

Dividendes En Présence Des Imperfections Du Marché

Riad Lamyaa

Université Hassan 1er, Laboratoire de Recherche en Sciences
de Gestion LRSG, Settat Maroc

Touili Karima

Professeur d'enseignement supérieur Université Hassan 1er, Laboratoire de
Recherche en Management et Développement LRMD, Settat Maroc

doi: 10.19044/esj.2017.v13n25p163 [URL:http://dx.doi.org/10.19044/esj.2017.v13n25p163](http://dx.doi.org/10.19044/esj.2017.v13n25p163)

Abstract

The topic of the company's dividend policy has captured the interest of economists and over the last five decades has been the subject of several theoretical and empirical studies. Economists have proposed a number of theories to explain the dividend puzzle. The purpose of this paper is to examine the effect of market imperfections (asymmetric information, agency costs and the impact of taxation) on corporate dividend policy. While briefly presenting the main theories of dividend policy and summarizing the empirical evidence on these theories. The paper reaches at a conclusion that the famous dividend puzzle is still unresolved. The empirical evidence is ambiguous and the search for a new explanation of dividends is continuing.

Keywords: Dividends, asymmetric information, agency cost, taxation

Résumé

Le sujet de la politique de dividende des entreprises a capté l'intérêt des économistes et au cours des cinq dernières décennies il a fait l'objet de plusieurs études théoriques et empiriques. Les économistes ont proposé un certain nombre de théorie afin d'expliquer le puzzle du dividende. Cet article a pour objectif d'examiner l'effet des imperfections du marché (l'asymétrie d'information, les coûts d'agence et l'impact de la fiscalité) sur la politique de dividendes des entreprises. Tout en présentant brièvement les principales théories de la politique de dividendes et de résumer les évidences empiriques sur ces théories. Ce travail montre que le célèbre puzzle de dividende est toujours non résolu. Les preuves empiriques sont ambiguës et la recherche d'une nouvelle explication des dividendes se poursuit.

Mots-clés : Dividendes, asymétrie d'information, coût d'agence, fiscalité

Introduction

La politique de dividendes demeure parmi les questions les plus contestées en matière de finances. L'étude de cette politique a attiré l'attention des chercheurs en finance depuis les travaux de Lintner (1956) et Miller & Modigliani (1961). Ces chercheurs ont tenté de résoudre plusieurs questions relatives aux dividendes et de formuler des théories et des modèles pour expliquer le phénomène des dividendes des sociétés.

L'énigme des dividendes n'a pas seulement été une question durable dans les finances, elle reste également non résolue. Il y a presque quatre décennies, Black (1976) a qualifié cette problématique de dividende de « dividende puzzle ». C'est ainsi que Baker et al. (2001) parlent d'énigme des dividendes *“Despite his voluminous amount of research, we still do not have all the answers to the dividend puzzle”*².

Au fil des années, les chercheurs ont proposé de nombreuses théories sur la façon dont les diverses imperfections du marché pourraient influencer sur la politique de dividendes. Bhattacharya (1979), John et Williams (1985), Miller et Rock (1985), Ambarish, John et Williams (1987) utilisent la théorie du signal pour développer l'idée du "contenu informatif", selon lequel le dividende est un outil de communication entre l'entreprise et le marché. Ces auteurs révèlent que le dividende contribue à réduire les asymétries d'information entre les managers et les actionnaires. Une autre théorie, notamment la théorie de l'agence stipule que le dividende permet d'atténuer les coûts découlant des conflits d'intérêts entre le dirigeant et l'actionnaire. Les dividendes surveillent également les activités de gestion de l'entreprise. Rozeff (1982), Easterbrook (1984) et Jensen (1986) soutiennent que le paiement des dividendes prive les dirigeants de la possibilité de consommer les fonds excédentaires de l'entreprise sous forme d'avantages professionnels excessifs ou de les disperser dans des investissements non-rentables.

