérieurs et la liquidité sur la distribution des dividendes de l'année en question, en revanche, il existe un impact négatif de l'endettement et des réserves sur la décision de distribution. Enfin, les flux de trésorerie disponibles n'ont pas un impact significatif dans notre étude.

Mots-clés : Politique des dividendes, déterminants de la distribution des dividendes, théorie financière, Algérie.

المخلص:

الهدف من هذه الدراسة هو تحليل محددات توزيع الأرباح ضمن الشركات الجزائرية الكبرى لعام 2018. ولهذا الغرض، استخدمنا طريقة الانحدار الخطي المتعدد على عينة مكونة من 54 شركة جزائرية. تشير نتائج هذه الدراسة إلى التأثير المعبر والإيجابي للمردودية والسيولة والتوزيع السابق للأرباح على التوزيع الحالي للأرباح. من ناحية أخرى، هناك تأثير سلبي للديون، والاحتياطات على قرار التوزيع، وأخيراً التدفقات النقدية المتاحة ليس لها تأثير كبير وفقاً لهذه الدراسة.

اهم المصطلحات: سياسة توزيع الأرباح، محددات توزيع أرباح الاسهم، النظرية المالية، الجزائر.

INTRODUCTION GENERALE

Introduction générale

La problématique de distribution du profit a suscité de nombreuses interrogations et demeure jusqu'à présent très controversée sur le plan académique. Black (1979) qualifie cette problématique par le terme « Puzzle », comme il l'a noté : « plus nous regardons attentivement l'image des dividendes, plus cela ressemble à un puzzle, avec des pièces qui ne s'emboîtent tout simplement pas. », Les raisons de ce puzzle sont une multitude de facteurs comme l'incertitude, l'asymétrie de l'information, la fiscalité, le facteur informationnel, l'effet clientèle, et d'autres facteurs internes comme la taille, la profitabilité, le risque, la liquidité et le levier financier.

Les dividendes sont les parts des bénéfices distribuables aux titulaires des actions dans une entreprise, en d'autres termes c'est la rémunération versée aux actionnaires en contrepartie de leur investissement au capital. Cette opération s'effectue sous la décision de l'assemblée générale ordinaire et la détermination de la politique de dividende revient donc à décider de la proportion des bénéfices réinvestie dans l'entreprise, de la stabilité temporelle des dividendes, et du rachat d'action.

La diversité des découvertes sur ce sujet qu'on va détailler dans la suite a donné lieu à un certain nombre de théories abordant les déterminants de la politique des dividendes et son impact sur la valeur de l'entreprise, En effet depuis que Modigliani et Miller (1961) ont introduit la théorie de la neutralité des dividendes, un grand nombre de tests empiriques ont été entrepris et les résultats empiriques sont assez divers au niveau mondial, l'encontre de cette théorie est la pertinence de la politique de dividende avec ces principaux auteurs Lintner et Walter, d'autres hypothèses ont suggérées que le paiement des dividendes est une forme de signal pour les actionnaires (Allen et Michaely 2003), et selon la théorie d'agence, la distribution des dividendes peut être un moyen pour résoudre le problème d'agence entre les actionnaires et les dirigeants.

Importance du thème :

La politique de dividende fait partie des décisions financières importantes qui visent à maximiser la valeur de l'entreprise, en effet les dividendes peuvent être perçus comme une preuve du bien être financier de l'entreprise, d'ailleurs les investisseurs qui cherchent à

obtenir un flux courant ou régulier préfèrent investir dans une entreprise effectuant une distribution régulière, de plus les dividendes constituent un élément fondamental pour l'évaluation des entreprises par le marché financier.

-Justificatif du choix du thème :

-le sujet de la politique des dividendes est au centre de la spécialité de la finance d'entreprise.

-La littérature autour de la politique de dividende est divergente en ses résultats et constitue toujours un « puzzle ».

- Il existe peu d'investigation sur le sujet dans le contexte Algérien.

-La problématique de recherche :

L'objectif principal de cette étude est d'identifier les facteurs qui influencent la distribution des dividendes dans les grandes entreprises algériennes, vu la divergence des résultats de la littérature nous tenterons de mener cette étude dans le contexte algérien qui lui est peu étudié.

La question principale de notre recherche est la suivante : **Quel sont les déterminants de la distribution des dividendes dans les grandes entreprises algériennes ?**

Et les sous questions :

-Comment s'effectue la distribution des dividendes ?

-Quel sont les modèles théoriques qui expliquent la politique des dividendes ?

-quel sont les facteurs internes expliquant la distribution des dividendes dans les grandes entreprises Algériennes ?

Les hypothèses de recherche :

Nous proposons les hypothèses suivantes :

- Chaque année l'assemblée générale de l'entreprise décide du montant des dividendes à distribuer et cela après l'affectation du résultat de l'exercice, une fois la décision est prise, l'entreprise verse les dividendes aux actionnaires dans les neuf mois qui suivent la clôture de l'exercice.

- Sur le plan théorique plusieurs thèses ont été présentées, principalement la thèse de la neutralité de la politique de dividende de Modigliani et Miller et la thèse de la pertinence des dividendes de Gordon, Walter et Lintner, ces derniers ont proposé des modèles différents pour expliquer la politique de dividende.

- Plusieurs facteurs internes à l'entreprise affectent la décision de distribution comme la rentabilité, les cash-flows, l'endettement, la distribution antérieurs des dividendes, les réserves et la liquidité.

-

Démarche méthodologique :

Cette étude est consacrée à l'analyse de l'impact de certains facteurs internes sur la distribution des dividendes dans les grandes entreprises Algériennes. Pour tenter de vérifier les hypothèses formulées précédemment on adopte la démarche descriptive et analytique, on présentera les différentes notions liées à la politique de dividende dans le premier chapitre puis ses fondements théoriques dans le deuxième chapitre.

Dans le troisième chapitre on procèdera à l'étude analytique des résultats statistiques et économétriques obtenus à travers la régression linéaire multiple appliquée sur l'échantillon de l'étude constitué de 54 grandes entreprises Algériennes relatives à l'année 2018.

Le premier

Chapitre :

Généralités sur la politique de dividende

Chapitre 1 : généralités sur la politique de dividende

Introduction du premier chapitre :

Dans l'objectif de la maximisation de la richesse la décision de distribution des dividendes est une des décisions financières majeurs dans l'entreprise.

Le versement de dividendes affecte à la fois la richesse des actionnaires et la capacité de l'entreprise à conserver ses bénéfices pour exploiter les opportunités de croissance. Étant donné que les décisions d'investissement, de financement et de dividende sont interdépendantes (Pruitt et Gitman, 1991), la direction ne peut pas envisager une politique de dividende indépendamment de ces autres décisions.

Cette politique de distribution est très variable en fonction du type de société, chaque année L'AGO décide du montant des dividendes à distribuer, après l'affectation du résultat de l'exercice et la détermination des flux de trésorerie disponibles, deux options s'offre aux dirigeants :

-soit la conversion des flux de trésorerie disponibles vers le financement des projets d'investissement ou l'augmentation de la trésorerie.

-soit la rémunération des actionnaires par les dividendes ou le rachat d'actions.

Nous voulons donc cadrer les décisions de distribution, Les modalités de rémunération des actionnaires et les différents types de politiques de distribution.

Ce chapitre traite les différents aspects de la politique des dividendes. Il se compose de deux sections :

Section 1 : Notion générale sur la politique de dividende.

Section 2 : Les facteurs influençant la politique de dividende.

La première section présente les informations nécessaires pour comprendre la notion des dividendes.

La deuxième section présente les principales politiques de distribution des dividendes dans les entreprises.

Section 1 : Notions générales sur la politique de dividende

Cette section a pour objet de présenter quelques notions liées aux dividendes. Parmi elles, la définition des dividendes, des actions, ainsi que les modalités de distribution des bénéfices. Le dividende est la part des bénéfices d'une entreprise distribuée aux actionnaires. Cette distribution a lieu après une décision de l'assemblée générale ordinaire, ces dividendes perçus par les associés sont imposés fiscalement.

1-Définition d'une action :

Une action est un titre délivré par une société de capitaux qui confère à son détenteur la propriété d'une partie du capital avec tous les droits attachés à cette propriété : cette action lui permet d'une part d'intervenir dans la gestion et d'autre part de retirer un revenu variable en fonction des bénéfices réalisés par la société. Ce revenu est appelé « dividende ». Plus généralement, l'action fait partie des valeurs mobilières c'est-à-dire une valeur susceptible d'être transformée en liquidité sur le marché financier (bourse)¹. Il est à noter qu'il existe deux types d'actions : les actions ordinaires et les actions à dividende prioritaire (ADP).

La détention des actions ordinaires permet de participer aux assemblées de la société et d'y voter, la seconde est dénuée de droit de vote. Pour compenser cette inégalité, les porteurs d'ADP touchent un dividende plus important que les porteurs d'actions ordinaires qui ont eu un droit sur la gestion de la société.

- En cas de marché parfait : si l'entreprise augmente son taux de distribution, elle devra recourir à de nouvelles ressources externes (émission d'action ou dettes). En optant pour la dette, la croissance des fonds propres sera compensée par une augmentation du risque. En optant pour l'émission des actions et en faisant appel à ses actionnaires elle modifiera le partage des fonds propres entre eux.

¹ Jean-Philippe Denis, Alain-Charles Martin et Ahmed Silem, lexique de gestion et de management, Dunod, 2016.

2-définition d'un dividende :

Les dividendes sont généralement définis comme la distribution des revenus en espèces aux actionnaires de l'entreprise proportionnellement à leur propriété. Trois parties dans cette définition, toutes également importantes sont identifiées :

La première est que les dividendes ne peuvent être distribués qu'à partir des bénéfices nets et non par des sources de capital.

La seconde est que les dividendes doivent être sous la forme de rémunération réel en espèces.

La troisième partie de la définition stipule que tous les actionnaires partagent les dividendes par rapport à leurs participations dans la société. ²

En d'autres termes un dividende est un versement effectué par une entreprise à ses actionnaires détenant des parts dans la société, ce versement est décidé lors de la réunion de L'AGO.

Les décisions de dividende, telles que déterminées par la politique de dividende d'une entreprise, sont un type de décision de financement qui affecte le montant des bénéfices qu'une entreprise distribue aux actionnaires par rapport au montant qu'elle conserve et réinvestit.

La politique de dividende fait référence à la politique de paiement suivie par une entreprise pour déterminer la taille et le modèle de distribution des bénéfices au fil du temps.³ Elle revient donc à décider de la proportion des bénéfices réinvestie dans l'entreprise, de la stabilité temporelle des dividendes et du rachat d'action, une politique de dividende régulière permet de fidéliser les actionnaires.

² George m. frankfurter emeritus, dividend policy theory and practice, Elsevier science USA .2003, p 3

³Kent baker dividends and dividend policy: an overview, john Wiley 2009 p 3

Chapitre 1 : généralités sur la politique de dividende

DeAngelo et Skinner (2000, p. 353) note que les politiques des dividendes :

« Sont en constante évolution, de sorte que c'est une notion importante des recherches en finance d'entreprise qui tentent d'identifier les facteurs qui impliquent l'évolution de ces politiques. »

Afin d'étudier la politique de dividende on fait appel à des mesures sous forme de ratios :

-Le taux de distribution des dividendes :

C'est le rapport entre les dividendes distribués et les bénéfices net, il se calcule comme suit :⁴

Taux de distribution = Dividendes / Bénéfice Net

Ce taux mesure le pourcentage des bénéfices qui sont distribués aux actionnaires par rapport au bénéfice net.

-Le rendement de l'action (Le dividend yield) :

Cette mesure est la plus utilisée pour mesurer la politique de dividendes et se calcule comme suit :

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

Un rendement élevé peut signifier deux choses, la première que les bénéfices sont importants, la deuxième, que le cours de l'action est très bas.

3.les formes de rémunérations des actionnaires :

L'entreprise rémunère ces actionnaires selon deux importantes méthodes :

3.1. Le dividende en espèce :

⁴ S. A Ross, R.W. Westerfield, D. Jordan, fundamentals of corporate finance, Ninth Edition, mcgraw hill ,2010, p49

Chapitre 1 : généralités sur la politique de dividende

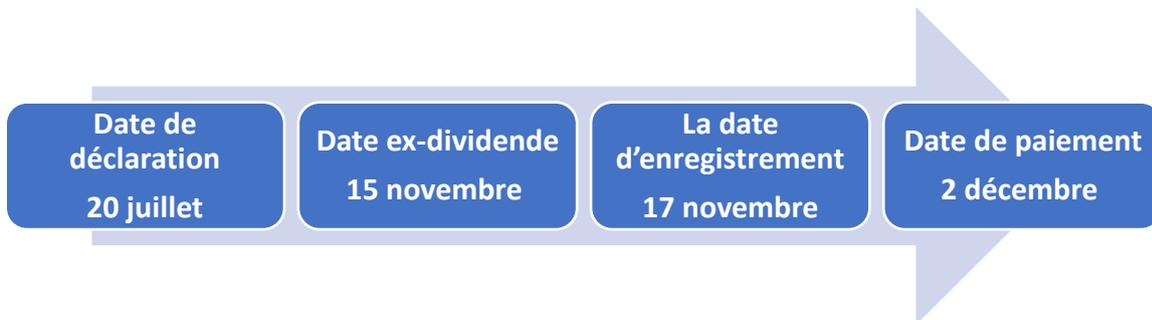
Le « cash dividend » où le dividende en espèces est la forme classique de distribution et de rémunération des actionnaires. Après l'affectation du résultat de l'entreprise suite à la tenue de l'assemblée générale ordinaire (AGO), le bénéfice distribuable est déterminé, celui-ci correspond au bénéfice de l'exercice auquel est ajoutée les sommes reportées des années précédentes et éventuellement diminué des pertes antérieures ainsi que des dotations aux réserves prévues par la loi.

3.1.1. La déclaration des dividendes et modalités de paiement :

À la date de la déclaration, le conseil d'administration décide de verser un certain montant de dividendes en numéraire aux investisseurs détenant les actions de la société à une date précise. La date d'enregistrement est la date à laquelle les dividendes sont attribués aux détenteurs des actions de la société. À la date du paiement, la société émet des paiements de dividendes.⁵

Un exemple sur l'ensemble des dates est représenté dans la figure suivante :

Figure N°1 : Exemple des dates importantes de distribution des dividendes.



Source: Jonathan berk, peter Demarzo, corporate finance, fourth edition, pearson, 2017. P 631

⁵ Jonathan berk, peter Demarzo, corporate finance, fourth edition, pearson, 2017. P 630

Chapitre 1 : généralités sur la politique de dividende

-Date de déclaration :

C'est la date à laquelle le conseil d'administration de l'entreprise émet un communiqué dans lequel il indique la catégorie d'action visée par le dividende, le montant par action, la date de clôture des registres et la date de paiement⁶

-Date ex-dividende :

Appelé aussi la date de détachement c'est la date à partir de laquelle l'acheteur du titre n'a plus le droit au dernier dividende déclaré par l'entreprise, pour éviter toute confusion résultant des transactions effectuées dans les jours avoisinant la date de clôture des registres, certaines bourses établissent une convention selon laquelle l'action se négocie sur une base ex-dividende (dividende détaché) à partir du quatrième jour ouvrable précédant la date choisie.

La date ex-dividende est importante et représente une source courante de confusion, en effet la valeur de l'action diminue par le même montant du dividende et la diminution du prix actuel de l'action peut chuter par la valeur du dividende après imposition, la détermination de cette valeur est compliquée en raison des différents taux d'imposition et des règles fiscales qui s'appliquent à différents acheteurs.

