

Gouvernance d'entreprise et politique de dividende : une revue critique de la littérature

Corporate Governance and Dividend Policy: A Critical Literature Review

Hanane OUTTICH, (Doctorante)

Laboratoire Interdisciplinaire de Recherche et d'Etude en Management des Organisations et Droit de l'entreprise (LIRE-MD)

*Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales
 Université Cadi Ayyad, Marrakech, Maroc*

Sidi Mohamed RIGAR, (Enseignant-chercheur)

Laboratoire Interdisciplinaire de Recherche et d'Études en Management des Organisations et Droit des Affaires (LIRE-MD)

*Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales,
 Université Cadi Ayyad, Marrakech, Maroc*

Adresse de correspondance :	Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales, Université Cadi Ayyad – Marrakech
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude. Ils assument l'entière responsabilité de tout éventuel plagiat, de l'usage de l'intelligence artificielle dans la rédaction, ainsi que des résultats présentés dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	OUTTICH, H., & RIGAR, S. M. (2025). Gouvernance d'entreprise et politique de dividende : une revue critique de la littérature. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 7(1), 94–112. https://doi.org/10.5281/zenodo.17968018
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: 21/10/2025

Accepted: 24/12/2025

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 7, Issue 01 (2026)

Gouvernance d'entreprise et politique de dividende : une revue critique de la littérature

Résumé :

Cet article propose une revue critique de la littérature consacrée au lien entre gouvernance d'entreprise et politique de distribution de dividendes. S'inscrivant dans la continuité des débats sur la transparence, la discipline managériale et la protection des actionnaires, l'étude met en évidence que les dividendes dépassent leur fonction purement financière pour constituer un instrument de gouvernance, de signalisation et de régulation institutionnelle. L'analyse des principaux apports théoriques (théorie de l'agence, théorie du signal, approches institutionnelles et perspectives parties prenantes) révèle un socle conceptuel riche mais fragmenté. Sur le plan empirique, les résultats apparaissent contrastés : certaines recherches confirment un effet positif d'une gouvernance robuste sur la générosité et la régularité des dividendes, tandis que d'autres soulignent l'absence de lien clair, voire des relations inversées selon le cycle de vie des entreprises, les structures de propriété ou les alternatives de distribution comme les rachats d'actions. La prise en compte des variables contextuelles (systèmes juridiques, structures familiales, taille des firmes, qualité institutionnelle) confirme la contingence du phénomène. Toutefois, des limites méthodologiques (endogénéité, mesure imparfaite de la gouvernance, faible comparabilité internationale) et épistémologiques (prédominance du paradigme de l'agence, négligence des dimensions informelles et culturelles) persistent, restreignant la cumulativité des connaissances. En conclusion, l'article plaide pour une relecture intégrative articulant niveaux micro, méso et macro, et pour l'élaboration de grilles d'analyse plus holistiques, capables de saisir la diversité des mécanismes formels et informels qui façonnent la politique de dividendes dans des environnements institutionnels différenciés.

Mots clés : Gouvernance d'entreprise, Dividendes, Théorie de l'agence, Signalisation, Institutions, Revue critique de la littérature.

JEL Classification : G34 & G35

Type du papier : Recherche Théorique

Abstract :

This article provides a critical review of the literature on the relationship between corporate governance and dividend policy. Building on debates around transparency, managerial discipline, and shareholder protection, the study highlights that dividends go beyond their purely financial function to serve as a governance tool, a signaling mechanism, and an institutional regulatory device. The analysis of major theoretical contributions (agency theory, signaling theory, institutional approaches, and stakeholder perspectives) reveals a rich yet fragmented conceptual foundation. Empirical findings remain mixed: while some studies confirm a positive effect of strong governance on dividend generosity and regularity, others report no clear association, or even inverse relationships depending on firms' life cycle, ownership structures, or the use of alternative payout channels such as share repurchases. The role of contextual variables (legal systems, family ownership, firm size, institutional quality) underscores the contingent nature of the governance-dividend nexus. However, methodological limitations (endogeneity, imperfect governance measures, limited cross-country comparability) and epistemological constraints (dominance of the agency paradigm, neglect of informal and cultural dimensions) persist, restricting the cumulative advancement of knowledge. In conclusion, the article calls for an integrative re-reading that articulates micro, meso, and macro levels, and for the development of more holistic analytical frameworks able to capture the interplay between formal and informal mechanisms shaping dividend policy across diverse institutional environments.

Keywords: Corporate governance, Dividend policy, Agency theory, Signaling, Institutions, Critical literature review

Classification JEL : G34 & G35

Paper type : Theoretical Research

1. Introduction

La gouvernance d'entreprise s'est imposée, depuis plusieurs décennies, comme un pilier fondamental dans la structuration et la régulation des organisations modernes. Elle désigne l'ensemble des mécanismes, dispositifs et règles destinés à encadrer les relations entre les parties prenantes d'une entreprise, en particulier entre les actionnaires et les dirigeants, dans le but de garantir la transparence, l'équité et la performance à long terme (Shleifer & Vishny, 1997 ; OECD, 2023). Ce champ conceptuel s'est progressivement élargi, intégrant non seulement les préoccupations liées au contrôle des dirigeants, mais également les enjeux sociétaux – tels que la durabilité, la responsabilité sociale et l'éthique organisationnelle – qui redéfinissent aujourd'hui les attentes à l'égard des entreprises. La montée en puissance des préoccupations liées à la responsabilité des dirigeants, à la protection des actionnaires minoritaires, à la réduction des comportements opportunistes et à la gestion des risques systémiques a contribué à positionner la gouvernance au centre des débats académiques, réglementaires et managériaux. Parmi les décisions stratégiques susceptibles d'être influencées par le système de gouvernance, la politique de distribution de dividendes occupe une place prépondérante. Cette politique, qui détermine le montant et la fréquence des bénéfices redistribués aux actionnaires, constitue un levier à la fois financier et symbolique. Le dividende est en effet un instrument ambivalent : il représente un rendement tangible pour les actionnaires tout en participant à la signalisation externe et à la dynamique interne de contrôle. Selon les contextes, il peut être interprété comme un indicateur de solidité financière (Bhattacharya, 1979), un mécanisme de discipline visant à limiter la latitude managériale et l'accumulation de liquidités non productives (Jensen, 1986), ou encore une réponse aux pressions institutionnelles, normatives et réglementaires pesant sur l'entreprise (La Porta et al., 2000). À ce titre, la décision de verser ou non un dividende dépasse largement sa fonction strictement financière : elle devient un vecteur d'information stratégique, un outil de gouvernance et un reflet des relations d'influence et de pouvoir qui structurent les organisations.

La littérature académique s'est largement penchée sur le lien entre gouvernance et dividendes, mobilisant des cadres théoriques variés et complémentaires. La théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976) constitue le socle dominant de cette réflexion, en posant l'hypothèse que les dividendes servent à atténuer les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. En réduisant les flux de trésorerie internes, les dividendes limitent la possibilité pour les dirigeants de financer des projets non rentables ou de poursuivre des stratégies d'expansion motivées par des objectifs personnels. D'autres courants ont enrichi cette lecture monolithique. La théorie du signal (Miller & Rock, 1985) met l'accent sur le rôle informationnel du dividende dans un contexte d'asymétrie d'information, tandis que la théorie des parties prenantes (Freeman, 1984) invite à considérer la distribution de dividendes comme un arbitrage entre les attentes multiples—et parfois conflictuelles—des différents acteurs impliqués dans la création de valeur. Enfin, les approches institutionnelles soulignent l'influence déterminante des systèmes juridiques, des normes sociales, des cadres réglementaires et de la structure de propriété sur les décisions de distribution et la manière dont les entreprises équilibrent leurs obligations envers les actionnaires (La Porta et al., 1999 ; Young et al., 2008).

