HAL
open science

L'incitation des dirigeants à distribuer de la valeur créée est-elle liée à une prime de dividende positive ?

Kamal Anouar

▶ **To cite this version:**

Kamal Anouar. L'incitation des dirigeants à distribuer de la valeur créée est-elle liée à une prime de dividende positive ?. 2013. halshs-00796406

HAL Id: halshs-00796406

https://shs.hal.science/halshs-00796406

Preprint submitted on 4 Mar 2013

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La persistance de l'incitation des dirigeants à distribuer de la valeur créée est-elle liée à une prime de dividendes positive ?

ANOUAR Kamal
ATER à l'IAE de Toulon
Docteur en sciences de gestion de l'Université de Nice-Sophia Antipolis.
Qualifié aux fonctions de Maître de conférences session 2013.
GRM (EA 4711)
anouar@univ-tln.fr
kamalanouar@gmail.com

Résumé

Cet article propose d'étudier -à travers des régressions multiples sur des données agrégées de panel- l'apport de l'imperfection comportementale dans la compréhension de la décision de distri**b**ution de la valeur créée aux profits des actionnaires des entreprises du SBF 250 entre 1990 et 2010. Les résultats obtenus montrent que le comportement de distribution des dirigeants des entreprises nouvellement introduites au SBF250 sur toute la période allant de 1990 et 2010 est impacté significativement et positivement par la prime de dividendes que les investisseurs attribuent aux entreprises distributrices.

Mots clés : finance d'entreprise comportementale, catering theory of dividend, approche des investisseurs irrationnels, prime de dividende.

JEL : G02, G35.

1. Introduction

La décision de distribution de la richesse créée au profit des actionnaires peut être qualifiée de stratégique, le marché étant sensible aux choix qui affectent cette décision notamment en raison des montants substantiels qui sont versés chaque année au profit des actionnaires et aussi en raison de son imbrication et de son interaction avec les autres décisions d'investissement et de financement. Ainsi, la compréhension des politiques de distribution -poursuivies par les dirigeants- est à même de nous aider à mieux comprendre les autres décisions financières et d'investissement (Allen et Michaely, 2003).

Pourtant, en théorie, une entreprise ne doit verser des dividendes à ses actionnaires, que si le taux de rentabilité des projets d'investissements qu'elle entreprend est inférieur au coût moyen pondéré du capital. Or, cette approche ne permet pas d'expliquer le comportement de la majorité des dirigeants des entreprises en matière de la politique des dividendes. En effet, si pour Modigliani et Miller (1961), une entreprise ne peut pas créer durablement de la valeur par une simple décision financière (neutralité de la politique de dividendes), d'autres auteurs pensent qu'ils existent des imperfections de marché -d'ordre fiscal, transactionnel, informationnel et comportemental- qui sont à même de rendre la politique de distribution pertinente. Ce décalage entre théorie et pratique est à l'origine de ce que Black (1976) appelle « puzzle du dividende ».

En se basant sur ces différentes imperfections de marché, les chercheurs ont construit et testé plusieurs modèles théoriques et empiriques. Cependant, les résultats peu cohérents obtenus, n'arrivent pas à expliquer le choix des managers. En fait, les explications théoriques suivent deux approches différentes : la première approche considère la politique du dividende comme créatrice de valeur du fait que le versement d'un dividende constitue un bon signal sur les résultats actuels et futurs de l'entreprise (Miller et Rock, 1985) et du fait qu'il réduit les flux discrétionnaires à la disposition des managers (Easterbrook, 1984). La seconde approche considère la distribution du dividende comme destructrice de la valeur, l'idée sous-jacente est celle d'absence de projets d'investissement et donc la présence d'incertitude forte sur les perspectives futures de croissance. Il n'existe donc pas un consensus sur les déterminants les plus pertinents de la décision de versement du dividende.

