

Principes de Finance

11. Politique de dividende

Daniel Andrei



Semestre de printemps 2011

Plan

I Introduction

II Les modalités de rémunération des actionnaires

III La décision de rendre des capitaux aux actionnaires

IV Dividendes ou rachats d'actions?

- Le versement d'un dividende
- Le rachat d'actions
- Modigliani-Miller et la politique de distribution

V L'effet des imperfections

- La fiscalité
- Les coûts de transactions et les coûts de détresse financière
- Les coûts d'agence
- Les asymétries d'information

VI Résumé

Plan

I Introduction

II Les modalités de rémunération des actionnaires

III La décision de rendre des capitaux aux actionnaires

IV Dividendes ou rachats d'actions?

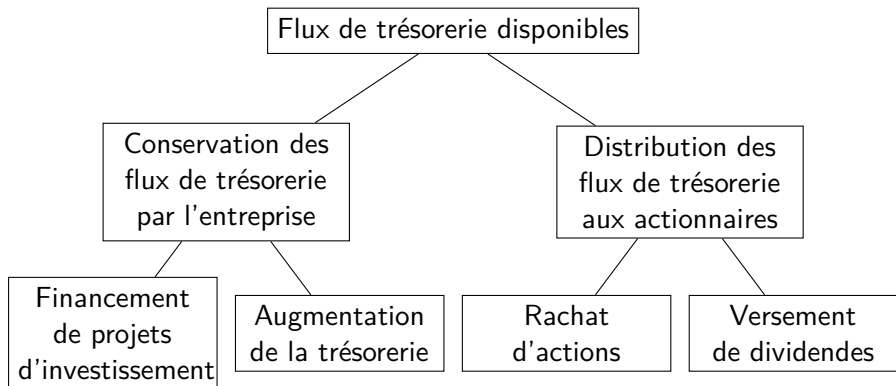
- Le versement d'un dividende
- Le rachat d'actions
- Modigliani-Miller et la politique de distribution

V L'effet des imperfections

- La fiscalité
- Les coûts de transactions et les coûts de détresse financière
- Les coûts d'agence
- Les asymétries d'information

VI Résumé

- Lorsqu'une entreprise dispose de flux de trésorerie élevés, celle-ci doit décider de leur affectation. Il n'y a que *deux possibilités*:
 - 1 Les flux peuvent être utilisés pour financer de nouveaux projets ou tout simplement pour augmenter la trésorerie de l'entreprise;
 - 2 Les flux peuvent être distribués aux actionnaires. Cette décision constitue la *politique de distribution* de l'entreprise.



- La redistribution aux actionnaires se fait sous forme de dividende, ou de rachat d'action, voire de réduction de capital.
- Un dividende est donc une rémunération de l'actionnaire qui provient des bénéfices réalisés (on ne parlera pas ici des dividendes de liquidation qui représentent la part qui revient à l'actionnaire en cas de liquidation de la société). Ce n'est donc pas un enrichissement de l'actionnaire mais une simple modification de la composition de son patrimoine.
- Les théorèmes de Modigliani et Miller nous disent que sous certaines conditions, la structure financière n'a pas d'influence sur la valeur de l'entreprise.
- Dans cette section, nous verrons qu'une analyse similaire peut être faite pour la politique de dividende.
- Ensuite, nous analyserons les effets qui peuvent se produire si les conditions d'application du théorème ne sont pas remplies.

Plan

I Introduction

II Les modalités de rémunération des actionnaires

III La décision de rendre des capitaux aux actionnaires

IV Dividendes ou rachats d'actions?

- Le versement d'un dividende
- Le rachat d'actions
- Modigliani-Miller et la politique de distribution

V L'effet des imperfections

- La fiscalité
- Les coûts de transactions et les coûts de détresse financière
- Les coûts d'agence
- Les asymétries d'information

VI Résumé

- Dans la pratique, on rencontre les formes de dividendes suivantes:
 - ▶ en espèce: le dividende est en général payé une fois par an, en proportion de la valeur nominale des actions;
 - ▶ sous forme d'actions (par exemple, un dividende de 10% signifie que chaque actionnaire reçoit une action pour chaque 10 actions qu'il possède);
 - ▶ sous forme de prestation en nature (par exemple, remontées mécaniques, compagnies aériennes);
 - ▶ par rachat d'actions (soit *open market*, soit par une offre publique d'achat aux actionnaires).
- Nous allons regarder de plus près comment fonctionnent le paiement en espèces et le rachat d'actions.

