

Les déterminants de la politique de dividendes : Revue de littérature et proposition d'un modèle de recherche

Dividend policy determinants: Literature review and research model proposal

Reda LOUZIRI, (*Docteur en Sciences Economiques et de la Gestion*)

*Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - Souissi
Université Mohammed V de Rabat, Maroc*

Khadija OUBAL, (*Professeur de l'Enseignement Supérieur*)

*Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - Souissi
Université Mohammed V de Rabat, Maroc*

Adresse de correspondance :	Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales-Souissi Avenue Mohammed Ben Abdallah Ragraoui Al Irfane, Rabat Université Mohammed V de Rabat Maroc (Rabat) 10000 0537671719 / 0537771719 / 0537771709
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	LOUZIRI, R., & OUBAL, K. (2022). Les déterminants de la politique de dividendes : Revue de littérature et proposition d'un modèle de recherche. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 3(6-1), 21-39. https://doi.org/10.5281/zenodo.7378354
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: October 01, 2022

Published online: Novembre 30, 2022

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

ISSN: 2658-8455

Volume 3, Issue 6-1 (2022)

Les déterminants de la politique de dividendes : Revue de littérature et proposition d'un modèle de recherche

Résumé

Cet article a pour objectif de présenter l'évolution du cadre théorique de la politique de dividendes allant de politique de la non-pertinence à celle du cycle de vie et de proposer un modèle de recherche sur la base de différentes études empiriques menées sur plusieurs marchés financiers. En effet, plusieurs théories se sont succédé pour expliquer les choix en matière de paiement de dividendes et pour présenter les principaux déterminants de ladite politique. Ainsi, les différentes théories présentées dans cet article, notamment les théories du « Bird in hand », de la non-pertinence, du signal, de l'agence, du cycle de vie ou la théorie résiduelle de dividendes, ont toutes essayé d'analyser le dilemme relatif au paiement de dividendes ou au maintien des fonds en interne. Chacune de ces théories a essayé d'apporter une explication susceptible de justifier les choix en termes de politique de dividendes. À cet égard, il convient de préciser que cette décision est capitale aussi bien pour les investisseurs, et plus spécifiquement les actionnaires, que pour les managers de la société, d'où l'intérêt d'analyser l'évolution de ce cadre théorique relatif à la politique de dividendes. En outre, cet article présentera les résultats de quelques études empiriques menées sur les déterminants de la politique de dividendes. À ce titre, plusieurs déterminants de la politique de dividendes ont été testés empiriquement dans différents marchés financiers tels que la rentabilité, le « free cash-flow », la taille et l'âge de la société, les opportunités de croissance et les reports créditeurs. Cette revue de littérature nous permettra ainsi de proposer un modèle de recherche afin de pouvoir dégager les principales théories qui expliquent les choix du paiement de dividendes en mobilisant différentes variables à tester.

Mots clés : politique de dividendes, théorie du signal, asymétrie d'information, coûts d'agence, théorie du cycle de vie.

Classification JEL : G35

Type de l'article : article théorique.

Abstract

This article aims to present the evolution of the theoretical framework of dividend policy from irrelevance theory to the life cycle theory and try to suggest a research model on the basis of various empirical studies carried in several financial markets. Indeed, several theories have tried to explain the choices of dividend policy made by firms and have presented the main determinants of dividend policy. Thus, the various theories presented in this article which are the "Bird in hand" theory, the irrelevance theory, the signal theory, the agency costs theory, the life cycle theory and the residual theory have all attempted to analyze the dilemma of paying dividends or keeping internal funds for other use. Each of these theories attempted to provide an explanation to justify dividend policy choices made by firms. It should also be noted that this decision is crucial both for the investors, and more particularly shareholders, and for the managers of the company, hence the interest of analyzing the evolution of dividend policy theoretical framework. Furthermore, this article will present the results of some empirical studies conducted on the determinants of dividend policy. Thus, several determinants of the dividend policy have been empirically tested in different financial markets such as profitability, free cash flow, company's size and age, growth opportunities and reports. This review of the literature will thus allow us to propose a research model in order to be able to identify the main theories which explain the choices of payment of dividends by mobilizing different variables to be tested.

Keywords: dividend policy, signal theory, information asymmetry, agency costs, life cycle theory.

Classification JEL: G35

Paper type: Theoretical Research

1. Introduction

Dans cet article, l'intérêt sera porté sur une revue de littérature des principales théories relatives à la politique de distribution des dividendes. Cette dernière représente la rémunération faite aux actionnaires à travers la distribution des bénéfices réalisés et constitue ainsi une décision majeure pour les investisseurs, les managers, les analystes financiers ou pour les chercheurs académiques. En effet, il est à rappeler qu'en plus de la politique de financement et la politique d'investissement, la politique de dividendes fait partie des trois composantes majeures de la finance d'entreprise. À ce titre, la décision de distribution de dividendes se traduit généralement par une sortie du cash, à effectuer dans les neuf mois au maximum, suivant la décision prise par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires selon la loi 17-95 (modifiée et complétée par les lois 20-05 et 78-12) sur la société anonyme au Maroc.

Par ailleurs, il s'avère opportun de rappeler la citation connue de Black sur la politique de dividendes : « **The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle with pieces that just don't fit together** ». (Black, 1976)

Selon Black (1976), la politique des dividendes représente un vrai puzzle dont les pièces ne s'imbriqueraient pas entre-elles. Mais ce sujet représente l'une des décisions majeures que les investisseurs, les actionnaires, les analystes financiers et les managers suivent et étudient avec grand intérêt. La décision de payer ou de ne pas payer de dividendes, ainsi que le montant de dividendes à distribuer devrait être choisi suite à une réflexion approfondie. À ce titre, le débat académique portant sur ce sujet n'a cessé d'évoluer afin de répondre à plusieurs questions se rapportant à ce sujet : la politique de dividendes crée-t-elle de la valeur ? Pourquoi certaines sociétés payent-elles des montants élevés de dividendes, d'autres moins et certaines entreprises ne payent-elles pas du tout de dividendes ? Quels sont les facteurs explicatifs de la politique de dividendes ?

En effet, la politique de dividendes a suscité depuis plusieurs années des débats scientifiques dans le domaine de la finance. À cet égard, plusieurs chercheurs ont tenté d'expliquer la raison qui poussait les entreprises à payer des dividendes et les déterminants qui permettaient d'expliquer au mieux les choix des managers, en termes de montant de dividende distribué, mais aussi de son évolution dans le temps. D'ailleurs, en dehors de la politique d'investissement et de la politique de financement, la politique de dividendes constitue à elle seule un axe majeur de la finance d'entreprise. Ainsi, depuis la publication de Lintner en 1956 et celle de Modigliani et Miller en 1961 portant sur la théorie de la non-pertinence, plusieurs recherches théoriques ont essayé d'apporter une plus-value au débat scientifique menant alors à d'autres théories, telles que celles du signal ou de l'agence dans le but de proposer des explications relatives aux choix de la politique de dividendes.

Il convient de rappeler que la littérature sur la politique de dividendes remonte à plus de six décennies et que le débat scientifique portant sur les dividendes n'a cessé d'être étoffé par de nouvelles théories qui tentent de justifier les différents choix en matière de politique de dividendes. La première partie de cet article présentera ainsi la genèse de la politique de dividendes et un historique succinct sur son évolution avant de s'intéresser aux théories ayant lancé le débat académique sur la politique de dividendes, notamment la théorie de la non-pertinence, la théorie du « Bird in hand » et la théorie résiduelle de dividendes. La seconde partie se focalisera, quant à elle, sur l'enrichissement du débat académique grâce à de nouvelles théories présentant différents angles d'analyse, dont la théorie du signal, la théorie de l'agence, la théorie de la flexibilité financière et la théorie du cycle de vie. Quant à la troisième partie, elle s'attardera sur les résultats empiriques de quelques études empiriques menées sur la politique de dividendes afin de pouvoir proposer, dans la dernière partie, un modèle de recherche en précisant les variables à mobiliser les hypothèses à tester.

