



Munich Personal RePEc Archive

Dividend policy of companies listed in developing financial markets: Case study of the BRVM

OUATTARA, Aboudou

Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG)

15 February 2017

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/79839/>

MPRA Paper No. 79839, posted 23 Jun 2017 11:45 UTC

POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES DES SOCIETES COTEES SUR LES MARCHES EN DEVELOPPEMENT : CAS DE LA BRVM

Aboudou OUATTARA, Enseignant en finance de marché¹

Ahmed KONATE, Assistant de Recherche

Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG)

Dakar, février 2017

RESUME

La présente étude a été initiée pour identifier les faits stylisés de la politique de distribution de dividende des sociétés cotées à la BRVM.

Pour y parvenir, les données sur les résultats et les dividendes distribués sur la période 2011-2016 ont été mobilisées. Celles-ci ont été analysées à partir des techniques de statistique descriptive et économétriques.

Il ressort de cette analyse que la décision de mettre en paiement un dividende est influencée par le montant et la variation du résultat d'exploitation, le montant du dividende de la période précédente. Elle est très résiliente. En moyenne, 71% des entreprises choisissent chaque année cette option et versent un dividende moyen de 3 851 FCFA pour chaque action émise et pour un rendement moyen compris entre 6,22% et 7%. Ce dividende est en croissance annuelle d'environ 5%.

Ces résultats apportent une réponse à la lisibilité de la politique de distribution des dividendes dans un marché en développement comme la BRVM. Ils questionnent la validité des modèles élaborés dans le contexte des marchés développés et éprouvés sur des marchés émergents dans le cas spécifique de la zone UEMOA, une économie en développement.

Mots clés : politique de dividende, marchés en développement, BRVM

Classification JEL : G140

¹ Dr Aboudou OUATTARA est actuellement enseignant-chercheur au Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG). Il occupe actuellement le poste de Chef de département Recherche du CESAG. Adresse email : aboudou.ouattara@cesag.edu.sn, Boulevard du Général De Gaulle x Avenue Malick Sy, BP 3802 Dakar (Sénégal), Tel : 00 221 77 106 32 77.

Introduction

La distribution de dividende joue un rôle central dans la prise de décision des parties prenantes de l'entreprise (actionnaire, manager, ...). Ainsi, au-delà du revenu qu'il procure aux actionnaires, l'appréciation de son niveau et de son évolution dans le temps est sujet à une analyse minutieuse afin, entre autres, d'identifier les informations qu'elles pourraient fournir sur la santé financière de la société et sur la stratégie des dirigeants. Il est naturel que la politique de distribution de dividende soit objet d'analyse à la fois en finance d'entreprise et en finance de marché : deux branches de la théorie financière. Ainsi depuis les travaux fondateurs de Lintner (1956) et de Gordon (1959), l'analyse des comportements de distribution de dividende des entreprises est soumise à de vives controverses. Celles-ci se sont articulées, entre autres, sur la neutralité de la politique de distribution de dividende et sa prédominance sur d'autres outils de rémunération des actionnaires.

Les marchés émergents n'ont pas été épargnés par cette controverse. Les travaux de Bushra et Mirza (2015) sur la bourse du Pakistan, Firer et al. (2008) sur la Johannesburg Stock Exchange, de Gordon et Kwame Nkrumah (2010) sur la bourse de Ghana et de Musa et Fodio (2009) sur le Nigeria en sont des illustrations.

Les entreprises cotées à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières ne semblent pas avoir été objet d'une telle analyse. C'est pour combler ce vide que la présente étude a été conduite sur le thème '*Politique de distribution de dividende des sociétés cotées sur les marchés en développement : cas de la BRVM*'.

Elle vise à répondre à la problématique suivante : quelles sont les caractéristiques de la politique de distribution de dividende des sociétés cotées à la BRVM ?

Une analyse sommaire de la distribution des dividendes fait ressortir une double caractéristique : une forte hétérogénéité entre les entreprises et une forte volatilité d'une année à une autre pour une entreprise donnée. En effet, les statistiques descriptives sur la variation des dividendes d'une année à une autre fait ressortir un écart moyen de 74%, expression d'une forte volatilité des dividendes. Une analyse longitudinale par entreprise fait ressortir un écart moyen de 40% de son taux de croissance par rapport à sa moyenne avec une forte variation individuelle entre un minimum 10% et un maximum de 200%, alternant avec des périodes caractérisées par une absence de distribution de dividende. Assurément que la volatilité du résultat explique une part substantielle de celle du dividende.

La conséquence de cette situation est une difficulté pour les analystes financiers à assurer une lisibilité des flux de dividendes auxquels le détenteur d'une action doit s'attendre. Il s'en suit

une difficulté pour évaluer les actions des sociétés cotées à la BRVM. En effet, l'application de la formule de Gordon et Shapiro (1956) ou de Miller et Modigliani (1961) supposent de faire une hypothèse sur la constance de la variation des dividendes d'une année à l'autre ; à tout le moins à partir d'une certaine date.

Dans ces circonstances, une étude du comportement de distribution des dividendes des sociétés cotées à la BRVM est indispensable. C'est tout le sens de la présente étude qui vise à apporter un éclaircissement sur les caractéristiques de la politique de distribution de dividende des sociétés cotées à la BRVM. Elle se propose d'apporter une triple contribution : managériale, analytique et méthodologique. D'abord, sur le plan managérial, les résultats orientent les analystes financiers dans la prise en compte de la politique de distribution de dividende dans la valorisation des actions cotées sur un marché en développement tel que la BRVM. Elle a vocation à apporter un regard critique sur la politique de distribution de dividende des entreprises cotées à la BRVM et à les conseiller sur les considérations à prendre en compte dans son élaboration et sa mise en œuvre. Ensuite, sur le plan conceptuel, les résultats de la recherche questionnent la validité des théories explicatives des comportements de distribution de dividende dans le cas particulier d'un marché en développement. Enfin, sur le plan méthodologique, la conduite de la recherche à exiger la mobilisation d'une méthodologie spécifique incluant la proposition d'un cadre d'analyse spécifique et une méthode d'estimation des paramètres caractéristiques des comportements de distribution de dividende en cohérence avec les spécificités de la BRVM.

La suite du document est organisée comme suit : dans la première section, les principaux points de la littérature sur la politique de dividende et ses implications sont discutés. La méthodologie adoptée est présentée dans la deuxième section. Les résultats de la recherche sont présentés avant de conclure avec une discussion et l'ébauche de recherche qui pourrait enrichir la compréhension de la politique de dividende dans la zone UEMOA.

1 Définition et déterminants de la politique de dividende, une revue de littérature

Cette première section présente la littérature sur la politique de distribution des dividendes. L'objectif est de préciser la définition du concept qui sert de base à l'étude, de discuter la littérature existante sur les déterminants de la politique de dividende des entreprises. Les outils d'analyse empirique de la politique de dividende sont aussi présentés.