D'autres théories considèrent que la politique de dividende des entreprises a un impact sur la valeur de l'entreprise en présence de la fiscalité (par exemple : Litzemberger et Ramaswamy (1979); Poterba et Summers (1984); Ang, et al. (1991); Barclay (1987)). Pour ces théoriciens il existe un différentiel d'imposition entre les dividendes et les gains en capital, ils justifient les dividendes par l'existence de clientèles fiscales. Egalement, Pettit (1977) et Scholz (1992) constatent que « l'effet de clientèle » réagit aux décisions de politique de dividende parce que les investisseurs sont divisés en différentes clientèles selon leurs préférences et choisissent une

² « Malgré les nombreuses recherches, nous ne disposant pas encore toutes les réponses au puzzle du dividende ».

entreprise où leurs objectifs de placement sont conformes à leurs décisions de dividende.

Cette étude vise à examiner l'effet possible que les trois imperfections de marché (l'asymétrie d'information, les coûts d'agence et l'impact de la fiscalité) pourraient avoir sur la politique de dividendes. Plus précisément, les objectifs de cette étude sont les suivants:

- Analyser l'effet des distributions de dividendes sur la valeur de la firme en prenant en considération l'impact de la fiscalité.
- Etudier la relation entre la politique de dividendes et imperfections de marché;

La partie restante de l'article est structurée comme suit. Dans la deuxième section, nous nous concentrerons sur le déséquilibre informationnel entre les dirigeants d'entreprises et les investisseurs et son lien avec la politique de dividendes tout en tenant compte de la théorie des signaux. La gestion des conflits d'intérêt via les dividendes dans le contexte de la théorie d'agence se trouvent dans la dernière section. Enfin, nous allons conclure.

Neutralité de dividende et l'effet de clientèle

Dans un article célèbre, Miller et Modigliani (1961), ont démontré la neutralité du dividende sur la valeur de l'entreprise dans un monde idéal excluant tout effet fiscal possible. Par conséquent, dans un monde sans impôts, les actionnaires devraient être indifférents entre recevoir des dividendes et recevoir des gains en capital. Cependant, dans le monde réel, les impôts sont présents et peuvent avoir une influence significative sur la politique de dividendes et la valeur de l'entreprise. En général, il y a souvent un différentiel de traitement fiscal entre les dividendes et les gains en capital, comme tous les investisseurs s'intéressent au rendement après impôt, il est primordial pour eux de prendre en considération l'influence que pourrait exercer l'impôt sur leur demande de dividendes. Les impôts peuvent également influencer sur l'offre de dividendes lorsque les managers répondent à cette préférence fiscale en cherchant à maximiser la richesse de l'actionnaire en augmentant le taux de rétention des bénéfices.

Farrar et Selmy (1967) et Brennan (1970)³ montrent que si les dividendes sont systématiquement plus imposés que les plus-values, les entreprises devraient éviter de verser des dividendes. Elles ont tout intérêt à satisfaire les besoins de liquidité des actionnaires en utilisant autre forme de distribution (par exemple les rachats d'actions). Les études empiriques les plus influentes du modèle de Brennan sont celles du Black et Scholes (1974)

³ Brennan fut le premier à intégrer les effets de la fiscalité des produits d'actions dans le modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF).

et Litzenberger et Ramaswamy (1979) mais apparemment présentent des résultats contradictoires. Black et Scholes (1974) ont testé le modèle de Brennan et n'ont trouvé aucune preuve d'un effet fiscal. Ils ont trouvé que le coefficient relatif au rendement en dividende n'est pas significativement différent de zéro. Par conséquent, ils ont conclu qu'il est impossible de confirmer que le rendement attendu pour les actions de rendement élevé diffère du rendement attendu pour les actions de faible rendement, ni avant ni après paiement d'impôts.

En revanche, Litzenberger et Ramaswamy (1979) ont trouvé que la fiscalité affecte significativement les taux de rentabilité des actions. En conséquence, plus le rendement en dividende est élevé, plus la rentabilité exigée par les investisseurs est élevée afin de compenser le désavantage fiscal lié au paiement des dividendes. Ils concluent que les dividendes affectent la valeur des titres à cause de la fiscalité. Pour sa part Kalay (1982), conteste cette interprétation.

Elton et Gruber (1970) constatent que le rendement moyen des actions au jour de l'ex-dividende est positif et décroît avec le rendement du dividende. Ils l'interprètent comme une preuve indirecte de l'existence de clientèle fiscale. Black (1976), suggère que dans un monde où la plupart des dividendes sont imposés plus lourdement que les gains en capital réalisés, les sociétés ont tendance à éviter les paiements de dividendes pour maximiser leurs rendements attendus après impôt. En particulier, les investisseurs dans les tranches d'imposition élevées ont tendance à détenir des actions à faible dividende, tandis que les investisseurs dans les tranches d'imposition faible tendent à détenir des actions à dividende élevé.