2. Les théories du « Bird in hand », de non-pertinence et la théorie résiduelle comme base du débat théorique de la politique de dividendes

2.1 Genèse de la politique de dividendes

Avant de présenter les différentes théories de la politique de dividendes, il serait opportun de s'attarder sur un bref historique de ladite politique afin de mieux cerner les apports de chacune des théories y afférentes. À cet égard, Frankfurter et Wood (2003) rappellent que la politique de dividendes remonte au moins au début du 16^{ème} siècle aux Pays-Bas et en Grande Bretagne. Les capitaines des voiliers y vendaient alors des créances financières aux investisseurs avant d'en partager avec eux les produits rapportés éventuellement des voyages effectués. Au bout du périple, les bénéfices et le capital étaient distribués, mettant ainsi fin à l'entreprise en la liquidant. Ces créances financières ont fait l'objet de négociation au niveau de marchés ouverts aux Pays-Bas et ont été graduellement transformées en actions. Ainsi, en liquidant la société à la fin de chaque voyage, les investisseurs recevaient la part de leurs bénéfices sous forme de dividendes en numéraire ou en nature, permettant ainsi aux investisseurs de réduire le risque de fraude. Toutefois, le coût exorbitant de cette opération constituait une limite pour les investisseurs. Par conséquent, au fur et à mesure du renforcement de la crédibilité de ces entreprises grâce aux multiples voyages réussis et aux dividendes élevés payés par les managers (capitaines), les liquidations à la fin de chaque voyage devenaient de plus en plus rares. Ces entreprises ont alors commencé à ne distribuer que les bénéfices des voyages sous forme de dividendes au lieu du capital investi en sus des bénéfices. Le principe de continuité d'exploitation de ces sociétés a conduit à l'émergence des premières régulations relatives aux dividendes (Frankfurter et Wood, 2003). Conséquemment à la réussite de ce type de sociétés, au 17^{ème} siècle, ce mode d'organisation s'est peu à peu étendu, se transformant en sociétés par actions et distribuant des dividendes vers de nouveaux secteurs tels que les mines, les banques et le textile.

Dès le début de l'histoire de l'entreprise, les managers prenaient déjà conscience de l'importance d'un dividende élevé et stable. En effet, les investisseurs faisaient l'analogie avec l'autre forme d'investissement présente à l'époque, à savoir les bons de Trésor. Ces bons versaient des intérêts prédéterminés réguliers et stables dans le temps, ce qui réduisait le risque des investisseurs. À titre d'illustration de l'importance des dividendes à cette époque, la Banque d'Amérique du Nord a payé, à la fin du 18^{ème} siècle, un dividende après seulement six mois depuis sa création, et la charte de la banque permettait au conseil d'administration de payer des dividendes régulièrement sur la base des profits réalisés. En effet, Frankfurter et Wood (2003) ont précisé que « le versement de dividendes réguliers était d'une importance primordiale pour les managers pendant la première moitié du 19^{ème} siècle ».

D'autre part, en sus de l'importance du paiement d'un dividende stable, un autre élément relatif aux dividendes a pris de l'importance au début du 19^{ème} siècle. Il s'agit en réalité de les considérer comme un indicateur majeur de la rentabilité de la société. En effet, au vu de la rareté et du manque de fiabilité des informations communiquées aux investisseurs, les dividendes versés ont été alors utilisés comme outil d'évaluation du rendement futur de la société. Conscients de ce phénomène, les sociétés pouvaient alors communiquer sur leur rendement futur par le biais de la politique de dividendes afin de signaler au marché leurs perspectives de croissance et appuyer le prix de l'action.

Ainsi, l'évolution de la politique de dividendes fut corrélée à l'évolution de la forme juridique de la société vers des sociétés en actions. Les managers, ayant pris conscience de l'importance des dividendes, ont tenté de distribuer des dividendes stables et élevés, car toute baisse de dividendes risquait d'être mal interprétée par les investisseurs. Aussi, les managers pouvaient en faire un moyen d'information sur la rentabilité future de la société.

Après avoir présenté un bref historique sur l'évolution de la politique de dividendes, la partie suivante s'étalera sur les principales théories de la politique de dividendes ayant enclenché le débat académique sur la politique de dividendes.

2.2 Théorie du « Bird in hand » conviction commune dans le monde de la finance avant l'avènement de nouvelles théories

La théorie du « Bird in the hand » a été introduite pour la première fois par Lintner en 1956 : « Better a bird in the hand than two in the bush ». Les investisseurs préfèrent recevoir des dividendes aujourd'hui pour éviter de futures incertitudes. En effet, les actionnaires auraient tendance à préférer un paiement sûr du dividende, au lieu d'espérer une éventuelle augmentation suite aux réinvestissements des bénéfices réalisés. Aussi, les investisseurs accordent une prime sur les actions qui payent des dividendes.

En se référant à la théorie du « Bird in hand », le paiement de dividendes pourrait augmenter la valeur de l'action. Gordon (1959 ; 1962) a conclu que les investisseurs n'étaient pas indifférents au paiement de dividendes comparé aux futurs gains sur le capital. En outre, Baker et Haslem (1974) ont corroboré les résultats des travaux de Lintner et Gordon indiquant que les investisseurs sont généralement averses au risque, et vu que les dividendes étaient considérés comme étant moins risqués que les plus-values sur le prix de l'action, les investisseurs auraient tendance à préférer les dividendes. Ils ont également conclu que les changements de dividendes peuvent présenter des informations relatives aux bénéfices futurs attendus par le management.

Par ailleurs, Bhattacharya (1979) rapporte que les investisseurs valorisent un paiement en cash actuel par rapport à une future promesse de gains en capital, lors de leurs décisions d'investissement en actions en raison du facteur risque.

Cette théorie suggère que les investisseurs perçoivent le maintien du cashflow excédentaire ou le réinvestissement dudit cash-flow au sein de la société, comme des facteurs de risque qui pourraient être moins rentables que le paiement actuel du dividende. Cela signifie que si la société maintient le cashflow excédentaire pour de futurs réinvestissements, la rentabilité de ces derniers doit être clairement perçue par les investisseurs afin qu'ils acceptent cette décision. Cela nous conduit donc à penser que l'un des facteurs clés qui peut impacter la politique de distribution de dividendes est la rentabilité. Si la société présente un niveau de rentabilité satisfaisant, l'investisseur pourrait percevoir le potentiel, même incertain, des gains des réinvestissements du cashflow excédentaire comme étant supérieur aux dividendes. Toutefois, si la société n'est pas assez rentable, la situation inverse pourrait se produire.

2.3 La théorie de la non-pertinence dans un marché de capitaux parfait

Dans la première partie ci-dessus traitant de l'historique de la politique de dividendes, il a été indiqué que l'investissement en actions a été initialement comparé à l'investissement en bons de Trésor, d'où l'importance du paiement de dividendes stables et réguliers. De plus, au vu du manque de fiabilité des informations sur les sociétés, la politique de dividendes a été considérée comme un outil important pour évaluer la performance de la société. Toutefois, suite à l'évolution des marchés financiers devenus de plus en plus efficaces, il serait prévisible que l'utilité de la politique de dividendes devienne de moins en moins pertinente. C'est dans cette optique, que s'intègre l'une des premières théories de la politique de distribution de dividendes, qui est celle de la non-pertinence de Modigliani et Miller (1961).