Le versement de dividendes

- Les dividendes représentent un transfert de capitaux de l'entreprise vers les actionnaires. Ils ne peuvent pas dépasser le bénéfice distribuable de l'entreprise.
- Chaque année, le Conseil d'administration propose à l'Assemblée générale des actionnaires une affectation possible du résultat distribuable de l'exercice. Si l'Assemblée générale approuve cette répartition, elle fixe le montant du dividende et la date à laquelle le dividende sera versé.
- La majorité des entreprises qui versent des dividendes le font à intervalles réguliers, tous les trimestres (aux États-Unis) ou tous les ans (en France).
- Il arrive parfois qu'une entreprise décide de verser un *dividende exceptionnel*, de montant fréquemment supérieur à celui du dividende normal. Microsoft a ainsi décidé en 2004 de verser 3 dollars par action, alors que son dividende annuel était de 8 centimes!

Microsoft (from washingtonpost.com, Wednesday, July 21, 2004)

Microsoft Announces Payouts to Investors

Microsoft Corp., which has amassed an unparalleled cash hoard of nearly \$60 billion from its world-dominating software business, announced yesterday that it would return a large chunk of it to shareholders, much of it through a one-time dividend of \$3 for every share held by investors.

With 10.79 billion shares outstanding as of March 31, the company will pay out more than \$32 billion in that one stroke, pending approval of the plan by shareholders.

Company chairman and founder Bill Gates stands to get about \$3.3 billion, and he pledged yesterday to give the entire amount to his family's foundation, already the nation's largest. Chief executive Steven A. Ballmer would get about \$1.2 billion.

Le rachat d'actions

- Pour rendre à ses actionnaires une partie des flux de trésorerie disponibles, l'entreprise peut également racheter une partie de ses propres actions.
- Le plan de rachat d'actions doit être approuvé par l'Assemblée générale des actionnaires. Ce programme précise les objectifs du rachat d'actions et également les modalités et les conséquences de l'opération:
 - ▶ pourcentage de capital visé (plafonné à 10%);
 - ▶ durée de l'opération (maximum 18 mois);
 - ▶ financement du rachat des actions (utilisation de la trésorerie disponible ou endettement);
 - ▶ analyse des conséquences du programme (structure financière, bénéfice par action, fiscalité).

Plan

I Introduction

II Les modalités de rémunération des actionnaires

III La décision de rendre des capitaux aux actionnaires

IV Dividendes ou rachats d'actions?

- Le versement d'un dividende
- Le rachat d'actions
- Modigliani-Miller et la politique de distribution

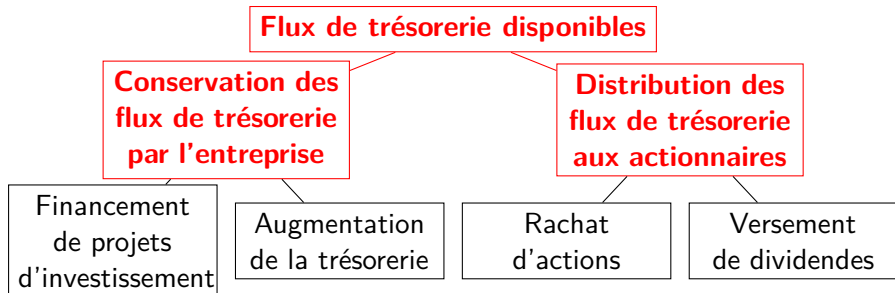
V L'effet des imperfections

- La fiscalité
- Les coûts de transactions et les coûts de détresse financière
- Les coûts d'agence
- Les asymétries d'information

VI Résumé

Le cas des marchés parfaits

- Jusqu'à présent, nous avons implicitement supposé que l'entreprise avait décidé de rendre à ses actionnaires des capitaux. Maintenant on va s'interroger sur les raisons qui poussent une entreprise à décider de rendre des capitaux à ses actionnaires.