Cependant, malgré la richesse et la diversité de ces approches, les résultats empiriques restent souvent contrastés, voire ambigus. Certaines études concluent à une corrélation positive entre la qualité des mécanismes de gouvernance et la générosité de la politique de dividende (Adjaoud & Ben-Amar, 2010 ; Setia-Atmaja, 2010), suggérant que des dispositifs de gouvernance robustes incitent à un partage accru de la valeur avec les actionnaires. D'autres travaux peinent à établir une relation claire et mettent au contraire en évidence des effets contingents liés au contexte institutionnel, à la maturité du marché ou aux spécificités sectorielles (Farinha, 2003 ; Mitton, 2004). Une limite notable réside dans la focalisation quasi exclusive sur les mécanismes

ditions « formelles », tels que la composition du conseil d'administration, l'indépendance des administrateurs ou la présence de comités spécialisés, au détriment des dimensions plus informelles et qualitatives de la gouvernance, telles que la culture organisationnelle, les réseaux relationnels, les normes implicites ou encore les pratiques de leadership.

Dans ce contexte, le présent article a pour objectif de proposer une revue critique, analytique et structurée de la littérature académique traitant des liens entre la gouvernance d'entreprise et la politique de distribution des dividendes. En essayant d'apporter des éléments de réponse à la question de recherche suivante : ***Comment les caractéristiques de gouvernance façonnent-elles le niveau et la nature des dividendes distribués par les entreprises ?***

Il s'agit, d'une part, de synthétiser les contributions théoriques majeures ayant façonné ce champ de recherche, et d'autre part, d'évaluer les apports et les limites des études empiriques sous l'angle méthodologique, conceptuel et contextuel. Cette démarche permettra d'identifier les zones d'ombre encore présentes dans la recherche, qu'il s'agisse de variables négligées, de divergences théoriques non résolues ou de mécanismes insuffisamment explorés, et de formuler des pistes pour la construction de cadres analytiques plus intégrés, capables de prendre en compte la complexité et l'hétérogénéité des pratiques de gouvernance.

Ainsi, loin d'une simple revue descriptive, ce travail ambitionne de proposer une lecture critique, transversale et évolutive de la littérature, mettant en lumière les trajectoires du débat scientifique, les convergences et divergences entre approches, ainsi que les enjeux épistémologiques qui sous-tendent cette thématique centrale du management financier contemporain. En éclairant les articulations fines entre mécanismes de gouvernance et décisions de distribution, cette revue vise à enrichir la compréhension des logiques stratégiques qui guident les entreprises dans un environnement économique marqué par l'incertitude, la diversification des parties prenantes et l'exigence croissante de responsabilité.

2. Fondements théoriques du lien entre gouvernance et politique de dividende

2.1. La théorie de l'agence : logique disciplinaire des dividendes

La théorie de l'agence constitue le socle conceptuel dominant pour appréhender le lien entre gouvernance d'entreprise et politique de dividende. Développée par Jensen et Meckling (1976), cette théorie repose sur l'idée que les dirigeants, en tant qu'agents, ne poursuivent pas nécessairement les mêmes objectifs que les actionnaires, détenteurs du capital les « principaux ». Ce désalignement d'intérêts donne lieu à des comportements opportunistes, tels que la rétention excessive de liquidités, le financement de projets à faible rentabilité, ou encore la consommation de biens privés.

Dans ce cadre, le dividende devient un instrument de réduction du free cash-flow disponible entre les mains des dirigeants. Jensen (1986), dans son célèbre article sur la théorie du free cash-flow, soutient que le versement de dividendes réduit les ressources internes à la disposition des managers, les obligeant ainsi à recourir au marché financier externe pour financer leurs investissements, ce qui augmente le niveau de surveillance externe exercé sur eux.

Ainsi, une gouvernance de qualité, caractérisée par un conseil d'administration indépendant, une séparation des fonctions de direction, ou encore la présence d'investisseurs institutionnels, incite les dirigeants à adopter une politique de distribution plus généreuse, afin de rassurer les actionnaires et de limiter les frictions informationnelles. Plusieurs études empiriques corroborent cette approche : La Porta et al. (2000) ont montré, dans un vaste échantillon international, que les entreprises opérant dans des systèmes juridiques assurant une forte protection des investisseurs ont tendance à distribuer des dividendes plus élevés.

Cependant, cette vision disciplinaire du dividende est parfois remise en question. Certains auteurs soulignent que le versement de dividendes peut, dans certains cas, nuire à la flexibilité financière de l'entreprise, surtout dans les contextes de croissance ou de crise. En outre, la

vision « instrumentale » du dividende occulte d'autres fonctions possibles de ce mécanisme, comme son rôle de signal ou son inscription dans des équilibres plus larges entre parties prenantes.

Dès lors, bien que la théorie de l'agence fournisse une base analytique robuste, elle ne saurait, à elle seule, rendre compte de la diversité des pratiques observées. C'est pourquoi d'autres cadres théoriques ont été mobilisés dans la littérature pour enrichir la compréhension du lien entre gouvernance et dividendes.

2.2. La théorie du signal : les dividendes comme vecteurs d'information asymétrique

La théorie du signal, initialement formulée par Spence (1973) en économie de l'information, a été transposée au champ de la finance d'entreprise pour expliquer certaines décisions managériales dans un contexte d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs. Dans le cas de la politique de dividende, cette théorie postule que les dirigeants utilisent le versement de dividendes comme un signal crédible destiné à informer les marchés de la bonne santé financière de l'entreprise (Bhattacharya, 1979 ; Miller & Rock, 1985).

Selon cette approche, les entreprises bien performantes disposent d'un avantage informationnel sur leur situation future. Toutefois, cette information n'étant pas parfaitement observable par les actionnaires ou les analystes, les dirigeants doivent recourir à des signaux coûteux pour transmettre de manière crédible leur confiance en l'avenir. Le dividende, en tant que transfert monétaire irréversible et régulier, constitue alors un canal particulièrement efficace. Il est coûteux à falsifier pour les firmes en difficulté, ce qui garantit sa crédibilité (Allen & Michaely, 2003).

Bhattacharya (1979) a posé les bases de ce raisonnement en montrant que les dividendes peuvent servir de mécanisme de certification de la qualité des flux de trésorerie futurs, à condition que leur versement soit associé à un coût de financement externe. Miller et Rock (1985) ont prolongé cette analyse en montrant que toute variation du dividende — en particulier une augmentation — est perçue par le marché comme un indice d'augmentation des bénéfices futurs, tandis qu'une réduction est interprétée négativement, indépendamment de ses raisons fondamentales.

Toutefois, cette théorie a été sujette à de nombreuses critiques empiriques et conceptuelles. Premièrement, l'idée que le dividende constitue un signal crédible repose sur l'hypothèse que les marchés réagissent rationnellement et que les dirigeants sont contraints par des coûts de signalisation. Or, cette hypothèse ne tient pas toujours dans des contextes de gouvernance faible, où les dirigeants peuvent manipuler les signaux à des fins opportunistes, ou dans des environnements où les marchés ne sont pas efficaces (John & Williams, 1985).