Néanmoins, notons qu'avant la publication de Modigliani et Miller portant sur la théorie de la non-pertinence, la conviction commune dans le monde de la finance était celle de l'importance du paiement des dividendes et son impact positif sur la valeur de l'action qui se basait sur l'argument : « un tiens vaut mieux que deux tu l'auras » (Bird in hand theory) qui a été présenté plus haut.

En 1961, Modigliani et Miller ont suggéré, que dans un marché de capitaux parfait, seule la politique d'investissement a un effet sur la valeur de l'action. En se référant à leur travail, le choix de la politique de dividendes n'a aucun effet sur la valeur de l'action. Les hypothèses retenues pour un marché de capitaux parfait peuvent être résumées comme suit :

- Marché de capitaux parfait : aucun acheteur ou vendeur sur le marché ne peut avoir un impact sur le cours de l'action ; tous les investisseurs disposent de la même information au même moment ; transparence totale des informations ; absence de coûts de transaction et indifférenciation entre la taxation des dividendes et des plus-values sur capital.
- Comportement rationnel : tous les investisseurs sont rationnels et préfèrent augmenter la valeur de leurs portefeuilles ; les signaux du marché font l'objet d'une exploitation immédiate par les acteurs du marché.

Si les hypothèses ci-dessus sont vérifiées, la politique de dividendes n'aurait aucun effet sur la valeur de l'action. En effet, payer plus ou moins de dividendes, ou ne pas payer de dividendes n'aurait aucune influence sur le cours de l'action. Modigliani et Miller indiquent que l'investisseur pourra choisir sa propre politique de dividendes : si une société ne paye pas ou paye peu de dividendes, l'actionnaire procédera simplement à la vente d'un certain nombre d'actions pour recevoir le montant de dividendes escompté ; toutefois, si la société paye un montant élevé de dividendes, l'actionnaire utilisera le montant reçu pour racheter les titres de la société, et devra être indifférent à une rémunération par des dividendes ou via une plus-value sur le capital.

Néanmoins, vu que les conditions de cette théorie sont difficilement réalisables, nous pouvons prévoir certaines situations où le marché ne serait pas parfait :

- Les coûts de transaction ne sont pas nuls dans un marché financier ;
- L'effet de la taxation : dans certains pays et durant des périodes précises, la taxation du dividende peut différer de la taxation des plus-values sur capital. Ainsi, certains investisseurs préféreraient le paiement de dividendes et d'autres opteraient pour les gains sur le capital.
- Les coûts d'agence : les managers ont une meilleure information comparés aux investisseurs. Ainsi, dans certains pays où la protection des investisseurs minoritaires est faible, les sociétés payent plus de dividendes pour réduire le niveau d'asymétrie d'information (Ferris et al. 2009).
- Le comportement irrationnel des investisseurs dans certains cas de figure.

2.4 La théorie résiduelle de dividendes réduisant la politique de dividendes à la simple distribution du cashflow disponible après la réalisation des investissements

Après avoir présenté la théorie de la non-pertinence, il convient de noter que l'une des premières théories ayant également animé le débat sur la politique de dividendes est la théorie résiduelle. Dans son livre « Dividends and Dividend Policy » de 2009, Baker précise que Preinreich (1932) et Sage (1937) sont les premiers à avoir fait allusion à cette théorie. Elle suppose que la société procédera au paiement de dividendes, après avoir déterminé le montant nécessaire à la réalisation des investissements rentables. Les managers retiendraient ainsi les investissements qui disposent d'une Valeur Nette Actuelle (VNA) positive, et la politique de dividendes sera déterminée en fonction du cash-flow disponible après avoir réalisé lesdits investissements.

Partington (1985) avait également indiqué qu'il existait trois catégories de la politique de dividendes. La première, relative à une politique résiduelle de dividendes, la seconde, liée à l'indépendance entre la politique de dividendes et celle de l'investissement et la dernière ne concernant ni la politique résiduelle, ni l'absence de relation entre le paiement de dividendes et l'investissement.

Par ailleurs, en se référant à la théorie de l'agence, qui sera décrite ci-dessous, Jensen (1986) indique que si les managers ont investi dans tous les projets rentables et n'ont pas distribué le reste en dividendes, ces derniers seraient tentés d'investir dans des projets qui peuvent réduire la richesse des actionnaires. Cette destruction de valeur pourrait provenir d'un investissement dans des projets présentant une Valeur Nette Actuelle (VNA) négative. Ainsi, en suivant les recommandations de Jensen, les sociétés devraient distribuer la totalité de leur cash-flow résiduel après avoir investi dans tous les projets rentables. Cette situation permettrait de maîtriser la tentation des managers à surinvestir dans des projets non-rentables.

Dans une politique résiduelle de dividendes, les managers ne peuvent planifier le montant du dividende à verser que si les prévisions des cashflows et des investissements sont justes. Néanmoins, cette tâche demeure ardue pour tout gestionnaire. Penman (1980) indique d'ailleurs que les sociétés commettent de grosses erreurs en termes de prévisions de leurs revenus nets. Par conséquent, une politique résiduelle de dividendes est difficilement planifiable et peut connaître des changements radicaux vers la baisse ou la hausse. Elle peut ainsi produire des montants de dividendes distribués instables que les investisseurs pourraient considérer comme peu fiables. A contrario, une politique de dividendes gérée ou maîtrisée est plus prévisible, vu qu'elle permet de lisser l'évolution des dividendes versés dans le temps et de réduire les changements brusques de dividendes. Dans son livre « Dividends and dividend policy », Baker décrit l'évolution d'une politique gérée de dividendes, comme étant une politique qui commence avec un niveau bas de dividende et qui croît graduellement et régulièrement de presque le même montant. Toutefois, les partisans de la politique résiduelle critiquent la politique gérée de dividendes à cause du coût supplémentaire de financement qu'elle causerait. Ainsi, afin de maintenir un niveau de dividendes quasi-stable, les managers seraient obligés de financer, via des fonds externes le paiement de dividendes durant les périodes où le cash-flow ne permet pas de couvrir le montant des dividendes versés. En outre, lors des années où la société réaliserait un niveau élevé de cash-flow, les managers pourraient être tentés de l'utiliser pour des projets peu rentables. Ces deux éléments ont tendance à réduire le rendement global de la société sur le long terme.

Ainsi, différents arguments peuvent être en faveur de l'adoption d'une politique résiduelle de dividendes comme moyen d'optimisation des ressources financières de la société. Toutefois, certaines sociétés ne suivent pas cette politique. Pour différentes raisons, celles-ci préfèrent opter pour une politique de dividendes planifiée et contrôlée qui permet de lisser les paiements de dividendes dans le temps et d'éviter des changements brusques dans les montants distribués. Cette politique conduit généralement à la rétention de montants de cashflows supérieurs aux besoins d'investissement lors de certaines périodes et à l'utilisation de l'endettement à court terme pour subvenir aux besoins de financement, lors d'autres périodes. D'un point de vue managérial, le maintien d'un niveau stable et prévisible de dividendes à payer sans baisse serait plus important que le fait de reverser le cashflow non-utilisé aux investisseurs sur le court terme.

