

## **La politique de dividendes : Quelques critiques autour de l'optimalité du ratio de distribution.**

### **The dividend policy : Some criticisms around the optimality of the payout ratio.**

**MACHROUHI Mohammed**

Enseignant chercheur

Laboratoire de recherches prospectives en finance et gestion

École Nationale de Commerce et de Gestion

Université HASSAN II de CASABLANCA

MAROC

**mohammedmachrouhi@gmail.com**

**Date de soumission** : 09/09/2020

**Date d'acceptation** : 22/10/2020

**Pour citer cet article** :

MACHROUHI. M. (2020) «La politique de dividendes : Quelques critiques autour de l'optimalité du ratio de distribution.», Revue Française d'Economie et de Gestion «Volume 1 : Numéro 4» pp : 367 - 380

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License



### **Résumé :**

La politique de dividende est assignée comme une vision mathématique modélisable, pour tracer une ligne directrice au ratio cible de distribution. Cela était, bien évidemment, le cas d'études effectuées dans des contextes jugés favorables pour son instauration. Voire aussi, l'avènement de théories comme celle du signal, qui justifie cette orientation.

Le dividende préfixé sans l'attribuer peut fausser, aussi, la valorisation de l'entreprise par l'usage de méthodes basées sur ce flux. De ce fait, la conduite en la matière doit respecter des équilibres importants. Certes, il est le cas du signaling, mais question aussi de la capacité de l'entreprise à instaurer et respecter une politique de dividendes stable et reflétant sa valeur.

Le présent travail essaye de mettre l'accent sur des conditions jugées nécessaires pour l'accomplissement de cette politique que, en majorité, les entreprises l'annoncent au cours des assemblées générales, tout en suscitant l'intérêt des paramètres essentiels pour le respect du ratio cible de distribution des dividendes.

**Mots clés :** *Dividende ; ratio de distribution ; théorie du signal ; croissance ; cash-flow.*

### **Abstract :**

The dividend policy is assigned as a modelable mathematical vision, to draw a guideline to the target payout ratio. This was, of course, the case for studies carried out in contexts deemed favorable for its establishment. Or even the advent of theories like that of the signal, which justifies this orientation.

The pre-fixed dividend without attributing it can also distort the valuation of the company by using methods based on this flow. As a result, conduct in this area must respect important balances. Of course, this is the case with signaling, but also a question of the company's ability to establish and respect a stable dividend policy that reflects its value.

The present work attempts to focus on the conditions deemed necessary for the fulfillment of this policy which, in the majority, the companies announce it during the general assemblies, while arousing the interest of the essential parameters for the respect of the target dividend payout ratio.

**Key words :** *Dividend ; payout ratio ; signal theory ; growth ; cash flow.*

## Introduction

Une politique de dividendes efficace présente toujours une polémique entre les chercheurs en finance d'entreprise, dirigeants et actionnaires, afin de répondre à de multiples questions, dont les principales sont liées à la recherche d'une politique optimale de distribution des dividendes. Ce débat est lié aussi à la recherche d'un ratio cible de distribution, et aux principaux facteurs qui agissent sur cette politique.

Dans ce sens, est-il question de se fixer ce ratio comme une cible prioritaire suivant des modélisations mathématiques précises à respecter, ou que le contour de cette politique doit s'élargir pour regrouper d'autres conditions ou composantes à satisfaire, afin que cette cible soit mieux respectée.

L'intérêt d'un tel questionnement doit être élargi, par la suite, aux méthodes de valorisation reposant sur les flux de dividendes, où le non-respect de sa forme dans le temps, peut fausser l'opération d'évaluation de l'entreprise.

L'abondance de ces questions et les réponses présentées, restent loin d'établir des consensus clairs en la matière. Par conséquent, il est toujours précaire de parler d'une politique de dividende optimale, analysée puis modélisée, et par la suite remise en cause pour des raisons propres à chaque entreprise. Notre objectif, dans ce sens, est d'élargir le champ vers la prise en compte des variables contributives à la mise en œuvre d'une politique beaucoup plus concrétisable.

Dans la suite de ce travail, nous allons revenir sur certaines controverses, relatives à la politique de dividendes par l'exposition de certains modèles très usités, puis d'esquisser certaines conditions, que nous jugeons, nécessaires pour la concrétisation de ces modèles.

