



Groupe ICHEC- ISC St-Louis – ISFSC
ICHEC

et

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT



LOUVAIN
School of Management

La politique de dividende des entreprises Analyse du secteur brassicole

Promoteur ICHEC :
Monsieur Bruno du Bus de Warnaffe

Mémoire présenté par :
Julien BODART

Pour l'obtention des grades de :
Master en Gestion de l'Entreprise (ICHEC) Master en Sciences de Gestion (LSM)

Année académique 2016 -2017



Groupe ICHEC- ISC St-Louis – ISFSC
ICHEC

et

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT



LOUVAIN
School of Management

La politique de dividende des entreprises Analyse du secteur brassicole

Promoteur ICHEC :
Monsieur Bruno du Bus de Warnaffe

Mémoire présenté par :
Julien BODART

Pour l'obtention des grades de :
Master en Gestion de l'Entreprise (ICHEC) Master en Sciences de Gestion (LSM)

Année académique 2016 -2017

Remerciements

En préambule, je tiens à remercier toutes les personnes qui m'ont aidé de près ou de loin à la bonne réalisation de ce mémoire.

Je tiens tout d'abord à adresser mes très vifs remerciements Monsieur Bruno du Bus de Warnaffe, promoteur de ce mémoire pour sa collaboration, sa disponibilité, ses encouragements et ses conseils avisés.

Merci également à toute l'équipe Finance d'Heineken USA et en particulier à Monsieur Michael Negro, mon maître de stage, pour son accueil chaleureux et ses précieux conseils lors de mes recherches.

Ma reconnaissance va aussi à Monsieur Olivier Schotte et Madame Colette de Bruyne pour leurs relectures ainsi qu'à Monsieur Gauthier Colson pour son aide précieuse dans la partie économétrique.

Je souhaiterais ensuite exprimer ma gratitude à toutes les personnes qui m'ont accordé leur temps, donné des explications et des pistes de réflexion tout au long de l'élaboration de ce travail, en particulier Madame Christel Dumas, Madame Valérie Kinon, Madame Mathilde Fox, et Monsieur Bruno Colmant.

Enfin, j'exprime ma sincère reconnaissance envers tous mes proches, famille et amis, qui m'ont soutenu et encouragé au cours de la rédaction de ce mémoire mais également tout au long de mes études.

*“Si vous m’avez compris, c’est
que je me suis mal exprimé”*
Alan Greenspan

Table des matières

INTRODUCTION GENERALE	1
1. Entrée en matière.....	1
2. Délimitation du sujet d'étude et hypothèses de départ	5
PARTIE I : LA POLITIQUE DE DIVIDENDE	7
CHAPITRE 1 : INTRODUCTION AUX POLITIQUES DE DISTRIBUTION	8
1. Evolution de l'entreprise et influence sur la politique de distribution	9
2. Décisions de distribution et décisions opérationnelles d'investissement et de financement	10
3. Instruments de distribution	11
CHAPITRE 2 : UNE METHODE DE DISTRIBUTION : LE DIVIDENDE	16
1. La notion de bénéfices distribuables	16
2. La notion	17
3. La décision.....	18
4. Mesure de la politique	19
5. Processus de versement	21
6. Alternatives	23
CHAPITRE 3 : LES PRATIQUES ET COMPORTEMENTS DES ENTREPRISES EN MATIERE DE POLITIQUE DE DIVIDENDE ...	24
1. Les types de politiques de dividende	24
2. Tendances de marché en matière de paiement de dividendes	26
2.1 Tendance n°1 : augmentation du taux de distribution	26
2.2 Tendance n°2 : les pays anglo-saxons sont les plus généreux	28
2.3 Tendance n°3 : les paiements des dividendes sont peu volatils	29
2.4 Tendance n°4 : les plus grandes entreprises sont les plus généreuses	29
3. Part du dividende dans les performances du marché	30
4. Caractéristiques des entreprises versant des dividendes	31
5. Politique de dividende et cycle de vie de la firme.....	34
6. Dividendes et secteur industriel	35
CHAPITRE 4 : CADRE THEORIQUE RELATIF A LA POLITIQUE DE DIVIDENDE	37
1. Les premières théories	37
2. Théories de neutralité	40
3. Contradiction de la théorie de la neutralité et théories de non-neutralité	41
4. L'effet de coûts de transaction.....	42
5. L'effet clientèle.....	42
6. Théorie des signaux.....	44
7. Théorie de l'agence	47
8. Conclusions	50
CHAPITRE 5 : LES FACTEURS INFLUENÇANT LA POLITIQUE DE DIVIDENDE	51
1. Le facteur informationnel.....	52
2. Le ratio de distribution cible.....	53
3. L'effet clientèle.....	53
4. Les facteurs internes	54
4.1 La structure de l'actionnariat.....	54
4.2 La taille.....	57
4.3 La profitabilité.....	57
4.4 Le risque.....	57
4.5 Le levier financier.....	58
4.6 La liquidité	58

4.7	Les opportunités d'investissement et de croissance	59
5.	<i>Les facteurs externes</i>	59
5.1	Contraintes légales	59
5.2	Les Taxes	60
5.3	Contraintes institutionnelles	60
5.4	Clauses restrictives	60
6.	<i>Conclusions</i>	60
PARTIE II : LE SECTEUR BRASSICOLE		63
CHAPITRE 1 : PRESENTATION DU SECTEUR BRASSICOLE		64
1.	<i>L'industrie de l'alcool</i>	64
2.	<i>Le secteur brassicole mondial</i>	65
3.	<i>Tendances du marché</i>	67
3.1	Tendance n°1 : concentration du secteur	67
3.2	Tendance n°2 : développement de nouveaux marchés émergents	68
3.3	Tendance n°3 : changements de consommation.....	69
CHAPITRE 2 : LES ACTEURS DU SECTEUR BRASSICOLE		71
1.	<i>AB InBev</i>	71
2.	<i>Heineken</i>	71
3.	<i>Carlsberg</i>	72
4.	<i>Tsingtao Brewery</i>	72
5.	<i>Molson Coors</i>	72
6.	<i>Autres acteurs</i>	73
PARTIE III : SECTEUR BRASSICOLE ET POLITIQUE DE DIVIDENDE		75
1.	<i>Taux de distribution</i>	77
2.	<i>La structure de l'actionnariat</i>	78
3.	<i>La structure financière de l'entreprise</i>	85
3.1	Mesure du marché.....	85
3.2	Sélection des variables explicatives et hypothèses	86
3.3	Méthodologie	89
ETUDE 1 : LE SECTEUR BRASSICOLE.....		92
ETUDE 2 : LE MARCHE (S&P 500)		97
4.	<i>Conclusions</i>	101
CONCLUSIONS GENERALES.....		102
BIBLIOGRAPHIE		106
LISTE DES FIGURES, TABLEAUX ET EQUATIONS		113
ANNEXES.....		114

INTRODUCTION GENERALE

L'introduction du mémoire exprime dans un premier temps les motivations et les raisons du choix du sujet. L'entrée en matière sert à poser la problématique et développe les questions de recherche tout en présentant la méthode de travail. Ce premier chapitre présente également un plan succinct du mémoire et les délimitations du sujet d'étude.

1. Entrée en matière

Lors de ma première année de Master en gestion d'entreprise à l'ICHEC, j'ai eu l'occasion de suivre le cours d' « *Equity* » dispensé par Madame Chanoine. Dans un des chapitres, nous avons approfondi une méthode de valorisation par les dividendes, le « *Dividend Discount Model* » et la formule de Fisher associée valorisant une action à partir de son dividende actuel, du taux de croissance du dividende et du taux d'actualisation. Relativement simple à mettre en œuvre, cette formule présente cependant quelques limites. Que faire avec les entreprises ne distribuant pas de dividendes ? Quels sont les facteurs qui déterminent le montant du dividende ? Les entreprises doivent-elles verser des dividendes ? Ces questions peuvent paraître quelque peu naïves tant la rémunération sous forme de dividende semble être une pratique courante et actuelle de la part des entreprises. En 2016, les dividendes ont offert un rendement de 1,89% grâce au 1,129 milliards de dollars de dividendes versés par les mille deux cents plus grandes entreprises de la planète totalisant une capitalisation boursière de 58.838 milliards de dollars (HGI, 2017). Le taux de distribution des dividendes parmi les entreprises du S&P 500 a atteint en 2016 37,5%, l'un des plus hauts taux depuis février 2009. Du côté européen, ce taux est encore plus élevé et atteint 58% pour le STOXX600 (Factset, 2016).

D'un autre côté, Fama et French (2001) ont décrit dans leur étude un déclin de la part des entreprises américaines à distribuer leurs bénéfices sous forme de dividendes. Selon leurs conclusions, les entreprises n'ayant jamais payé de dividendes sont plus rentables que les entreprises procédant à la redistribution de leurs bénéfices. Ils ajoutent également que les payeurs de dividendes sont dix fois plus larges (en valeur bilantaire) que les entreprises n'en payant pas. En effet, les grandes entreprises matures semblent plus disposées à distribuer des dividendes qu'une jeune entreprise nécessitant des fonds pour financer ses projets et se développer. Au regard de ces avis divergents, de telles questions méritent qu'on s'y attarde tant leurs réponses sont loin d'être évidentes. Il existe en effet très peu de sujets financiers ayant fait l'objet d'une telle controverse. Les contributions scientifiques, quoique nombreuses, n'arrivent pas à s'accorder.

Bien que n'ayant pas été solutionné, le débat autour de la politique de dividende persiste et de nombreuses théories ont été proposées afin de comprendre, d'une part les facteurs influençant la politique de dividende et d'autre part son influence sur la valeur de l'entreprise. Pour certains, une augmentation du taux de distribution du bénéfice sous forme de dividende accroît la valeur de l'entreprise. Pour d'autres, plus radicaux, une augmentation du dividende entraînera une diminution de la valeur de l'entreprise. Enfin, entre ces deux positions extrêmes, Miller et Modigliani (1961) ont conclu que, dans un contexte de marché de capital parfait sans taxes et dont le futur est connu, le paiement d'un dividende n'affecte pas la valeur d'une entreprise. Cette contribution suggère également qu'en présence d'imposition, il n'est pas dans l'intérêt de l'investisseur de recevoir un dividende. Or, l'observation de la réalité semble nous montrer le contraire et mérite d'être nuancée. La réaction des investisseurs lors du versement d'un dividende ne peut être uniformisée et dépendra de la sensibilité et des attentes de chacun. En fonction de la tendance des marchés et de ses besoins, un actionnaire peut préférer un dividende généreux ou ne rien recevoir. Tel que souligné par Black (1976), le décalage entre théorie et pratique reste une énigme. Cette dernière cherchant à comprendre pourquoi certaines entreprises payent un dividende alors que d'autres s'abstiennent mais également pourquoi les investisseurs prêtent de l'attention aux politiques de distribution reste un mystère, un « puzzle » non résolu à ce jour.

Depuis la publication de Miller et Modigliani (1961), de nombreux travaux se sont penchés sur les facteurs influençant la politique de dividende mais très peu se sont intéressés aux déterminants de la politique de dividende d'un secteur en particulier. L'identification de cette « faiblesse » dans la littérature économique ainsi que l'énigme autour de la politique de dividende nous a permis de formuler la problématique qui fera l'objet de ce mémoire :

« *Quels sont les facteurs qui influencent la politique de dividende d'une entreprise (analyse du secteur brassicole) ?* »

Ce choix fut non seulement motivé par mon stage effectué en ce début d'année 2017 chez Heineken, acteur notoire du secteur brassicole, mais également par le contexte économique actuel. A l'heure où les marchés obligataires sont peu rémunérateurs, les investisseurs ont tendance à se tourner vers le marché actions où ils pourront, grâce aux dividendes trouver une autre source de rendement avec un risque parfois identique. Il est donc intéressant de comprendre les critères motivant les entreprises à redistribuer leurs bénéfices.

D'un point de vue méthodologique, notre recherche sera structurée en trois parties majeures : une partie théorique sur les différents instruments de distribution, une partie consacrée au secteur brassicole et enfin, une partie pratique. Les informations obtenues lors de ces trois étapes nous permettront de donner un début de réponse à notre question de départ.

Dans la première partie de ce mémoire nous travaillerons selon une démarche abductive dans la mesure où la politique de dividende des entreprises est un sujet en constante évolution incluant plusieurs spécificités. Les premiers chapitres présenteront les différentes méthodes de distribution et plus particulièrement le dividende. Lors du troisième chapitre, nous développerons les principales tendances suivies par les entreprises en la matière. Par la suite, nous présenterons une revue de littérature des principales théories attendant aux dividendes. Grâce à ces différents travaux, nous pourrons émettre des hypothèses quant aux facteurs influençant la politique de dividende qui nous serviront ultérieurement pour répondre à notre question de recherche.

En second lieu, nous présenterons le secteur brassicole et ses principales caractéristiques. Nous détaillerons les acteurs principaux, leurs particularités ainsi que leur développement au cours du temps.

Dans la troisième et dernière partie, nous appliquerons les principales hypothèses identifiées en début de ce mémoire au secteur brassicole. Grâce à l'utilisation d'outils statistiques et de données récoltées au préalable, nous aurons la possibilité d'analyser une série de facteurs et de les quantifier quant à leur influence dans la détermination de la politique de dividende du marché d'une part et du secteur brassicole d'autre part. L'analyse des données récoltées nous permettra de valider nos hypothèses et de déterminer, premièrement, les facteurs influençant la politique de dividende du secteur brassicole et deuxièmement s'il existe des différences entre ces facteurs et ceux du marché.

Enfin, après avoir identifié les facteurs influençant la politique de dividende du secteur brassicole, nous élaborerons les conclusions de ce mémoire et répondrons à notre question de recherche tout en proposant des pistes de réflexion.

2. Délimitation du sujet d'étude et hypothèses de départ

De par son étendue, le sujet de ce mémoire concernant la politique de dividende des entreprises doit être délimité. Nous nous concentrerons principalement sur une politique de distribution bien précise, les dividendes, et ferons généralement abstraction des autres politiques permettant à une entreprise de distribuer ses bénéfices. Pour éviter toute confusion, il est également utile de préciser que le but de ce mémoire est de déterminer les facteurs qui influencent la politique de dividende dans le secteur brassicole et non de chercher à comprendre en quoi le dividende influence la performance (boursière) de ce secteur.

Sauf précisions contraires, nous avons également adopté quelques lignes de conduite lors de la rédaction de ce travail :

- Pour la troisième partie, nous travaillerons majoritairement du point de vue de l'entreprise et non de celui de l'actionnaire ;
- Les termes « entreprise », « société » ou « compagnie » font référence à des entreprises, sociétés ou compagnies cotées sur les marchés financiers ;
- Nous ferons omission de toutes considérations fiscales liées à tout type de distribution et plus particulièrement celles liées à la politique de dividende. Bien que nous en faisons délibérément omission, de par l'hétérogénéité des traitements fiscaux la fiscalité est un des facteurs qui peut avoir une influence sur la politique de dividende d'une entreprise ;
- L'efficience des marchés financiers ;
- Les taux de change utilisés sont calculés sur la moyenne du taux de l'année. Nous travaillons en euros sauf indication contraire

Le secteur brassicole sera limité aux plus importantes capitalisations boursières. Le troisième chapitre consacré à la mise en pratique adoptera une approche uniquement bilantaire et l'indice sélectionné pour représenter le marché sera le S&P500.

Cette brève introduction vous a permis, nous l'espérons, de mieux identifier le sujet traité et d'en saisir l'importance. Place à présent au cadre théorique.

PARTIE I :

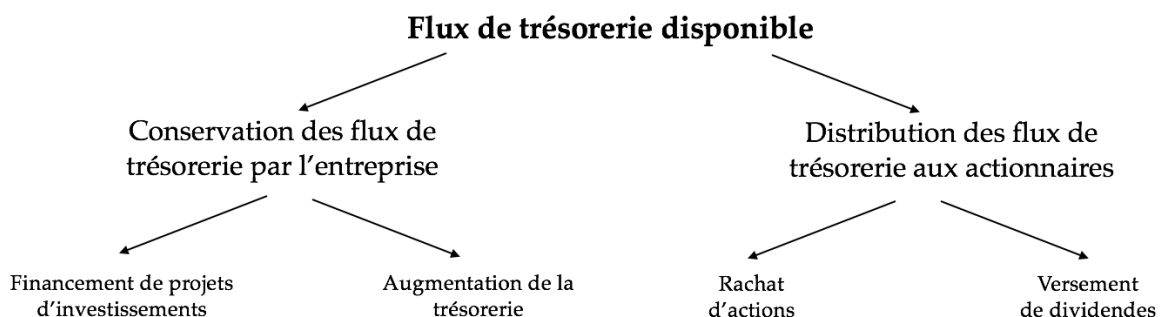
LA POLITIQUE DE DIVIDENDE

Chapitre 1 :

Introduction aux politiques de distribution

Lorsqu'une entreprise dispose de bénéfices suffisants, celle-ci fait face à deux possibilités : conserver ou distribuer (Berk et DeMarzo, 2011). Si l'entreprise dispose de projets d'investissements à VAN¹ positive, il convient de conserver l'excédent de trésorerie et de le réinvestir. Si, après avoir financé ces projets ou en l'absence d'investissements rentables, des bénéfices restent disponibles, ils pourront être utilisés pour renforcer la trésorerie ou être redistribués aux actionnaires. Cette dernière décision faisant référence aux politiques de distribution sera l'objet de ce chapitre.

Figure 1 : affectations possibles des flux de trésorerie disponibles (Berk et DeMarzo, 2011)

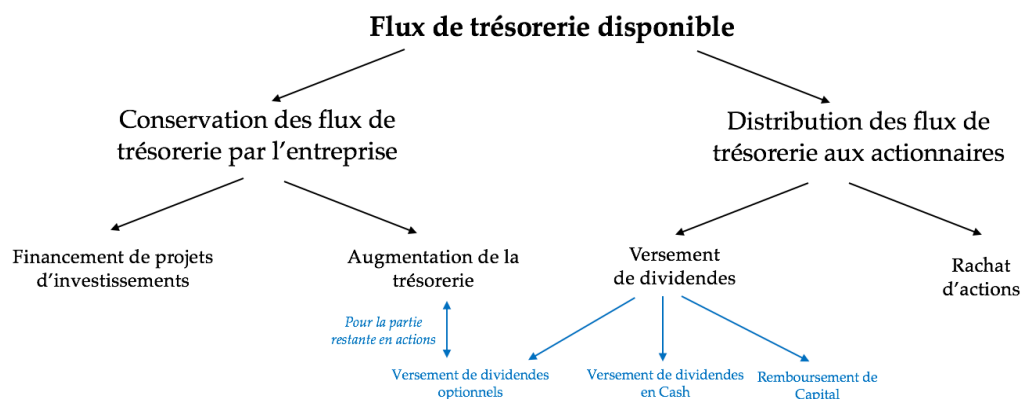


« Le flux de trésorerie disponible correspond au flux net d'impôt généré par l'actif économique après couverture des besoins d'investissement et des variations de BFR. Il appartient aux investisseurs au sens large c'est-à-dire aux actionnaires et aux bailleurs de fonds. Il est égal au résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt majoré des dotations aux amortissements et provisions et minoré des investissements nets et de la variation du BFR. » (Mazar, 2017)

¹ « La VAN représente la valeur des flux de trésorerie liés à l'investissement, actualisés au taux de rentabilité exigé par le marché compte tenu du risque de cet investissement. Elle représente donc le montant de la création de valeur anticipé sur l'investissement » (Vernimmen, 2017)

En partant du schéma original de Berk et de Marzo (2011), nous lui avons apporté quelques modifications. Dans un premiers temps, les deux auteurs ne font pas référence au remboursement de capital permettant à l'entreprise d'optimiser ses ressources financières. La nationalité américaine des deux auteurs alors que le remboursement de capital est une pratique beaucoup plus utilisée par les entreprises européennes peut expliquer sa non-présence sur le schéma. Dans un deuxième temps, nous avons pu faire un lien avec le versement de dividendes optionnels et l'augmentation de la trésorerie. Un actionnaire décidant de réinvestir le montant de son dividende dans de nouvelles actions créées lors d'une augmentation de capital contribuera à l'augmentation de la trésorerie de l'entreprise.

Figure 2 : affectations possibles des flux de trésorerie disponibles (adapté de Berk et DeMarzo, 2011)



1. Evolution de l'entreprise et influence sur la politique de distribution

La recherche académique concernant les politiques de distribution s'est concentrée sur les septante dernières années alors que les politiques de distribution existent et évoluent depuis plusieurs siècles (Frankfurter et Wood, 2003). Les politiques de distribution telles que nous les connaissons aujourd'hui sont le résultat d'une évolution de centaines d'années. Bien que l'analyse de l'évolution des tendances en matière de distribution ne soit pas l'objet de ce mémoire, il est important de comprendre que les facteurs influençant les politiques de distribution ne sont pas restés statiques au cours des années. Nous pouvons citer comme facteurs ayant une influence : les formes d'organisations commerciales, les paramètres du marché, la préférence des investisseurs et enfin l'environnement légal pouvant restreindre voire interdire certaines formes de redistribution.

La compagnie des Indes orientales créée en 1601 était l'une des premières compagnies ayant des caractéristiques similaires à nos entreprises contemporaines. En effet, avant cette compagnie, les entreprises ne possédaient pas de vision à long terme et étaient liées à un projet particulier. A la fin de chaque voyage et une fois le projet achevé, l'entreprise chargée de sa réalisation était dissoute. La compagnie des Indes fut la première à introduire une vision à long terme et à conscientiser les managers quant à l'importance des distributions sous forme de dividendes saisonniers ou annuels pour satisfaire l'actionnariat désireux d'une rémunération (Frankfurter et Wood, 2003).

Les pratiques actuelles de distribution que nous détaillerons plus loin sont le fruit d'années d'évolution et de développement des organisations. Ces politiques continuent à évoluer et reflètent directement l'environnement de l'entreprise mais également ses croyances, ses décisions, ses visions et celles de ses dirigeants.

2. Décisions de distribution et décisions opérationnelles d'investissement et de financement

Les actionnaires possèdent un droit résiduel sur l'entreprise. Bien que ne pouvant se servir à leur convenance dans les bénéfices et dans le cas échéant uniquement après le paiement des créanciers, employés et fournisseurs, ce droit leur confère la propriété d'une partie ou de la totalité de l'entreprise. Ils peuvent donc participer aux décisions opérationnelles d'investissement et de financement de l'entreprise.

Les décisions de financement se reflètent du côté droit du bilan (Passif) et déterminent la structure de financement de l'entreprise et le choix entre plusieurs sources telles que la dette via l'émission d'obligations ou les actions classiques. Les décisions d'investissement se retrouveront du côté gauche (Actif) du bilan et reprennent l'ensemble des opérations liées à la création de valeur pour l'entreprise.

Les décisions liées aux distributions font partie des **décisions de financement** puisque celles-ci vont déterminer la partie des bénéfices distribués par rapport à la partie conservée. La politique de distribution est déterminée par les montants redistribués mais également par les instruments sélectionnés.

3. Instruments de distribution

L'objectif de ce troisième point sera de présenter les différents instruments de distribution disponibles pour les entreprises. Bien que le dividende constitue le principal élément de la politique de distribution, il en existe d'autres. Albouy et Dumontier (1992) rappellent dans leur ouvrage les quatre principaux moyens de distribution des bénéfices. Ils peuvent être monétaires ou non :

- Le dividende « Cash dividend » : c'est l'outil de distribution plébiscité par les entreprises. On parle de dividende ordinaire lorsqu'il est versé à intervalles réguliers (sur une base trimestrielle, semi-annuelle ou annuelle) aux actionnaires et de dividende exceptionnel ou superdividende lorsqu'un gros montant est payé de manière ponctuelle.
- Le dividende optionnel « Choice dividend » : dans ce deuxième cas, l'actionnaire a le choix de recevoir son dividende en espèces ou un montant équivalent en actions. Dans le cas où l'actionnaire décide de recevoir son dividende en actions, les titres reçus seront de la même entreprise.
- Le dividende en action « Stock dividend » : le principe est le même que le dividende optionnel à la différence que l'actionnaire n'a, dans ce cas-ci, pas le choix et recevra automatiquement son dividende en action.
- Le rachat d'actions : chaque entreprise a la possibilité de racheter une partie de ses titres en circulation. Les motivations d'une telle décision sont diverses mais trois d'entre elles peuvent être mises en avant.

La première consiste à annuler les actions rachetées pour réduire son capital. L'intérêt pour l'entreprise est de réduire le nombre d'actions en circulation et indirectement d'accroître la valeur du titre. « Cette opération peut être assimilée à un paiement de dividende dans la mesure où elle entraîne un transfert de fonds de l'entreprise vers les actionnaires » (Albouy et Dumontier, 1992).

La deuxième concerne le développement « *d'outils incitatifs à destinations des salariés* » (Le Figaro, 2011). Les titres rachetés peuvent être attribués à des employés au travers de plans de stock-options.

Troisièmement, le rachat de titres permet, lorsque ceux-ci ne sont pas revendus, d'augmenter l'autocontrôle de l'entreprise et évite une trop grande dispersion de son capital. Les titres rachetés peuvent également être donnés en bonus à des actionnaires ou servir lors de fusions et acquisitions. « *Enfin, les rachats d'actions dotent l'entreprise d'un nouvel outil utile dans le cadre d'opérations de croissance externe. Certains rachats d'entreprises se négocient en effet via des échanges de titres (OPE). Détenir des actions permet donc à la société de négocier plus facilement un rachat, s'il ne dispose pas de liquidités suffisantes pour lancer une offre publique d'achat (OPA) sur sa cible* » (L'Echo, 2013).

Nous pouvons illustrer cette tendance grâce au graphique (Figure 3) ci-dessous. On voit une certaine corrélation entre le montant des rachats d'actions et les opérations de fusions et acquisitions. La figure 4 permet de quantifier la part des fusions/acquisitions payée sous forme d'actions et celle en liquide.

Figure 3 : timing des entreprises en matière de fusions/acquisitions et rachats d'actions (BLI, 2017)

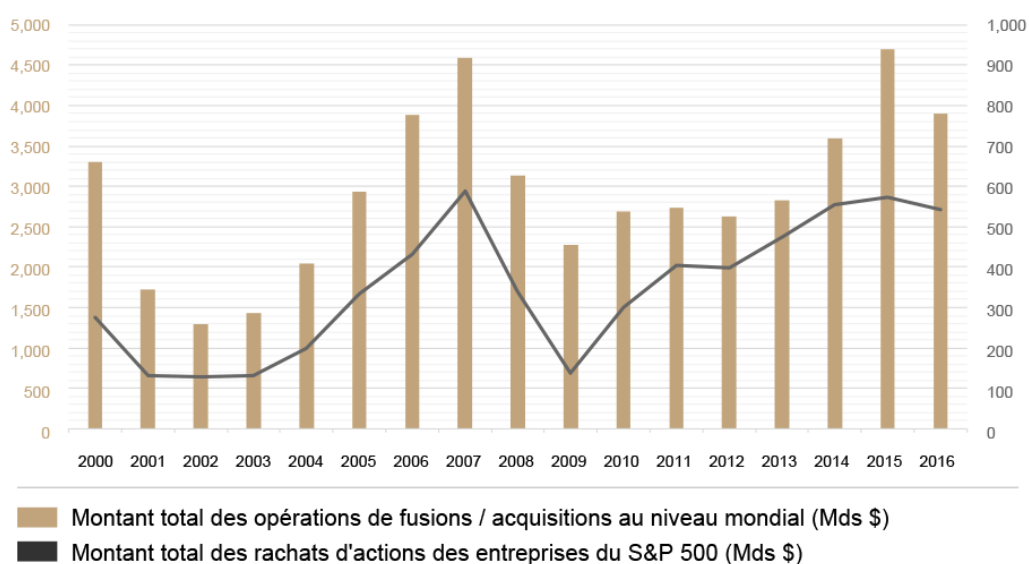
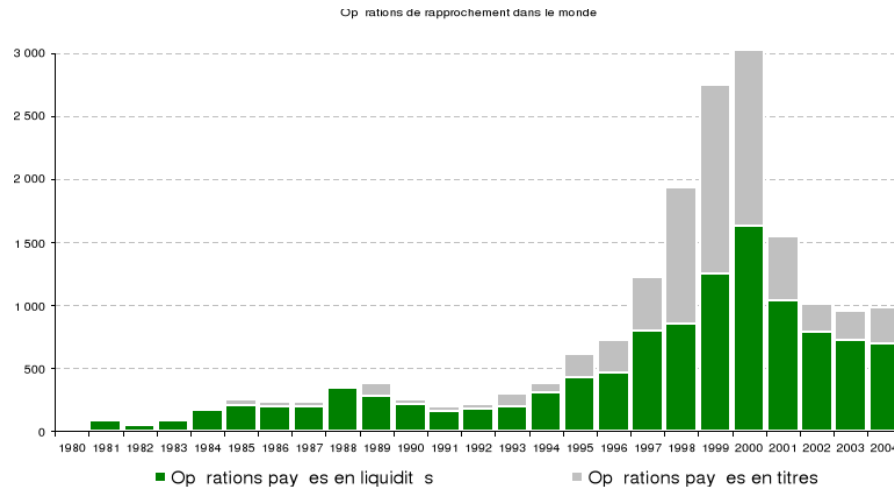


Figure 4 : opérations de rapprochement dans le monde par type de paiement (Statista, 2012)



En millier d'opérations

L'ouvrage de Albouy et Dumontier datant de 1992 apparaît comme incomplet aujourd'hui. Nous souhaitons le compléter et ajouter quatre autres moyens permettant à une entreprise de distribuer ses bénéfices. Les voici :

- Distribution gratuite d'actions : il arrive qu'une entreprise décide de distribuer gratuitement des actions pour remercier ses actionnaires ou célébrer un événement. A titre d'exemple, Air liquide procédera à une distribution gratuite d'actions le 4 octobre 2017 lors de l'achat ou la possession de dix actions de la société.
- Le dividende avec option de réinvestissement « Dividend Reinvestment Plan » ou « DRIP » : similaire au cas précédent, le dividende est payé sous forme cash mais l'actionnaire détient dans ce cas-ci l'option de réinvestir le montant en actions déjà existantes. Afin de rendre ce réinvestissement plus intéressant pour l'actionnaire, l'entreprise applique généralement une décote de quelques pourcents sur le prix de l'action (sur base du dernier cours de bourse) rendant de facto ses actions meilleur marché. Ce type de dividende est rarement payé par une entreprise belge mais est souvent utilisé par les entreprises néerlandaises.
- SCRIP : Le SCRIP est similaire au DRIP exception faite que « La société émet des actions nouvelles lesquelles proviennent de rachat d'actions. Les SCRIPTS

néerlandais font l'objet d'une exonération de Précompte Mobilier mais pas en France » (du Bus, 2017)

- **Remboursement de capital :** le remboursement ou réduction de capital est une procédure qui consiste à réduire le montant des fonds propres d'une entreprise. L'entreprise peut réduire le nominal de chaque action ou procéder à une offre de rachat d'un certain nombre d'actions en vue de les annuler ultérieurement. « *Le prix d'achat sera soustrait des fonds propres* » (Becompta, 2017). Cette quatrième méthode d'utilisation des bénéfices ne peut être mise en œuvre chaque année. En Belgique : « *Les décisions de réduction de capital social relèvent de la compétence de l'Assemblée Générale extraordinaire, délibérant aux conditions de quorum et de majorité applicables pour une modification des statuts, c'est-à-dire que les associés doivent représenter la moitié du capital social et que la décision doit être adoptée à une majorité des trois quarts. La réduction doit être faite sous la forme d'un acte authentique, donc devant notaire.* »

Tableau 1 : récapitulatif des différentes méthodes de distribution

Impact neutre = Impact positif + Impact négatif -

	Dividende Cash où Bonus	Dividende Optionnel	Dividende en action	Rachat d'action avec annulation	Distribution gratuite d'actions	Rembourse ment de capital
Trésorerie	-	- *	=	-	=	-
Fonds Propres	-	+	+	+	-	+
Actions (Nombre)	=	+ /=	+	-	+	=

**pour la partie distribuée en dividende*

Remarques :

- Ce tableau ne prend pas en compte l'impact fiscal (précompte mobilier et ISOC).
- Pour le dividende optionnel, l'impact sur la trésorerie et le nombre d'actions sera différent selon le choix de l'investisseur (Cash ou actions).