Par ailleurs, il faut souligner que l'imperfection comportementale a été sous-utilisée pour l'explication du comportement de distribution des dirigeants. A ce titre, cet article propose d'étudier la décision de versement du dividende en prenant en considération cet argument

comportemental. Il s'agit de tester l'impact de l'imperfection comportementale des investisseurs sur le comportement des dirigeants en matière de distribution des dividendes. Plus explicitement, il s'agit de quantifier le poids de la rationalité limitée des investisseurs – mesurée par une prime de dividende positive- dans l'explication de la dynamique de la décision de distribution. L'intuition derrière consiste à supposer que : plus la prime de dividende est forte et positive, plus les dirigeants vont initier ou continuer à verser des dividendes au profit des actionnaires.

La suite de cet article est organisée de la façon suivante : le second point présente la revue de littérature et la pertinence du cadre théorique sollicité. Ensuite, le troisième point met l'accent sur la méthodologie et sur l'échantillon. Le point quatre dévoile les résultats qui sont discutés dans le point cinq. Enfin, le dernier point est consacré à quelques conclusions.

2. Revue de littérature

Apparue début des années 2000, la « finance d'entreprise comportementale » (Shefrin, 2001 ; Baker et al, 2004) propose des réponses aux problématiques en suspens rencontrées par la finance d'entreprise traditionnelle. Elle analyse ce qui se passe lorsque la rationalité parfaite des intervenants sur les marchés est remise en cause.

Dans un article très célèbre mettant en avant l'état de l'art de la recherche en finance d'entreprise comportementale, Baker et al (2004) distinguent deux approches selon que la rationalité limitée soit du coté des dirigeants (approche interne) ou du celui des investisseurs (approche externe). Dans la première approche dite « des dirigeants surconfiants », des investisseurs rationnels coexistent avec des managers non parfaitement rationnels et dont les décisions peuvent être sous optimales et source d'une baisse de la valeur de l'entreprise. Dans la seconde approche, les investisseurs -dotés d'une rationalité limitée- impliquent des inefficiences au niveau des cours (*mispricing ou misvaluation*) sur les marchés qui peuvent perdurées dans le temps en raison des limites à l'arbitrage. En effet, l'arbitrage peut être une activité risquée et coûteuse donc non attractive. Par conséquent, les opportunités d'arbitrage peuvent être non exploitées et ainsi persister dans le temps. Dans une telle situation (arbitrage risqué et coûteux), les dirigeants à même de percevoir ces écarts de prix (écarts entre valeurs affichées sur les marchés financiers et valeurs fondamentales), doivent intervenir par leurs décisions financières (investissement, financement, dividende, rachat d'actions, etc.) pour les supprimer, ils ne doivent pas tirer avantage de cette inefficience.

Les différentes décisions -concernant l'investissement et le financement ainsi que la décision de la distribution du dividende- ont constitué des champs d'application pour cette approche externe de la finance d'entreprise comportementale. A cet effet, de nouvelles explications théoriques telles que la théorie du « *market timing* », la *« catering theory of dividend* », l'influence du sentiment de l'investisseur sur la décision d'investissement, etc. sont donc apparues, présentant un pouvoir explicatif très intéressant.

En ce qui concerne la politique du dividende, Shefrin et Statman (1984) présentent un cadre d'étude dans lequel ils expliquent les préférences qu'expriment les investisseurs pour les dividendes par rapport aux plus values en se basant sur la théorie du self contrôle de Thaler et Shefrin (1981) et la théorie de choix sous l'incertitude de Kahneman et Tversky (1979). Leur théorie suggère que certains investisseurs peuvent être amenés à payer une prime pour les entreprises qui paient des dividendes en numéraires en raison des considérations psychologiques liées au self contrôle, au désir d'être classés en portefeuille à part, ainsi qu'au souhait d'éviter ou de réduire le sentiment de regret.

Ghosh (1993) offre une explication de la politique du dividende poursuivie sur la base de la théorie du regret. Cette théorie implique que lorsque les individus sont face à un choix risqué parmi plusieurs stratégies, ils expriment un regret (fierté) si le résultat de l'action choisie s'avère inférieur (supérieur) aux résultats associés aux stratégies délaissées. Ce sentiment de regret ou de fierté est perçu seulement dans le cas où l'action choisie représente une déviation de la pratique conventionnelle ou standard observée. Dans ce contexte de politique du dividende, Ghosh (1993) démontre que le sentiment de regret ou de fierté qui se manifeste après la décision des managers, implique une réticence de ces derniers à réduire ou à supprimer le dividende distribué.