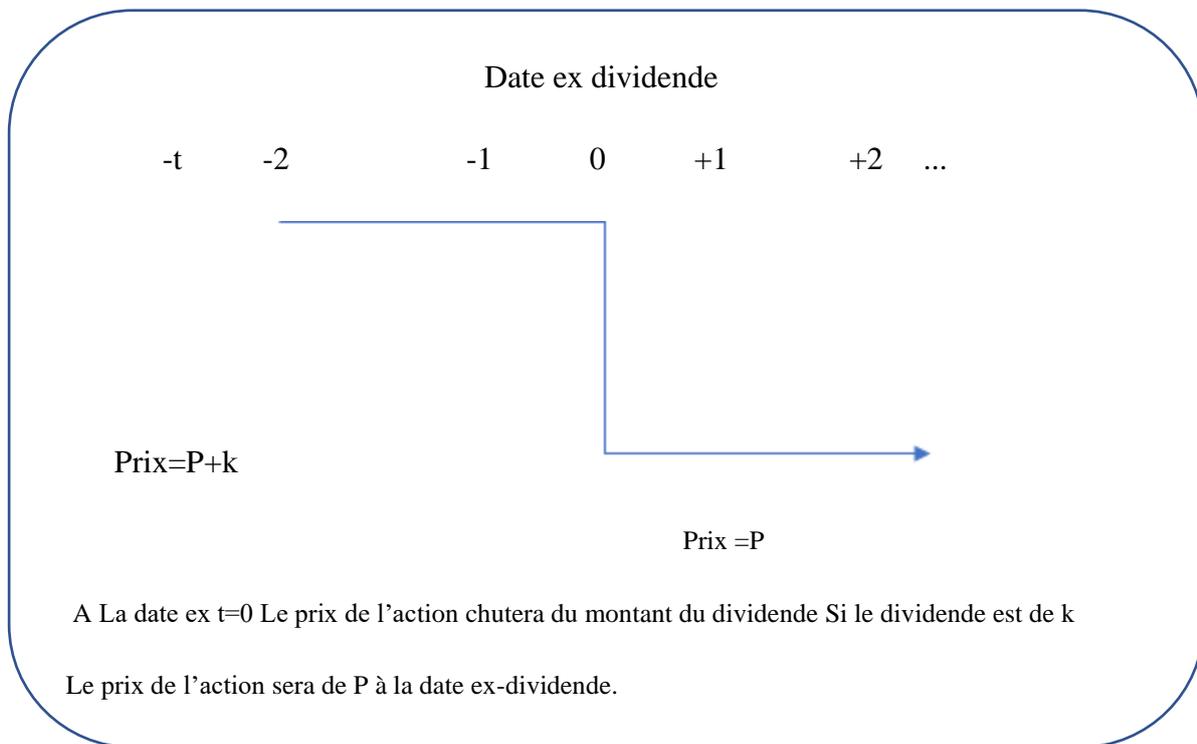
Dans l'illustration qui suit, on donne un exemple de la fluctuation du prix de l'action qui varie de $P+k$ en temps $t-1$ à p en temps 0 .⁷

⁶ Eugene f. Brigham, Joel f. Houston fundamentals of financial management university of Florida twelfth edition 2009, p 469.

⁷ S. A Ross, Rw Westerfield, D. Jordan, Op cit, 2010, p:549

Chapitre 1 : généralités sur la politique de dividende

Figure N°2 : variation du prix de l'action autour de la date ex-dividende



source: S. a ross, rw westerfield, d. jordan, fundamentals of corporate finance, ninth edition, 2009, p:549

-La date d'enregistrement (record date) :

C'est la date à laquelle l'entreprise établit la liste des investisseurs devant recevoir les dividendes, les investisseurs enregistrés à cette date toucheront effectivement le dividende, la date d'enregistrement est généralement confondue avec la date ex-dividende.

Rappelons que la date d'enregistrement est fixée par l'entreprise et la date ex-dividende est fixée par la bourse. La date ex-dividende est antérieure à la date d'enregistrement du fait qu'il existe une période de règlement pour les transactions boursières en bourse.

Chapitre 1 : généralités sur la politique de dividende

-Date de paiement :

La date de paiement est la date à laquelle le dividende est versé aux actionnaires, notons qu'à la date ex dividende le cours de l'action ordinaire sur le marché secondaire baisse approximativement du montant du dividende. Ce réajustement compense en quelque sorte la perte de revenus en dividendes que subit l'acheteur du titre sur une base ex dividende.

3.2. Le Rachat d'actions :

Le rachat d'actions est la deuxième forme de rémunération des actionnaires, ces derniers sont rémunérés par le gain en capital résultant de la différence entre le prix d'achat et le prix de revente de l'action.

Le rachat d'actions consiste pour une entreprise à racheter ses propres actions auprès des détenteurs, Une fois rachetées, les actions sont considérées comme annulées, cela permet de diminuer le nombre d'action en circulation. Les actionnaires restants se trouvent de ce fait en possession d'une proportion plus grande des actions de l'entreprise.

Il existe trois principaux types de rachat d'actions.

3.2.1. Les méthodes de rachat d'action :

L'entreprise est libre de choisir le processus d'achat des actions sur le marché au prix actuel ou bien de procéder à une offre publique de rachat, les méthodes les plus importantes sont présentées dans ce qui suit :

- L'Open market share repurchases (OMR) : (rachat d'actions au fil de l'eau) :

C'est une forme de rachat d'action où les entreprises agissent comme des investisseurs sur les marchés financiers en achetant des titres d'actions, et ces entreprises n'ont pas à effectuer une annonce de leurs intentions d'achat.

-Fixed-price tender offer (FPT):

Chapitre 1 : généralités sur la politique de dividende

C'est une offre publique de rachat où l'entreprise spécifie un prix auquel elle rachètera les actions, le nombre d'actions et la période sur laquelle l'offre va se dérouler. L'entreprise invite ses actionnaires à vendre leurs actions ; de plus une prime peut être offerte afin de les motiver à offrir leurs actions.

Dans ce cas il revient aux actionnaires de choisir s'ils offrent ou gardent tout ou une partie de leurs actions, si la participation à l'offre excède le pourcentage ciblé, le rachat s'opère sur la base du prorata des offrants. Dans le cas contraire, l'entreprise peut annuler l'offre.

-Dutch auction tender offer :

C'est une offre publique de rachat (OPRA) où l'entreprise définit une fourchette de prix. Chaque actionnaire communique donc le prix et le nombre d'actions qu'il désire céder. L'entreprise peut payer le prix minimum nécessaire pour racheter la portion d'actions ciblées⁸

Il existe deux autres types de rachat utilisés :

-Target share repurchase (TCR) : Un rachat sélectif est une forme de rachat privée qui ne concerne que certains actionnaires de l'entreprise.

-Transferable put-rights distributions (TPR) : C'est une distribution de droit de vente (« put ») aux actionnaires à un prix fixe pour une période déterminée, le droit de vente est transférable car il peut être négocié sur les marchés financiers.

La différence entre l'open market repurchase et les formes publiques de rachat sont les suivantes :

- Dans les opérations d'open market repurchase contrairement à la forme publique de rachat d'action, l'entreprise n'a pas à divulguer publiquement son intention d'achat.
- Les opérations d'open market repurchase peuvent s'étendre pour une période plus longue que les offres publiques.
- Les opérations d'open market repurchase sont plus flexibles en ce qui concerne le choix du nombre d'action et du moment d'achat.

⁸Bagwell, L. Dutch auction repurchases: An analysis of shareholder heterogeneity. The Journal of Finance 1992, (71-105) p74

3.2.2. Les effets du rachat d'actions :

Pour l'entreprise effectuant cette opération, le rachat lui nécessite de la liquidité et donc cette décision financière conduit à une baisse de la trésorerie disponible et la diminution de la valeur comptable de l'actif de l'entreprise ainsi que sa valeur au marché, tout comme le versement des dividendes réduit le prix de l'action le jour ex-dividende, mais l'incidence du rachat d'action est différente car celle-ci réduit la valeur de l'actif total par le fait de la diminution du nombre d'actions.

Parmi les effets du rachat d'action on retrouve ⁹ :

- Une diminution de la valeur globale de marché de l'entreprise car le rachat d'action réduit le nombre d'actions en circulation.
- Une augmentation du bénéfice net par action : l'achat et l'annulation des actions conduit à un nombre réduit d'action et donc le rapport bénéfice par action augmente si l'inverse du PER est supérieur au taux d'intérêt de l'endettement,
- La valeur de l'action augmente du fait du signal qu'envoient les dirigeants par leur désir d'achat des actions, ce signal indique que l'entreprise aura une bonne situation dans l'avenir et donc le prix de l'action augmente.

-Les avantages du rachat d'action :

Une annonce de rachat peut être considérée comme un signal positif par les investisseurs car les rachats sont souvent motivés par la conviction des dirigeants que leurs parts sont sous-évaluées. ¹⁰

Les actionnaires ont le choix de la vente ou non des actions par contre avec un dividende en espèces, les actionnaires doivent accepter un paiement de dividende et l'impôt qui en découle.

⁹Aswath Damodaran, Op-cit, 2006, p 498

¹⁰ Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, Op-cit, 2009, p477

Chapitre 1 : généralités sur la politique de dividende

Un rachat permet aux deux types d'actionnaires d'obtenir ce qu'ils veulent, si les actionnaires ont besoin de liquidités, ils peuvent revendre certaines de leurs actions dans le cas contraire, en cas de surplus ils peuvent simplement conserver leurs parts.

Les directions hésitent à augmenter le dividende si l'augmentation ne peut être maintenue à l'avenir et la réduction des dividendes en espèce émet un signal négatif¹¹. Par conséquent, si les flux de trésorerie disponible sont incertains, les dirigeants peuvent préférer d'effectuer des distributions sous forme de rachat d'actions plutôt que de déclarer une augmentation des dividendes en espèces qui ne peut être maintenue.

-Les inconvénients du rachat d'action :

Les actionnaires sont rarement indifférents entre les dividendes et les rachats d'action du fait que ces deux sont taxés différemment, souvent les dividendes sont plus taxés, de plus les acteurs du marché ne disposent pas des informations sur les revenus futurs des entreprises et donc pas de l'information parfaite pour faire le choix entre la vente ou non. Cela est particulièrement vrai dans les situations où la direction a de bonnes raisons de croire que le cours de l'action est acceptable en dessous de sa valeur intrinsèque. Cependant, les entreprises annoncent généralement des rachats programmés avant de se lancer pour éviter d'éventuelles poursuites d'actionnaires.

Pour des actionnaires restants. Si ces actions ne sont pas activement négociées et si l'entreprise cherche à acquérir une quantité relativement importante de ses actions, le prix de l'action peut augmenter au-dessus de sa valeur intrinsèque ce qui conduit à une baisse dès que l'entreprise cesse les opérations de rachat. Notons que la société peut payer un prix trop élevé pour les actions rachetées ce qui est un autre désavantage.

¹¹ Richard A. Brealey Stewart C. Myers Robert C. Merton, Franklin Allen Principles of corporate finance twelfth edition, McGraw-Hill, 2017. P 413

3.2.3. Le choix entre les dividendes et le rachat d'actions :

La question la plus complexe concerne le type de distribution, les dividendes en espèces par rapport aux rachats sachant que la fiscalité est en faveur des rachats et que ces derniers sont une option beaucoup plus flexible. La question est donc la suivante : pourquoi les entreprises choisiraient-elles le dividende en espèces ?

-impact de la fiscalité :

Le choix entre dividende et rachat d'actions dépend des conditions fiscales car les plus-values sont taxées à un taux d'imposition plus faible que les dividendes. Les sociétés sont attirées par les programmes de rachat d'action tant que l'avantage fiscal y afférant est important. Dans une période caractérisée par des régimes fiscaux différents, les résultats de Rau et Vermae-len (2002) sur le marché britannique valident cette hypothèse fiscale. C'est la fiscalité supportée par les investisseurs institutionnels et non par les investisseurs individuels qui détermine la politique de distribution des sociétés.

- Le signal :

En s'engageant à verser des dividendes en espèces, l'entreprise émet deux signaux : Un signal est que l'entreprise prévoit d'être rentable, avec la possibilité d'effectuer les paiements de dividendes dans le futur. Il est à noter que l'entreprise ne peut pas tirer profit en essayant de tromper le marché à cet égard car elle sera facilement perçue non rentable par son incapacité d'effectuer le paiement de dividendes dans le futur.¹² Ainsi, un dividende en espèces permet à une entreprise de se distinguer des autres entreprises non rentables.

Un deuxième signal, plus subtil, nous ramène au problème des agences de flux de trésorerie disponibles, en s'engageant à verser des dividendes en espèces actuellement et à l'avenir, la firme signale qu'elle n'accumule pas ses bénéfices et réduit ainsi les coûts d'agence et augmente la richesse des actionnaires.

¹² Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, Op-cit, 2009, p565

3. Les politiques de distribution des dividendes :

Dans cette section nous aborderons les types de politique de distribution des dividendes dans les entreprises, il est à noter que la politique de dividende est une des décisions financières s'effectuant sous la décision de l'assemblée générale ordinaire, il existe trois types de politiques de distribution :

- la politique de dividende stable.
- la politique de dividende résiduel.
- la politique du ratio de distribution constant.

3.1. La politique de dividende stable :

Une politique de dividende stable est la plus simple et la plus couramment utilisée. L'objectif est un versement de dividendes fixe, régulier et prévisible chaque année, les investisseurs ont dans ce cas la certitude de recevoir un montant chaque année et cela quel que soit le résultat futur de l'entreprise, ce montant peut être augmenté ou réduit.

Certains investisseurs préfèrent des dividendes stables. Parmi eux, un groupe peut préférer des dividendes élevés et stables tandis que d'autres peuvent préférer que leurs rémunérations soient des gains en capital. Différentes préférences pourraient résulter de la diversité des objectifs et des contraintes du portefeuille, y compris la trésorerie, les exigences réglementaires et fiduciaires et la situation fiscale des actionnaires ¹³

3.2. La politique de dividende résiduel :

La politique de dividende résiduel est une politique dans laquelle le paiement du dividende est égal aux gains réels disponibles moins le montant des bénéfices non répartis nécessaires au financement de l'investissement dans l'entreprise. En d'autres termes, les dividendes doivent être versés à partir des flux de trésorerie disponibles.

¹³ kent baker op-cit, 2009, p 117

Chapitre 1 : généralités sur la politique de dividende

En utilisant cette politique, l'entreprise s'appuie sur des fonds propres générés en interne pour financer tout nouveau projet, cette politique est particulièrement adaptée aux entreprises avec d'énormes bénéfices. L'argument du choix de cette politique est que les investisseurs préféreraient que l'entreprise conserve et réinvestisse les bénéfices plutôt que de les verser en dividendes, tant que le rendement obtenu sur les revenus réinvestis dépasse les taux de rendement requis.

Selon l'étude de Lease, John, Kalay et Sarig (2000), Une politique résiduelle pure peut produire un dividende très instable que les investisseurs peuvent considérer ça comme peu fiable, le dividende serait donc fluctuant d'une période à l'autre, ce qui implique l'incertitude pour les investisseurs et le coût du capital peut augmenter.

3.3. La politique du ratio de distribution constant :

Cette politique implique le paiement d'un pourcentage constant des bénéfices aux actionnaires chaque période. Le dividende dépend donc du revenu de la période en question.

Si les bénéfices de l'entreprise baissent ou si une perte survient sur une période donnée, les dividendes peuvent être faibles et causeraient de l'incertitude pour les investisseurs.

Section 2 : les facteurs influençant la politique de dividende

La littérature souligne qu'il y a une multitude de facteurs qui diffèrent en importance et qui influencent la politique de dividendes des entreprises, cette section est consacrée à l'identification de ces facteurs.

1-Les Contraintes légales :

Pour le volet législatif les responsables d'entreprises doivent se tenir aux règles en vigueur. Certaines dispositions légales qui ont pour objectif de protéger les créanciers de l'entreprise limitent le versement des dividendes, par exemple l'existence d'une loi qui interdit à une entreprise de distribuer des dividendes lorsque celle-ci se retrouve dans une situation d'insolvabilité.

La littérature financière a émis l'hypothèse des problèmes d'agence entre les « insiders » de l'entreprise et les investisseurs « outsiders ». De nombreux auteurs ont reconnu que l'un des principaux remèdes aux problèmes d'agence c'est l'existence et l'application de lois qui protègent les actionnaires de l'expropriation.

2.Le Facteur informationnel :

Le rôle informationnel du dividende est apparu initialement dans l'étude de Lintner (1956), où il constate que les sociétés n'augmentent les dividendes que lorsque les dirigeants constatent une hausse régulière des résultats.

selon Modigliani et Miller(1961) les dividendes communiquent une certaine information concernant l'état actuel des résultats de l'entreprise en présence d'un marché incomplet , ils suggèrent que la valeur de la firme dépend de ses résultats futurs et donc si les résultats sont une composante qui déterminent la politique de dividende , les dividendes peuvent servir d'indice sur les résultats futurs , cette relation est nommée par Modigliani et Miller par « le contenu informationnel des dividendes »¹⁴

Les études ultérieures de Bhattacharya (1979), Miller et Rock (1985), John et Williams (1985), dans les modèles d'asymétrie d'information soutiennent le fait que les dividendes représentent des signaux directs émis par les dirigeants au marché concernant les résultats de la société dans l'avenir. Kalay (1980) montrent que le dividende informe le marché sur les cash

¹⁴ Miller and Modigliani, "dividend policy" growth and the valuation of shares, The Journal of Business Vol. 34, No. 4 (Oct., 1961), p 667

flows présents ou bien futures, une autre explication par Jensen (1986), que les dirigeants qui disposent d'une trésorerie importante n'hésitent pas à l'investir à un coût inférieur au coût du capital., ces derniers préfèrent la rétention des bénéfices au lieu de la distribuer aux actionnaires.

Ross dans son étude a conclu qu'il y a une relation positive entre les futurs profits de l'entreprise et les dividendes et qu'un changement dans le revenu futur est associé au dividende actuel. une autre conclusion site que l'effet de l'information future sur les revenus est modifiée par le taux d'ajustement du taux de distribution des dividendes cible et le taux actuel. ¹⁵

3. Les considérations fiscales :

En théorie, si le gouvernement impose le dividende et le gain en capital différemment la politique de dividende d'une entreprise en sera affectée, cela a mené à des tentatives d'analyses empiriques et vu la difficulté de l'observation des taux d'imposition des investisseurs une grande partie de la recherche sur cette question repose sur des tests indirects.