Miller et Modigliani (1961), tout en formulant leur célèbre proposition de non-pertinence des dividendes, ont observé qu'en présence d'impôts, les investisseurs formeraient des clientèles avec des préférences spécifiques pour des niveaux particuliers de dividendes. Cette préférence particulière pour les dividendes peut être déterminée, entre autres, par les taux d'imposition marginaux auxquels l'investisseur est exposé. Selon Miller et Modigliani (1961), la modification du niveau des dividendes ne fait que changer la clientèle des actionnaires de l'entreprise. Théoriquement, c'est donc via l'effet de clientèle que se matérialise l'influence de la fiscalité sur la politique de dividende. L'hypothèse de clientèle pose sur l'idée que l'entreprise choisit une politique de distribution qui correspond à un groupe d'investisseur particulier, partageant souvent un profil d'imposition commun. Les investisseurs qui sont moins fortement imposés sur les dividendes que sur les plus-values vont préférer détenir des actions à taux de rendement élevé, alors que ceux qui présentent les taux d'imposition marginaux les plus forts préféreront détenir des actions à faible taux de

rendement, voire des actions qui ne versent pas de dividende. (Albouy et Dumontier (1992)).

Toutefois, les résultats des études empiriques ne sont pas claires, en effet, des auteurs comme Hess (1982) et Barclay (1987) ne valident pas l'effet de clientèle. De Angelo et al. (2004) suggèrent que l'effet de la clientèle n'est qu'un facteur secondaire capable d'expliquer la politique de dividende et que le montant des dividendes a été concentré considérablement sur un très petit nombre d'entreprises au fil du temps. Pettit (1977), Lewellen et al. (1978) n'ont trouvé que des preuves très faibles de l'hypothèse de l'effet de clientèle. Dans une autre étude, Scholz (1992) constate que le différentiel d'imposition des dividendes et des gains en capital influe sur les décisions des investisseurs en choisissant entre des portefeuilles de rendement de dividendes plus ou moins élevés, conformément à l'hypothèse de l'effet de clientèle.

D'autres études trouvent des preuves à l'appui de la clientèle de dividendes auprès des investisseurs institutionnels. Notamment Jain (2007) qui montre que les investisseurs institutionnels ont une préférence pour les entreprises qui versent peu ou pas de dividende. Selon l'enquête effectuée par Brav et al. (2005) les investisseurs institutionnels sont indifférents aux décisions de dividendes. Dhaliwal, Erickson et Trezevant (1999) et Seida (2001) trouvent des preuves empiriques qui supportent l'existence de la clientèle fiscale pour les dividendes. P'erez-Gonz'alez (2003) présente des preuves que le statut fiscal des investisseurs affecte la politique de dividende de l'entreprise. Hotchkiss et Lawrence (2002) trouvent des preuves complémentaires selon lesquelles les rendements des entreprises sont plus élevés après les annonces de dividendes pour les entreprises dont les investisseurs institutionnels sont favorables aux dividendes. D'autres études ne parviennent pas à trouver un soutien à l'hypothèse de la clientèle des investisseurs. Grinstein et Michaely (2005) ne trouvent pas de preuves à l'appui de la théorie de la clientèle. Ils cherchent à savoir si les investisseurs institutionnels favorisent effectivement les entreprises qui paient des dividendes et constatent que les institutions favorisent les entreprises qui versent des dividendes faibles sur les sociétés à revenu élevé. Selon l'enquête de Brav et al. (2005) les managers ont connaissance de préférences de distribution des investisseurs individuels ou institutionnels, mais que ces préférences n'influent pas leur politique de distribution. Brav et al. (2005) estiment que les investisseurs institutionnels sont indifférents aux décisions de dividende.

Les études empiriques sont en général incompatibles avec l'hypothèse de la clientèle basée sur l'imposition des dividendes ou ne fournissent qu'un faible soutien à cette hypothèse. La raison principale peut être trouvée dans

les autres facteurs qui influencent la décision de distribution, tels que le risque, le coût de transaction et la restriction juridique et réglementaire.