- Nous verrons que, si les marchés financiers sont parfaits, il est équivalent pour une entreprise ayant financé tous les projets à VAN positive de rendre à ses actionnaires les capitaux inutilisés ou de les conserver et les placer sur les marchés financiers.

Le cas des marchés parfaits (suite)

Exemple

L'entreprise X possède 1'000'000 CHF de trésorerie excédentaire. Elle a deux possibilités: (i) placer cette somme en bons du Trésor de maturité un an et rémunération 6%, ou (ii) verser immédiatement à ses actionnaires sa trésorerie excédentaire, les actionnaires achetant eux-mêmes les bons du Trésor. Dans le cas (ii) les actionnaires reçoivent immédiatement 1'000'000 CHF. Dans le cas (i) les actionnaires reçoivent l'année prochaine 1'060'000, dont la valeur actuelle est de 1'000'000 CHF.

- Les actionnaires sont donc indifférents entre les deux possibilités:

Modigliani-Miller et la politique de distribution

Dans le cadre de marchés parfaits, le choix de l'entreprise entre distribution et conservation à des fins de placement de sa trésorerie excédentaire n'influence pas sa valeur.

Plan

I Introduction

II Les modalités de rémunération des actionnaires

III La décision de rendre des capitaux aux actionnaires

IV Dividendes ou rachats d'actions?

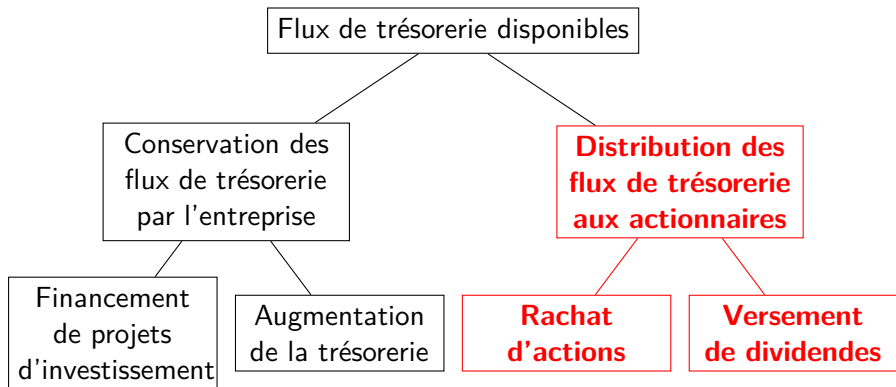
- Le versement d'un dividende
- Le rachat d'actions
- Modigliani-Miller et la politique de distribution

V L'effet des imperfections

- La fiscalité
- Les coûts de transactions et les coûts de détresse financière
- Les coûts d'agence
- Les asymétries d'information

VI Résumé

- Comment les entreprises choisissent-elles entre versement d'un dividende ou rachat d'actions?



- Si les marchés de capitaux sont parfaits (cadre d'hypothèses de Modigliani et Miller), ce choix n'a aucune importance.

Exemple

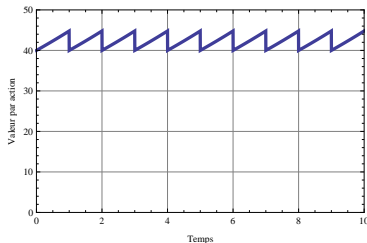
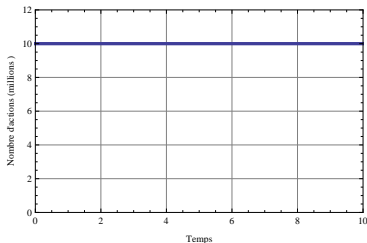
- Z est une entreprise uniquement financée par capitaux propres. Il y a 10 millions d'actions en circulation. A partir de l'année prochaine, les flux de trésorerie disponibles FTD anticipés sont de 48 millions de CHF par an. Le coût du capital de l'entreprise est de 12%.
- La valeur de Z correspond donc à la valeur des flux de trésorerie futurs:

$$V_U = VA(FTD) = \frac{48}{0.12} = 400 \text{ millions de CHF} \quad (1)$$

- L'entreprise Z a deux choix pour rendre aux actionnaires les flux de trésorerie disponibles pour les années prochaines: versement de dividendes ou rachat d'actions.
- Nous verrons que si les marchés sont parfaits, les investisseurs sont indifférents au choix de l'entreprise entre dividendes et rachat d'actions.