Scholz (1992) a conclu une relation négative entre le rendement en dividendes des actions des investisseurs et l'imposition relative aux dividendes. Et dans une enquête menée par Graham, Brav, Michaely (2003), il a été trouvé que parmi les directeurs financiers des entreprises qui versent des dividendes, 28 % affirment que la réduction de l'imposition des dividendes conduirait probablement à une augmentation des dividendes de leur entreprise, 70 % des autres affirment que la réduction des impôts sur les dividendes n'affecterait certainement pas ou probablement pas leur décision de distribution. L'ensemble de leurs résultats indiquent que les impôts affectent les décisions de paiement mais ce n'est pas l'effet dominant pour la majorité des entreprises. Ils suggèrent que d'autres facteurs impact la distribution.

Les préférences des actionnaires jouent un rôle dans l'établissement de la politique de dividende, si la société est à l'écoute des besoins de ses actionnaires. Baker et Wurgler (2004) développent et testent l'hypothèse selon laquelle la demande dominante des investisseurs motive la décision de verser des dividendes. Ils indiquent que les non payeurs sont plus susceptibles d'initier des dividendes lorsque la prime de dividende est élevée et, à l'inverse, ils sont plus susceptibles d'omettre les dividendes lorsque la prime de dividende est négative. Allen et Michaely (2003) constatent que les investisseurs les plus riches reçoivent une somme

¹⁵ Ross Watts, the information content of dividend, the journal of business vol 46 no 2 1973 p 211

importante des dividendes. Cette dernière constatation jette un doute sur le fait que les impôts sur les dividendes sont un déterminant de premier ordre des décisions des investisseurs.

4. Les clauses restrictives :

Pour l'entreprise ce facteur concerne l'existence ou non des règles imposant des restrictions sur la distribution des dividendes dans les contrats d'émission d'actions ou d'obligations. Il se peut que dans certains pays une société soit interdite par la loi de l'État de verser des dividendes si le montant du dividende excède les bénéfices non répartis de l'entreprise.

5. L'effet clientèle :

L'attitude des investisseurs ou souvent appelé clientèles affecte la stratégie de financement de l'entreprise, Les investisseurs qui considèrent les dividendes en espèces comme leurs sources principales de revenu préféreront les entreprises qui ont une politique régulière de dividende et attendront du conseil d'administration qu'il continue sa politique de dividendes régulière. Les entreprises de cette catégorie, sont celles qui ont un revenu régulier.

Dans une autre perspective il y d'autre investisseurs qui recherchent des plus-values de sociétés en croissance. Pour ce groupe d'investisseurs, les dividendes ne sont pas intéressants du fait que leurs taux d'imposition est plus élevé ou bien parce qu'ils réduisent la croissance de l'entreprise,

L'effet de clientèle indique que différents groupes d'investisseurs souhaitent des niveaux de dividendes différents. Lorsqu'une entreprise choisit une politique de dividende particulière, le seul effet est pour attirer une clientèle particulière. Modigliani et Miller citent dans leur article que : « Chaque société aurait tendance à attirer la « clientèle » composée de ceux qui préfèrent le ratio de distribution propre à elle » pour ces auteurs l'importance de cet effet est minime et la valorisation ne change pas malgré des clientèles différentes.¹⁶

¹⁶ Kent Baker Op-cit, 2009, p 108

6. Le désir de revenu courant :

Plusieurs personnes souhaitent un revenu courant. L'exemple classique est le groupe de retraités et les individus avec un revenu fixe. Il est possible que ce groupe soit prêt à payer une prime pour obtenir un rendement de dividende plus élevé¹⁷. La vente des actions à faible dividende impliquerait des frais de courtage et d'autres frais de transaction. Les dépenses en espèces pourraient être évitées par un investissement dans des titres à dividendes élevés.

7. Les opportunités d'investissement :

Selon Miller et Modigliani (1961), dans les marchés de capitaux parfaits, les décisions d'investissement et des dividendes sont indépendantes. Cependant, en présence des imperfections dans les marchés telles que les taxes, les frais d'émission et les frais d'agence, Les décisions d'investissement peuvent être étroitement liées.

Les dividendes sont un signal de la bonne santé de l'entreprise or une faible distribution de dividendes ne correspond pas toujours à une mauvaise situation de l'entreprise, car une entreprise ayant plusieurs opportunités d'investissement sera amenée à la rétention d'une proportion élevée de ses bénéfices et donc aura un ratio de distribution faible.

8. Les caractéristique de l'entreprise :

Selon divers auteurs les distributions des dividendes sont associées aux caractéristiques fondamentales de l'entreprise comme la taille, la rentabilité, la liquidité, les flux de trésorerie disponibles, les opportunités de croissance et la maturité. D'autres ont suggéré l'existence d'autres caractéristiques secondaires, telles que l'endettement et certains aspects de l'entreprise.

De nombreuse recherches le confirme, Denis et Osobov (2007) analysent les politiques de dividendes dans six marchés financiers développés, les États-Unis, le Royaume-Uni, le Canada, l'Allemagne, la France et le Japon et constatent que la taille, la rentabilité et la maturité de l'entreprise sont associées à la décision de verser des dividendes dans les six pays. De Angelo

¹⁷ Ross Westerfield_and_Jordan, fundamentals of corporate finance ninth edition 2010 p 554

*Cette réaction peut être Attribué à un changement dans le montant attendu des dividendes futurs, et pas nécessairement un changement dans la politique de distribution de dividendes.

et Skinner (2004) rapportent que les dividendes agrégés sont fortement concentrés parmi les entreprises les plus grandes et les plus rentables des États-Unis.

Dans la littérature académique la plupart des entreprises examinées sont les entreprises publiques cotées car les données sur ces entreprises sont facilement disponibles. Michaely et Roberts (2007) comparent les politiques de dividendes des sociétés publiques et privées en demandant aux entreprises d'identifier leur décision respective en matière de dividendes. Selon ces auteurs les entreprises publiques semblent relativement réticentes quant à l'augmentation des dividendes. Allen et Michaely (2002) postulent que les asymétries d'informations et des conflits d'agence affectant les paiements sont plus sévère dans les entreprises publiques que dans les entreprises privées.¹⁸

Parmi les facteurs internes on retrouve la structure financière d'une entreprise qui se traduit par la proportion des dettes bancaires et de capitaux propres dont elle dispose pour financer son activité. L'étude de cette structure financière à travers le bilan permet de comprendre quel sont ses emplois et leur mode de financement à long terme.

Le risque associé à un niveau élevé de levier financier peut impliquer à des faibles versements de dividendes car les entreprises doivent utiliser leurs cash flows pour payer les obligations plutôt que de les distribuer en dividendes¹⁹. Selon Rozeff (1982), les entreprises à fort endettement financier ont tendance à avoir de faibles ratios de distribution pour réduire les coûts de transaction associés au financement externe. Un grand nombre de recherches signalent une association négative entre la dette et les dividendes (Jensen et al, 1992.)

¹⁸ Alon Brava , John R. Grahama , Campbell R. Harveya,b, and Roni Michaely, Payout policy in the 21st century National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2004.p 514

¹⁹ Aswath Damodaran, pratique de la finance d'entreprise , De Boeck, 2010. P 524

La rentabilité est une variable importante dans le contexte de la politique de dividende (Fama et French, 2001 ; Han et al, 1999). La rentabilité est définie comme le revenu net divisé par l'actif total. La plupart des chercheurs affirment que la rentabilité affecte positivement le ratio de distribution, en effet plus la capacité de générer un revenu à partir de ses ressources est élevée plus elle aura la capacité de rémunérer ses actionnaires. Jakob et Johannes (2008), dans leur étude sur la politique de dividende au Danemark ont constaté que les entreprises effectuant des distributions de dividendes sont affectées positivement par les bénéfices, la taille et le paiement de l'année antérieure.

Conclusion du chapitre :

Dans ce chapitre, on a défini les concepts liés à la politique des dividendes. Tel que la définition, et le processus du versement des dividendes. Par la suite on a présenté les types de politiques de dividende au sein des entreprises.

On a également détaillé les rachats d'actions par ses différentes formes, ses effets et les critères de choix entre les dividendes et le rachat d'actions.

Par la suite on s'est intéressé aux facteurs influençant la politique de dividendes, nous avons pu voir que la littérature existante nous fournit un grand nombre d'éléments relatifs à l'influence des déterminants, qu'ils soient internes ou externes.

LE DEUXIEME

CHAPITRE :

**LE CADRE THEORIQUE DE LA
POLITIQUE DE DIVIDENDE**

Introduction du deuxième chapitre

Les décisions des directeurs financiers d'entreprise se répartissent en deux grandes catégories :

Les décisions d'investissement et les décisions de financement (Baker et Powell, 2005). Les décisions d'investissement déterminent le type et le montant d'actifs que l'entreprise souhaite tenir, reflétés sur le côté gauche de son bilan. Les décisions de financement concernent l'acquisition de fonds sous forme de dettes et de fonds propres pour soutenir l'activité d'exploitation et d'investissement de l'entreprise.

Le but de ce chapitre est de présenter les fondements théoriques de la politique de distribution des dividendes, il est subdivisé en sections :

Section 1 : Les théories de la politique de dividende.

Section 2 : Les modèles de la théorie des dividendes.

Section 3 : Revue de littérature.

Section 1 : Les théories de la politique des dividendes

Plusieurs théories contradictoires expliquant la politique des dividendes peuvent être identifiées, un nombre de chercheurs notamment, Gordon (1959), Walter (1956), Lintner (1956) et particulièrement Modigliani et Miller (1961) ont exploré les motivations du versement des dividendes aux actionnaires.

1. La Thèse de neutralité de la politique de dividende (Modigliani et Miller 1961) :

Miller et Modigliani (1961) ont démontré dans leur thèse que dans un marchés financier parfaits, la politique de dividende n'affecte pas la valeur de l'entreprise, leur argument de base est que la valeur de l'entreprise se détermine par les choix des investissements optimaux et donc les dividendes ne sont que la différence entre les bénéfices net et les investissements.

Ce model repose sur certaines hypothèses :²⁰

- les marchés financier sont parfaits :
 - Absence des coûts de transactions : Tous les agents ont la même information.
 - Absence des taxes.
 - Les Individus et les entreprises sont « Price takers ».
 - Les individus et les entreprises peuvent prendre les mêmes décisions financières au même prix (par exemple emprunter au même taux).
- La rationalité des investisseurs.
- La valeur de l'entreprise ne dépend pas de sa politique financière.

Ces auteurs partent du principe que deux entreprises sont identiques à tous égards, sauf pour leur versement de dividendes dans la période actuelle. Leurs flux de trésorerie futurs et les flux d'exploitation sont identiques, les dépenses d'investissement prévues sont identiques,

²⁰ Miller and Modigliani, Op-cit p 412

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

et tous les paiements des dividendes futurs à partir de la deuxième période sont également identiques.

Dans l'hypothèse de l'absence des taxes :

Le taux de rentabilités de toute action existante sur le marché est identique et est défini comme suit :

$$\rho_i = \frac{dj(t) + Pj(t+1) - Pj(t)}{Pj(t)}$$

$dj(t)$: C'est le dividende par action versé par la firme j à la fin de la période t .

$Pj(t+1)$: C'est le prix de l'action (coupon attaché) de la firme j au début de la période $t+1$.

$Pj(t)$: C'est le prix de l'action (coupon attaché) de la firme j au début de la période t .

$\rho(t)$: C'est le taux de capitalisation du marché à la période t .

La formule précédente peut s'écrire sous la forme suivante :

$$Pj(t) = \frac{Dj(t) + Pj(t+1)}{1 + ke}$$

A partir de cette formule Modigliani et Miller ont conclu que le prix de marché d'une action en début de période $P(t)$ est égal à la valeur actuelle du dividende payé en fin de période et du prix de l'action en début de période.

En réécrivant sous cette forme :

$$Pj(t+1) = Pj(t)(1 + ke) - Dj(t)$$

Et en multipliant les deux côtés par n avec m $Pj(t+1)$ le nouveau capital social levé par l'entreprise pour financer ses besoins d'investissement, on retrouve cette formule :

$$n Pj(t) = (n+m) Pj(t+1) - m Pj(t) + n Dj(t) / (1 + Ke)$$

Où n et m représentent les nouvelles et anciennes actions respectivement.

Modigliani and Miller proposent d'exprimer la valeur de l'augmentation du capital en fonction des dividendes versés au cours de la période (Dt), Soit :

$$n Pj(t+1) = I - (B - m Dj(t+1))$$

Tel que I c'est l'investissement et B le bénéfice, le montant net versé au actionnaires ($D - nP$) est égale à l'excédent du bénéfice net des investissements ($X(t) - I$)

Modigliani et Miller on déduit la formule qui suit :

$$n Pj(t) = ((n+m) P1 - I + B) / 1 + Ke$$

La valeur totale $nP_j(t)$ ne dépend pas des dividendes, et donc les dividendes ne sont pas un facteur dans la détermination de la valeur de l'action.

Selon Modigliani et Miller une augmentation des dividendes au cours de la période est exactement compensée par la valeur du capital détenue par les actionnaires actuels et donc la politique de dividende choisie par l'entreprise n'a pas d'impact sur le prix des actions ni sur la rentabilité des actionnaires, ces derniers sont indifférents entre la rémunération sous forme de dividendes où sous forme de gain en capital.

Plusieurs tests empiriques ont essayé de vérifier la thèse de neutralité de Modigliani et Miller qui toutefois était difficile, ajoutant à ceci les critiques qui ont été avancées notamment celle de Lintner en 1961, les investisseurs ne peuvent pas être neutre vis-à-vis du versement des dividendes, et l'émission de nouvelles actions implique des frais d'émissions.

2.La Théorie résiduel :

Dans la littérature, Preinreich (1932) et Sage (1937) donnent une première notion de la politique de dividende résiduel. Les deux développent des éléments de l'idée, mais ni l'un ni l'autre ne la qualifie de politique résiduelle. Preinreich (p. 284) note : « en général, on peut dire que du point de vue de l'actionnaire, la politique de dividende idéal serait en distribuant toute augmentation de richesse à un intervalles réguliers en payant des dividendes en espèces avec la partie des bénéfices qui ne peuvent être réinvestis ». ²¹

Selon la théorie résiduelle de la politique de dividende, les dividendes ne devraient être versés que si toutes les opportunités d'investissement appropriées ont été financées. C'est-à-dire que les bénéfices sont utilisés pour financer les nouveaux projets, et le reste est distribué sous forme de dividendes. Cette politique est nécessaire lorsque l'entreprise souhaite investir davantage afin d'augmenter ses bénéfices futurs.

Plusieurs arguments existent en faveur d'une politique de dividende résiduel, la considérant comme un moyen pour optimiser l'utilisation des ressources de l'entreprise. Pourtant, plusieurs entreprises n'adoptent pas cette politique pour diverses raisons, les gérants suivent généralement une politique de distribution qui implique la construction de réserves de

²¹ Kent Baker Op-cit, 2009, p 115

liquidités au-delà des besoins d'investissement pendant certaines périodes et effectuent des emprunts à court terme pour faire face à des pénuries de trésorerie temporaires.

Quelques recherches réfutent cette théorie, tel que celle faite par Dhanani (2005) Sur un échantillon de 164 entreprises britanniques, son résultat indique que pour les deux tiers des participants les dividendes ne sont pas un montant résiduel distribué aux investisseurs après les décisions d'investissement.

3. la théorie de signalisation :

La théorie de la signalisation trouve son origine dans les travaux de Lintner (1956), La théorie financière de la signalisation a pour objet d'analyser les problèmes dû à l'imperfection et à l'asymétrie de l'information qui peuvent caractériser les marchés financiers. Son but est de dégager les solutions qui améliorent le fonctionnement des marchés et de réduire les inefficiences dans les processus de décisions des agents.

On parle d'asymétrie d'information dans la politique de dividende s'il y a une séparation entre les actionnaires et la gestion de l'entreprise, les dirigeants sont donc amenés à émettre des signaux pour dissiper l'incertitude chez les actionnaires concernant la bonne santé de l'entreprise, le dividende est considéré comme un moyen de communication entre l'entreprise et le marché. En augmentant le dividende, l'entreprise indique au marché sa confiance concernant ses futurs bénéfices.

Il existe plusieurs modèles sur le signal qu'émet le dividende, notamment les modèles de signalisation de Lintner, Ross 1977 de Bhattacharya (1979), John et Williams (1985) et Miller et Rock (1985) où les dirigeants disposent d'avantage d'information privilégiée sur la valeur de l'entreprise que les investisseurs et ils utilisent les dividendes pour transmettre l'information au marché.

Stephen Ross (1977) indique qu'il existe une forte relation entre les dividendes payés et le cours de l'actions. Quant à Bhattacharya (1979), il considère les dirigeants bien informés de la situation de l'entreprise et optent pour la distribution des dividendes au lieu du rachat d'action, et cela même si les résultats de l'entreprise sont insuffisants pour la distribution du dividende car l'entreprise peut emprunter pour distribuer les dividendes, c'est ce qu'on appelle une pénalité dû au coût de l'opération d'emprunt.