La politique de dividende d'une entreprise se définit comme la stratégie adoptée dans la fixation du montant mis en paiement sous la forme de dividende (Adediran and Alade, 2013 ; Nkobe et al., 2013). Cette définition implique la prise en compte de deux paramètres dans

l'analyse du montant de dividende versé. Il s'agit de son lien avec le résultat ou les cashflows de l'entreprise et du degré d'ajustement du montant de dividende suite à une variation non-anticipée, permanente ou non, des performances économiques et financières de l'entreprise. Ainsi, l'étude de la politique de dividende d'une entreprise implique l'étude du rapport entre le montant du dividende versé et les indicateurs de performances économiques et financières de l'exercice en cours. On définit, entre autres, le *pay out ratio* qui est le rapport entre le montant de dividende et le résultat de l'exercice. Elle exige aussi l'étude de sa dynamique dans le temps.

1.1 Caractéristiques de la politique de dividende

L'étude des déterminants de la politique de dividende des entreprises vise à identifier les facteurs externes et internes qui pourraient expliquer les différences de montant de dividende versé d'une société à l'autre, et son évolution dans le temps, ainsi que les modalités de sa détermination.

Il ressort de la littérature que les principaux déterminants de la politique de dividende sont, entre autres, les performances économiques et financières, le patrimoine, les opportunités d'investissement, la structure de l'actionnariat, la gouvernance et la culture de l'entreprise.

L'influence des performances économiques et financières sur la distribution de dividende d'une société a été établie par Lintner (1956). L'auteur a montré qu'une entreprise a tendance à fixer le montant de son dividende en se basant sur le résultat de l'exercice et le montant de dividende distribué les exercices précédents. Explicitement, l'entreprise conserve un taux de distribution de son résultat et une croissance du dividende constant. Elle les maintient dans le temps et ne les modifie que lorsqu'elle estime que les nouveaux ratios sont ceux dictés par ses nouvelles performances économiques et financières à long terme. Ses conclusions montrent qu'une entreprise adopte une politique de dividende stable et lisible sur le long terme.

Des analyses complémentaires ont mis en avant l'influence des cashflows sur la politique de distribution de dividende. En effet, selon Musa and Fodio (2009), les cashflows ont une influence plus importante sur les dividendes que le résultat. Les auteurs expliquent cette conclusion par le fait que les résultats peuvent être sujets à la manipulation de l'équipe dirigeante. Celle-ci peut être emmené à les gonfler artificiellement pour afficher une performance conforme (ou supérieure) aux attentes des actionnaires ou augmenter leurs rémunérations qui y sont indexées. En outre, le paiement des dividendes étant ponctionné sur la liquidité, son existence conditionne la décision de le mettre en paiement (Musa and Fodio, 2009).

Goergen et al. (2004) nuancent ces conclusions en comparant la politique de distribution de dividendes des entreprises allemandes avec celles du royaume uni et des Etats Unis. Leurs résultats montrent que les premières versent une part moins importante de leur cashflow en dividende. Selon les auteurs, la différence provient des pratiques comptables différentes dans les différents espaces économiques. Le conservatisme de la pratique des entreprises allemandes explique la spécificité de leur comportement en la matière.

Cette explication met en avant le rôle de la culture dans la définition de la politique de dividende. Andres et al. (2009) présentent trois points essentiels dans l'analyse de la culture de l'entreprise sur la politique de dividende. Il s'agit de la pratique du provisionnement et de comptabilisation, du choix du support de paiement des dividendes (résultat ou cashflow) et la politique de lissage de dividende (ou d'indexation sur le résultat de la période courante).

Les travaux de recherche ont mis en avant l'influence d'autres composantes de la performance économique et financière sur la distribution du dividende. Il s'agit, entre autres, de la croissance du chiffre d'Affaire.

Le deuxième déterminant de la politique de dividende est constitué par son patrimoine. Dans la littérature, l'on retrouve l'influence de l'actif net, du taux d'endettement, de ratio Book to market value, la part des réserves dans le total bilan de l'entreprise sur la politique de dividende ont été largement étudié dans différents contextes (Ramcharran, 2001). Ces travaux stipulent, entre autres, que l'actif net influence la décision d'effectuer le paiement de dividende et le montant parce que les dirigeants doivent s'assurer que les capitaux propres sont positifs et sont supérieurs aux seuils exigés par les autorités en tenant compte des divers risques inhérents à l'activité. C'est le cas notamment pour les établissements de crédit pour lesquels les fonds propres doivent couvrir au moins le niveau de capital exigé et le capital réglementaire.

Le troisième déterminant important de la politique de dividende est l'existence d'opportunités d'investissement. Leur existence conduit l'entreprise à renoncer au versement de dividende pour assurer partiellement (ou totalement) le financement des investissements par les ressources propres (Wasike, 2015). Cette explication est soutenue par la pecking order Theory (Myers, 1984) et la théorie des parties prenantes (Rozeff, 1982). La première stipule que les dirigeants d'une société ont une préférence forte pour l'autofinancement et que le recours au financement externe intervient que lorsque ceux-ci n'ont pas le choix. Musa and Fodio (2009) développent un argument comportemental sur la raison de l'influence des opportunités d'investissement sur la distribution de dividende. Ils évoquent les biais comportementaux des dirigeants des entreprises cotées au Nigeria Stock Exchange. Ceux-ci ont tendance à

considérer que les ressources obtenues par autofinancement sont sans coût. Il s'en suit donc une propension relativement forte à pratiquer une politique de dividende zéro (Soyode, 1978 ; Oyejide, 1976).

Whited (1992), Vogt (1994) et La Porta et al. (2000) soutiennent que l'influence des opportunités d'investissement sur la politique de distribution de dividende dépend de l'environnement des affaires ; notamment la protection des droits des actionnaires dans l'économie. Dans un environnement où les investisseurs bénéficient d'une faible protection, l'entreprise doit mettre en paiement un montant élevé de dividende pour rassurer les investisseurs et en attirer d'autres pour assurer le financement de ses opportunités d'investissement futures. Cette contribution implique que leur existence excite l'entreprise à verser un dividende d'un montant relativement élevé.

La structure de l'actionnariat et la gouvernance de l'entreprise est le quatrième facteur qui est mis en avant dans la définition de la politique de dividende. Albouy (2010) met en avant la divergence des préférences des différents types d'actionnaire de l'entreprise et leurs interactions dans la détermination du montant du dividende à verser. Il oppose les détenteurs de blocs de titres aux actionnaires minoritaires et aux salariés. L'équilibre de cette interaction est fortement déterminé par les dispositions légales protégeant les actionnaires minoritaires. L'auteur soutient que dans les pays où les actionnaires minoritaires bénéficient de peu de protection, la politique de dividende est dictée par les détenteurs de blocs de titres.