Deuxièmement, les études empiriques consacrées à la réaction des marchés à l'annonce de dividendes fournissent des résultats hétérogènes. Certaines recherches mettent en évidence un effet positif de l'annonce sur les cours boursiers (Asquith & Mullins, 1983), tandis que d'autres soulignent des réactions faibles, voire absentes, dans les contextes où les investisseurs s'appuient davantage sur d'autres sources d'information, comme la communication financière ou la gouvernance institutionnelle (Brav et al., 2005).

Enfin, la théorie du signal tend à négliger les dynamiques internes de pouvoir dans l'entreprise. Elle considère les dirigeants comme des agents passifs d'un processus de communication stratégique, alors que ceux-ci peuvent instrumentaliser les dividendes à des fins politiques ou de légitimation, notamment pour renforcer leur crédibilité auprès de certains actionnaires ou réduire les pressions d'activistes.

En somme, si la théorie du signal apporte une explication pertinente du rôle informationnel des dividendes dans des contextes d'asymétrie d'information, sa portée explicative reste partielle. Elle gagnerait à être articulée avec d'autres approches – notamment comportementales,

politiques ou institutionnelles – afin de mieux saisir la diversité des logiques qui sous-tendent les décisions de distribution dans les organisations contemporaines.

2.3. Les approches institutionnelles et légales : ancrage contextuel des pratiques de dividende

Au-delà des cadres théoriques centrés sur la firme et les relations contractuelles internes, une frange importante de la littérature a mis en évidence le rôle structurant des institutions dans l'explication des politiques de dividende. Les approches institutionnelles postulent que les comportements financiers des entreprises, y compris en matière de distribution de dividendes, sont profondément façonnés par l'environnement juridique, réglementaire et normatif dans lequel elles évoluent (La Porta et al., 1998 ; Aguilera & Jackson, 2003 ; Young et al., 2008). L'étude fondatrice de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998) a montré que le degré de protection légale des actionnaires influence fortement la politique de dividende. Les auteurs distinguent les systèmes de droit civil (comme la France, l'Allemagne ou l'Italie), où la protection des investisseurs est généralement plus faible, des systèmes de common law (comme les États-Unis ou le Royaume-Uni), où elle est plus développée. Selon cette perspective, les entreprises opérant dans des pays à faible protection légale tendent à verser moins de dividendes, car les actionnaires ne disposent pas des leviers nécessaires pour contraindre les dirigeants à redistribuer les bénéfices. Inversement, dans les environnements où les droits des actionnaires sont mieux protégés, ces derniers peuvent plus facilement exiger un retour sur leur investissement sous forme de dividendes.

Cette logique institutionnelle conduit à la formulation de deux hypothèses majeures : l'hypothèse d'outcome, selon laquelle les actionnaires puissants contraignent les entreprises à distribuer davantage ; et l'hypothèse de substitution, selon laquelle les dirigeants utilisent volontairement les dividendes pour compenser un environnement institutionnel peu protecteur (La Porta et al., 2000). Les résultats empiriques sur ces hypothèses demeurent toutefois partagés, certains travaux appuyant l'effet contraignant des institutions (Sawicki, 2009), tandis que d'autres soulignent le rôle stratégique des dirigeants dans des environnements réglementaires lacunaires (Kowalewski et al., 2007).

Par ailleurs, les approches néo-institutionnalistes invitent à considérer l'impact des normes sociales, des pratiques sectorielles et des pressions mimétiques dans les décisions de distribution. DiMaggio et Powell (1983) introduisent les concepts d'isomorphisme coercitif, mimétique et normatif pour expliquer la convergence des pratiques organisationnelles au-delà des seules considérations économiques. Appliqué au cas des dividendes, ce cadre suggère que les entreprises peuvent aligner leur politique de distribution sur celle de leurs pairs pour des raisons de légitimité, indépendamment de leur performance intrinsèque ou de leur structure de gouvernance interne (De Jong et al., 2006).

Ces analyses remettent ainsi en cause l'universalité des modèles explicatifs issus de la théorie de l'agence ou du signal. Elles montrent que les logiques de gouvernance sont encadrées dans des configurations institutionnelles spécifiques, et que la politique de dividende ne peut être comprise sans tenir compte des régimes de propriété, des traditions juridiques, du rôle des marchés financiers, et même des attentes culturelles vis-à-vis de la rétribution des actionnaires. Enfin, certaines critiques soulignent que la littérature institutionnelle tend parfois à adopter une posture trop déterministe, en sous-estimant la capacité d'adaptation stratégique des firmes.

Les entreprises peuvent, en effet, contourner certaines contraintes juridiques par des mécanismes informels, ou importer des pratiques de gouvernance transnationales qui modifient la relation attendue entre institutions et dividendes (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009). Il est donc essentiel d'adopter une lecture nuancée, attentive à la pluralité des configurations nationales et à la complexité des rapports entre structure légale, pratiques de gouvernance, et décisions financières.

2.4. La théorie des parties prenantes et les approches alternatives : vers une conception élargie du dividende

Si les théories de l'agence, du signal et les approches institutionnelles ont longtemps dominé la littérature sur les politiques de dividende, d'autres cadres théoriques offrent des perspectives complémentaires, parfois critiques, sur les finalités du dividende et sur les rapports de pouvoir qu'il incarne. En particulier, la théorie des parties prenantes (Freeman, 1984) propose une lecture élargie de la gouvernance, en dépassant le prisme actionnarial pour intégrer l'ensemble des acteurs ayant un intérêt dans les décisions de l'entreprise : salariés, clients, fournisseurs, communauté locale, etc.

Dans cette optique, la politique de dividende n'est plus uniquement un outil de discipline ou de signal adressé aux actionnaires, mais une composante d'un arbitrage plus large entre les revendications concurrentes des différentes parties prenantes. Ainsi, un choix de distribution généreuse peut entrer en tension avec la nécessité de préserver l'emploi, d'investir dans la transition environnementale ou d'assurer la pérennité financière de l'entreprise à long terme. Les critiques formulées à l'encontre du court-termisme actionnarial prennent ici tout leur sens (Stout, 2012 ; Lazonick & O'Sullivan, 2000).

Certaines études empiriques ont montré que les entreprises adoptant une gouvernance orientée parties prenantes – par exemple, via la codétermination, la participation des salariés aux organes décisionnels ou la prise en compte explicite des enjeux ESG (environnementaux, sociaux, et de gouvernance) – présentent des politiques de distribution de dividendes plus modérées, voire différées, en fonction des priorités stratégiques (Ioannou & Serafeim, 2015 ; Edmans, 2011). Cela remet en cause l'idée d'une relation linéaire entre bonne gouvernance et générosité du dividende, en soulignant la pluralité des rationalités à l'œuvre dans les décisions de distribution. Parallèlement, des approches critiques issues de l'économie politique ou de la sociologie économique dénoncent le rôle des dividendes dans la financiarisation de l'entreprise. Pour ces courants, le dividende devient un outil de captation de la valeur au profit des actionnaires, souvent au détriment de l'investissement productif et de la redistribution interne (Froud et al., 2006 ; van der Zwan, 2014). Dans cette perspective, la gouvernance actionnariale et la pression à la distribution sont vues comme les symptômes d'un déséquilibre plus profond dans la répartition du pouvoir économique.