### 1. Les controverses en matière de politique de dividendes :

La politique de dividendes est une composante centrale dans les décisions financières de l'entreprise. Sa modélisation faisait l'objet de plusieurs recherches scientifiques pour garantir une distribution optimale. En même temps ces modèles ne cadrent pas avec la réalité suivie par les entreprises.

#### 1.1. Problématique :

La recherche d'une politique optimale de distribution de dividendes, suscite l'intérêt de divers acteurs. Entre maximisation et minimisation, la question essentielle, avant cela, reste de revoir s'il existe des conditions préliminaires pour donner matière à ce débat. Cette problématique s'intéresse à l'adoption des modèles élaborés en dehors de ces conditions, dont la prise en compte, la conduit à des convergences entre la théorie et la pratique.

L'aspect de neutralité de politique de dividendes sur la valeur de l'entreprise (Modigliani & Miller, 1961) n'est pas d'actualité. Dans notre avis une distribution de dividendes financée par endettement, contredit cet apport, puisque le coût du capital et la valeur de l'entreprise subiront des modifications. Autrement, des auteurs (Gordon, 1959, 1978 ; Lintner, 1962) affirment la sensibilité de la valeur de l'entreprise à sa politique de dividendes dans le cas des distributions élevées.

Cette controverse, qui jusqu'à maintenant fait l'objet de plusieurs contributions scientifiques, est une complexité qui s'affronte aux conditions et pratiques humaines plus que des mécanismes comptables, financiers, fiscaux et mathématiques.

## **1.2. La politique de dividendes : Entre valeur de l'entreprise et optimalité du ratio de distribution.**

Le dividende est une récompense pécuniaire aux actionnaires pour leurs mises et contributions au capital d'une entreprise. Son attribution est condition de la disponibilité de cash-flows de trésorerie importants et porteurs de signe d'une performance garantie dans le temps. La quantification de cette opération faisait et fait toujours l'objet d'apports théoriques, du moment que l'actionnaire cherche aussi à maximiser ses intérêts par rapport aux dividendes reçus ou à recevoir, et espère ainsi maximiser cet intérêt.

Les dirigeants « non actionnaires », cherchent une politique plus pratique en préservant la trésorerie disponible, sans affecter l'autofinancement de l'entreprise et en même temps préserver les intérêts des actionnaires.

Dans ce cas, une politique de dividendes efficace est celle qui répond à ces contraintes par « l'optimalité » du ratio de distribution des dividendes. La difficulté qui intervient dans ce sens est la recherche d'un ratio qui répond ou qui converge les diverses optiques des parties concernées (y compris les pourvoyeurs de fonds autres que les actionnaires). La question qui s'impose dans ce cas est : Quelle politique de dividendes pour une meilleure répartition des cash-flows<sup>1</sup> générés ? Cela affecte-t-il ou non la valeur de l'entreprise ?

C'est le « Dividend Puzzle » (Black, 1976) dont la définition des variables déterminantes est toujours **ouverte**, pour compléter la réflexion autour de cette problématique, et choisir le modèle à adopter.

Du côté valeur de l'entreprise, les auteurs classiques en finance (Spécialement Modigliani & Miller, 1961) affirment la neutralité de la politique de dividendes sur la valeur de celle-ci

---

<sup>1</sup> Bien sûr qu'ici le concept de cash-flows est plus pesant que la notion de bénéfice.

(reconfirmait aussi chez d'autres auteurs : Black & Scholes, 1974 ; Miller & Scholes, 1978 ; Hess, 1982 ; Eades Hess & Kim, 1985). Cette proposition est contredite plus tard (Litzenberger & Ramaswamy, 1979 ; Poterba & Summers, 1984 ; 1985), car la prise en compte de la fiscalité personnelle ou sur les sociétés, change le jeu de la valeur. Le coût du capital change et par conséquent affecte, pour les distributions importantes, la valeur de l'entreprise.

Dans le management organisationnel, des théories interviennent pour mieux expliquer certaines décisions de distribution des dividendes. **La théorie de l'agence** trouve sa place pour expliquer des comportements en la matière. Easterbrook (1984), avance que la distribution de dividendes réduit les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires. Lewellen (1981) examinait la relation entre l'intéressement des dirigeants et la distribution des dividendes qui présentait une corrélation positive.