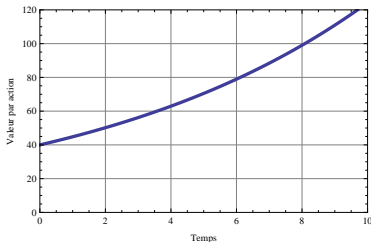
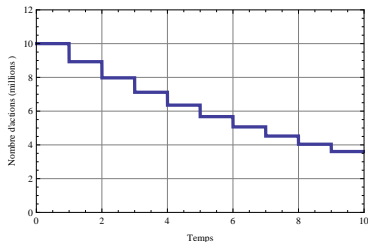
- Avec des FTD de 48 millions de CHF, le dividende par action pour les années suivantes sera de 4.80 CHF.
- Aujourd'hui (une année avant le premier versement du dividende) la valeur d'une action est de 40 CHF.
- Dans une année, juste avant la distribution du dividende, le prix sera de 44.80 CHF. Une fois le dividende payé, le prix de l'action chute, d'un montant égal au dividende détaché, pour arriver de nouveau à 40 CHF.
 - ▶ Si la baisse est plus faible, un investisseur pourrait réaliser un gain sans risque en achetant des actions juste avant le détachement de dividende et en les revendant juste après.
 - ▶ Si la baisse est plus forte, un investisseur pourrait réaliser un gain sans risque en vendant à découvert juste avant le détachement de dividende et en rachetant juste après.
- La chute du prix des actions lors d'un versement de dividende est cohérente donc avec l'absence d'opportunité d'arbitrage.

- Et ainsi de suite pour les années suivantes. Graphiquement:



- La richesse des actionnaires n'est donc pas modifiée par le versement d'un dividende: ils détiennent initialement une action valant 44.80 CHF; après détachement, ils ont 4.80 CHF de dividendes et une action valant 40 CHF, soit un total identique de 44.80 CHF.

- Si Z décide de ne pas verser de dividendes dans une année, mais plutôt racheter des actions, elle peut donc racheter $48/44.8 = 1.071$ millions d'actions. Il reste donc 8.929 millions d'actions en circulation. Le prix de l'action dans une année restera à 44.80 CHF.
- Il est également possible de raisonner à partir de la valeur actualisée des dividendes. A l'avenir, Z aura des flux de trésorerie disponibles annuels de 48 millions de CHF, ce qui correspond à un dividende par action de $48/8.929 = 5.38$ CHF. Suite au rachat d'actions, le prix d'une action de Z est donc de $5.38/0.12 = 44.80$ CHF.
- Et ainsi de suite pour les années suivantes. Graphiquement:



Que préfèrent les actionnaires?

- Si les marchés sont parfaits, un rachat d'actions par l'entreprise n'a aucun effet sur le prix de l'action. Ce prix est identique au prix cum-dividende qu'aurait eu l'action si un dividende avait été versé.
- Si un actionnaire a besoin de liquidités alors que Z a décidé de racheter des actions, il suffit que l'actionnaire vende une partie de ses actions. On parle dans ce cas de *dividende synthétique*.
- Si Z verse un dividende et qu'un actionnaire ne désire pas en bénéficier, il peut utiliser les dividendes reçus pour acheter des actions supplémentaires.
- Un investisseur peut donc librement modifier la composition de son portefeuille entre liquidités et actions:

Modigliani-Miller et la politique de dividendes

Si les marchés financiers sont parfaits, la politique de dividendes n'est pas créatrice de valeur pour l'actionnaire.

Plan

I Introduction

II Les modalités de rémunération des actionnaires

III La décision de rendre des capitaux aux actionnaires

IV Dividendes ou rachats d'actions?