En outre, la structure de l'actionnariat a une influence sur la politique de dividende d'une société (Mossadak et al., 2016). En effet, les investisseurs institutionnels et les particuliers ont une préférence pour la distribution de dividende. Leur présence et leur poids dans l'actionnariat influence donc la politique de distribution de dividende. A l'opposé, les actionnaires majoritaires préfèrent retenir la liquidité dans l'entreprise pour assurer le financement des projets. Ils ont tendance à influencer à la baisse le montant du dividende et à peser dans la décision de ne pas en mettre en paiement. Mossadak et al. (2016) ont établi que la concentration de l'actionnariat augmente le taux de distribution du dividende au Maroc mais pas la part des investisseurs institutionnels.

Les salariés jouent un rôle déterminant dans la politique de dividende. Ceux-ci préfèrent conserver la liquidité dans l'entreprise pour assurer un développement de projets à valeur ajoutée de nature à renforcer la solidité financière et le positionnement de leur entreprise. Le rôle spécifique du dirigeant-salarié est mis en avant dans la politique de distribution de dividende. Il a tendance à limiter le versement de dividende pour le réinvestir dans la société afin d'assurer la croissance de l'action en bourse ; notamment lorsqu'il est attributaire de

stock-option. En outre, il effectue un choix de lissage du dividende afin d'éviter de décevoir les actionnaires (Albouy, 2010).

En outre, l'auteur stipule qu'une gouvernance faible est susceptible d'induire une politique de distribution de dividende généreuse. Ce résultat se justifie par la propension du dirigeant dans cette situation à pratiquer une distribution excessive de dividende pour contenter les actionnaires (minoritaire) et éviter la chute du cours de l'action. Cette explication est objet de controverse puisque certaines études ont tendance à rejeter ces conclusions (Albouy, 2010).

En s'appuyant sur une analyse comparée de la politique de dividende de EADS et Boeing, Albouy (2010) établit que le style de gouvernance influence la politique de dividende. En effet, il soutient qu'une gouvernance actionnariale génère des dividendes élevés et réguliers. Alors qu'un style partenarial induit une distribution de dividende relativement faible et irrégulier. Ce dernier résultat s'explique par la propension des parties prenantes des entreprises partenariales à privilégier le réinvestissement de la liquidité dans les projets de l'entreprise au lieu de le mettre en paiement.

A côté de la gouvernance, les coûts d'agence influencent fortement la politique de dividende. Ceux-ci se définissent comme le conflit entre actionnaires et créanciers financiers. En effet, le versement de dividende ponctionné sur la liquidité, augmente la probabilité de défaut de l'entreprise. Les créanciers financiers plus sensibles à la probabilité de faillite de l'entreprise préfèrent l'évitement de la distribution de dividende. Il exerce par divers moyens une pression dans ce sens. L'entreprise qui résiste à cette pression fera face à un rationnement du crédit à court terme. Cet argument est développé par Albouy (2010) qui conclut au rôle important joué par la protection des créanciers. Aguentaou et al. (2014) montrent que les entreprises marocaines familiales ou détenues en majorité par une entreprise ont une propension à verser des dividendes faibles. Dans le même temps, ils infirment l'influence de la concentration de l'actionnariat, des investisseurs institutionnels et de l'Etat sur la politique de distribution des dividendes.

On distingue d'autres variables telles que l'indice de liquidité, la variabilité des ventes, la volatilité du revenu et le niveau d'endettement, la part des insiders, la croissance moyenne du revenu et le nombre d'action (Musa et Fodio, 2009). En outre, Uzoaga et Alozienwa (1974) établissent que le montant de dividende est déterminé par la peur et le ressentiment des dirigeants (Musa and Fodio, 2009).

Musa and Fodio (2009) ont aussi montré que la politique de distribution de dividende n'est pas homogène d'une entreprise à l'autre et qu'elle dépend aussi de la croissance de l'entreprise, de sa taille et de son secteur d'activité. Dans leur approche, les entreprises sont

classées en quatre catégories selon deux critères : entreprise de croissance vs entreprise mature et grande entreprise vs petite entreprise. Le premier critère est défini par rapport aux opportunités de croissance et le second par rapport au total bilan ou à la capitalisation boursière. Ainsi, les entreprises de croissance en raison des opportunités d'investissement, assurent la distribution d'une faible proportion de leur résultat contrairement aux entreprises matures. Les entreprises de grandes tailles sont susceptibles d'assurer une forte distribution de dividende au regard de leurs activités et de l'importance des cashflows distribués.

Il ressort de la littérature une grande diversité de déterminants de la politique de dividende qui peuvent se regrouper en deux catégories : interne et externe. Dans la première, le résultat de l'entreprise, le poids relatif des parties prenantes, le style de gouvernance, etc. jouent un rôle primordial. Les perspectives de croissance et le dispositif légal sur la protection des actionnaires et des créanciers influent sur la politique de dividende.

Les études empiriques apportent un enrichissement à la théorie financière sur les moyens à mettre en œuvre pour questionner la pertinence des différentes contributions.

1.2 Outils empiriques d'étude de la politique de dividende

Deux principaux outils ont été utilisés dans les études empiriques sur la politique de dividende. Il s'agit de l'étude de la corrélation et de la régression multiple (en coupe instantanée ou en données de panel).

Le premier permet d'étudier le lien linéaire entre les caractéristiques de la politique de dividende et ses principaux déterminants tels que le résultat, le dividende passé, ... (Ojeme et al., 2015). La régression multiple a servi à tester la pertinence des théories relatives à la politique de dividende en les confrontant aux données. Dans les recherches empiriques, l'on retrouve le recours au modèle linéaire (Adediran and Alade, 2013 ; Musa and Fodio, 2009), aux modèles de données de panel (Andres et al., 2009 ; Hafeez and Attiya, 2008 ; Aguenau et al., 2014 ; Wasike, 2015) et dans quelques cas à l'usage du modèle Tobit (Foroghi et al., 2011 ; King'wara, 2015).

Dans ces études empiriques, les principaux déterminants retenus et qui ont une influence plus ou moins significative sont le résultat de l'exercice, le montant du dividende précédent, les investissements et l'actif net, la croissance, taille, secteur d'activité de l'entreprise (Musa and Fodio, 2009 ; Adediran and Alade, 2013 ; Wasike, 2015).

Un deuxième point important dans les études empiriques concerne les données mobilisées. La plupart utilise les données issues des états financiers et boursières. Certaines ont recours aux données d'enquête pour étudier la perception des dirigeants sur la politique de distribution de

dividende et identifier les paramètres qui leur semblent important dans la détermination du montant à mettre en paiement (Firer et al., 2008).