Vingt ans après le célèbre article de Shefrin et Statman (1984), les travaux de Baker et Wurgler (2004, a&b) ont donné une nouvelle impulsion à l'argument comportemental en développant la « *catering theory of dividend* ». Ils montrent que la variation dans le temps de la propension des firmes qui versent des dividendes est expliquée par la demande existante des investisseurs pour ces entreprises, plus cette demande est grande plus la propension à payer est grande. Ils utilisent une mesure « *ex ante* » du mispricing qu'ils appellent « prime du dividende ». Celle-ci est égale à la différence entre les logarithmes du ratio « *market-to-book* » moyen des entreprises payantes et de celui des entreprises qui en versent pas des dividendes. Pour conforter leurs résultats ils ont construit une deuxième mesure postérieure de l'inefficience des prix qui consiste en l'observation des rendements futurs des titres. Ils constatent que lorsque le taux d'initiation du dividende augmente, les rendements futurs des

entreprises versant des dividendes sont plus faibles par rapport de celles n'ayant pas versées des dividendes. Cela est consistent avec l'idée que les firmes initient la distribution d'un dividende lorsque les titres payeurs existants sont surévalués.

Denis et Osobov (2005) examinent la politique du dividende sur des données en série temporelles relatives à six marchés financiers développés entre 1982 et 2002. Ils testent la « *catering theory* » de Baker et Wurgler (2004a), et montrent que chez les pays de « *common law* » (Canada et Royaume Unie) -où les actionnaires exercent une pression forte sur les dirigeants- la théorie du *catering* est vérifiée mais de façon très peu significative, tandis que, chez les pays de « *civil law* » (Allemagne, France et Japon) –où les actionnaires exercent une pression faible sur les dirigeants- la théorie de satisfaction est rejetée et ne retrouve aucune validation empirique.

Neves et Torre (2006) publient un document de travail dont l'idée est basée sur les prédictions de la théorie de la satisfaction. Ils examinent comment les sentiments des investisseurs exercent une influence significative sur la politique du dividende, plus particulièrement, ils étudient la relation entre le taux de distribution du dividende et la théorie de satisfaction. Les auteurs trouvent que les entreprises de la zone euro satisfont les sentiments de leurs investisseurs.

Ferris et al (2006) testent et valident la *catering theory* sur le marché britannique, ils trouvent que le dividende a disparu après 1990 et que cette disparition du dividende est liée à la prime du dividende.

Li et Lie (2006) ont élargie le modèle de Baker et Wurgler (2004a) en s'intéressant aux augmentations et aux réductions des versements de dividendes par les dirigeants. Ils trouvent que la décision de changer le montant du dividende versé et l'ampleur de ce changement dépendent de la prime du dividende accordé par le marché.

Ferris et al (2009) aboutissent aux mêmes résultats que Denis et Osobov (2005) sur un échantillon de vingt trois pays. Les dirigeants répondent rationnellement à la demande des investisseurs en matière du dividende dans les pays de « *common law* ». En revanche, chez les pays de « *civil law* », les entreprises ne suivent pas les préférences des investisseurs quant au paiement du dividende.

Albouy et al (2010) valident la « *catering theory of dividend* » suite à une enquête réalisée auprès de soixante quinze dirigeants d'entreprises françaises cotées. Ils constatent que 64 % des dirigeants répondent positivement alors que seulement 18 % répondent négativement à la question « est-ce que les dirigeants doivent prendre en compte les préférences des actionnaires en matière de distribution ? ».

A partir de cette revue de littérature, il est facile de constater que la « *catering theory* » a été confirmée sur les marchés américain, canadien et anglais. S'agissant du marché français, les résultats sont mitigés puisque cette théorie est confirmée par l'étude d'Albouy et al (2010) et est rejetée par les études de Denis et Osobov (2005) et l'étude de Ferris et al (2009). C'est la raison pour laquelle nous testons cette théorie afin de contribuer à la compréhension des particularités du marché français.