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

John et Williams (1985) ont élaboré un modèle de signalisation basé sur le concept de dilution, qui met en relation le taux de distribution des dividendes, la valeur liquidative de l'entreprise et les besoins de liquidités des actionnaires et le taux d'imposition des dividendes.

L'équilibre de signalisation de ce modèle peut être atteint si l'on considère que la réduction de la dilution doit contrebalancer le désavantage fiscal de la distribution accrue des dividendes.

Miller et Rock (1985) ont transposé le modèle de Miller et Modigliani (1961) dans un environnement incertain avec asymétrie d'information. Dans ce modèle, les dirigeants utilisent les dividendes pour signaler aux investisseurs le montant des bénéfices de l'exercice en cours, ces modèles suggèrent une relation positive entre l'asymétrie d'information et la politique de dividende.

4. la fiscalité :

L'objectif fondamental de la littérature fiscale sur les dividendes était de rechercher s'il y avait un effet fiscal, car les entreprises consacrent une grande partie de leurs bénéfices sous forme de dividendes et les bénéficiaires sont soumis au régime fiscal.

4.1. Le différentiel de taxation :

Selon la théorie de la neutralité de la politique de dividende, Modigliani et Miller (1961) considèrent les impôts comme les frictions de marché les plus répandues à travers les différents systèmes économiques et financiers et supposent une fiscalité transparente et équivalente pour les deux formes de rémunération des actionnaires à savoir la distribution des dividendes et le rachat d'actions. Le différentiel de taxation suppose que les impôts sur les dividendes en espèces sont plus élevés que ceux sur les gains en capital. Le prix de l'action sera plus attractif tant qu'il y a peu de dividendes en espèces versés.

Le différentiel de taxation crée une imperfection car les actionnaires désirent maximiser leurs revenus et leurs gains nets d'impôt. L'analyse de Farrar et Selwyn (1967) et Brennan (1970) démontrent que si le taux d'imposition sur les dividendes est supérieur à celui des plus-values, la seconde forme de distribution, à savoir les rachats d'actions est donc implicitement meilleur, un avantage fiscal de taille est en faveur des rachats.

Black (1976) observe que la majorité des sociétés cotées distribuent des dividendes réguliers et qualifie ce phénomène, à première vue irrationnel par le « dividend puzzle ». Le choix du

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

mot « puzzle » reflète la difficulté à trouver des explications pour la contradiction autour du choix de la politique de distribution des dividendes.

4.2. Effet de clientèle :

Dans le cadre de la clientèle de dividendes, la structure de propriété de l'entreprise est essentielle lors de l'examen de la relation entre la fiscalité et la politique de dividende, car différents types d'investisseurs appartiennent à des tranches d'imposition différentes. Par exemple, les désavantages fiscaux du revenu de dividendes ne s'appliquent pas à tous les investisseurs. De nombreux investisseurs sont soumis à des impôts faibles ou inexistant, Les fonds de pension, par exemple, sont exonérés d'impôt ou moins imposés sur leurs revenus en dividendes, à des fins fiscales, ces investisseurs préfèrent davantage les dividendes que les gains en capital.

Il existe d'autres types d'investisseurs dans les tranches d'imposition élevées avec un horizon de placement à long terme, ces investisseurs préfèrent détenir des actions avec peu de dividendes ,ce qui suggère que les entreprises avec un faible versement de dividendes attireraient des investisseurs dans des tranches d'imposition élevées, tandis que les entreprises avec des paiements de dividendes élevés verraient probablement leurs actions détenues par des investisseurs dans des tranches d'imposition basses.

Deux idées de base sont importantes pour l'effet de la clientèle ²²

- le modèle de clientèle statique
- le model de clientèle dynamique

²² franklin Allen Roni Michaely payout policy, handbook of economics of finance, Elsevier north holland,2002 p 359

4.2.1. Le modèle de clientèle statique :

Le modèle de clientèle statique simple suppose que pour tous les investisseurs, les dividendes sont soumis à un taux d'imposition supérieur à celui des rachats d'actions.

Le modèle de clientèle statique désigne différents groupes appelés aussi « clientèles » qui sont taxés différemment, Miller et Modigliani (1961) soutiennent que les entreprises sont incitées à fournir des actions qui réduisent au minimum les impôts de chaque clientèle. À l'équilibre, aucune autre possibilité de réduction des taxes n'existera et toutes les entreprises auront le même prix.

Dans le cas particulier où tous les investisseurs sont imposés de la même manière et le taux d'imposition sur les revenus de dividendes est plus élevé que le taux d'imposition sur les revenus en gain en capital et dans les marchés de capitaux parfaits, la politique optimale est de ne pas verser de dividendes, mieux est de recevoir des bénéfices grâce à des rachats ou à la vente des actions en payant donc des impôts sur les plus-values plutôt que sur les dividendes.

Il est à noter que dans le passé les entreprises utilisaient rarement le rachat d'action, on cite par exemple le cas des entreprises américaines qui versaient des dividendes régulièrement et ont rarement racheté leurs actions, ce comportement est inexplicable, sachant que les agents sur le marché sont rationnels.

De nombreuses études ont porté sur le modèle statique dans lequel tout le monde est taxé de la même manière, Elton et Gruber (1970) ont cherché à identifier la relation entre les taux d'imposition marginaux et le rendement du dividende en utilisant des données sur les prix de l'action à la date ex-dividende, ils ont trouvé que lorsque les investisseurs étaient sur le point de vendre une action autour de cette date et si la vente est avant la date ex-dividende, ils obtiennent un prix plus élevé que s'ils avaient vendu juste après, le prix aurait chuté parce que le dividende aurait été payé.

En supposant que les investisseurs sont neutres par rapport au risque et il n'y a pas de coûts de transaction on a :

$$P_b - t_g (P_b - P_o) = \overline{P_a} - t_g (\overline{P_a} - P_o) + D(1 - t_d)$$

Où

P_b = prix de l'action avant la date ex dividende

P_a = le prix de l'action à la date ex-dividende

P_o = prix initial de l'action

D = le dividende

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

tg = taux d'imposition sur le gain en capital.

td = taux d'imposition sur les dividendes.

La première partie de l'équation représente la recette nette d'impôts que le vendeur recevrait s'il vendait l'action avec le dividende. La partie droite représente la recette nette attendue de la vente le jour ex-dividende.

Cette équation peut aussi s'écrire sous cette forme :

$$\frac{Pb - \overline{Pa}}{D} = \frac{1 - Td}{1 - Tg}$$

L'existence de clientèles avec des tranches d'imposition différentes implique un taux d'imposition du rapport entre la variation de prix et le dividende différent pour les actions avec différents niveaux de dividendes. Le taux d'imposition implicite sera d'autant plus élevé que le rendement du dividende est élevé, Elton et Gruber (1970)²³ trouvent des preuves solides d'un effet clientèle cohérent avec cette relation.

L'effet de la clientèle statique est analysé par plusieurs études empiriques, Pettit (1977) a démontré que les investisseurs qui ont les portefeuilles à haut risque systématique préfèrent les actions à dividendes élevés.

4.2.2. Modèle de clientèle dynamique :

Miller et Scholes (1978) sont les premiers à avoir étudié le modèle dynamique de l'effet de clientèle, selon ces auteurs il y a des stratégies dynamiques permettant aux investisseurs d'éviter l'imposition aux impôts.

Selon le modèle dynamique de l'effet de clientèle (Kalay, 1982), en l'absence des coûts de transaction, les investisseurs peuvent échanger les actions lors du détachement du dividende, donc les dividendes sont perçus par les investisseurs les moins taxés.

²³ Elton and M Gruber (1970), "Marginal stockholders' tax rates and the clientele effect", Review of Economics and Statistics. <https://www.jstor.org/>

4.2.2.1. Stratégies dynamiques d'évasion fiscale :

Miller et Scholes (1978) ont suggéré une stratégie pour éviter les impôts en empruntant et en investissant dans des institutions exonérées d'impôt, les investisseurs pourraient créer une déduction des intérêts qui leur permettent d'éviter les impôts puisqu'il y avait des actifs qui étaient détenus pour compenser l'emprunt, la position pouvait être liquidée à un moment approprié. Plusieurs autres stratégies dynamiques d'évasion fiscale étaient suggérées par Stiglitz (1983), Si les individus peuvent recevoir les dividendes sans avoir à payer d'impôts, alors essentiellement, nous sommes de retour dans un monde de Miller et Modigliani, et la politique de dividende n'est plus pertinente. Peterson et Ang (1985) ont montré que l'impôt marginal des investisseurs individuels sur le revenu de dividendes était environ le double du taux marginal d'imposition qu'ils paient sur le revenu des gains en capital, cette preuve ne soutient pas une utilisation des stratégies d'évitement du type de taxe décrit par Miller et Scholes, ils suggèrent plutôt que les coûts de transaction de telles stratégies sont trop élevés pour être utiles aux investissements.

4.2.2.2. Stratégies dynamiques du jour ex-dividende :

Plusieurs études ont envisagé des stratégies dynamiques autour du jour ex-dividende l'idée de base est que les investisseurs peuvent modifier leurs modèles d'échange autour du jour ex-dividende, l'arbitrage dynamique pourrait éliminer un effet fiscal sur les prix, Les investisseurs avec le même taux d'imposition sur les dividendes et les plus-values achèteront l'action avant qu'elle ne soit à la date ex-dividende et la vendront juste après sans risque ni transaction frais, l'arbitrage veillera à ce que la baisse de prix soit égale au dividende, ceci est représenté par cette formule :

$$\frac{Pb - \overline{Pa}}{D} = 1$$

S'il existe des coûts de transaction et aucune incertitude des prix, alors le terme $(Pb - Pa) / D$ doit être compris dans une fourchette autour de la valeur de 1. Cette fourchette sera d'autant plus grande que les coûts de transaction seront élevés. A noter, néanmoins que Kalay (1982) n'a pas tenu compte explicitement du risque couru le jour du détachement de dividende.

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

Michaely et Vila (1995) décrivent la fluctuation des prix de l'action le jour ex-dividende dans un cadre d'équilibre dynamique dans lequel, à cause des impôts, les intervenants ont une évaluation hétérogène d'un actif coté en bourse.

Si les modèles à deux périodes comme ceux de Brennan (1970) ou de Litzenberger et Ramaswamy (1979) décrivent correctement l'effet des impôts sur les avoirs en portefeuille dans un équilibre statique, en raison de la nature dynamique du modèle de Michaely, il est possible d'en déduire des implications en termes de volume et de comportement de prix, il s'avère qu'ils peuvent extraire le deuxième moment de la distribution d'hétérogénéité à partir du volume des transactions autour de jour ex dividende.

En utilisant cette hypothèse, il a été démontré qu'à l'équilibre, la baisse attendue du prix par rapport au dividende reflète la préférence moyenne de tous les investisseurs, pondérée par leur tolérance au risque et leur richesse, et le risque impliqué dans la transaction ex-dividende :

$$E(\text{Pr}) = \frac{Pc - E(Pe / Pc)}{D} = \bar{\alpha} - \frac{X(\sigma e^2 / K)}{D}$$

Où :

-E(Pr) est la baisse des prix attendue par rapport au montant de dividende.

-Pc est le prix de l'action avec droit aux dividendes.

- Pe est le prix de l'action ex-droit, le jour du détachement du dividende.

- D est le montant du dividende.

- σe^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.

$$\alpha_i = \frac{1 - T_d^i}{1 - T_g^i} \text{ Où } T_d^i \text{ représente le taux d'imposition du dividende pour un investisseur } i ; T_g^i$$

Représente le taux d'imposition des plus-values pour un investisseur i.

$\bar{\alpha} = \frac{\sum_i^N K_i \alpha_i}{K_i}$ Représente la préférence fiscale moyenne de tous les investisseurs pondérés par leur exposition aux risques (k_i).

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

Les impôts affectent à la fois les prix des actions et les décisions des investisseurs dans la plupart des périodes, s'il existe une clientèle fiscale parfaite dans laquelle différents groupes détiennent des différentes actions plutôt qu'un nombre différent de la même action, avec les données du prix et du volume il a été démontré qu'il est possible de déduire la répartition transversale des taux d'imposition.

5. la Théorie d'agence :

La théorie de l'agence permet de caractériser les relations découlant de tout contrat, mais se focalise, dans le domaine financier, sur les relations entre les managers et les actionnaires étant donné que chaque groupe d'individus est supposé maximiser sa fonction d'utilité, un conflit d'agence peut alors émerger ²⁴

Dans ce sens, Jensen et Meckling définissent une relation d'agence comme étant un contrat par lequel une ou plusieurs personnes, les mandants, ont recours aux services d'une ou plusieurs personnes, les mandataires, pour accomplir en leur noms une tâche quelconque, ce qui implique une certaine délégation de nature décisionnelle aux mandants.

Jensen et Meckling (1976) définissent trois catégories de coûts d'agence : les coûts de surveillance pour les actionnaires, les coûts d'obligation pour les managers et la perte résiduelle.²⁵

La théorie d'agence permet d'examiner la politique de dividendes notamment sur l'aspect conflictuel qui peut exister entre les actionnaires et les obligataires.

Il est controversé dans la littérature si la politique de dividendes et la gouvernance de l'entreprise sont des compléments ou substituts. Rozeff (1982) soutient que la distribution de dividendes et la propriété des administrateurs peuvent être considérées comme des substituts pour atténuer les conflits d'agence. Il considère le dividende comme un outil d'alignement du comportement du dirigeant sur les intérêts des actionnaires dans les entreprises managériales. La logique de Rozeff est similaire au « modèle de substitution » proposé par La Porta et al.

²⁴ Michel Albouy, La politique de dividendes des entreprises, revue d'économie financière, 1990 p 250

²⁵ Michael c. Jensen and William h. Macklin, theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure Journal of Financial Economics 3 (1976) 305-360.

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

(2000). La notion de substitution de Jensen (1986) suggère que la dette et les dividendes peuvent être des substituts pour réduire les coûts d'agence.

Selon Myers (1977), La réalisation d'investissement sans émission de fonds implique alors une limitation des dividendes, mais si les actionnaires privilégient la distribution, l'investissement n'aura pas lieu. La baisse d'activité peut entraîner une augmentation du risque de non remboursement pour les créanciers.

Parmi les conflits d'agence pouvant exister :

- La différence de perception du risque entre les actionnaires qui ont souvent un portefeuille diversifié, et des dirigeants qui engagent leur capital humain dans une seule entreprise.
- Les divergences d'intérêt entre actionnaires dominants et minoritaires résultant de la possibilité pour l'actionnaire principal d'orienter la gestion de l'entreprise selon ses intérêts personnelles.
- Le risque de substitution d'actif pour les créanciers. Si le dirigeant peut tout d'abord négocier le montant de la dette puis choisir le type d'investissement, les auteurs montrent qu'il aura intérêt à choisir un investissement plus risqué.

6. Théorie de l'oiseau dans la main (bird in hand theory) :

Cette théorie a été développée par Myron Gordon et John Lintner. Elle repose sur la certitude des revenus tirés des actions sous forme de dividendes et de plus-values. La théorie soutient que si les dividendes ne sont pas payés, ils sont utilisés pour financer des projets rentables qui entraîneront une augmentation du cours de l'action et donc la réalisation de plus-values à l'avenir au lieu des dividendes immédiats.

Supposons que les investisseurs considèrent les gains en capital plus risqués que les dividendes, ne préféreraient-ils pas un oiseau dans la main à deux dans la brousse ?²⁶

Selon le modèle de valorisation du dividende à croissance de Gordon, la valeur d'une action ordinaire, P est donnée par : $p = D1 / (r-g)$ Où le taux de croissance du dividende constant est noté g, r est le taux de rendement, et D1 représente les prochains versements de dividendes. Ainsi, plus r est bas par rapport à la valeur du dividende D1, plus la valeur de

²⁶ Thomas e. Copeland, j. Fred Weston, financial theory and corporate policy Addison Wesley 1988 p553

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

l'action est élevée. Du point de vue de l'investisseur, r , le rendement du dividende est moins risqué que le taux de croissance futur Modigliani et Miller se sont opposés à cela et supposent que le taux de rendement, est indépendant de la politique de dividende.

Section 2 : les modèles de la politique de distribution des dividendes

Dans cette section nous présenterons les modèles les plus importants en théorie de dividende.

1. Le Modèle de Walter : (1956)

La théorie James E. Walter (1956)²⁷ est à l'encontre de la théorie de neutralité de Modigliani et Miller (1961) et en particulier à l'hypothèse des perfections des marchés, le dividende dans cette théorie peut être considéré comme le paiement d'un solde résiduel déterminé par les opportunités d'investissement qui s'offrent à l'entreprise.