Dans d'autres aspects théoriques, l'acte de distribution est un acte de signalisation et « d'information » portant un contenu informatif qui peut orienter le comportement et l'avis des acteurs (surtout ceux externes) sur la santé et les tendances de l'entreprise. Dans ce sens, **la théorie du signal** explique aussi la politique de dividendes de certaines entreprises, pour montrer l'impact de l'annonce des opérations de distribution de dividendes sur les prévisions des acteurs sur le marché financier. Elle constitue une source de réduction des asymétries d'informations sur l'entreprise en donnant une assurance sur son devenir et sa valeur (John & Williams, 1985).

La théorie de « **l'enracinement** » soulève aussi un autre aspect lié aux salariés actionnaires (Shleifer & Vishny, 1989 ; Paquerot, 1996 ; Desbrières, 1997). Ils bénéficient de deux statuts et auront par la suite deux positions, ce qui affecte la dépendance des dirigeants et leurs décisions. Leur proximité à l'information fait que ce type d'acteurs influence les décisions des dirigeants qui peuvent échapper aux mécanismes de contrôle. Ils sont soutenus par **l'actionnariat salarié** (Gharbi & Lepers, 2008).

### **1.3. Les modèles d'évolution des dividendes :**

Malgré leur multiplicité, la mise en œuvre des modèles descriptifs d'évolution des dividendes dans le temps est tributaire de la maîtrise de variables prioritaires au modèle lui-même. En même temps, certains restent des modèles d'appui en finance d'entreprise.

#### **1.3.1. Le modèle de Lintner (1956) :**

Le modèle de Lintner (1956) représente la valeur future du dividende ( $D_{(i,t)}$ ), d'une entreprise  $i$  dans la période  $t$ , sur la base des distributions passées ( $D_{(i,t-1)}$ ) :

$$\Delta D_{(i,t)} = \alpha_i + c_i[(D_{(i,t)}^* - D_{(i,t-1)})] + U_{(i,t)}$$

Avec :

- $D_{(i,t)}^*$  une cible en matière de dividendes ;  $D_{(i,t)}^* = r_i \times P_{(i,t)}$  où  $r_i$  est le ratio de distribution des dividendes pour l'entreprise  $i$  et  $P_{(i,t)}$  son profit en  $t$ .
- $\Delta D_{(i,t)}$  le dividende futur de l'entreprise  $i$ .
- $D_{(i,t-1)}$  le dividende en  $t-1$ .
- $\alpha_i$  une constante du modèle linéaire.
- $c_i$  le coefficient mesurant la vitesse d'ajustement.
- $U_{(i,t)}$  Le terme d'erreur du modèle linéaire.

Cette expression linéaire (Ce modèle était revisité par Andres et al, 2015) qui expliquait 85% des variations des dividendes (entre 1918 et 1941) pour un ratio de distribution cible de 50%, était reconfirmait par d'autres auteurs.

A notre avis, il fallait rappeler que le contexte d'analyse doit présenter des circonstances favorables pour une telle répartition de richesse, car la conservation d'un ratio cible dans des circonstances instables, épuise les réserves et les disponibilités des entreprises. Et qu'il est difficile aujourd'hui de juger l'homogénéité (Machrouhi & Jamal, 2016) de tel comportement chez des entreprises de tailles et d'activités différentes.

Ce modèle est le cas d'entreprises qui opèrent dans un environnement « **sain** », dont la performance financière est garantie sur un horizon très rassurant, où les décalages dans le temps, entre profit réalisé et disponible sont absents.

### 1.3.2. Le modèle de Robert Merton (1987) :

En introduisant l'hypothèse de l'information incomplète, R. Merton (1987) supposait que chaque investisseur ne possède que l'information sur un groupe défini d'actions, et non plus sur l'ensemble du marché. Le choix du portefeuille ne prend en compte que les actions sur lesquelles il détient l'information. Cela négligera d'autres entreprises qui peuvent être rentables mais à défaut d'information incomplète, elles restent écartées du périmètre du portefeuille. De cela, l'effet de l'information incomplète sur le prix d'équilibre des actions, est similaire à un taux d'actualisation supplémentaire, d'où le modèle de R. Merton de 1987 (Capital market equilibrium with incomplete information) :

$$R_s - r_f = \beta_s \times [R_m - r_f] + \lambda_s - \beta_s \lambda_m$$

Avec :

$R_s$  : Le rendement d'un actif  $S$ , à l'équilibre.