Les distributions de liquidités aux actionnaires ne peuvent se faire que par trois instruments : le rachat d'actions, le dividende et le remboursement de capital. Les autres mécanismes ont recours à des logiques plus floues et ne concernent pas l'objet de notre étude. Comme énoncé précédemment, l'objectif de ce mémoire étant de déterminer les facteurs influençant la distribution sous forme de **dividende**, nous ferons donc délibérément objection de ces méthodes mais également de la distribution des bénéfices sous forme de rachat d'actions. Ce choix se justifie également par le fait que les dividendes constituent à ce jour le type de distribution le plus important tant au niveau des montants engagés qu'à la fréquence des opérations (HGI, 2017).

Chapitre 2 :

Une méthode de

distribution : le dividende

Ce second chapitre introduit les principaux concepts attenants au dividende. Pour commencer, nous définirons les notions de bénéfices distribuables et dividendes. Ensuite, les décisions et les principales mesures du dividende seront abordées. Pour finir, nous détaillerons le processus de versement du dividende et rappellerons ses alternatives.

1. La notion de bénéfices distribuables

La distribution d'un dividende sous-entend la présence d'un résultat pouvant être redistribué. Ce résultat est calculé de la manière suivante (Barneto et Gregorio, 2013) :

$$\begin{aligned} & \text{Résultat de l'exercice} \\ & - \text{Résultats antérieurs} \\ & - \text{Dotations aux réserves (légales, règlementées \& Statutaires)} \\ & + \text{Reports bénéficiaires} \\ & = \text{Bénéfice distribuable} \end{aligned}$$

Rappelons également qu'une partie du bénéfice doit obligatoirement être porté dans un compte dit « réserve légale ». L'entreprise peut également décider de constituer une réserve facultative. Cette réserve facultative pourra, après une décision de l'assemblée des actionnaires, être utilisée pour verser une partie ou la totalité du dividende. Enfin, la clôture d'un exercice en perte peut être accompagnée d'un versement de dividendes. En effet, un dividende ne dépend pas uniquement d'un seul exercice comptable. Si une entreprise a accumulé suffisamment de bénéfices lors des années antérieures, elle pourrait s'en servir pour rémunérer ses actionnaires.

2. La notion

Le dividende est défini comme : « Une affectation possible des flux de trésorerie de l'entreprise. Il se traduit par un transfert de capitaux de l'entreprise vers les actionnaires ». Damodoran (2006) ajoute : « Il reflète la politique de l'entreprise : un dividende faible peut signifier une forte volonté d'investissement de la part de l'entreprise, et un dividende fort peut signifier une politique privilégiant les actionnaires. » Précisons également que : « Les dividendes peuvent dépasser le bénéfice distribuable² de l'entreprise » (Berk et DeMarzo, 2011).

Il arrive qu'une entreprise, pour envoyer un signal positif au marché, décide de s'endetter afin de verser un dividende supérieur à ses bénéfices. Ce recours à la dette est très courant pour les entreprises américaines disposant de la majorité de leur trésorerie à l'étranger. Pour des raisons d'optimisation fiscale, lors du versement d'un dividende, elle puisent dans leurs liquidités et complètent le solde restant par de l'emprunt. « Apple dispose d'un trésor de guerre colossal : plus de 200 milliards de dollars, qui dorment paisiblement dans ses caisses. Pourtant, la firme de Cupertino vient de lever 12 milliards de dollars de dettes... pour verser des dividendes à ses actionnaires. » (Nextimpact, 2016). Nous émettons cependant quelques réserves par rapport à cette pratique. Il n'apparaît pas optimal ni tenable pour une entreprise d'augmenter son ratio d'endettement pour redistribuer des dividendes. Ne serait-il pas plus intéressant d'avoir recours à cette dette pour financer des projets à VAN positive, développer l'entreprise et indirectement sa valeur ? « L'endettement n'a pas vocation à financer le dividende sauf à créer des risques - non nécessaires - pour la pérennité des entreprises » (Proxinvest, 2017)

Comme énoncé précédemment, la distribution peut, dans le cas d'une société cotée, prendre trois formes : actions, remboursement de capital ou liquidités. Cette dernière forme, la plus courante, sera celle abordée dans ce mémoire.

² Résultat net – pertes antérieures ± réserves

3. La décision

Le Conseil d'Administration propose un montant de dividende qu'il juge pertinent mais c'est l'Assemblée Générale qui prend la décision finale. L'entreprise doit faire un choix, un « *trade-off* », de verser un dividende ou de garder les bénéfices afin de les réinvestir ultérieurement. Cet arbitrage distribution-rétention des bénéfices doit toujours prendre en considération :

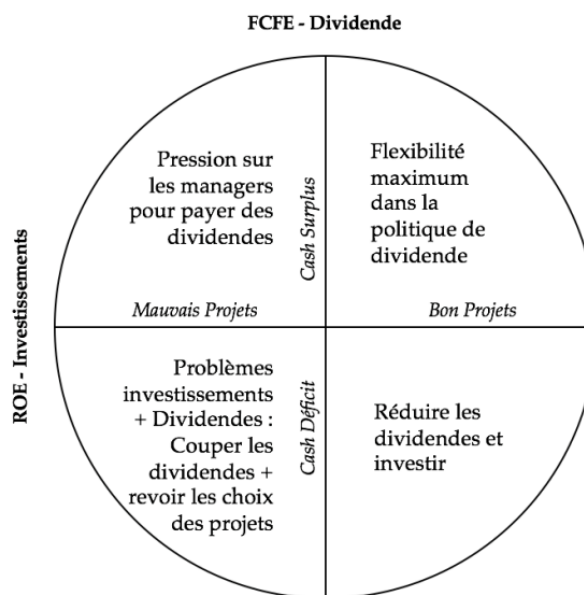
- La maximisation de la richesse de l'actionnaire (« *Maximizing owner's wealth* ») ;
- Le maintien de ressources de financement suffisantes.

Toute la difficulté pour l'entreprise est de trouver l'équilibre entre des revenus pour l'actionnaire et des ressources pour les investissements futurs.

Damodaran (2000) élabore une structure et deux indicateurs permettant l'analyse des décisions en matière de politique de dividende. Dans un premier temps, une entreprise doit déterminer son « *Free Cashflow to equity (FCFE)* ». Ce « *Free cashflow* » est une mesure du bénéfice restant après que l'entreprise ait payé ses besoins en fonds de roulement, dépenses en capital, et les réinvestissements nécessaires au développement de l'entreprise. Dans un second temps, l'entreprise doit sélectionner des projets dont le rendement est supérieur au taux de rendement minimal accepté³. La combinaison de ces deux indicateurs repris ci-dessous permet de comprendre et de généraliser les décisions des entreprises en matière de dividende. Cette matrice relativement simpliste constitue une introduction à la politique de dividende et aux décisions y attendant. Nous verrons ultérieurement que d'autres facteurs viennent influencer la décision en matière de politique de dividende.

³« *Invest in projects that yield a return greater than the minimum acceptable hurdle rate.* » (Damodaran, 2000)

Figure 5 : dividend Matrix (Damodaran , 2000)



4. Mesure de la politique

Afin de calculer le montant des dividendes versés par une entreprise, deux grandes mesures sont utilisées. La première est appelée « *dividend yield* » ou « rendement d'une action » et est calculée comme suit :

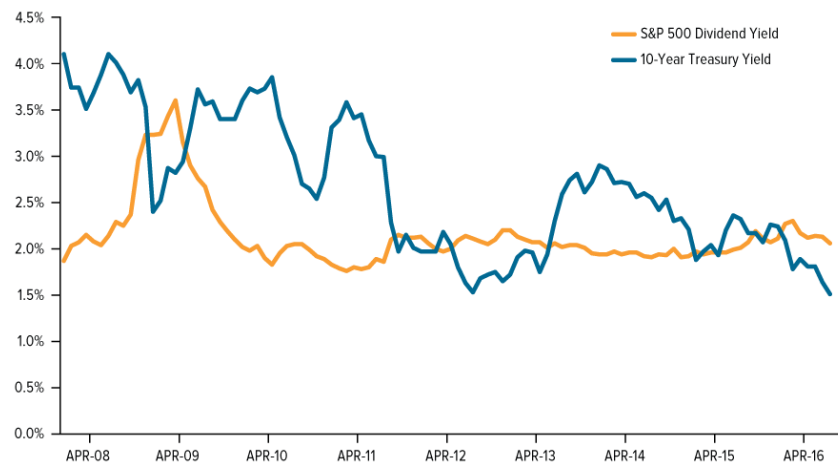
$$\text{Rendement d'une action (en \%)} = \frac{\text{Montant annuel de dividendes bruts versés par action}}{\text{Cours de l'action}}$$

Cette première mesure est très intéressante car elle fournit la part que le paiement d'un dividende a joué dans le rendement total d'une action. « Avec ce ratio, vous pouvez vérifier combien de cashflow vous générez pour chaque euro que vous investissez dans une action » (KBC, 2017).

Le calcul de ce rendement permet également de disposer d'une base de comparaison entre les différentes classes d'actifs mobiliers et immobiliers. En fonction du rendement attendu, un investisseur pourra décider où il préférera placer son argent. En guise d'exemple, regardons un graphique représentant les rendements offerts par les dividendes du S&P 500 et ceux des obligations d'Etats américains à 10 ans.

Sur la période représentée, nous observons une plus grande stabilité des rendements offerts par les dividendes (autour de 2%). Les obligations d'Etat semblent plus volatils. La comparaison des rendements de différentes classes d'actifs et la prise en compte de la fiscalité peut permettre à un investisseur d'ajuster ses stratégies d'investissements.

Figure 6 : S&P 500 dividend yield VS obligation d'état US à 10 ans (S&P Dow Jones Indices, 2016)



La deuxième mesure utilisée est appelée « *Dividend payout ratio* » ou « taux de distribution » et nous donne des informations concernant la politique d'une société envers ses actionnaires. « *Ce ratio est assez subtil : s'il est élevé, il traduit la générosité de l'entreprise à l'adresse de ses actionnaires, s'il est faible, il peut signifier que la société donne la priorité à ses investissements.* » (KBC, 2017)

$$\text{Taux de distribution} = \frac{\text{Dividende par action (DPA)}}{\text{Bénéfice par action } n-1 \text{ (BPA)}}$$

Il est courant chez les analystes financiers d'adapter cette formule et de lisser le dividende à sa date de paiement. Le dividende par action de l'année 1 est représentatif de l'année n-1

$$\text{Taux de distribution} = \frac{\text{Dividende par action (DPA)}}{\frac{\text{Bénéfice par action } n-1 \text{ (BPA)} + \text{Bénéfice par action (BPA)}}{2}}$$

5. Processus de versement

« Aux Etats-Unis, les firmes paient généralement les dividendes chaque trimestre alors que dans d'autres pays les dividendes sont habituellement versés sur base semi-annuelle ou annuelle . » (Damodaran, Pratique de la finance d'entreprise, 2006).

Lorsque le Conseil d'Administration décide du montant distribué sous forme de dividendes, le paiement de ce dernier n'est pas instantané. Plusieurs dates clés interviennent entre la décision et la déclaration du conseil et sa rétribution.

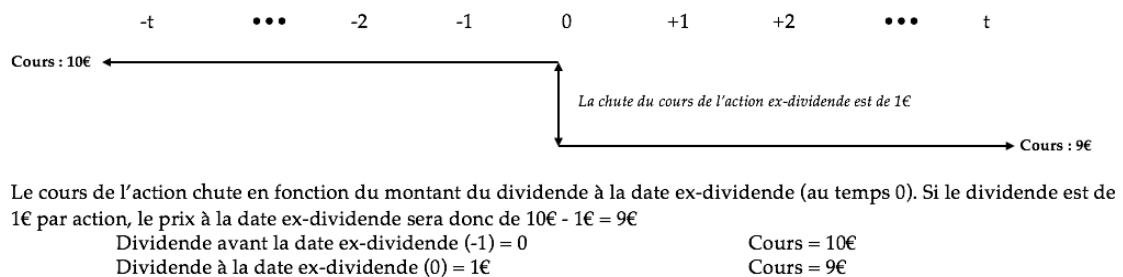
La première date qui apparaît est le jour de sa déclaration ou « *dividend declaration date* ». C'est à ce moment-là que le Conseil d'Administration propose que l'Assemblée Générale vote le montant distribué. C'est un des jours les plus importants car, selon l'augmentation, la diminution ou la stabilité du montant du dividende déterminé, la firme véhiculera une information qui se verra interprétée par les marchés financiers. En principe, c'est ce jour-là que le marché exprimera son opinion quant à la décision de l'entreprise.

La date suivante est cruciale pour l'investisseur souhaitant bénéficier du paiement du dividende décidé préalablement. Le jour *ex-dividende* ou « *ex-dividend date* » détermine le jour avant lequel il est impératif de disposer de l'action dans son portefeuille. Après cette échéance, l'investisseur ne pourra prétendre au paiement de son dividende.

La réaction sur les marchés financiers est également présente. C'est en général à ce moment que le cours de l'action chute pour refléter la perte des éventuels investisseurs tardifs n'ayant pu acquérir le titre. Ce mécanisme d'ajustement est lié au concept d'arbitrage. « *En effet l'entreprise qui verse un dividende se sépare d'un de ses actifs (de la trésorerie). Il est donc logique que la valeur des capitaux propres baisse d'autant, puisque l'entreprise en tant qu'entité s'est appauvrie du fait du versement d'une partie de sa trésorerie sous forme de dividendes à ses actionnaires.* » (Vernimmen, 2016). Il est cependant rare d'observer un ajustement parfait du cours de bourse en cas de distribution car d'autres éléments peuvent influencer la cotation (phénomène d'anticipation). La théorie économique raisonnant sous forme « *toutes choses égales par ailleurs* » n'est que théorique et les marchés restent dictés par un jeu d'offre et de demande.

Si le prix de l'action restait identique avant et après cette date, il suffirait d'acheter le titre quelques heures avant la clôture pour toucher le dividende « Cette stratégie permettrait un enrichissement infini et sans risque. » (Conversation, 2016).

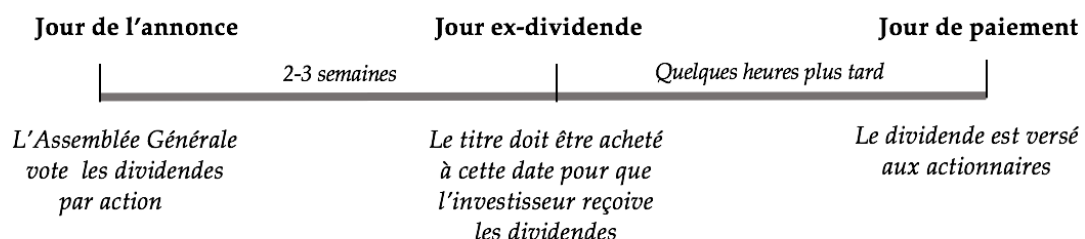
Figure 7 : comportement du cours des actions aux environs de la date ex-dividende
(Gestion Financière, 2016)



Nous pouvons ajouter à ce schéma qu'il existe un phénomène d'anticipation des investisseurs et que dans la réalité, le cours de l'action baissera moins que le montant du dividende versé.

Quelques heures après, le dividende est versé aux actionnaires. Le jour de paiement du dividende ou « *Dividend payment date* » a généralement lieu le même jour que l'« *ex-dividend date* » mais peut subir un léger décalage temporel.

Figure 8 : échelle temporelle des versements de dividendes



6. Alternatives

Bien que ce mémoire traite de la politique de dividende, il est nécessaire de préciser que l'entreprise peut réinvestir son bénéfice autrement qu'en rémunérant ses actionnaires. Nous relevons cinq alternatives :

- Investissement corporel (exemple : une usine) et /ou incorporel (exemple : une autre société) ;
- Acquisition d'autres sociétés ;
- Rachat d'actions ;
- Remboursement de capital ;
- Achat d'actifs financiers (une entreprise peut tout à fait investir une partie de son résultat dans des actions ou des obligations).

Chapitre 3 :

Les pratiques et comportements des entreprises en matière de politique de dividende

Le chapitre précédent nous a permis de fixer les bases quant à une méthode de distribution : le dividende. Ce chapitre étudiera le comportement des entreprises en matière de dividende. Pour mieux appréhender ces comportements, nous commencerons par énumérer les types de politiques de dividende à la disposition des entreprises et quantifierons les montants engagés. Nous élaborerons également, grâce au travail de Fama et French (2001), les premiers facteurs susceptibles d'influencer la politique de dividende. Pour finir nous établirons des liens entre la politique de dividende et le cycle de la firme d'une part et son appartenance à un secteur industriel d'autre part.

1. Les types de politiques de dividende

A ce stade, vous l'aurez compris, le dividende est une affectation des résultats de l'entreprise. Le taux de distribution vu précédemment est souvent utilisé pour quantifier et caractériser la politique de dividende d'une entreprise. Bien que ce taux ait son importance dans l'élaboration d'une politique, d'autres facteurs tels que la stabilité et l'évolution progressive peuvent influencer.

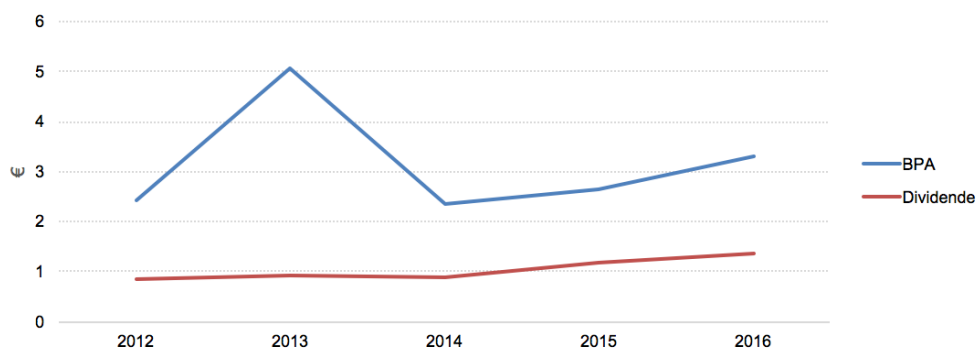
Nous pouvons identifier six comportements en matière de versement de dividendes :

- Distribution de la totalité des bénéfices : cette première politique mise en avant par Rubner (1966) suggère que la totalité des bénéfices va être redistribuée sous forme de dividendes. « *Les actionnaires préfèrent plus que moins* ». N'étant pas encouragée par les actionnaires (impact fiscal) et affectant considérablement l'autofinancement, cette politique n'est généralement pas adoptée par les firmes.

- Absence de distribution de dividende : inversement, ici l'entreprise ne verse aucun dividende. Selon Clarkson et Elliot (1966), le dividende est un « luxe » que les sociétés et les actionnaires ne devraient pas se permettre. A nouveau cette politique extrême est très rarement plébiscitée par les firmes mais est bien réelle.
- Distribution résiduelle des dividendes : le principe ici est que tout solde positif du bénéfice restant (après que l'entreprise ait investi dans les projets à VAN positive) doit être distribué sous forme de dividende. Les dividendes sont donc la partie du bénéfice restant une fois les besoins de financement à long terme satisfaits. Cette politique se base sur le fait qu'il est plus avantageux pour l'actionnaire qu'une entreprise réinvestisse son bénéfice dans un projet pour autant que la rentabilité attendue de ce projet soit supérieure au taux de rentabilité que les actionnaires pourraient obtenir personnellement sur un placement à risque égal.
- Politique opportuniste : en fonction des projets de la firme, le montant des dividendes va fluctuer. Si, au cours d'une année, l'entreprise n'a pas de projet à VAN positive elle pourra distribuer un dividende généreux et ne rien distribuer lors d'une année riche en investissements. L'entreprise peut également stabiliser cette politique opportuniste en fixant un montant de dividende relativement bas pour être maintenu en cas de période difficile et distribuer des dividendes plus généreux en cas de bons résultats. Cette vision présente malgré tout l'inconvénient d'être assez court-termiste et ne tient absolument pas compte des perspectives d'investissements à moyen et long termes de l'entreprise. Une vision à court-terme entraîne généralement une grande volatilité du cours de bourse.
- Politique de participation directe : les fluctuations des bénéfices déterminent les montants des dividendes. Les dividendes constituent un pourcentage du bénéfice distribué et le taux de distribution (« Payout ») fluctuera donc en fonction des résultats de l'entreprise. Cette politique avec ratio de distribution constant est, dans la pratique, utilisée par peu d'entreprises car elle entraîne une trop grande volatilité du montant du dividende et indirectement de celle de la valeur de l'action.

- Politique de prudence et de dividende stable : la stabilité des dividendes a déjà été abordée précédemment lors du développement de la théorie de Lintner (1956) et sa théorie sur le « lissage des dividendes ». Dans la réalité, il apparaît que les entreprises verseuses de dividendes adoptent cette politique pour éviter de brusquer les actionnaires. Ici, le bénéfice n'est pas le déterminant de la politique de dividende, l'entreprise adopte un « *target payout ratio* » et met tout en œuvre pour atteindre ses objectifs.

Figure 9 : exemple de politique de régularité de l'entreprise Heineken (Yahoo, 2017)



2. Tendances de marché en matière de paiement de dividendes

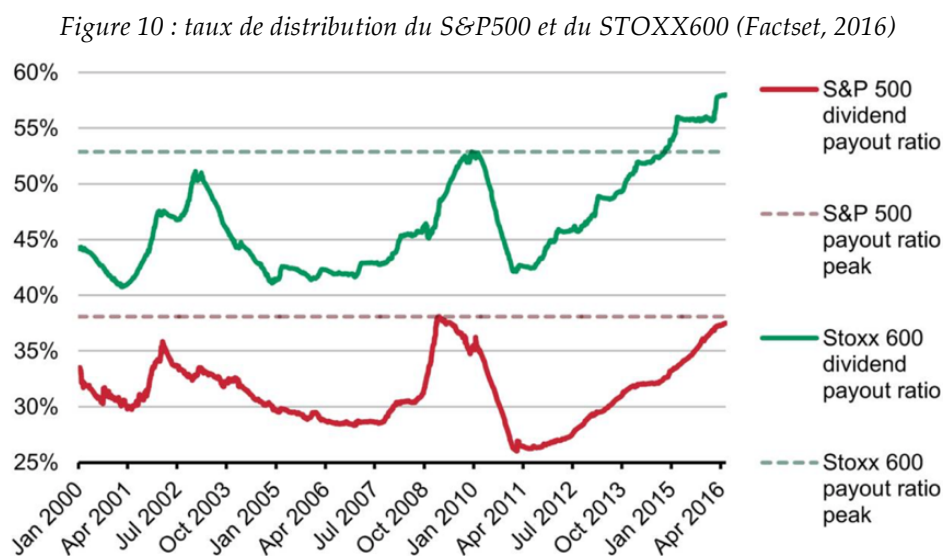
Ce second point aura pour objectif de recenser les tendances générales des entreprises en matière de paiement de dividende.

2.1 Tendance n°1 : augmentation du taux de distribution

Le comportement des entreprises en matière de distribution de dividendes est loin d'être harmonisé : certaines sont très généreuses alors que d'autres ne versent rien. Le « puzzle » nommé précédemment par Black (1976) fait référence à la distribution de dividendes généreux malgré la présence d'un désavantage fiscal dans la majorité des pays concernés. D'un côté, le puzzle semble s'être résolu par lui-même lorsque nous analysons la littérature économique. En effet, Fama et French (2001) ont observé une nette réduction de la part des entreprises américaines à redistribuer leurs bénéfices sous forme de dividendes.

De l'autre côté de l'Atlantique, Ferris, Sen et Yui (2006) et Denis et Osobov (2008) tirent des conclusions identiques quoique moins significatives pour les entreprises anglaises, canadiennes, allemandes, françaises, et japonaises.

D'un autre côté, Julio et Ikenberry (2004) décrivent dans leur article une réapparition massive de versements du dividende. D'un point de vue mondial, une étude publiée par la société de gestion Henderson (HGI) indique que les mille deux cents plus importantes sociétés mondiales ont versé en 2016 plus de **mille deux cents milliards de dollars** de dividendes. Ce chiffre marque une baisse de 2,3% en raison de l'appréciation du dollar face à l'euro (HGI, 2017). Hors effet de change, le montant des dividendes payés est en progression de 9,9%. L'étude réalisée par Factset (2016) semble confirmer les travaux de Julio et Ikenberry (2004). Nous voyons sur le graphique ci-dessous une tendance actuelle à la hausse concernant le S&P500 (37,5%) et du STOXX 600 (58%).



Ce graphique permet également d'illustrer la volonté des entreprises à payer un dividende même lorsque les résultats ne sont pas optimaux. Les « *payout* » des entreprises du S&P500 et STOXX600 se sont envolées lors de la crise financière de 2008. Cette croissance du taux de distribution n'est pas liée à l'augmentation des montants des dividendes versés (numérateur) mais bien à la diminution des bénéfices (dénominateur). Même avec de maigres bénéfices, une entreprise privilégiera la stabilité de ses distributions afin de ne pas envoyer de signaux négatifs au marché pouvant conduire à une baisse du titre.

Allianz (2015) identifie également une hausse des taux de distribution du MSCI Europe (60%), Asie (42%), et USA (43%).

2.2 Tendance n°2 : les pays anglo-saxons sont les plus généreux

D'un point de vue géographique, les Etats-Unis, malgré des taux de distribution plus faibles, dominent largement le jeu des plus importants payeurs de dividendes grâce à des entreprises américaines ayant rémunéré leurs actionnaires à hauteur de 440 milliards d'euros (en valeur absolue). En Europe, c'est au Royaume-Uni que revient la première place avec 107 milliards d'euros, suivi de la France (47), de l'Allemagne (34) et de l'Espagne (23).

Cette disparité géographique peut également être expliquée par des différences culturelles. De manière générale, les Etats-Unis réfléchissent en termes de marché « *Market Based System* ». Le marché est assez liquide et l'actionnariat dispersé. L'Angleterre suit cette même logique. D'un autre côté, les pays européens tels que la France et l'Allemagne réfléchissent en termes de relationnel, « *Relationship oriented* ».