Ce modèle est basé sur les hypothèses suivantes :

- Le financement de l'investissement s'effectue en priorité par autofinancement.
- Le taux de capitalisation exigé par le marché est constant,
- Le retour sur investissement (ROI) est constant.
- L'entreprise a un dividende et BPA constants.
- L'entreprise a une très longue durée de vie.

Le modèle Walter est basé sur la relation entre les facteurs importants suivants : Taux de rendement de l'investissement R_a , Coût du capital R_c , Selon ce modèle si $R_a > R_c$, l'entreprise est en mesure de bénéficier plus que ce que les actionnaires pourraient en réinvestissant, si les gains leur sont versés. Ceci implique que les actionnaires peuvent gagner un rendement plus élevé en investissant ailleurs. Si $R_a = R_c$, il est indifférent de savoir si les bénéfices sont conservés ou distribués.

Selon Le modèle de Walter la valeur de marché de l'action se traduit par la relation suivante :

$$V_c = \frac{D + \frac{R_a}{R_c}(E-D)}{R_c} = \frac{E}{R_c} + \frac{R_a - R_c}{R_c^2}(E-D)$$

²⁷James E. Walter Dividend Policies and Common Stock Prices the Journal of Finance Vol. 11, No. 1 (Mar., 1956), pp. 29-41

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

Où D est le dividende par action ; B est le bénéfice par action ; R_a est le taux de rentabilité des investissements ; R_c est le taux de rentabilité exigé par le marché.

L'équation révèle l'importance à la fois du paiement du dividende et la relation entre R_a et R_c . Chaque fois que R_a dépasse R_c la valeur actuelle des dividendes futurs résultant de la mise en réserve des bénéfices est supérieure à la valeur monétaire des bénéfices non répartis. Plus le ratio de distribution des dividendes est bas, plus la valeur de l'action est élevée.

Selon Walter, la politique de dividende peut être considérée comme étant la définition d'un taux de rétention des bénéfices. Ces bénéfices mis en réserves déterminent essentiellement le montant du financement interne de l'entreprise. Ceci conduit à des taux de distribution fluctuant, contrairement aux recherches de Lintner (1956) et Brav, Graham, Harvey et Michaely (2005), les entreprises essaient dans la plupart du temps de maintenir une certaine stabilité au niveau de leurs taux de distribution.

2.Le modèle d'ajustement partiel de Lintner (1956) :

L'étude de Lintner sur la politique de dividende des entreprises est basée sur des enquêtes auprès de plus de 600 sociétés cotées, Lintner en a sélectionné 28 auprès, desquelles il a effectué ses interviews. Il a utilisé ensuite ces résultats pour mettre en place un modèle théorique du comportement des dividendes des entreprises et procéder à des tests statistiques.

Lintner a établi les constatations suivantes :

- La stabilité du taux de distribution des dividendes est importante.
- Il existe un taux de distribution cible à long terme que les entreprises essaient d'atteindre.
- La variation des dividendes est plus importante que le niveau absolu de dividende.
- Les managers sont réticents à augmenter le dividende s'il n'y a pas la certitude de ne pas devoir le réduire.

Les modalités de fixation du niveau du dividende annuel par les dirigeants d'entreprises sont présentées par la relation suivante :

$$\Delta D_{i,t} = a_i + c_i(D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + u_{i,t}$$

Avec :

$D_{i,t}^* = r_i B_{i,t}$: $D_{i,t}^*$ est le dividende cible, r_i leur taux de distribution objectif ou cible "Target payout ratio" à long terme.

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

$D_{i,t}$: Le dividende payé par l'entreprise au cours de l'année t

$B_{i,t}$: Le bénéfice net par action réalisé par la firme i pendant l'année t

$\Delta D_{i,t}$: La variation du dividende de l'année t-1 à l'année t

a_i : La constante peut être nulle pour certaines entreprises mais sera généralement positive pour refléter la plus grande réticence des dirigeants à réduire plutôt qu'à augmenter les dividendes et au désir de ceux-ci d'assurer une croissance graduelle du dividende. ²⁸

c_i : Un coefficient représentatif de la vitesse à laquelle l'entreprise ajuste à court terme son dividende courant à son dividende "normal".

$u_{i,j}$: est un terme résiduel supposé aléatoire et représentatif de tous les autres facteurs de variation du dividende.

En substituant dans la relation la valeur du dividende optimal par sa valeur ($D_{i,t}^* = r_i B_{i,t}$), Lintner écrit son modèle sous une version plus simplifiée :

$$\Delta D_{i,t} = a_i + b B_{i,t} + d D_{i,t-1} + u_{i,t}$$

Où $b = c r$ et $d = (1-c)$, sans affecter le terme d'erreur.

A partir de cette relation on s'aperçoit que la variation annuelle de dividende dépend essentiellement de deux variables :

Le bénéfice de l'exercice en cours (B_t) et le dividende de l'exercice précédent (D_{t-1}). La première variable est un reflet des résultats financiers de la firme alors que la deuxième variable étant le reflet de la politique de long terme en matière de distribution de dividendes.

Le modèle de Lintner résume la politique de dividende observée comme ceci :

Vingt-six sur les vingt-huit entreprises avaient une valeur assez spécifique de r_i établie comme politique, et vingt avaient des valeurs raisonnablement définies de c_i tandis que six autres avaient des valeurs de c_i un peu plus flexible.

Le modèle de Lintner a été testé par plusieurs études en particulier, l'étude de Fama et Babiak (1968) et celles de Brav, Graham, Harvey et Michaely (2003), Kumar (2004) et Taleb (2015). Toutes ces études ont conclu que les entreprises ajustent leurs dividendes aux bénéfices en tenant compte du ratio de distribution cible déjà fixé.

²⁸ John Lintner, distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes, the American review p 107

3. Le model de Gordon (1959-1962) :

Gordon dans son article²⁹ suggère l'un des modèles populaires qui supposent que la politique de dividende n'est pas neutre et qu'elle affecte la valeur de l'entreprise, il est basé sur les hypothèses suivantes :

- L'entreprise est entièrement financée par l'autofinancement
- Le cout du capital et le taux de rendement sont constants
- taux de rendement est supérieur au cout du capital
- L'aversion au risque et la rationalité des investisseurs
- Le taux de rétention des dividendes une fois décidé reste constant
- Absence de l'impôt
- le cout de capital est supérieur au taux de croissance ($k_e > g$)

Gordon suppose implicitement que les actions qui offrent un dividende plus important seront vendues sur le marché à un prix plus élevé. Cependant, la détermination de la valeur actuelle d'un titre implique la détermination des séries de dividendes futures, or ces dividendes sont difficiles à prévoir.

Pour Gordon, la valeur d'un actif financier est égale à la somme des revenus actualisés de cet actif, Ainsi la valeur d'une action s'apprécie en fonction des dividendes futurs qui seront versés par l'entreprise³⁰:

$$\sum_{i=1}^t \frac{Dt}{(1 + k_e)^t}$$

Avec :

Po : prix d'une action à la date t

Dt : Dividende versé à la date t

Ke : Le taux d'actualisation qui correspond au taux de rendement exigé.

En effet, selon Gordon l'incertitude augmente en fonction du temps. Par conséquent lorsque les investisseurs ont une aversion au risque, les dividendes futurs sont plus risqués que les dividendes actuels et donc devraient être actualisés à un taux plus important.

²⁹ M. J. Gordon, Dividends, Earnings, and Stock Prices, The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No. 2, Part 1 (May, 1959), pp. (99-105)

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

La détermination de la valeur actuelle d'un titre implique la détermination des dividendes futures, pour cela Gordon et Shapiro (1956) ont fait l'hypothèse que les dividendes augmentent à un taux de croissance (g) qui doit être inférieur au taux d'actualisation exigé par l'actionnaire (ke). La formule précédente devient :

$$P_0 = \frac{D_1}{ke-g}$$

Le modèle développée par Gordon et Shapiro a été critiqué sur le plan empirique, en effet Shiller (1981) suppose que s'il est toujours facile d'observer le dividende versé de chaque période mais il est difficile d'estimer le taux d'actualisation (ke) le taux de croissance futur à long terme des dividendes (g).

Pour la vérification empirique, Gordon suppose qu'il y a trois possibilités pour qu'un investisseur soit amené à vendre ses actions.

- C'est de recevoir aussi bien le profit que le dividende.
- C'est d'obtenir le dividende.
- C'est de recevoir le profit.

Gordon a examiné ces trois hypothèses différentes par le biais de trois régressions et en utilisant des estimations en coupe transversale sur un échantillon d'entreprises étudiées sur la période allant de 1951 à 1954. En particulier l'hypothèse des dividendes a été testée via la relation suivante :

$$P_{it} = a_0 + a_1 D_{it} + a_2 Y_{it} + \varepsilon_{it}$$

Pour chaque firme i et période t , P , D , Y , représentent respectivement le cours du titre, le dividende et le bénéfice retenu.

Gordon déduit que le dividende a un impact plus important sur les cours que celui des bénéfices mis en réserve dû à l'incertitude associée aux bénéfices futurs.

4. Le modèle de Kalay (1980) :

L'étude de Kalay examine les preuves empiriques existantes sur l'aversion managériale pour réduire les dividendes considérés comme une affirmation que l'on retrouve dans la littérature financière. Il a utilisé le modèle de signalisation de Ross (1977) qui suppose implicitement que si les dirigeants tentent d'émettre de faux signaux, une pénalité leur sera infligée.

Les hypothèses du modèle :

-Absence des taxes et des coûts de transaction, de faillite et d'agence.

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

-il existe une asymétrie de l'information sur le marché

-Un monde à période unique dans lequel les décisions de financement interviennent à l'instant 0 et un dividende de liquidation est payé au temps 1, Au temps 0, les entreprises peuvent émettre de nouvelles actions et les verser sous forme de dividende. Ainsi, les dividendes peuvent être augmentés ou réduits au moment 0 sans avoir à affecter la politique d'investissement.

- Les gestionnaires possèdent des informations privilégiées sur les performances futures de leurs entreprises.

- La tarification sur le marché est neutre au risque.

Selon Kalay la rémunération des dirigeants M est sous cette forme :

$$M = 1(+ r)\gamma_0 V_0 + \gamma_1 E_1$$

Tel que:

γ_0 et γ_1 représentent les pourcentages non nuls,

r : le taux sans risque.

E_1 : cash-flows dégagés en fin de période

V_0 : La valeur de l'entreprise en début de période

De plus, Kalay suppose qu'il existe sur le marché deux type de firme les bonnes (A) et les mauvaises (B) ayant respectivement un revenu E_a et E_b . Si le dividende est annoncé, la valeur des firmes est estimée à la période t_0 comme suit :

$$V_0^A = \frac{E_A}{(1+r)} : \text{la valeur de marché du type firme a en } t_0$$

$$V_0^B = \frac{E_B}{(1+r)} : \text{la valeur de marché du type firme b en } t_0$$

Avec E_a et E_b : respectivement les cash-flows payés sous forme de dividende par les firmes de type A et B.

Où : $E_A > E_B$ et donc $V_0^A > V_0^B$

Supposons qu'une firme sur le marché, choisie arbitrairement, a une probabilité q d'être de type A et une probabilité $1-q$ d'être de type B, et Si le type d'une entreprise donnée n'est connu que de son dirigeant, alors les deux ont la même valeur marchande qui est :

$$V_0 = \frac{q E_A + (1 - q)E_B}{(1 + r)}$$

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

$$V_0^A > V_0 > V_0^B$$

Pour obtenir un équilibre de signalisation, il faut ajouter l'hypothèse suivante :

Les gestionnaires hésitent à réduire les dividendes. Alternativement, ils supportent un coût (c) en cas de réduction du dividende. Ainsi, leur compensation (M) est :

$$M = \gamma_0(1+r)V_0 + \gamma_1 \begin{cases} E_1 & \text{Si } E_1 > D_0 \\ E_1 - c/\gamma_1 & \text{si } E_1 < D_0 \end{cases}$$

Avec :

D_0 : Le dividende annoncé en début de période

Selon Kalay il existe une situation d'équilibre de type "Spencien" dans laquelle les firmes de type A vont choisir un dividende tel que : $E_B < D^* < E_A$ et le marché va identifier toutes les firmes qui paient un niveau du dividende inférieur au niveau optimal comme étant de type A et toutes les firmes qui paient un dividende supérieur au niveau optimal comme étant de type B.

Le problème des dirigeants des firmes A devient :

$$M^A = \begin{cases} \gamma_0 E_a + \gamma_1 E_a & \text{si } D^* < D_0^A < E_a \\ \gamma_0 E_b + \gamma_1 \gamma_0 E_a & \text{si } D_0^A < D^* \end{cases}$$

Tant que $E_a > E_b$ on a : $M^A(D_0^A < D^*) > M^A(D_0^A > D^*)$

Les dirigeants des firmes de type A choisiront un niveau de dividende tel que ($D_0^A > D^*$)

Le problème des dirigeants des firmes de type B est de la forme :

$$M^B = \begin{cases} \gamma_0 E_a + \gamma_1 E_b - c & \text{Si } D_0^B < D^* < E_b \\ \gamma_0 E_b + \gamma_1 \gamma_0 E_a & \text{si } D_0^B < E_b \end{cases}$$

Formellement on peut écrire :

$$\gamma_0 Eb + \gamma_1 Eb > \gamma_0 Ea + \gamma_1 Eb - c$$

Et :

$$C > \gamma_0(Ea - Eb)$$

L'introduction de l'aversion managériales à réduire les dividendes se traduit par l'utilisation des dividendes comme un moyen de signalisation. Si un impôt différentiel est introduit sur les dividendes en espèces et les gains en capital, les gérants de type B ne paieraient pas de dividendes au moment 0, contrairement au type A.

Section 3 : Revue de littérature

De nombreuses études ont examiné la politique de dividende afin de déterminer les facteurs qui expliquent celle-ci.

La plupart de ces études ont examiné l'impact des facteurs internes comme la taille de l'entreprise, la rentabilité, la liquidité le niveau d'endettement les cash-flows disponibles, pour les déterminants externes on retrouve les décision réglementaires et fiscale et d'autre facteurs macroéconomiques.

Lintner (1956) a expliqué que les modèles de dividendes sont subjectifs à la rentabilité de l'entreprise, les entreprises les plus rentables versent plus de dividendes que celles qui sont moins rentables. Black (1996) a conclu dans son article que les entreprises ne savent pas quelle politique de dividende elles doivent utiliser car elles ne sont pas conscientes du nombre d'investisseurs irrationnels sur le marché, mais un investisseur rationnel peut maximiser son profit en choisissant la bonne politique de dividende.

- Amidu & Abor (2006)³¹ ont étudié les déterminants du ratio de distribution des dividendes au Ghana. Les auteurs ont examiné les données des entreprises cotées en bourse étalées sur une période de six ans, des variables telles que la rentabilité, les flux

³¹ Mohammed Amidu Joshua Abor, (2006), "Determinants of dividend payout ratios in Ghana", The Journal of Risk Finance, Vol. 7, www.academia.edu

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

de trésorerie, l'impôt sur les sociétés, la croissance des ventes et la valeur marché par rapport à la valeur comptable ont été utilisées. Les résultats ont indiqué des relations positives entre les ratios de distribution des dividendes et la rentabilité, les flux de trésorerie et les impôts, tandis que la relation était négative avec la croissance et le cours de l'action à sa valeur comptable.

- Denis & Osobov (2008)³² ont examiné la distribution des dividendes, en utilisant des séries transversales et chronologique sur plusieurs marchés financiers, tels que les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France et le Japon, pendant la période 1989-2002. À l'instar de Fama et French (2001), ils ont constaté que les dividendes sont affectés par la taille de l'entreprise, les opportunités de croissance et la rentabilité. Ils ont conclu que dans les six pays, les entreprises de grandes tailles ayant des bénéfices non répartis et une rentabilité élevée sont plus susceptibles de verser des dividendes. Les entreprises ayant fait des distributions en Allemagne, en France et au Japon avaient des opportunités de croissance plus intéressantes que les entreprises versant des dividendes aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni. Les résultats de ces auteurs soutiennent la théorie de l'agence de Jensen (1986).
- Haruto Takumi et Abdul Rehman³³ ont examiné dans leur étude les déterminants du ratio de distribution des dividendes dans les 50 entreprises cotées à la Bourse de Karachi (KSE) pour l'année 2009. Ils ont trouvé que la relation entre le ratio des dettes sur les capitaux propres, la rentabilité, la liquidité et l'impôt sur les sociétés est positive avec le ratio de distribution des dividendes, tandis que les flux de trésorerie par action et le ratio du cours du marché de l'action par sa valeur comptable ont une relation négative avec le ratio de distribution des dividendes, enfin, La rentabilité, l'endettement sur les capitaux propres se sont révélés être les déterminants importants du ratio de distribution des dividendes au Pakistan selon cette étude.