Il convient également de noter qu'une politique résiduelle pure nécessite des baisses importantes du dividende payé, en fonction de l'évolution des bénéfices et des opportunités d'investissement de la société. Néanmoins, plusieurs études, depuis la publication de Lintner en 1956, ont tenté de démontrer l'aversion des managers à des baisses de dividendes. À ce titre, Brav et al. (2005) ont observé que les managers étaient prêts à essayer plusieurs scénarios avant d'opter pour une baisse de dividendes, tels que la vente d'actifs ou le licenciement des employés. En effet, ceux-ci sont généralement très réticents à l'idée de distribuer des montants élevés de dividendes ou à augmenter les dividendes payés.

3. Elargissement du débat théorique grâce à l'introduction de nouveaux éléments d'analyse : asymétrie d'information, coûts d'agence et cycle de vie

Cette partie présente les théories ayant permis d'apporter un nouvel angle d'analyse à la théorie de distribution de dividendes. Il s'agit de la théorie du signal, la théorie de l'agence et la théorie du cycle de vie.

3.1 Théorie du signal fondée sur l'asymétrie d'information entre investisseurs et managers

Bhattacharya (1979) ainsi que John et Williams (1985) ont démontré, qu'en tant que détenteurs d'informations privées sur la société, les managers choisissent le montant de dividendes dans l'objectif de transmettre un message aux investisseurs portant sur les perspectives futures de la firme. Ceci permet de réduire le degré d'asymétrie d'information entre les managers et les investisseurs. Les managers auraient d'ailleurs davantage tendance à utiliser ce mécanisme lorsqu'ils estiment que la valeur de l'action est sous-évaluée. Bhattacharya (1979) a signalé, qu'en dépit du désavantage fiscal du dividende, les sociétés qui prévoyaient un niveau satisfaisant de cashflows futurs avaient tendance à distribuer un niveau croissant de dividendes, afin de signaler au marché qu'elles possédaient une capacité bénéficiaire future qui permettrait de maintenir ce niveau de dividendes.

La théorie du signal implique donc que le management, qui dispose d'un niveau d'information supérieur, envoie des signaux au marché via la politique de distribution de dividendes. Par conséquent, les informations privées sur les perspectives futures seraient implicitement transmises grâce au maintien du niveau de dividendes, son augmentation en cas de perspectives financières positives, ou sa baisse si les bénéfices futurs déclinaient.

Il convient de noter qu'Akerlof (1970) a étudié le concept d'asymétrie d'information en analysant le secteur automobile au sein du marché financier. Dans une situation d'asymétrie d'information, les bonnes et les mauvaises voitures seraient vendues au même prix, car seuls les propriétaires pourraient faire la différence en termes de qualité et d'état des voitures. Ainsi, en cas d'asymétrie d'information, les propriétaires des bonnes voitures essaieraient de signaler des informations positives aux investisseurs. De même, le paiement des dividendes peut être considéré comme un signal envoyé aux investisseurs sur les bonnes perspectives de la société.

Néanmoins, les résultats de Miller et Rock (1985) démontrent que le coût du signal est supérieur à la valeur additionnelle dont la société bénéficie grâce audit signal. Ils ont également expliqué que les sociétés, qui détiennent un ratio du « Payout » élevé, affichent des niveaux d'investissement plus faibles. Toutefois, dans certaines situations, le coût du signal peut valoir la peine d'être supporté afin d'éviter de donner l'impression au marché que les bénéfices de la société ne permettent pas de payer de dividendes.

En outre, l'étude de Fama et French (2001) suggère que le grand problème de la théorie du signal réside dans son incapacité à expliquer la raison pour laquelle les sociétés les plus anciennes de grande taille, et les plus rentables payent plus de dividendes. En effet, celles-ci, sont censées avoir moins de problèmes d'asymétrie d'information, et devraient payer moins de dividendes que les sociétés les moins rentables et de petite taille, qui sont supposées avoir plus de contraintes liées à l'asymétrie d'information.

3.2 Théorie de l'agence présentant la problématique de conflits d'intérêts entre actionnaires et managers comme base d'analyse de la politique de dividendes

Selon la théorie de l'agence introduite par Jensen et Meckling (1976), il existe une asymétrie d'information entre les actionnaires et le Top Management censé maximiser la valeur de l'entreprise. Cette asymétrie pourrait conduire à des choix d'investissement qui n'aboutissent

pas forcément à une augmentation de la valeur de l'entreprise. En effet, les coûts liés à ce conflit d'intérêts apparaissent lorsque les managers augmentent leur propre richesse au détriment des actionnaires. Un exemple illustratif du cas susmentionné est celui où les managers ont une rémunération basée sur la performance annuelle de l'entreprise. Dans ce cas de figure, ils peuvent être tentés par des choix d'investissement risqués pouvant conduire à une réduction de la valeur de l'entreprise en cas d'échec, mais qui pourraient augmenter leur richesse. Jensen et Meckling (1976) indiquent par ailleurs que les actionnaires peuvent limiter ces problèmes en mettant en place les incitations (incentives) adéquates dédiées aux agents (managers). Dans ce sens, Jensen a présenté en 1986 l'hypothèse du free cashflow qui suggère que la distribution de dividendes peut être utilisée comme moyen de monitoring, vu qu'elle réduit les ressources internes de la société, ce qui limiterait le pouvoir des managers qui peuvent avoir tendance à investir massivement, conduisant ainsi à un agrandissement des firmes au-delà de leur taille optimale. De plus, ce même chercheur précise que les sociétés matures, présentant moins d'opportunités de croissance et des cashflows stables, devraient payer les dividendes pour contrôler et « monitorer » le comportement des managers afin de réduire les coûts d'agence. En effet, la distribution de dividendes, décision prise par les assemblées générales ordinaires des actionnaires visant à rémunérer les apports de ces derniers, peut être perçue comme un moyen de discipliner et contrôler le Management dans le but de l'amener à ne retenir que les projets les plus rentables susceptibles d'apprécier la valeur de l'entreprise.

Le paiement de dividendes réduit les coûts de l'agence au sein d'une société pour au moins deux raisons principales. La première est liée à la réduction du free cashflow qui pourrait être utilisé par les managers pour servir leurs propres intérêts au détriment de la valeur de la société, tel que confirmé par Easterbrook (1984), Jensen (1986). La seconde est, quant à elle, relative aux analyses détaillées effectuées sur la société. En effet, Easterbrook (1984) précise que le paiement de dividendes augmente la probabilité de réaliser des augmentations de capital par la société. Par conséquent, une analyse et une inspection détaillée de la firme est réalisée lors de chaque augmentation du capital, à travers l'analyse de ses comptes, ses réalisations et ses opportunités de croissance dans le futur.

Easterbrook (1984) a mis en exergue lors de sa recherche que le dividende pouvait permettre d'aligner les intérêts des managers avec ceux des investisseurs, permettant ainsi de réduire les coûts d'agence. En effet, deux explications ont été présentées par l'auteur pour expliquer les problèmes des coûts de l'agence au sein d'une société. Le premier est relatif au coût de contrôle des investisseurs sur les managers afin de les superviser et de détecter les comportements susceptibles de réduire la valeur de l'entreprise. Le second est lié au coût de l'aversion au risque des managers. En effet, contrairement aux investisseurs qui disposent généralement de portefeuilles diversifiés, la richesse des managers peut être principalement liée à une seule société. Par conséquent, la distribution d'un niveau optimal de dividendes devrait permettre de maîtriser ces deux coûts dans l'objectif d'abord de contrôler les managers, mais aussi de limiter les ressources internes. Cela éviterait des investissements trop risqués pouvant causer la baisse de la valeur de la société. En outre, cet auteur met en lumière le fait que le dividende devrait être uniquement distribué pour réduire les coûts de l'agence, car ceux-là ne créent pas de valeur additionnelle à la société.