Ces approches, bien que moins représentées dans les publications en finance d'entreprise, offrent une lecture plus politique de la gouvernance, en la replaçant dans des enjeux de légitimité, de responsabilité sociétale, et de conflits de répartition. Elles mettent en lumière le fait que les décisions de dividende ne relèvent pas uniquement d'optimisations financières, mais sont aussi le produit de rapports sociaux, de logiques institutionnelles et de rapports de force. Enfin, les perspectives comportementales (Baker et al., 2002 ; Shefrin & Statman, 1984) apportent un éclairage intéressant sur les motivations non rationnelles qui peuvent influencer la politique de dividende. Certaines entreprises maintiennent leur politique de distribution malgré une performance déclinante, en raison d'un attachement symbolique à la stabilité des dividendes ou d'une aversion au changement perçue chez les investisseurs. Cette inertie décisionnelle vient relativiser les explications purement économiques, en soulignant l'importance des croyances, des routines organisationnelles et des biais cognitifs.

En somme, la littérature contemporaine tend à reconnaître que le dividende est un objet multidimensionnel, à la croisée de logiques financières, institutionnelles, politiques et symboliques.

Une compréhension fine des liens entre gouvernance et dividendes suppose ainsi de mobiliser un cadre analytique pluraliste, capable d'intégrer la complexité des interactions et la diversité des rationalités managériales.

2.5. Croisement et critique des théories

L'examen des différentes approches théoriques mobilisées pour expliquer le lien entre gouvernance d'entreprise et politique de dividende révèle une pluralité de logiques, parfois convergentes, parfois contradictoires, qui témoignent de la complexité de cet objet de recherche. Bien que chaque cadre théorique offre un éclairage pertinent sur certains mécanismes spécifiques, aucun ne parvient, à lui seul, à rendre pleinement compte de la diversité des pratiques observées, des dynamiques institutionnelles et des comportements décisionnels. Une lecture croisée et critique s'impose donc afin d'identifier les apports respectifs de ces théories, leurs limites intrinsèques, ainsi que les conditions de leur complémentarité.

Un premier constat porte sur la domination historique de la théorie de l'agence, qui a structuré une grande partie des travaux empiriques. Si ce cadre offre une vision robuste des enjeux de contrôle et des comportements opportunistes, son pouvoir explicatif demeure partiel et contextuel. D'une part, il présuppose une rationalité instrumentale des dirigeants et une primauté des intérêts actionnariaux, ce qui limite sa capacité à rendre compte des situations où d'autres acteurs – salariés, État, communauté – influencent la décision de distribution. D'autre part, elle postule un lien mécanique entre qualité de la gouvernance et niveau des dividendes, alors que les données empiriques montrent des relations plus contingentes, dépendantes des cycles sectoriels, des caractéristiques organisationnelles ou encore de la structure de propriété. La théorie du signal apporte un complément utile en insistant sur la dimension informationnelle et stratégique du dividende. Toutefois, elle repose sur des hypothèses fortes (marchés efficients, coûts de signalisation élevés, rationalité des investisseurs) qui ne sont pas toujours vérifiées.

Son application se heurte notamment aux limites observées dans les environnements de gouvernance faible ou dans les marchés émergents, où les signaux peuvent être instrumentalisés ou mal interprétés. Ainsi, la portée de cette théorie dépend fortement du contexte institutionnel et du degré de sophistication des marchés financiers.

Les approches institutionnelles viennent justement combler cette lacune en replaçant la politique de dividende dans une structure juridique, normative et culturelle spécifique. Elles montrent que les mécanismes de gouvernance ne se déploient pas dans un vide institutionnel mais sont encadrés dans des systèmes nationaux différenciés. Cependant, certaines analyses institutionnelles tendent à surestimer le déterminisme légal, en supposant que les cadres réglementaires imposent mécaniquement les comportements de distribution. Les pratiques réelles témoignent au contraire d'une capacité d'adaptation stratégique des entreprises, capables de contourner, négocier ou recomposer les logiques institutionnelles, notamment via l'importation de standards transnationaux de gouvernance ou de pratiques financières globalisées.

Enfin, les approches parties prenantes, critiques ou comportementales apportent une perspective plus ouverte et multidimensionnelle, en soulignant les tensions entre créer de la valeur économique, préserver les intérêts sociétaux et répondre aux attentes symboliques d'actionnaires. Elles invitent à concevoir les dividendes comme des instruments situés au croisement de logiques économiques, politiques et sociales. Toutefois, ces approches souffrent parfois d'un déficit opérationnel : elles identifient de nombreux facteurs explicatifs, mais proposent rarement des modèles prédictifs ou généralisables permettant d'articuler ces déterminants de manière systémique.

Dans cette perspective, il apparaît que les différentes théories ne doivent pas être envisagées comme mutuellement exclusives, mais plutôt comme complémentaires. La compréhension du lien entre gouvernance et politique de dividende nécessite un cadre intégratif capable :

- D'articuler les mécanismes disciplinaires (théorie de l'agence) avec les mécanismes informationnels (théorie du signal),

- De situer ces mécanismes dans un environnement institutionnel spécifique (approches institutionnelles),
- D'intégrer les contraintes et pressions issues d'acteurs multiples (théories des parties prenantes et approches critiques),

Tout en tenant compte des biais et routines propres aux décideurs (finance comportementale). Une telle perspective hybride permettrait de dépasser les oppositions traditionnelles entre modèles microéconomiques et approches institutionnelles ou sociopolitiques, en reconnaissant que les décisions de dividende résultent d'un processus complexe d'arbitrage, où se mêlent intérêts divergents, contraintes structurelles, stratégies de légitimation et dynamiques organisationnelles internes.

En conclusion, la littérature appelle aujourd'hui à une réconciliation théorique et à la construction de modèles plus intégrés, capables de capturer la pluralité des rationalités managériales et la diversité des configurations de gouvernance. Le dividende apparaît ainsi comme un objet hybride, à la fois financier, institutionnel, politique et symbolique, nécessitant une analyse multidimensionnelle pour comprendre pleinement son rôle dans les organisations contemporaines.

3. Revue des études empiriques sur le lien gouvernance–dividende

3.1. Résultats convergents : effet positif de la gouvernance sur la politique de dividende

Une large partie de la littérature met en évidence un effet positif de la qualité de la gouvernance sur l'intensité et la régularité des dividendes distribués. Dans la logique disciplinaire de l'agence (Jensen & Meckling, 1976), les dividendes constituent un instrument de réduction des flux discrétionnaires susceptibles d'être captés par les dirigeants. Ainsi, des mécanismes de gouvernance robustes – tels qu'un conseil d'administration indépendant, la mise en place de comités spécialisés, le renforcement des droits des actionnaires minoritaires ou encore la présence d'investisseurs institutionnels actifs – tendent à accroître la probabilité et le niveau des distributions (Jensen, 1986 ; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

L'étude transnationale de La Porta et al. (2000) constitue un jalon central dans ce champ. En analysant un échantillon couvrant 33 pays, les auteurs démontrent que la protection légale des actionnaires est positivement associée au niveau des dividendes. Ces résultats soutiennent l'«outcome model», selon lequel une meilleure protection juridique conduit à une redistribution accrue, car les actionnaires peuvent exiger un retour sur investissement sous forme de cash-payout plutôt que de laisser les dirigeants conserver et potentiellement détourner les ressources. Ce constat a été confirmé dans de nombreuses recherches ultérieures, établissant un lien robuste entre qualité institutionnelle et générosité de la politique de dividende (Denis & Osobov, 2008 ; Mitton, 2004).