3. Méthodologie et échantillon

L'étude que nous présentons ici consiste en un test de la « *catering theory* » de Baker et Wurgler (2004a) sur le marché français. Nous vérifions empiriquement -par une approche hypothético déductive- si la persistance des dirigeants -des plus grandes entreprises cotées sur le marché parisien- à distribuer de la valeur est liée ou non à l'existence d'une préférence des investisseurs pour les entreprises distributrices**.** Notre intuition est la suivante : puisque la majorité écrasante des dirigeants distribuent des dividendes à leurs actionnaires, le marché devrait valoriser mieux les entreprises distributrices par rapport à celles qui ne versent pas des dividendes. Ces dernières doivent être sanctionnées par les investisseurs car elles ne satisfont pas leurs préférences en termes de dividendes à une période donnée.

3.1. Définition des variables endogènes et exogènes

Dans notre modèle, la variable à expliquer correspond à la décision de distribution de dividendes et la variable explicative correspond à la rationalité limitée des investisseurs.

D'une part, en s'inspirant de l'article de Baker et Wurgler (2004a), nous avons mesuré la dynamique de la décision de distribution[1] par :

(i) Le taux d'initiation de distribution en t (Y_{1t}) défini comme la part des anciens non distributeurs en t-1 toujours présents dans le SBF250 en t et qui deviennent nouveaux distributeurs[2] en t : $Y_{1t} = \dfrac{Nouveaux\,distributeurs_t \big/ Nombre\,d'entreprises_t}{Non\,distributeurs_{t-1} \big/ Nombre\,d'entreprises_{t-1}}$

[1] Contrairement à Baker et Wurgler (2004a), nous ne disposons pas du même nombre de sociétés chaque année. Pour neutraliser l'effet de cette variabilité de l'échantillon, nous avons divisé le numérateur et le dénominateur par le nombre d'entreprise correspondant lors du calcul des taux agrégés qui mesurent la dynamique de la décision de distribution.

[2] Une entreprise est considérée comme nouvelle distributrice en t si elle a un dividende par action (DPA) positif en t et un DPA nulle en t-1. Une entreprise est dite ancienne distributrice en t si elle a un DPA positif en t et en t-1. Une entreprise est considérée comme une distributrice nouvellement introduite en t si elle a un DPA positif en

(ii) Le taux de persistance de distribution en t (Y_{2t}) défini comme la fraction des anciens distributeurs en t-1 toujours présents dans l'échantillon en t et qui continuent à verser un dividende en t : $Y_{2t} = \dfrac{Anciens\ distributeurs_t / Nombre\ d'entreprises_t}{Distributeurs_{t-1} / Nombre\ d'entreprises_{t-1}}$

(iii) Le taux de distributeurs parmi les entreprises nouvellement introduites en t (Y_{3t}) défini comme la part des distributeurs nouvellement introduits par rapport à l'ensemble des entreprises introduites qu'elles soient distributrices ou non :

$$Y_{3t} = \frac{Distributeurs\ nouvellement\ introduits_t}{Distributeurs\ nouvellement\ introduits_t + Non\ distributeurs\ nouvellement\ introduits_t}$$

Ces mesures n'expliquent pas les montants distribués, elles ne permettent que de suivre l'évolution de la décision de paiement ou de non distribution.

D'autre part, dans un but d'adosser la demande des investisseurs à des variables explicatives associées au cours, deux variables ont été construites à partir du même ratio « *market-to-book* » :

(i) La prime de dividende mesurée par la différence entre les logarithmes des ratios « *market-to-book* » moyens des entreprises payantes et de celles non payantes :

$$X_{1t} = Log\left(\frac{M}{B}\right)_t^{ED} moyen - Log\left(\frac{M}{B}\right)_t^{END} moyen\ ;$$

(ii) Le ratio « *market-to-book* » moyen annuel (t) des entreprises distributrices :

$$X_{2t} = Ratio\left(\frac{M}{B}\right)_t^{ED} moyen.$$

Avec : B : Valeur comptable du total actif ;

M : Valeur de marché d'une entreprise ;

ED en t : nombre des entreprises distributrices à la date t ;

END en t : nombre des entreprises non distributrices à la date t.