$R_m$  : Le rendement du portefeuille du marché, à l'équilibre.

$r_f$  : Le taux d'intérêt sans risque<sup>2</sup>.

$\beta_S$  : Le Bêta de l'actif S, mesuré par sa  $cov(R_S, R_m) / var(R_m)$ .

$\lambda_S$  : Le coût de l'information de l'actif S, à l'équilibre.

$\lambda_m$  : Le coût de l'information moyen des actifs du marché, à l'équilibre.

Ce modèle peut être utilisé comme une base d'actualisation des flux de trésorerie que génère une entreprise. En présence d'information complète, il se réduit au modèle du CAPM de W. Sharp (1964).

### 1.3.3. Le modèle de Merton et March (1987) :

Il s'agit en principe d'une généralisation des deux modèles passés (Notamment celui de R. Merton, 1987). Il décrit l'évolution des dividendes, soit pour une société donnée ou pour un portefeuille de marché, sans tenir compte des divers coûts d'informations nécessaires, sur les sociétés et leurs actions, afin d'anticiper « l'évolution des dividendes ».

Dans un autre volet, le modèle spécifie l'analyse entre deux périodes (t-1) et (t), où le retard d'une période ( $\Delta t = t - [t-1] = 1$  période), ne permet pas de réunir des anticipations sur les dividendes en (t+1), du moment que l'analyste, en la matière, devrait réunir toute l'information nécessaire et sa portée sur la politique de dividendes de l'entreprise.

Comme noté dans l'**annexe1**, les développements mathématiques du modèle de Merton et Marsh (1987) sont basées sur une **convergence statique** du ratio de distribution des dividendes dans le long terme. Il faut noter que ce modèle est tributaire de la rationalité des dirigeants à réserver une partie des bénéfices pour la distribution des dividendes, et ainsi instaurer en premier une politique de dividendes. Cette dernière est, dans un premier ordre, fonction de la disponibilité des cash-flows pour l'entreprise.

Ces avancées peuvent être contredites dans des cas d'augmentation de capital importants, ou de variation du nombre des titres du capital. La notion d'horizon reste aussi, difficilement appréciable. Ces constats parmi d'autres, nous poussent de revenir en arrière pour explorer des composantes beaucoup plus importantes que la mise en œuvre d'une politique de dividende.

---

<sup>2</sup> Pratiquement on retient celui des bons du Trésor sur 10 ans.

## **2. Des contextes préalables à la politique de dividendes :**

La politique de dividendes s'attache beaucoup plus à donner une bonne image de l'entreprise chez les investisseurs potentiels, et d'afficher un ratio cible qui cadre ses opérations de répartition. Pour le premier cas, la levée des fonds exige que l'entreprise soigne « à l'avance », son image sur le marché financier. Dans des circonstances favorables, la politique de dividendes ne procure pas une importance chez les entités en aisance financière.

### **2.1. La croissance financière garantie :**

La croissance financière assure aux entreprises une suffisance en capitaux internes. C'est le résultat des conditions favorables qui cadrent l'activité de l'entreprise<sup>3</sup>. Les outputs font l'objet d'une consommation en ressources, régulière et stable. Chez les entreprises de ce type, on remarque une parfaite maîtrise de ses processus de gestion internes et externes. Les perspectives de croissance sont bien étudiées et analysées, pour mieux conserver et protéger la continuité en activité et les rentrées en cash.

La mise en œuvre d'une politique de distribution de dividendes pour ce type d'entreprises, n'as pas une grande importance, car les intérêts des divers acteurs sont garantis. Les actes de signalisation dans ce cas, sont destructeurs pour l'entreprise. Ils peuvent réduire sa part de marché par l'introduction de nouveaux acteurs sur le marché de l'entreprise.

### **2.2. Le ratio cible et l'agrégation des dividendes :**

La promesse aux actionnaires de distribuer un dividende à la lumière d'un ratio « fixe » de distribution des bénéfices, revient à satisfaire des conditions, comme édicté dans le point précédent (2.1). Dans le cas inverse, une promesse financée par des capitaux externes, pour respecter le taux fixe de répartition, peut détruit la richesse créée par l'entreprise. Cette dernière supporte des charges financières supplémentaires non liées à l'exploitation, pour satisfaire les attentes des actionnaires.