- Le versement d'un dividende
- Le rachat d'actions
- Modigliani-Miller et la politique de distribution

V L'effet des imperfections

- La fiscalité
- Les coûts de transactions et les coûts de détresse financière
- Les coûts d'agence
- Les asymétries d'information

VI Résumé

La fiscalité des entreprises

- Si les marchés sont imparfaits, il convient de modifier le cadre d'analyse pour intégrer les conséquences de ces imperfections.
- Ces dernières peuvent conduire l'entreprise à choisir une politique de distribution plutôt qu'une autre.
- Pour voir de quelle manière les résultats précédents sont modifiés par la prise en compte de la fiscalité, revenons à notre premier exemple. On suppose un taux d'imposition des bénéfices de 35%.
- Si X verse un dividende maintenant, les actionnaires reçoivent immédiatement 1'000'000 CHF.
- Si X conserve et place ses liquidités, l'entreprise bénéficie d'une rentabilité après impôt de $(1 - 0.35)0.06 = 3.9\%$ sur les bons du Trésor. Le dividende versé dans un an sera de 1'039'000 CHF.

La fiscalité des entreprises (suite)

- Ceci est inférieur au 1'060'000 CHF que les investisseurs auraient pu obtenir s'ils avaient eux-mêmes placé 1'000'000 CHF en bons du Trésor.
- Si les entreprises paient des impôts alors que les actionnaires ne sont pas imposés, les actionnaires supportent un surcoût fiscal lorsque les entreprises décident de conserver et de placer leur trésorerie excédentaire.
- En présence d'impôt, la détention d'une trésorerie excédentaire alourdit donc la charge fiscale de l'entreprise.

La fiscalité des actionnaires

- La décision de distribuer les flux de trésorerie peut avoir des conséquences fiscales sur les actionnaires, s'ils sont imposés.
- Lorsqu'une entreprise décide de verser des dividendes, les actionnaires sont imposés au taux d'imposition sur les dividendes, t_{div} . Si l'entreprise opère un rachat d'actions, les actionnaires qui vendent leurs titres (pour profiter d'un dividende synthétique) sont imposés au taux d'imposition sur les plus-values, t_{pv} .
- Dans de nombreux pays, le traitement fiscal des dividendes et des plus-values financières est différent. En Suisse, les dividendes sont imposés comme revenu, alors que les plus-values financières ne le sont pas.

La fiscalité des actionnaires (suite)

- Lorsque le taux d'imposition sur les dividendes t_{div} est supérieur au taux d'imposition sur les plus-values t_{pv} , les actionnaires réalisent des économies d'impôt si l'entreprise rachète des actions plutôt que de verser des dividendes. Dans ce cas, la politique de distribution optimale consiste à ne verser aucun dividende.
- Les taux d'imposition peuvent être différents d'un investisseur à l'autre. Du fait de ces différences, tous les actionnaires n'ont pas la même préférence pour le rachat d'actions ou le paiement de dividendes.
- Les entreprises, en adoptant une politique de distribution particulière, peuvent donc attirer certains types d'actionnaires plutôt que d'autres.
- C'est ce que l'on appelle un *effet de clientèle*.

Exemple (ancien examen été 2004)

- Une entreprise entièrement financée par fonds propres a un bénéfice annuel moyen de 10'000 CHF. Elle a actuellement 1'000 actions sur le marché, et le rendement attendu sur ces actions est de 16%.
L'entreprise paie la moitié de son bénéfice sous forme de dividende et utilise l'autre moitié pour racheter ses propres actions. Le paiement de dividende a lieu juste avant le rachat d'actions. Le paiement de dividende et le rachat d'actions pour l'année en cours viennent d'avoir lieu, et nous sommes dans un monde sans impôts.
- Le cours des actions de l'entreprise est égal à

$$P_0 = \frac{10}{0.16} = 62.5$$

avec une valeur totale des fonds propres de $E_0 = 62'500$ CHF.

Exemple (ancien examen été 2004) (suite)

- Dans une année, le bénéfice total de l'entreprise est de 10'000 CHF. La valeur de chaque action augmente donc de 10 CHF, à 72.5 CHF. Après le paiement du dividende, la valeur sera de 67.5 CHF.
- Il reste $R_1 = 5'000$ CHF pour racheter des actions. Soit N_0 le nombre d'actions initiales, K_1 le nombre d'actions rachetées après une année et P_1 leur prix. Ils satisfont le système d'équations

$$\begin{cases} K_1 P_1 & = R_1 \\ (N_0 - K_1) P_1 & = E_0 \end{cases} \quad (2)$$

avec solutions $K_1 = \frac{N_0 R_1}{E_0 + R_1}$ et $P_1 = \frac{E_0 + R_1}{N_0}$.