À l'échelle firm-level, les travaux empiriques corroborent ce lien. Par exemple, Gugler et Yurtoglu (2003) montrent que dans les entreprises européennes, l'indépendance accrue des conseils d'administration favorise des paiements de dividendes plus élevés et moins volatils, suggérant que le monitoring externe incite les dirigeants à limiter la rétention des profits. Adjaoud et Ben-Amar (2010) aboutissent à des conclusions similaires dans le contexte canadien : les firmes bénéficiant d'une gouvernance jugée de haute qualité affichent des dividendes supérieurs, toutes choses égales par ailleurs. Ces résultats se maintiennent même après contrôle des caractéristiques financières classiques, telles que la rentabilité, la taille et les opportunités de croissance.

D'autres recherches soulignent le rôle des institutions fortes dans la discipline des dirigeants. Brockman et Unlu (2009) révèlent qu'une meilleure protection des créanciers et une application effective des contrats limitent l'accumulation de liquidités internes et encouragent la redistribution des cash-flows. Ce mécanisme s'inscrit dans une perspective de gouvernance

élargie, où les droits non seulement des actionnaires, mais aussi des parties prenantes, structurent les arbitrages de distribution.

Par ailleurs, la littérature sur la structure de l'actionnariat met en avant la contribution des investisseurs institutionnels. Ces derniers, en raison de leurs ressources et de leur horizon de placement, exercent un contrôle plus efficace sur les dirigeants et orientent les entreprises vers des politiques de distribution plus généreuses. Brav, Graham, Harvey et Michaely (2005), à travers une enquête auprès de dirigeants américains, montrent que la pression exercée par les investisseurs institutionnels est l'un des facteurs clés dans la décision de maintenir ou d'augmenter les dividendes. De même, Grullon et Michaely (2002) soulignent que la présence institutionnelle est associée non seulement à des dividendes plus élevés, mais également à des rachats d'actions, deux mécanismes contribuant à limiter l'opportunisme managérial.

En outre, certaines études mettent en avant l'importance de la transparence informationnelle comme mécanisme de gouvernance influençant positivement la politique de dividende. He, Li et Shen (2013) démontrent que les firmes caractérisées par une meilleure qualité de divulgation sont plus enclines à verser des dividendes, dans la mesure où la transparence réduit les asymétries d'information et accroît la pression des marchés pour la redistribution. Ces résultats suggèrent que la gouvernance, comprise au sens large comme un ensemble de mécanismes internes et externes, fonctionne en complémentarité pour discipliner la gestion de la trésorerie et favoriser des paiements réguliers aux actionnaires.

En somme, la convergence des résultats empiriques plaide pour une interprétation claire : dans des environnements caractérisés par des droits renforcés des investisseurs, une transparence accrue et une gouvernance interne solide, les entreprises tendent à privilégier une politique de dividende stable et relativement généreuse. Toutefois, comme le suggèrent Allen et Michaely (2003), si cette relation apparaît robuste dans de nombreux contextes, elle n'est pas universelle, ce qui justifie les débats persistants sur le rôle effectif de la gouvernance dans la détermination des dividendes.

3.2. Résultats divergents : absence ou inversion de relation

Si de nombreuses études soulignent un lien positif entre gouvernance et dividendes, d'autres travaux révèlent des résultats contrastés, voire inverses. Cette divergence peut être expliquée par plusieurs facteurs, qu'il convient d'examiner de manière plus approfondie.

Premièrement, le rôle du cycle de vie des entreprises. Selon la théorie du cycle de vie (DeAngelo, DeAngelo, & Stulz, 2006), les entreprises jeunes et en forte croissance, même lorsqu'elles disposent d'une gouvernance de qualité, tendent à retenir leurs bénéfices afin de financer des projets à valeur actuelle nette (VAN) positive. Cette logique est renforcée par les observations de Fama et French (2001), qui montrent que les sociétés de croissance affichent une probabilité plus faible de verser des dividendes, indépendamment de leur gouvernance. Ainsi, la relation gouvernance-dividendes n'est pas linéaire : elle dépend des opportunités d'investissement et de la phase de développement de l'entreprise.

Deuxièmement, la substitution entre dividendes et rachats d'actions. Des travaux tels que ceux de Grullon et Michaely (2002) et Brav, Graham, Harvey et Michaely (2005) soulignent que les firmes bien gouvernées peuvent privilégier les rachats d'actions, jugés plus flexibles, plutôt que les dividendes, perçus comme des engagements rigides. Cela suggère que la gouvernance n'accroît pas nécessairement le niveau de cash redistribué sous forme de dividendes, mais peut orienter vers d'autres formes de « payout policy ».

Troisièmement, l'effet paradoxal des structures de propriété concentrées. Dans certains contextes, notamment en Europe continentale, une forte concentration du capital et des droits de vote peut limiter la pression à distribuer des dividendes. Gugler et Yurtoglu (2003) observent en Allemagne que les actionnaires majoritaires, souvent familiaux ou institutionnels, préfèrent conserver les bénéfices dans l'entreprise plutôt que de les partager avec les minoritaires. Ce

phénomène illustre le rôle ambivalent de la gouvernance : elle peut protéger les insiders au détriment de la redistribution.

Quatrièmement, l'hétérogénéité des marchés émergents. Mitton (2004) met en évidence que l'effet gouvernance-dividende est fortement dépendant de la qualité institutionnelle et du cadre légal. Dans les pays où la protection des investisseurs est faible, des dispositifs formels de gouvernance ne suffisent pas à garantir une politique de dividendes favorable. Farinha (2003) apporte également une nuance importante en montrant que l'« entrenchment » managérial peut conduire à des politiques de rétention des bénéfices, même en présence de conseils d'administration apparemment indépendants.

Cinquièmement, le problème d'expropriation des actionnaires minoritaires. Dans certains environnements, notamment en Asie, les dividendes peuvent être faibles non pas en raison d'une absence de mécanismes de gouvernance, mais en raison d'un usage opportuniste de ces mécanismes. Faccio, Lang et Young (2001) montrent que dans les groupes à structures pyramidales ou à participations croisées, les actionnaires de contrôle peuvent détourner les bénéfices via d'autres canaux que la distribution de dividendes, accentuant ainsi le risque d'expropriation des minoritaires.

Ces constats révèlent que la relation gouvernance-dividendes n'est pas universelle, mais profondément contingente. Elle varie selon le cycle de vie des entreprises, la structure de propriété, les préférences des insiders et le cadre institutionnel. Ainsi, les résultats divergents ne sont pas nécessairement contradictoires, mais traduisent plutôt une pluralité de logiques économiques et institutionnelles qui façonnent les politiques de distribution.

3.3. Rôle des variables contextuelles : système juridique, structure de propriété, taille, pays, etc.

La relation entre gouvernance et dividendes ne peut être comprise de manière universelle : elle est éminemment contingente et dépend d'un ensemble de variables contextuelles, institutionnelles et organisationnelles.

- ***Système juridique et enforcement***

La littérature comparative en finance légale (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000) a montré que les systèmes de common law (États-Unis, Royaume-Uni) offrent une meilleure protection des investisseurs que les systèmes de droit civil. Cette protection se traduit par une capacité accrue des actionnaires minoritaires à exiger des dividendes. À l'inverse, dans les environnements à enforcement faible, les mécanismes formels de gouvernance perdent de leur efficacité (Brockman & Unlu, 2009). En Asie de l'Est, par exemple, des droits légaux existent mais leur application sélective affaiblit leur impact sur la politique de distribution (Faccio, Lang, & Young, 2001).