Si les études scientifiques agrègent le ratio cible de distribution des dividendes sur la base de données de diverses entreprises et sur une période déterminée, il est difficile de dire que ce ratio concerne l'ensemble des entreprises. Et qu'elles doivent l'adopter pour préserver leur image et d'émettre de bons signaux sur le marché financier. La question qui se pose aussi : Ce ratio, est-il le même pour des entreprises ayant des secteurs d'activités et un management,

---

<sup>3</sup> Il est inutile de recourir au marché financier, du moment que la croissance de l'entreprise lui génère les fonds nécessaires pour les réinvestissements futurs, dont les fonds propres sont supposés à un coût moindre. Des fois il est le cas de régime de marché garantissant à l'entreprise une sécurité absolue, comme dans le cas des entreprises monopoles.

différents ? Bien sûr que les entreprises, de par leur appartenance sectorielle et leurs pratiques managériales (en présence de conflits d'informations et d'agence), n'obéissent pas aux mêmes règles et ne réalisent pas les mêmes résultats, pour cadrer leurs politiques de dividendes par le même ratio de distribution.

### **2.3. Les difficultés d'anticiper le dividende futur :**

Les dividendes à distribuer sont les résultats d'études sur des séries chronologiques. En aucun cas, on ne peut prouver que les tendances « réelles » qui matérialisent les décisions en la matière suivent en (t+1) les valeurs prévues. Cela est justifié par les erreurs statistiques et les déviations par rapport au ratio cible qui sont modélisées mathématiquement.

Dans ce sens, pouvons-nous, constater que les décalages temporels (WAMBE THERESE 2020) au niveau des dividendes sont-ils les mêmes au niveau des résultats et des cash-flows disponibles sur le très court terme ?

Une politique de dividendes prévisionnelle en l'absence d'un rapprochement des bénéfices d'un exercice à l'autre, puis entre ces derniers et les cash-flows disponibles, reste moins efficace. Cette interrelation nous confère à ce qui été évoqué précédemment. C'est-à-dire, plus les décalages sont importants entre ces trois composantes plus les promesses de distribution des dividendes s'étaleront dans le temps. On aboutit par la suite au non-respect du ratio cible.

### **2.4. L'orientation des actionnaires et la masse décisionnelle :**

En revenant au modèle de Merton et Marsh (1987), le point marquant était la convergence au long terme du ratio de distribution, vers un ratio fixe  $\beta$  (Annexe 1). Les changements dans la structure actionnariale par des rachats ou cessions de parts, fait changer aussi la nature même des actionnaires propriétaires du capital. « L'effet clientèle » (Black et Scholes 1974) à cet effet, n'est plus le même dans le temps. Il différencie les actionnaires en ceux qui optent pour le dividende et ceux qui sont pour la plus-value.

Le choix aux dividendes chez les actionnaires fait allusion bien sûr à la possibilité d'instaurer une politique de dividendes et son suivi. Dans le cas inverse, l'option aux plus-values ne reflète aucune exigence, par ce type d'actionnaires « migrants », à prêter attention au ratio de distribution.

### **Conclusion**

Une politique de dividendes optimale est un choix délicat pour les dirigeants des entreprises. Les valeurs résultant de tendances économétriques, n'expliquent pas parfaitement cette politique, qui est aussi bouleversée par la diversité des modèles mathématiques. Ces derniers,

présentent des régressions moins pertinentes, qui n'expliquent pas parfaitement les changements des niveaux du dividende distribué (Jing & Tom, 2018).

Si les études économétriques, suivant des séries chronologiques, permettent d'anticiper le ratio de distribution des dividendes, surtout sa convergence vers le long terme, certaines variables doivent être introduites, au préalable, pour parler de mise en œuvre d'une politique de dividendes stable et garantie dans le temps.

L'agrégation d'un ratio de distribution puis sa généralisation sur l'ensemble des entreprises, et certes liée à un contexte spatiotemporel précis, mais confronté à des pratiques de management non standardisées et de circonstances disparates, qui éloignent la possibilité d'agréger ce ratio. Son calcul prend l'aspect de valeur « **encadrante** » et non contraignante aux acteurs financiers pour bâtir leur propre politique de dividende.