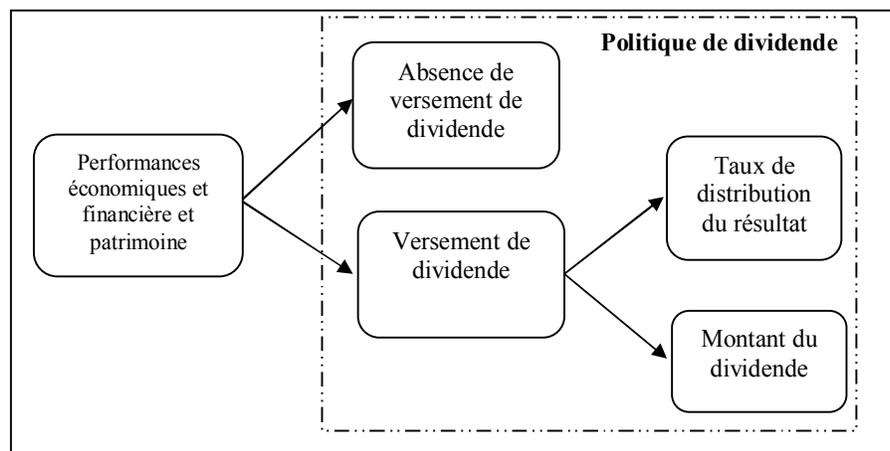
2 Méthodologie de l'étude

A la suite de la revue de littérature, cette section présente la méthodologie utilisée pour l'analyse de la politique de dividende. Il est discuté successivement le cadre d'analyse, les données utilisées et les méthodes d'analyse empirique.

2.1 Cadre d'analyse de la recherche

Le cadre d'analyse de la présente recherche est inspiré du modèle de Lintner (1956). Schématiquement, il est retenu que les dirigeants d'une société, sur la base de ses performances économiques et financières et de son patrimoine définissent le montant à mettre en paiement sous la forme de dividende. Le choix est dicté par sa politique de dividende. Il est adopté le schéma d'analyse présenté à la figure 1.

Figure 1 : Cadre d'analyse de la Recherche



Ce cadre revient à postuler que le montant à verser en dividende est déterminé de façon séquentielle. Les dirigeants décident d'abord de verser ou non un dividende en tenant compte du résultat de l'exercice, du patrimoine de la société et de l'historique de dividende. Par la suite, le taux de distribution du résultat et le dividende sont déterminés. Les deux décisions prises de façon simultanée et sont dictées par la politique de distribution de dividende de la société.

L'implémentation de ce cadre d'analyse a exigé de mobiliser des données adaptées.

2.2 Les données

L'analyse empirique s'est appuyée sur les informations relatives aux états financiers des entreprises cibles et leur annonce de paiement ou non de dividende².

La collecte des données a permis d'obtenir les informations sur la période allant de 2011 à 2016. Celles-ci concernent 41 sociétés cotées à la BRVM sur la période d'analyse. En raison du retrait de la cote de certaines sociétés et d'introduction d'autres sur la période, les données constituent un panel non cylindré composées de 256 observations (société x Exercice).

Pour chaque société et exercice, la base de données constituée comporte les informations sur la distribution de dividende et le contenu des états financiers. Sur cette base, les indicateurs d'analyse ont été construits.

Pour répondre à la problématique, il a été adopté une démarche d'estimation des paramètres des politiques de dividendes des sociétés cotées à la BRVM.

2.3 Méthode d'analyse des paramètres de la politique de dividende

Dans cette section, il est discuté les méthodes d'estimation des paramètres de la politique de dividende.

Pour étudier les déterminants de la politique de distribution de dividende, deux groupes de variables ont été constitués. Les variables mesurant la politique de dividende (variable d'intérêt) et les variables explicatives (variables indépendantes).

Il est défini quatre variables d'intérêt : le paiement de dividende qui vaut 1 si la société a payé un dividende et 0 sinon (PayDiv), le logarithme du montant de dividende par action versé par la société (LogDiv), le taux de distribution du résultat de la société (TauxDistr) et la variation du dividende par action de la société (EvolDiv). La combinaison de ces quatre variables permet de cerner la politique de distribution de dividende des sociétés cotées à la BRVM.

Pour chacune des composantes, il est retenu une relation entre la variable d'intérêt et les variables exogènes selon la relation :

$$Y_{i,t} = f(X_{i,t}) \quad (1)$$

La forme de la relation $f(\cdot)$ dépend de la variable d'intérêt étudié. Pour la variable paiement de dividende (PayDiv), il est retenu une relation logistique. Pour les variables taux de distribution du résultat de la société (TauxDistr) et la variation du dividende par action de la société (EvolDiv), la relation est postulée linéaire. Pour la variable montant de dividende par

² <http://www.brvm.org/Default.aspx?TabId=85&language=fr-FR>, page consultée le 09 mai 2016

action versé par la société (LogDiv). Il est postulé une relation non linéaire de type Tobit entre son niveau et les variables explicatives selon l'expression donnée par l'équation (3) ci-après :

$$d_{i,t} = \begin{cases} d_{i,t}^* & \text{si } d_{i,t}^* > 0 \\ 0 & \text{si } d_{i,t}^* \leq 0 \end{cases} \quad (2)$$

$$d_{i,t}^* = a_i + \delta_i + b_i e_{i,t} + (1 - c_i) d_{i,t-1} + \beta X_{i,t} + u_{i,t} \quad (3)$$

Avec

a_i : montant de dividende autonome spécifique à la société i

δ_i : effets temporels de la politique de distribution de dividende

b_i : coefficient d'ajustement du dividende par rapport au résultat de l'exercice

$e_{i,t}$: Niveau de résultat net de l'exercice courant (en log)

c_i : coefficient d'ajustement du dividende par rapport à son niveau précédent

$d_{i,t}$: Montant de dividende de la période (en log)

$X_{i,t}$: Blocs de variables exogènes représentant les caractéristiques individuelles des sociétés cotées

$u_{i,t}$: terme résiduel

La formulation sous la forme non linéaire stipule que la cible de distribution de dividende de la société n'est observée que lorsque sa valeur est supérieure à 0.

Le coefficient c_i mesure la vitesse avec laquelle le dirigeant de la société i décide de réviser le montant de dividende à une période donnée en tenant compte de l'écart entre sa cible de paiement de dividende et le montant de dividende versé à la période précédente.

Les paramètres potentiels de la politique de dividende dépendent de la nature de la société selon qu'elle est un établissement de crédit ou non. Ils comportent des composantes communes : *résultat net par action (EPS)*, *la variation du résultat net de l'exercice (EPS_Vari)*, *le logarithme du montant de dividende par action de la période précédente (LogDiv_1)*, *la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme du total bilan (LogTotBilan)*, *le levier de la société mesuré par le rapport entre la dette totale et le total bilan (Lev)*, *les opportunités d'investissement³ (PrimeRes)* et *le ratio de Book to Market (BM)*.

Pour les entreprises industrielles ou commerciales, les variables indépendantes supplémentaires sont constituées par : *le ratio de liquidité immédiat (Liqimm)* et *la variation du chiffre d'affaire (VCA)*. Pour les établissements de crédit, il est retenu *la variation du PNB (VPNB)*.