³² David J, Denis and Igor, why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. vol 89 2008, vol. 89, <https://www.ssrn.com/>

³³ Abdul Rehman haruto takumi, determinants of dividend payout ratio: evidence from Karachi stock exchange (kse), journal of Contemporary Issues in Business research 2012, www.academia.edu

- **Ivan Boban** (2011) a examiné dans son article les déterminants du ratio de distribution des dividendes en analysant un échantillon de 155 sociétés britanniques qui représentent 74% de la capitalisation boursière de l'ensemble de la Bourse de Londres de 2005 à 2010. L'article complète les études de la littérature existantes en étendant le modèle d'agence introduit par **Rozeff** (1982) et en l'appliquant au contexte actuel, les résultats montrent que la β des entreprises la croissance moyenne des revenus et le nombre d'actionnaires ordinaires sont tous significatifs pour expliquer le versement des dividendes. Enfin, le modèle logit introduit suggère que le β de l'entreprise, la croissance moyenne des revenus et la croissance moyenne prévue des revenus sont négativement liés aux versements des dividendes.
- Au moyen orient **Nader Alber et Ahmed Alhabtour**(2017) ³⁴Ont étudié dans leurs article la politique de dividende de 67 entreprises cotées en bourse saoudienne pour une période allant de 2006 à 2014 à l'aide du modèles de régression linéaire et logistique , ils ont conclu que la rentabilité , la taille, l'âge de l'entreprise et le dividende de l'année précédente ont un effet positif et significatif sur le ratio de distribution des dividendes, tandis que l'effet de levier et les opportunités d'investissement ont un effet négatif et significatif. En ce qui concerne les sociétés financières, en utilisant la régression linéaire, les résultats indiquaient que la taille, l'âge et les dividendes de l'année précédente ont un effet positif et significatif sur le ratio de distribution, tandis que l'effet de levier à un effet négatif et significatif, la croissance moyenne prévue des revenus est liée négativement à la distribution des dividendes. Enfin, le nombre d'actionnaires ordinaires s'est révélé être positivement lié à la probabilité de versement de dividendes.

³⁴ Alber, Nader and Alhabtour, Ahmad, Determinants of Dividend Policy in Saudi Listed Companies (January 31, 2017).

Chapitre 2 : le cadre théorique de la politique

- Dans une étude menée en Turquie ³⁵ en 2018, Faruk Bostanci et Eyup Kadioglu ont examiné les facteurs internes et leurs impacts sur les décisions de distribution des dividendes des entreprises coté en bourse. La régression de panel a été appliquée à 853 observations de la moyenne annuelle de 106 sociétés cotées entre 2009 et 2015. Un effet positif et significatif sur le paiement des dividendes a été trouvé avec la distribution des dividendes de l'année précédente, le rendement des capitaux propres de l'entreprise et le ratio de la valeur de marché de l'action par la valeur comptable, la liquidité et la Taille. La relation positive entre le versement des dividendes et le rendement des capitaux propres soutient l'hypothèse des flux de trésorerie disponible et la relation positive avec le dividende de l'année précédente le ratio de distribution soutient l'hypothèse de lissage des dividendes.

³⁵ Faruk , Eyup and Guven Determinants of Dividend Payout Decisions international journal of financial studies 2018

Conclusion du chapitre :

Dans ce chapitre, on a présenté le cadre théorique de la politique de dividende ainsi que les modèles qui en résultent, il existe principalement deux thèses qui se confrontent, la première développée par Modigliani et Miller (1961), ces auteurs stipulent que sous l'hypothèse d'un marché financier parfait et en l'absence de différence dans les taux d'imposition des dividendes et des gains en capital, la valeur de marché des actions d'une entreprise est totalement indépendante des dividendes versés. Ces auteurs affirment que la valeur de la firme est uniquement déterminée par la capacité bénéficiaire de ses actifs et que la manière dont les bénéfices sont répartis n'a aucun effet sur la richesse des actionnaires et par conséquent sur la valeur de la firme.

La deuxième thèse, soutenue sur le plan théorique principalement par Walter (1956) et Gordon (1959) et vérifiée empiriquement par Lintner (1956), repose sur l'hypothèse que l'incertitude et l'aversion de l'investisseur à l'égard de celui-ci sont les déterminants essentiels du prix de l'action.

L'asymétrie d'information est dû au déséquilibre informationnel entre les acteurs du marché, selon la théorie de signalisation, la distribution des dividendes permet aux dirigeants de signaler au marché le vrai type de leur entreprise.

La fiscalité constitue une des imperfections du marché susceptible d'influencer le choix de la politique de distribution, étant donné que les investisseurs individuels ont généralement un taux d'imposition personnel plus élevé sur le revenu ordinaire que sur les gains en capital, les entreprises ne devraient théoriquement pas verser de dividendes, dans cette théorie on distingue deux catégories de modèles : les modèles statiques et les modèles dynamiques. On retrouve dans la théorie d'agence plusieurs hypothèses proposées pour donner une explication à la problématique des dividendes. Ces hypothèses ont été confrontées empiriquement à l'hypothèse de signalisation.

Le troisième chapitre

**Étude empirique sur les
déterminants de la distribution des
dividendes dans les entreprises
Algériennes**

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

Introduction du chapitre :

L'objectif de ce chapitre est d'identifier les déterminants de la distribution des dividendes des grandes entreprises algériennes et d'expliquer l'importance de leurs influences et par la suite vérifier empiriquement les hypothèses citées précédemment.

Ce chapitre se divise en trois sections comme suit :

Dans la première section, nous présenterons le cadre juridique de la distribution des dividendes en Algérie. La deuxième section sera consacrée pour la présentation de l'échantillon d'étude, l'analyse descriptive Et enfin dans la troisième section on testera de façon empirique les hypothèses.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

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

Dans cette section nous présentons la réglementation Algérienne concernant la distribution des dividendes, la cessions d'actions et des parts sociales et la fiscalité sur les dividendes et les plus-values.

1.La fiscalité de la distribution des dividendes :

La distribution des dividendes est soumise aux règles régit dans le code de commerce Algérien, selon le l'article 723³⁶ , Après l'approbation des comptes et constatation de l'existence de sommes distribuables, l'assemblée générale détermine la part attribuée aux associés sous forme de dividendes.

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 représente 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 légale d'un montant supérieur à celui des acomptes
- Ou lorsqu'un bilan établi au cours ou à la fin de l'exercice et certifié par un commissaire aux comptes fait apparaitre 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.

Concernant les modalités de paiement des dividendes sont votés par l'assemblée générale et qui par le conseil d'administration ou les gérants, la mise en paiement à lieu dans un délai maximale de neuf mois après la clôture de l'exercice, la prolongation de ce délai peut être accordée par décision de justice.

³⁶Article 723, Code du commerce Algérien.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

2.La fiscalité des dividendes et la plus-value :

2.1. Définition des revenus distribués

Selon l'article 46 du code des d'impôts directs ³⁷Les revenus distribuables selon le code des impôts directs sont les suivants :

- 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 ;
- 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.

2.2. Le taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés :

Selon l'activité de la société les taux sont les suivants :

- 19%, pour les activités de production de biens ;
- 23%, pour les activités de bâtiment, de travaux publics et d'hydraulique ainsi que les activités touristiques et thermales à l'exclusion des agences de voyages ;
- 26%, pour les autres activités.

En cas de l'exercice concomitant de plusieurs activités, les personnes morales assujetties à l'IBS doivent tenir une comptabilité séparée pour ces activités, permettant de déterminer la quote-part des bénéfices pour chaque activité à laquelle le taux de l'IBS approprié doit être

³⁷Article 46, Code des impôts directs et taxes assimilées, année 2020.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

appliqué. Le non-respect de la tenue d'une comptabilité séparée entraîne systématiquement l'application du taux de 26%,

2.3. Imposition des dividendes distribués :

-En matière d'IBS :

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.

-En matière d'IRG :

Dans la catégorie des capitaux mobilier les personnes soumises à l'IRG sont³⁸ :

- Les personnes qui perçoivent des dividendes en qualité d'associés :

Sociétés par actions,

Sociétés en commandite par actions ;

Sociétés à responsabilité limitée ;

Société de personne (société en nom collectif, société en commandite simple, société en participation ayant opté pour l'imposition à l'IBS

-Les personnes qui perçoivent des jetons de présence ou de tantième, en qualité d'administrateur de la société.

³⁸ Guide fiscal Algérien des produits financiers, 2020

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

Les dividendes perçus par les personnes physiques résidentes autres que celles visées à l'alinéa 2 de l'article 54 du code des impôts directs et taxes assimilées : le taux de la retenue à la source est fixé à 15%.

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

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.

-Les dividendes perçus par les sociétés au titre de leur participation dans le capital des autres sociétés membres du groupe, sont exonérés de l'IBS³⁹, à ce titre, il est rappelé qu'il ne s'agit que des dividendes distribués à la société-mère par ses filiales, les participations croisées n'étant pas autorisées, aucun dividende ne peut être distribué par la société-mère au profit de ses filiales.

2.4. Imposition des plus-values :

La plus-value résulte de la cession de parts ou d'actions.

-Pour les personnes résidentes en Algérie :

Les cessions de parts ou d'actions réalisées et dégageant une plus-value professionnelle, sont soumises à l'IBS par l'intégration au bénéfice imposable de 70% de ladite plus-value, s'il s'agit de plus-value à court terme (actions acquises depuis 3 ans ou moins),

- 35% pour les plus-values à long terme (actions acquises depuis plus de trois ans). Pour les personnes physiques, la plus-value réalisée donne lieu à une imposition au taux de 15% libératoire d'impôt sur le revenu global., ces plus-values sont exonérées de l'impôt lorsque leur montant est réinvesti.

- Plus-values réalisées par des personnes non résidentes en Algérie :

³⁹ Article 7, La Loi de finances 2020, Algérie.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

L'imposition au titre de l'IRG est fixée au taux de 20% libératoire d'impôt, 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.

Section 2 : Analyse descriptive de l'échantillon

Cette section est consacrée à la description de l'échantillon étudié, nous présenterons la source de nos données, l'analyse descriptive de l'échantillon étudié selon plusieurs variables.

1. Présentation de l'échantillon :

L'échantillon est constitué de 54 grandes entreprises algériennes qui activent dans le secteur industriel, commercial et de prestation de service.

Les différentes formes juridiques des entreprises de l'échantillon sont SPA et SARL avec un nombre de 40 et 14 respectivement, la majorité sont donc des SPA.

Tableau N°1 : Les secteurs d'activité des entreprises.

Secteur d'activité	Echantillon	%
Industriel	31	57
Service	15	27
Commercial	8	14
Total	54	100

Source : Etablit sur la base de l'échantillon.

La majorité des entreprises de l'échantillon activent dans le secteur industriel avec 57%, et les entreprises dans le secteur commercial représentent 27% de l'échantillon et le dernier secteur service inclue 14% de l'échantillon.

Les données utilisées dans notre étude sont de nature comptable incluant les bilans, le compte de résultat, et le procès-verbal de l'assemblée générale avec l'affectation du résultat et des réserves de l'exercice 2018.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

La collecte des données a été faite auprès de la direction des grandes entreprises et des site web des entreprises.

La direction des grandes entreprises (DGE) est un établissement public rattaché au ministère de finance, il est composé de cinq (05) Sous-directions :

- La Sous-direction de la Fiscalité des Hydrocarbures ;
- La Sous-direction de Gestion ;
- La Sous-direction de recouvrement ;
- La sous-direction du Contrôle Fiscal ;
- La Sous-direction du Contentieux.

❖ Les principales missions de la DGE sont :

- La Centralisation du lieu d'accomplissement des principales obligations fiscales des entreprises éligibles.
- la tenue et de la gestion du dossier fiscal des contribuables relevant de sa compétence ;
- Le contrôle fiscal externe des dossiers des entreprises relevant de la fiscalité de droit commun.
- l'émission, la constatation et de l'homologation des rôles, états de produits, certificats d'annulation ou de réduction et de la mise en œuvre des opérations d'enregistrement et de timbre.
- Le Développement des échanges sur les prix de transfert et le contrôle des sociétés étrangères.

❖ Les critères pour les entreprises éligible à la DGE sont comme suit :

- Sociétés de droit algérien : le seuil du chiffre d'affaire réalisé doit être égal ou supérieur à 2 Milliards D.A
- Sociétés étrangères non installées en Algérie : le seuil est fixé au montant du contrat qui ne doit pas être inférieur à 1 Milliard D.A

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

- Le groupe de sociétés ayant opté pour le régime fiscal du groupe : l'éligibilité est liée à la condition de réalisation d'un chiffre d'affaires égal ou supérieur à 2 Milliards D.A de l'une des sociétés membre du groupe.

2. Définition des variables :

Cette partie est consacrée à la présentation des variables du model fixées pour expliquer le ratio de distribution des dividendes.

2.1. La variable à expliquer :

Conformément aux recherches antérieures (Linter 1965, Jensen 1992) nous utilisons le ratio des dividendes en espèces sur le résultat net pour mesurer le ratio de distribution des dividendes, celui-ci reflète la décision de verser des dividendes ou dans le cas contraire à ne pas distribuer. Ce ratio ne prend en compte que les facteurs internes et la mesure est donc indépendante des facteurs externes. Il est calculé comme suit :

$$\text{Div} = \frac{\text{Dividendes distribués}}{\text{resultat net}}$$

2.2. Les variables explicatives :

Les variables explicatifs et les hypothèses y associées pour cette étude sont les suivantes :

2.2.1. La rentabilité de l'entreprise :

La rentabilité d'une entreprise est considérée comme un facteur important qui affecte la politique de dividende, selon Jensen et al (1992), Lintner (1956), la rentabilité d'une entreprise est une et variable explicative positive de la politique de dividende c'est le cas des études de Fama and French (2001), cette variable et noté (ROA) est calculé comme suit :

$$\text{ROA} = \frac{\text{resultat net}}{\text{totale actif}}$$

H 1 : Il existe une relation positive et significative entre la rentabilité et la distribution des dividendes.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

2.2.2. Les dividendes antérieurs (Pdiv) :

Lintner (1956) identifie les dividendes passés comme le principal facteur dans la politique de dividende des entreprises. C'est le cas dans le contexte américain avec l'étude de (Baker et coll (1985), il est donc intéressant d'étudier l'effet de cette variable, on calcule ce ratio par les dividendes antérieurs sur le résultat net de l'année qui précède le paiement :

$$Pdiv = \frac{\text{dividende } n-1}{\text{resultat net } n-2}$$

H 2 : il existe une relation positive et significative entre les dividendes antérieurs et la distribution des dividendes.

2.2.3. Le niveau d'endettement :

La politique de la dette détermine l'ampleur des besoins de l'entreprise financés en utilisant la dette, les décisions de financement peuvent avoir un effet sur les perspectives de l'entreprise et donc il est intéressant de déterminer l'impact de la politique de financement sur la politique de dividende.

Cette variable est noté End et se calcule comme suit :

$$End = \frac{\text{Total des dettes}}{\text{Actif total}}$$

H 3 : il existe une relation négative et significative entre l'endettement et la distribution des dividendes

2.2.4. Le cash-flow disponible (CF) :

De nombreuses recherches ont été menées afin de tester la relation entre les flux de trésorerie disponible et le ratio de distribution des dividendes.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

La littérature est divergente sur la façon de mesurer le flux de trésorerie, Selon Jensen⁴⁰ Le free cash-flow peut se définir comme le cash-flow en excès qui reste disponible dans une firme une fois que tous les projets à valeur actuelle nette positive ont été financés.

On utilise la mesure des cash-flows sur l'actif totale :

$$CF = \frac{\text{Resultat net} + \text{amortissements}}{\text{actif total}}$$

H 4 : Il existe une relation positive et significative entre les cash-flows disponibles et la distribution des dividendes.

2.2.5. Les réserves (Rés) :

Selon H. DeAngelo (2006) Les entreprises avec un bénéfices élevé non répartis et mis en réserve ont tendance à verser des dividendes, tandis que les sociétés ayant de faibles réserves ont besoins de fonds additionnels pour garder leurs profits.

On utilise la mesure des réserves sur l'actif totale :

$$\text{Rés} = \frac{\text{reserves}}{\text{actif total}}$$

H 5 : il existe une relation positive et significative entre les réserves et la distribution des dividendes

⁴⁰ Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers American Economic Review, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

2.2.6. La liquidité (Liq) :

Le ratio de liquidité générale traduit la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes à court terme, selon Baker et coll. (1985), la liquidité est le principal déterminant de la politique de dividende. La liquidité noté (Liq) se calcule avec cette formule :

$$\text{Liq} = \frac{\text{actif à court terme}}{\text{passif à court terme}}$$

H 6 : Il existe une relation positive et significative entre la liquidité et la distribution des dividendes.

Tableau N°2 : Tableau récapitulatif de l'ensemble des variables.

Symbole	Variable	Mesure	Signe attendu
ROA	Rentabilité	Rapport entre le résultat net et le total actif	+
Pdiv	Dividende antérieurs	Rapport des dividendes versés de l'année passée (N-1) et le résultat net de l'année précédant le versement des dividendes (N-2)	+
End	L'endettement	Le rapport entre le total des dettes et l'actif total	-
CF	Cash-flow disponible	Le rapport entre le cash-flow disponible et le total actif	+
Rés	Réserves	Le rapport entre les réserves et le total actif	+

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

Liq	La liquidité	Le rapport entre l'actif à court terme et le passif à court terme	+
-----	--------------	---	---

Source : établi à partir des variables de l'étude.