- ***Structure de propriété et concentration du capital***

La concentration de la propriété joue un rôle ambivalent. D'un côté, une forte participation d'actionnaires de contrôle peut discipliner les dirigeants et accroître la pression en faveur de dividendes réguliers (Mancinelli & Ozkan, 2006). De l'autre, cette concentration facilite l'auto-financement ou la capture de bénéfices privés, réduisant la redistribution au profit des minoritaires (Faccio et al., 2001). Ainsi, le degré d'alignement ou de conflit entre actionnaires dominants et minoritaires conditionne la direction de la relation.

- ***Entreprises familiales et contrôle informel***

Les entreprises familiales constituent un terrain privilégié pour analyser cette contingence. Selon Setia-Atmaja (2010), elles peuvent verser davantage de dividendes pour asseoir leur réputation et maintenir la confiance des investisseurs externes. Mais dans d'autres cas, elles privilégient la pérennité et la conservation du contrôle, ce qui se traduit par une rétention des

bénéfices (Denis & Osobov, 2008). Ce paradoxe illustre l'importance d'articuler la gouvernance formelle (indépendance du conseil, comités) et la gouvernance informelle (réputation, transmission intergénérationnelle).

- ***Taille, maturité et opportunités de croissance***

La taille et le stade de maturité influencent fortement les politiques de distribution. DeAngelo, DeAngelo et Skinner (2004) montrent que les entreprises matures, avec peu d'opportunités d'investissement, distribuent une part plus importante de leurs bénéfices, indépendamment de leur gouvernance. Denis et Osobov (2008) confirment que la propension à verser des dividendes est plus élevée dans les grandes firmes, souvent mieux suivies par les analystes financiers, réduisant les asymétries d'information.

- ***Accès aux marchés financiers et contraintes de financement***

Les contraintes financières modèrent aussi le lien gouvernance-dividendes. Aivazian, Booth et Cleary (2003) observent que dans les marchés émergents, les firmes avec un accès limité au financement externe doivent retenir davantage de cash-flow, même en présence de mécanismes de gouvernance robustes. À l'inverse, les entreprises bénéficiant d'un meilleur accès aux marchés internationaux peuvent se permettre des politiques de dividende plus généreuses.

- ***Fiscalité et préférences des investisseurs***

La fiscalité influence non seulement le niveau des dividendes mais aussi leur mode de distribution. Brav et al. (2005) montrent que les managers tiennent compte des préférences de leur base d'actionnaires : dans des environnements où les dividendes sont plus lourdement taxés que les rachats, les payouts prennent souvent la forme de buybacks. Ce résultat illustre l'importance d'intégrer les variables fiscales et comportementales dans l'analyse gouvernance-dividendes.

- ***Conjoncture macroéconomique et crises***

Enfin, les crises financières et les chocs exogènes agissent comme des tests de robustesse. Mitton (2004) montre qu'en période de crise asiatique, même les firmes bien gouvernées ont réduit leurs dividendes, préférant renforcer leurs réserves de liquidité. Ces observations suggèrent que la gouvernance ne constitue pas un déterminant absolu : en situation de stress, la prudence financière prime sur la redistribution.

En somme, le rôle des variables contextuelles démontre que la relation gouvernance-dividendes est conditionnelle et non universelle. Elle dépend à la fois du cadre institutionnel, de la structure interne des firmes et des contraintes externes.

3.4. Limites méthodologiques et épistémologiques des études existantes

Malgré une littérature abondante, plusieurs limites méthodologiques et épistémologiques restreignent la portée cumulative des résultats.

- ***Problèmes d'endogénéité et de causalité inverse***

Il est difficile d'établir une causalité claire entre gouvernance et dividendes. D'un côté, une meilleure gouvernance peut influencer la politique de distribution ; de l'autre, une politique de dividende généreuse peut attirer une base d'actionnaires spécifique et donc influencer la gouvernance (Jiraporn, Kim, & Kim, 2011). Les modèles économétriques traditionnels (OLS, panel statique) sont insuffisants pour démêler ces interactions. Bien que certaines études mobilisent des approches dynamiques GMM (Generalized Method of Moments) ou des variables instrumentales, ces méthodes restent sous-utilisées ou souffrent de problèmes d'instruments faibles.

- ***Mesure imparfaite de la gouvernance***

Les indices composites comme l'indice Gompers-Ishii-Metrick (GIM) ou les proxies

simplistes (indépendance du conseil, dualité CEO-chair) sont fortement critiqués (Bebchuk, Cohen, & Ferrell, 2009). Ils agrègent des mécanismes hétérogènes, sensibles aux contextes institutionnels, et masquent les complémentarités ou substitutions entre mécanismes (Rediker & Seth, 1995).

- ***Comparabilité internationale limitée***

La diversité des contextes institutionnels complique la comparaison. Les différences d'enforcement, de normes comptables et de pratiques de payout (dividendes vs rachats) entraînent des biais d'interprétation. Par ailleurs, plusieurs études mélangent dividendes et payout total, ce qui brouille la distinction entre mécanismes de signalisation et de discipline (Allen & Michaely, 2003).

- ***Angles morts conceptuels***

La majorité des travaux reste ancrée dans les paradigmes dominants de la théorie de l'agence et de la théorie du signal. Peu d'études intègrent les approches institutionnelles, politiques ou comportementales (Aguilera & Jackson, 2003). De plus, la gouvernance informelle (réseaux, réputation, culture organisationnelle, rôle des banques de relation) est largement négligée. Enfin, les arbitrages contemporains liés aux critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance) et aux attentes sociétales sont rarement intégrés dans l'analyse des dividendes. Ces limites appellent à un renouvellement théorique et méthodologique, incluant l'usage de données qualitatives, d'approches multi-niveaux (micro, méso, macro), et de comparaisons institutionnelles plus fines.

3.5. Vers une prise en compte des dimensions informelles et culturelles de la gouvernance

La littérature gagnerait à dépasser la focalisation exclusive sur les mécanismes formels pour intégrer des indicateurs de gouvernance informelle et de contexte culturel. Par exemple, les travaux en management comparatif (Hofstede, 2001 ; La Porta et al., 1998) montrent que la distance au pouvoir, l'aversion à l'incertitude ou encore la prévalence du collectivisme influencent les choix de gouvernance et les pratiques financières. Dans certains pays, une forte distance hiérarchique peut renforcer l'autorité des dirigeants dans les arbitrages de distribution, tandis que dans d'autres, des normes de transparence obligent à partager davantage les profits. De même, l'étude des réseaux d'administrateurs (board interlocks) peut éclairer la diffusion des normes de distribution : une entreprise dont les administrateurs siègent dans plusieurs conseils peut adopter des pratiques de dividende mimétiques ou alignées sur les standards sectoriels (Mizruchi, 1996).

Les méthodes de traitement automatique des données textuelles (NLP) offrent également de nouvelles perspectives. L'analyse de rapports annuels, de transcriptions d'assemblées générales ou de communiqués de presse peut révéler le langage symbolique utilisé pour justifier les politiques de distribution, au-delà des indicateurs financiers classiques.

3.6. Articulation micro-méso-macro

Un autre apport possible est d'articuler les niveaux micro, méso et macro dans l'étude de la gouvernance et du payout.