- On trouve $K_1 = 74$ et $P_1 = 67.5$. Il reste donc 926 actions dans le marché.

Exemple (ancien examen été 2004) (suite)

- Dans deux ans, le bénéfice moyen est toujours de 10'000 CHF. Comme il y a 926 actions, le cours de chaque action avant paiement de dividende et rachat est de 78.3 CHF. Le dividende par action est de 5.4 CHF. Ensuite, on utilise le même système d'équations pour trouver $K_2 = 68.6$ et $P_2 = 72.9$.
- On suppose maintenant que les dividendes sont imposés au taux de 40%, mais que les gains en capital et les rachats d'actions ne sont pas imposés. Le rendement attendu sur les actions de l'entreprise demeure de 16%.
- En tout, les actionnaires reçoivent une rente perpétuelle de 8'000 CHF, dont 3'000 dividendes et 5'000 rachat d'actions. Le cours des actions est égal à $P_0 = 50$, avec une valeur totale des fonds propres de $E_0 = 50'000$.
- Dans une année, la valeur de chaque action augmente à 58 CHF. Après le paiement du dividende, la valeur sera de 55 CHF.

Exemple (ancien examen été 2004) (suite)

- L'entreprise rachète pour 5'000 CHF d'actions, donc 91 actions. Il reste 909 actions, et leur cours est de 55 CHF.
- Dans deux ans, le cours augmente à 63.8 CHF. Le dividende payé par action est de 5.5 CHF, mais le cours ne chute que du montant reçu par les actionnaires, 3.3 CHF. Le cours des actions après le paiement de dividende est donc de 60.5 CHF, et l'entreprise rachète 82.6 actions.
- On constate que le nombre d'actions rachetées est supérieur dans le cas avec impôts. Ceci est dû au fait que le cours des actions est plus faible, mais que le montant utilisé pour les racheter est le même.

- On estime en général que les coûts de transaction directs associés à une émission de titres sont compris entre 1 et 3% pour les obligations et 3.5 à 7% pour les actions. En conservant des disponibilités pour couvrir leurs besoins futurs, les entreprises évitent les coûts de transaction associés à la recherche et l'obtention de capitaux nouveaux.
- La conservation de liquidités par l'entreprise permet aussi de réduire la probabilité d'une insuffisance future de liquidités.
- Les entreprises présentant une cyclicité prononcée de leur activité peuvent être incitées à conserver des disponibilités pour traverser les périodes pendant lesquelles le résultat d'exploitation est négatif.

- Le dirigeant d'une entreprise disposant de liquidités excessives peut décider de leur affectation sans l'accord des actionnaires.
- Il peut donc investir dans de projets à VAN négative, des dépenses somptuaires, ou des acquisitions réalisées à des prix prohibitifs.
- Les incitations des dirigeants sont souvent différentes de celles des actionnaires. Les dirigeants préfèrent naturellement que l'entreprise conserve le maximum de liquidités, car cela augmente les ressources qu'ils contrôlent et facilite la mise en oeuvre de stratégies non rentables.
- De plus, cela réduit le taux d'endettement de l'entreprise, ce qui fait baisser son risque de faillite et la probabilité de licenciement du dirigeant.

- Une autre imperfection doit être intégrée au raisonnement: l'existence d'*asymétries d'information*.
- Lorsque les dirigeants détiennent des information de meilleure qualité que les investisseurs, une décision relative à la politique de distribution est susceptible d'envoyer un signal au marché.
- Les entreprises payant des dividendes élevés sont considérées comme très rentables, celles payant peu de dividendes comme pas ou peu rentables.
- Une augmentation du dividende signale que le dirigeant est convaincu que l'entreprise pourra verser durablement des dividendes plus élevés.
- Une baisse de dividende est interprétée par les actionnaires comme un signe de mauvaise gestion. Les entreprises éviteront donc de réduire leurs dividendes.

- Dans un tel environnement, les entreprises paient donc des dividendes afin de signaler leur rentabilité élevée aux actionnaires. C'est le contenu *informationnel* des dividendes qui justifie leur existence, et non pas une préférence quelconque des actionnaires pour un flux de liquidité stable.
- En conclusion, ce n'est pas le niveau du dividende qui est important mais le changement (càd la variation) des dividendes. Les dividendes présentent donc toujours un aspect beaucoup plus stable et lisse que les bénéfices des entreprises.
- Cette pratique des entreprises, que l'on retrouve dans tous les pays, s'appelle le *lissage des dividendes*. Considérons un modèle simple (John Lintner, 1956) qui tient compte de ces faits.