3. Les statistiques descriptives :

Avant de procéder à l'estimation du model il est intéressant d'analyser les données statistiquement.

3.1. Statistique descriptive de la variable à expliquer :

Le tableau suivant présente quelques statistiques descriptives de la variable à expliquer

Tableau N° 3 : statistiques descriptives de la variable à expliquer

Stats	Mean	Max	Min	Std dev	Median	Skewness	Kurtosis
Div	0.3146	0.950	0.000	0.3083	0.2495	0.6702	2.1963

Source : Elaboré à partir des résultats des traitements effectués sur STATA.16

A partir de ce tableau nous obtenons les résultats suivants :

La moyenne du taux de distribution des dividende Div est de 31.4%, Cependant, l'écart type est relativement grand en raison de la grande marge entre la valeur maximale et la valeur minimale atteignant respectivement 0.95 et 0, le coefficient « Kurtosis » est un coefficient qui mesure le degré d'aplatissement des données, il est égal à 2,19 , cette valeur inférieure à 3, signifie que la distribution de cette variable est légèrement aplatie par rapport à la loi normale, Nous remarquons aussi que la valeur du coefficient skewness égale à 0,67 ce qui explique que cette variable est peu symétriques.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

3.2. Statistique descriptive des variables explicatives

Les statistiques descriptives des variables explicatives sont présentées dans le tableau ci-dessous :

Tableau N°4 : statistiques descriptives des variables explicatives

Stats	Mean	Minimum	Maximum	St dev	Median	Skewness	Kurtosis
ROA	0.0869	0.0024	0.4813	0.0865	0.053	2.3320	9.7925
CF	0.3647	0.0044	0.7974	0.1943	0.372	0.1130	2.2182
Pdiv	0.3582	0.0000	0.9500	0.3271	0.3	0.5835	1.9888
End	0.3946	0.0013	0.8810	0.2258	0.366	0.4632	2.7076
Liq	2.4463	0.2202	8.8687	1.7369	1.963	1.5213	4.5431
Rés	0.1799	0.0002	0.6045	0.1565	1.411	1.2162	3.7321

Source : Elaboré à partir des résultats des traitements effectués sur STATA.16

Suivant le tableau :

La moyenne du ROA est de 8.7%, avec un écart type relativement faible de 0.08, La liquidité a une moyenne de 2.44 avec un écart type élevé de 1.73 indiquant une forte dispersion dans l'échantillon, pour l'endettement, la moyenne est de 0.39 avec un écart type relativement grand de 0.22.

Quant à la variable CF, elle indique qu'en moyenne les cash flows disponibles représentent 36% de l'ensemble des actifs avec un écart type de 0.19, indiquant une dispersion moyenne.

En ce qui concerne la variable des dividendes antérieurs, elle affiche une moyenne s'élevant à 35.8% avec une dispersion plutôt grande. Le ratio des réserves présente une moyenne de 18 % avec un écart type de 0.15.

Pour les coefficients de Skewness et de Kurtosis. Nous remarquons que globalement les coefficients de Kurtosis des variable ROA, Liq, Rés sont supérieurs à 3 ce qui indique une forte probabilité des pointes extrêmes et que ces variables présentent des queues plus épaisses que la loi normale, tandis que les variable CF, Pdiv, End présentent des coefficients inférieurs à trois indiquant une faible probabilité des points extrême par rapport à la loi normal

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

Les coefficients de Skewness sont quant à eux différents de 0 et positifs ce qui indique une distribution des variables asymétrique et décalée à gauche, et donc des distributions étalées vers la droite par rapport à la distribution de la loi normale.

4.La matrice de corrélation :

Avant de tester empiriquement les hypothèses de notre étude, il y a lieu d'établir la matrice de corrélation pour tester la relation entre la variable dépendante et les variables indépendantes, La matrice de corrélation est utilisée pour déterminer la nature, le signe et l'importance des relation bivariée des variables de cette étude⁴¹. Les corrélations indiquent la relation entre les variables mais elles n'impliquent pas la causalité.

Tableau N°5 : matrice de corrélation des variables.

	Div	ROA	CF	PDIV	End	LIQ	RES
Div	1.0000						
ROA	0.4066 *	1.0000					
CF	0.2728 *	0.3626 *	1.0000				
Pdiv	0.5346 *	0.0717	0.1191	1.0000			
End	-0.2273	-0.3140 *	-0.0816	0.1541	1.0000		
Liq	0.2809 *	0.0636 *	0.2120	-0.0116	-0.3775 *	1.0000	
RES	-0.1333	-0.0697	-0.0425	-0.1011	-0.4928 *	0.2668 *	1.0000

⁴¹ Sergio Focardi ,Financial econometrics; from basics to advanced modelling techniques, john Wiley , 2007 , p 124.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

* Corrélation significative au seuil de 5%.

Source : Elaboré à partir des résultats des traitements effectués sur STATA.16

La matrice de corrélation représentée dans le tableau ci-dessus, montre que la variable à expliquer Div est significativement et positivement corrélée avec la rentabilité, les cash flows, les dividendes antérieurs et la liquidité, mais elle est négativement corrélée avec l'endettement et les réserves.

La rentabilité est positivement corrélée avec les cash flows, elle est également positivement mais faiblement corrélée avec les dividendes antérieurs et la liquidité, et est négativement corrélée avec les réserves et l'endettement.

La variable des cash flux est positivement est fortement corrélée avec les dividendes antérieurs et la liquidité par contre elle est faiblement et négativement corrélé avec l'endettement et les réserves.

La variable des dividendes antérieurs est positivement corrélée avec l'endettement mais négativement et faiblement avec la liquidité et les réserves.

L'endettement est négativement et fortement corrélé avec la liquidité et les réserves quant à la liquidité est positivement corrélée avec les réserves.

Section 3 : Estimation du modèle économétrique

Cette section sera consacrée à l'étude et l'analyse de la régression linéaire multiple de la variable à expliquer pour en conclure l'effet des variables explicatives sur la distribution des dividendes dans les grandes entreprises algériennes.

1.Présentation des résultats de l'étude et des tests :

Nous avons utilisé le logiciel STATA 16.0 pour obtenir les résultats de la régression linéaire multiple, Stata est un logiciel de statistiques et d'économétrie largement utilisé par les économistes et les épidémiologistes. Il est développé par StataCorp, il fournit des outils sophistiqués d'analyse, de régression et de prévision des données et permet de développer une relation statistique à partir des données disponibles

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

On a choisi d'utiliser le modèle de régression linéaire multiple comme plusieurs chercheurs dans des études antérieures.

Le modèle de régression linéaire multiple est l'outil statistique le plus habituellement mis en œuvre, c'est une extension du modèle linéaire simple.

Dans une régression linéaire multiple, une variable quantitative Y dite à expliquer est mise en relation avec p variables quantitatives X dites explicatives.

La forme générale du modèle est la suivante :

$$Y_j = C + \beta_i X_i + \varepsilon_i$$

Le i désigne une entreprise dans notre cas.

Y_i est une variable indépendante et fait référence à une mesure du ratio de distribution des dividendes pour l'entreprise i sachant que : i = 1,2, . . . , k.

Le C est l'interception., β_i représente les coefficients., X_i représente les facteurs dans une Année particulière. ε_i représente le terme d'erreur standard.

Le modèle à déterminer se présente comme suit :

$$DIV_i = b_0 + b_1 ROA_i + b_2 End_i + b_3 RES_i + b_4 Pdiv_i + b_5 Liq_i + b_6 CF_i + \varepsilon_i.$$

Les hypothèses d'un modèle de régression linéaire multiple :⁴²

- les Y sont observés sans erreur (non aléatoires).
- $E(\varepsilon) = 0$, en moyenne le modèle est bien spécifié.
- $E(\varepsilon^2) = \sigma^2$ la variance de l'erreur est constante (homoscédasticité).
- $E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$, les erreurs sont non-corrélées (non-autocorrélation des erreurs).
- $Cov(\varepsilon, X) = 0$, l'erreur est indépendante des variables explicatives.
- ε suit la loi Normale (0, σ²)

⁴²Quantitative methods for social sciences : a practical introduction with examples in spss and stata , springer 2018, p 171 .

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

2. Les résultats de la régression :

Les résultats de la régression sont regroupés dans le tableau suivant :

Tableau N° 6 : Résultats de la régression.

Variable indépendante	Coef	T value	Coef (P value)
ROA	0.833	2.04	0.024**
CF	0.063	0.37	0.712
RES	-0.527	-2.28	0.025**
END	-0.373	-2.12	0.039**
LIQ	+0.0425	2.19	0.022**
PDIV	+0.500	5.42	0.000 ***
CONSTANTE	+0.177	1.3	0.151

*** significatif au seuil de 1% ; ** Significatif au seuil de 5%.

R^2	0.5539
Adjusted R^2	0.4984
F statistic	11.92
Sig F statistic	0.000 ***

Source : Elaboré à partir des résultats des traitements effectués sur Stata.16

Les résultats d'estimation présentés dans le tableau ci-dessus affichent un coefficient de détermination qui s'élève à 55.39%. Donc les variables du modèle arrivent à expliquer 55% de la distribution de dividendes dans les grandes entreprises algériennes. Par ailleurs, le test de Fischer de significativité globale du modèle indique que le modèle est significatif au seuil de 1%.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

Les résultats de la régression montrent que les dividendes antérieurs mesurés par Div ont l'effet le plus important sur la distribution des dividendes des entreprises.

L'analyse de régression montre que l'impact de la liquidité est positif et significatif au seuil de 5 %, l'endettement et les réserve ont un impact négatif et significatif au seuil de 5 %

Quant à l'impact de la variable du cash-flow disponible n'est pas significatif.

Les variables significatives sont retenues pour la régression qui peut se présenter comme ceci :

$$DIV = 0.177 + 0.833ROA - 0.529 RES - 0.0373 END + 0.042 Liq + 0.5 PDIV + e$$

3. Diagnostic du modèle :

Après avoir effectué la régression linéaire multiple dans la précédente section, nous allons dans ce qui suit présenter les résultats de quelques tests.

3.1. Test de la normalité des erreurs :

Ils existent plusieurs tests pour déterminer si les erreurs d'une régression linéaire suivent une loi normale, dans notre cas on a opté pour le test de jarque bera, sous l'hypothèse nulle :

H_0 = les erreurs suivent une loi normale

Selon le résultat du test, nous avons une probabilité de 0.8598 qui est supérieur à 5 %, signifiant que les résidus suivent une loi normale.

Tableau N°7 : Résultats du test de normalité

Test de normalité de jarque-bera	
.3255Chi (2)	.8598
H_0 = nomality	

Source : élaboré à partir des résultats des traitements effectués sur STATA.16

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

3.2. Test d'hétéroscédasticité :

L'hétéroscédasticité a lieu lorsque les variances des erreurs sont différentes. Pour tester l'hétéroscédasticité des erreurs, on a utilisé le test de breusch-pagan, le résultat montre que la probabilité est supérieure à 5 % ce qui veut dire qu'on accepte l'hypothèse de l'homoscédasticité des erreurs.

Tableau N°8 : Résultats du test d'hétéroscédasticité.

Test d'hétéroscédasticité breusch-pagan	
Chi2(1) = 1.49	Prob > chi2 = 0.222

Source : élaboré à partir des résultats des traitements effectués sur STATA.16

3.3. Test de multicollinéarité :

Une multicollinéarité prononcée s'avère problématique, car elle peut augmenter la variance des coefficients de régression et les rendre instables et difficiles à interpréter. L'absence de multicollinéarité parfaite est une des conditions requises pour pouvoir estimer un modèle linéaire, nous voulons confirmer ce résultat avec un test de multicollinéarité à travers le calcul des VIF et des tolérances, Les résultats obtenus sont les suivants :

Tableau N°9 : Résultats du test de multicollinéarité.

Variable	End	Rés	ROA	Liq	CF	Pdiv	Mean VIF
VIF	1.76	1.45	1.39	1.26	1.23	1.05	1.36
1/VIF	0.569	0.689	0.721	0.792	0.813	0.950	

Source : Elaboré à partir des résultats des traitements effectués sur STATA 16.

Nous remarquons que tous les coefficients des VIF sont inférieurs à 10 car la valeur maximale des VIF est 1.74, la valeur de la tolérance minimale est 0.56 ce qui est largement supérieure à 0.1 indiquant l'absence de la multi colinéarité entre les variables explicatives du modèle.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

4. Interprétation des résultats :

L'interprétation des résultats du modèle est présentée comme suit :

La rentabilité (ROA) :

La rentabilité, mesurée par ROA, influence comme prévu positivement la distribution des dividendes et au niveau de signification de 5%, les résultats sont cohérents avec les recherches menées par Amidu and Abor (2006), Patra et al. (2012), Fama & French. (2001), Baker et Powell (2000). Baker et coll (1985), où la rentabilité est considérée comme l'un des déterminants les plus importants de la politique de dividende, en théorie une entreprise très rentable distribue une grande partie de ses bénéfices sous forme de dividendes ce qui permet en théorie du signal de transmettre des signaux de la qualité de gestion de l'entreprise, et que la direction s'attend à une amélioration des bénéfices à l'avenir ou pour illustrer que l'entreprise est en bon état.

De plus les entreprises dont la rentabilité est plus élevée génèrent un montant de bénéfices avec lequel elles sont en mesure d'avoir des bénéfices non répartis, et donc les entreprises à forte rentabilité sont prêtes à payer des montant élevé de dividendes, améliorant son image auprès des investisseurs.

Ainsi la rentabilité est un facteur clé pour la décision du niveau de distribution des dividendes dans les entreprises algériennes.

Le ratio de distribution antérieur (Pdiv) :

Dans la régression, le coefficient de la variable du ratio de distribution de l'année précédente, indiqué par Pdiv, est positif, comme prévu, et a un effet statistiquement significatif de 1%. L'hypothèse formulée qu'il y a une relation positive entre la période actuelle du paiement du dividende et le paiement du dividende de l'année précédente est acceptée.

En d'autres termes, à mesure que le paiement du dividende de l'année précédente augmente, le paiement du dividende de la période en cours augmente également. Ce résultat est conforme à l'hypothèse de Lintner (1956) et aux études faites par Al-Najjar et Kilincarslan

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

2017, Al-Najjar 2009,) montrant que le dividende de l'année précédente a un effet positif sur le ratio de la période en cours.

Les réserves :

A partir des résultats de la régression les réserves ont un impact négatif, par conséquent l'hypothèse de l'impact positive des réserves est rejetée.

Les réserves sont considérées comme une garantie pour les dettes de la société et peuvent également être considérées comme des liquidités (Surtout les précautions autres que les réserves statutaires), ce qui signifie que l'institution peut y recourir en cas de nécessité.

Le résultat de la régression ne correspond pas à plusieurs études antérieures, a priori celle de Lintner 1956, où il a constaté que les gestionnaires changent le pourcentage de distribution du dividende en fonction des revenus antérieurs de l'entreprise, et ce résultat a été confirmé par Babiak et Fama 1968 dans son étude Sur le modèle Lintner de 1956.

Le cash flows disponibles (CF) :

L'impact du cash-flow disponible est positif sur la distribution des dividendes, ce qui est conforme avec la théorie de l'agence citant que plus les entreprises ont un flux de trésorerie disponible, plus élevé sera le ratio de distribution des dividendes. Cependant cette variable n'est pas significative dans notre modèle contrairement aux modèles de Bhattacharya (1979), William et John (1985) et Rock et Miller (1985) qui ont tous conclu que les flux de trésorerie jouent un rôle important dans les politiques de distribution des dividendes. On peut en conclure que les cash flows disponibles ne sont pas à eux seuls un facteur déterminant du ratio de distribution des dividendes dans les grandes entreprises algériennes.

La liquidité (LIQ) :

La liquidité de la société est représentée par le ratio l'actif courant sur le passif à court terme. Dans la régression, l'impact de la liquidité est positif comme prévu, et la relation entre la variable dépendante et la variable indépendante est significatif au seuil de 5%. En d'autres termes, la liquidité a un impact significatif sur le ratio de distribution des dividendes conformément avec l'étude menée par Baker et Powell (2000) Purbosari (2006), avec une

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

liquidité plus élevée, une entreprise réduit son risque financier et par conséquent plus de dividendes pourraient être distribués, ceci est soutenu par la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) ; Rozeff, (1982). En outre, cette relation positive entre la liquidité et le dividende est également cohérente avec l'hypothèse de flux de trésorerie disponible de Jensen (1986). Le niveau de liquidité élevé renforce la capacité de l'entreprise à verser des dividendes et renforce ainsi la confiance des actionnaires.

