

Les entreprises distribuent-elles trop de dividendes ?

Pascal QUIRY

Professeur de finance à HEC
Paris, titulaire de la chaire
BNP Paribas et co-auteur du
Vernimmen



#JAFTE2018



Les Journées de l'**aFTE** 2018

Verser des dividendes ?

Verser des dividendes ?

Un préalable

Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?

Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

Les dividendes, une passion française ?

Un préalable

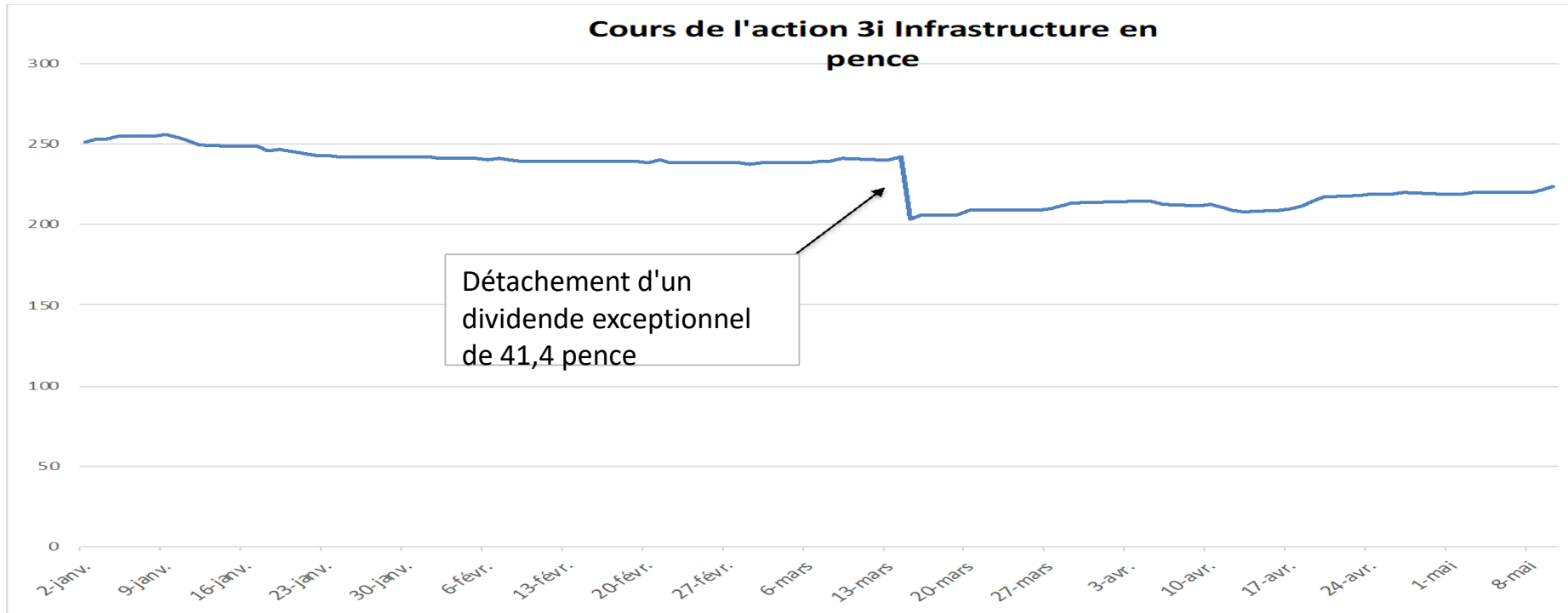
Un préalable pour vous désintoxiquer si besoin était

Le dividende n'est pas à l'actionnaire ce que le salaire est au prolétaire

Le prolétaire s'enrichit du versement de son salaire mensuel

L'actionnaire ne s'enrichit pas du versement du dividende

Un préalable pour vous désintoxiquer si besoin était



#JAFTE2018



ConnexMe : [AFTE2018](#)

Un préalable pour vous désintoxiquer si besoin était

Le dividende est à l'actionnaire ce que le retrait à un DAB est à vous ou à moi

C'est une liquéfaction partielle de son patrimoine qui naturellement ne l'enrichit ni ne l'appauvrit