L'actionnariat est plus concentré en différentes parties prenantes (Banque, Famille, propriétaire) et les dividendes constituent d'une part un moyen de rémunérer ces acteurs et d'autre part de donner une information au marché. Ces différences entre pays peuvent influencer les comportements des entreprises en matière de dividendes.

Figure 11 : dividende par région en 2016 (HGI, 2017)

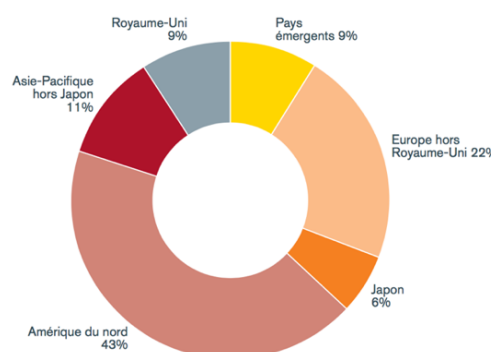


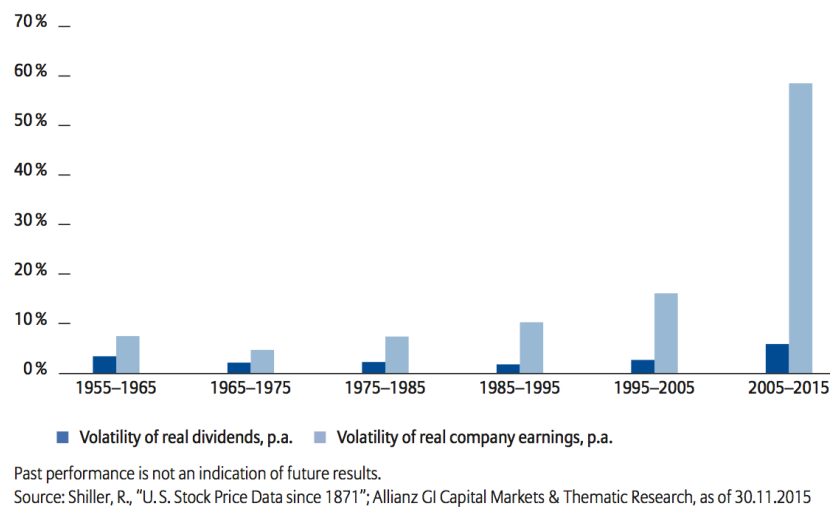
Tableau 2 : Dividendes annuels par région en milliards de dollars US (HGI, 2017)

Région	2013	% change	2014	% change	2015	% change	2016	% change	Q1 2016	% change	Q1 2017	% change
Pays émergents	\$139.3	10.8%	\$126.6	-9.1%	\$112.2	-11.4%	\$87.6	-21.9%	\$10.8	-30.3%	\$12.6	17.1%
Europe hors Royaume-Uni	\$206.1	4.9%	\$234.5	13.8%	\$210.5	-10.2%	\$220.0	4.5%	\$37.1	3.0%	\$35.6	-4.1%
Japon	\$47.0	-8.5%	\$50.0	6.4%	\$52.4	4.8%	\$65.1	24.4%	\$4.2	18.2%	\$4.3	3.3%
Amérique du Nord	\$342.1	1.2%	\$392.9	14.8%	\$441.2	12.3%	\$443.9	0.6%	\$115.4	1.8%	\$115.6	0.1%
Asie - Pacifique hors Japon	\$115.8	6.3%	\$120.9	4.4%	\$113.8	-5.9%	\$118.6	4.2%	\$10.8	4.0%	\$10.5	-2.8%
Royaume-Uni	\$93.3	1.4%	\$123.3	32.3%	\$96.2	-22.0%	\$93.0	-3.3%	\$16.4	-3.9%	\$15.5	-5.3%
TOTAL	\$943.5	3.4%	\$1,048.1	11.1%	\$1,026.2	-2.1%	\$1,028.2	0.2%	\$194.7	0.9%	\$194.1	-0.3%
Hors 1200 premiers	\$119.7	3.4%	\$130.0	8.6%	\$130.2	0.1%	\$130.5	0.2%	\$24.7	0.9%	\$24.6	-0.3%
TOTAL GENERAL	\$1,063.2	3.4%	\$1,178.2	10.8%	\$1,156.4	-1.8%	\$1,158.7	0.2%	\$219.4	0.9%	\$218.7	-0.3%

2.3 Tendance n°3 : les paiements des dividendes sont peu volatils

Le marché interprète très négativement une coupure dans la politique de dividende. Pour ce faire les entreprises font tout leur possible pour sécuriser leur redistribution. Le graphique comparant les profits et dividendes du S&P 500 montre que les bénéfices des entreprises sont beaucoup plus volatils que leurs dividendes. Depuis soixante ans, la volatilité des dividendes est comprise entre 4 et 6% (Allianz, 2016).

Figure 12 : volatilité des bénéfices et dividendes des entreprises du S&P500 (Allianz, 2016)



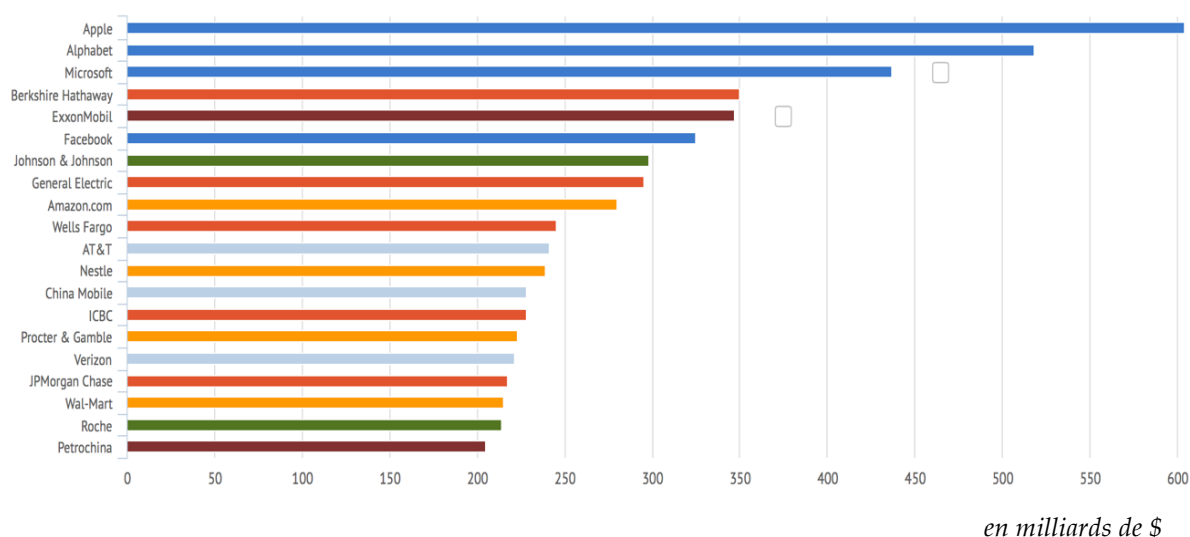
2.4 Tendance n°4 : les plus grandes entreprises sont les plus généreuses

Les entreprises les plus généreuses font partie des secteurs énergétique et technologique. Cette générosité est en grande partie liée à la taille de ces entreprises. En observant le classement des dix principaux payeurs ci-dessous, la ressemblance avec les vingt plus grosses capitalisations boursières mondiales est frappante. Notons qu'aucune entreprise du secteur brassicole ne fait partie de ce classement (*tableau 3*).

Tableau 3 : principaux payeurs de dividendes à l'échelle internationale (HGI, 2017)

Rank	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Royal Dutch Shell Plc	PetroChina Co. Ltd.	Royal Dutch Shell Plc	Royal Dutch Shell Plc	Vodafone Group plc	Exxon Mobil Corp.	Royal Dutch Shell Plc
2	AT&T, Inc.	Royal Dutch Shell Plc	PetroChina Co. Ltd.	Exxon Mobil Corp.	Royal Dutch Shell Plc	Royal Dutch Shell Plc	Exxon Mobil Corp.
3	PetroChina Co. Ltd.	AT&T, Inc.	Vodafone Group Plc	Apple Inc.	China Construction Bank Corp.	China Construction Bank Corp.	Apple Inc.
4	Exxon Mobil Corp.	Telefonica	AT&T, Inc.	China Construction Bank Corp.	Exxon Mobil Corp.	Apple Inc.	AT&T, Inc.
5	Telefonica	Exxon Mobil Corp.	Exxon Mobil Corp.	PetroChina Co. Ltd.	Apple Inc.	Kraft Foods Group, Inc.	Microsoft Corp.
6	China Mobile Limited	China Mobile Limited	HSBC Holdings Plc	AT&T, Inc.	PetroChina Co. Ltd.	Microsoft Corp.	HSBC Holdings Plc
7	Total S.A.	China Construction Bank Corp.	China Construction Bank Corp.	China Mobile Limited	AT&T, Inc.	AT&T, Inc.	China Construction Bank Corp.
8	Vodafone Group Plc	Vodafone Group plc	China Mobile Limited	HSBC Holdings Plc	Microsoft Corp.	HSBC Holdings Plc	Verizon Communications Inc
9	China Construction Bank Corp.	Total S.A.	Commonwealth Bank of Australia	Banco Santander S.A.	Banco Santander S.A.	General Electric Co.	General Electric Co.
10	Banco Santander S.A.	Commonwealth Bank of Australia	Banco Santander S.A.	Westpac Banking Corp.	HSBC Holdings Plc	Verizon Communications Inc.	Johnson & Johnson
Sous-total en milliards de dollars US	\$80.4	\$89.1	\$95.0	\$98.3	\$124.6	\$106.8	\$109.6
% du total	10.3%	9.4%	9.3%	9.3%	10.6%	9.3%	9.5%

Figure 13 : les vingt plus grosses capitalisations boursières (PWC, Bloomberg, 2016)



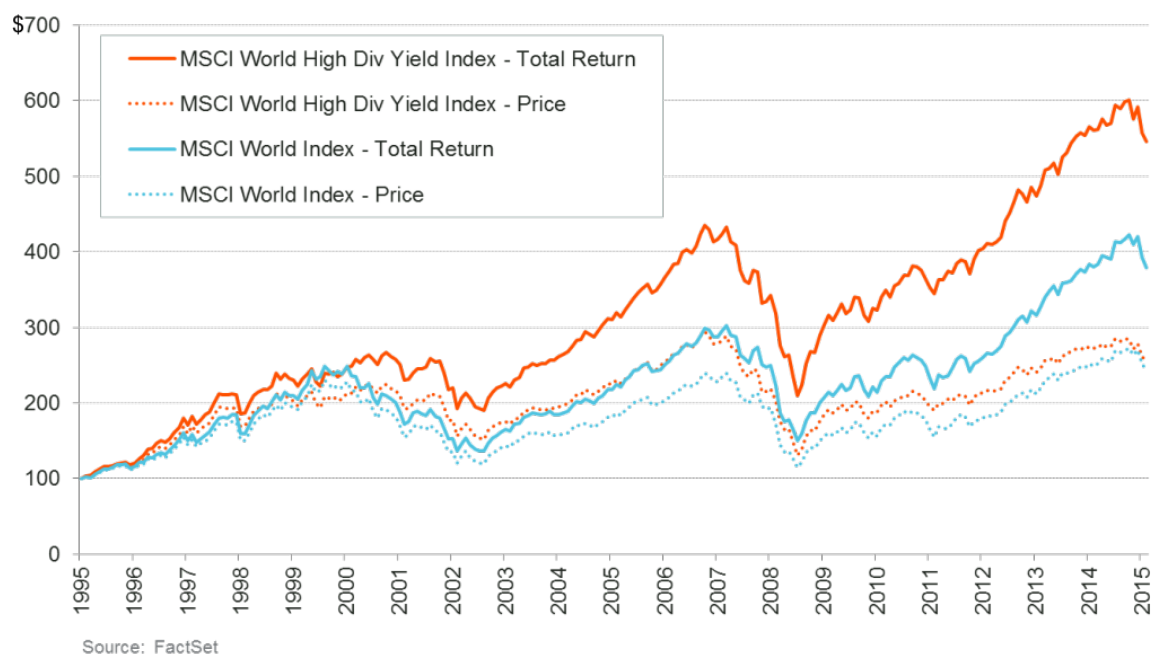
3. Part du dividende dans les performances du marché

Le rendement d'un action peut provenir de l'appréciation de sa valeur (exemple : le cours de bourse monte) ou des revenus qu'elle octroie (exemple : un dividende). Lorsqu'un actionnaire touche un dividende il peut l'utiliser ou décider de le réinvestir. Le graphique ci-dessous compare les différences de rendement lorsqu'un actionnaire décide de dépenser tout son dividende (« MSCI World Index – Price ») et lorsqu'il le réinvestit entièrement (« MSCI World Index – total return »). Les différences entre les courbes permettent de nous rendre compte de la place qu'occupent les dividendes dans la rentabilité.

L'objectif de ce mémoire n'étant pas de mesurer l'impact du dividende sur le cours d'une action, nous n'irons pas plus loin dans notre analyse. Nous souhaitons cependant y faire référence car cet impact est lié à la politique de dividende suivie par une entreprise. Le dividende n'est pas sans conséquence pour l'investisseur. Plus une firme est généreuse en matière de dividende, plus la part de la rentabilité du titre obtenue grâce au dividende sera élevée. Ces affirmations s'illustrent lorsque nous regardons les deux courbes du « MSCI World Div High Yield » (Cette courbe ne prends en compte que les entreprises les plus généreuses dans l'indice MSCI World).

(La méthode de calcul pour les courbes « Total Return » est la capitalisation. On considère que l'entièreté des montants bruts des dividendes est automatiquement réinvestie)

Figure 14 : comparaison entre le MSCI World Price et Total return (Denker Capital, 2016)



4. Caractéristiques des entreprises versant des dividendes

La justification de la politique de dividende en fonction de ces caractéristiques est un sujet très controversé. Cependant les études de Fama et French (2001), Allen et Michaely (1995) et Mancinelli et Ozkan (2006) s'accordent à l'unanimité pour affirmer que **la taille, la rentabilité et les opportunités de croissance** constituent les trois principales caractéristiques des entreprises versant un dividende.

Nous venons de voir ci-dessus que les grandes entreprises sont plus généreuses. Les firmes payant des dividendes sont jusqu'à dix fois plus grandes⁴ que les entreprises n'en versant pas. La taille de l'entreprise est donc ici un des facteurs ayant une influence sur la politique de dividende. Ce phénomène peut s'expliquer par le caractère plus risqué d'une petite PME mais aussi, dans certains cas, du régime fiscal en vigueur. Une grande entreprise a bien souvent un « rythme de croisière » lui permettant de payer des dividendes alors qu'une petite structure devra faire face à d'importants coûts de financement et préférera conserver ses bénéfices.

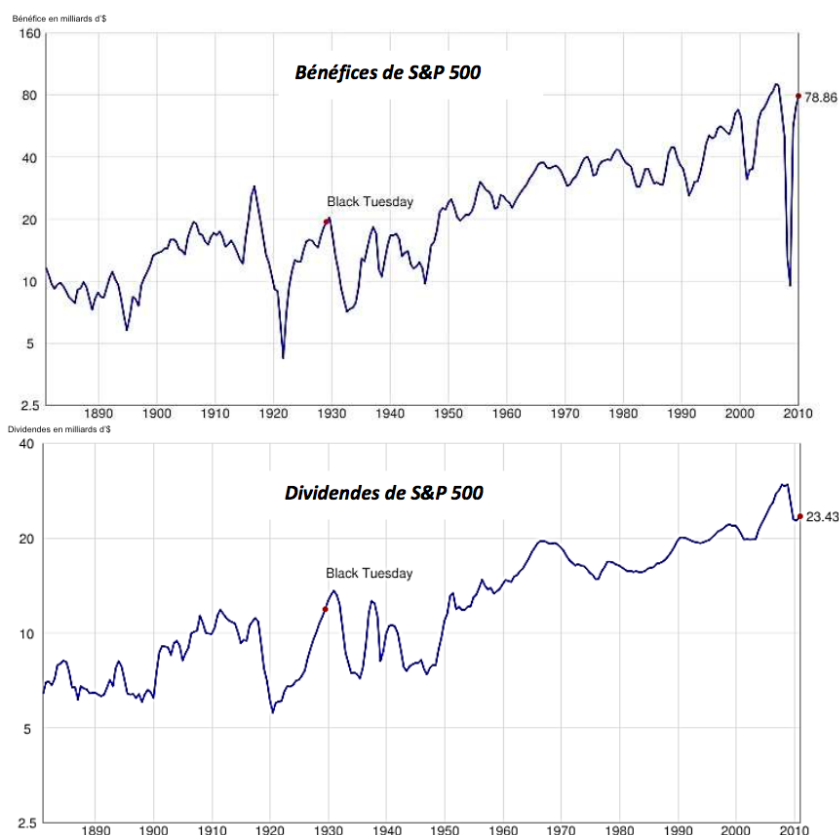
Enfin, le fait que, dans ce type de structure, le dirigeant et le propriétaire sont souvent la même personne, n'incite pas à recourir à la distribution sous forme de dividendes. Il existe en effet d'autres solutions plus avantageuses pour ce type d'actionnaires (Hirigoyen, 1984).

La deuxième caractéristique développée par Fama et French (2001) met en avant la rentabilité⁵. Le dividende correspondant à un pourcentage redistribué du bénéfice réalisé d'une entreprise, sa rentabilité est inévitable. Il apparaît compliqué de distribuer des pertes mais certaines entreprises, bien que ce soit contestable, peuvent distribuer des dividendes malgré une absence de bénéfices. Nous remarquons d'ailleurs facilement ci-dessous une corrélation plus ou moins positive entre les bénéfices et les dividendes du S&P 500.

⁴ Mesuré sur base de la valeur net comptable de l'actif – Taux de change de 1998

⁵ Mesurée sur base du ratio bénéfice avant intérêts mais après impôt sur la valeur net comptable de l'actif

Figure 15 : évolution parallèle des bénéfices et des dividendes des firmes de l'indice S&P 500
(Standard & Poor's, 2013)



Une étude réalisée par Denis et Osobov (2008) suivant la méthodologie utilisée par Fama et French (2001) développe la caractéristique liée aux opportunités de croissance⁶ et leur influence sur la politique de dividende. Il ressort de leur étude que la propension à se développer n'est pas mondialement uniforme et que certains pays (Etas-unis, Canada et Angleterre) présentant moins d'opportunités de croissance intéressantes n'ont pas forcément tendance à distribuer plus ou moins. Cette dernière caractéristique, bien qu'ayant son rôle à jouer, ne peut pas être généralisée.

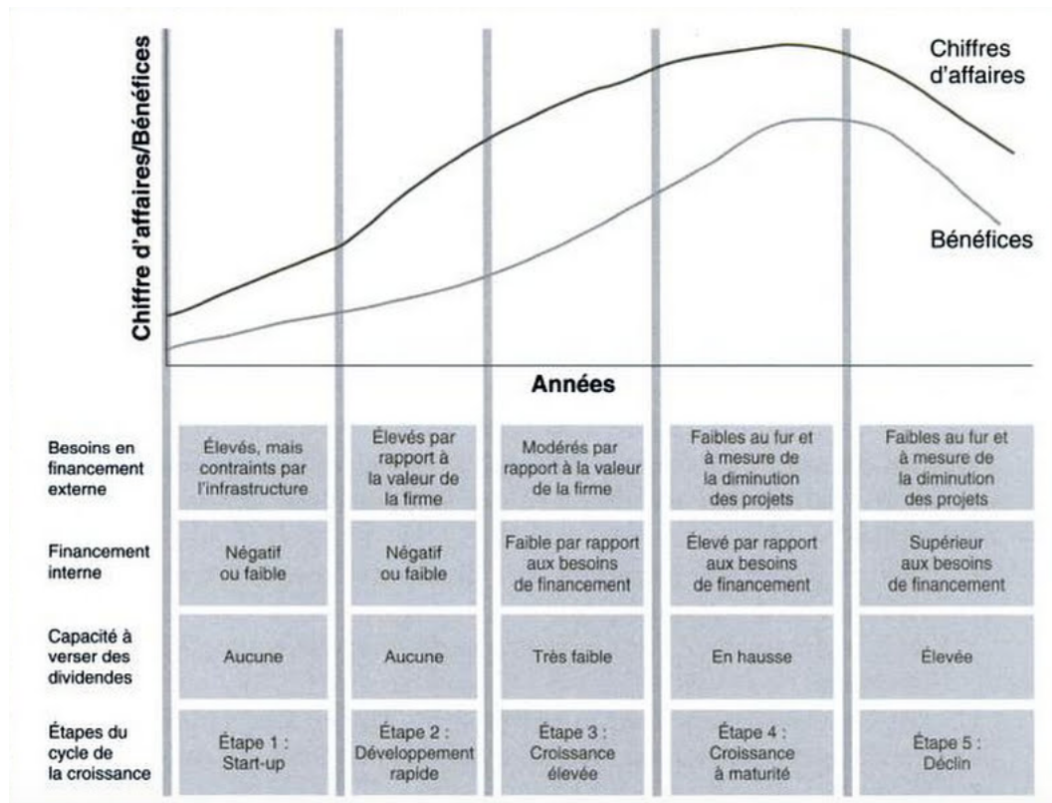
En conclusion, les résultats empiriques confirment unanimement que la taille, la rentabilité et les opportunités de croissance ont un impact sur la politique de dividende suivie par une entreprise. Nous verrons plus tard que d'autres facteurs peuvent intervenir.

⁶ Mesuré sur base du ratio valeur de marché (Capitalisation) sur la valeur net comptable de l'actif

5. Politique de dividende et cycle de vie de la firme

Lors de l'introduction des politiques de distribution, nous avons mis en avant que le taux de distribution d'une entreprise fait partie d'une des nombreuses décisions d'investissements. La littérature financière souligne qu'il existe un lien entre ces décisions et le cycle de vie d'une entreprise. Muller (1962) élabore une série d'étapes par lesquelles une entreprise est sensée passer. Nous pouvons identifier cinq étapes lors desquelles les besoins en financement et la capacité à verser des dividendes vont dans le sens opposé. Au début, la firme est en période de forte croissance et possède des opportunités d'investissement intéressantes mais des bénéfices encore maigres voire des pertes. La séparation de l'actionnariat n'est pas très marquée, rendant les rémunérations assez faibles et des problèmes d'agence quasi inexistantes. Ultérieurement, l'entreprise va arriver à maturité et développer des cashflows importants mais également faire face à de nombreux concurrents ayant comme incidence la raréfaction des projets d'investissement rentables et donc la non-utilisation de la totalité des bénéfices. C'est à ce moment-là que la firme sera la plus généreuse en matière de dividende. Au final, l'entreprise procèdera à chaque étape à un « *trade-off* » entre distribution et rétention comme vu précédemment. L'observation de la réalité confirme ces tendances mais des exceptions existent. A titre d'exemples, Apple, bien que mature depuis quelques années, n'a recommencé à verser des dividendes qu'en 2012. « *Pour la première fois depuis 1995, la société fondée par Steve Jobs a décidé de rétribuer ses actionnaires. L'entreprise va puiser dans sa trésorerie et consacrer 45 milliards de dollars (34 milliards d'euros) à la rémunération de ses actionnaires.* » (Croix, 2012)

Figure 16 : Analyse du cycle de vie de la politique de dividende (Damodaran, 2015)



6. Dividendes et secteur industriel

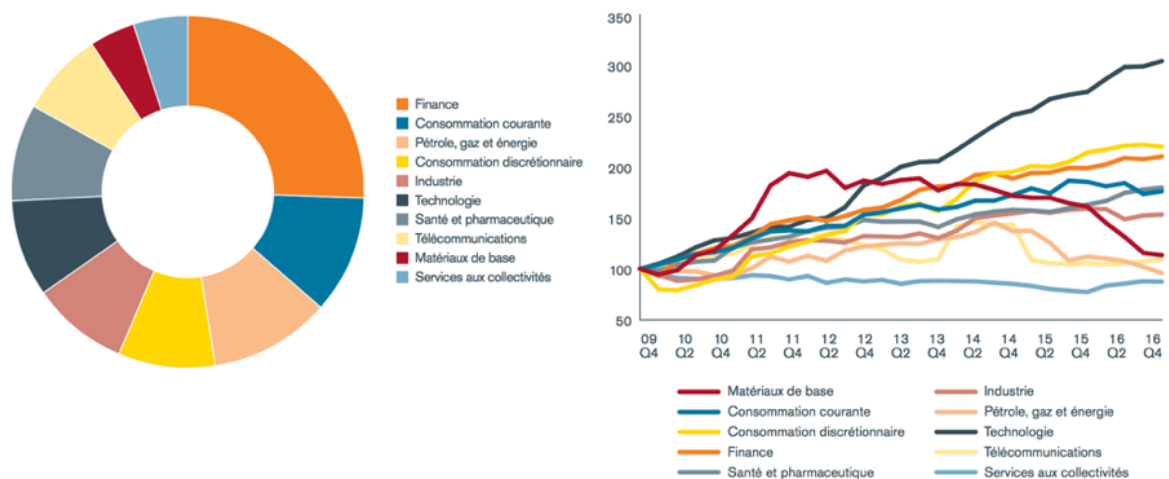
Jusqu'à présent nous avons abordé les politiques de dividende dans leur ensemble et pris comme hypothèse l'homogénéité des entreprises. Ce mémoire portant sur les facteurs de la politique de dividende du secteur brassicole, il est intéressant de comprendre s'il existe des comportements différents selon le secteur d'activité d'une entreprise. Bien que nous ayons relevé une tendance des secteurs énergétique et technologique à être généreux en matière de dividende, cette tendance est principalement liée à la taille de ces entreprises et non à leur appartenance à un secteur en particulier. Nous sommes donc amenés à nous demander si un secteur est plus enclin à verser des dividendes qu'un autre.

Empiriquement, les résultats de Michel (1979) portant sur un échantillon de cent soixante-huit entreprises américaines appartenant à treize secteurs différents concluent que le secteur est une caractéristique plus importante que la taille de l'entreprise (Fama et French, 2001) pour expliquer les versements de dividendes. Comme nous l'avons souligné précédemment, le profit et les opportunités d'investissement sont deux facteurs influençant la politique de dividende d'une

entreprise. Le secteur dans lequel une firme se trouve aura une influence sur ces deux facteurs et donc sur le dividende.

En 2016 (selon le MSCI World), ce sont les secteurs de la finance, des produits de consommation courante et de l'énergie qui sont les plus rémunérateurs en termes de dividendes. A l'inverse, les secteurs des matériaux de construction et des services aux collectivités sont un peu moins enclins à redistribuer leurs bénéfices. Pour ce qui est de la croissance du montant des dividendes, ce sont les secteurs de la technologie et de la consommation discrétionnaire qui signent les meilleurs résultats (HGI,2016).

Figure 17: Dividendes mondiaux 2016 par industrie (HGI, 2016)



On remarque sur les graphiques ci-dessus que la finance, la consommation courante et l'énergie représentent 50% du montant des dividendes versés en 2016. En prenant 2009 comme année de référence (valeur de l'indice 100), on observe également les tendances en matière de croissance des montants des dividendes.. Depuis 2009, les secteur défensifs (services aux collectivités, télécommunications et consommation courante) ont tendance à moins performer que les secteurs de la technologie, de la consommation discrétionnaire et de la finance.

Chapitre 4 :

Cadre théorique relatif à la politique de dividende

Les politiques de distribution et plus précisément celles attelées aux dividendes ont nourri la recherche académique financière des cinquante dernières années. L'article pionnier de Miller et Modigliani (1961) démontrant la neutralité des dividendes sur la valeur d'une entreprise ne fait pas l'unanimité. Bien que la communauté scientifique n'ait cessé de contredire empiriquement cette neutralité, elle n'a à ce jour pas réussi à s'entendre sur les raisons motivant une entreprise à distribuer un dividende. Une revue de littérature complète sur le sujet constituerait un sujet de mémoire à lui tout seul ; nous nous contenterons, dans ce quatrième chapitre, de reprendre les travaux les plus importants et influents en la matière, nous permettant de comprendre les facteurs influençant la politique de dividende qui seront abordés lors du chapitre suivant.

1. Les premières théories

Avant la publication du théorème développé par Modigliani et Miller (1961), d'autres modèles furent développés. Quelquefois bancal et peu pertinente d'un point de vue théorique, l'opinion générale des chercheurs de l'époque était que des dividendes généreux augmentent la valeur de l'entreprise.

Graham et Dodd (1934) inaugurent les recherches en la matière en déclarant que l'unique but de l'existence d'une entreprise était de payer des dividendes⁷. Quelques années plus tard, ces deux chercheurs écrivent qu'une décision de distribution sous forme de dividende aurait un impact quatre fois supérieur sur le cours du titre à une mise en réserve du même montant sous forme de bénéfice (Graham et Dodd, 1951). Leur intuition souligne qu'un dividende encaissé aujourd'hui rassure l'actionnaire et a plus de valeur qu'une plus-value.