Le ratio d'endettement (End) :

Le coefficient de la variable indépendante indiquée comme End dans l'équation de régression est négatif et significative au seuil de 5%. Ceci veut dire que plus serait élevé le taux d'endettement moins le taux de distribution de dividendes serait grand dans notre échantillon. Certains chercheurs ont conclu le même résultat tel que Malkawi (2007) and Al-Najjar Hussainey (2009).

Plus l'endettement est élevé, plus les actionnaires sont exposés au risque financier (Berk & DeMarzo 2011), en effet la richesse des actionnaires diminue à mesure que la société subit une détresse financière pour remplir ses obligations, dans des conditions extrêmes, elle sera mise en faillite.

Contrairement à notre résultat certaines études ont conclu que plus le niveau d'endettement est élevé, plus le niveau de distribution des dividendes sera élevé et donc pour attirer la dette extérieure la société doit augmenter son versement de dividendes.

D'ailleurs l'étude de (Sefcik et Malitz, Long (1994)) a prouvé que l'entreprise peut recourir à l'emprunt pour se fournir de la liquidité et puis procède à la distribution des dividendes.

De plus il est souvent associé aux grandes entreprises d'avoir recourent à l'endettement externe et distribuent plus de dividendes pour montrer qu'elles sont en bonne santé financière.

Tableau N°10 : Résumé des résultats des hypothèses.

	Hypothèse	Résultat

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grande entreprise Algériennes

H1	Il existe une relation positive et significative entre la rentabilité des entreprises et la distribution des dividendes.	Acceptée
H2	Il existe une relation positive et significative entre les dividendes antérieurs et la distribution de dividendes	Acceptée
H3	Il y a une relation négative et significative entre l'endettement et la distribution de dividendes	Acceptée
H4	Il y a une relation positive significative entre le cash-flow des entreprises et la distribution de dividendes	Refusée
H5	Il y a une relation positive et significative entre les réserves des entreprise et distribution de dividendes	Refusée
H6	Il y a une relation positive significative entre la liquidité des entreprises et la distribution de dividendes	Acceptée

Source : établi à partir des résultats de l'étude.

Chapitre 3 : Etude empirique sur la distribution des dividendes dans les grandes entreprises Algériennes

Conclusion du chapitre :

Dans ce chapitre nous avons présenté à l'aide d'un modèle de régression linéaire multiple la relation entre le taux de distribution des dividendes et ses déterminants internes dans les grandes entreprises algériennes. Nous avons abouti aux résultats suivants :

Les variables avec l'impact le plus significatif sur la distribution des dividendes sont : les dividendes antérieurs, la rentabilité, la liquidité, l'endettement et les réserves, tandis que les cash flows disponibles n'ont pas d'impact significatif.

Le taux de distribution est influencé positivement par la rentabilité, les dividendes antérieurs, la liquidité, par ailleurs le niveau d'endettement et les réserves impact négativement la distribution.

CONCLUSION
GENERALE

Conclusion générale

Conclusion générale :

La politique de dividendes fait référence aux décisions financières, relatives à la distribution des bénéfices. Le Conseil d'administration d'une entreprise, avec la contribution de la haute direction, définit la politique de dividende d'une société.

La littérature est divergente sur la répercussion de la politique de dividende sur la valeur de l'entreprise, notre présente étude est concentrée sur les déterminants de la distribution des dividendes dans les entreprises algériennes et l'ampleur de leur influence.

La problématique de la recherche identifiée précédemment est la suivante : « quels sont les déterminants de la distribution des dividendes des grandes entreprises algériennes ? » dans le but d'apporter des réponses, nous avons décrit par la méthode descriptive les concepts théoriques de la politique de dividende et dans la partie pratique nous avons étudié l'impact de certains facteurs internes aux entreprises sur leur distribution de dividendes.

D'après les études antérieures, plusieurs facteurs internes, tel que : la rentabilité, le niveau d'endettement, la liquidité, les flux de trésorerie disponible, les dividendes antérieurs, affectent la politique de dividende et les résultats des études antérieures concernant ce sujet sont différents.

Dans les grandes entreprises algériennes, la rentabilité influence fortement la distribution des dividendes, on peut dire que dans le contexte algérien la théorie d'agence de Jensen et Meckling 1979 est valide, selon laquelle une entreprise plus rentable verse plus de dividendes, cela confirme l'hypothèse 1

La distribution des dividendes antérieurs est la variable la plus significative avec un impact positif sur la distribution, Lintner (1956) l'identifie comme un facteur important, cela confirme l'hypothèse 2

Pour le niveau d'endettement, il y a un effet négatif et significatif dans nos résultats, dans les entreprises de grande taille une augmentation du taux d'endettement dans la structure de financement conduit à la saisie d'une part importante des bénéfices pour payer l'amortissement de la dette, Il existe donc une relation inverse entre le ratio d'endettement et le taux de distribution des bénéfices, l'hypothèse 3 est confirmée.

Le cash-flow disponible a une influence positive, cependant elle n'est pas significative sur la distribution, selon Jensen les entreprises ayant un flux de trésorerie disponible plus élevé ont

Conclusion Générale

un ratio de distribution de dividende plus fort, cela est dû aux coûts d'agence élevés liés au flux de trésorerie disponible, on rejette donc l'hypothèse 4.

Contrairement à ce qui était prévu les réserves sont négativement associées à la distribution, ceci nous mène à rejeter l'hypothèse 5. Pour la liquidité, c'est un facteur qui a une influence positive sur la variable à expliquer cela veut dire que les entreprises algériennes disposant d'un niveau important de liquidité ont plus tendance à verser des dividendes, ceci confirme l'hypothèse 6.

Limites de la recherche :

Parmi les limites de ce travail de recherche est celle associée à l'étude empirique où les résultats, sont affligés d'incertitude car ils sont souvent exprimés en une valeur de probabilité statistique, de plus cette étude regroupe un échantillon limité d'entreprises de grande taille et pas la totalité de la population.

Une autre limite est le choix d'un nombre de variables explicatives, dans notre cas interne alors qu'il existe des facteurs externes comme l'inflation et les restrictions légales et contractuelles.

De plus, il n'existe pas un consensus sur l'impact des différents facteurs de la politique de dividende, et les avancées de la littérature sont divergentes ce qui complique l'explication des résultats.

Recommandations :

Il convient de noter que d'autres analyses pourraient être développées pour étudier l'interaction entre la politique de dividende et ses déterminants et l'effet d'une telle interaction sur la valeur des entreprises, nos recommandations pour les futures recherches sont les suivantes :

-Étudier l'impact d'autres facteurs internes qui n'ont pas été introduits dans notre étude, il serait intéressant aussi d'étudier l'effet des facteurs externes comme la situation économique du pays et la fiscalité sur la politique de distribution des dividendes.

-effectuer l'étude sur plusieurs années en utilisant la méthode des données de panel pour prendre en considération les deux dimensions temporelles et individuelles la fois.

REFERENCES
BIBLIOGRAPHIQUES

Références bibliographiques

Textes Règlementaires

- Le Code des impôts directs et taxes assimilées, Algérie ,2020.
- Le Code du commerce Algérien.
- Le Guide fiscal des produits financiers, Algérie 2020.
- La Loi de finances complémentaire, Algérie 2020.

Les Livres :

- Allen.F et Michaely. R, payout policy, Handbook of the Economics of Finance, 1ère édition, 2003.
- Aswath Damodaran, pratique de la finance d'entreprise, Boeck, 2010.
- Copeland, j. fred Weston, financial theory and corporate policy, Addison Wesley,1988.
- Eugene f. Brigham, Joel f. Houston fundamentals of financial management, university of Florida, twelfth edition, 2009.
- George m. frankfurter emeritus, dividend policy theory and practice, Elsevier science USA .2003.
- Jonathan berk, peter Demarzo, corporate finance, fourth edition, pearson, 2017.
- Kent baker, dividends and dividend policy: an overview, john Wiley, 2009.
- Quantitatives methods for social sciences; a practical introduction with examples in spss and stata , springer , 2018.
- Richard A. Brealey Stewart C. Myers Robert C. Merton, Franklin Allen Principles of corporate finance twelfth edition, McGraw-Hill, 2017.
- Ross westerfield_and_jordan, fundamentals of corporate finance, ninth edition, mcgraw hill , 2010.
- Sergio Focardi, Financial econometrics: from basics to advanced modelling techniques, john Wiley, 2007.

Références bibliographiques

Les articles:

- Abdul, takumi, determinants of dividend payout ratio: evidence from Karachi stock exchange (kse), journal of Contemporary Issues in Business research,2012
- Alber, Nader and Alhabtour, Ahmad, Determinants of Dividend Policy in Saudi Listed Companies, (January 31, 2017).
- Alon Brava, John R. Grahama , Campbell R. Harveya,b, and Roni Michaelc, Payout policy in the 21st century National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2004.
- Amidu and Abor, "Determinants of dividend payout ratios in Ghana", The Journal of Risk Finance, Vol. 7 ,2006, pp 136-145.
- Bagwell, Dutch auctions repurchases: an analysis of shareholder heterogeneity, the journal of finance,1992.
- David vi J denis and Igor Osbov , why do firms pay dividends? Intenational evidence on the determinants of dividend policy, vol 89, 2008.
- Faruk, Eyup and Guven, Determinants of Dividend Payout decisions, international journal of financial studies ,2018.
- Gordon, dividends, earnings, and stock prices, the review of economics and statistics, vol. 41, no. 2, part 1 (may, 1959), pp99-105.
- James e. Walter dividend policies and common stock prices the journal of finance vol. 11 (mar., 1956), pp 29-41
- John lintner , distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes, the American economic review,1956,pp 97-113.
- Michel Albouy, La politique de dividendes des entreprises, revue d'économie financière, 1990, pp 240-251.
- Michael c. Jensen and William h. Macklin, theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, journal of financial economics ,1976.
- Miller and Modigliani, "dividend policy" growth and the valuation of shares, the journal of business vol. 34, (oct., 1961), pp 411-433.
- Ross watts, the information content of dividend, the journal of business vol 46 no 2 1973, pp191-211.

Références bibliographiques

Les sites web

<https://www.academia.edu/>

<https://www.jstor.org/>

<https://www.ssrn.com/>

ANNEXES

ANNEXE 1

. tabstat div, statistics(mean max min sd kurtosis skewness median)

variable	mean	max	min	sd	kurtosis	skewness
div	.3146938	.95	0	.3083905	2.196357	.6702652

variable	p50
div	.2495285

. tabstat roa CF pdiv end liq res, statistics(mean max min sd kurtosis skewness median)

stats	roa	CF	pdiv	end	liq	res
mean	.086922	.3647876	.3582883	.3946816	2.446331	.1799144
max	.4813092	.7974287	.95	.8810111	8.868723	.6045946
min	.0024284	.0044329	0	.0013238	.2202817	.0002624
sd	.0865783	.1943381	.3271804	.2258052	1.736902	.1565618
kurtosis	9.792523	2.218246	1.988857	2.707647	5.543132	3.732175
skewness	2.332059	.1130152	.5835659	.4632325	1.521373	1.216219
p50	.0537804	.3725987	.3	.3666235	1.963325	.1415625

ANNEXE 2

. . pwcorr div roa CF pdiv end liq res , star(5)

	div	roa	CF	pdiv	end	liq	res
div	1.0000						
roa	0.4066*	1.0000					
CF	0.2728*	0.3626*	1.0000				
pdiv	0.5346*	0.0717	0.1191	1.0000			
end	-0.2273	-0.3140*	-0.0816	0.1541	1.0000		
liq	0.2809*	0.0636	0.2120	-0.0116	-0.3775*	1.0000	
res	-0.1333	-0.0697	-0.0425	-0.1011	-0.4928*	0.2968*	1.0000

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	54
				F(6, 47)	=	9.78
Model	2.79831238	6	.466385397	Prob > F	=	0.0000
Residual	2.24223797	47	.047707191	R-squared	=	0.5552
				Adj R-squared	=	0.4984
Total	5.04055035	53	.095104724	Root MSE	=	.21842

div	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
roa	.8337278	.4080314	2.04	0.047	.0128745 1.654581
res	-.5272327	.2307516	-2.28	0.027	-.9914451 -.0630203
CF	.0636844	.1711852	0.37	0.712	-.2806958 .4080646
end	-.3738613	.1760699	-2.12	0.039	-.7280683 -.0196543
liq	.0425691	.0194012	2.19	0.033	.003539 .0815993
pdiv	.5004157	.0940742	5.32	0.000	.3111627 .6896686
_cons	.1779749	.1350776	1.32	0.194	-.0937661 .4497159

ANNEXE 3

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of div

chi2(1) = 1.49

Prob > chi2 = 0.2220

. jb resid

Jarque-Bera normality test: .3255 Chi(2) .8498

Jarque-Bera test for Ho: normality:

. . vif

Variable	VIF	1/VIF
end	1.76	0.569469
res	1.45	0.689679
roa	1.39	0.721279
liq	1.26	0.792684
CF	1.23	0.813316
pdiv	1.05	0.950150
Mean VIF	1.36	

Table des matières

Table des matières :

Intitulé	Page
Sommaire	I
Liste des tableaux	II
Liste des figures	III
Liste des abréviations	IV
Résumé	V
Introduction générale	A
Le premier chapitre : Généralités sur la politique des dividendes	
Introduction du premier chapitre	1
Section 01 : Notion générale sur la politique de dividende	2
1. Définition d'une action	2
2. Définition d'un dividende	3
3. les formes de rémunérations des actionnaires	4
3.1. Le dividende en espèce	4
3.1.1. La déclaration des dividendes et modalités de paiement	5
3.2. Le Rachat d'actions	8
3.2.1. Les méthodes de rachat d'action :	8
3.2.2. Les effets du rachat d'actions	10
3.2.3. Le choix entre les dividendes et le rachat d'action	12
3. Les politique de distribution des dividendes	13
3.1. La politique de dividende stable	13
3.2. La politique de dividende résiduel	13
3.3. La politique de dividende constant	14
Section 2 : les facteurs influençant la politique de dividendes	15
1. Les Contraintes légales	15
2. Les considérations fiscales	16
3. Les clauses restrictives	17
5. L'effet clientèle	17
6. Le Désir de revenu courant	18

Table des matières

7. Les opportunités d'investissement :	18
8. Les caractéristiques de l'entreprise :	18
Conclusion du premier chapitre	19
Le deuxième chapitre : le cadre théorique de la politique de dividende	22
Introduction du deuxième chapitre	23
Section 1 : Les théories de la politique des dividendes	24
1. La Thèse de neutralité de la politique de dividende (Modigliani et Miller 1961) :	24
2. la théorie résiduelle :	26
3. la théorie de signalisation :	27
4. la fiscalité :	28
4.1 le différentiel de taxation	28
4.2. Effet de clientèle :	29
4.2.1. Le modèle de clientèle statique :	23
4.2.2. Modèle de clientèle dynamique :	31
4.2.2.1. Stratégies dynamiques d'évasion fiscale :	32
4.2.2.2. Stratégies dynamiques du jour ex-dividende :	32
5. la Théorie d'agence :	34
6. Théorie de l'oiseau dans la main (bird in hand theory) :	35
Section 2 : les modèles de la politique de distribution des dividendes :	36

Table des matières

1.Le Modèle de Walter : (1956)	36
2.Le modèle d'ajustement partiel de Lintner (1956) :	37
3.Le model de Gordon (1959-1962)	39
4.Le modèle de Kalay (1980) :	40
Section 3 : Revue de littérature :	43
Conclusion du deuxième chapitre	47
Le troisième chapitre : Les déterminants de la distribution des dividendes des grande entreprise Algériennes	48
Introduction du chapitre	49
Section 1 : Le cadre juridique et fiscal de la distribution de dividendes en Algérie	50
1-La fiscalité de la distribution des dividendes	50
2- La fiscalité sur les dividendes et plus-value	51
2.1 Définition des revenus distribués	51
2-2- Le taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés	51
2.3 impositions des dividendes distribués	52
2-4-Imposition des plus-values	53
Section 2 : Analyse descriptive de l'échantillon :	54
1-Presentation de l'échantillon :	54
2-Définition des variables :	56
2.1. La variable à expliquer :	56

Table des matières

2-2 Les variables explicatives :	56
2-2-1- La rentabilité de l'entreprise :	56
2.2.6 Le dividende antérieur (Pdiv) :	57
2-2-2-Le niveau d'endettement (End) :	57
2.2.3 Le cash flux disponible (CF) :	57
.2.2-4-Les réserves (Rés) :	58
2.2.5 La liquidité (Liq) :	59
3- Les statistiques descriptives :	60
3.1- Statistique descriptive de la variable à expliquer	60
3.2 Statistique descriptive des variables explicatives	61
4. La matrice de corrélation	62
Section 03 : Estimation du modèle économétrique	63
1.Présentation des résultats de l'étude et des tests :	63
2. Résultat de régression :	65
3. Diagnostic du modèle	66
3.1 test de la normalité des résidus	66
3.2 test d'hétéroscédasticité	67
3.3 test de multicolinéarité	67
4. Interprétation des résultats	68

Table des matières

Conclusion du troisième chapitre	72
Conclusion générale	73
Références bibliographiques	76
Annexes	80