---

t et qu'elle n'apparaissait pas dans l'échantillon en t-1. Une entreprise est définie comme distributrice de dividendes en t si elle a un DPA positif en t, ca inclut les nouveaux, les anciens ainsi que les entreprises distributrices nouvellement introduites.

Une entreprise est considérée comme nouvelle non-distributrice en t si elle a un dividende par action (DPA) positif en t-1 et un DPA nul en t. Une entreprise est dite ancienne non-distributrice en t si elle a un DPA nul en t et en t-1. Une entreprise est considérée comme une non-distributrice nouvellement introduite en t si elle a un DPA nul en t et qu'elle n'apparaissait pas dans l'échantillon en t-1. Une entreprise est définie comme non-distributrice de dividendes en t si elle a un DPA nul en t, ca inclut les nouvelles, les anciennes ainsi que les entreprises non-distributrices nouvellement introduites.

Le tableau 1 résume nos différentes variables endogènes et exogènes.

Tableau 1 : Description des variables retenues

Variables	Description
Y_{1t}	Taux d'initiation de distribution en t.
Y_{2t}	Taux de persistance de distribution en t.
Y_{3t}	Taux de distribution parmi les entreprises nouvellement introduites en t.
X_{1t}	Différences entre les logarithmes des ratios "market-to-book" moyens des entreprises distributrices et celles non distributrices.
X_{2t}	Ratio "market-to-book- moyen des entreprises distributrices.

A partir de ces variables, trois hypothèses ont été formulées et testées :

H1 : les préférences des investisseurs impactent positivement le taux d'initiation de distribution de dividendes.

H2 : les préférences des investisseurs impactent positivement le taux de persistance de distribution de dividendes.

H3 : les préférences des investisseurs impactent positivement le taux des entreprises distributrices parmi celles nouvellement introduites.

3.2. Echantillon

L'échantillon retenu est composé des sociétés appartenant à l'indice SBF250 de fin d'année 2010 et ce depuis la création de cet indice[3]. Le choix de travailler sur les sociétés appartenant au SBF250 est justifié par sa forte représentativité de l'économie française puisqu'il regroupe les 250 plus grandes capitalisations boursières. Les données ont été collectées à partir de DATASTREAM. Celles-ci ont fait l'objet de quelques retraitements liés à des données manquantes ainsi que des données extrêmes ou aberrantes d'un point de vue statistique pour une ou plusieurs sociétés à une ou plusieurs dates. Au final, nous avons aboutit à l'échantillon repris dans le tableau 2.

[3] Nous avons commencé par l'année 1991 car le calcul des taux agrégés d'une année t se fait en référence à l'année t-1, par conséquent nous ne prenons pas 1990 dans nos calculs car nous ne disposons pas des données relatives à 1989 (l'indice du SBF250 n'a été mis en place qu'à partir de 1990).

Tableau 2 : Composition de l'échantillon retenu

Fin d'année	Nombre d'entreprise	Fin d'année	Nombre d'entreprise
2010	177	**2000**	130
2009	175	**1999**	118
2008	175	**1998**	108
2007	173	**1997**	98
2006	162	**1996**	93
2005	148	**1995**	92
2004	143	**1994**	86
2003	138	**1993**	82
2002	138	**1992**	81
2001	135	**1991**	80

4. Résultats et interprétations des différents modèles testés

Avant de présenter les résultats des différents modèles testés, nous mettons en avant quelques statistiques descriptives sur les variables utilisées.

4.1. Statistiques descriptives des variables

Au niveau des variables endogènes (tableau 3), sur toute la fenêtre d'observation nous constatons qu'en moyenne, le taux d'initiation est de 34%, celui de persistance de distribution est de 98% et celui des distributeurs nouvellement introduits avoisine les 31%. L'écart le plus prononcé par rapport à la moyenne est celui du taux de distribution du dividende des entreprises introduites soit 32%.

