

## Le pouvoir symbolique du dividende

En pleine crise du COVID-19, les dividendes font l'objet de nombreux débats et contestations. Le 24 mars, le ministre de l'économie a incité les entreprises françaises à « *la plus grande modération* » dans le versement des dividendes en 2020 et que « *les entreprises où l'Etat est actionnaire* », seraient invitées à « *ne pas verser de dividendes en tout cas à des particuliers* », ajoutant que « *le partage de la valeur, c'est aussi une solidarité* ». Les références *aux particuliers* et à *la solidarité* montre à quel point la vision du dividende que peut avoir Bruno Lemaire est proche de celle des rédacteurs du rapport d'Oxfam<sup>1</sup>. Ce rapport<sup>2</sup>, sorti en mai 2018, concluait que les actionnaires s'enrichissaient plus que jamais au dépend des salariés. Cette étude a surtout l'avantage de mettre en évidence l'exploitation que l'on peut faire d'un sujet symbolique à des fins politiques. Ses défauts méthodologiques<sup>3</sup> et ses conclusions tendancieuses ont déjà fait l'objet d'analyses qu'il est inutile de reprendre ici. Nous renvoyons le lecteur à l'excellent article d'Albouy et Bonnet par exemple<sup>4</sup>.

Le versement de dividende n'a en réalité qu'un pouvoir symbolique qui donne le la à de nombreux malentendus tels que le fait que les actionnaires s'enrichissent lorsqu'ils perçoivent des dividendes. Or, comme nous allons le développer à travers la théorie financière, cette idée est complètement fausse.

### ***La politique de dividende est neutre et n'impacte pas la richesse de l'actionnaire***

D'après le fameux théorème de Modigliani et Miller de 1961, dans un monde sans coût de friction, le fait de payer ou pas des dividendes aux actionnaires n'a aucune importance dès lors que leur objectif est de maximiser leur richesse<sup>5</sup>. En effet, le cours de bourse d'un titre baisse du montant du dividende qui est payé au moment du détachement. Si ce n'était pas le cas, il y aurait nécessairement un arbitrage. La valeur de la firme qui paye un dividende est donc amputée du montant total des dividendes versés au moment exact où elle les verse. Mais pour l'actionnaire, sa richesse ne change pas. Avant, elle est constituée du montant total des actions de la firme qu'il détient. Après, elle est constituée du montant total des actions dont le cours a baissé auquel il faut ajouter le montant des dividendes reçu en cash. Remarquons que si le dividende est versé en action comme cela peut se produire, la richesse totale de l'actionnaire ne change pas non plus. Dans ce cas, la valeur totale de ses actions est répartie sur un plus grand nombre d'actions et c'est tout. C'est-à-dire que la valeur totale de la firme ne change pas, seul le cours de l'action individuelle baisse. Il n'est donc pas utile de diaboliser les actionnaires qui touchent des dividendes car cela ne les enrichit pas au moment où ils les touchent mais le paiement change la répartition de leur richesse entre les actions et le cash. Comme l'explique Michel Albouy dans une vidéo de 2019, il est possible de considérer que ce sont les

---

<sup>1</sup> Pour une analyse politique de cette position de Bruno Lemaire, voir Albouy : <https://www.contrepoints.org/2020/03/30/367743-supprimer-les-dividendes-bruno-le-maire-et-la-cgt-meme-combat>

<sup>2</sup> <https://www.oxfamfrance.org/inegalites-et-justice-fiscale/cac-40-des-profits-sans-partage/>

<sup>3</sup> Méthodologie que Patrick Artus n'a pas hésité à qualifier de désastreuse. Voir <https://www.planete-business.com/2018/05/16/rapport-oxfam-dividendes/>

<sup>4</sup> <https://www.contrepoints.org/2018/05/23/316546-oxfam-7-biais-methodologiques-du-rapport-qui-stigmatise-les-actionnaires>

<sup>5</sup> Miller M. et F. Modigliani, 1961, « Dividend policy, growth, and the valuation of shares », *Journal of Business*, vol. 34, p. 411-433.