3.3 La théorie du cycle de vie, une nouvelle alternative pour expliquer les décisions de distribution de dividendes

Une nouvelle alternative a été proposée pour expliquer la politique de distribution de dividendes. Il s'agit de la théorie du cycle de vie qui constitue un développement phare dans la justification des choix de paiement de dividendes. Elle propose une analyse du niveau de distribution de dividendes sur la base de critères portant sur la maturité de la société. Mueller

(1972) avait d'ailleurs déjà fait allusion à cette théorie indiquant que les ressources de la société, sa capacité d'intégrer les marchés de capitaux et ses opportunités d'investissement variaient en fonction de son stade de développement.

Les sociétés qui annoncent une augmentation du dividende enregistrent une baisse du risque systématique et donc du coût du capital, ce qui représente l'une des explications majeures relatives à la hausse à court terme du rendement des actions, après l'annonce de ladite augmentation du dividende. Sur la base de ces résultats, Grullon et al. (2003) ont conclu que l'augmentation des dividendes renseignait sur le changement dans le cycle de vie de la société. Ainsi, lorsqu'une société passe du stade de développement à une phase de maturité, ses opportunités d'investissement sont moins nombreuses, ce qui se traduit par une réduction des reports créditeurs (via la distribution plus élevée de dividendes), du taux de croissance et du risque. En effet, au stade de démarrage, les sociétés ne disposent que de ressources limitées, ce qui conduit à l'investissement de ces ressources dans des projets d'investissement. Lors de la phase de développement, la société tentera de gagner davantage de parts de marchés, ce qui nécessitera davantage d'investissement pour faire face à la concurrence. À un certain stade, les opportunités d'investissement seront de plus en plus rares et au moment où la société disposera d'un positionnement solide sur le marché, elle aura atteint un stade de maturité avancé. Ainsi, les différents besoins et contraintes auxquels fait face la société au cours de son cycle de vie impactera forcément les décisions de distribution de dividendes. En effet, au stade de démarrage, la société ne paye pas ou paye peu de dividendes, en raison des besoins de financement de ses investissements. Néanmoins, quand celle-ci atteint un stade de maturité avancé, la tendance est censée s'inverser. La société a tendance à payer plus de dividendes, car les opportunités d'investissement se font de plus en plus rares et que les niveaux de cashflows sont plus importants.

Aussi, DeAngelo et al. (2006) précisent que les sociétés plus matures sont plus susceptibles de payer plus de dividendes, vu que la décision de verser des dividendes est liée au montant des reports créditeurs de la société. Ainsi, les sociétés commencent à payer des dividendes lorsqu'elles constatent une baisse liée aux prévisions du taux de croissance et de rentabilité (Mueller, 1972 ; Fama et French, 2001; DeAngelo et al. 2006). En effet, DeAngelo et al. (2006) indiquent que les sociétés présentant des niveaux élevés de reports créditeurs par rapport aux capitaux propres sont plus susceptibles de payer des dividendes, car lesdites sociétés ont accumulé des bénéfices importants. En effet, leurs résultats indiquent que les entreprises payent plus (moins) de dividendes quand le niveau des reports créditeurs est élevé (bas).

À ce titre, plusieurs articles ont corroboré la théorie du cycle de vie afin d'expliquer la politique de distribution des dividendes dans de nombreux pays, dont Denis et Osobov (2008), Brockman et Unlu (2009), Chay et Suh (2009) ainsi que Coulton et Ruddock (2011).

4. Résultats de quelques études empiriques relatives à la politique de dividendes

Plusieurs études ont essayé de mettre en exergue les facteurs explicatifs des choix de paiement de dividendes depuis maintes années. Il convient de noter que la majorité des recherches ont été effectuées initialement au niveau du marché financier américain et que de nouvelles recherches ont tenté, au cours des dernières décennies, de mener des études au sein d'autres marchés financiers dans différents pays développés ou en cours de développement. Toutefois, signalons que les recherches menées au sein des marchés de la région de l'Afrique du Nord demeurent limitées.

Certaines études se sont basées sur des questionnaires envoyés aux sociétés avec des barèmes pour chaque réponse. À ce titre, Baker et Powell (2000) ont effectué une étude portant sur

différentes théories de la politique de dividendes, en examinant le point de vue des managers. En effet, ils ont analysé les réponses des managers sur la relation entre la politique de dividendes et la valeur de l'action, le ratio de distribution optimale de dividendes, et l'importance de plusieurs théories dans la compréhension de la politique de dividendes, dont notamment la théorie du signal, la théorie du « Bird in hand » et la théorie de l'agence. Baker et Powell (2000) ont mis en exergue que les déterminants de la politique de distribution de dividendes représentaient le bénéfice actuel et le bénéfice futur de la société, ce qui confirme la théorie du « Bird in hand » de Lintner (1956). Aussi, ont-ils confirmé l'importance de maintenir le même niveau du dividende et ont conclu que les managers craignant que la politique de dividendes affecte le prix de l'action et se focalisaient donc sur les signaux envoyés aux investisseurs en raison des variations des montants de dividendes distribués. Ainsi, les investisseurs auraient tendance à penser que les entreprises qui maintiennent des niveaux de cash trop élevés sont plus risquées. Cela suppose que l'investisseur n'accepterait cette situation, que si les investissements financés par le cashflow de la société étaient plus rentables que la distribution actuelle et sûre de dividendes. L'un des déterminants de la politique de dividendes auquel nous pourrions donc penser est la rentabilité : si la société est assez rentable, l'investisseur pourrait voir le potentiel, même incertain, qu'il pourrait générer du réinvestissement du cashflow excédentaire par la société. Toutefois, si la société affiche des niveaux de rentabilité faibles, l'investisseur préférerait recevoir des dividendes sûrs. Les résultats de la recherche indiquent que 77% des managers pensent que la politique de dividendes influe sur la valeur de l'action. Ils ont observé un consensus chez les managers qui estiment que la politique de dividendes est un moyen effectif pour envoyer un signal au marché. Néanmoins, les chercheurs n'ont pas relevé de théorie dominante qui pourrait, à elle seule, justifier les choix des managers. En effet, comme l'a indiqué Fisher Blacks (1976), la politique de dividendes peut être comparée réellement à un puzzle.

D'autre part, sur la base de questionnaires envoyés aux investisseurs hollandais, les résultats de Dong et al. (2005) indiquent que les investisseurs préfèrent les sociétés qui payent des dividendes. Aussi, les réponses démontrent que les investisseurs considèrent les dividendes comme un signal relatif à la rentabilité future de la société. Toutefois, les résultats de l'étude ne supportent pas l'hypothèse de la théorie de l'agence relative à l'utilisation de la distribution du « free cashflow » comme moyen de contrôle sur les managers, vu qu'ils ne considèrent pas cette distribution comme un outil permettant de maîtriser le surinvestissement.

Brav et al. (2005) ont également questionné des investisseurs américains et leurs réponses indiquent que ceux-ci accordent la même importance au paiement de dividendes qu'à l'investissement dans des projets présentant une valeur nette actualisée positive. Ce résultat ne supporte pas l'hypothèse de la théorie résiduelle du dividende qui considère que le paiement du dividende n'est que le cash-flow résiduel après avoir réalisé tous les investissements rentables. En outre, l'étude a démontré que les sociétés qui payent des dividendes disposent d'un ratio de Payout cible. D'autre part, les résultats ne corroborent pas l'hypothèse de la théorie de l'agence relative à l'utilisation de la distribution du « free cashflow » comme moyen de contrôle des managers.