Asymétrie d'information et théorie du signal

Dans la plupart des entreprises, et notamment celles où l'actionnaire est séparé de sa gestion, il y a des problèmes d'asymétrie d'information. Afin de combler ce déséquilibre informationnel entre les différents participants du marché financier, les dirigeants doivent émettre des signaux pour rassurer ces différentes parties quant à la bonne santé de l'entreprise

D'après la théorie du signal, le dividende est l'un des moyens de la communication les plus importants entre l'entreprise et le marché. En augmentant le dividende, l'entreprise indique au marché sa confiance dans les résultats futurs. Lorsqu'une entreprise maintient son dividende alors que son bénéfice diminue, elle signale au marché que cette baisse n'est que provisoire et que la progression des bénéfices reprendra (El Farissi et M'rabet (2011)). Plusieurs modèles ont été élaborés autour du signal que constitue le versement de dividendes. Selon les modèles de signalisation de Bhattacharya (1979), John et Williams (1985) et Miller et Rock (1985)⁴ les dirigeants disposent d'avantage d'information privilégiée sur la valeur de l'entreprise que les investisseurs et ils utilisent les dividendes pour transmettre l'information au marché. Ainsi, les dividendes sont considérés comme un dispositif de signalisation coûteux et donc crédible, parce qu'il ne peut être imité que par des entreprises dont les perspectives sont mauvaises car cela les mettrait en difficultés financières. Par exemple, dans le modèle de Bhattacharya (1979)⁵, le coût de la signalisation est le coût de transaction associé au financement externe. L'auteur suppose que la firme doit emprunter pour assurer le paiement des dividendes qu'elle a promis. Dans le modèle de Miller et Rock (1985), le coût est la distorsion dans la décision d'investissement optimal. Ils montrent que les dirigeants sont alors amenés à rejeter certains projets d'investissement dont la rentabilité est supérieure au coût moyen pondéré du capital. Alors que dans le modèle de John et William (1985), le coût de la signalisation est la pénalité fiscale sur les dividendes relatifs aux gains en capital (HAN Al-Malkawi, et al., 2010).

Dans le modèle de signalisation de Bhattacharya (1979) les dividendes signalent les flux de liquidités futurs de l'entreprise dans un

⁴ La littérature sur la signalisation par les dividendes a produit d'autres modèles (voir, par exemple, Hakansson (1982), Bar-Yosef et Huffman (1986), Ambarish, John et Williams(1987), Ofer et Thakor (1987), Kumar (1988), Bernheim (1991), et Allen et al., (2000) ect).

⁵ Ce modèle démontre que les dirigeants seront pénalisés si les signaux émis étaient fallacieux.

contexte d'information imparfaite. Ainsi, les investisseurs pensent qu'une augmentation inattendue du dividende est un signal favorable. Cela suppose que le dividende contient des informations sur la valeur de l'entreprise et que le dividende est un signal crédible. L'auteur démontre que le taux de distribution qui détermine l'équilibre est fonction décroissante du taux d'intérêt sans risque et du différentiel de taxation (Gobbaut, 1992). Par contre Jacquillat et Levasseur (1984) ont montré que les taux de distributions théoriques atteignent rapidement des valeurs aberrantes.

John et Williams (1985) ont élaboré un modèle de signalisation basé sur le concept de dilution, qui met en relation le taux de distribution des dividendes, la valeur liquidative de l'entreprise, les besoins de liquidités des actionnaires et le taux d'imposition des dividendes. L'équilibre de signalisation de ce modèle peut être atteint si l'on considère que la réduction de la dilution doit contrebalancer le désavantage fiscal de la distribution accrue de dividendes. Miller et Rock (1985) ont transposé le modèle de Miller et Modigliani (1961) dans un environnement incertain avec asymétrie d'information. Dans ce modèle, les dirigeants utilisent les dividendes pour signaler aux investisseurs le montant des bénéfices de l'exercice en cours. Ces modèles suggèrent une relation positive entre l'asymétrie d'information et la politique de dividende. D'autres études ont développé des tests pour examiner les modèles de signalisation des dividendes.