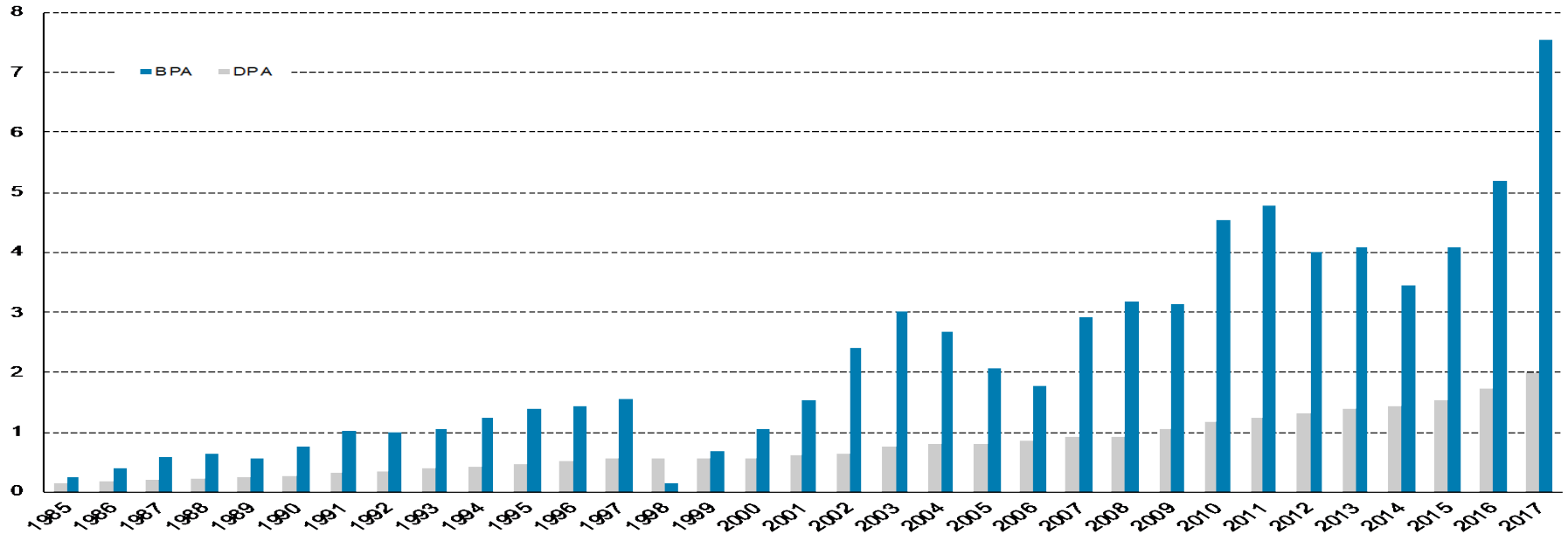
Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?

1 - Parce que l'actionnaire a besoin de liquidités, en particulier pour les entreprises non cotées :

- Train de vie dans les entreprises familiales à large actionnariat
- Le dividende fidélise l'actionnaire et tend à lui faire la valeur

Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?

Bénéfices par action et dividendes par action pour SEB, en euros



Source : Rapports annuels.



#JAFTE2018



ConnexMe : AFTE2018

Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?