Les modélisations économétriques doivent tenir compte des variables contributives, explicatives et conditionnelles au ratio de distribution, qui ne doit pas être une valeur ciblée et dissociée de ces conditions. Par la suite, les valorisations, qui tiennent compte de ce ratio, doivent aussi vérifier le degré de respect, dans le temps, de cette politique par recours toujours aux conditions et capacités de l'entreprise à l'honorer.

## Annexe 1 : Le modèle de Merton et Marsh (1987)

Pour ces deux auteurs, la variation en logarithme des dividendes entre  $t+1$  et  $t$ , commence par le bénéfice permanent ( $E_{(t)}$ ) par action qui est fonction de la valeur intrinsèque de l'action  $V_{(t)}$  d'une société, en un instant  $t$ , est notée comme suit :

$$E_{(t)} = \alpha V_{(t)} \quad \text{Avec} \quad V_{(t)} \cong \varepsilon_t \frac{\int_t^{+\infty} [\pi_{(s)} - I_{(s)}] e^{-\alpha(s-t)} ds}{N_{(t)}}$$

$E_{(t)}$  : Le bénéfice permanent par action en  $t$ .

$V_{(t)}$  : La valeur intrinsèque de l'action en  $t$ .

$\varepsilon_t$  : Opérateur de l'espérance conditionnelle sur l'information disponible en  $t$ .

$\pi_{(s)}$  : Cash-flows nets d'impôts en  $t$ .

$I_{(s)}$  : Le montant de l'investissement en l'instant  $s$ .

$\alpha$  : Le coût du capital de la société noté aussi :

$$\left[ r_f - \beta_s (r_m - r_f) + \lambda_s - \beta_s \lambda_m \right] \left[ \frac{S}{S+D} + r_D \frac{D}{S+D} \right]; \text{ qui fait suite au modèle de Merton (1987)}$$

où  $r_D$  le cout des dettes,  $D$  est la valeur de marché des dettes et  $S$  la valeur boursière des capitaux propres.

$N_{(t)}$  : Le nombre des actions du capital en  $t$ .

En cas d'estimation des dividendes par les dirigeants, on note que les bénéfices permanents pour le marché, s'écrivent comme suivant :

$$E_{(t)}^m = \alpha V_{(t)}^m \quad (\text{avec aussi } \varepsilon_t = \varepsilon_{(t)}^m)$$

Merton et Marsh (1987) proposaient un processus pour décrire l'évolution du dividende agrégé pour le portefeuille de marché :

$$(1 - \phi_1 L) \log[D_{(t)}] = a_{(t)} + (\lambda - \theta_1 L) \log[E_{(t-1)}^m] + \eta_{(t)}$$

Où :

$L$  : L'opérateur de retard dans les séries temporelles.

$D_{(t)}$  : Dividendes en  $t$  avec  $D_{(t)} = \int_{t-1}^t D_{(s)} ds$ .

$a_{(t)}$  : Une tendance conditionnelle à l'information disponible en  $t$ .

$\lambda$  : Opérateur d'ajustement partiel des dividendes ( $0 \leq \lambda \leq 1$ , si les managers ajustent complètement les dividendes on aura  $\lambda = 1$ )

$\eta_{(t)}$  : Un bruit blanc.

Vers le long terme, Merton et Marsh supposent que le ratio de distribution devient constant, et il est égal à  $\beta$ , puisque :

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \log \left[ \frac{D_{(t)}}{E_{(t-1)}^m} \right] = \beta$$

Ce qui permettra de réécrire le processus précédent comme suivant :

$$\begin{aligned} \log[D_{(t+1)}] - \log[D_{(t)}] \\ = g_{(t)} + \lambda\{\log[E_{(t)}^m] - \log[E_{(t-1)}^m] - m_{(t-1)}\} + \delta(\beta - \{\log[D_{(t)}] - \log[E_{(t-1)}^m]\}) \\ + \eta_{(t+1)} \end{aligned}$$

Dans cette expression, on note que :

$g_{(t)}$ , est la variation du logarithme des dividendes espérés,  $\log[D_{(t)}] - \log[D_{(t-1)}]$ . En (t-1) le ratio de distribution est égal au ratio de distribution de long terme  $\log\left[\frac{D_{(t)}}{E_{(t-1)}^m}\right]$ , qui est aussi le taux de croissance normale des dividendes.

$\log[E_{(t)}^m] - \log[E_{(t-1)}^m] - m_{(t-1)}$  : est une variation non anticipée du logarithme des bénéfices (E) permanents.