Bien qu'il y ait beaucoup de choses que les chercheurs ne savent pas à propos des dividendes, ils savent de manière certaine que le cours de l'action croitra généralement à l'annonce de dividendes plus élevés et vice-versa (Ross, et al., 2013). Plus précisément, l'annonce d'une augmentation de dividende sera considérée comme une bonne nouvelle et en conséquence, le prix des actions réagit favorablement. De même, une annonce selon laquelle un dividende sera supprimé suggère des perspectives défavorables et conduira à une baisse de la valeur boursière des actions de l'entreprise. Les travaux d'Asquith et Mullins(1983) et Ofer et Siegel (1987) montrent d'une part l'impact positif sur les cours à la suite de l'annonce d'une distribution de dividendes et d'autre part, une corrélation positive entre les changements non anticipés des dividendes et les changements dans les prévisions des bénéfices effectuées par les analystes financiers (Topsacalian et Teulié (2011)).⁶

En outre, l'information signalée par les dividendes est un peu différente si on compare les modèles déjà cités. Le modèle de Bhattacharya (1979) indique explicitement que les managers utilisent les dividendes pour signaler les bénéfices futurs. Le modèle de Miller et Rock (1985) indique

⁶ Pour des études qui aboutissent à une conclusion similaire, voir par exemple: Charest (1978), Aharony et Swary (1980), Asquith et Mullins (1983) Kalay et Loewenstein (1985), Denis et al. (1994), Yoon et Starks (1995) et Bali (2003)...

que les dividendes peuvent signaler les bénéfices actuels, tandis que John et Williams (1985) suggèrent que les dividendes signalent une sous-évaluation de la valeur actuelle de la firme. Une des principales critiques adressées à ces modèles c'est que les entreprises choisissent des dividendes pour signaler leurs perspectives alors qu'il existe d'autres moyens moins coûteux tels que les rachats d'actions⁷.

Théorie d'agence

L'une des hypothèses du marché des capitaux parfait de Modigliani et Miller (1961) est qu'il n'y a pas de conflit d'intérêts entre les managers et les actionnaires. Toutefois, dans la pratique, cette hypothèse est discutable dans le cas des entreprises managériales où les fonctions de décision et de propriété sont séparées. Donc, il n'est pas surprenant de voir que la relation entre les dirigeants et les actionnaires puisse entraîner un conflit d'intérêt entre ces deux parties. Il est naturel de supposer que les dirigeants agissent de manière à maximiser leur propre satisfaction avant de maximiser la valeur de leur firme et par conséquent la richesse des actionnaires qui les ont mandatés. De ce fait, les actionnaires encourent donc des coûts d'agence associés à la surveillance du comportement des managers et ces coûts d'agence sont un coût implicite résultant du conflit d'intérêts potentiel entre les actionnaires et les dirigeants d'entreprise. La distribution de dividende peut être considérée comme un moyen de discipline et de contrôle du dirigeant et pourrait même servir à aligner les intérêts et à atténuer les problèmes d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. Pour Jensen (1986)⁸, la séparation des fonctions de direction et de possession entraîne des coûts d'agence, les dirigeants pouvant agir dans leur intérêt personnel et non dans celui des actionnaires. Afin de limiter ce type de comportement, les sociétés qui dégagent des flux de trésorerie disponibles ont intérêt à verser des dividendes pour réduire les risques d'utilisation inefficace des fonds par les dirigeants.

Un moyen de diminuer les coûts d'agence consiste à rechercher des financements alternatifs, plus particulièrement par dettes. Dans ce cas, en effet, le risque de faillite plus important qu'introduit la dette incite les gestionnaires à accomplir plus consciencieusement leur mission. Il en va ainsi lorsque l'entreprise paie des dividendes qui ont pour conséquence

⁷ Voir, Allen, Franklin, and Roni Michaely, (2002), "Payout Policy", in George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz, eds.: North-Holland Handbooks of Economics.

⁸ Jensen et Meckling (1976) sont à l'origine de la théorie de l'agence dans un article célèbre. Voir, Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3:305–360.

d'amener les dirigeants à se présenter devant le marché financier et qui les incitent à plus de rigueur. Donc, la distribution de dividendes diminue les coûts d'agence. Comme l'a soutenu Easterbrook (1984), le versement de dividendes amène l'entreprise à subir une vérification par un tiers, ce qui permet de motiver les managers à révéler de nouvelles informations et à réduire les coûts d'agence afin d'obtenir les fonds nécessaires. Les actionnaires sont prêts à supporter le coût du nouveau financement pour réaliser les avantages plus importants associés à la réduction des coûts d'agence et d'asymétrie d'information.