Tableau 3 : Mesures de la dynamique de la décision de distribution en %

Années	Y_{1t}	Y_{2t}	$Y3_t$	Années	Y_{1t}	Y_{2t}	$Y3_t$
2010	15,82	94,92	0,00	**2000**	25,93	89,02	16,67
2009	29,41	91,77	0,00	**1999**	52,30	89,58	40,00
2008	34,39	98,20	50,00	**1998**	34,03	88,72	30,00
2007	32,57	93,64	27,27	**1997**	0,00	91,73	60,00
2006	33,66	91,36	21,43	**1996**	59,35	98,92	0,00
2005	46,38	95,80	0,00	**1995**	46,74	93,48	66,67
2004	9,65	94,05	20,00	**1994**	47,67	92,90	50,00
2003	11,76	95,87	0,00	**1993**	0,00	97,53	0,00
2002	34,24	96,12	33,33	**1992**	82,30	97,43	100,00
2001	30,64	96,30	0,00	**1991**	24,06	92,29	100,00

Au niveau de nos variables exogènes, le tableau 4 montre que : d'abord, sur toute la période d'étude, le ratio M/B moyen des entreprises qui paient un dividende est en moyenne de l'ordre de 2. Dit autrement, la valeur de marché d'une entreprise qui verse des dividendes est en moyenne égale à 2 fois sa valeur comptable. Ensuite, à l'exception de l'année 2000, la différence entre les logarithmes des deux ratios moyens est positive et ne s'écarte pas plus de 20% par rapport à la moyenne, ce qui confirme la légère préférence du marché pour les sociétés qui distribuent du dividende. Enfin, pour l'année 2000, le fait que les entreprises non distributrices ont un M/B moyen nettement plus élevé que celui de celles distributrices s'explique par la bulle Internet. Vraisemblablement, les sociétés non distributrices correspondent significativement à des entreprises avec de fortes opportunités de croissance et appartenant au secteur de la nouvelle technologie, et pour lesquelles la valorisation par le marché s'est vu multipliée à maintes reprises.

Tableau 4 : Variables explicatives mesurées annuellement

Années	X_{1t}	X_{2t}	Années	X_{1t}	X_{2t}
2010	0,10	1,89	**2000**	-0,41	2,62
2009	0,23	1,67	**1999**	0,06	2,31
2008	0,06	1,94	**1998**	0,04	2,32
2007	0,04	2,48	**1997**	0,01	2,12
2006	0,01	2,33	**1996**	0,18	1,85
2005	0,02	2,30	**1995**	0,22	1,73
2004	0,11	2,03	**1994**	0,15	1,91
2003	0,16	1,73	**1993**	0,62	1,88
2002	0,20	1,71	**1992**	0,95	1,50
2001	0,18	1,81	**1991**	0,25	1,63

4.2. Résultats des régressions multiples

A ce niveau nous avons étudié les modèles suivants :

Modèle (1) : $Y_{1t} = a_1 X_{1\,t-1} + a_2 X_{2\,t-1} + \alpha_t$;

Modèle (2) : $Y_{2t} = a_1 X_{1\,t-1} + a_2 X_{2\,t-1} + \alpha_t$;

Modèle (3) : $Y_{3t} = a_1 X_{1\,t-1} + a_2 X_{2\,t-1} + \alpha_t$.

Avec : α_t est le terme d'erreur du modèle.

Les résultats des différents modèles testés (tableau 5) montrent qu'au niveau global, la régression entre le taux d'initiation et les deux variables explicatives présente un R2 très faible et presque nul. Ensuite, la régression entre le taux de persistance et les variables exogènes présente un R2 avoisinant les 13% ce qui reste faible. Enfin, seul le R2 obtenu par la régression entre le taux des entreprises distributrices et nouvellement introduites et les deux variables explicatives, est significatif puisqu'il est de l'ordre d'un peu plus de 44%. Autrement dit, environ la moitié du comportement de distribution des entreprises nouvellement introduites au SBF250 -sur toute la période allant de 1990 et 2010- est expliquée par la prime de dividendes positive que les investisseurs attribuent aux entreprises distributrices.