$\lambda$  : Opérateur qui reflète la modification, par les dirigeants, le montant des dividendes lorsque les bénéfices varient brusquement.

$\delta$  : Une correction de l'erreur de la déviation du ratio de distribution du court terme par rapport à celui du long terme.

## BIBLIOGRAPHIE :

Andres & al (Juin 2015). « The Lintner Model Revisited: Dividends versus Total Payouts ». *Journal of Banking & Finance* 55, 56-69.

Black, F. & Scholes, M. (1974). « The Effects of Dividend Yield and Policy on Common Stock Prices Returns ». *Journal of Financial Economics* 1, 1-22.

Black, F. (1976). « The Dividend Puzzle ». in Myers S. (ed.), *Modern Developments in Financial Management*, Hinsdale, Ill.: Dryden.

Desbrières, P. (1997). « Le rôle de l'actionnariat des salariés non dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », dans Charreaux, G. *Le Gouvernement des Entreprises. Corporate Governance théories et faits*, Paris : Economica.

Eades, K. Hess, P. & Kim, H. (1985). « Market Rationality and Dividend Announcements ». *Journal of Financial Economics* 14, 581-604.

Frank H. Easterbrook. (Sep., 1984). « Two Agency-Cost Explanations of Dividends ». *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, 650-659.

Gordon, M. (1959). « Dividends, Earnings And Stock Prices ». *Review of Economics and Statistics* 41, 99-105.

Gordon, M. & Gould, L. (1978). « The Cost of Equity Capital : A Reconsideration ». *Journal of Finance*, 33, 849-61.

Gharbi, H. & Lepers, X. (2008). « Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants : un essai de compréhension ». *Innovations*, n° 27, 121-146.

Hess, W. (1982). « The Ex-Dividend Behavior of Stock Returns : Further Evidence on Tax Effects ». *Journal of Finance*, 445-456.

Jing, S. & Tom, C. (Février 2018). « Dividend Persistence and Return Predictability ». *Accounting and Finance* 56(1),127-147.

John, K. & Williams, J. (1985). « Dividends, Dilution and Taxes ». *Journal of Finance* 40, 1053-1070.

Lewellen, W. G. & Douglas, R. E. (Mars 1981). « On the Matter of Parity among Financial Obligations ». *The Journal of Finance* 36, n° 1, 97-111.

Lintner, J. (1962). « Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations ». *Review of Economics and Statistics* 64, N 3, 243-69.

Litzenberger, R. & Ramaswamy, K. (1979). « The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices ». *Journal of Financial Economics* 7, 163-95.

Machrouhi, M. & Jamal, Y. (2015). « Choix du niveau d'endettement et valeur de l'entreprise : Cas des entreprises marocaines cotées en bourse ». *Revue marocaine d'audit et de contrôle de gestion*, ISSN 2458-648 X, numéro 5, 27-40.

Merton, R. & Marsh, T. (1987). « Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market ». *Journal of Business* 60, 1-40.

Miller, M. & Modigliani, F. (1961). « Dividend Policy, Growth and the Value of the Firm », *Journal of Business* 34, 411-433.

Miller, M. & Scholes, M. (1978). « Dividends and Taxes ». *Journal of Financial Economics* 6, 333-64.

Paquerot, M. (1996). « Stratégies d'enracinement des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises ». Thèse de doctorat, Université de Bourgogne, IAE Dijon.

Poterba, J. & Summers, L. (1984). « New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends ». *Journal of Finance* 39, 1397-1415.

Poterba, J. & Summers, L. (1985). « The Economic Effects of Dividend Taxation ». E. Altman and M. Subrahmanyam (eds.), *Recent Advances in Corporate Finance* (Homewood, IL: Irwin), 227-284.

Sharpe, W. (September 1964). « Capital Asset Prices: A theory of Market equilibrium under Conditions of risk ». *Journal Of Finance*, VOL XIX, n° 3, 425-442.

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1989). « Management Entrenchment: the case of managers specific investments ». *Journal of Financial Economics*, n° 25, 123-139.

WAMBE THERESE, M. D. (2020). « Confiance envers les dirigeants et distribution des dividendes dans les entreprises : une étude qualitative », *International Journal of Management Sciences*, 3(3). 768-791. Disponible sur : <https://www.revue-isg.com/index.php/home/article/view/366> (Accessed: 11 October 2020).