actionnaires eux-mêmes qui financent les dividendes qu'ils perçoivent<sup>6</sup>. Une des grandes questions de la théorie financière est d'ailleurs de savoir pourquoi certains actionnaires souhaitent toucher des dividendes malgré tout alors qu'ils peuvent se faire un « dividende maison »<sup>7</sup>. En effet, s'ils ont besoin de percevoir du cash pour des motifs de consommation, il leur suffit de vendre les actions correspondant au montant dont ils ont besoin. Dans ce cas, comme lors du paiement des dividendes, ils se retrouvent avec une partie de leur richesse en actions et une autre en cash mais la richesse totale est la même qu'avant la vente d'actions.

Est-ce que cela signifie que les entreprises ne devraient alors jamais verser de dividende ? La réponse est clairement non !

### ***De l'importance des dividendes malgré tout***

Du point de vue de l'économie dans son ensemble, les versements de dividendes ou rachats d'actions par les entreprises permet de redistribuer du cash aux actionnaires qui peut être réinvesti dans d'autres sociétés qui ont de meilleures perspectives de croissance, c'est-à-dire dans des sociétés qui ont des projets d'investissement plus rentables à financer que ceux qu'auraient pu entreprendre les firmes qui versent les dividendes. Il est ainsi rassurant d'observer que les sociétés qui travaillent dans les secteurs d'activité considérés comme matures reversent une partie substantielle de leurs bénéfices à leurs actionnaires. Cela ne les enrichit pas mais ils peuvent réinvestir cet argent dans des sociétés en croissance qui ont besoin de fonds pour se développer. Il est probable d'ailleurs que ces sociétés ne versent pas elles de dividende, ce qui n'empêchera pas là les actionnaires de s'enrichir avec les plus-values qu'ils réaliseront sur les cours. Le versement de dividende fait donc partie des mécanismes de base qui permet aux économies de marchés de fonctionner de la façon la plus efficace possible.

La seule bonne question qui se pose aujourd'hui, et de façon plus générale en cas de crise, est celle de savoir si les entreprises qui ont prévu de verser un dividende ont les moyens de le faire sans mettre en danger leur pérennité. En effet, certaines d'entre elles voient leurs profits chuter et d'autres peuvent craindre que ce soit le cas dans les mois et les années qui viennent. Et c'est ainsi que doit être posée la question sans diaboliser les actionnaires et sans faire référence à une quelconque solidarité qui n'a rien à voir là-dedans. Il s'agit de la question de soutenabilité des dividendes dans le contexte de la crise. C'est comme ça que la question est abordée par exemple dans une étude récente de la société Edmond de Rothschild Asset Management (EDRAM)<sup>8</sup> qui met en avant les différents facteurs de risque auxquels sont exposés ou pas les sociétés cotées. Dans le même esprit, un journaliste de *The Economist* distingue trois groupes d'entreprises dont les situations sont différentes face au maintien ou pas de leurs dividendes<sup>9</sup>. Le problème des déclarations politiques et de leur médiatisation est que certaines firmes qui ont des situations financières solides et les liquidités suffisantes pour payer des dividendes renoncent à le faire<sup>10</sup>. Il en va de leur image puisque « dans certains cas, les entreprises ont réduit leurs dividendes par prudence et par préoccupation politique plus que par réelle nécessité »<sup>11</sup>. C'est tout-à-

---

<sup>6</sup> [https://www.xerficanal.com/strategie-management/emission/Michel-Albouy-Les-dividendes-n-enrichissent-pas-les-actionnaires-\\_3747617.html](https://www.xerficanal.com/strategie-management/emission/Michel-Albouy-Les-dividendes-n-enrichissent-pas-les-actionnaires-_3747617.html)

<sup>7</sup> Traduction du « *homemade dividend* ».