⁷ « *The sole purpose for the existence of the corporation is to pay dividends* » (Graham et Dodd, 1934)

Ces affirmations font cependant abstraction de toutes considérations fiscales ayant bel et bien une influence sur la perception des dividendes et des plus-values par l'investisseur.

Les premiers travaux pertinents sur le sujet seront véritablement lancés par Lintner (1956) qui, à la suite d'une enquête menée auprès de vingt-huit entreprises américaines, démontrera un ajustement partiel des dividendes. Les entreprises semblent suivre un « *target dividend payout* ». Cet objectif (« *target* ») est déterminé par la profitabilité de l'entreprise et du montant des dividendes distribués les années précédentes. En effet, le marché sanctionne positivement ou négativement la stabilité ou la croissance du dividende. Pour éviter ces sanctions, les entreprises ont tendance à lisser les montants distribués progressivement plutôt que de recourir à des changements brusques. Ce modèle sera ultérieurement une nouvelle fois testé par Fama et Babiak (1968) qui, en élargissant l'échantillon d'entreprises (392), confirmeront les conclusions de Lintner (1956) et ajouteront que les managers sont réticents à augmenter le montant des distributions sous forme de dividendes à un niveau ne pouvant pas être soutenu financièrement.

Gordon et Shapiro (1956) poursuivent les travaux entrepris par leurs homologues et développent un modèle de valorisation d'actions par les dividendes. Le « *Dividend Discount Model (DDM)* » considère que : « *La valeur actuelle d'une action, et donc son prix (P_0) dépend du prochain dividende (Div_1) divisé par le taux d'actualisation requis par les actionnaires (k) moins le taux de croissance constant de ces dividendes (g)* » (Berk, 2011)

Équation 1 : Formule de Gordon Shapiro (Berk, 2011)

$$P_0 = \frac{Div_1}{(k - g)}$$

Cette formule est cependant contestable. Dans un premier temps, Gordon et Shapiro (1956) prennent comme hypothèse que chaque année la croissance du dividende se répètera et ce à l'infini. Dans un deuxième temps, le modèle ne prend pas en compte les éventuelles plus-values réalisées dans le cas de la revente d'un titre.

Et enfin, le taux de rentabilité attendu par les actionnaires doit être en permanence supérieur au taux de croissance des dividendes (pour éviter d'avoir un dénominateur négatif). De ce modèle, il résulte que la rentabilité (k) d'une action correspond à la somme de son rendement en dividende (Div_1 / P_0) et d'un facteur de croissance (g). Pour faire simple, la valeur de l'entreprise s'accroît lorsque son dividende versé augmente. Cette interprétation saugrenue sera corrigée quelques années plus tard par Gordon et Shapiro (1959) eux-mêmes en rajoutant à leur formule un taux de distribution (b) et un taux de rendement des investissements (r).

Cette nouvelle formule corrigée suppose que le taux de distribution (b) a un impact sur le dividende et son taux de croissance. Plus l'entreprise décide de retenir et de réinvestir ses bénéfices, plus la croissance de son dividende sera importante. Par ailleurs, une entreprise versant la totalité de son bénéfice avec un taux de distribution constant sera contrainte de réduire la croissance de son dividende si les bénéfices baissent. L'actionnaire touchant un dividende important aujourd'hui verra son dividende futur s'ajuster.

Équation 2 : formule de Gordon Shapiro corrigée (Berk, 2011)

Taux de croissance des dividendes (g) = $r \times b$

Dividende (Div_1) = $(1 - b) \times \text{bénéfices}$

$$P_0 = \frac{Div_1}{(k - g)} = \frac{(1 - b) \times \text{bénéfices}}{k - (r \times b)}$$

Cet ajustement met l'accent sur une certaine neutralité des dividendes et marque les prémices de la thèse de neutralité développée par Miller et Modigliani (1961). Ces similitudes entre les deux théories seront par ailleurs démontrées par Brennan (1971) qui conclura⁸ que la formule développée par Gordon Shapiro

⁸ Une entreprise verse un dividende de 4€ par action sur un bénéfice de 8€. Le taux de rentabilité exigé par les actionnaires est de 16% et le taux de croissance des dividendes est de 12%. Selon le modèle de Gordon Shapiro (1956), la valeur de l'action sera égale à :

$$P_0 = \frac{Div_1}{(k - g)} = \frac{4}{(0,16 - 0,12)} = 100\text{€}$$

Si cette entreprise décide de verser la totalité de son bénéfice et que pour réaliser son programme d'investissement elle augmente son capital de 4% (4/100), le taux de croissance de son dividende ne sera plus que de 8% (0,12-0,04)

$$P_0 = \frac{Div_1}{(k - g)} = \frac{4}{(0,16 - 0,08)} = 100\text{€}$$

(1959) n'est, contrairement à ce que l'on pourrait penser, pas contradictoire avec la thèse de neutralité de Miller et Modigliani (1961).

Enfin, l'année de la publication de sa formule ajustée, Gordon (1959) rejoint partiellement la théorie avancée précédemment par Graham et Dodd (1951) en développant leurs recherches. Le théoricien développe la « *Bird-in-hand-theory* » démontrant que les investisseurs n'aiment pas le risque et auront donc une préférence pour le versement d'un important dividende aujourd'hui plutôt que des plus-values futures. En présence de marchés imparfaits et d'informations asymétriques, un faible taux de distribution sera sanctionné par des coûts de capitaux plus importants. Inversement, un taux de distribution élevé réduira les coûts de capitaux et un gain de valeur pour l'entreprise. Cette hypothèse se verra vivement critiquée et recevra peu de support empirique.

2. Théories de neutralité

Réaliser un mémoire sur la politique de dividende des entreprises sans se référer à Miller et Modigliani (1961) est de l'ordre du surréalisme. Ces deux chercheurs pionniers ont démontré, sous les hypothèses d'un marché parfait et efficient, la neutralité de la politique de dividende (à politiques d'investissement et d'endettement fixes). Selon eux : « *Le taux de distribution des bénéfices importe peu et le montant des dividendes distribués n'affecte pas la richesse des actionnaires.* » (Albouy, 1990)

Afin de démontrer cette neutralité, nos deux théoriciens font les hypothèses suivantes :

- Les marchés financiers sont réputés parfaits : pas de coûts de transaction ni de taxes, pas de coûts liés à l'émission de nouvelles actions, et enfin aucun acteur n'est suffisamment important pour influencer le cours des titres ;
- Les marchés financiers sont réputés efficients : information disponible et gratuite pour tous (Fama, 1970) ;
- La rationalité des investisseurs. Un investisseur préférera toujours « plus de richesse » à « moins de richesse » quelle que soit la forme de « richesse ;
- L'avenir est connu (cette dernière hypothèse sera levée ultérieurement).

Bien que ces hypothèses soient un petit peu optimistes, nous pouvons faire une parenthèse sur l'efficacité des marchés qui, grâce à l'avènement des réseaux sociaux tels que Twitter et Facebook, est devenue presque parfaite. L'information est omniprésente, gratuite et instantanée.

Miller et Modigliani (1961) démontrent que la valeur de l'entreprise est indépendante du niveau de dividende. Ils ajoutent que l'entreprise peut également financer son dividende par augmentation de capital car elle a la capacité de se refinancer gratuitement et sans frais sur les marchés financiers. Si une entreprise décide d'augmenter son dividende sans pour autant changer sa politique d'investissement, elle émettra des actions du montant de cette augmentation. La perte sera contrebalancée par un gain et la valeur de l'entreprise restera inchangée. Enfin, ils considèrent que l'investisseur est indifférent à la politique menée car il pourra sans aucune difficulté combler l'absence de dividendes et en créer artificiellement en revendant des titres de la société. En présence de ces hypothèses quelque peu restrictives, la politique de dividende apparaît comme neutre pour l'entreprise mais également pour l'investisseur.

Il convient tout de même d'attirer l'attention sur l'omission de la part de Miller et Modigliani de l'effet de précompte. En levant des fonds, l'entreprise augmente le nombre d'actions en circulation et pourrait, en fonction de la rentabilité de ses projets, augmenter ses rémunérations sous forme de dividendes. En fonction du pays, ce dividende sera taxé et subira un effet de précompte. Le montant de l'augmentation de capital de l'entreprise énoncé précédemment sera diminué à concurrence du taux de précompte en vigueur.

3. Contradiction de la théorie de la neutralité et théories de non-neutralité

Bien que validant partiellement la théorie résiduelle des dividendes développée par Walter (1956) pour qui la décision de redistribution n'est pas une décision majeure étant donné qu'elle ne vient qu'après les décisions de financement et d'investissement (d'où son rôle « résiduel »), la thèse de neutralité défendue par Miller et Modigliani (1961) a rapidement essuyé des critiques de la part du milieu académique. Les principales contestations font référence à des hypothèses trop restrictives et déconnectées de la réalité.

En présence d'un marché ne respectant pas les hypothèses avancées par nos deux théoriciens, nous nous retrouvons face à un marché imparfait et non efficient et donc un marché où la politique de dividendes pourrait avoir un impact sur la valeur de la firme. Si les hypothèses sont fausses, la neutralité ne prévaut plus.

En effet, cette divergence entre théorie et pratique s'explique par des marchés financiers ne correspondant pas aux hypothèses avancées. C'est sur base de ces imperfections de marchés que les nouvelles théories se sont développées. C'est alors que des coûts de transaction, des taxes et un durcissement de l'accès à l'information seront rajoutés au modèle pour tenter de comprendre cette non-neutralité.

4. L'effet de coûts de transaction

Une première contradiction à la théorie de neutralité est liée aux coûts de transaction et à la théorie du dividende résiduel (Walter, 1956). Les entreprises forcées de supporter d'important coûts de transaction seront contraintes de réduire leur taux de distribution pour éviter des coûts liés à un refinancement sur le marché (Mueller, 1967 ; Higgins, 1972).

5. L'effet clientèle

L'introduction de taxes dans le modèle de Miller et Modigliani (1961) remet en question la neutralité des dividendes. L'existence d'une différence de taxation entre les plus-values et dividendes crée une imperfection dans le sens où elle peut amener l'entreprise à attirer une clientèle différente. Cet effet clientèle sous-entend qu'en fonction de la politique de distribution plébiscitée, l'entreprise attirera des profils d'investisseurs hétérogènes. « *Ainsi, une firme choisit son mode de distribution selon la fiscalité de ses actionnaires ou de ceux qu'elle veut attirer* » (Allen et Michaely, 2003).

Black et Scholes (1974) et Miller et Scholes (1978) soutiennent cet effet et ajoutent que les entreprises payant un faible ou aucun dividende attirent des investisseurs ne préférant pas de dividendes. Au final, chaque entreprise attire un certain type de clientèle et il lui sera impossible d'augmenter sa valeur en changeant sa politique de dividende.

Enfin, Lintzberg et Ramaswamy (1980) et Eades, Hess, et Kim (1984) démontrent qu'une clientèle n'est pas meilleure qu'une autre et qu'une modification du dividende serait infructueux.

Perez et Gonzalez (2002) avancent que les entreprises ont tendance à ajuster leur politique de dividende en fonction des préférences fiscales des actionnaires majoritaires. Quand ces actionnaires majoritaires ne sont pas taxés sur leurs dividendes, un changement fiscal n'est pas susceptible de modifier la politique de dividende d'une entreprise. Casey et Anderson (1999) démontrent que la réforme fiscale américaine de 1986 n'a pas entraîné de modifications significatives sur la politique de distribution dans les entreprises composées de parties prenantes faiblement taxées.

Brennan (1970) et Lintzeberger et Ramaswamy (1982) poursuivent ces imperfections fiscales en développant la « *tax preference theory* ». Comme vu précédemment, Miller et Modigliani (1961) avaient démontré la neutralité du dividende en avançant que les actionnaires avaient la possibilité de créer artificiellement leurs dividendes (grâce à la revente de titres) dans le cas d'une entreprise ne distribuant pas. Cette théorie de préférence suggère que les dividendes sont taxés hautement et directement alors que les plus-values ne le sont que lors de la revente d'un titre et à moindres termes. Pour ces raisons, l'actionnaire aura une préférence pour la rétention des bénéfices plutôt que d'un versement de dividende en cash. D'autre part, des études menées par Miller et Rock (1985) ont démontré un avantage fiscal en faveur du dividende. Dans ce cas-ci, l'actionnaire ayant besoin de liquidités poussera l'entreprise à distribuer uniquement si « *les coûts de transactions sont supérieurs aux taxes sur la distribution* » (Allen et Michaely, 2003).

Bien que la fiscalité liée aux politiques de distribution s'éloigne de notre sujet d'études, il nous a semblé important de souligner les difficultés auxquelles sont soumises les entreprises lors de la détermination de leur mode de distribution le plus optimal possible. Ces difficultés apparaissent d'autant plus pour les entreprises agissant mondialement, comme celles du secteur brassicole, compte tenu des disparités des traitements fiscaux liées aux dividendes et plus-values.

Les managers devront choisir la politique de distribution la plus optimale pour satisfaire le plus grand nombre d'actionnaires.

6. Théorie des signaux

Miller et Modigliani (1961) avaient pris comme hypothèse l'efficience des marchés lors du développement de leur thèse de neutralité. Cette notion d'efficience des marchés développée par Fama⁹ (1970) sous-entend que tous les participants (managers, actionnaires, banquiers) ont la même information sur la firme. « *Un marché dans lequel les prix 'reflètent pleinement' et toujours l'information disponible est appelé efficient* » (Fama, 1970).

La théorie des signaux part du constat que lorsqu'un des participants possède une information supérieure sur l'entreprise, une asymétrie d'information se crée. Cette asymétrie est bien souvent à l'avantage des « *insider* » (managers) car ceux-ci ont une meilleure connaissance de la situation de l'entreprise et au désavantage des « *outsider* » (investisseurs externes). Il existe en effet un déséquilibre informationnel entre demandeurs et offreurs. Pour cette raison, les entreprises publient régulièrement des rapports d'activités et organisent des réunions avec des analystes pour permettre aux dirigeants de communiquer sur leurs objectifs. Cependant, l'information tirée de ces rapports n'est pas suffisante et reflète bien souvent des performances passées. Le marché évalue les perspectives d'avenir. Pour réduire cette asymétrie, les dirigeants soucieux de maximiser la richesse de leurs actionnaires souhaitent leur donner un signal sur la situation et les perspectives futures de l'entreprise. Dans notre cas, le signal sera transmis au travers du dividende. « *Les modèles de signalisation par les dividendes sont susceptibles de maintenir les marchés financiers en situation d'équilibre et supprimant l'asymétrie informationnelle* » (Albouy et Dumontier, 1992). Spence (1974) et Riley (1975) définissent les conditions d'équilibre des marchés : « *Le signal doit être coûteux et l'émission de mauvais signaux doit être pénalisée pour que les dirigeants d'entreprises peu rentables ne soient pas incités à laisser croire le contraire de manière à tirer profit de la surévaluation momentanée que pourrait entraîner l'activité de signalisation erronée* »

⁹ Fama distingue 3 formes d'efficience des marchés

- La forme faible (« *Weak form* »)
- La forme semi-forte (« *Semi-Strong form* »)
- La forme forte (« *Strong form* ») = L'efficience des marchés

Le contenu informatif des dividendes est très vite abordé dans la littérature mais il faudra attendre quelques années avant de voir apparaître les premières modélisations et théories en la matière. Dès 1961, Miller et Modigliani avaient déjà conçu que les investisseurs interprétaient une modification du dividende comme un changement anticipé du bénéfice. Cependant, ils ne rejettent pas leur thèse de neutralité et considèrent que les fluctuations observées lors de l'annonce du versement d'un dividende ne sont pas liées au flux de cash engendré mais aux informations véhiculées au travers de cet instrument de distribution.

Bhattacharya (1979) fut le premier à décrire la théorie du signal par le biais des dividendes. Selon lui, l'annonce d'un dividende permet de fixer la valeur de l'entreprise. Si en début de période, un manager investi dans un projet A dont la rentabilité est connue, il va annoncer en ce début de période un dividende égal au bénéfice de ce projet. En fin de période les bénéfices tirés du projet A seront utilisés pour verser le dividende précédemment annoncé. Si le manager a menti, il devra se refinancer coûteusement sur le marché pour honorer ses promesses. A l'équilibre, il n'est donc pas dans l'intérêt de l'entreprise d'annoncer des résultats surévalués au risque de devoir se refinancer ultérieurement. Au final, seules les entreprises ayant des projets à VAN positive distribueront un dividende. « *Dans ce modèle, le coût de signalisation est double : le coût du refinancement et le coût de l'imposition des dividendes.* » (Albouy et Dumontier, 1992). Ce modèle fut critiqué pour sa simplicité ne reflétant pas la réalité. Lease et al. (2000) dénoncent un problème temporel : le dividende est annoncé en début de période mais n'est payé qu'en fin, il n'y a donc aucune obligation de payer la somme initialement annoncée.

John et Williams (1985) poursuivent les recherches et proposent un modèle où l'asymétrie d'informations entre managers et actionnaires est liée aux opportunités d'investissements. Les auteurs démontrent qu'à l'équilibre, les managers signalent au marché une augmentation de la rentabilité en distribuant un dividende taxable plus élevé que la rentabilité des investissements. Dès lors, le dividende aura comme effet de surévaluer artificiellement le cours du titre. Cette surévaluation sera ultérieurement corrigée lorsque l'actionnaire devra s'acquitter des taxes sur son dividende.

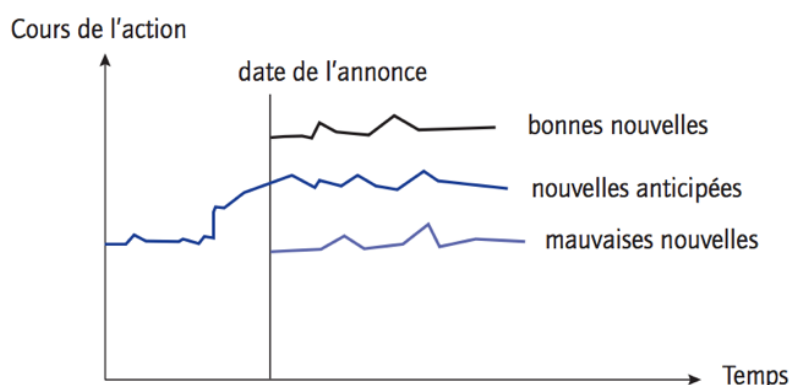
La perte liée au paiement des taxes sera contrebalancée par le gain de surévaluation de l'action suite au transfert d'informations.

Enfin, la même année, Miller et Rock (1985) construisent un modèle à deux périodes où le bénéfice et l'investissement sont des composantes inconnues pour l'investisseur. L'unique moyen de signaler la valeur présente de l'entreprise se fera via les dividendes. Une mauvaise entreprise peut bluffer le marché en distribuant un gros dividende. Pour ce faire, elle utilisera le revenu normalement consacré à ses investissements. Une bonne entreprise, quant à elle, utilisera les revenus tirés de ses investissements et non l'argent destiné à ceux-ci. Au final, la signalisation de la valeur de l'entreprise est liée au coût d'opportunité subi par la mauvaise entreprise ne pouvant plus investir dans des projets faute de moyens.

De manière générale, l'ensemble de ces modèles montre qu'un changement dans la politique de dividende est un signal direct émis par l'entreprise quant à ses résultats futurs. Le dividende véhicule de l'information beaucoup plus crédible que toute autre forme de communication. En effet, l'augmentation du dividende est une bonne nouvelle et donne un bon signe sur les perspectives futures de l'entreprise. Si cette information n'est pas anticipée par le marché, l'annonce d'un dividende supérieur aux résultats anticipés entraînera une hausse des cours. Dans le cas inverse, une baisse des dividendes constitue une mauvaise nouvelle. L'entreprise, en diminuant son dividende, transmet un signal négatif sur ses résultats futurs et la valeur des actions baisse. Le même phénomène apparaît lorsqu'une entreprise décide de suspendre subitement son dividende.

Enfin, précisons que les sociétés adaptent leurs dividendes avec un « retard » d'une période à l'autre par rapport aux évolutions de son bénéfice. Ce mécanisme permet aux investisseurs d'anticiper les bénéfices et /ou pertes futures. (Miller et Rock, 1985)

Figure 18 : l'effet de l'annonce du dividende sur la valeur de l'action (Berk et DeMarzo, 2011)



Les principaux modèles de signalisation présentés ci-dessus permettent d'appréhender la politique de dividende sous un angle nouveau. Les différentes études empiriques vérifiant la pertinence de ces modèles s'accordent sur deux conclusions (Albouy et Dumontier, 1992) :

- Du côté des investisseurs, ceux-ci ont tendance à corriger leurs anticipations et à les remettre en question à chaque versement de dividende ;
- Du côté de l'entreprise, le niveau du bénéfice futur sera un des principaux facteurs dans la détermination du dividende.

7. Théorie de l'agence

Nous avons jusqu'à présent analysé les politiques de dividende en supposant que les managers avaient pour objectif de maximiser la valeur de l'entreprise. Dans le cas d'une entreprise entrepreneuriale où l'actionnaire et le dirigeant sont la même personne, cette hypothèse peut être facilement acceptée. Or, dans le cas d'une entreprise dite managériale, ces fonctions de décision et de propriété peuvent être séparées, entraînant un conflit d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires. Il peut exister des divergences d'objectifs entre les différentes parties prenantes de la firme pouvant entraîner un conflit d'intérêt (Jensen et Meckling, 1976). La théorie de l'agence considère que les dividendes sont un moyen de résoudre ces conflits et de diminuer ces conflits.

Une relation d'agence est une relation contractuelle où les actionnaires (« *le principal* ») donnent le droit aux dirigeants (« *l'agent* ») de prendre des décisions en leur nom.

L'agent agit en principe dans l'intérêt du principal mais lorsque chaque individu tente de maximiser son utilité, des coûts d'agence apparaissent. Il en existe trois :

- Coûts de surveillance des managers (supportés par les actionnaires) ;
- Coûts de dédouanement (supportés par les managers) servant à montrer aux actionnaires que le manager agit dans leur intérêt ;
- Coûts résiduels (supportés par les actionnaires et managers).

Easterbrook (1984) démontre que lorsqu'une politique d'investissement est choisie, la distribution des dividendes motive les dirigeants à la bonne réalisation de ces investissements. Des emprunts supplémentaires seraient, d'une part, coûteux et, d'autre part, nécessiteraient un audit préalable de la part des actionnaires. Le dividende agit ici comme instrument de contrôle permettant aux actionnaires de s'assurer que les dirigeants agissent dans l'intérêt de la société et non le leur. Cependant, l'observation de la réalité est autre et la simplicité de ce modèle peut être remise en question. Premièrement, la demande de dividende est propre à chaque actionnaire et dépendra de considérations fiscales et comportementales. L'utilisation du dividende comme outil servant à discipliner les dirigeants n'est pas partagée par tous les détenteurs d'actions. Deuxièmement, les entreprises étudiées présentent de faibles opportunités de croissance. Nous avons vu précédemment que le choix de réinvestissement des bénéfices dans des projets rentables peut s'avérer payant pour les actionnaires.

Revenons sur la première critique et posons-nous la question de savoir si le but de la demande de dividende des actionnaires est de discipliner les dirigeants. *« L'idée d'une demande de dividende par les actionnaires pour discipliner des dirigeants consiste à considérer, au moins implicitement, que l'actionnariat des entreprises est dilué et que les minoritaires ont des attentes homogènes. Cette vision de l'entreprise néglige l'existence de motivations variées des multiples groupes d'actionnaires qui se côtoient au sein d'une même société. »* (Albouy, 2010). La réalité nous montre que la demande de rémunération de la part des actionnaires minoritaires est motivée d'une part pour contrôler les dirigeants mais également pour toucher une part du bénéfice. Cette dernière motivation est particulièrement vérifiée dans le cas d'entreprise familiale comme c'est le cas dans le secteur brassicole où les dividendes constituent une source de rémunération principale.

En fonction des motivations personnelles des investisseurs, les préférences en matière de dividende vont diverger.

Dans le cas d'entreprises familiales, les dirigeants ont tendance à œuvrer dans l'intérêt de l'actionnaire majoritaire détenant le contrôle. Lorsqu'il existe une séparation entre le dirigeant et le principal actionnaire, ce dernier exercera une pression en siégeant au Conseil d'Administration (Godard et Schatt, 2005). Détenir un bloc de contrôle sous-entend détenir un grand nombre d'actions d'une même entreprise et de facto une mauvaise diversification de son portefeuille. En cas de faillite de l'entreprise, ce type d'actionnaire risque de tout perdre mais nous sommes amenés à nous demander si l'utilisation des bénéfices pour verser un dividende au lieu de le réinvestir dans des projets pourrait accélérer cette faillite. Cette décision fait partie des décisions de distribution et est particulière à chaque entreprise.

Cependant, des divergences d'intérêts entre actionnaires majoritaires et minoritaires peuvent exister et créer des conflits. Warther (1993) propose une théorie de « *sleeping dogs* » dans laquelle les gestionnaires auront tendance à verser des dividendes suffisants pour éviter tout conflit avec les actionnaires.

Cette théorie peut être illustrée aujourd'hui avec la présence d'actionnaires participatifs. Ces actionnaires utilisent la part de capital (souvent minoritaire) pour exercer une pression sur le management. « *Nelson Peltz, fort d'un investissement de 3,3 milliards de dollars en actions Procter & Gamble, soit environ 1,48% du capital se présente comme candidat au Conseil d'Administration* » (Agefi, 2017)

Gomes (2000) poursuit ce raisonnement et démontre qu'un actionnaire majoritaire comme cela peut être le cas dans une entreprise familiale peut vouloir verser des dividendes pour se bâtir une bonne réputation auprès des actionnaires minoritaires.

Au final, la théorie de l'agence et l'utilisation du dividende comme instrument servant à discipliner les dirigeants dépendra de la structure actionnariale.

8. Conclusions

Ce chapitre nous a permis d'identifier les principales théories en matière de dividende mais également d'en comprendre la complexité. Le puzzle évoqué par Black (1976) ne semble toujours par résolu malgré la multitude d'études et de théories en la matière, « *plus nous regardons le dividende, plus il ressemble à un puzzle avec des pièces ne semblant pas s'associer. Pourquoi les entreprises payent-elles un dividende ? Pourquoi les investisseurs prêtent-ils de l'attention aux dividendes ?* »¹⁰ (Black 1976).

A ce stade, il est très difficile de généraliser l'ensemble de ces modèles et de percevoir une tendance quant aux déterminants de la politique de dividende. Beaucoup de facteurs rentrent en jeu et chaque entreprise est unique. L'objectif du prochain chapitre sera de reprendre l'ensemble des facteurs pouvant avoir une influence sur la politique de dividende d'une entreprise.

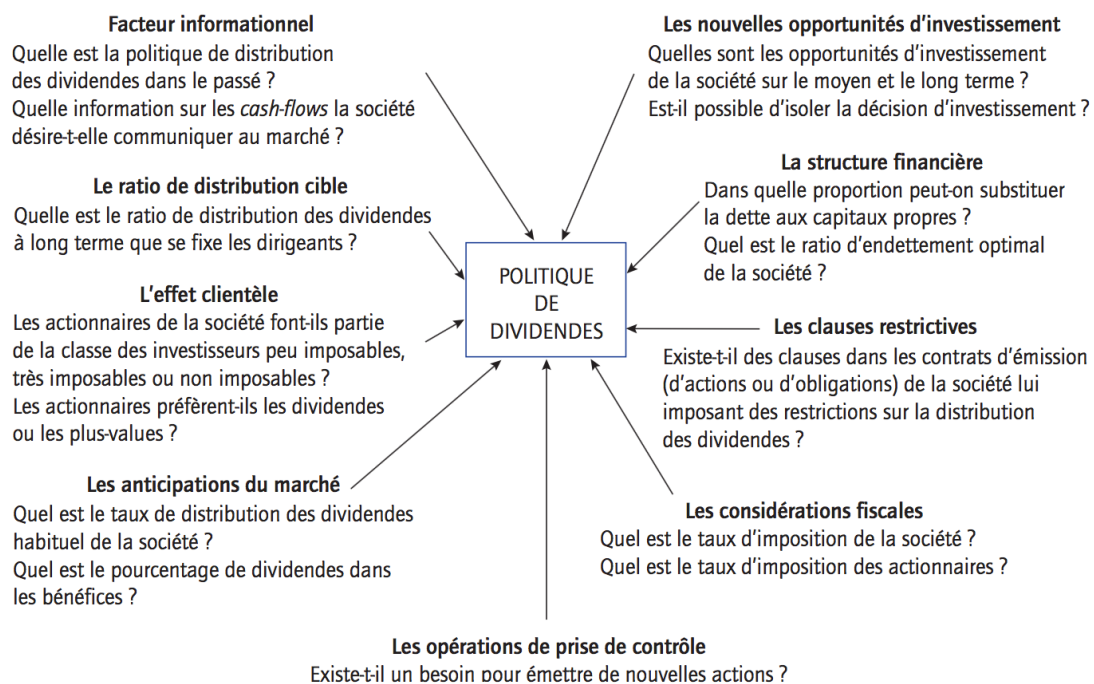
¹⁰ « *The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don' t fit together. Why do corporations pay dividends ? Why do investors pay attention to dividends ?* » (Black, 1976)

Chapitre 5 :

Les facteurs influençant la politique de dividende

L'introduction aux politiques de dividende (Chapitre 2) et le comportement des entreprises en la matière (Chapitre 3) nous a permis de souligner les premiers facteurs ayant une influence sur la décision de distribution de l'entreprise. Nous savons que la taille, la rentabilité, les opportunités de croissance et indirectement le secteur ont une influence sur la politique de dividende. Cependant, la revue de littérature entreprise précédemment, souligne que nous sommes encore loin d'un modèle uniforme à toutes les entreprises. En effet, nous avons pu constater qu'il existe encore une multitude de facteurs influençant la politique de dividende : ce cinquième chapitre aura pour objectif de les identifier et de les comprendre.