En adaptant l'argument théorique de Jensen et Meckling (1976), Rozeff (1982) construit un modèle dans lequel les dividendes servent comme mécanisme pour réduire les coûts d'agence, offrant ainsi une justification pour la distribution des dividendes aux actionnaires. Pour Rozeff (1982) et Easterbrook (1984) les distributions de dividendes compensés par des fonds empruntés ou prélevés sur les marchés financiers sont souhaitables dans la mesure où le recours au marché financier constitue un moyen efficace de contrôler les activités des dirigeants.

La théorie d'agence permet d'examiner sous un angle nouveau la politique de dividendes en mettant notamment l'accent sur l'aspect conflictuel qui peut exister entre les actionnaires et les obligataires. Comme l'ont suggéré Myers (1977) et Jensen & Meckling (1976), *les actionnaires et les obligataires* peuvent a priori s'entendre sur la restriction des dividendes. En effet, la plupart des clauses des contrats obligataires contiennent des contraintes qui limitent à la fois les dividendes financés par la vente d'actifs existants et les dividendes financés par la dette. Kalay (1982) examine ces contraintes. Il analyse la nature des clauses de protection insérées dans des contrats d'émissions obligataires qui stipulent des restrictions sur la distribution des dividendes (Bellalah, 2003). L'auteur constate que les entreprises détiennent beaucoup plus de liquidités que le minimum qu'elles devraient détenir, conformément aux clauses restrictives. Cette constatation peut être interprétée comme un transfert de patrimoine inversé.

Plusieurs études empiriques ont examiné la relation d'agence entre les managers et les actionnaires (les investisseurs) en ce qui concerne les dividendes. Lang et Linzenberger (1989)⁹ ont comparé la réaction des investisseurs aux fluctuations des dividendes par des managers soupçonnés d'investir. Ils montrent que les entreprises dont le Q de Tobin moyen est supérieur à 1 sont désignées comme étant au niveau maximal de l'investissement, tandis que les entreprises dont le Q de Tobin moyen est inférieur à 1 sont qualifiées comme des entreprises en situation de

⁹ Lang et Linzenberger (1989) est celui qui applique pour la première fois le Q de Tobin pour examiner la théorie de l'agence pour les dividendes.

surinvestissement. Ils constatent que la rentabilité boursière moyenne associée à un changement de dividende est plus importante pour les firmes ayant un Q inférieure à 1, c'est-à-dire en situation de surinvestissement. Leur preuve confirme l'argument selon lequel les dividendes peuvent limiter la capacité des dirigeants d'investir.

Handjinicolaou et Kalay (1984) examinent l'effet de l'annonce de variation des dividendes sur les cours des obligations ainsi que sur les cours des actions. Ils contrastent deux hypothèses concurrentes. L'hypothèse de transfert de richesse implique qu'en cas d'augmentation du dividende, les prix des actions devrait augmenter et les prix des obligations diminuent et vice versa. En revanche, l'autre hypothèse est l'effet informatif des dividendes. L'augmentation de dividendes (diminution) transmettent bonnes (mauvaises) nouvelles à l'entreprise. Par conséquent, les prix des actions et les prix des obligations vont suivre l'alignement de changement imprévu de dividende. Ces auteurs constatent que les cours des obligations chutent de façon significative à l'annonce des diminutions de dividende, et ne changent pas sensiblement aux annonces d'augmentation de dividende. Ces résultats ne prouvent pas l'hypothèse de transfert de richesse, mais sont compatibles avec le contenu informationnel des dividendes.

En ce qui concerne la relation entre la politique de dividendes et la gouvernance d'entreprise, il est controversé dans la littérature si ces deux éléments sont des substituts ou des compléments. Rozeff (1982) soutient que la distribution de dividendes et la propriété des administrateurs peuvent être considérées comme des substituts pour atténuer les conflits d'agence. Il considère le dividende comme un outil d'alignement du comportement du dirigeant sur les intérêts des actionnaires dans les entreprises managériales. La logique de Rozeff est similaire au «modèle de substitution» proposé par La Porta et al. (2000). La notion de substitution de Jensen (1986) suggère que la dette et les dividendes peuvent être des substituts pour réduire les coûts d'agence. Certaines études (Jiraporn et Ning, 2006, Officer, 2006) sont cohérentes avec l'idée que les paiements de dividendes et la gouvernance d'entreprise peuvent être des substituts.