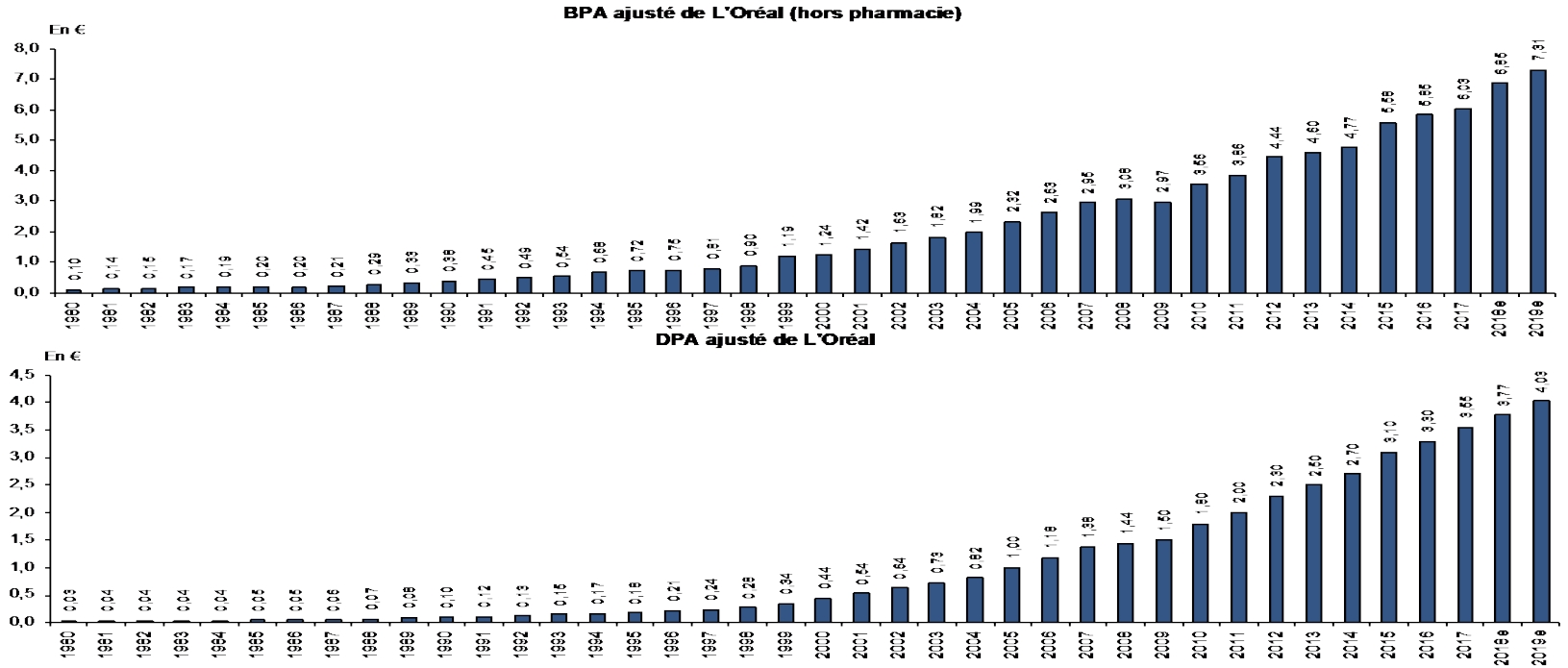
1 - Parce que l'actionnaire a besoin de liquidités, en particulier pour les entreprises non cotées :

- Train de vie dans les entreprises familiales à large actionnariat
- Fiscalité : IGF, ISF, voire IFI dans les entreprises familiales
- Remboursement de dettes de la holding après le rachat de l'entreprise pour les LBO
- Remboursement de dettes après le rachat d'un actionnaire par la holding

Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?

2 - Parce que les entreprises n'ont plus besoin d'autant de capitaux propres

Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?



#JAFTE2018



ConnexMe : AFTE2018

Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?

2 - Parce que les entreprises n'ont plus besoin d'autant de capitaux propres

- C'est LA raison financière : En toute logique une entreprise qui a atteint la structure financière avec laquelle elle est confortable et qui n'est plus capable de trouver des investissements qui rapportent au moins leur coût du capital, doit rendre ces fonds inutiles sous forme de rachats d'actions ou de dividendes
- Il ne s'agit pas d'une tyrannie de la finance à l'égard de l'entreprise mais d'un mécanisme sain de réallocation d'une ressource rare, les capitaux propres, d'entreprises qui n'en n'ont plus l'utilité vers de nouvelles entreprises qui se créent, se développent et ont besoin, à cet effet, de capitaux propres supplémentaires



Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?

2 - Parce que les entreprises n'ont plus besoin d'autant de capitaux propres

- Le dividende et le rachat d'actions, en faisant circuler l'argent, sont des outils anti-rentes

Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?

3 - Parce que c'est une convention

- « The dividend is a sacred element in Shell, I will do everything I can to protect it. » Ben van Beurden, CEO de Shell
- Certains fonds de pension anglo-saxons n'ont pas le droit d'investir dans des actions ne versant pas de dividendes
- La tartuferie du dividende en actions dans ce contexte

Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ?

4 - Parce que c'est un signe de respectabilité

- General Electric a coupé son dividende trimestriel par 2 en 2017, puis l'a réduit de 12 cents à 1 cent, mais pas à zéro il y a quelques semaines

Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

Avec derrière la question de l'investissement :

Verser plus de dividendes, c'est réduire d'autant les investissements

Ou

Si on versait moins de dividendes, on pourrait investir plus

Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

C'est pour nous un sophisme.