Figure 19 : les différents facteurs explicatifs de la politique de dividende (DSCG 2, 2013)



1. Le facteur informationnel

Nous commencerons ce chapitre sur les facteurs de la politique de dividende par présenter le contenu informatif du dividende. Nous avons vu précédemment dans la théorie des signaux (Chapitre 4 – 4) que le dividende est un moyen utilisé pour pallier l'asymétrie d'informations entre managers et actionnaires. L'entreprise ajustera sa politique de dividende en fonction du signal qu'elle souhaite transmettre au marché et à ses actionnaires. En augmentant ses dividendes, les gestionnaires envoient un signal d'une firme en bonne santé et dont les cashflows futurs devraient croître. D'un autre côté, en diminuant ses dividendes, le signal peut être interprété négativement : l'entreprise aurait des difficultés financières et le niveau actuel des dividendes ne serait plus soutenable. Le signal peut également être interprété de manière positive et sous-entendrait que l'entreprise est prudente et préfère garder ses liquidités. La manière de présenter les informations au marché est donc fondamentale et influencera l'investisseur.

Le facteur informationnel des dividendes est soutenu dans la littérature financière. Dans une première étude réalisée auprès de cent nonante-huit directeurs financiers d'entreprises cotées sur le NYSE par Baker et Powell (2000), il ressort que les deuxième et troisième facteurs influençant les décisions en matière de dividende sont liés à la stabilité du dividende. En effet, les directeurs financiers basent leur décision en matière de redistribution sur le dividende passé et le maintien du prix de l'action. Le quatrième facteur poursuit cette volonté de stabilité et concerne la préoccupation des managers qu'un changement de dividende puisse envoyer un mauvais signal aux investisseurs. Ces conclusions sont appuyées dans une seconde étude réalisée auprès de trois cent quatre-vingt-quatre CFO par Brav et Graham (2005). Il apparaît que 80% des répondants affirment utiliser le dividende pour véhiculer de l'information au marché et 88% des répondants affirment qu'il y a des conséquences négatives à la réduction du dividende. Pour finir, le deuxième facteur le plus important lors de la détermination de la politique de dividende est de maintenir une régularité avec le dividende historique. Ces études permettent de mettre en avant que l'un des facteurs les plus importants lors de la détermination de la politique de dividende est lié d'une part à la régularité par rapport aux dividendes passés et d'autre part au signal que l'entreprise souhaite transmettre au marché.

2. Le ratio de distribution cible

Dans un précédent chapitre nous avons abordé les différents types de politique de dividende (Chapitre 3 – 1) et développé le paiement des dividendes selon un ratio de distribution défini. Pour reprendre les travaux de Lintner (1956) mettant en avant le lissage des dividendes et le « *target payout ratio* », Brav et Graham (2005), dans une étude citée précédemment, affirment que 40% des répondants poursuivent un objectif cible de dividende par action et que seulement 28% suivent un ratio de distribution en fonction des bénéfices. Enfin, plus de la moitié des répondants suivant un « *target payout* » déclarent être flexibles quant à la réalisation de leurs objectifs et 12% affirment que ces objectifs ne sont là que pour rassurer les actionnaires. Le « *target payout ratio* » mis en avant par Lintner (1956) apparaît donc comme un facteur influent mais pas déterminant lors des décisions de redistribution des bénéfices sous forme de dividendes.

3. L'effet clientèle

L'effet clientèle peut également avoir une influence sur la politique de dividende. En fonction du régime fiscal en vigueur, certaines entreprises auront tendance à distribuer plus ou moins sous forme de dividende. Les entreprises versent des dividendes en fonction des actionnaires et certains investisseurs ont acquis des titres dans le but d'obtenir des liquidités et non des plus-values. C'est le cas de certaines entreprises familiales où le propriétaire n'est pas le gérant et où le dividende versé constitue l'unique rémunération. Lors de la détermination de la politique de dividende, les gestionnaires doivent prendre en compte ses préférences et les satisfaire au mieux.. En fonction de la politique adoptée, l'entreprise attire une certaine clientèle d'investisseurs. Cependant, l'existence d'un certain type de clientèle rendra un changement de politique difficile . Il est dans l'intérêt de l'entreprise d'avoir une stabilité au niveau de ses dividendes mais également au niveau de ses investisseurs.

Cependant Baker et Powell (1999) démontrent dans leurs recherches un faible intérêt de la part des managers pour la fiscalité de leurs actionnaires. L'étude réalisée par Brav et Graham (2005) met également en avant que les taxes sont un facteur de seconde zone lors de la détermination de la politique de dividende. Un tiers des répondants affirment qu'une réduction des taxes sur le dividende

pourrait conduire à une augmentation du montant du dividende alors que les deux-tiers restants ne semblent pas y prêter attention. Il apparaît donc que les taxes ont une influence sur la politique de dividende lors de la présence d'un actionnaire majoritaire.

En conclusion, l'état actuel de la recherche ne permet pas de conclure clairement de l'effet clientèle comme déterminant de la politique de dividende. Nous pensons cependant que la fiscalité influence le comportement des investisseurs mais qu'inversement certains investisseurs peuvent influencer le comportement des entreprises, c'est ce que nous verrons au point suivant

4. Les facteurs internes

4.1 La structure de l'actionnariat

La structure et le type d'actionnariat peuvent avoir une incidence sur la politique de dividende. Il peut en effet exister des conflits d'intérêt lorsqu'il existe une grande séparation entre les propriétaires et les dirigeants d'une entreprise. Les décisions des entreprises lors de la décision du montant du dividende en présence d'un actionnaire majoritaire¹¹ peuvent substantiellement différer. Un actionnaire majoritaire a en effet la possibilité d'imposer en quelque sorte ses décisions lors de l'assemblée générale. Lorsque cet actionnaire majoritaire est lié à une famille, l'impact sur la politique de dividende est amplifiée.

Les entreprises familiales présentent des caractéristiques bien distinctes des autres compagnies. L'actionnariat familial est un actionnariat ayant une vision à long terme, souvent intergénérationnel et présentant des portefeuilles peu diversifiés (Anderson et Reeb, 2003). « *La propriété familiale comporte deux spécificités. Premièrement, les membres de la famille ont une partie très importante de leur fortune investie dans leur entreprise et deuxièmement il veulent garder le contrôle à long terme* ». (Isakov et Weisskopf, 2014). Cette notion de contrôle à long terme peut être obtenue grâce à l'élaboration de contrats interdisant la revente des titres de l'entreprise à un non-membre de la famille.

¹¹ « Une entreprise est classifiée comme étant contrôlée par un actionnaire majoritaire dès que ce dernier détient plus de 20% des droits de votes » (Vernimmen, 2017)

Ce protectionnisme extrême sécurise la famille mais oblige en quelque sorte l'entreprise à verser des dividendes étant donné la plus grande difficulté à réaliser des plus-values.

Si les familles ne sont pas présentes physiquement au Conseil d'Administration, elles nomment un CEO externe. La motivation de ces gestionnaires pourrait être autre que la maximisation de la valeur de la firme. En effet, ils pourraient chercher à préserver le nom et la réputation de la famille ou encore ajuster leur politique de dividende pour faire plaisir à la famille et espérer plus de liberté entrepreneuriale ultérieurement. Une étude réalisée par Isakov et Weisskopf (2014) sur cent quatre-vingt-sept entreprises suisses entre 2003 et 2010 confirme ces hypothèses et montre une relation positive entre le pourcentage de droit de vote détenu par une famille et le taux de distribution. « *Plus la famille détient une part importante des actions, plus les dividendes sont élevés* ». Au final, toute la difficulté pour ces gestionnaires est de trouver un bon équilibre pour satisfaire les membres de la famille d'une part et assurer la pérennité de l'entreprise d'autre part

La présence d'un actionnaire majoritaire n'est pas uniquement familial. Cet actionnaire peut être un fonds, un Etat ou encore une autre entreprise. En fonction des volontés de ces actionnaires majoritaires, la politique de dividende variera. Nous avons retenu quatre autres types d'actionnaires pouvant influencer la politique de distribution d'une entreprise :

- Les investisseurs institutionnels : il n'apparaît pas clairement dans la littérature que ce premier type d'actionnaire peut influencer la politique de dividende d'une entreprise. Allen, Bernardo et Welch (2000) montrent aux Etats-Unis une préférence de ces investisseurs à recevoir un dividende élevé. D'un autre côté, Grinstein et Michaely (2005) montrent un désintérêt des institutionnels envers les entreprises fortement généreuses en dividende. Dès lors, il n'apparaît pas clairement que ce premier type d'actionnaire soit en mesure d'influencer l'entreprise dans ses décisions de redistribution. L'observation de la réalité peut différer de la théorie dans certains cas.

A titre d'exemple, les fonds de pension sont en général moins imposés sur leurs revenus en dividendes et devraient en toute logique se tourner vers des actions versant un dividende généreux. En 2016, la propension des entreprises européennes (58%) à distribuer plus que les firmes américaines (37,5%) semble indiquer un plus grand désintérêt de la part des investisseurs institutionnels américains quant à la politique de dividende poursuivie.

- Les actionnaires activistes : il s'agit d'un actionnaire généralement minoritaire (- de 10%) exerçant une pression sur le management pour s'assurer de l'alignement des objectifs de l'entreprise avec les siens. A titre d'exemple, Daniel Loeb, un gestionnaire de fond New Yorkais a poussé le géant de l'agro-alimentaire Nestlé à revoir sa stratégie en détenant seulement 1% du capital du groupe. (Challenge, 2017) « *Le fonds activiste américain Third Point a pris 1% du capital de Nestlé (2ème actionnaire du géant des cosmétiques après la famille Bettencourt, avec 23% du capital), invitant le n°1 mondial de l'agroalimentaire à améliorer ses marges, lancer un programme de rachat d'actions et à se séparer d'actifs non-stratégiques, dont sa participation de 25 milliards d'euros dans L'Oréal* » (Capital, 2017)
- L'actionnaire principal : l'entreprise peut également être influencée par un actionnaire quand celui-ci est individuel (Perez-Gonzalez, 2003). Ecko et Verma (1994) démontrent également cette influence sur les entreprises canadiennes. Dans ce cas-ci, la présence de ce type d'actionnaire peut influencer les décisions de distribution.
- L'actionnaire-dirigeant : si les dirigeants sont également actionnaires, leurs propres décisions peuvent avoir une influence (Moser, à paraître). La présence de ce troisième type d'actionnaire à l'intérieur de la structure a une influence sur la politique de dividende.

4.2 La taille

Jensen (1986) suggère que les firmes de grande taille (sur base de la valeur nette comptable de l'actif) disposent d'importants cashflow libres et ont tendance à être plus généreuses en termes de dividendes. Crutchley et Hansen (1989) poursuivent ces travaux en ajoutant que les grandes entreprises ayant un accès plus facile aux capitaux auront tendance à redistribuer leurs bénéfices. Osobov (2008), Hosami (2007), Kuwari (2009) et Olantundun (2000) supportent également qu'il existe donc une relation positive entre la taille d'une entreprise et son taux de distribution.

4.3 La profitabilité

Une profitabilité élevée amène des cashflows élevés et peut donc conduire à des paiements de dividendes généreux. Cependant, la relation positive entre profitabilité et taux de distribution n'est pas toujours vérifiée. Bien que la rentabilité soit une condition sine qua non au versement d'un dividende, elle ne l'entraîne pas toujours. En effet, l'entreprise peut décider de conserver son bénéfice pour des réinvestissement futurs. Amidu et Abor (2006), et Kania et Bacon (2005) démontrent dans leurs travaux empiriques la préférence des entreprises à la conservation de ces bénéfices. D'un autre côté Li et Lie (2006) démontrent une relation positive entre la rentabilité et la distribution de dividende. Ces travaux sont cependant basés sur l'analyse du marché dans son ensemble et ne font pas de distinction sectorielle. Certains secteurs sont plus profitables que d'autres et sont donc plus enclins à verser des dividendes.

4.4 Le risque

Chen et Steiner (1999), et Chang et Rhee (1990) développent un modèle mettant en avant qu'une entreprise avec un niveau de risque¹² élevé - et donc des cashflow très volatils - aura tendance à conserver son bénéfice et à ne pas le redistribuer sous forme de dividende. Par ailleurs, les entreprises risquées s'abstiennent de redistribuer leurs bénéfices pour éviter de devoir supporter des coûts de refinancement trop importants. Le paiement de dividendes semble donc être inversement proportionnel au profil de risque de l'entreprise.

¹² Mesuré sur base du ratio cours/bénéfice (« P/E Ratio »)

4.5 Le levier financier

Le levier financier fait référence à la capacité d'une entreprise à rembourser sa dette. « *Si ce ratio est supérieur à 5, on considère généralement que l'entreprise est trop endettée par rapport à sa capacité à générer de la richesse.* » (Vernimmen, 2017). Conséquemment, un grand nombre d'études affirment que le niveau de levier financier¹³ affecte négativement les politiques de dividende (Jensen et al., 1992 ; Crutchley et Hansen, 1989, Faccio et Lang, 2001). Quand une entreprise s'endette, elle fait face à des charges d'intérêts. Le non-paiement de ces charges peut entraîner la faillite. En conséquence, une entreprise va préférer utiliser ses bénéfices pour payer ses obligations envers ses créanciers plutôt que de satisfaire ses actionnaires.

Rozeff (1982) ajoute que les firmes avec un levier financier élevé ont tendance à avoir un taux de distribution plus faible. En effet, les entreprises avec des leviers financiers élevés doivent faire face à des coûts de transaction plus élevés (dus aux coûts de refinancement externe) et se retrouvent dans une position délicate pour rémunérer leurs actionnaires. La dette n'est donc pas positive pour le dividende et plus particulièrement le levier financier a un effet négatif sur la politique de dividende de l'entreprise.

4.6 La liquidité

« *La liquidité d'une entreprise exprime sa capacité à faire face à ses échéances à court terme, généralement à l'horizon de moins d'un an, dans une perspective de continuité de l'exploitation* » (Vernimmen, 2017). Une entreprise disposant de plus de liquidités est plus susceptible de payer un dividende qu'une entreprise dont la liquidité est critique. Nous avons vu précédemment que les paiements des dividendes sont liés aux cashflow de l'entreprise. Une mauvaise liquidité est liée à un manque de cash et donc constitue une difficulté pour l'entreprise de reverser des dividendes. Ho (2003) démontre qu'au Japon les firmes les plus généreuses en dividendes ont tendance à être plus liquides¹⁴. La liquidité entretient donc une relation positive avec le paiement d'un dividende.

¹³ Mesuré sur base du ratio Dettes long et court termes/Fond propres

¹⁴ Mesuré sur base du ratio Actif circulant/Passif circulant

4.7 Les opportunités d'investissement et de croissance

Lorsque l'entreprise se retrouve face à des projets d'investissements à VAN positive, elle va préférer utiliser des financements internes plutôt qu'externes. Le recours à ces financements internes afin d'éviter des coûts de financement externe peut avoir une influence sur la politique de dividende. Myers et Majluf (1984) confirment cette tendance et démontrent que les firmes en présence d'investissements intéressants auront tendance à payer peu ou pas de dividendes. Inversement, des entreprises matures et disposant de moins de projets intéressants auront tendance à payer des dividendes élevés pour éviter un sur/ou mauvais investissement du cash de l'entreprise. Ces entreprises ne disposent en général pas vraiment d'incitants à construire des réserves, à l'inverse de jeunes entreprises devant provisionner pour faire face à leur croissance rapide. Ceci rejoint la relation précédemment évoquée qui peut exister entre le cycle de vie de l'entreprise et sa politique de dividende (Chapitre 3 – 4).

Chang et Rhee (1990) adhèrent aux conclusions de Myers et Majluf (1984) et rajoutent que plus élevées et intéressantes sont les opportunités d'investissement, plus le dividende payé sera faible¹⁵. Enfin, Farinas et Moreno (2000) ont mis en avant l'existence d'une relation positive entre l'âge d'une entreprise et le taux de distribution. Le paiement du dividende est donc positivement ou négativement associé aux opportunités d'investissements.

5. Les facteurs externes

5.1 Contraintes légales

Il existe certaines contraintes légales pouvant limiter les distributions sous forme de dividendes. D'un autre côté, les SIR¹⁶ (anciennes SICAFI) sont obligées de distribuer 80% de leurs bénéfices sous forme de dividendes, garantissant pour les actionnaires une régularité de leurs rendements.

¹⁵ « The higher the growth opportunities, the lower the dividend payments »

¹⁶ « Une Société Immobilière Réglementée (SIR) est une société d'investissement à capital fixe immobilier, une variante du fonds de placement, soit un pot commun. L'argent récolté par la SIR auprès des épargnants est investi dans l'immobilier : des bâtiments proprement dits, des actions de sociétés immobilières, des certificats immobiliers. » (Keytrade, 2017)

5.2 Les Taxes

Les disparités fiscales peuvent avoir une influence sur la politique de dividende. Nous avons abordé plus haut, dans le point sur l'effet clientèle, le fait qu'en fonction du régime fiscal en vigueur, certains investisseurs préfèrent un dividende et d'autres des plus-values. Cet effet clientèle se vérifie dans des entreprises dont l'actionnariat est concentré et à même d'influencer les choix de distribution de l'entreprise. Dès lors, une réforme fiscale peut avoir une influence sur la politique de dividende de l'entreprise.

5.3 Contraintes institutionnelles

Ces contraintes apparaissent lorsqu'une entreprise possède dans son actionnariat un investisseur institutionnel¹⁷. Certains de ces investisseurs n'achètent que des actions offrant des dividendes généreux. La présence de ce type d'investisseur peut avoir une influence sur la politique de dividende lorsque celui-ci est majoritaire.

5.4 Clauses restrictives

Il s'agit de clauses dans les contrats des entreprises qui limitent et réduisent les distributions sous forme de dividendes. Ce type de clause est un facteur négatif de la politique de dividende.

6. Conclusions

Au terme de ce chapitre, nous nous rendons compte que beaucoup de facteurs influencent la distribution des dividendes et qu'il est compliqué de les hiérarchiser et de tirer des conclusions claires. Typiquement, les entreprises rentables et matures payent des dividendes mais les firmes ne payant pas de dividendes ne sont pas pour autant non rentables ou non matures. Chaque entreprise est différente et les choix en matière de dividende sont affectés par de nombreux facteurs.

¹⁷ « Les investisseurs institutionnels sont des organismes collecteurs d'épargne dont les engagements et/ou les actifs sont régis par un texte législatif ou réglementaire. Les rendements tirés de leurs investissements leur permettent de couvrir leurs engagements à moyen ou long terme. » (Vernimmen, 2017)

« Les éléments importants ne sont pas difficiles à identifier mais les interactions entre ces éléments sont complexes et aucune réponse facile n'existe »¹⁸ (Ross, 2009). Nous poursuivrons notre étude sur les facteurs de la politique de dividende lors de la deuxième partie où nous tenterons de comprendre empiriquement ce qui détermine les politiques de dividende dans un secteur en particulier : le secteur brassicole.

¹⁸ *« The important elements are not difficult to identify but the interactions between those elements are complex and no easy answer exists »*

PARTIE II :

LE SECTEUR BRASSICOLE

Chapitre 1 : Présentation du secteur brassicole

Après avoir introduit les politiques de distribution et plus particulièrement le dividende nous avons établi le lien qui peut exister entre la politique de dividende d'une entreprise et son appartenance à un secteur industriel (Chapitre 3-5). Les travaux d'Allen (1979) sur la question avaient démontré que l'appartenance à un secteur peut avoir une influence plus ou moins forte sur les politiques menées. Dans cette deuxième partie, nous allons nous intéresser à un secteur en particulier : le secteur brassicole. Nous commencerons par présenter le secteur et ses principaux acteurs. Une analyse sera également effectuée pour distinguer les grandes tendances de ce secteur particulier. Lors de la troisième partie, nous ferons le lien avec le thème de ce mémoire en développant la politique de dividende du secteur brassicole et ses déterminants.

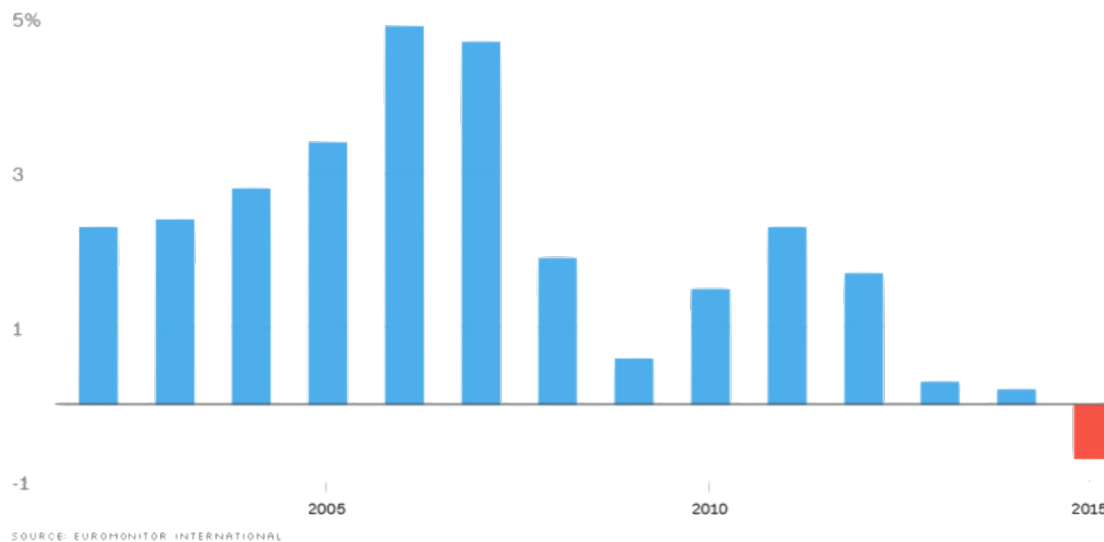
1. L'industrie de l'alcool

L'industrie des boissons alcoolisées dont fait partie le secteur brassicole peut être défini comme une industrie comprenant : *« les producteurs, les grossistes et les distributeurs, les opérateurs de points de vente (qu'ils soient ou non sous licence) et les fournisseurs d'hôtellerie tels que les hôtels ou les cafés qui servent de l'alcool. »* De plus, *« Ses armes de production et de distribution sont étroitement liées avec l'agriculture, le camionnage, la fabrication de biens d'équipement et les industries d'emballage »* (IAS, 2012). La bière est la boisson alcoolisée la plus vendue dans le monde et représente **47,8%** de l'industrie de l'alcool mondial et est suivie par les spiritueux (35,2%) et le vin (17%) (Market Realist, 2015).

En 2016, la consommation d'alcool a baissé de 0,7% mais les revenus ont augmenté de 2%. (CNN, 2016) Cette diminution de consommation peut s'expliquer dans un premier temps par le ralentissement de l'économie chinoise, le plus important consommateur d'alcool au monde et dans un deuxième temps par les crises politiques brésiliennes (3^{ème} consommateur mondial) faisant baisser sa consommation de 2,5%.

Du point de vue des catégories, le Rhum et la Vodka (-7%) ont enregistré les plus mauvaises performances alors que le Gin, le Whiskey Japonais, et les bières ambrées ont été très performants (+12%). (CNN, 2016).

Figure 20 : croissance de la consommation mondiale d'alcool (par volume) (Euromonitor, 2016)



2. Le secteur brassicole mondial

La bière est la troisième boisson la plus bu après l'eau et le thé dans le monde. En 2016, ce bien de consommation non-cyclique¹⁹ s'élevait à 1,89 milliards d'hectolitres²⁰ pour une population mondiale s'élevant à 7,5 milliards d'individus, soit environ 26 litres par habitant. Ce chiffre est bien entendu une moyenne et variera en fonction des habitudes de consommation de chaque pays.

Globalement, le marché mondial progresse de 2,1% (en revenu, \$) par an depuis 1998. Cependant, les deux dernières années se sont soldées par des diminutions respectives de -1,5% en 2015 et -2,1% en 2016.

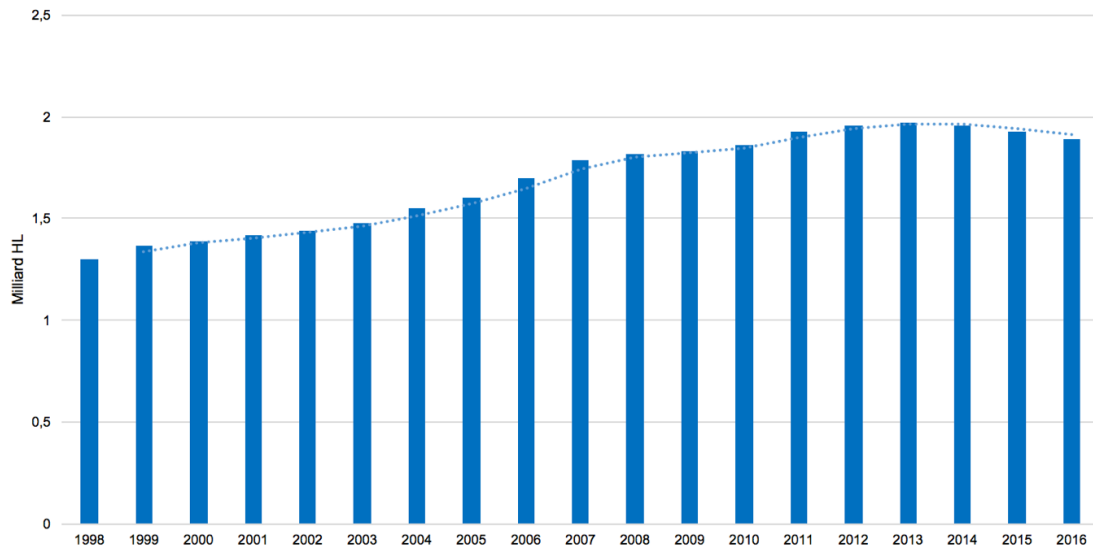
Cette baisse de croissance est en partie expliquée par un changement de consommation des deux pays les plus importants consommateurs. En effet, la Chine et les Etats-Unis délaissent de plus en plus la bière pour se tourner vers les spiritueux. Enfin, une étude récente menée par Technavio (2016) montre que les

¹⁹ Les bien de consommation non-cyclique ou de croissance font référence à des biens non impactés par des cycles structurels de l'économie. (Edubourse, 2017)

²⁰ Dans le secteur brassicole, il est courant d'utiliser les hectolitres comme unité de mesure. 1 Hectolitre (Hl) = 100 litres

entreprises du secteur brassicole sont actuellement évaluées en matière de capitalisation boursière à \$566,6 milliards et devraient atteindre \$636,7 milliards d'ici 2020.

Figure 21 : production mondiale de bière 1998-2016 (Statista, 2016)



Géographiquement parlant, la Chine est en 2017 le premier producteur (et consommateur) de bière dans le monde (23,8%), suivi des Etats-Unis (12,3%) et du Brésil (6,9%). La Belgique (0,9%) arrive en vingtième position derrière l'Allemagne (5,2%), l'Espagne (1,8%) et les Pays-Bas (1,3%). Cependant, il est intéressant de constater que malgré les positions relativement basses dans le classement de la Belgique (20^{ème}) et des Pays-Bas (14^{ème}), ces deux pays produisent plus de deux fois ce qui est consommé nationalement (Kirin, 2015). Ce surplus peut s'expliquer par la présence de la majorité des lieux de production des deux plus grands importants brasseurs mondiaux : Heineken en Hollande et AB InBev en Belgique.

3. Tendances du marché

3.1 Tendance n°1 : concentration du secteur

Ces quinze dernières années, nous avons pu observer une concentration du secteur brassicole. Aujourd'hui, les trois premiers brasseurs contrôlent en termes de volume la moitié du marché (47%). Dix ans plus tôt, ce même niveau de contrôle était dans les mains de dix brasseurs. Pour ce qui concerne les revenus, cette concentration s'intensifie là où ces mêmes trois acteurs réalisent 74% des revenus du marché.