Par ailleurs, la majorité des études se sont basées sur des tests statistiques étudiant la relation entre des variables indépendantes et la variable dépendante du dividende. À cet égard, Holder, Langrehr et Hexter (1998) ont testé plusieurs variables sur un échantillon de 477 sociétés où la variable relative à la taille (logarithme du chiffre d'affaires) a présenté des résultats significatifs en affichant une corrélation positive avec le ratio du Payout. Cela signifie que les sociétés de grande taille distribuent plus de dividendes comparés aux sociétés de petite taille, ce qui est consistant avec la théorie du cycle de vie qui suppose que les sociétés les plus matures payent plus de dividendes car leurs opportunités de croissance se font de plus en plus rares. En effet, ces résultats sont consistants avec d'autres recherches qui

ont également confirmé que les sociétés de grande taille payent davantage de dividendes (Vogt, 1994). S'agissant de la variable du free cashflow, elle affiche également une corrélation positive avec le ratio de distribution de dividendes. En outre, les sociétés plus risquées (écart-type des rendements mensuels) payent moins de dividendes et les sociétés qui affichent des taux de croissance du chiffre d'affaires élevés enregistrent également des niveaux de Payout faibles.

Aivazian et al. (2003) ont étudié les déterminants de la politique de dividendes dans huit pays émergents ou en voie de développement, afin de comparer les résultats obtenus avec ceux issus d'études ayant été réalisées au niveau des pays développés. Les variables testées sont : le risque de l'activité, la volatilité des bénéfices, la taille, la tangibilité des actifs, la rentabilité financière (Return On Equity = ROE), le ratio P/B (Price to Book = valeur de marché de l'action / valeur comptable de l'action) et l'endettement. Certains résultats sont similaires à ceux généralement obtenus au niveau des marchés financiers des pays développés, tels que la relation positive entre la distribution de dividendes et la rentabilité (d'autres études corroborent ces résultats : Naceur et al. (2006) pour les sociétés tunisiennes et Sun et al. (2010) pour les sociétés chinoises). Ils ont également mis en évidence une relation négative entre la volatilité des bénéfices et la distribution de dividendes, ce qui démontre que les sociétés, dont les bénéfices ne sont pas stables, préfèrent ne pas payer de dividendes en raison de l'effet négatif que pourrait induire une baisse ultérieure du dividende. Ils ont également considéré le problème d'accès aux marchés financiers en supposant que les sociétés qui disposent de plus d'actifs tangibles, pourraient se financer plus facilement via des ressources externes.

D'autre part, ces chercheurs ont réussi à relever une relation négative entre le paiement du dividende et le niveau d'endettement. Les sociétés les plus endettées ont tendance à payer moins de dividendes comparés aux sociétés moins endettées. Les managers considérés averse au risque, préfèrent garder du cashflow en interne afin de faire face au risque de détresse financière et payer les échéances de la dette, en dépit des variations que peut connaître leur secteur d'activité.

Par ailleurs, la variable des opportunités de croissance (P/B) susmentionnée enregistre une corrélation positive avec le paiement de dividendes, ce qui supporterait la théorie du signal. Quant à la corrélation entre la tangibilité des actifs et la distribution des dividendes, elle n'est pas significative statistiquement.

D'autre part, comme susmentionné, Grullon et al. (2003) ont testé la théorie du signal sur un échantillon de sociétés de 1963 à 1997 au niveau du marché financier américain, et ils ont précisé que le paiement de dividendes ne comportait pas de signal sur la capacité de la firme à générer de futurs bénéfices et à réaliser un meilleur rendement. Leurs résultats démontrent une corrélation négative entre le paiement de dividendes et la rentabilité économique future des sociétés. Ces résultats sont appuyés également par l'étude de Benartzi, Michaely et Thaler (1997) qui ont travaillé sur le marché financier américain et ont conclu que le paiement de dividendes ne représentait pas un signal sur les rendements futurs de la société et sa capacité à dégager des profits.

L'étude de Al-Malkawi (2007), ayant porté sur le marché financier jordanien sur une période allant de 1989 à 2000, a permis de constater l'existence d'un lien significatif entre le paiement de dividendes et les variables de la taille, de la rentabilité et de l'âge. Selon l'auteur, ces résultats supportent l'hypothèse des coûts d'agence.

Denis et Osobov (2008) ont analysé la politique de dividendes sur une échelle internationale, en utilisant des méthodes « cross-sectional » et « time-series » sur la période s'étalant de 1989 à 2002. Ils ont pu étudier le cas de 6 pays (Japon, Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni, France et Canada). Leurs résultats indiquent que les sociétés plus larges et plus rentables payent plus de dividendes. D'ailleurs, précisent-ils, ces résultats confirment les théories de

l'agence (Jensen, 1986) et du cycle de vie (DeAngelo et al., 2006), mais sont en contradiction avec la théorie du signal qui suppose que les sociétés souffrant de problèmes d'asymétrie d'information (les petites sociétés moins rentables), envoient un signal au marché sur leurs capacités futures grâce au paiement plus élevé de dividendes. En outre, la probabilité de payer des dividendes est fortement liée au ratio du total des reports créditeurs par rapport aux capitaux propres de la société. S'agissant de la variable relative aux opportunités de croissance, l'étude a permis de noter que les payeurs de dividendes au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Canada affichaient des niveaux d'opportunités de croissance faibles, alors que ceux du Japon, de l'Allemagne et de la France présentaient des niveaux plus élevés en termes d'opportunités de croissance. Par ailleurs, l'étude indique que les dividendes n'ont pas baissé durant toute cette période, car les dividendes étaient principalement concentrés chez les sociétés les plus larges et plus rentables.

Une autre étude menée par Chay et Suh (2009) supporte la théorie du cycle de vie, en affirmant que les capitaux propres gagnés au cours de la vie de la société impactaient positivement le montant des dividendes payés. En outre, le niveau de volatilité du cashflow impacte négativement le montant des dividendes payés, vu que les managers peuvent s'attendre à une baisse significative du cashflow et l'obligation de se financer via des fonds externes afin de maintenir le même niveau des dividendes payés. Toutefois, l'étude n'a pas réussi de démontrer l'existence d'une relation significative entre les opportunités de croissance et les dividendes payés.

Sun et al. (2010) ont mené une étude sur les sociétés non financières en Chine. Les résultats obtenus démontrent que la rentabilité est un facteur déterminant pour le paiement de dividendes. Aussi, les auteurs indiquent que malgré la préférence de dividendes en cash par les principaux actionnaires, ces derniers ne peuvent pas forcer les sociétés à payer ou à payer davantage de dividendes si les bénéfices baissent significativement.

Une autre étude menée par Adil et al. (2011) au sein du marché financier de Karachi a tenté d'examiner la relation entre le paiement de dividendes et plusieurs variables, notamment la rentabilité (Return On Equity), le bénéfice par action, le cash-flow par action et la taille. Les résultats de leur étude sont mitigés en raison de la corrélation négative du paiement de dividendes avec la variable du cashflow et de la rentabilité, d'une part, et la corrélation positive avec le bénéfice par action, d'autre part. Une autre étude menée par Rehman (2012), au sein du même marché financier, affiche un lien positif entre le paiement de dividendes et les variables de l'endettement (dette par rapport aux capitaux propres) et la rentabilité. Cette même étude a détecté une corrélation négative entre la distribution de dividendes et la variable des opportunités de croissance (Prix de l'action par rapport à la valeur comptable de l'action).