<sup>8</sup> [https://www.patrimoine24.com/les-news/5046-l-impact-de-la-crise-sur-la-politique-de-dividende-des-entreprises-europeennes.html?utm\\_source=newsletter\\_444&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=flash-28-04](https://www.patrimoine24.com/les-news/5046-l-impact-de-la-crise-sur-la-politique-de-dividende-des-entreprises-europeennes.html?utm_source=newsletter_444&utm_medium=email&utm_campaign=flash-28-04).

<sup>9</sup> <https://dabbas.co.uk/business/which-firms-should-pay-dividends/>

<sup>10</sup> Voir l'analyse de Shoemake, 2020 : <https://www.professioncgp.com/article/etudes/analyse-de-secteur/covid-19-quelles-sont-les-perspectives-sur-les-dividendes-mondiaux.html>

<sup>11</sup> Ibid.

fait compréhensible étant donné la mise en garde du gouvernement à celles qui paieraient des dividendes malgré ses injonctions. Cela dépasse le souci de préserver leur image puisqu'elles ne bénéficieront pas de l'aide de l'Etat dans ce cas<sup>12</sup>. Dans ce contexte, les entreprises qui maintiennent leur dividende ou qui l'augmentent font la une de l'actualité et sont amenées à se justifier. C'est le cas par exemple de Vivendi qui a annoncé le 20 avril une hausse de son dividende de 20%<sup>13</sup> et fait l'objet d'un reportage au ton plutôt accusateur au journal télévisé de 20h le lendemain<sup>14</sup>. Le sentiment est alors celui de l'injustice et du manque de solidarité pour reprendre les propos de Bruno Lemaire<sup>15</sup>.

### ***La valeur symbolique du dividende***

Le dividende est la partie visible de la rémunération des actionnaires, beaucoup plus que les plus-values réalisées sur les cours des titres. Le titre du rapport d'Oxfam sur le sujet est emblématique de ce point de vue : « CAC 40 : des profits sans partage ». Il laisse clairement penser que les dividendes sont la rémunération des actionnaires et qu'elle se fait au dépend des salariés. L'étude a été très largement médiatisée et malheureusement sans que ses conclusions soient remises en cause<sup>16</sup> dans la plupart des cas. Oubliant que la majorité du capital des sociétés cotées appartient à des investisseurs institutionnels, le sentiment des lecteurs est alors que les actionnaires privés s'enrichissent de plus en plus en se versant des dividendes et ce sentiment est difficile à contrer. Nous pouvons mettre cette idée sur le compte de l'inculture financière pour ce qui concerne la population. La neutralité de la politique de dividende sur la valeur de la firme est un point technique de la finance qui n'est connu essentiellement que des spécialistes. Le cas des hommes politiques est plus intéressant car ils sont supposés maîtriser leur sujet. Ils ne sont pas forcément compétents sur toutes les affaires qu'ils ont à traiter mais ils sont entourés d'experts qui sont supposés eux maîtriser parfaitement leurs sujets. Entretenir l'idée de l'enrichissement des actionnaires avec le dividende n'a que deux explications possibles. La première est que les hommes politiques croient sincèrement au sophisme de dividende gratuit<sup>17</sup>. Ou alors, plus cyniquement, il s'agit de prendre une position qui va dans le sens d'idées fortement ancrées dans la population<sup>18</sup>. Il est d'autant plus difficile de lutter contre une idée fautive que certains acteurs économiques et sociaux ont aussi un intérêt à maintenir certaines d'entre elles pour des raisons idéologiques. Cette dernière hypothèse est inquiétante car, on attend au contraire d'un gouvernement éclairé un devoir d'éducation. Faire comprendre que le paiement des dividendes n'a pas d'effet sur la richesse des actionnaires et qu'il est nécessaire au bon fonctionnement de l'économie serait une bonne chose. Reconnaissons que défendre une telle idée est difficile politiquement quel que soit le gouvernement car cela revient implicitement à défendre les actionnaires qui sont régulièrement agités comme des épouvantails.

Nous penchons plutôt pour la première hypothèse selon laquelle les hommes politiques sont convaincus que les actionnaires s'enrichissent lorsqu'ils touchent des dividendes. On trouve aussi

---

<sup>12</sup> Le risque politique fait partie des quatre types de risque défini dans l'analyse d'EDRAM. Les autres sont le risque opérationnel, le risque financier et le risque réglementaire.