Figure 22 : répartition des groupes brassicoles par volume (hl) en 2016 (Technavio, 2016)

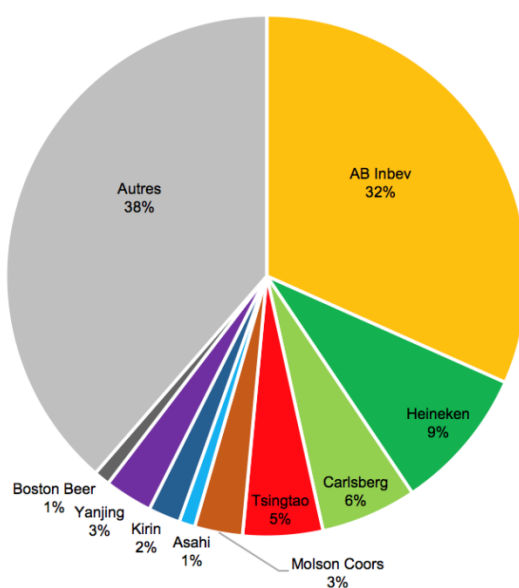
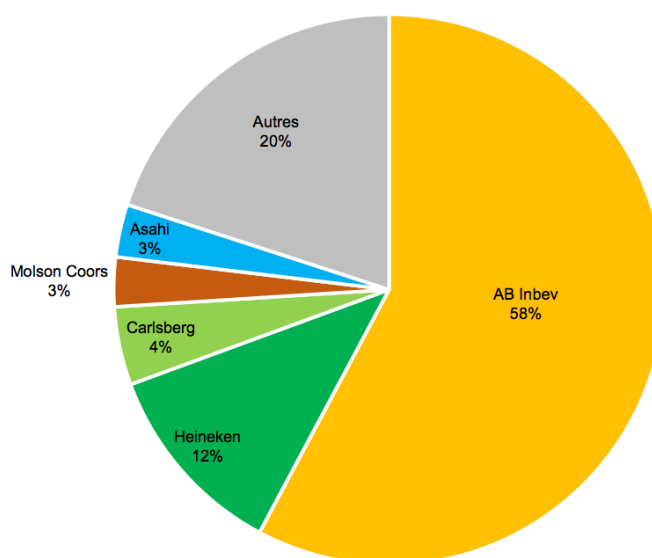


Figure 23 : répartition des groupes brassicoles par revenus (\$) en 2016 (Technavio, 2016)



Dans les années 2000, l'industrie brassicole était fortement fragmentée et Anheuser Bush dominait mondialement avec 8,5% de parts de marché. En 2008, tout change lorsque Inbev et Anheuser Bush décident de fusionner, le groupe ainsi formé, AB InBev, assure sa première place avec 20% de parts de marché. Les parts du groupe ne vont cesser de grandir. En 2012, l'entreprise acquiert la seconde moitié du groupe Modelo (Corona) pour 16 milliards d'euros (dont elle possédait déjà la première moitié). En 2014, AB InBev rachète Oriental Brewery pour 5,4 milliards d'euros. Enfin, en 2016, le brasseur affirme et sécurise sa position de leader en acquérant l'ancien numéro deux mondial, SAB Miller, pour 100 milliards d'euros (AB InBev, 2017).

La stratégie de concentration n'est cependant pas la même pour toutes les entreprises. Heineken s'est développé progressivement en acquérant un certain nombre de petits brasseurs alors qu'AB InBev s'est focalisé, comme nous venons de le voir, sur ses plus gros concurrents. Les motivations derrière ces stratégies sont claires. L'objectif principal est bien entendu d'augmenter et d'améliorer les résultats financiers mais également les parts de marché. En réduisant le nombre de brasseries, les grands groupes peuvent bénéficier de synergies et réaliser des économies d'échelle. Plus l'entreprise est grande, plus elle a de pouvoir pour négocier auprès de ses fournisseurs. Cependant, le consommateur ne profite pas toujours de ces économies d'échelle et la consolidation d'un secteur peut influencer les prix. Carlos Brito (CEO d'AB InBev) avait par exemple déclaré sa volonté d'augmenter les prix de toutes ses bières après leur fusion de 2008.

Cette tendance de concentration du secteur brassicole est assez proche du duopole observé dans le secteur des « Soft-drink » où Coca-cola et Pepsi contrôlent 75% du marché. Aujourd'hui, il est encore trop tôt pour parler de duopole du secteur brassicole mais la tendance de consolidation du secteur brassicole mondial n'est pas encore prête de s'arrêter. « *Rachat de SAB Miller par AB Inbev: et maintenant, au tour de Coca?* » (L'echo, 2016)

3.2 Tendance n°2 : développement de nouveaux marchés émergents

Dans les années 2000, la plupart des brasseries concentraient leurs ventes nationalement ou dans les pays limitrophes.

L'ouverture des marchés chinois, russe, indien et africain a largement contribué à la « globalisation » et au développement du secteur brassicole. Les entreprises s'affrontent désormais internationalement et plus uniquement nationalement. L'augmentation du pouvoir d'achat et de la population de ces pays émergents a contribué au développement du secteur. Ces cinq dernières années, les pays émergents sont responsables de plus de la moitié de la croissance du secteur brassicole mondial (Forbes, 2015).

Avant les années 2000, les brasseries asiatiques étaient absentes du classement des dix plus grands acteurs ; aujourd'hui, elles talonnent les leaders du marché en occupant les quatrième, sixième, septième et huitième places du classement (en termes de volumes). La Chine est devenue le premier producteur et consommateur de bière dans le monde devant les Etats-Unis (Statista, 2016).

« Une bière sur quatre est consommée en Chine, le double des Etats-Unis »²¹.

Le continent africain est également bien présent dans ce secteur. Grâce au développement de sa population (le Nigéria est en passe de devenir le 3^{ème} pays le plus peuplé au monde), le marché brassicole africain enregistre les meilleures performances de croissance du secteur (Beverage Daily, 2016).

Les grands brasseurs du secteur ont bien compris que le développement de ces marchés émergents est l'avenir. Ces dernières années, nous avons assisté à une série de rachats de brasseries asiatiques de la part d'AB InBev et Heineken.

3.3 Tendances n°3 : changements de consommation

Bien que la consommation de bière soit en progression en Chine et en Afrique, le marché mondial brassicole devrait baisser de 3,5% aux Etats-Unis et de 4% en Europe d'ici 2018 (Huffingtonpost, 2017). Cette diminution est en partie liée aux changements de consommation des consommateurs.

Un premier changement est lié à la demande de bières plus qualitatives et saines.

²¹ « The country already accounts for one in four pints sold worldwide, double that of the US » (The Guardian, 2016)

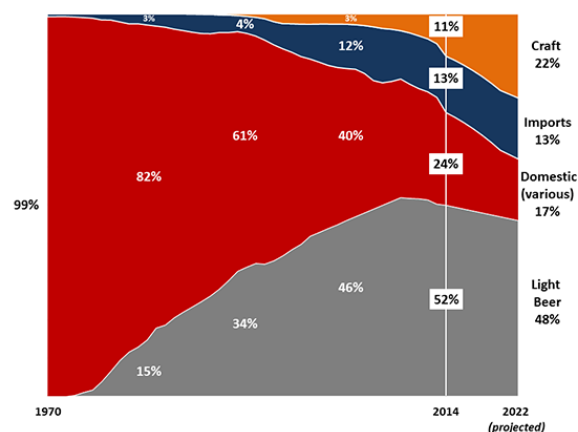
En effet, la demande de « craft beer²² » s'est considérablement développée aux Etats-Unis. Autrefois produites localement en petites quantités, elles connaissent aujourd'hui des croissances à doubles chiffres.

Les leaders du secteur ont dû s'adapter à cette nouvelle demande et ont adopté une stratégie de « Premiumization²³ » de leurs marques.

Les consommateurs sont également de plus en plus regardants sur leur santé et ont tendance à réduire leur consommation de bière au profit de boissons moins ou non-alcoolisées. Les grands acteurs du marché ont dû réagir et ont commencé par développer les bières « light ». Pour continuer à répondre à cette demande de boissons plus saines, les grands brasseurs ont dû également diversifier leurs activités. Heineken a par exemple lancé en 2011 le cidre Strongbow et sa première Radler, une boisson composée à 60% de limonade et 40% en 2013. De son côté, AB InBev se diversifie également en lançant diverses bières non-alcoolisées et possède une filiale avec Coca-Cola. « AB InBev espère que 20% de son volume proviendra de boissons non ou faiblement alcoolisées d'ici 2025 » (AB InBev, 2016)

Du point de vue de la consommation, les prévisions vont vers une réduction des bières classiques et light, une augmentation des bières « craft » et un développement du secteur des boissons non-alcoolisées.

Figure 24 : prévisions mondiales des ventes de bière (Bevinindustry, 2015)



²² « Craft-beer » est un terme pour désigner des bières artisanales produites dans des brasseries indépendantes et en petite quantité (Maloan, 2017)

²³ « Premiumization » est défini comme « l'action ou le processus mis en œuvre par une entreprise pour rendre une marque ou un produit plus attrayant en soulignant sa qualité supérieure et exclusive » (Forbes, 2016)

Chapitre 2 :

Les acteurs du secteur brassicole

Le secteur brassicole est concentré autour d'une petite dizaine d'acteurs. Nous allons dans ce quatrième point les référencer et les caractériser. Nous avons également réalisé un tableau comparatif (disponible en annexe) reprenant les principales caractéristiques des chiffres-clés de ces entreprises.

1. AB InBev

Anheuser-Busch InBev, né de la fusion d'Anheuser-Busch (Brésil) et d'InBev (Belgique) en 2008, est le plus grand groupe brassicole du monde. Le groupe possède son siège social à Louvain, est actif dans plus de cent cinquante pays et réalise un chiffre d'affaires de 45,5 milliards d'euros en 2016 (AB InBev, 2016).

Le groupe belgo-brésilien possède aujourd'hui dans son portefeuille plus de quatre cents marques de bières dont les plus connues sont : Budweiser, Bud, Corona, Stella Artois et Jupiler.

2. Heineken

Le deuxième brasseur mondial est originaire des Pays-Bas et détient son siège social à Amsterdam. L'entreprise fondée en 1873 a réalisé 20,5 milliards d'euros de chiffre d'affaires en 2016. Grâce à sa bière portant le même nom que l'entreprise, le groupe s'assure une présence dans plus de cent septante pays. Heineken est également le producteur des bières Amstel, Desperados, Maes, et Murphy's (Heineken, 2017).

Comme son concurrent direct, Heineken s'est construit grâce à de nombreuses reprises d'entreprises agissant dans le secteur brassicole. Le groupe a réalisé deux acquisitions majeures. La première, en 2010, concerne l'acquisition du brasseur Mexicain FEMSA et la seconde, en 2012, est liée au rachat d'Asia Pacific Breweries (Tiger).

3. Carlsberg

La compagnie Danoise Carlsberg est le troisième plus grand brasseur mondial et est présente dans cent quarante pays. Bien que le groupe brasse quatre cent cinquante bières différentes, une grande partie (16,2%) de ses 8,41 milliards de chiffre d'affaires est réalisée par la bière phare du groupe : Carlsberg (Carlsberg, 2016). Les trois premiers acteurs du secteur ont des stratégies plus globales alors que la stratégie de Carlsberg n'inclut pas l'Afrique et les Etats-Unis. Le groupe possède dans son portfolio les bières Tuborg, 1664, et Grimbergen.

4. Tsingtao Brewery

Le groupe Tsingtao Brewery est le quatrième plus important brasseur dans le monde mais le deuxième en Chine. La particularité de cette entreprise est que son portefeuille n'est composé que d'une seule bière contrairement aux quatre cents bières de ses concurrents. La bière du même nom que l'entreprise est la deuxième bière la plus vendue dans le monde et est la bière chinoise la plus vendue aux Etats-Unis. En 2016, le groupe a réalisé 3,49 milliards d'euros de chiffre d'affaires.

5. Molson Coors

Molson Coors est également une entreprise née de la fusion de deux brasseurs. En 2005, Molson (Canada) et Coors (USA) ont fusionné créant le groupe Molson Coors Brewing Company. Le groupe totalise un chiffre d'affaires de 4,6 milliards d'euros en 2016 (Molson Coors, 2016).

L'entreprise a connu une expansion rapide en 2016 suite au rachat de SAB Miller par AB InBev. La brasserie Miller fabrique la bière Coors qui est détenue partout dans le monde par le groupe Molson Coors sauf aux Etats-Unis où Miller appartenait en majorité à une filiale de SAB Miller. Lors de la reprise de SAB Miller par AB InBev, les autorités de concurrences américaines ont jugé que cette reprise donnerait un quasi-monopole au groupe belgo-brésilien et ont forcé celui-ci à vendre le portfolio Miller à Molson Coors lui permettant de développer considérablement ses activités. Par ailleurs, la même autorité de concurrence avait déjà sanctionné AB InBev en 2012 lors du rachat de Modelo (Corona) et avait

forcé le groupe à revendre à Constellation la production et la commercialisation des bières du groupe Modelo aux Etats-Unis.

6. Autres acteurs

Yanjing est la troisième bière la plus vendue en Chine et est également le sixième brasseur mondial. Cette entreprise appartenant au gouvernement chinois n'est pas cotée en bourse et réalise la quasi-totalité de son chiffre d'affaires en Chine.

Les brasseurs japonais Kirin et Asahi sont respectivement septième et huitième mondiaux et commercialisent les bières du même nom que leur entreprise, principalement au Japon.

Enfin Boston Beers est une des brasseries les plus récentes. Arrivée sur le marché en 1984, elle est principalement active sur le continent américain et commercialise la bière Samuel Adams.

Figure 25 : Les grands groupes brassicoles mondiaux (Visual Capitalist, 2017)





2016

milliards (€)	CA	45517,00	20511,00	8390,28	3196,37	3772,50	1338,58	16116,60596	197426,8307
milliards (€)	EBITDA	12004,00	4334,00	1744,95	326,29	2853,51	145,27	1876,65526	24060,40499
(€)	BPA	0,72	3,31	0,78	0,15	7,20	0,01	129	1,514521516
X	PE	153,70	26,39	20,73	30,32	38,13	38,20	14,98	18,95
	Siège social	Louvain	Amsterdam	Copenhague	Qingdao	Toronto	Pékin	Tokyo	Tokyo
	Marques	Budweiser, Bud, Corona, Stella Artois et Jupiler.	Pelforth, Desperados et Fischer, Amstel, Desperados, Sol ou Tiger, Maes, Grimbergen, Mort Subite, Desperados	Carlsberg, Tuborg, 1664	Tsingtao	Coors, Lite,	Yanjing	Kirin, ThaiBev	Asahi, Perroni
	Effectifs	155000	64252	40435	45373	5313	8490	41000	23030
(€)	Capitalisation Boursière	153134,146	45639,13885	12832,67742	4745,549904	15140,19624	13846,65741	15531,73306	15717,07594

Cours moyen 2016 (Journalier)

© Bloomberg

PARTIE III :

SECTEUR BRASSICOLE ET POLITIQUE DE DIVIDENDE

La revue de littérature réalisée en amont nous a permis d'identifier et de comprendre les différents facteurs ayant une influence sur la politique de dividende d'une entreprise. Dans cette troisième et dernière partie, nous allons mettre en pratique ces facteurs liés au secteur brassicole. Cette mise en application nous permettra d'élaborer la réponse à notre question de recherche :

« Quels sont les facteurs qui influencent la politique de dividende d'une entreprise (analyse du secteur brassicole) ? ».

Bien que nous ayons relevé un certain nombre de facteurs influençant la politique de dividende d'une entreprise, tous ne sont pas analysables. Il apparaît par exemple compliqué de quantifier les opportunités d'investissement d'une entreprise où l'existence d'un ratio cible de distribution : ces informations sont bien souvent liées à la stratégie des entreprises et conservées à l'abris des regards. Pour nous diriger dans notre réponse, nous avons entrepris une revue de littérature des études préalables sur les déterminants de la politique de dividende. Les travaux de Allen (1979), Baker, Farrelly et Eldelman (1985), Baker et Powell (2000), Hedensted et Raaballe (2007), Al Kuwari (2009), Mehta (2012), nous ont permis d'aiguiller notre recherche.

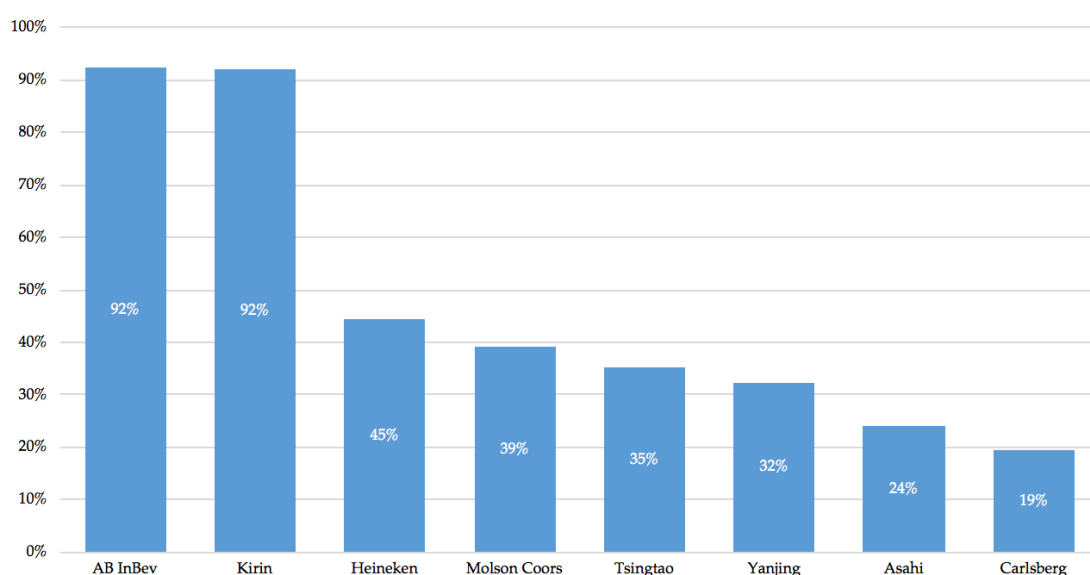
Dès lors, cette mise en pratique se focalisera dans un premier temps sur **les facteurs internes** de l'entreprise de par leur plus forte influence sur les décisions en matière de redistribution des bénéfices. Nous commencerons notre analyse par quantifier à l'aide d'une étude descriptive le facteur lié à la structure actionnariale. Ensuite, grâce à l'utilisation d'outils économétriques nous étudierons l'influence des facteurs taille, profitabilité, risque, liquidité et levier financier de l'entreprise sur la distribution de dividendes.

1. Taux de distribution

En guise d'introduction aux facteurs influençant les versements de dividendes du secteur brassicole, commençons par analyser la moyenne du taux de distribution des principales entreprises du secteur brassicole entre 2006 et 2016 (en termes de volume). Pour rappel, le taux de distribution (« *Payout* ») se calcule comme suit :

$$\text{Taux de distribution (\%)} = \frac{\text{Dividende}}{\text{Bénéfice}}$$

Figure 26 : Taux de distribution moyen (2006-2016)



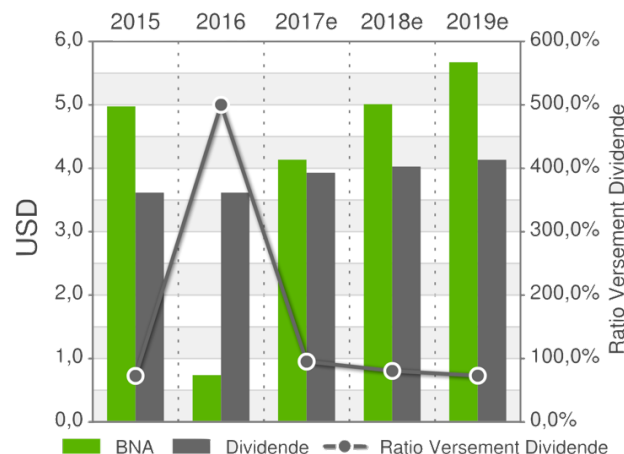
La moyenne de toutes les entreprises du secteur sur la même période s'élève à **47,39%**

On remarque qu'AB InBev et Kirin domine largement les autres entreprises du secteur. Ceci s'explique par des taux de distribution « *anormalement* » élevés certaines années influençant positivement la moyenne.

AB InBev distribuant en moyenne 34% de ses bénéfices (2006-2013) a vu ces trois dernières années son taux de distribution augmenter. Les distributions ont atteint 53% en 2014, 78% en 2015 et enfin 613% en 2016. Cette augmentation soudaine du « *payout* » peut, comme nous l'avons mentionné précédemment, être liée à une augmentation des dividendes versés ou à une diminution des bénéfices. En 2016, AB InBev a acquis l'ex numéro deux mondial SAB Miller pour 100 milliards d'euros sans augmenter le nombre d'actions en circulation.

Bien que les bénéfices après ce rachat furent considérablement réduits, l'entreprise n'a que très légèrement modifié le montant de son dividende. La diminution du dénominateur explique le taux de distribution (613%) record de 2016. Le graphique ci-dessous illustre cet effet de lissage où les dividendes restent constants dans le temps alors que les bénéfices fluctuent (BNA).

Figure 27 : taux de distribution AB InBev (Reuters, 2017)



Les taux de distribution record du groupe brassicole japonais Kirin en 2010 (210%), 2011 (351%) et 2014 (107%) permettent également d'expliquer le niveau élevé de sa moyenne. En regardant les cashflows, on remarque que les années où l'entreprise a fait des investissements et où son bénéfice se réduit, son « *payout* » a augmenté. (Annexe 10)

2. La structure de l'actionnariat

Plusieurs facteurs internes rentrent en compte lors de la détermination de la politique de dividende d'une entreprise. Le premier facteur que nous analyserons concernera la structure de l'actionnariat. Nous tenterons de comprendre et quantifier si ce facteur a une influence significative dans le secteur brassicole. Précédemment, nous avons exposé la multiplicité des attentes des actionnaires en matière de dividendes. Certains sont « demandeurs », d'autres non. En analysant la structure actionnariale des principales entreprises du secteur brassicole, deux types d'actionnaires ressortent principalement : **les actionnaires familiaux et les investisseurs institutionnels.**

La présence d'un actionnariat familial dans les grands groupes brassicoles a-t-elle une influence sur leur politique de dividende ? Comme mentionné précédemment, l'actionnariat familial comporte deux spécificités. D'une part, les membres des familles ont la majeure partie de leur fortune investie dans l'entreprise et, d'autre part, ils veulent conserver le contrôle le plus longtemps possible. En souhaitant garder ce contrôle, les actionnaires ne peuvent céder leurs actions pour faire face à leurs besoins de consommation, mais les dividendes le permettent. Par conséquent, il y a un souhait de la part des familles d'augmenter au maximum les montants des dividendes versés. « *L'existence et l'intensité de cet effet dépendront fortement de la constellation familiale. Les dividendes devraient être plus élevés lorsque le nombre de membres de la familles impliqués dans l'entreprise est grand car un nombre accru de personnes doit être rémunéré par les dividendes* » (Isakiv et Weisskopf, 2014). A l'heure actuelle, le secteur brassicole est largement dominé (en termes de revenus) par deux entreprises : AB InBev et Heineken. Ces deux entreprises sont caractérisées par la présence d'un actionnariat majoritairement familial. L'ensemble des structures familiales est disponible dans *l'annexe 12* et *l'annexe 13*.

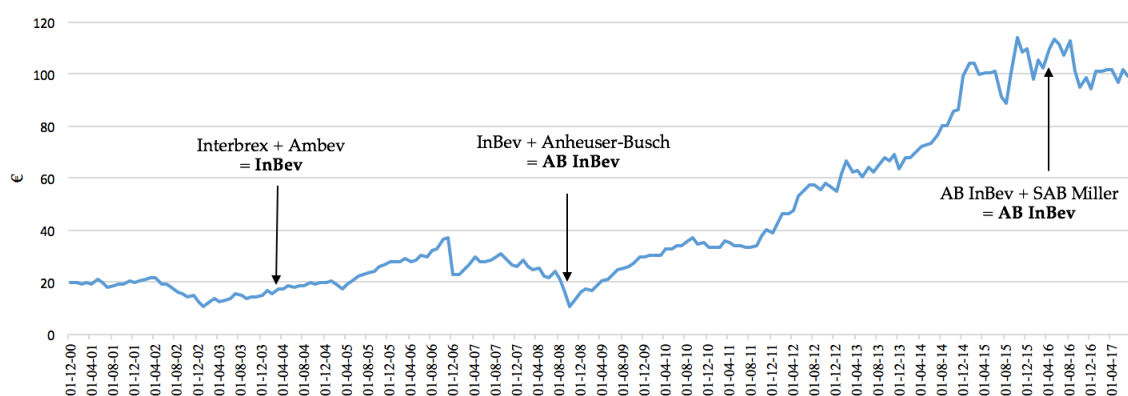
Du côté d'Heineken, cet actionnariat familial est relativement transparent. En 2017, le titre Heineken (HEIA) est détenu à 50% par Heineken Holding NV (HEINY) et à 12,53% par FEMSA. La Holding Heineken (HEINY) de son côté est quant à elle détenue à 51,70% par l'Arche Green (*composé à 88,67% des familles Carvalho et 11,33% des familles Hoyer*) et à 14,93% par FEMSA. Les familles n'occupent aucune fonction opérationnelle dans le groupe mais la famille Carvalho, en plus de siéger au Conseil d'Administration d'Heineken et d'Heineken Holding dispose de plus de 50,005% des droits de vote (Heineken, 2017).

Du côté d'AB InBev, cet actionnariat familial est plus complexe. En 2017, l'action Anheuser-Busch Inbev (ABI) est détenue à 39,20% par la Sticking AB InBev, à 7,70% par EPS SA, 5,05% par Anheuser-Busch InBev SA/NV et à 2,22%, par la SARL BRC. Que cachent tous ces noms d'entreprises ? En faisant quelques recherches nous avons pu identifier qu'AB InBev reste détenu majoritairement par deux groupes familiaux.

D'un côté les actionnaires belges à l'origine d'Interbrew : familles de Mevius, de Spoelberch et Van Damme. De l'autre, les familles brésiliennes : familles Lemann, da Veiga Seicupira et Telles. Comme pour Heineken, les familles belges n'occupent aucune fonction opérationnelle dans le groupe mais siègent toutes les trois dans le Conseil d'Administration. Les familles se sont unies dans un holding luxembourgeois, nommé EPS (Eugénie Patri Sébastien) duquel elles détiennent 6,74% du capital d'AB InBev et la moitié d'une "stichting"²⁴ néerlandaise détenant 39,20% des actions du groupe. Au final, les familles belges détiennent près de 28% du capital d'AB InBev.

Depuis Interbrew, les familles belges ont, à chaque acquisition majeure, accepté, de se faire diluer et abandonné des sièges au Conseil d'Administration (L'Echo, 2014). En 2000, les trois familles possédaient au travers de holdings familiaux 71,73% du capital d'Interbrew. Aujourd'hui elles ne détiennent plus que 28% du capital. Bien qu'ayant perdu des actions et des sièges, l'opération s'est avérée gagnante. Les divers investissements réalisés depuis Interbrew ont permis à l'entreprise de considérablement se développer. Comme nous pouvons le voir sur la *figure 28*, le cours de bourse a atteint des records (408% de croissance depuis les années 2000) tout comme les bénéfices permettant à ces familles de toucher des dividendes généreux et de s'enrichir.

Figure 28 : Evolution du cours de bourse d'AB Inbev (Reuters, 2017)



²⁴ « Une Stichting (fondation) est une entité juridique néerlandaise à responsabilité limitée qui permet de séparer les fonctions de propriété et de contrôle » (ZoneBourse, 2017)

D'autre part, les familles brésiliennes se sont également regroupées autour d'une société nommée BRC (le montage brésilien est beaucoup plus complexe et part des Holding CA Sicupira, MH Telles et JP Lemman (3G Capital)). Comme pour les familles belges, BRC détient la moitié de la « *stichting* » néerlandaise auquel viennent s'ajouter 2,22% du capital du groupe. Les brésiliens détiennent au final 22% du capital d'AB InBev. D'un point de vue des droits de vote, chaque famille dispose de la minorité bloquante mais aucune n'est majoritaire sur l'autre. EPS, BRC et la « *stichting* », disposent à eux 3 de 52,4% des droits de vote (AB InBev, 2017).

Le numéro trois mondial, Carlsberg est détenu à 30% par la Carlsberg foundation. Cette fondation privée profite d'un statut privilégié car à la différence d'une holding (côté en bourse) comme celle d'Heineken, elle n'a pas l'obligation de publier ses résultats et ses membres. Cependant, nos recherches semblent indiquer que cette fondation privée disposant de 70% des droits de vote du groupe semble dissimuler un actionnariat familial. Cette fondation participe aux décisions stratégiques de l'entreprise brassicole et investit dans la recherche médicale et des œuvres de charité (Carlsberg, 2017).

Précisons également que, même si une structure apparaît stable, cela n'empêche pas des mouvements en interne. Il n'est pas possible de savoir qui se cache derrière ces fondations et un membre peut tout à fait décider de revendre une partie de ses parts à un autre membre. Les actions se contentent donc de changer de mains mais ne modifient pas le niveau de contrôle (et le nombre d'actions) de la fondation.