Au niveau individuel de chaque cœfficient estimé, les tests de nullité confirment les résultats du R2. Ainsi, les coefficients des différentes régressions entre aussi bien le taux d'initiation que le taux de persistance de distribution sur nos deux variables explicatives sont non

significatifs. De même, le coefficient de la deuxième variable explicative n'est jamais significatif y compris lorsqu'il s'agit de régresser cette variable avec la troisième variable à expliquer. Au final, seul le coefficient individuel estimé à partir de la régression entre le taux des entreprises distributrices nouvellement introduites et la différence entre les logarithmes des ratios *market-to-book* moyens des entreprises distributrices et non distributrices est positif et très significatif (1%).

Tableau 5 : Résultats des régressions multiples

Y_{1t}	R2	Coefficients	Erreur standard	t	P> |t|	Intervalle de confiance à 95%	
X_{1t}	0,01	13,11	27,57	0,48	0,64	-45,34	71,57
X_{2t}		7,76	23,90	0,32	0,75	-42,90	58,42
Y_{2t}	**R2**	**Coefficients**	**Erreur standard**	**t**	**P> |t|**	**Intervalle de confiance à 95%**	
X_{1t}	0,13	-1,20	4,01	-0,30	0,77	-9,69	7,30
X_{2t}		-4,27	3,47	-1,23	0,24	-11,64	3,09
Y_{3t}	**R2**	**Coefficients**	**Erreur standard**	**t**	**P> |t|**	**Intervalle de confiance à 95%**	
X_{1t}	0,44	105,89	32,90	3,22	0,01	36,15	175,62
X_{2t}		37,56	28,51	1,32	0,21	-22,88	97,99

5. Discussion des résultats

Les résultats obtenus confirment en partie l'impact de l'imperfection comportementale dans l'explication du comportement de distribution des dirigeants.

La prime de dividende impacte positivement et significativement le comportement de distribution des dirigeants des entreprises nouvellement introduites à l'indice SBF250. Presque la moitié des dirigeants de ces entreprises répondent rationnellement à la demande et aux préférences des investisseurs en matière de dividendes. Ces résultats sont en harmonie avec ceux d'Albouy et al (2010) sur le marché français.

Cependant, les résultats des tests deux premières hypothèses infirment celles-ci. Il n'existe pas de lien significatif entre le comportement d'initiation ou de persistance de distribution et les préférences des investisseurs. Ces résultats sont similaires à ceux obtenus par Denis et Osobov (2005) et Ferris et al (2009).

Les résultats mitigés des différentes régressions multiples effectuées nous amènent à nous interroger sur certains aspects des modèles testés : d'abord, au niveau de la construction des variables à expliquer, deux points sont utiles à discuter : d'une part, il est évident qu'agréger des données de panel en données en séries temporelles -pour le calcul de nos variables endogènes- limite la représentativité de ces variables. D'autre part, la structure de l'échantillon même s'il est cylindré (même nombre d'années pour chaque entreprise) qui fait que nous ne disposons pas du même nombre de sociétés durant toute la fenêtre d'étude est aussi à même de biaiser les variables à expliquer construites dans le but de refléter la dynamique dans le temps de la décision de distribution. Nous avons tout de même essayé de neutraliser ce possible biais en divisant à chaque fois le dénominateur et le numérateur -de la quantité mesurant les taux agrégés- par le nombre d'entreprise correspondant.

Ensuite, au niveau de la construction des variables explicatives, deux éléments sont primordiaux à considérer : d'un coté, dans un but d'adosser la demande des investisseurs à des variables explicatives associées au cours, deux variables ont été construites à partir du même ratio « *market-to-book* ». Or, ce dernier a été extrait directement de la base de données DATASTREAM et il contenait un certain nombre de valeurs aberrantes ayant fait l'objet d'un retraitement. Néanmoins, un possible recours à une mesure « *ex post misvaluation* » n'est pas non plus exempte d'éventuels biais en raison des limites de la méthodologie des études d'événement. De l'autre coté, il parait évident que d'autres variables liées à certaines caractéristiques financières ou de gouvernance des entreprises sont en mesure d'expliquer une partie de la dynamique de la décision de distribution et de non distribution.