Conclusion

Au terme de ce travail, on peut penser que l'explication du puzzle du dividende suggéré par Black (1976) reste plus vraie que jamais car il n'existe aucune théorie capable d'expliquer complètement la politique de dividendes. Le but de cet article était de faire ressortir les diverses théories et recherches empiriques sur la politique de dividendes, bien qu'elle ne soit pas exhaustive. Les travaux théoriques sur cette question nous indiquent qu'il existe trois principaux courants de recherche qui insistent chacun sur certaines imperfections des marchés.

1) l'effet de la fiscalisé : Si les dividendes sont imposés plus lourdement que les gains en capital, ce différentiel d'imposition peut engendrer des clientèles fiscales. Grâce à l'existence de cette clientèle, la politique de dividende pourrait être un instrument de gestion de l'actionnariat.

2) l'asymétrie d'information entre les managers et les investisseurs : si les managers sont mieux informés sur les projets et l'avenir de l'entreprise que les investisseurs, les dividendes peuvent être utilisés pour transmettre ces informations sur le marché, malgré des coûts liés au paiement de ces dividendes.

3) la volonté des actionnaires minoritaire d'exercer une contrainte financière afin de mieux contrôler le management de la firme. Les dividendes peuvent, dans certaines circonstances, être utilisés par les actionnaires pour discipliner les managers ou pour exproprier la richesse.

Enfin, la vaste littérature sur la politique de dividendes au cours des cinq dernières décennies n'a pas été en mesure de parvenir à un consensus sur une théorie du dividende qui peut soit expliquer le processus de décision de dividende ou de prédire une politique de dividende optimal. Comme le sujet est loin d'être entièrement compris, il ya toujours une place suffisante pour des futures recherches.

References:

1. Albouy M. et Dumontier P., (1992). *La politique de dividende des entreprises*. Paris: Presses Universitaires de France, pp 89-167.
2. Ambarish R., John K et Williams J., (1987). *Efficient Signalling with Dividends and Investments* . The Journal of Finance Vol. 42, No. 2, pp. 321-343
3. Asquith P. et Mullins D.W.,(1983) *The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth*. Journal of business, p 77-96.
4. Baker H.K, Powell G.E., Veit E.T., (2001). *Revisiting the dividend puzzle: do all the piece now fit?. Review of Financial Economics*, vol. 11, n°4, pp 241-261.
5. Barclay M, J.,(1987). *Dividends, taxes and common stock prices; the ex-dividend day behavior of common stock prices before the income tax*. Journal of Financial Economics, p. 31-44.
6. Bellalah M. (2003). *Finance moderne d'entreprise*. s.l. : ECONOMICA, pp 128-130.
7. Bhattacharya S., (1979). *Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy*. Bell Journal of Economics 10, pp 259-270.

8. Black, F., Scholes, M.(1974). *The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns*, Journal of Financial Economics.
9. Black F., (1976), *The Dividend Puzzle*, Journal of Portfolio Management 2, pp 5-8.
10. Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R. (2005). “*Payout policy in the 21st century*”. Journal of Financial Economics, 77(3), pp 483-527.
11. Brennan, M. (1970). *Taxes, market valuation and corporate financial policy*. National Tax Journal, pp 417-427.
12. De Angelo H, De Angelo L et Skinner D (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. Journal of Financial Economics 72, 425–456.
13. Dhaliwal, Dan S., Merle Erickson et Robert Trezevant, (1999). *A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies*. National Tax Journal 52, 179–194.
14. Easterbrook F. H. (1984). *Two Agency Costs Explanations of Dividends*. American Economic Review 74, pp 650–659.
15. El Farissi I., et M'rabet R., (2011). *Décisions financières de long terme*. Paris: ECONOMICA, 2011. p 315.
16. Elton E., J., Gruber, M., J.(1970). *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*. Review of Economics and Statistics, Vol. 52, No. 1, pp 68–74.
17. Farrar D., Selwyn L. (1967). *Taxes, corporate financial policy and return to investors*. National Tax journal, pp 444-454.
18. Gobbaut R. (1992). *Théorie financière*. s.l. : ECONOMICA, pp 407-415.
19. Grinstein Y. et Michaely R., (2005). *Institutional Holdings and Payout Policy*. Journal of Finance, 60 (3).
20. HAN Al-Malkawi, H, Rafferty, M et Pillai, R. (2010). *Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence*. s.l. : International Bulletin of Business Administration, pp 171-200 .
21. Handjinicolaou, G., et A. Kalay (1984). *Wealth redistributions or changes in firm value: An analysis of returns to bondholders and the stockholders around dividend announcements*”. Journal of Financial Economics. 13, pp 35-63.
22. Hess J .P., (1982). *The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Returns: Further Evidence on Tax Effects*. The Journal of finance. Volume 37, p 445–456.
23. Hotchkiss, E.S., Lawrence, S., (2002). *Empirical evidence on the existence of dividend clienteles*. Working Paper. Boston College.