Les brasseurs chinois Tsingtao et Yanjing sont tous deux détenus majoritairement par l'Etat. Tsingtao appartient en 2017 à 58,20% par Qingdao State-Owned Assets Supervision & Administration (SASAC). « *La SASAC est une agence publique chinoise fondée en 2003 chargé de la supervision des entreprises publiques chinoises. Elle est elle-même dirigée par le Conseil des affaires de l'État de la République populaire de Chine.* » (SASAC, 2017). Yanjing quant à lui appartient à 52,60% la Beijing Enterprises Holding Ltd. L'actionnaire majoritaire est pour le numéro quatre et six mondial (en terme de volume) l'Etat chinois.

Comme pour un actionnaire familial, l'Etat ne peut se rémunérer que sous forme de dividende car en voulant garder le contrôle des entreprises dans lesquelles il a investi, il ne peut se rémunérer en revendant des titres. La différence avec un actionnaire de type familial est qu'en général un Etat possède des participations dans plusieurs entreprises et peut accepter une coupure dans le dividende une année. En fonction de la situation de ses finances publiques, un Etat peut être plus ou moins demandeur de dividende. La politique suivie en matière de dividende par Tsingtao et Yanjing peut être liée à son actionnaire étatique.

Les autres entreprises du secteur Brassicole telles que Kirin, Molson Coors, et Asahi possèdent un actionnariat principalement institutionnel. Les préférences de ces actionnaires peuvent avoir une influence sur la politique de dividende. En fonction de leur nationalité, de leurs préférences et de la fiscalité, ce type d'investisseur peut influencer ou non la politique de dividende. Bien souvent, ce type d'investisseur a des visions court-termistes et est plus intéressé par des plus-values généreuses que par un revenu périodique.

Pour mieux nous rendre compte de cette influence, nous avons réalisé une première étude sur les principales entreprises (en termes de volume) du secteur brassicole entre 2006 et 2016 à savoir AB InBev, Heineken, Carlsberg, Tsingtao, Molson Coors, Yanjing, Kirin, et Asahi. Les mesures utilisées seront le taux de distribution²⁵ (« *Payout ratio* ») et le rendement en dividende²⁶ (« *dividend yield* »). Cette dernière mesure est particulièrement intéressante car elle nous quantifie le rendement en dividende qu'un actionnaire arrive à retirer pour chaque unité monétaire investie (en fonction de la devise utilisée par l'entreprise). Plus ce rendement est élevé, plus l'investisseur recevra des revenus périodiques. Nous avons pris les hypothèses suivantes :

²⁵ Taux de distribution (%) = Dividende par action / Prix de l'action

²⁶ « Le rendement sur dividende s'obtient en divisant le dividende annuel total d'une action par son cours. Le pourcentage ainsi obtenu n'est pas un chiffre statique. Si le cours de l'action monte ou descend, le rendement sur dividende diminuera ou augmentera. Le rendement sur dividende n'est pas la même chose que le return qui, lui, tient non seulement compte du dividende mais aussi des éventuelles plus-values ou moins-values. » (Test Achats Invest, 2017)

- Nous classifions une entreprise de « Familiale » lorsqu'un actionnaire dispose de 25% du capital ; (Heineken, AB InBev et Carlsberg) ;
- Nous classifions une entreprise « avec l'état » lorsqu'une structure étatique détient 25% du capital ; (Tsingtao et Yanjing) ;
- Nous utilisons une moyenne géométrique non pondérée. Chaque entreprise a le même poids dans l'échantillon ;
- Nous assumons que l'actionnaire majoritaire est resté identique depuis 2006.

Tableau 4 : Dividendes des entreprises du secteur brassicole selon leur structure de propriété (2017)

	Entreprise Familiale	Entreprise avec l'état	Entreprise à actionnariat dispersé
Rendement	1,88%	1,16%	1,64%
Payout	68,45%	33,84%	43,64%

Source : Bloomberg, 2017

Les résultats de notre étude repris dans le *tableau 3* démontrent que le type d'actionnaire a un impact sur la politique de dividende des entreprises du secteur brassicole. Il apparaît clairement que les entreprises familiales poursuivent une politique de distribution sous forme de dividendes nettement différente des autres entreprises du secteur. Les entreprises à actionnariat dispersés et d'Etat indiquent respectivement un taux de distribution de 43,64% et 33,84% alors qu'il s'élève à 68,45% pour les entreprises familiales. . Les rendements en dividendes procurés aux actionnaires semblent également plus intéressants pour les structures familiales. Alors que les entreprises détenues par un actionnariat étatique offrent un rendement de 1,16% et que celles dont l'actionnariat est dispersé offrent 1,64% cette proportion atteint 1,88% pour les entreprises familiales.

De telles différences entre les taux de distribution peuvent s'expliquer par les « *payout* » très élevés des trois dernières années d'AB Inbev et de Kirin en 2010, 2011 et 2014 influant positivement sur la moyenne. La taille réduite de l'échantillon et la période relativement courte de l'étude ne donnent pas le temps à ces taux de distribution d'être « absorbés ».

Pour confirmer les tendances observées précédemment, nous avons réalisé une seconde étude dans laquelle nous avons pris comme hypothèse supplémentaire que les taux de distribution ne pouvaient dépasser 100% du bénéfice. Les années « anormalement » élevées ne sont pas prises en compte et sont écartées du calcul de la moyenne. Voici les résultats :

Tableau 5 : dividendes ajustés des entreprises du secteur brassicole selon leur structure de propriété (2017)

	Entreprise Familiale	Entreprise avec l'état	Entreprise à actionnariat dispersé
Rendement	1,88%	1,16%	1,64%
Payout	42,43%	33,84%	29,64%

Source : Bloomberg, 2017

La relation positive que nous observons entre le type d'actionnaire et le taux de distribution rejoint les conclusions observées précédemment et permet de confirmer l'étude réalisé par Isakov et Weisskopf (2014) sur l'influence de l'actionnariat familial sur la politique de dividende. « *Plus la famille détient une part importante des actions, plus les dividendes sont élevés* ». Le mot « *dividende* » dans cette citation fait référence au « *payout* ».

Nous pouvons conclure que la structure actionnariale et plus particulièrement la présence d'un actionnaire de type familial ou public (Etat) est un facteur ayant une influence et un impact sur la politique de dividende du secteur brassicole. Les résultats de notre étude indiquent une relation positive entre la présence d'un actionnaire majoritaire et le taux de distribution des entreprises de ce secteur. De par la dispersion et l'hétérogénéité des attentes des actionnaires institutionnels, nous ne pouvons affirmer avec certitude que ce type d'actionnaire influe les décisions de distribution du bénéfice dans le secteur brassicole mais nous n'en écartons pas la possibilité.

3. La structure financière de l'entreprise

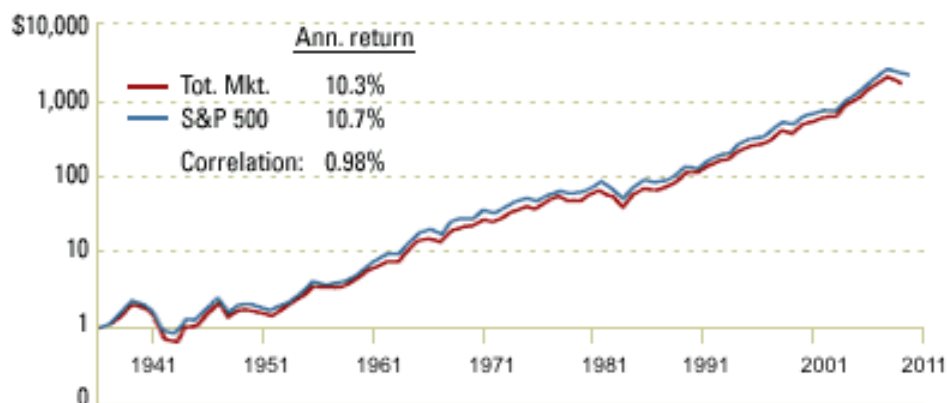
Grâce à notre première étude, nous avons identifié que la structure actionnariale constitue un premier facteur ayant une influence sur la politique de dividende dans le secteur brassicole. Nous poursuivons notre travail en nous penchant sur les facteurs taille, profitabilité, risque, liquidité et levier financier des entreprises du secteur brassicole.

Afin de comprendre si l'influence de ces facteurs de la politique de dividende du secteur brassicole sont différents de ceux du marché, nous réaliserons deux études. La première portera sur le secteur brassicole et la deuxième sur le marché (représenté par le S&P500). Grâce à cette double étude nous serons à même d'évaluer, d'une part, les déterminants de la politique de dividende du secteur brassicole et, d'autre part, de bénéficier d'un outil de comparaison.

3.1 Mesure du marché

Après avoir déterminé les facteurs pouvant avoir une influence sur la politique de dividende des entreprises du secteur brassicole, nous comparons ces facteurs avec ceux du marché. Le marché est, dans notre étude, représenté par l'indice S&P500. Bien que cet indice se concentre sur les entreprises américaines et ne contient pas d'entreprises du secteur brassicole, il apparait dans de nombreuses études comme indice de référence pour caractériser le marché total. (Bellalah, 1998 ; Baker, 2000 ; Godard, 2005) « Même au niveau mondial, le S&P500 est considéré comme un indice de référence étant donné qu'il regroupe un grand nombre de sociétés, pas forcément américaines, mais cotées sur les marchés américains qui font office de "baromètre" de l'économie mondiale » (Morningstar, 2016)

Figure 29 : S&P 500 et Total Stock Market (NYSE, 2013)



Le graphique ci-dessus permet également de nous rendre compte de la qualité du S&P 500 pour représenter le marché. La corrélation est presque parfaite entre les rendements du marché et du S&P500 depuis 1941. Nous aurions également pu considérer le MSCI World pour notre étude mais nous ne disposons pas de données financières harmonisées pour les mille six cent cinquante-quatre entreprises composant l'indice. De plus, les différences de présentation des résultats entre les pays auraient pu inclure des erreurs dans l'échantillon.

3.2 Sélection des variables explicatives et hypothèses

Un certain nombre de variables influençant la politique de dividende d'une entreprise peuvent être trouvées dans la littérature financière. Pour cette étude, les variables explicatives seront composées par la taille, la profitabilité, le risque, la liquidité et le levier financier de l'entreprise. Sur base de la revue de littérature menée précédemment, nous avons considéré ces variables comme des déterminants potentiels de la politique de dividende du secteur brassicole et du marché et pu émettre nos hypothèses. Pour chaque variable, nous rappelons les principales études nous permettant de poser nos hypothèses.

$$DIV = f (ROA, ROE, EPS, PE, CR, LEV, SIZ)$$

- La profitabilité :

Amidu et Abor (2006), Kania et Bacon (2005) et Li et Lie (2006) démontrent une relation positive entre la rentabilité et la distribution de dividende.

Mesure de la profitabilité de l'entreprise :

« *Return on Equity* » (ROE) - Rendement des capitaux propre (%)

Résultat net / Total Actif

« *Return on asset* » (ROA) - Rendement de l'actif investi (%)

Résultat net – Dividendes préférentielles / Total Actif

« *Earning per share* » (EPS) – Bénéfice par action (€)

Résultat net – Dividendes préférentiels / Nombre d'actions (au 31/12/XX)

Hypothèse 1 : la profitabilité de l'entreprise a un effet positif sur la politique de dividende.

- Le risque

Chen et Steiner (1999), Chang et Rhee (1990), Amidu et Abov (2006) mettent en avant qu'une entreprise avec un niveau de risque élevé - et donc des cashflow très volatils - aura tendance à conserver son bénéfice et à ne pas le redistribuer sous forme de dividende.

Mesure du risque de l'entreprise :

« *Price Earning* » (PE) – ratio cours sur bénéfice

Cours de l'action (cours moyen sur base journalière) / Bénéfice net courant par action

« Le bénéfice net courant n'inclut ainsi pas les éléments exceptionnels qui n'ont pas vocation à se reproduire. Toutefois, le bénéfice net courant ou résultat courant inclut le résultat financier. Ainsi une société fortement endettée générera un résultat courant bien plus faible qu'une société sans dette, et ce même si le résultat d'exploitation est similaire » (Edubourse, 2017)

Hypothèse 2 : le risque de l'entreprise a un effet négatif sur la politique de dividende ou le PE ratio a une influence positive sur le taux de distribution

- Le levier financier

Un grand nombre d'études (Jensen et al., 1992 ; Crutchley et Hansen, 1989, Faccio et Lang, 2001, Rozeff, 1982) affirment que le niveau de levier financier affecte négativement les politiques de dividende.

Mesure du levier financier de l'entreprise:

Ratio de levier financier (%)

Dettes CT et LT / Capitaux propres

Hypothèse 3 : le levier financier de l'entreprise a un effet négatif sur la politique de dividende

- La liquidité :

Une entreprise disposant de plus de liquidités est plus susceptible de payer un dividende qu'une entreprise dont la liquidité est critique. Kanwal et Kapoor (2008), Ahmed et Javid (2009) et Ho (2003) démontrent que les entreprises moins liquides sont moins généreuses en dividendes.

Mesure de la liquidité de l'entreprise :

« *Current ratio* » - Ratio de liquidité générale (%)

Actif circulant / Passif circulant

Hypothèse 4 : la liquidité de l'entreprise a un effet positif sur la politique de dividende.

- La taille :

Selon les études d Osobov (2008), Hosami (2007), Kuwari (2009) et Olantundun (2000), il existe une relation positive (plus une entreprise est grande, plus elle verse des dividendes) entre la taille de l'entreprise et sa politique de dividende. Les grandes entreprises ont tendance à payer de larges dividendes alors que les petites en payent moins.

Mesure de la taille de l'entreprise :

Logarithme du Total de l'actif

Hypothèse 5 : la taille de l'entreprise a un effet positif sur la politique de dividende.

Tableau 6 : variables dépendantes et indépendantes et leurs symboles

Variables indépendantes	Symbole	Description
Profitabilité	ROA	Résultat net / Total Actif
	ROE	Résultat net – Dividendes préférentielles / Total Actif
	EPS	Résultat net – Dividendes préférentiels / Nombre d’actions
Risque	PE	Cours de l’action / Bénéfice net courant par action
Liquidité	CR	Actif circulant / Passif circulant
Levier financier	LEV	Dettes CT et LT / Capitaux propres
Taille	SIZ	Logarithme du Total actif
Variable dépendante		
Taux de distribution	DIV	Dividende / Bénéfice * 100

3.3 Méthodologie

3.3.1 Données de l'échantillon

Cette étude cherche à comprendre les facteurs influençant la politique de dividende des entreprises du secteur brassicole et du marché sur une période de dix ans (2006-2016). Pour tester nos cinq hypothèses sur l'influence de ses facteurs, deux échantillons ont été collectés séparément.

Le **secteur brassicole** est composé des huit premiers brasseurs mondiaux (en termes de volume) à savoir AB InBev, Heineken, Carlsberg, Tsingtao, Molson Coors,, Kirin, et Asahi. Les données ont été collectées sur Bloomberg où les bilans et comptes de résultats des différentes entreprises sont disponibles Le **S&P 500** est composé des cinq cents entreprises composant l'indice au 1^{er} Janvier 2017. Les bilans et comptes de résultats de ces sociétés ont été collectés sur Calcbench.

Les années où les données nécessaires à nos études n'étaient pas disponibles ont été retirées de l'échantillon. Le *Tableau 6* expose le nombre final d'observations.

Tableau 7 : Nombre final d'observations par échantillon

	Nombre total d'observations	Nombre total d'observations "utilisables"	%
Secteur Brassicole	68	64	94,1%
S&P 500	4793	3832	79,9%

3.3.2 Outils et techniques

Dans un premier temps, nous utiliserons une matrice de corrélation pour analyser les facteurs influençant la politique de dividende des entreprises du secteur brassicole et du marché. Ensuite, les variables indépendantes (explicatives) seront régressées en utilisant la technique de l'élimination régressive linéaire multiple²⁷. Cette technique sera utilisée pour déterminer l'importance de chaque variable dans le modèle en supprimant successivement les variables ayant le moins d'effet. Enfin, les variables indépendantes ont été préalablement vérifiées pour la multi colinéarité avec le VIF²⁸. Les variables dont le VIF est supérieur à 5 ont été supprimées. Les mêmes outils et techniques ont été appliqués aux deux échantillons. L'ensemble des études sera conduite grâce au logiciel statistique SPSS avec un intervalle de confiance de 95%.

3.3.3 Hypothèses

Hypothèse 1 : la profitabilité de l'entreprise a un effet positif sur la politique de dividende.

Hypothèse 2 : le risque de l'entreprise a un effet négatif sur la politique de dividende ou le PE ratio a une influence positive sur le taux de distribution

Hypothèse 3 : le levier financier de l'entreprise a un effet négatif sur la politique de dividende.

Hypothèse 4 : la liquidité de l'entreprise a un effet positif sur la politique de dividende

Hypothèse 5 : la taille de l'entreprise a un effet positif sur la politique de dividende.

²⁷ « Backward Multiple Linear Regression »

²⁸ « Le VIF (variance inflation factor) est un test qui permet de détecter la multicolinéarité des variables explicatives » (Xlstat, 2016)

3.3.4 Equation

Nous pouvons écrire l'équation de notre modèle de la manière suivante :

$$DIV = \alpha + \beta_1 ROE + \beta_2 ROA + \beta_3 EPS + \beta_4 PE + \beta_5 CR + \beta_6 LEV + \beta_7 SIZ + \varepsilon$$

Où :

DIV = variable dépendante

α = intercept

β = pente

ROE, ROA, EPS, PE, CR, LEV, SIZ = variables indépendantes

ε = terme d'erreur

L'ensemble des résultats sont disponibles dans *l'annexe 14* et *l'annexe 15*

ETUDE 1 : LE SECTEUR BRASSICOLE

Cette section présente les résultats de notre première étude empirique. Nous commencerons par présenter une description statistique des variables utilisées. (Tableau 8) Ensuite, nous exposerons les résultats de la matrice de corrélation et de la régression. L'ensemble de ses résultats nous permettra d'émettre des conclusions quant aux facteurs influençant la politique de dividende dans le secteur brassicole.

Tableau 8 : statistique Descriptive (secteur brassicole)

	Mean	Std. Deviation	N
DIV	52,0953%	86,91639%	64
ROA	,0417	,02090	64
ROE	,1084	,06113	64
EPS	2,27786031	1,36307619	64
FE	24,3358	23,94504	64
CR	,8531	,23092	64
LEV	,4145	,11218	64
SIZ	1,32881015	,338325082	64

A. Matrice de corrélation

Tableau 9 : matrice de corrélation (secteur brassicole)

	DIV	ROA	ROE	EPS	FE	CR	LEV	SIZ
Pearson Correlation	DIV	1,000	-,396	-,347	-,132	,948	,214	,268
	ROA	-,396	1,000	,899	,347	-,441	-,085	-,107
	ROE	-,347	,899	1,000	,295	-,378	-,196	,244
	EPS	-,132	,347	,295	1,000	-,231	-,344	,001
	FE	,948	-,441	-,378	-,231	1,000	,206	,284
	CR	,214	-,085	-,196	-,344	,206	1,000	-,390
	LEV	,268	-,107	,244	,001	,284	-,390	1,000
	SIZ	,366	,166	,350	,258	,289	-,235	,608
Sig. (1-tailed)	DIV	.	,001	,002	,149	,000	,044	,016
	ROA	,001	.	,000	,002	,000	,251	,200
	ROE	,002	,000	.	,009	,001	,060	,026
	EPS	,149	,002	,009	.	,033	,003	,497
	FE	,000	,000	,001	,033	.	,051	,012
	CR	,044	,251	,060	,003	,051	.	,001
	LEV	,016	,200	,026	,497	,012	,001	.
	SIZ	,001	,095	,002	,020	,010	,031	,000

La première étape de notre étude est de construire la matrice de corrélation. La corrélation entre deux ou plusieurs variables permet d'étudier l'intensité de la liaison qui peut exister entre ces variables. « Plus le coefficient est proche des valeurs extrêmes -1 et 1, plus la corrélation linéaire entre les variables est forte. Une corrélation égale à 0 signifie que les variables ne sont pas corrélées linéairement, elles peuvent néanmoins être corrélées non-linéairement » (Xlstat, 2017)

La matrice donnée dans le *tableau 9* montre clairement que DIV (taux de distribution) est fortement corrélé avec le ratio PE (0,948). Les résultats montrent qu'il existe une relation positive entre le risque (PE), la liquidité (CR), le levier financier (LEV), la taille (SIZ) et le taux de distribution. Enfin, l'ensemble des variables est statistiquement significatif à l'exception d'EPS (profitabilité).

B. Résultats de la régression

La seconde étape est de procéder à une analyse de régression pour tester la significativité du modèle et le pouvoir explicatif des variables indépendantes. Les résultats des régressions linéaires multiples sont présentés dans le *tableau 10*.

Tableau 10 : sommaire du Modèle (Secteur brassicole)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,958 ^a	0,919	0,908	26,3023%
2	0,956 ^b	0,915	0,906	26,6886%
3	0,956 ^c	0,914	0,907	26,5666%
4	0,956 ^d	0,913	0,907	26,4972%
5	0,953 ^e	0,909	0,905	26,8514%
6	0,952 ^f	0,907	0,904	26,9070%

a. Predictors : (Constant), SIZ, ROA, CR, EPS, PE, LEV, ROE

b. Predictors : (Constant), SIZ, ROA, CR, PE, LEV, ROE

c. Predictors : (Constant), SIZ, CR, PE, LEV, ROE

d. Predictors : (Constant), SIZ, PE, LEV, ROE

e. Predictors : (Constant), SIZ, PE, ROE

f. Predictors : (Constant), SIZ, PE

L'analyse régressive confirme les résultats de la matrice de corrélation. Le *Tableau 9* illustre que la première régression contenant toutes les valeurs explicatives explique 91,9% des variations totales de la politique de dividende des entreprises du secteur brassicole.

Le *tableau 9* montre les résultats de l'élimination progressive des variables les moins significatives. En partant du modèle général nous avons retiré une à une les variables explicatives les plus insignifiantes tout en observant le « comportement » du modèle. De par sa non-significativité identifiée précédemment, nous avons dans un premier temps retiré EPS (profitabilité) du modèle.

Nous poursuivons l'élimination de nos variables²⁹ dans les équations de régressions c, d, e, où la profitabilité (ROA et ROE), la liquidité (CR), et le levier financier (LEV) ont été écartés du modèle original. Nous observons que le R carré (« *R Square* ») de notre équation de départ est de 91,3% et descend à 90,7% après avoir retiré toutes les variables non-significatives. Cette diminution de moins d'un pourcent démontre que le pouvoir prédictif de ces variables est insignifiant et que ces même variables participent très peu à l'explication du modèle général.

Tableau 11 : coefficients (Secteur Brassicole)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-63,324	13,739		-4,609	,000
SIZ	25,793	10,466	,100	2,464	,017
PE	3,334	,148	,919	22,548	,000

a. Dependent Variable: DIV

A. Conclusions

Les résultats de la régression de l'équation (e) donné dans le *tableau 10* indiquent clairement que le risque (PE) et la taille (SIZ) sont les variables les plus importantes et influant la politique de dividende des entreprises du secteur brassicole. Ces deux variables expliquent à elles seules 90,7% du modèle.

Dans un premier temps l'effet de la taille (SIZ) est significative et positivement ($\beta = 25,793$, $p < .05$) liée au taux de distribution des entreprises composant le secteur brassicole. (*Tableau 11*). Les résultats confirment ce que nous avons vu précédemment dans la revue de littérature. Une grande entreprise a plus tendance à distribuer des dividendes qu'une petite entreprise. Notre hypothèse de départ soutenant que la taille de l'entreprise a un effet positif sur la politique de dividende a été validée par les résultats de notre analyse.

Contrairement aux travaux de Fama et French (2001), Amidu et Abor (2006), et Kania et Bacon (2005), notre étude ne soutient pas que la profitabilité soit un des facteurs principaux influençant la politique de dividende. Il apparaît que la profitabilité (ROE, ROA, EPS), la liquidité (CR) et le levier financier (LEV) n'influencent pas la politique de dividende de manière significative. Nous

²⁹ Sur base des tableaux de coefficients disponible dans l'annexe n°14

rejetons donc les hypothèses que la rentabilité, la liquidité et le levier financier affectent les décisions de dividendes dans le secteur brassicole.

Dans un second temps, le risque apparaît également être un déterminant significatif du « *payout* ». Les entreprises avec un haut ratio cours bénéfice (PE Ratio) sont en général des entreprises moins risquées et possédant des opportunités de croissance. « *Plus le PER est élevé et plus les espérances de gains pour le futur sont élevées. L'explication est simple, si le PER est de 50 une année et que les bénéfices doublent l'année suivante, le PER est divisé par deux. Les bénéfices doublent encore l'année d'après, le PER est encore divisé par deux.* » (Graham, 1949). Les résultats de notre étude indiquent que plus le « *PE Ratio* » d'une entreprise est élevé (impliquant un risque plus faible) au plus son « *payout* » sera élevé. Notre hypothèse selon laquelle le risque a un effet négatif sur la politique de dividende est acceptée.

La mise en évidence du « *PE Ratio* » comme facteur influençant la politique de dividende soulève de nouvelles interrogations. Bien que ce mémoire adopte une approche principalement bilantaire pour décrire les politiques de dividende suivies par les entreprises, l'approche boursière peut également être considérée. Le « *PE ratio* » ou « *Price-earning* » est obtenu en divisant le cours de bourse par le bénéfice net courant par action. Dans cette étude nous avons calculé notre PE sur base de données non prédictives (« *Trailing P/E* »). Nous entendons par là que notre échantillon s'arrêtant en 2016, nous disposons du bénéfice publié de l'année 2016 et des cours de bourse moyens (calculés au cours de clôture et sur base journalière). Le PE peut également inclure des données prédictives (« *Forward P/E* ») lorsque le bénéfice n'est pas publié. Le ratio est alors calculé en utilisant le prix de l'action de l'année « *n* » divisé par le bénéfice net par action de l'année suivante « *n+1* ».

Nous sommes donc amenés à nous demander en quoi le « *PE* » est un facteur influençant la politique de dividende. Le lien qui peut exister entre la partie « *earning* » de ce ratio et la politique de dividende est assez simple à comprendre. En effet, une entreprise sera plus disposée à reverser des dividendes si elle génère des bénéfices. « *Le Price Earning Ratio possède par la nature même de son*

équation l'impossibilité d'être appliqué pour une compagnie enregistrant des pertes. »
(Finance de marché, 2016).

La seconde partie de ce ratio, le « *price* » est plus compliqué à mettre en évidence. Une première interprétation en lien avec l'efficiencia des marchés serait d'avancer qu'une entreprise dont le prix est élevé est une entreprise se portant bien et réalisant des bénéfices et donc, en toute logique, susceptible de verser des dividendes.

Une seconde interprétation peut également être faite avec ce que nous avons exposé précédemment (Chapitre 3 – 3) lors de la mise en évidence du dividende sur la performance d'un titre. En effet, nous avons pu observer que lors du réinvestissement complet du dividende, la rentabilité du cours de l'action est accrue et son prix monte.

Une troisième interprétation peut être réalisée grâce à la théorie du signal et la capacité du dividende à véhiculer de l'information aux marchés financiers. Quand une entreprise affiche une politique de dividende stable, elle est perçue comme financièrement stable. Cette stabilité rend l'entreprise plus attractive pour les investisseurs désireux de percevoir un revenu régulier. Comme beaucoup d'investisseurs souhaitent bénéficier de cette stabilité et des dividendes dégagés, le prix de l'action augmente naturellement par la demande.

ETUDE 2 : LE MARCHE (S&P 500)

Nous poursuivons notre étude des facteurs influençant la politique de dividende en réalisant une seconde étude sur le marché (représenté ici par le S&P 500). La méthodologie et la structure sont identiques à la première étude. Nous commençons par présenter une description statistique des variables utilisées (*Tableau 11*) suivie de la matrice de corrélation (*Tableau 12*). L'analyse de ces résultats présentera les facteurs influençant la politique de dividende du marché. Ces facteurs seront par la suite utilisés pour être comparés à ceux trouvés dans notre première étude. Grâce à cette double étude, nous serons en mesure de déterminer en plus des facteurs influençant la politique de dividende du secteur brassicole, si cette industrie se comporte différemment du marché.

Tableau 12 : statistique descriptive (S&P 500)

	Mean	Std. Deviation	N
DIV	40,587%	442,2407%	3832
ROA	6,4399%	7,33736%	3832
ROE	1,4698%	738,85295%	3832
EPS	2342,21477	139568,868	3832
FE	25,0753255	241,497070	3832
CR	3,32	22,102	3832
LEV	1,23917661	14,1149868	3832
SIZ	10,2328164	,614520767	3832

A. Matrice de corrélation

Tableau 13 : matrice de corrélation (S&P 500)

		DIV	ROA	ROE	EPS	FE	CR	LEV	SIZ
Pearson Correlation	DIV	1,000	-,009	-,001	-,001	,581	-,002	,006	-,003
	ROA	-,009	1,000	-,013	,012	,002	-,035	,022	-,279
	ROE	-,001	-,013	1,000	,000	,000	,002	-,167	,012
	EPS	-,001	,012	,000	1,000	-,002	-,002	-,001	-,009
	FE	,581	,002	,000	-,002	1,000	-,002	,001	-,032
	CR	-,002	-,035	,002	-,002	-,002	1,000	-,004	,068
	LEV	,006	,022	-,167	-,001	,001	-,004	1,000	,018
	SIZ	-,003	-,279	,012	-,009	-,032	,068	,018	1,000
Sig. (1-tailed)	DIV	.	,299	,480	,464	,000	,447	,344	,418
	ROA	,299	.	,204	,229	,442	,015	,083	,000
	ROE	,480	,204	.	,493	,489	,460	,000	,228
	EPS	,464	,229	,493	.	,459	,460	,466	,282
	FE	,000	,442	,489	,459	.	,444	,465	,022
	CR	,447	,015	,460	,460	,444	.	,402	,000
	LEV	,344	,083	,000	,466	,465	,402	.	,131
	SIZ	,418	,000	,228	,282	,022	,000	,131	.