Au niveau des marchés financiers des pays en voie de développement, l'étude menée par Al-Kuwari (2010) a démontré que la politique de dividendes des sociétés non financières cotées en bourse dans les pays du Golf, est positivement liée à la taille de la société et à la rentabilité. Pour justifier ses résultats, il précise que les sociétés utilisent le paiement de dividendes comme moyen de maîtriser les coûts de l'agence. En outre, les sociétés varient fréquemment leur politique de distribution de dividendes sans adopter systématiquement une valeur cible du dividende à payer sur le long terme.

L'étude d'Ihejirika et Nwakanma (2012), réalisée sur 62 sociétés au sein du marché financier du Nigéria sur une période de neuf ans, a permis de constater une corrélation positive entre la rentabilité (ROE : Return On Equity) et le paiement de dividendes. Aussi, cette étude a permis de mettre en évidence que les reports créditeurs sont négativement corrélés à la distribution de dividendes, ce qui est contraire à l'hypothèse de la théorie du cycle de vie.

Bisschop (2014) a effectué une étude sur un échantillon de 78 sociétés hollandaises au cours de la période 2006 à 2012. L'auteur a essayé d'étudier l'effet qu'a pu avoir la crise financière

sur les dividendes distribués. Il n'a pas réussi à relever de résultats significatifs entre le paiement de dividendes et les variables indépendantes de la rentabilité, de la liquidité, de la taille, des opportunités de croissance et des reports créditeurs.

D'autre part, Mili, Sahut et Teulon (2017) ont relevé une corrélation positive entre l'âge de la société et le paiement de dividendes. L'explication donnée est basée sur la théorie de l'agence, vu que les sociétés plus matures souffrent davantage de problèmes d'agence et payent donc plus de dividendes. Les chercheurs ont justifié le résultat par la théorie du cycle de vie, précisant que les sociétés plus matures possèdent moins d'opportunités de croissance, d'où le paiement élevé de dividendes.

L'étude d'Al-Sawalqa (2021) a investigué l'impact de la valeur comptable de l'action, des reports créditeurs par action, du ratio de rotation de l'actif total (Asset turnover ratio), de l'âge de la société et de sa taille sur la politique de dividendes. Les résultats de 179 sociétés non financières sur une période de cinq ans permettent de constater que la valeur comptable de l'action et les reports créditeurs par action présentent une corrélation positive avec le paiement de dividendes, alors que les autres variables n'affichent pas des résultats significatifs. L'auteur précise que ces résultats supportent la théorie du cycle de vie.

5. Proposition d'un modèle de recherche pour réaliser une étude empirique sur les déterminants de la politique de dividendes

La revue du cadre théorique de la politique de dividendes et de certaines études empiriques permet de dégager deux méthodes principales utilisées pour étudier les facteurs explicatifs de la politique de dividendes. Certains auteurs ont opté pour l'utilisation de questionnaires envoyés aux sociétés étudiées, toutefois, la majorité des recherches empiriques ont utilisé des modèles statistiques à travers notamment la mobilisation de régressions linéaires pour tester des données panel ou des données en coupes transversales. Ainsi, et cette suite à ce travail de revue de la littérature, nous proposons l'adoption d'un modèle de recherche basé sur la mobilisation de données panel et via la réalisation de régressions linéaires permettant de dégager les variables significatives qui impactent les choix en matière de paiement de dividendes. L'approche hypothético-déductive aurait pour objectif d'affirmer ou d'infirmer les hypothèses prédéfinies et de relever les principales théories qui expliquent la politique de dividendes de l'échantillon retenu. En outre, l'utilisation de données panel (Hsiao, 2003) permettrait de combiner entre les avantages des séries chronologiques et ceux des données transversales.

À ce titre, la variable dépendante proposée est celle du paiement de dividendes à calculer qui peut être calculé via les deux proxys suivants : le « Dividend Yield » et le « Payout Ratio ». Le choix de deux proxys permettra de mener des tests de robustesse pour confirmer les résultats obtenus.

Par ailleurs, les variables indépendantes retenues parmi plusieurs variables mobilisées dans les recherches empiriques et présentant des résultats significatifs dans différentes études sont les suivantes : la rentabilité, le « Free cashflow », les opportunités de croissance, les reports créditeurs et la taille de la société.

Ainsi, le modèle de recherche proposé peut être synthétisé comme suit :

$$Y = a + B * (\text{Rentabilité, Free cashflow, Opportunités de croissance, Reports créditeurs, Taille de la société}) + \varepsilon$$

Y : variable dépendante du dividende ;

a : s'agissant de la constante ;

B : le coefficient correspondant à chaque variable indépendante.

Ce modèle permettra de tester les deux principales hypothèses suivantes :

H-0 : aucun des déterminants testés ne permet d'expliquer les choix en matière de politique de dividendes (théorie de la non-pertinence).

H-1 : un ou plusieurs déterminants testés permettent d'expliquer la politique de dividendes (théorie du « Bird in hand », théorie résiduelle, théorie du signal, théorie de l'agence, théorie du cycle de vie).

Sur la base des différentes théories susmentionnées et des études empiriques menées sur différents marchés financiers, nous avons procédé à l'élaboration d'une synthèse des différentes hypothèses relatives à chaque variable indépendante à mobiliser dans le tableau ci-après :

Tableau : Hypothèses relatives aux variables indépendantes à mobiliser

Théorie	Variables significatives prévues par chaque théorie	Corrélation entre la variable indépendante et la variable dépendante
Bird in hand	Rentabilité	Négative
Non-pertinence	Aucune variable indépendante n'est significative (H0)	-
Résiduelle	Opportunités de croissance Free cash-flow	Négative Positive
Signal	Opportunités de croissance Rentabilité Taille Âge	Positive Négative Négative Négative
Agence	Opportunités de croissance Rentabilité Taille Âge	Négative Positive Positive Positive
Cycle de vie	Opportunités de croissance Rentabilité Taille Âge Reports créditeurs	Négative Positive Positive Positive Positive

Source : Elaboré par nos propres soins.

6. Conclusion

Cet article nous a permis de présenter les principales théories qui ont essayé de justifier les choix en matière de politique de dividendes ainsi que les résultats de certaines études empiriques menées dans différents marchés financiers et mobilisant différentes variables pour tester les théories sus indiquées. À cet égard, un bref aperçu sur l'historique de la politique de dividendes a été abordé dans un premier temps. Ensuite, nous nous sommes intéressés à la théorie du « Bird in hand » qui a suggéré que les investisseurs préféreraient le paiement certain de dividendes au risque entrepris en cas de maintien de cashflow en interne pour le financement de futurs investissements. À ce titre, et afin d'enrichir le débat sur la politique de dividendes, la théorie de la non-pertinence a été proposée par Modigliani et Miller en suggérant que le paiement de dividendes n'est pas pertinent pour un investisseur, vu son impact neutre sur la valeur de l'action. Toutefois, cette théorie se base sur l'existence d'un marché financier parfait, ce qui n'est pas le cas dans la plupart des marchés financiers. En effet, d'autres théories ont tenté d'apporter différentes explications au paiement de dividendes, telles que la théorie résiduelle. Cette dernière se base d'ailleurs sur le principe du paiement du cashflow résiduel après le financement de l'ensemble des investissements rentables. Quant à la théorie du signal, elle est fondée sur la problématique de l'asymétrie d'information entre les managers et les investisseurs. Par conséquent, les managers tentent à

travers le paiement de dividendes d'envoyer un signal sur la santé financière de l'entreprise et sa capacité à générer des bénéfices sur le futur. La théorie de l'agence, quant à elle, s'est basée principalement sur les coûts de l'agence pour expliquer la politique de dividendes. À ce titre, afin de réduire les coûts de l'agence et d'éviter des investissements qui optimisent la richesse des managers au détriment de celle des actionnaires, ces derniers préfèrent limiter le cashflow en interne, via le paiement de dividendes. Par ailleurs, la théorie du cycle de vie a tenté d'apporter un éclairage sur la politique de dividendes en se basant sur le stade de développement d'une entreprise. Ainsi, les sociétés plus matures présentant des opportunités de croissance réduites payeraient davantage de dividendes.