6. Conclusion

L'objet de cet article est de tester la *« catering theory of dividend »* sur le marché français.

Sur un échantillon composé des entreprises du SBF250 actives fin 2010 et présentes sur toute la période 1990-2010, des régressions multiples ont été réalisées sur des données agrégées de panel.

Les résultats confirment en partie la prédiction de la *« catering theory of dividend »* et contribuent ainsi à la littérature sur les déterminants de la décision du dividende. Il s'avère que la moitié du comportement de distribution des entreprises nouvellement introduites au SBF250 sur toute la période allant de 1990 et 2010 est expliquée par la prime de dividendes positive que les investisseurs attribuent aux entreprises distributrices. Ces résultats sont en harmonie avec ceux d'Albouy et al (2010) sur le marché français.

Les résultats des tests deux premières hypothèses rejettent celles-ci. Il n'existe pas de lien significatif entre le comportement d'initiation ou de persistance de distribution et les préférences des investisseurs en matière de dividendes. Ces résultats sont similaires à ceux obtenus par Denis et Osobov (2005) et Ferris et al (2009).

Cette voie de recherche reste sous-exploitée dans les recherches françaises, de nouvelles études sont donc utiles afin d'apporter plus de légitimité à la dimension comportementale dans l'explication de la décision de distribution de dividendes en utilisant et en proposant de nouveaux estimateurs des la rationalité limitée des investisseurs et en ajoutant d'autres variables qui peuvent expliquer la dynamique de la décision de distribution.

Bibliographie

Albouy et al. (2010), « The Perception Of Dividends By French Managers: An International Comparison », *Working paper, Université de Grenoble 2.*

Allen F. Et Michaely R. (2003), « Payout Policy », *Handbook of the Economics of Finance 1: 337-429*.

Baker et al. (2004), « Behavioral Corporate Finance: A Survey », *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.*

Baker M. et Wurgler J. (2004a), « A Catering Theory Of Dividends », *The Journal of Finance 59(3): 1125-1165.*

Baker M. et Wurgler J. (2004b), « Appearing And Disappearing Dividends: The link to Catering incentives », *Journal of financial economics 73(2): 271-288.*

Black, F. (1976), « The Dividend Puzzle », The Journal of Portfolio Management 2(2): 5-8.

Denis D.J. et Osobov I. (2005), « Disappearing Dividends, Catering Incentives and Agency Costs: International Evidence », *Working paper.*

Easterbrook F.H. (1984), « Two Agency-Cost Explanations Of Dividends », *The American Economic Review 74(4): 650-659.*

Fama E.F. et French K.R. (2001), « Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay? », *Journal of financial economics 60(1): 3-43.*

Ferris et al. (2006), « God Save The Queen And Her Dividends: Corporate Payouts In The UK », *Journal of Business 79, 1149–1173.*

Ferris et al. (2009), « Catering Effects In Corporate Dividend Policy: The International Evidence », *Journal of Banking & Finance 33(9): 1730-1738.*

Ghosh, C. (1993), « A regret theoretic explanation of corporate dividend policy », Journal of Business Finance & Accounting 20(4): 559-573.

Hamon J. et Jacquillat B. (1992), « *Le marché français des actions: études empiriques 1977-1991* », *Presses universitaires de France.*

Li W. et Lie E. (2006), « Dividend Changes And Catering Incentives », *Journal of financial economics 80(2): 293-308*.

Miller H. Et Modigliani F. (1961), « Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares », *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4 (Oct., 1961), pp. 411-433.

Miller M. et Rock K. (1985), « Dividend Policy Under Asymmetric Information », *The Journal of Finance 40(4): 1031-1051*.

Neves E. et Torre C. (2006), « Dividends: New Evidence On The Catering Theory », *Working paper*.

Shefrin H. (2001), « Behavioral Corporate Finance », *Journal of Applied Corporate Finance 14(3): 113-126.*

Shefrin H.M. et Statman M. (1984), « Explaining Investor Preference For Cash Dividends , *Journal of financial economics 13(2): 253-282.*