La matrice donnée dans le *tableau 13* montre clairement que DIV (taux de distribution) présente à nouveau, la plus haute corrélation avec le ratio PE. Les résultats montrent qu'il existe une relation positive entre le risque (PE), le levier financier (LEV) et le taux de distribution. On remarque également une relation très légèrement négative entre la rentabilité (ROA, ROE, EPS), la liquidité (CR), et la taille de l'entreprise (SIZ) avec le taux de distribution. Contrairement à la première étude, le lien que chaque variable présente avec le taux de distribution (DIV) est statistiquement non-significatif à l'exception du risque (PE).

B. Résultats de la régression

Tableau 14 : sommaire du Modèle (S&P 500)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,581 ^a	0,337	0,336	360,3157%
2	0,578 ^b	0,334	0,333	342,6393%
3	0,578 ^c	0,334	0,333	342,6100%
4	0,578 ^d	0,334	0,333	342,5711%
5	0,578 ^e	0,334	0,333	342,5346%
6	0,578 ^f	0,334	0,333	342,4949%
7	0,536 ^g	0,287	0,287	363,0941%

a. Predictors : (Constant), SIZ, ROA, CR, EPS, PE, LEV, ROE

b. Predictors : (Constant), SIZ, ROA, CR, PE, LEV, ROE

c. Predictors : (Constant), SIZ, CR, PE, LEV, ROE

d. Predictors : (Constant), SIZ, PE, LEV, ROE

e. Predictors : (Constant), SIZ, PE, ROE

f. Predictors : (Constant), SIZ, PE

g. Predictors : (Constant), PE

Le *Tableau 14* illustre que la première régression contenant toutes les variables indépendantes explique 33,7% des variations totales de la politique de dividendes des entreprises du marché. Nous sommes loin des 91,9% trouvés précédemment. L'une des raisons de cet écart est sans nul doute la différence de taille importante entre le premier échantillon (66 observations), et le second (3832 observations). De plus, bien que les sept variables qui ont été sélectionnées pour expliquer la politique de distribution des dividendes de huit entreprises du secteur brassicole semblent légitimes, il serait trop réducteur de ne considérer que ces sept variables pour expliquer une politique de distribution du marché mondial. Comme nous avons pu le voir, il existe bien plus que sept facteurs pouvant influencer les politiques de dividendes d'une entreprise. L'objectif de ce mémoire n'étant pas de caractériser les facteurs influençant la politique de dividende du marché, la réalisation de cette étude supplémentaire ne sera utilisée

qu'à titre indicatif et nous permettra d'affûter nos conclusions quant aux déterminants de la politique de dividende du secteur brassicole.

Nous poursuivons donc notre étude en éliminant progressivement les variables les moins significatives. Nous les avons retirées dans le même ordre que lors de la première étude. Cependant, de par sa non-significativité identifiée ci-dessus, nous avons également retiré le facteur taille (SIZ) de notre modèle original. Nous observons que le R carré (« *R Square* ») de notre équation de départ est de 33,7% et atteint 28,7% après avoir retiré toutes les variables non-significatives. Cette diminution plus marquée est liée à l'élimination du facteur taille (SIZ) de notre modèle. En s'arrêtant à l'équation (f) comme dans notre première étude, la diminution du pouvoir prédictif entre le modèle de départ et le modèle « ajusté » n'est que de 0,3% (33,7% à 33,4%). Au final, il apparaît que le risque (PE) est la variable qui participe le plus à l'explication du modèle général.

Tableau 15 : coefficients (S&P 500)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	17,009	5,469		3,110	,002
PE	1,003	,024	,536	42,359	,000

a. Dependent Variable: DIV

C. Conclusion

Les résultats de la régression de l'équation (g) donnés dans le *tableau 14* indiquent que la variable risque (PE) est la variable la plus influente sur la politique de dividende des entreprises du marché en expliquant à elle seule 28,7% du modèle.

Comme pour les entreprises du secteur brassicole, le risque (PE) apparaît comme une variable ayant un effet significatif sur le « *payout* ». Les entreprises avec un haut ratio cours bénéfice (PE Ratio) sont en général des entreprises moins risquées et possédant des opportunités de croissance. A nouveau, les résultats de notre étude indiquent qu'au plus le « *PE Ratio* » d'une entreprise est élevé (impliquant un risque plus faible), au plus son « *payout* » sera élevé.

Notre hypothèse que le risque a un effet négatif sur la politique de dividende est acceptée.

Contrairement au résultat précédent, la taille (SIZ) n'apparaît ici pas comme un des facteurs influençant les décisions en matière de dividendes. La non-significativité de ce facteur peut-être expliquée par la taille des entreprises composant l'indice S&P500. Cet indice regroupe, à quelques entreprises près, les cinq cents plus grandes capitalisations boursières du monde. Il s'agit donc d'un indice composé uniquement de grandes entreprises. Les différences de tailles sont dès lors moins marquées entre les entreprises que lors de la première étude sur les entreprises brassicoles pouvant expliquer la non-significativité de cette variable dans notre modèle.

En définitive, il apparaît que la profitabilité (ROE, ROA, EPS), la liquidité (CR), le levier financier (LEV) et la taille (SIZ) n'influencent pas la politique de dividende de manière significative. Nous rejetons donc les hypothèses que la profitabilité, la liquidité, le levier financier et la taille affectent les décisions de dividendes du marché.

4. Conclusions

Dans cette troisième et dernière partie nous avons examiné les déterminants de la politique de dividende du secteur brassicole.

Dans un premier temps, nous avons analysé les taux de distribution et rendement en fonction de la structure actionnariale. Les résultats de notre étude ont indiqué une relation positive entre la présence d'un actionnaire majoritaire (familial ou étatique) et le taux de distribution (« *payout* ») des entreprises du secteur brassicole.

Nous avons poursuivi notre étude sur les déterminants de la politique de dividende en analysant huit entreprises du secteur brassicole au travers de différents facteurs sur une période de dix ans (2006-2016). Grâce à l'utilisation de la matrice de corrélation et de la technique de l'élimination régressive linéaire nous avons pu caractériser l'influence des facteurs profitabilité, taille, liquidité, risque et levier financier sur le taux de distribution de dividendes. Les résultats ont clairement illustré que la taille et le risque (sur base du ratio cours bénéfice) sont les deux facteurs influençant le plus la politique de dividende du secteur brassicole. Ces deux facteurs permettent d'expliquer 90,7% des variations totales de la politique de dividende.

Suivant la méthodologie utilisée lors de la seconde étude nous avons réalisé une étude similaire sur les déterminants de la politique de dividende du marché (représentés par le S&P 500). Il ressort de nos résultats que le risque est également le facteur influençant le plus la politique de dividende du marché. L'absence de la taille dans les facteurs influençant les décisions de distribution sous forme de dividende peut être expliqué par l'homogénéité de la taille des entreprises de l'échantillon. Le S&P 500 étant un indice composé uniquement des plus grandes entreprises du monde, la taille de l'entreprise n'apparaît pas comme un des facteurs déterminants dans la politique de dividende du marché.

CONCLUSIONS GENERALES

L'objectif principal de ce mémoire était de comprendre les facteurs influençant la politique de dividende et plus particulièrement ceux attenants au secteur brassicole. Il apparait que les comportements des entreprises en matière de distribution de dividendes sont loin d'être harmonisés : certaines entreprises sont très généreuses alors que d'autres ne versent rien. Nous avons dès lors cherché à comprendre ce qui pouvait expliquer le recours à cette méthode de redistribution des résultats si couramment utilisé par les entreprises malgré un désavantage fiscal. Notre question de recherche énoncée était la suivante :

« Quels sont les facteurs qui influencent la politique de dividende d'une entreprise (analyse du secteur brassicole) ? »

Pour répondre à cette question de la manière la plus adéquate possible, nous sommes passés par trois grandes étapes. Premièrement, nous avons analysé le cadre théorique dans lequel s'installent les politiques de dividendes. En partant de la théorie de la neutralité avancée par Miller et Modigliani (1961), nous avons analysé les principales théories en matière de dividendes. Grâce à cette analyse nous avons pu identifier les principaux facteurs pouvant avoir une influence sur la politique de dividende. Il est apparu que la structure actionnariale, la taille de l'entreprise, la profitabilité, la liquidité, le risque, les opportunités de croissance et le levier financier sont les principales variables influençant la politique de dividende.

La seconde étape de notre étude concernait l'analyse du secteur brassicole. Après avoir présenté les principales tendances du secteur (concentration du secteur, développement des nouveaux marchés, et changement de consommation), nous avons décrit les principaux acteurs le composant.

La troisième et dernière étape était consacrée à la mise en pratique. Grâce à l'identification des principaux facteurs dans la première étape et aux caractéristiques du secteur brassicole développées dans la seconde étape, nous avons pu dans cette troisième partie tester empiriquement les facteurs influençant la politique de dividende du secteur brassicole. Les résultats de nos études nous ont permis de répondre à notre question de départ. La structure actionnariale, la taille et le risque (« *PE Ratio* ») sont les trois variables ayant une influence sur la politique de dividende des entreprises du secteur brassicole.

La présence d'actionnaire majoritaire (familial ou étatique) est un facteur ayant une influence sur les décisions de distribution sous forme de dividendes. Il existe une relation positive entre la présence d'un actionnaire majoritaire et le taux de distribution des entreprises du secteur brassicole.

La taille est également apparue comme un facteur influençant la politique de dividende des entreprises du secteur brassicole. Les grandes entreprises du secteur brassicole générant des revenus réguliers ont plus tendance à distribuer des dividendes que des petits brasseurs devant faire face à des investissements importants et à des coûts de refinancement élevés.

Enfin, le « *PE Ratio* » (Risque) est apparu comme le troisième facteur influençant la politique de dividende du secteur brassicole. Ce ratio de cours sur le bénéfice par action (« *PE Ratio* ») a introduit la composante boursière dans notre étude jusque là réalisée sous une approche bilantaire. Cette composante soulève de nouvelles questions et nous avons été amenés à nous demander en quoi ce « *Price* » influence la politique de dividende. Une première interprétation a été d'avancer qu'une entreprise dont le prix est élevé est une entreprise se portant bien et réalisant des bénéfices et donc susceptible de verser des dividendes. Une seconde interprétation a fait référence à la part des dividendes réinvestis dans les rendements d'une action. Enfin, une troisième piste de réflexion liée à la théorie du signal a été développée. Une politique de dividende stable est susceptible d'attirer un plus grand nombre d'investisseurs et, par l'effet de la demande supplémentaire, influence positivement le pouvoir de décision. La composante « *earning* » a été expliquée par le fait qu'une entreprise sera plus disposée à reverser des dividendes si elle génère des bénéfices.

Au terme de cette analyse, nous répondons à notre question de recherche de départ. Selon les résultats de nos tests empiriques, les facteurs influençant la politique de dividende du secteur brassicole sont la taille de l'entreprise, le type d'actionnariat et le « *PE Ratio* ».

Par ailleurs, la réalisation de ce travail a fait apparaître quelques limites. Premièrement, la taille de l'échantillon ne comprend que soixante-six observations. Bien que notre modèle explique 90,7% du taux de distribution, il serait davantage probant d'élargir cet échantillon à une centaine d'observations.

Deuxièmement, les sept variables dépendantes utilisées permettent d'expliquer 90,7% du « *payout* » des entreprises du secteur brassicole. Comment expliquer les 9,3% restants ? Statistiquement, il apparaît impossible d'obtenir un modèle explicatif à 100% mais il serait possible, lors d'études futures, d'élargir ce modèle en rajoutant des variables comme le dividende passé, les dépenses en capitaux, le Beta ou encore la croissance du bénéfice.

De surcroît, il aurait également été intéressant d'interroger le côté « *manager* » et plus particulièrement ceux ou celles ayant un pouvoir quant aux décisions en matière de dividende dans le secteur brassicole. La concaténation d'études quantitatives et qualitatives pourrait permettre de tirer de nouvelles conclusions et de rajouter une variable comportementale à notre étude.

Enfin, la mise en évidence du ratio « *Price-earning* » comme un des facteurs influençant la politique de dividende des entreprises du secteur brassicole (et du marché) soulève l'intérêt de reconduire une approche empirique utilisant une approche boursière et non comptable. Il serait intéressant de regarder les deux approches pour pouvoir enrichir la réponse à notre question de départ.

Au final, le puzzle évoqué par Black (1976) concernant la politique de dividende ne semble pas vouloir se résoudre. « *Plus nous regardons le dividende, plus il ressemble à un puzzle avec des pièces ne semblant pas s'associer. Pourquoi les entreprises payent-elles un dividende ? Pourquoi les investisseurs prêtent-ils de l'attention aux dividendes ?* »

Bien que nous ayons apporté notre contribution en fournissant quelques réponses sur les facteurs influençant la politique de dividende, certaines pièces du puzzle nous manquent encore et la question sur l'intérêt de cette politique reste ouverte.

BIBLIOGRAPHIE

Ahmed, I. (2015). Liquidity, Profitability and the Dividends Payout Policy . *World Review of Business Research*, 73-85.

Albouy, M. &. (1992). *La politique de dividende des entreprises*. Paris: PUI.

Albouy, M. (1990). La politique de dividendes des entreprises. *Revue d'économie financière* 12, 240-251.

Albouy, M. (2010). La politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants ? *Cahier de recherche* 2010-05.

Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries . *Global Economy & Finance Journal* 2, 38-63.

Allen F., B. A. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clientele. *Journal of Finance* 55, 2499-2536.

Allen, F. &. (1995). Dividend policy. *Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance.*, 798-838.

Allen, F. &. (2003). Payout Policy. Dans M. H. G. Constantinides, *Handbook of the Economics of Finance*.

Allen, M. (1979). Industry Influence on Dividend Policy. *Financial Management* 8, 22-26.

Allianz. (2016). *Dividends instead of low interest rates*. Frankfurt.

Amidu, M. &. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance* 7, 136-145.

Anderson, R. &. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58, 1301-1328.

Arthur, R. (2016, 01). Consulté le 07 29, 2017, sur Beverage Daily: <http://www.beveragedaily.com/Markets/Africa-The-fastest-growing-beer-market>

Asahi. (2017). Consulté le 07 2017, sur <https://www.asahi.com>

Baker, H. &. (1999). Dividend Policy Issues in Regulated and Unregulated Firms: A Managerial Perspective. *Managerial Finance* 25, 01-20.

- Baker, H. &. (2000). Determinants of Corporate Dividend Policy : A survey of NYSE Firms. *Financial Practice and Education*.
- Baker, H. F. (1985). A Survey of Management Views on Dividend Policy. *Financial Management* 14, 78-84.
- Barneto, P. &. (2013). *DSGC 2 Finance - Manuel et Applications* (éd. 4e édition). Paris: Dunod.
- Bellalah, M. (1998). *Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information*. CEREG Dauphine.
- Berk, J. &. (2011). *Finance d'entreprise*. Paris: Pearson.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy and the "Bird in the Hand" Fallacy. *Bell Journal of Economics* 1, 259-270.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*.
- Boesler, M. (2015, 02 14). *Business Insider*. Consulté le 07 12, 2017, sur <http://www.businessinsider.com/global-beer-industry-consolidation-2014-2>
- Boon, M. (2016, 05 05). *SlideShare*. Consulté le 07 03, 2017, sur <https://fr.slideshare.net/MelissaBonn/external-analysis-alcoholic-beverage-industry>
- Boubaker, S. L. (2011). La gouvernance des sociétés françaises cotées est-elle toujours familiale ? *Management Prospective* 49, 16-35.
- Brav, A. G. (2005). Payout Policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.
- Brennan, M. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal* 23, 417-427.
- Brennan, M. (1971). A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model. *The Journal of Finance* 26, 1115-1121.
- Bua, M. G. (1989). La politique de distribution de dividendes (1982-1986). *Économie & prévision* 88-89, 57-72.
- Calcbench. (2017). Consulté le 04 2017, sur <https://www.calcbench.com>
- Casey K., A. D. (1999). Examining the Impact of the 1986 Tax Reform Act on Corporate Dividend Policy: A New Methodology. *Financial Review* 34, 33-46.
- Chang, R. &. (1990). The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financial management* 19, 21-31.
- Chen, C. &. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *Financial Review* 34, 119-136.

Conversation. (2016, 03 26). Récupéré sur <http://theconversation.com/dividendes-et-rachats-dactions-nenrichissent-pas-les-actionnaires-56562>

Coors, M. (2017). Consulté le 07 2017, sur <http://www.molsoncoors.com/fr>
Croix, L. (2012, 03 20). Récupéré sur La Croix: http://www.la-croix.com/Actualite/Economie-Entreprises/Economie/Pourquoi-Apple-va-t-il-verser-des-dividendes-a-ses-actionnaires-_NP_-2012-03-20-780477

Crutchley, C. &. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management* 18, 36-46.

Damodaran, A. (2000). A Framework For Analyzing Dividend Policy. Dans J. &. Wiley, *Corporate Finance: Theory And Practice* (pp. 572-598).

Damodaran, A. (2006). *Pratique de la finance d'entreprise*. Bruxelles: de Boeck.

Denis, D. &. (2008). Why do firms pay dividends ? International evidence on the determinants of dividend policu. *Journal of Financial Economics*, 89, 62-82.

Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74, 650-659.

Estevez, G. (2015, 06). *McKinsey & Company*. Consulté le 07 30, 2017, sur <http://www.mckinsey.com/business-functions/marketing-and-sales/our-insights/a-perfect-storm-brewing-in-the-global-beer-business>

Faccio, M. &. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.

Factset. (2016, Décembre). *Factset*. Récupéré sur https://insight.factset.com/hubfs/Dividend%20Quarterly/Dividend%20Quarterly%20Q3%202016_12.20.pdf

Fama, E. &. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25, 383-4171.

Ferris, S. S. (2006). God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom. *The Journal of Business* 79, 1149-1173.

Finance, Y. (2017). Consulté le 07 2017, sur <https://finance.yahoo.com>.

Forbes. (2014, 09 17). Récupéré sur <http://alohonyai.blogspot.be/2013/09/worldwide-beer-production-and.html>

Frankfurter, G. W. (2003). *Dividend Policy: Theory and Practice*. San Diego: Elsevier Science.

Godard, L. &. (2005). Les déterminants de la qualité des conseils d'administration français. *Gestion* 2000 4, 81-101.

Gomes, A. (2000). Going Public without Governance : Managerial reputation effects. *Journal of Finance* 55, 615-646.

Gordon, M. &. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management science*, 102-110.

Gordon, M. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics* 42, 99-105.

Graham, B. (1949). *The Intelligent Investor*. London: HarperBusiness.

Group, C. (2017). Consulté le 07 2017, sur <https://carlsberggroup.com/#who-we-are>

Gugler, K. (2003). Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance* 27, 1297-1321.

Heilpern, W. (2016, 05 9). *Business Insider*. Consulté le 05 23, 2017, sur <http://uk.businessinsider.com/10-biggest-selling-beer-brands-globally-2016-5/#10-coors-light-global-beer-volume-market-share-13-1>

Heineken. (2016, 11). Consulté le 07 09, 2017, sur <http://www.theheinekencompany.com/age-gate?returnurl=%2fabout-us%2fownership-structure>

HGI. (2017, Février). *Henderson Global Dividend Index*. Récupéré sur https://az768132.vo.msecnd.net/documents/103674_2017_06_07_06_41_54_737.gzip.pdf

Higgins, R. (1972). The Corporate Dividend-Saving Decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 6, 1527-1541.

Hirigoyen, G. (1984, Février). Peut-on parler d'une politique des dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées ? 207-210.

Howard, P. (s.d.). *Too big to ale? Globalization and consolidation in the beer industry*. 2013: Department of Community Sustainability.

Husam, A. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences* 23, 44-70.

Husam, A. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration* 9.

InBev, A. (2016, 10 11). Consulté le 06 2017, sur <http://www.ab-inbev.com/investors/corporate-governance/shareholder-structure.html>

- Isakov, D. &. (2014). *Pay-out policies in founding family firm*.
- Jensen, G. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 247-263.
- Jensen, M. &. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M. (1986). The agency costs of free cash flow : Corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M. (2001). Value maximization, Stakeholder Theory, and the corporate objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8-21.
- John, K. &. (1985). Dividends, Dilution and Taxes. *Journal of Finance* 40, 1053-1070.
- Julio, B. &. (2004). Reappearing Dividends. *Journal of Applied Corporate Finance* 16, 89-100.
- Kania, S. &. (2005). What factors motivate the corporate dividend decision ? . *ASBBS E-Journal* 1.
- KBC. (2017, 07 02). *Dividend Yield*. Récupéré sur KBC Securities: <https://www.bolero.be/fr/support/lexicon/dividend-yield/-rendement-de-dividende>
- Kirin. (2017). Consulté le 06 2017, sur <http://www.kirinholdings.co.jp/english/>
- Kuwari, A. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal* 2, 38-63.
- Lehmann-Ortega, L. L. (2013). *Strategor* (Vol. 6). Paris: Dunod.
- Lewellen, W. (1981). On the Matter of Parity Among Financial Obligations. *Journal of Finance* 36, 97-111.
- Li, W. &. (2006). Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics* 80, 293-308.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review* 46, 97-113.
- Litzenberger, R. &. (1979). The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices : Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics* 7, 163-195.
- Litzenberger, R. &. (1982). The Effects of Dividends on Common Stock Prices : Tax Effects or Information Effects ? *Journal of Finance* 37, 429-443.
- Mancinelli, L. &. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *The European Journal of Finance* 12, 265-282.

- MedGadget. (2017, 01 09). Consulté le 06 18, 2017, sur <https://www.medgadget.com/2017/01/global-beer-market-2016-industry-analysis-growth-size-share-forecast-2021.html>
- Mehta, A. (2012). An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy - Evidence from the UAE Companies. *Global Review of Accounting and Finance* 3, 18-31.
- Miller, M. &. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. 34, 411-433.
- Miller, M. &. (1978). Dividend policy under Asymmetric Information. *Journal of Financial Economics* 6, 333-364.
- Miller, M. &. (1985). Dividend Policy under Systematic Information. *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
- Mueller, D. (1967). The Firm Decision Process : An Econometric Investigation. *Quarterly Journal of Economics* 81, 58-87.
- Myers, S. &. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Nguyen, T. (2012). Determinants of Dividend Policy : The case of Vietnam. *International Journal of Business, Economics and Law* 1.
- Normann, C. (2011, 08). Consulté le 07 21, 2017, sur SlideShare: <https://fr.slideshare.net/cadeler/beer-industry>
- Olivaux, J. (1983). La distribution de dividendes : domaines financiers, fiscaux et juridiques en France et aux Etats-Unis. 464.
- Perez-Gonzalez, F. (s.d.). *Large Shareholders and Dividends: Evidence from U.S. Tax Reforms*. 2003: Working Paper Columbia University.
- Petroff, A. (2016, 05 13). *Alcohol sales fall for first time in nearly 20 years*. Récupéré sur CNN: <http://money.cnn.com/2016/05/13/news/alcohol-sales-fall/index.html>
- Raaballe, J. &. (2007). *Dividend Determinants in Denmark*. University of Aarhus.
- Reuters. (2017). Consulté le 07 2017, sur <http://www.reuters.com>
- Riley, J. (1975). Competitive Signaling. *Journal of Economic Theory* 10, 174-186.
- Ross, S. W. (2009). *Corporate Finance Fundamentals* . McGraw Hill.
- Ross, S. W. (2016). *Gestion financière* (éd. 4e édition). Chenelière éducation.
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *The Journal of Financial Research* 5, 249-259.

Spence, M. (1974). Competitive and Optimal Responses to Signals : An Analysis of Efficiency and Distribution. *Journal of Economic Theory* 7, 296-332.

Studies, I. (2012). *The Alcohol industry*. Factsheet Series.

Technavio. (2016, 06 13). Consulté le 06 17, 2017, sur <https://www.technavio.com/blog/top-companies-global-beer-market>

Tsingtao. (2017). Consulté le 07 2017, sur <http://www.tsingtao.com.cn>

Upananda, P. (2008). *Dividend Policy and Stock Prices Behaviour in Indian Coporate Sector : A panel data approach*. Departement of Humanities and Social Sciences, ITT, Kharagpur.

Walter, E. (1956). Dividend Policies and Common Stock Prices . *The Journal of Finance* 11, 29-41.

Warther, V. (1993). *Boards, Dividends, and Sleeping Dogs* Phd Dissertation. University of Chicago.

Watts, R. (1973). The information Content of Dividends. *Journal of Business* 46, 191-211.

Yanjing. (2017). Consulté le 07 2017, sur <http://www.yanjingbeer.ca/fr/home.html>

LISTE DES FIGURES, TABLEAUX ET EQUATIONS

Figure 1 : affectations possibles des flux de trésorerie disponibles (Berk et DeMarzo, 2011)	8
Figure 2 : affectations possibles des flux de trésorerie disponibles (adapté de Berk et DeMarzo, 2011).....	9
Figure 3 : timing des entreprises en matière de fusions/ acquisitions et rachats d’actions (BLI, 2017).....	12
Figure 4 : opérations de rapprochement dans le monde pair type de paiement (Statista, 2012)	13
Figure 5 : dividend Matrix (Damodaran , 2000)	19
Figure 6 : S&P 500 dividend yield VS obligation d’état US à 10 ans (S&P Dow Jones Indices, 2016)	20
Figure 7 : comportement du cours des actions aux environs de la date ex-dividende.....	22
Figure 8 : échelle temporelle des versements de dividendes	22
Figure 9 : exemple de politique de régularité de l’entreprise Heineken (Yahoo, 2017).....	26
Figure 10 : taux de distribution du S&P500 et du STOXX600 (Factset, 2016)	27
Figure 11 : dividende par région en 2016 (HGI, 2017)	28
Figure 12 : volatilité des bénéfices et dividendes des entreprises du S&P500 (Allianz, 2016)	29
Figure 13 : les vingt plus grosses capitalisations boursières (PWC, Bloomberg, 2016)	30
Figure 14 : comparaison entre le MSCI World Price et Total return (Denker Capital, 2016).....	31
Figure 15 : évolution parallèle des bénéfices et des dividendes des firmes de l’indice S&P 500	33
Figure 16 : analyse du cycle de vie de la politique de dividende (Damodaran, 2015).....	35
Figure 17: dividendes mondiaux 2016 par industrie (HGI, 2016).....	36
Figure 18 : l’effet de l’annonce du dividende sur la valeur de l’action (Berk et DeMarzo, 2011)	47
Figure 19 : les différents facteurs explicatifs de la politique de dividende (DSCG 2, 2013).....	51
Figure 20 : croissance de la consommation mondiale d’alcool (par volume) (Euromonitor, 2016).....	65
Figure 21 : production mondiale de bière 1998-2016 (Statista, 2016)	66
Figure 22 : répartition des groupes brassicoles par volume (hl) en 2016 (Technavio, 2016).....	67
Figure 23 : répartition des groupes brassicoles par revenus (\$) en 2016 (Technavio, 2016)	67
Figure 24 : prévisions mondiales des ventes de bière (Bevinindustry, 2015).....	70
Figure 25 : les grands groupes brassicoles mondiaux (Visual Capitalist, 2017)	73
Figure 26 : taux de distribution moyen (2006-2016).....	77
Figure 27 : taux de distribution AB InBev (Reuters, 2017)	78
Figure 28 : evolution du cours de bourse d’AB Inbev (Reuters, 2017).....	80
Figure 29 : S&P 500 et Total Stock Market (NYSE, 2013)	85
Tableau 1 : récapitulatif des différentes méthodes de distribution	14
Tableau 2 : Dividendes annuels par région en milliards de dollars US (HGI, 2017)	28
Tableau 3 : principaux payeurs de dividendes à l’échelle internationale (HGI, 2017)	30
Tableau 4 : Dividendes des entreprises du secteur brassicole selon leur structure de propriété (2017)	83
Tableau 5 : dividendes ajustés des entreprises du secteur brassicole selon leur structure de propriété (2017).....	84
Tableau 6 : variables dépendantes et indépendantes et leurs symboles.....	89
Tableau 7 : Nombre final d’observations par échantillon.....	90
Tableau 8 : Statistique Descriptive (secteur brassicole).....	92
Tableau 9 : Matrice de corrélation (secteur brassicole).....	92
Tableau 10 : Sommaire du Modèle (Secteur brassicole)	93
Équation 1 : Formule de Gordon Shapiro (Berk, 2011).....	38
Équation 2 : formule de Gordon Shapiro corrigée (Berk, 2011)	39