La troisième partie, quant à elle, a présenté les résultats empiriques de certaines études menées sur la politique de dividendes afin de comprendre pourquoi certaines sociétés payent des dividendes ou ne les payent et les motifs du paiement élevé ou réduit desdits dividendes. Ainsi, la conclusion majeure qui se dégage des différentes études menées est relative à l'absence d'une théorie qui permet, à elle seule, d'expliquer les choix en matière de politique de dividendes. Il convient ainsi de préciser qu'aucun consensus n'a encore été atteint sur prédominance de l'une des théories présentées en matière de politique de dividendes, d'où l'intérêt que suscite cette thématique financière qui continue d'attirer de nouveaux chercheurs afin de réaliser des études empiriques sur différents marchés financiers. Par conséquent, la combinaison entre l'ensemble des théories assure une meilleure appréhension des décisions relatives aux paiements de dividendes.

Dans la dernière partie de cet article, nous avons proposé un modèle de recherche permettant de tester les différentes théories présentées grâce à la mobilisation de six variables indépendantes, sur la base des études empiriques menées sur différents marchés financiers. Les variables indépendantes retenues sont les suivantes : la rentabilité, le « Free cashflow », les opportunités de croissance, les reports créditeurs et la taille de la société. L'utilisation de ces variables indépendantes sur le marché boursier marocain, à titre d'exemple, permettrait de dégager les principales théories qui pourraient expliquer les choix en matière de paiement de dividendes des sociétés cotées en bourse au Maroc.

Références

- (1) Adil, M., Zafar, N., & Yaseen, N. (2011). Empirical analysis of determinants of dividend payout: Profitability and liquidity. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3, 289-300.
- (2) Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? *Journal of Financial Research*, 3, 371–387. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>
- (3) Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 3, 488. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- (4) Al-Kuwari, D. A. K. (2010). Large Shareholders, Agency Theory and Dividend Decision in Emerging Markets. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1811845>
- (5) Al-Malkawi, H. N. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 2, 44–70. <https://doi.org/10.1108/10264116200700007>
- (6) Al-Sawalqa, F.A. (2021). Life-Cycle Theory of Corporate Dividend Policy in Jordan: The Role of Equities, Assets, and Age during the Period 2015–2019. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(6), 1-11.

- (7) Baker, H. K., & Haslem, J. A. (1974). Toward the development of client-specified valuation models. *The Journal of Finance*, 4, 1255–1263. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1974.tb03102.x>
- (8) Baker, H. K., & Powell, G. E. (2000). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms. *Financial Practice and Education*, 10(1), 29–40.
- (9) Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance*, 3, 1007–1034. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02723.x>
- (10) Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 1, 259. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- (11) Bisschop, B. (2014). The Impact Of A Financial Crisis On The Dividend Payout Of Dutch Publicly Listed Firms. Bachelor Thesis, Faculty of Management and Governance, University of Twente. <http://essay.utwente.nl/66304/>
- (12) Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2, 5–8. <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- (13) Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 3, 483–527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- (14) Brockman, P., & Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 2, 276–299. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.007>
- (15) Chay, J. B., & Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 1, 88–107. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.12.001>
- (16) Coulton, J. J., & Ruddock, C. (2011). Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting & Finance*, 2, 381–407. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2010.00356.x>
- (17) Dahir n° 1-96-124 du 14 Rabii II 1417 (30 août 1996) portant promulgation de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes (modifiée et complétée par les lois n° 20-05, n° 78-12 et n° 20-19).
- (18) DeAngelo, H, DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 2, 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- (19) Denis, D., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 1, 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- (20) Dong, M., Robinson, C., & Veld, C. (2005). Why individual investors want dividends. *Journal of Corporate Finance*, 1, 121–158. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.04.006>
- (21) Easterbrook, F.H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- (22) Eluyela, D. F., Dahunsi, O., Tolase, O. A., Okere, W., Ogabi, M., & Kafidipe, A. (2019). Impact of gender dichotomy on dividend payout policy in listed Nigerian financial services firm. *Cogent Business & Management*, 1, 1687270. <https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1687270>
- (23) Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 1, 3–43. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(01)00038-1)

- (24) Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 9, 1730–1738. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.04.005>
- (25) Frankfurter, G., Wood, B. G., & Wansley, J. (2003). *Dividend Policy*. Elsevier. https://books.google.co.ma/books?id=9G6H70WdBFoC&printsec=frontcover&dq=The+Evolution+of+Corporate+Dividend+Policy&hl=fr&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=The%20Evolution%20of%20Corporate%20Dividend%20Policy&f=false
- (26) Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 2, 99. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- (27) Gordon, Myron J. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 1, 37. <https://doi.org/10.2307/1926621>
- (28) Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2003). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.431762>
- (29) Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 3, 73. <https://doi.org/10.2307/3666276>
- (30) Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press, Cambridge, 2nd Edition.
- (31) Ihejirika, P. O., & Nwakanma, P. C. (2012). An Empirical Analysis of the Propensity to Pay or Not to Pay Dividends : A Test of the Life Cycle Theory with Nigerian Data. *Oman Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review*, 12, 74–87. <https://doi.org/10.12816/0002233>
- (32) Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76(2), 323-329.
- (33) Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 4, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- (34) John, Kose, & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 4, 1053–1070. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>
- (35) Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- (36) Mili, M., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research*, 3, 274–297. <https://doi.org/10.1108/jaar-07-2014-0079>
- (37) Miller, Merton H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 4, 411. <https://doi.org/10.1086/294442>
- (38) Miller, Merton H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 4, 1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- (39) Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 3, 199. <https://doi.org/10.2307/2098055>
- (40) Naceur, S. B., Goaied, M., & Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.889330>
- (41) Partington, G. H. (1985). Dividend policy and its relationship to investment and financing policies: empirical evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 4, 531–542. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1985.tb00792.x>

- (42) Penman, S. H. (1980). An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 1, 132. <https://doi.org/10.2307/2490396>
- (43) Preinreich, Gabriel A. D. (1932). Stock Yields, Stock Dividends and Inflation. *The Accounting Review*, 7(4), 273-289.
- (44) Rehman, A. (2012). Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Karachi Stock Exchange (KSE). *Journal of Contemporary Issues in Business Research* , 1(1), 20- 27.
- (45) Sage, G.H. (1937). Dividend Policy and Business Contingencies. *Harvard Business Review*, 15(2), 245-252.
- (46) Sun, Q., Shen, Y., & Huang, J. J. (2010). Nonnegotiable Shares, Controlling Shareholders, and Dividend Payments in China. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1681256>
- (47) Vogt, S. C. (1994). The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms. *Financial Management*, 2, 3. <https://doi.org/10.2307/3665735>