<sup>13</sup> <https://www.boursorama.com/bourse/actualites/vivendi-passe-oltre-les-recommandations-et-augmente-son-dividende-de-20-dad29a4f3d0f37329ad4030c67a95d8e>

<sup>14</sup> <https://www.france.tv/france-2/journal-20h00/1385499-journal-20h00.html>

<sup>15</sup> Voir par exemple : <https://lesjours.fr/obsessions/l-empire/ep137-coronavirus-dividendes/>.

<sup>16</sup> En dehors de sources d'information économique dont certaines ont remis en cause les conclusions et la méthodologie employée.

<sup>17</sup> Nous définissons ce sophisme plus loin.

<sup>18</sup> Il peut être utile de relire les travaux de Boudon sur cette question et plus particulièrement « L'art de se persuader des idées fausses, fragiles ou douteuses », Seuil, 1992.

malheureusement cette idée sous la plume de professionnels. C'est peut-être elle qui se cache derrière la phrase des auteurs de l'étude de EDRAM<sup>19</sup> : « *Si la suppression de dividendes est toujours une nouvelle désagréable pour un actionnaire*<sup>20</sup>, on différenciera les reports de dividendes des annulations, les coupes partielles et les coupes totales ». A moins que les auteurs ne fassent référence à ce qu'on appelle « la théorie du signal », l'idée de mauvaise nouvelle semble accréditer celle du dividende gratuit. Et cette idée est malheureusement très largement diffusée aussi chez les actionnaires. Pour quelle raison ?

### ***L'attachement des investisseurs aux dividendes ou le sophisme des dividendes gratuits***

Pour répondre à cette question, il faut remonter à un des articles fondateurs de la finance comportementale publié en 1984 par Shefrin et Statman<sup>21</sup>. Ils expliquent l'attachement aux dividendes qu'ont les actionnaires par trois raisons psychologiques. La première est une application directe de la théorie des perspectives de Kahneman et Tversky<sup>22</sup>. Selon cette théorie, les investisseurs jugent les titres dans leur portefeuille selon qu'ils ont enregistré des plus-values ou des moins-values depuis leur cours d'achat mais ils évaluent le dividende en tant que tel, c'est-à-dire séparément. Prenons un exemple. Supposons un investisseur qui achète 100€ l'action d'une société. Le cours progresse de 10% et la société choisit de ne pas verser de dividende. Le gain en capital correspond donc à 10%. Si, au contraire, elle décide de verser un dividende de 2€, alors le cours va baisser du même montant lors du détachement du coupon et la rentabilité de l'action est de 8 % toutes choses étant égales par ailleurs. Selon la théorie des perspectives, l'investisseur évalue la première alternative  $U(10)$  et la seconde  $U(2) + U(8)$ . La seconde solution est mieux valorisée car l'actionnaire a psychologiquement la sensation de faire deux gains qu'il valorise séparément. En cas de perte, la préférence est la même. Si le titre baisse de 10 % et selon qu'un dividende de 2€ a été ou pas payé, les options sont évaluées  $U(-12) + U(2)$  et  $U(-10)$ . Les individus préfèrent là encore le paiement du dividende qui fait l'objet d'une valorisation psychologique positive qui est séparée de la moins-value. La différence de ressenti psychologique entre les deux niveaux de moins-values, -12% et -10%, est moins perceptible que le ressenti du gain perçu de 2€. Que ce soit en situation de hausse ou de baisse des cours, les investisseurs ont bien une valorisation positive des dividendes.