- Au niveau micro, les décisions de dividende dépendent des mécanismes internes : structure d'incitations des dirigeants, composition et indépendance du conseil, contraintes financières immédiates.
- Au niveau méso, les firmes évoluent dans un environnement sectoriel : certaines industries imposent des normes implicites de distribution, sous l'effet de la concurrence ou de la pression des parties prenantes.
- Au niveau macro, le cadre institutionnel fixe les règles du jeu : droits des créanciers, fiscalité, profondeur des marchés de capitaux et efficacité de l'enforcement légal.

L'articulation entre ces trois niveaux permet d'analyser les effets d'interaction. Par exemple, l'indépendance du conseil peut accroître la distribution que dans les pays où la protection des actionnaires minoritaires est forte (La Porta et al., 2000). Inversement, dans des contextes où la législation est faible, la même indépendance formelle peut rester symbolique et inefficace.

4. Propositions pour une grille de lecture plus holistique

À partir des limites identifiées dans la littérature, il apparaît nécessaire de construire une grille d'analyse intégrée permettant de dépasser les approches fragmentées ou mono-théoriques. Cette grille vise à articuler les déterminants internes, externes, institutionnels, dynamiques et sociétaux de la politique de dividende, dans la lignée des travaux plaçant pour une vision systémique de la gouvernance (Aguilera & Jackson, 2003 ; Young et al., 2008). L'objectif n'est pas de formuler un modèle prédictif unifié, mais d'élaborer un cadre conceptuel capable de rendre compte de la complexité multidimensionnelle qui caractérise les décisions de distribution.

- Les mécanismes internes de gouvernance : composition du conseil, concentration de la propriété, incitations managériales

Les mécanismes internes de gouvernance constituent le premier pilier de cette grille de lecture. Les travaux fondateurs en gouvernance soulignent le rôle déterminant de la structure du conseil d'administration, de l'indépendance des administrateurs et de la présence de comités spécialisés dans la réduction des asymétries d'information et des comportements opportunistes (Jensen & Meckling, 1976 ; Fama & Jensen, 1983). Ces dispositifs favorisent un alignement plus étroit entre les dirigeants et les actionnaires, ce qui tend à influencer positivement la propension à verser des dividendes (La Porta et al., 2000).

La concentration de la propriété joue un rôle ambivalent. Si les actionnaires majoritaires peuvent exercer un contrôle plus efficace sur les dirigeants, ils peuvent également chercher à capter des bénéfices privés au détriment des minoritaires, ce qui peut conduire à une rétention accrue des bénéfices (Young et al., 2008). Ainsi, l'efficacité des mécanismes internes doit être appréhendée dans une logique de complémentarité, où les dispositifs interagissent plutôt que d'opérer de manière isolée (Aguilera & Jackson, 2003).

- Les substituts externes : discipline des marchés financiers, activisme actionnarial, couverture par les analystes

Le deuxième pilier renvoie aux mécanismes externes de gouvernance, souvent perçus comme des substituts aux mécanismes internes dans les environnements où ceux-ci sont moins efficaces (Shleifer & Vishny, 1997). La discipline imposée par les marchés financiers, notamment via les investisseurs institutionnels, constitue un moteur essentiel dans la stabilisation ou l'augmentation des dividendes (Brav et al., 2005).

L'activisme actionnarial – à travers les votes en assemblée ou les campagnes publiques – peut également contraindre les dirigeants à accroître la redistribution pour apaiser les tensions avec certains actionnaires (Gillan & Starks, 2000). Enfin, la couverture par les analystes financiers réduit les asymétries d'information et encourage les entreprises à adopter des politiques de dividende plus prévisibles, conformément aux dynamiques identifiées par les théories du signal (Bhattacharya, 1979 ; Miller & Rock, 1985).

- Le contexte institutionnel : droits des investisseurs, fiscalité, profondeur des marchés de capitaux

Le troisième pilier renvoie à l'encastrement institutionnel des décisions financières, suivant la logique institutionnaliste selon laquelle les comportements organisationnels sont largement déterminés par les régulations, les normes et les systèmes juridiques (La Porta et al., 1998 ; Aguilera & Jackson, 2003). La protection légale des actionnaires et la qualité de son application demeurent des déterminants majeurs des niveaux de dividendes (La Porta et al., 2000).

La fiscalité constitue un autre arbitrage crucial : les travaux empiriques montrent que les entreprises privilégient parfois les rachats d'actions lorsque les dividendes sont plus lourdement taxés (Allen & Michaely, 2003). Enfin, la profondeur et la liquidité des marchés de capitaux conditionnent l'accès au financement externe, ce qui influence la capacité des entreprises à maintenir des dividendes réguliers, en particulier lorsqu'elles sont confrontées à des besoins d'investissement importants.

- Les facteurs dynamiques : cycle de vie de l'entreprise, opportunités de croissance, stratégies d'investissement

Un quatrième pilier porte sur les facteurs dynamiques liés au cycle de vie des entreprises. Pionnier sur ce sujet, Lintner (1956) a montré que les dividendes évoluent lentement, reflétant une forte inertie organisationnelle. Les entreprises en croissance privilégient généralement la rétention des bénéfices afin de financer leurs projets, tandis que les firmes matures, disposant de flux de trésorerie stables et d'opportunités de croissance limitées, redistribuent davantage (Fama & French, 2001).

Reconnaître ces dynamiques permet d'éviter une lecture statique de la relation entre gouvernance et dividendes : une même structure de gouvernance peut produire des politiques différentes selon la trajectoire stratégique de l'entreprise.

- Les parties prenantes et la logique ESG : engagement sociétal, pressions environnementales, attentes des salariés et consommateurs

Enfin, un cinquième pilier consiste à intégrer les parties prenantes et les enjeux ESG dans l'analyse des dividendes. La montée des préoccupations sociales et environnementales transforme la manière dont les entreprises arbitrent entre redistribution aux actionnaires et investissements à long terme (Ioannou & Serafeim, 2015). Une politique de dividende trop généreuse peut être perçue comme incompatible avec les engagements environnementaux ou sociétaux, tandis qu'une politique restrictive peut être justifiée par des investissements durables. Les approches en finance durable montrent que les entreprises adoptant une gouvernance orientée parties prenantes tendent à privilégier des politiques de distribution plus modérées (Edmans, 2011). Cette perspective rejoint les critiques de la financiarisation, selon lesquelles la pression à la distribution reflète davantage une logique de captation de valeur qu'une logique d'efficacité (Froud et al., 2006 ; van der Zwan, 2014).

Sur le plan méthodologique : une feuille de route pour les recherches futures

- Mobiliser des approches causales

L'étude du lien gouvernance-dividende nécessite le recours à des méthodes permettant d'identifier des relations causales robustes. L'exploitation de chocs réglementaires, notamment les réformes des codes de gouvernance ou les modifications fiscales, offre des opportunités d'utiliser des méthodes quasi-expérimentales telles que les modèles de différences-en-différences (DiD), les régressions sur discontinuité (RDD) ou les analyses avant/après sectorielles (Bertrand & Mullainathan, 2003).

- Préciser les mesures

Un renouvellement des mesures s'impose, notamment en distinguant clairement dividendes et rachats d'actions, en mobilisant des métriques fines comme le lissage des dividendes issu du cadre de Lintner (1956), ou encore en exploitant des données qualitatives issues de l'analyse textuelle des rapports annuels (Loughran & McDonald, 2011). La précision des variables de gouvernance reste un enjeu central, les indices composites étant parfois trop agrégés pour capturer les subtilités des mécanismes internes.