L'ensemble de ces variables constitue le bloc de variables X.

³ calculées comme le ratio entre le total des primes et réserves sur le total bilan de la société.

A l'issue de ces différentes étapes, les démarches de constitution des données et d'estimation des paramètres ont été présentées. Elles permettent d'envisager la présentation des résultats.

3 Résultats de l'étude

A la suite de la méthodologie, cette section s'intéresse aux résultats de l'étude ; notamment ceux relatifs à l'analyse des caractéristiques de la politique de distribution de dividende des sociétés cotées à la BRVM.

La présentation est subdivisée en trois sous-sections. Dans un premier temps, nous procédons à la description des dividendes distribués à la BRVM sur la période d'étude. Ensuite, les caractéristiques des dividendes distribués sont discutées. Nous terminons par l'analyse des caractéristiques de la politique de dividende des sociétés cotées.

3.1 Dividendes distribués par les sociétés cotées à la BRVM

Cette première sous-section est consacrée à l'étude des caractéristiques des dividendes distribués par les sociétés cotées à la BRVM. Explicitement, elle s'intéresse au montant total de dividende distribué, à la fraction de société qui versent un dividende, au ratio de distribution du résultat.

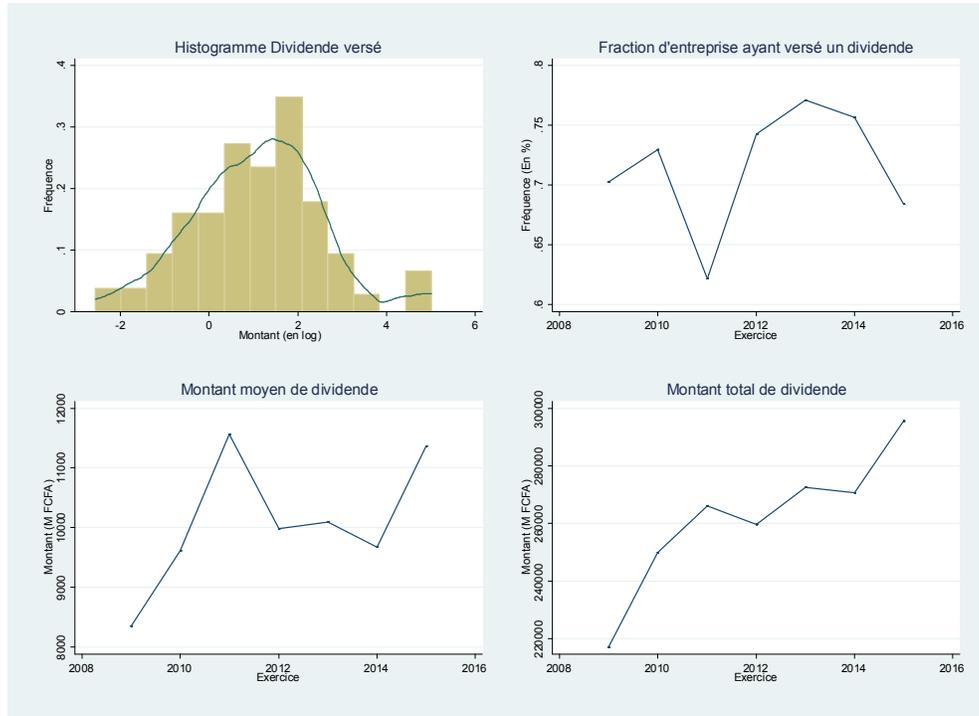
Le tableau 1 ci-après présente les statistiques descriptives de ces variables d'intérêt.

Sur la période 2010 à 2016, En moyenne 7 entreprises sur 10 versent un dividende chaque année. La situation d'une année à l'autre connaît toutefois des perturbations. Ainsi, nous constatons que l'exercice 2011 est celui sur lequel peu d'entreprises ont distribué un dividende. Cette situation pourrait être imputable à la crise post-électorale qui a prévalu en Côte d'Ivoire sur la même période. La fraction des entreprises verseuses de dividendes a aussi repris l'année d'après. Elle s'est inscrite à la hausse en 2013 avant d'entamer un mouvement de reprise depuis 2014, date à partir de laquelle celle-ci semble avoir entamé une tendance baissière.

En moyenne, chaque entreprise ayant pris la décision de verser un dividende a versé à ses actionnaires un montant total de 10 Milliards de FCFA. Ce montant global a connu une évolution relativement contrastée comme le montre le tableau 01. En effet, après un pic en 2011, il s'est inscrit à la baisse en 2012, 2013 et 2014. L'exercice 2015 consacre une forte reprise des montants distribués par société.

Tableau 1 : Montant et fréquence de versement de dividende

Variable	Obs	Moyenne	Std. Dev.	Min	Max
Montant total versé (En Million FCFA)	182	10 063	25 865	77	150 000
Fréquence	256	71,48%	45,24%	0,00%	100,00%



Globalement, le montant versé aux investisseurs par les sociétés cotées s'inscrit dans une tendance haussière passant d'un montant d'un peu plus de 220 milliards de FCFA sur l'exercice 2010 à pratiquement 300 Milliards de FCFA pour l'exercice 2015.

Une analyse des spécificités individuelles fait ressortir le rôle structurant de SONATEL Sénégal dans le volume total des dividendes distribués. Elle est caractérisée par une constance dans la distribution de dividende. Conformément à son poids sur le marché, elle occupe un peu plus de 50% du montant total distribué par les sociétés cotées. Ainsi, de 121,5 milliards FCFA en 2010, le montant total distribué par la société a atteint 150 milliards FCFA en 2016. A l'autre extrême, nous pouvons citer les cas de NEI Côte d'Ivoire, SICOR Côte d'Ivoire, de MOVIS Côte d'Ivoire, SETAO Côte d'Ivoire et de Trituraf Côte d'Ivoire qui n'ont versé aucun dividende sur la période. L'analyse des spécificités de ces entreprises fait ressortir que ce sont des sociétés qui ont connu des contre-performances économiques et financières sur la période. La dernière citée est même en situation de liquidation depuis des années.

Nous pouvons aussi citer le cas de sociétés qui mettent en paiement un dividende mais dont le montant est relativement faible. Il s'agit notamment de TOTAL Côte d'Ivoire avec un

montant de 76,53 millions F CFA en 2016. Il faut toutefois souligner que l'existence de sociétés qui malgré des résultats négatifs maintiennent la distribution de dividende. C'est le cas de SIEM CREW S.A Côte d'Ivoire en 2013 et 2015.