- Soit ϕ la proportion que l'entreprise vise à distribuer à long terme et EPS_t le bénéfice par action en période t . Alors, le niveau de dividende visé en période t , \bar{D}_t , est de

$$\bar{D}_t = \phi EPS_t \quad (3)$$

- Le changement de dividende visé est donc de

$$\bar{D}_t - D_{t-1} = \phi EPS_t - D_{t-1} \quad (4)$$

- Supposons maintenant que les actionnaires préfèrent un accroissement continu des dividendes à d'abrupts changements. Par conséquent, seule une fraction a du changement (4) est effectuée dans l'année courante:

$$D_t - D_{t-1} = a(\bar{D}_t - D_{t-1}) = a(\phi EPS_t - D_{t-1}) \quad (5)$$

- En groupant les termes on obtient

$$D_t = a\phi EPS_t + (1 - a) D_{t-1} \quad (6)$$

- Nous avons une relation similaire pour la période $t - 1$. En remplaçant en (6) on obtient

$$D_t = a\phi EPS_t + a\phi(1 - a) EPS_{t-1} + (1 - a)^2 D_{t-2} \quad (7)$$

- En répétant ce exercice de substitution, on obtient

$$D_t = a\phi \left[\sum_{i=0}^n (1 - a)^i EPS_{t-i} \right] + (1 - a)^{n+1} D_{t-n-1} \quad (8)$$

- Le dividende cette période est donc une moyenne pondérée des bénéfices de cette année et des années précédentes.

- Le contenu informationnel des rachats d'actions est différent. Un des signaux transmis par l'annonce d'un rachat d'actions est que les actions sont actuellement sous-évaluées. Si les dirigeants estiment les actions de l'entreprise surévaluées, ils n'annonceront pas de plan de rachat d'actions, car cela constituerait une opération à VAN négative pour l'entreprise et ses actionnaires.

Plan

I Introduction

II Les modalités de rémunération des actionnaires

III La décision de rendre des capitaux aux actionnaires

IV Dividendes ou rachats d'actions?

- Le versement d'un dividende
- Le rachat d'actions
- Modigliani-Miller et la politique de distribution

V L'effet des imperfections

- La fiscalité
- Les coûts de transactions et les coûts de détresse financière
- Les coûts d'agence
- Les asymétries d'information

VI Résumé

- Dans le cadre d'hypothèses posées par Modigliani-Miller, le choix entre distribution et conservation des liquidités n'a aucune influence sur la valeur de l'entreprise, si l'entreprise place ses liquidités excédentaires pour qu'elles rapportent un intérêt.
- Dans le cadre d'hypothèses posées par Modigliani-Miller, le choix entre dividendes et rachats d'actions n'a aucune conséquence sur la valeur de l'entreprise ou la richesse des actionnaires.
- L'existence d'imperfections de marché rend important le choix entre dividendes et rachat d'actions:
 - ▶ L'existence de l'impôt sur les sociétés impose un coût (fiscal) supplémentaire aux entreprises qui conservent des liquidités excédentaires.
 - ▶ Malgré ce coût fiscal additionnel, la détention de liquidités excédentaires peut être justifiée par la volonté de minimiser les coûts de transaction associés à l'obtention de nouveaux capitaux.

- ▶ La détention de liquidités excessives impose à l'entreprise des coûts d'agence: investissements dans des projets peu rentables ou des dépenses somptuaires.
- ▶ Lorsque le taux d'imposition sur les dividendes est supérieur au taux d'imposition sur les plus-values, la politique optimale consiste à ne verser aucun dividende.
- ▶ Selon la théorie du signal, les entreprises ont pour habitude d'éviter les modifications brutales de leur niveau de dividende. Ce comportement de *lissage* améliore la prévisibilité des dividendes.
- ▶ L'annonce d'un rachat d'actions envoie un signal positif au marché, car les rachats d'actions sont plus probables lorsque le dirigeant estime les actions de l'entreprise sous-évaluées.