- Combiner approches qualitatives et quantitatives

Enfin, une compréhension fine des motivations managériales nécessite de compléter les études économétriques classiques par des approches qualitatives : entretiens avec administrateurs, investisseurs institutionnels, comités d'audit, ou analyses de cas longitudinales (Eisenhardt,

1989). Ces démarches permettent de saisir les logiques d'action invisibles dans les bases de données.

Ainsi, la relecture critique de la littérature ne se limite pas à identifier des manques, mais propose une véritable feuille de route pour un renouvellement conceptuel et empirique du champ de recherche.

5. Conclusion

L'analyse critique de la littérature met en évidence que la relation entre gouvernance d'entreprise et politique de dividende demeure à la fois riche, complexe et non univoque. D'un côté, les travaux s'inscrivant dans le cadre de la théorie de l'agence soutiennent largement l'hypothèse du rôle disciplinaire des dividendes. Selon cette perspective, une gouvernance efficace réduit les asymétries d'information, aligne les intérêts entre dirigeants et actionnaires, et favorise une politique de distribution généreuse afin de limiter les flux de trésorerie disponibles susceptibles d'être détournés (Jensen, 1986 ; La Porta et al., 2000). Les mécanismes internes (composition et indépendance du conseil, concentration de la propriété, dualité du leadership) et externes (qualité des institutions, protection légale des actionnaires, développement du marché financier) sont ainsi présentés comme des leviers structurants de la décision de distribution.

Cependant, cette vision apparaît réductrice lorsqu'elle est confrontée à la diversité empirique documentée. Plusieurs travaux ont mis en évidence des résultats divergents, voire inverses, soulignant que la gouvernance n'exerce pas nécessairement un effet uniforme sur les dividendes. Dans certains contextes, une bonne gouvernance peut encourager la rétention des bénéfices afin de financer des investissements à forte valeur ajoutée, conformément aux arguments du cycle de vie des entreprises (DeAngelo et al., 2006 ; Fama & French, 2001). Par ailleurs, la montée en puissance des rachats d'actions comme alternative de distribution brouille les relations traditionnelles, suggérant que la gouvernance pourrait influencer la structure et la flexibilité du payout plus que son niveau absolu (Brav et al., 2005 ; Grullon & Michaely, 2002). La littérature comparative met également en lumière le poids déterminant du contexte institutionnel et culturel. Dans les économies à protection légale forte des actionnaires, les dividendes jouent un rôle de signal et de redistribution ; alors que dans les économies émergentes, caractérisées par une protection plus faible et une forte concentration de propriété, les dividendes peuvent être résiduels ou même manipulés à des fins d'expropriation (Faccio et al., 2001 ; Mitton, 2004 ; Gugler & Yurtoglu, 2003). Ces divergences montrent que la relation gouvernance-dividende ne peut être comprise sans tenir compte des structures de propriété, du degré de transparence institutionnelle et du rôle des investisseurs minoritaires.

En définitive, cette revue de littérature suggère que les dividendes ne constituent pas uniquement un mécanisme disciplinaire universel, mais un instrument de gouvernance dont la fonction varie selon les environnements. Ils peuvent tour à tour représenter un outil de réduction des conflits d'agence, un signal de qualité, un substitut aux rachats d'actions, ou encore un moyen d'expropriation partielle des minoritaires. La multiplicité des résultats appelle donc à dépasser les approches monolithiques et à privilégier des cadres d'analyse intégrateurs, combinant les théories de l'agence, des signaux, de l'enracinement managérial et du cycle de vie.

Pour les recherches futures, plusieurs voies apparaissent prometteuses. D'abord, il conviendrait d'explorer davantage l'articulation entre dividendes et rachats d'actions comme instruments complémentaires ou substitutifs de gouvernance. Ensuite, les travaux comparatifs entre marchés développés et émergents doivent être approfondis, notamment pour saisir comment la qualité institutionnelle module l'effet gouvernance-dividende. Enfin, des approches longitudinales et multi-niveaux, intégrant à la fois les dimensions micro (structure du conseil,

comportement des dirigeants) et macro (régulation, culture de gouvernance), semblent nécessaires pour rendre compte de la complexité de ce lien.

En somme, si la gouvernance influence indéniablement les politiques de distribution, elle ne le fait pas de manière mécanique ni uniforme. Les dividendes apparaissent comme un instrument contextuel et évolutif de gouvernance, dont la compréhension exige une lecture critique, pluridimensionnelle et contextualisée.

Références

- (1). Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5–6), 648–667. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x>
- (2). Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376–387. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00737.x>
- (3). Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196772>
- (4). Aivazian, V. A., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371–387. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>
- (5). Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 337–429). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01011-2](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01011-2)
- (6). Asquith, P., & Mullins, D. W. (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business*, 56(1), 77–96.
- (7). Baker, H. K., Farrelly, G. E., & Edelman, R. B. (2002). A survey of management views on dividend policy. *Financial Management*, 31(1), 78–84. <https://doi.org/10.2307/3666407>
- (8). Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- (9). Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- (10). Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- (11). Brockman, P., & Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 276–299. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.007>
- (12). De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2006). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954–1969. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- (13). DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425–456. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00186-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00186-7)
- (14). DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>

- (15). Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- (16). DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160. <https://doi.org/10.2307/2095101>
- (17). Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621–640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>
- (18). Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54–78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>
- (19). Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- (20). Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9–10), 1173–1209. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2003.05624.x>
- (21). Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- (22). Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (2006). *Financialization and strategy: Narrative and numbers*. Routledge.
- (23). Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, 57(4), 1649–1684. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00474>
- (24). Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731–758. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00291-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00291-X)
- (25). He, W., Li, D., & Shen, J. (2013). Do voluntary disclosures improve dividend policy? Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 133–146. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2013.03.001>
- (26). Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations. *Financial Analysts Journal*, 71(4), 83–96. <https://doi.org/10.2469/faj.v71.n4.5>
- (27). Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- (28). Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- (29). Jiraporn, P., Kim, J. C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), 251–279. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2011.00329.x>
- (30). John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4), 1053–1070. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02364.x>
- (31). Kowalewski, O., Stetsyuk, I., & Talavera, O. (2007). Can corporate governance affect company valuation? Evidence from Poland. *Emerging Markets Review*, 8(4), 295–312. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2006.10.002>
- (32). La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>

- (33). La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- (34). La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- (35). La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- (36). Lazonick, W., & O’Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35. <https://doi.org/10.1080/030851400360541>
- (37). Mancinelli, L., & Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*, 12(3), 265–282. <https://doi.org/10.1080/13518470500249365>
- (38). Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- (39). Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5(4), 409–426. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2004.05.003>
- (40). OECD. (2023). G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264302625-en>
- (41). Rediker, K. J., & Seth, A. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2), 85–99. <https://doi.org/10.1002/smj.4250160202>
- (42). Sawicki, J. (2009). Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis. *European Journal of Finance*, 15(2), 211–230. <https://doi.org/10.1080/13518470802604440>
- (43). Setia-Atmaja, L. (2010). Dividend and debt policies of family controlled firms: The impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance*, 6(2), 128–142. <https://doi.org/10.1108/17439131011032039>
- (44). Shefrin, H., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253–282. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90032-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90032-3)
- (45). Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- (46). Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- (47). Stout, L. A. (2012). *The shareholder value myth: How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. Berrett-Koehler Publishers.
- (48). Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99–129. <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>
- (49). Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.>