Il ressort de cette analyse descriptive que globalement la distribution de dividende est très fréquente parmi les sociétés cotées à la BRVM puisqu'en moyenne plus de 7 sociétés sur 10 se livrent à cet exercice chaque année. Les montants versés connaissent une évolution relativement contrastée sur la période en s'imprégnant de la conjoncture économique et politique de la zone UEMOA et de ses pays membres. La combinaison de ces paramètres produit une tendance globalement à la hausse du montant versé par les sociétés cotées à leur actionnaire. Cette évolution globale ne cache toutefois pas les choix individuels des dirigeants des sociétés cotées.

Cette analyse au niveau global a besoin d'être enrichie par une analyse des caractéristiques des dividendes versés.

3.2 Caractéristiques des dividendes des sociétés cotées à la BRVM

Cette sous-section s'intéresse à l'analyse des caractéristiques des dividendes versés par les sociétés cotées à la BRVM. Ainsi, à la suite de la sous-section précédente, elle se positionne au niveau des investisseurs afin d'apprécier le montant reçu par chaque actionnaire, la fraction du résultat net distribuée, l'évolution du dividende d'année en année et son taux de rendement.

Le tableau 02 présente les statistiques descriptives et l'évolution sur la période d'analyse.

L'analyse de ces résultats fait ressortir qu'en moyenne le détenteur d'une action reçoit la somme de 3 851 FCFA avec une forte variabilité entre un minimum de 300 FCFA et un maximum de 16 380. La différence s'expliquant dans la grande majorité par le nombre d'action en circulation.

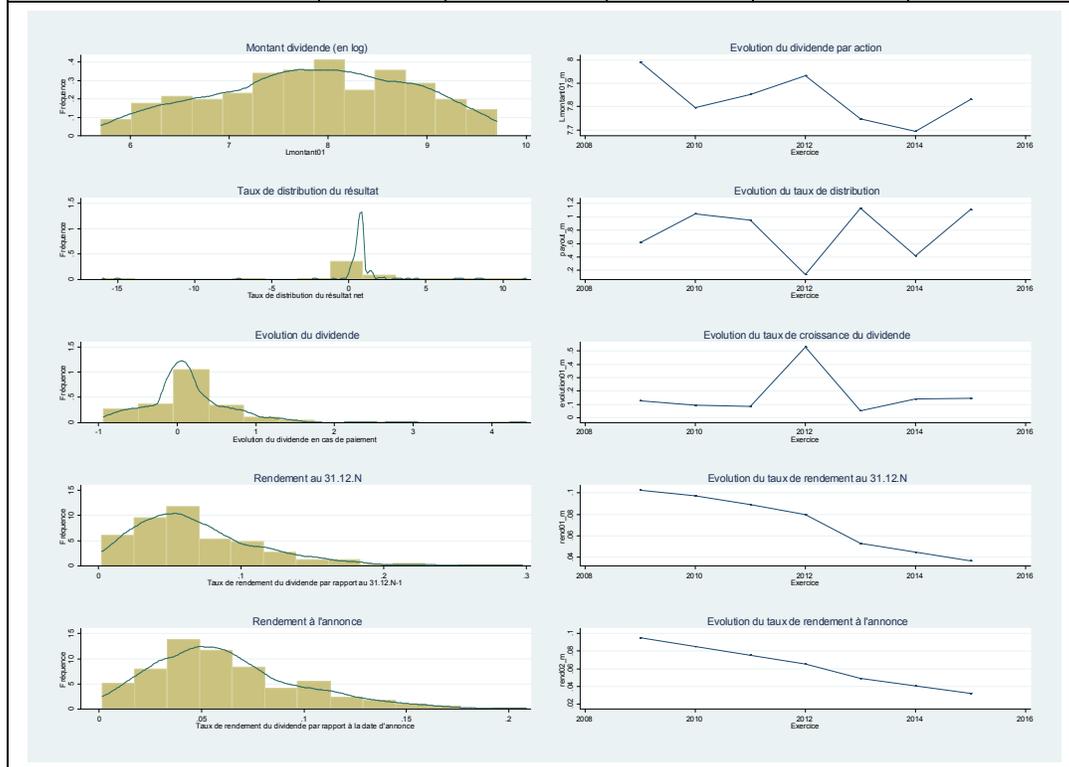
Ce montant représente en moyenne 76% du résultat de l'exercice courant. Ainsi, les sociétés cotées à la BRVM ponctionnent le dividende distribué sur une fraction relativement élevée du résultat de l'exercice. Elles se comportent comme des entreprises matures qui ont peu besoin de liquidité pour le financement de leur projet ; à moins que ce soit une stratégie pour contenter les actionnaires et obtenir leur confiance pour le financement de futurs projets.

Nous pouvons observer des comportements extrêmes de sociétés qui en dépit du résultat négatif de l'exercice courant maintiennent le versement d'un dividende ; ou encore le cas de

sociétés qui mettent en paiement un montant de dividende supérieur au résultat de l'exercice courant.

Tableau 2 : Statistiques descriptives des caractéristiques des dividendes servis

Variable	Obs	Moyenne	Ecart type	Min	Max
Montant net versé	182	3 851	3 483	299,7	16 380
Taux de distribution	180	76,65%	234,16%	-1603,62%	1150,31%
Evolution	168	16,15%	64,54%	-94,13%	443,54%
Rendement au 31.12	180	7,12%	4,79%	0,23%	29,76%
Rendement à l'annonce	182	6,28%	3,67%	0,13%	20,84%



Deux autres caractéristiques des dividendes ont retenu notre attention, leur évolution d'année en année et le taux de rendement.

En moyenne, les sociétés cotées à la BRVM assurent une croissance de 16% du montant de dividende d'une année à l'autre. Ce taux est largement appréciable. Les investisseurs sont ainsi assurés de la croissance régulière de la liquidité qui leur est versée. La distribution de cet indicateur fait ressortir une forte hétérogénéité entre les sociétés.

A l'opposé, les taux de rendement des dividendes sont relativement faibles. Comparé au cours de l'action au 31 décembre de l'année, le montant de dividende ne rapporte qu'environ 7 centimes pour chaque F CFA investi. Ce taux est à peine supérieur au taux d'intérêt des obligations d'Etat disponibles sur le marché dont le taux moyen se situe entre 6 et 6,5%. En

outre, l'analyse de son évolution présentée sur le tableau 02 fait ressortir une forte baisse de ce rendement sur la période d'étude. Cette tendance est la preuve que la hausse des dividendes n'a pas été suffisante pour compenser celle du cours des actions des sociétés en bourse. L'analyse du taux de rendement par rapport au cours le jour de l'annonce du dividende fait ressortir des caractéristiques similaires.

Ainsi, nous pouvons retenir que les dividendes distribués par les sociétés cotées à la BRVM présentent la caractéristique d'être en hausse avec un taux relativement confortable mais pas suffisant pour rémunérer les actionnaires par rapport au prix payé pour détenir l'actif.

Une analyse des caractéristiques de la politique de dividende devrait nous permettre de mieux comprendre les choix opérés par les dirigeants des sociétés cotées à la BRVM.