24. Jacquillat B. et Levasseur J.,(1984). *Signaux, mandats et gestion financière: une synthèse de la littérature*. Finance, p.7-38.
25. Jain R . (2007). *Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases*. Journal of Economics and Business.
26. Jensen, M.C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. American Economic Review 76, pp 323–329.
27. Jensen, M.C., et William H.Meckling. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, pp 305–360.
28. John K., et Williams J., (1985). *Dividends, Dillution, and Taxes: A Signalling Equilibrim*, Journal of Finance 40, pp 1053-1070.
29. Kalay. A. (1982). *The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect*. The Journal of Finance, 1982.
30. Kent Baker, H., (2009). *Dividends and dividend policy*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, pp 97-174.
31. La Porta, R., Lopez-De-Silanes F, Shleifer A., et Robert W. Vishny. (2000). *Agency Problems and Dividend Policies around the World*. Journal of Finance, pp1–33.
32. Lang, Larry H. P., et Robert H. Litzenberger. (1989). *Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis*. Journal of Financial Economics 24, pp 181–191.
33. Lewellen W.G., Stanley R.C., Lease R.C. et Schlarbaum, (1978). *Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon*. Journal of Finance, 33 (5), 1385-1399.
34. Lintner J., (1956). *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, American Economic Review, No. 46*.
35. Litzenberger, R., et Ramaswany, K. (1979). *The effect of personnel taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence*. journal of financial economic, vol 7, pp 163-196.
36. Miller M. H., et Rock K., (1985). *Dividend Policy Under Asymmetric Information*. Journal of Finance 40, pp 1031-1051.
37. Miller, M.H. et F. Modigliani, (1961). *Dividend Policy, Growth, and the valuation of Shares*. Journal of Business, Vol.34, pp 411-433.
38. Miller, M.H. et Scholes, M.S. (1978). *Dividends and taxes*. Journal of Financial Economics, Vol. 6, pp 333-64.
39. Myers S., (1977). *Determinants of Corporate Borrowing*. Journal of Financial Economics, 5 (2), 147-175.

40. Ofer A.R. et Siegel D., (1987). *Corporate financial policy, information and market expectations: an empirical investigation of dividends*. Journal of finance, p 889-911.
41. Perez-Gonzalez F., (2003). *Large shareholders and dividends: Evidence from U.S. tax reforms*. Working paper, Columbia University.
42. Pettit, R.(1977). *Taxes, Transactions Costs, and the Clientele Effect of Dividends*. Journal of Financial Economics.
43. Poterba J. et Summers L., (1984). *New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends*. *Journal of Finance*, 39 (5), 1397-1415.
44. Ross, S.A, Westerfield, R.W et Jaffe, J.F. (2013). *Corporate finance*. New York : McGraw-Hill/Irwin, pp597
45. Rozeff, M S. (1982). *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*. The Journal of Financial Research 5, pp 249–259.
46. Scholz, J K., (1992). *A Direct Examination of the Dividend Clientele Hypothesis*, Journal of Public Economics 49, 261–285.
47. Seida J. A., (2001). *Evidence of Tax-Clientele-Related Trading following Dividend Increases*. The Journal of the American Taxation Association, Vol. 23, No. s-1, pp. 1-21.
48. Topsacalian,. P. et Teulié. J., (2011). "*Finance*". Paris : Vuibert, pp 550.