La deuxième explication proposée par Shefrin et Statman pour expliquer l'attachement au dividende est qu'il facilite la comptabilité mentale. La comptabilité mentale peut se définir ici comme un ensemble d'opérations cognitives que nous utilisons pour organiser, évaluer et traiter les problèmes financiers. La littérature académique<sup>23</sup> montre que nous faisons une différence de traitement selon la forme sous laquelle nos revenus sont perçus et notamment le détenteur d'un portefeuille consomme plus facilement les dividendes qu'il perçoit en cash que la plus-value d'un titre. Dans le second cas, il a l'impression de consommer une partie de son capital qu'il n'a pas dans le premier. Pour Shefrin et Statman, le paiement d'un dividende en cash facilite ainsi la comptabilité mentale des investisseurs et

---

<sup>19</sup> Citée note 8.

<sup>20</sup> Les italiques sont de nous.

<sup>21</sup> Shefrin, H. et M. Statman, 1984. « Explaining investor preference for cash dividends », *Journal of Financial Economics*, 13, 253-282.

<sup>22</sup> Kahneman et Tversky, 1979, « Prospect theory: an analysis of decision under risk », *Econometrica*, 47(2), 263-291.

<sup>23</sup> Pour une présentation des concepts de base de la finance comportementale, voir Chikh S. et P. Grandin, 2016, *Finance comportementale*, Economica.

l'aide à se discipliner en appliquant des règles telles que « consommer les revenus du capital sans toucher au capital ».

Enfin, la dernière explication avancée par Shefrin et Statman est celle de l'aversion au regret. Limiter le regret que nous sommes susceptibles de ressentir peut être une motivation dans la prise de décision. Dans le cas présent, lorsqu'une firme ne verse pas de dividende, l'investisseur est obligé de vendre des titres pour se procurer des liquidités s'il veut pouvoir consommer. Il a d'autant plus de regret à le faire que le titre offre ensuite de bonnes performances alors que s'il ne réinvestit pas le dividende pour le dépenser, son regret sera plus faible<sup>24</sup>. Le ressenti du coût de l'action est ici important. Dans le premier cas, l'investisseur a fait l'acte de vendre des titres alors que, dans le deuxième cas, il aura moins de regret car il n'a pas engagé d'action particulière.

Comme le montre cette analyse, les investisseurs, particuliers notamment<sup>25</sup>, peuvent montrer un attachement au dividende en cash pour des raisons psychologiques dont ils n'ont pas conscience d'ailleurs. Ils peuvent aussi avoir le sentiment que le dividende est une rémunération relativement sûre alors que la fluctuation des cours est incertaine en ignorant le fait que le paiement d'un dividende affecte justement le niveau des cours. C'est précisément ce que montrent Hartzmark et Solomon dans une étude récente<sup>26</sup>. Ils qualifient cette anomalie de **sophisme des dividendes gratuits**. Les actionnaires conformément à l'hypothèse de comptabilité mentale semblent traiter séparément les dividendes et les fluctuations des cours plutôt que de les intégrer comme il faudrait le faire pour connaître la rentabilité totale d'un titre.

En conclusion, le sentiment d'un dividende gratuit, l'intérêt idéologique de certains, l'inculture financière du public et les discours hasardeux de nos gouvernants sont autant de facteurs qui font que l'idée selon laquelle les actionnaires s'enrichissent en se versant des dividendes a encore de beaux jours devant elle !

Sabrina Chikh, Professeur associé, SKEMA Business School

Pascal Grandin, Professeur, FFBC-IMMD, Université de Lille

29 avril 2020

---

<sup>24</sup> Il est étonnant de lire sous la plume du journaliste de The Economist cité en note 7, que « si les dividendes sont supprimés, les investisseurs pourront être amenés à vendre des actions au plus mauvais moment ». On comprend cette phrase comme une manifestation du regret que pourrons avoir les investisseurs mais encore un fois, cela ne change en aucun cas leur richesse à ce moment-là. Il n'est donc pas question de « bon ou mauvais moment ».

<sup>25</sup> Les investisseurs institutionnels peuvent avoir aussi des raisons de souhaiter le paiement de dividende en cash mais pour d'autres raisons que nous ne détaillerons pas ici.

<sup>26</sup> Hartzmark S. et D. Solomon, 2019, « The dividend disconnect », *Journal of Finance*, vol. 74, N°5, p. 2153-2199.