3.3 Caractéristiques de la politique de dividende des sociétés cotées à la BRVM

Comme annoncé dans la méthodologie, la politique de dividende des sociétés cotées à la BRVM est étudiée à travers quatre indicateurs : le paiement de dividende qui vaut 1 si la société a payé un dividende et 0 sinon (**PayDiv**), le logarithme du montant de dividende par action versé par la société (**LogDiv**), le taux de distribution du résultat de la société (**TauxDistr**) et la variation du dividende par action de la société (**EvoDiv**).

Pour chacune d'elle, nous estimons un modèle économétrique (logistique, linéaire ou tobit) en fonction des spécificités de la variable d'intérêt. Nous avons pris le soin d'estimer un modèle différent pour les établissements de crédit et pour les entreprises industrielles ou commerciales.

Le résultat des estimations est consigné dans le tableau 03.

Il en ressort qu'il existe une différence de comportement entre les établissements de crédit et les entreprises industrielles ou commerciales en matière de paiement de dividende. En effet, le contenu établit que le résultat de l'exercice influence significativement et positivement la décision de mettre en paiement un dividende, le montant versé et sa variation d'une année à l'autre dans le cas des entreprises industrielles ou commerciales mais n'a pas d'influence statistiquement significative sur la décision des établissements de crédit.

Tableau 3 : Résultats de l'identification des caractéristiques de la politique de dividende des sociétés cotées à la BRVM

VARIABLES	Entreprises industrielles ou commerciales				Etablissements de credit			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Paiement dividende	Montant	Taux de distribution	Evolution	Paiement dividende	Montant	Taux de distribution	Evolution
Constant	-0.0955 (5.211)	8.847 (8.665)	13.48 (10.56)	1.191 (5.787)	-1,027 0	15.76 (23.33)	1.936 (3.062)	2.247 (4.111)
PayDiv_1	-2.798 (4.734)							
EPS	0.000538*** (0.000183)	0.000210*** (3.75e-05)	2.82e-05 (6.20e-05)	4.98e-05*** (1.51e-05)	-0.00633 0	5.11e-05 (0.000117)	-1.82e-05 (1.59e-05)	2.57e-05 (3.16e-05)
EPS_Vari	-0.130 (0.0979)	-0.0626 (0.0400)	-0.1000 (0.0717)	0.141*** (0.0286)	87.82 0	0.353* (0.197)	0.0103 (0.0336)	0.722*** (0.163)
Lmontant_1	1.015 (0.670)	0.0958 (0.0838)	-0.0466 (0.152)	-0.425*** (0.102)	51.33 0	-0.624*** (0.196)	0.00542 (0.0376)	-0.189 (0.203)
PartRes	-7.647** (3.679)	-9.000*** (2.807)	-0.674 (4.069)	-0.646 (0.953)	-27.23 0	-6.200*** (1.106)	-0.00763 (0.634)	-0.751*** (0.195)
CA_Vari	3.253*** (1.254)	-0.0407 (0.0464)	0.0128 (0.0614)	0.0492*** (0.0148)				
BM	-0.0179 (0.0382)	0.238*** (0.0766)	0.309** (0.142)	0.0444 (0.0600)	10.67 0	0.213** (0.0758)	0.00414 (0.0231)	0.00230 (0.0119)
END	-11.18*** (3.237)	-18.43*** (3.339)	-1.416 (5.326)	-1.281 (1.281)				
liqimm	-0.644 (2.167)	-1.210 (1.225)	-1.922 (1.763)	0.255 (0.432)				
taille	0.250 (0.227)	-0.620** (0.297)	-0.478 (0.413)	-0.0562 (0.102)	27.42 0	-0.124 (0.880)	-0.0517 (0.118)	-0.0308 (0.133)
Obs	162	162	116	116	40	41	39	40

Erreur-type entre parenthèses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

PayDiv : Paiement de dividende 1 si paiement et 0 sinon ; **PayDiv_1** : Paiement de dividende à la période précédente ; **EPS** : Résultat net par action ; **EPS_Vari** : Variation du résultat par action ; **Lmontant_1** : Logarithm du montant de Dividende par action versé à la période précédente ; **PayOut** : Taux de distribution du résultat

L'influence de la variation du résultat sur la variation du dividende est significative pour les deux groupes de sociétés. Ainsi, que ce soit pour les établissements de crédit que pour les entreprises industrielles et commerciales, la variation du bénéfice influence positivement la variation du montant de dividende versé. Les deux groupes ne répercutent toutefois pas dans les mêmes proportions les performances ou contre-performances. En moyenne, les établissements de crédit répercutent 72% de cette variation ; là où les entreprises industrielles ou commerciales ne répercutent que 14%.

Une autre différence entre les deux groupes réside dans l'influence du montant du dividende mis en paiement la période précédente sur la politique de dividende. Dans les deux cas, il impacte négativement les choix de la période courante. Toutefois, pour les établissements de crédit, son influence porte sur le montant mis en paiement ; là où pour les entreprises industrielles ou commerciales, il influence la variation. Ainsi, un montant de dividende relativement élevé à une période donnée a tendance à mettre une pression à la baisse sur le dividende de la période suivante soit sur sa variation, soit sur son montant.

Il n'a pas été possible de prendre en compte la variation du chiffre d'affaire, le niveau d'endettement et la liquidité sur la politique de dividende des établissements de crédit. Pour les entreprises industrielles ou commerciales, nous établissons que la variation du chiffre d'affaire a une influence statistiquement positive sur le montant et la variation du dividende. Le niveau d'endettement, quant à lui, réduit la distribution de dividende. La part des réserves dans le bilan de l'entreprise a un effet négatif sur la distribution de dividende. Par contre, le niveau de liquidité n'a pas d'influence sur la politique de dividende.

Notons pour terminer que la taille a une influence sur la politique de dividende des entreprises industrielles ou commerciales mais pas sur celle des établissements de crédit. En moyenne, les grandes entreprises versent moins de dividende que les petites comme en témoigne le signe négatif de la variable dans la régression du montant de dividende.

Au total, l'analyse des caractéristiques de la politique de dividende des sociétés cotées à la BRVM fait ressortir une différence remarquable entre les établissements de crédit et les entreprises industrielles ou commerciales. Les résultats confirment l'influence du résultat de l'exercice courant et du niveau de dividende de la période précédente sur la décision de verser un dividende ou non et sur le montant mis en paiement ou son évolution. Dans ce sens, nos conclusions confirment la validité de la proposition de Lintner (1956) sur l'influence du résultat de l'exercice du dividende de la période précédente. De même, l'influence de l'évolution du

chiffre d'affaire, du niveau d'endettement et de la taille des entreprises est conforme aux prévisions de la littérature (Ramcharan, 2001).

A l'opposé l'absence d'effet de la liquidité sur la décision de verser un dividende et le montant mis en paiement est un résultat spécifique sur la BRVM. Il signifie que les sociétés cotées à la BRVM ne prennent pas en compte la disponibilité ou non de liquidité pour décider si oui ou non elles peuvent verser un dividende. Ce résultat est contraire à la proposition de Musa and Fodio (2009) qui ont établi que les cashflows ont un effet plus important sur la politique de dividende que le résultat de l'exercice.

Ce dernier point clôture la présentation des résultats.

Conclusion

L'objectif de la présente recherche a été de fournir une connaissance sur la politique de distribution de dividende des sociétés cotées à la BRVM. Son ambition est de tester la validité des conclusions des modèles de la théorie financière sur un marché en développement tel que celui de la zone UEMOA.

Pour y parvenir, les données sur les dividendes distribués et le cours des actions des sociétés entre 2010 et 2016 ont été mobilisés. L'estimation des paramètres du cadre d'analyse a permis de tester les hypothèses formulées dans l'approche méthodologique.

Il ressort des résultats qu'il existe une différence remarquable entre les établissements de crédit et les entreprises industrielles ou commerciales. En dépit de cette différence, les conclusions de Lintner (1956) sur l'influence du résultat de l'exercice et du dividende de la période précédente est valable pour le BRVM. A l'opposé, la liquidité n'influence pas la décision de verser un dividende ou pas.

Il s'agit toutefois d'une contribution qui gagnerait à être renforcée par des travaux complémentaires pour enrichir les pratiques, les modèles et méthodologie de recherche en sciences de gestion. Dans la présente étude, il n'a pas été possible de prendre en compte la fiscalité des dividendes et des plus ou moins-values. De même, l'actionnariat des sociétés cibles n'a pas été considérées. Alors que la littérature met un accent sur le rôle de ces deux paramètres dans la définition de la politique de dividende. L'omission de ces deux paramètres s'est imposée par l'absence de données fiables sur la période d'analyse.

Les voies de recherche prometteuses pourraient être orientées vers l'étude de la perception de la politique de dividende des Directeurs financiers et trésoriers des sociétés cotées en bourse. La compréhension de ces perceptions et celle des analystes financiers est susceptible d'apporter un éclaircissement sur leur contribution à la définition de la politique de dividende

des sociétés cotées dans les marchés en développement. Une autre voie de recherche pourrait être d'enrichir les résultats par la prise en compte de la fiscalité des dividendes et des plus ou moins-values et de l'actionnariat des sociétés cibles. Enfin, l'étude de la réaction des investisseurs à l'annonce de dividende dans la zone UEMOA est une voie aussi intéressante à envisager.

Bibliographie

- [1]. Adediran, S.A., Alade, S.O., 2013. Dividend policy and Corporate Performance in Nigeria. *American journal of social and management sciences* 4, 71–77.
- [2]. Aguentaou, S., Farooq, O., Di, H., 2014. Dividend Policy and Ownership Structure: Evidence from the Casablanca Stock Exchange. *GSTF Journal on Business Review (GBR)* 2.
- [3]. Albouy, M., 2010. La politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants ?
- [4]. Andres, C., Betzer, A., Goergen, M., Renneboog, L., 2009. Dividend policy of German firms: A panel data analysis of partial adjustment models. *Journal of Empirical Finance* 16, 175–187.
- [5]. Bushra, A., Mirza, N., 2015. The Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *Lahore Journal of Economics* 20, 77–98.
- [6]. Firer, C., Gilbert, E., Maytham, A., 2008. Dividend policy in South Africa. *Investment Analysts Journal* 37, 5–19.
- [7]. Foroghi, D., Karimi, F., Momeni, Z., 2011. The investigation relationship of dividend behavior and likelihood of paying dividend with financial tehran stock exchange. *Interdisciplinary Journal of contemporary Research in Business* 3, 390–397.
- [8]. Goergen, M., Renneboog, L.D.R., Correia Da Silva, L., 2004. Dividend policy of German firms: A dynamic panel analysis of partial adjustment models (Discussion Paper No. 2004–13). Tilburg University, Tilburg Law and Economic Center.
- [9]. Gordon, M.J., 1959. Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics* 41, 99–105.
- [10]. Gordon, M.J., Shapiro, E., 1956. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science* 3, 102–110.
- [11]. Gordon, N.A., Kwame Nkrumah, 2010. The impact of dividend announcement on share price behaviour in Ghana. *Journal of Business & Economics Research* 8, 47–58.
- [12]. Hafeez, A., Attiya, Y.J., 2008. Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan (evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms) (MPRA Paper No. 37342). University Library of Munich, Germany.
- [13]. King'wara, R., 2015. Determinants of Dividend Payout Ratios in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting* 6, 48–51.
- [14]. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 2000. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance* 55, 1–33.

- [15]. Lintner, J., 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review* 46, 97–113.
- [16]. Miller, M.H., Modigliani, F., 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* 34.
- [17]. Mossadak, A., Fontaine, R., Khemakhem, H., 2016. The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy in an Emerging Market: A Moroccan Study. *Universal Journal of Accounting and Finance* 4, 89–95.
- [18]. Musa, Fodio, I., 2009. The dividend policy of firms quoted on the Nigerian stock exchange: An empirical analysis. *AJBM* 3, 555–566.
- [19]. Myers, S.C., 1984. Capital Structure Puzzle (SSRN Scholarly Paper No. ID 227147). Social Science Research Network, Rochester, NY.
- [20]. Nkobe, D.K., Simiyu, A.K., Limo, P.K., 2013. Dividend policy and share price volatility in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting* 4, 115–120.
- [21]. Ojeme, S., Mamidu, A.I., Ojo, J.A., 2015. Dividend Policy and Shareholders' Wealth in Nigerian Quoted Banks. *Canadian Social Science* 11, 24–29.
- [22]. Oyejide, T.A., 1976. Company Dividend Policy in Nigeria: An empirical Analysis. *The Nigerian Journal of Economic and Social Studies* 18, 179–194.
- [23]. Ramcharran, H., 2001. An Empirical Model of Dividend Policy in Emerging Equity Markets. *Emerging Markets Quarterly* 5, 39–49.
- [24]. Rozeff, M.S., 1982. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* 5, 249–259.
- [25]. Soyode, A., 1978. Dividend Policy in an Era of Indigenization: Some Further Comments. *The Nigerian Journal of Economic and Social Studies* 18, 39–48.
- [26]. Uzoaga, W.O., Alozienwa, J.U., 1974. Dividend Policy in an Era of Indigenization. *The Nigerian Journal of Economic and Social Studies* 16, 461–477.
- [27]. Vogt, S.C., 1994. The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms. *Financial Management* 23, 3–20.
- [28]. Wasike, T.W., 2015. Determinants of dividend policy in Kenya. *International journal of arts and entrepreneurship* 4, 71–80.
- [29]. Whited, T.M., 1992. Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data. *The Journal of Finance* 47, 1425–1460.