Et comme tout sophisme, il paraît vrai à prime abord.

En effet à l'instant t , au niveau d'une firme, l'argent existe en quantité finie et en allouer plus à un poste revient à en allouer moins à un autre, en tout cas à endettement relatif constant, et à périmètre d'activités constant, et sans augmentation de capital.

Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

En effet, on oublie alors :

Premièrement que ce ne sont pas systématiquement les mêmes groupes qui versent des dividendes et ceux qui font des investissements.

Un double exemple emblématique aux Etats-Unis :

	Apple			
en Md\$	2014	2015	2016	2017
Ventes	183	231	214	229
Investissements	9,6	11,2	12,7	12,8
en % de la dotation aux amortisseme	122%	99%	121%	126%
Dividendes et rachats d'actions	55,4	46,3	41,5	45,7

Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

En effet, on oublie alors :

Premièrement que ce ne sont pas systématiquement les mêmes groupes qui versent des dividendes et ceux qui font des investissements.

Un double exemple emblématique aux Etats-Unis :

	Apple					Google			
en Md\$	2014	2015	2016	2017	en Md\$	2014	2015	2016	2017
Ventes	183	231	214	229	Ventes	66	74	90	111
Investissements	9,6	11,2	12,7	12,8	Investissements	11	9,9	10,2	9,9
en % de la dotation aux amortisseme	122%	99%	121%	126%	en % de la dotation aux amortisseme	314%	241%	192%	240%
Dividendes et rachats d'actions	55,4	46,3	41,5	45,7	Dividendes et rachats d'actions	0	1,8	3,7	1,8

Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

Et en France, au sein du CAC 40 hors financières, de 2005 à 2016 :

Seuls 4 des 9 plus gros payeurs de dividendes font aussi partie des 9 plus gros investisseurs (Total, Orange, Engie et ArcelorMittal).

Sanofi, Vivendi, LVMH, L'Oréal et Danone font partie du top 9 des dividendes, mais pas du top 9 des investissements.



Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

A l'inverse, Airbus, Carrefour, Véolia, Renault et Peugeot font partie du top 9 des investissements, sans faire partie du top 9 des dividendes.

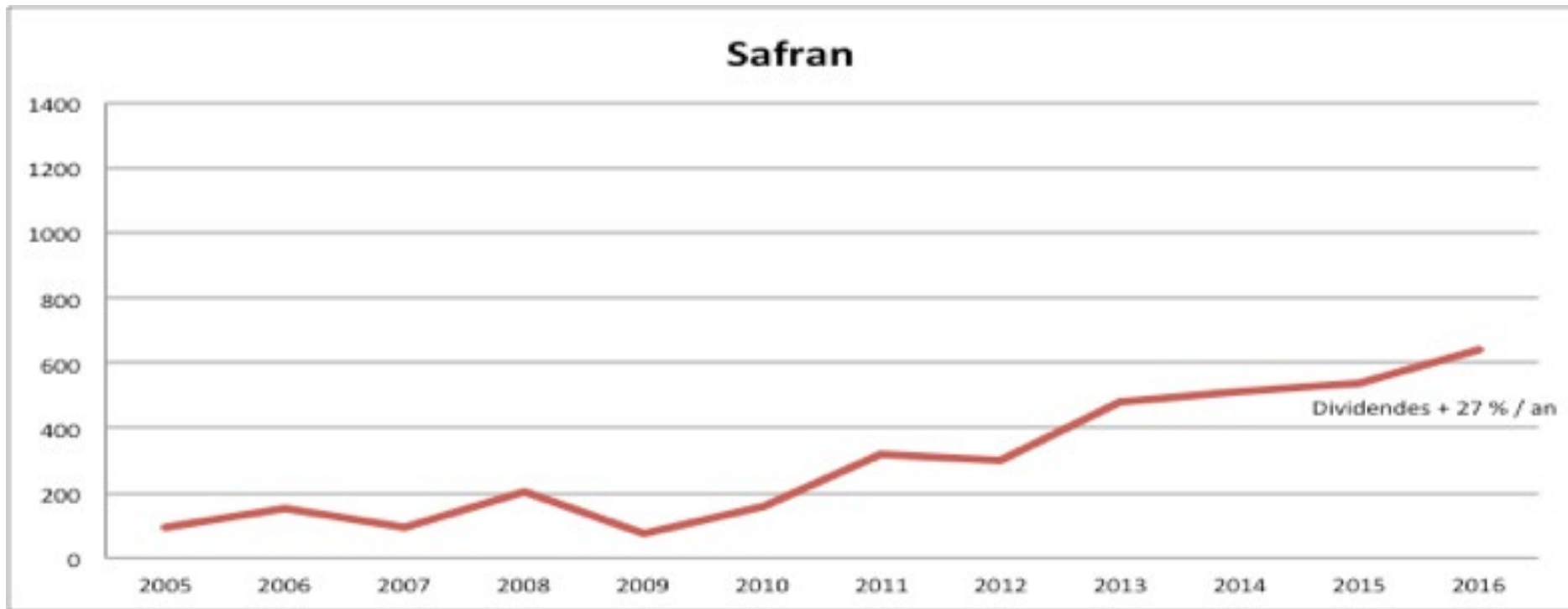
Mais payer de gros dividendes n'empêche pas de faire des investissements importants puisque les 9 plus gros payeurs de dividendes (66 % des dividendes versés) font 59 % des investissements.

Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

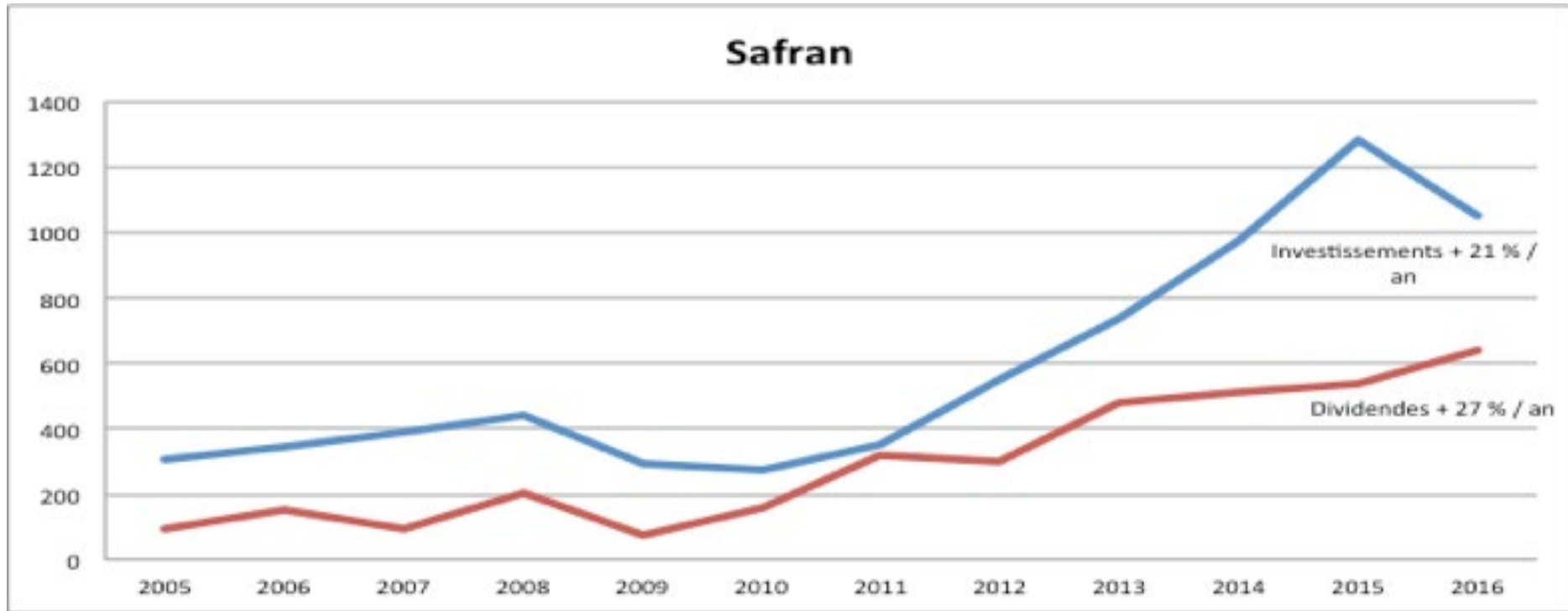
Deuxièmement, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise

Maintenir constant quelques années un dividende par action peut permettre de faire plus d'investissements qui pourront permettre de verser plus de dividendes plus tard.

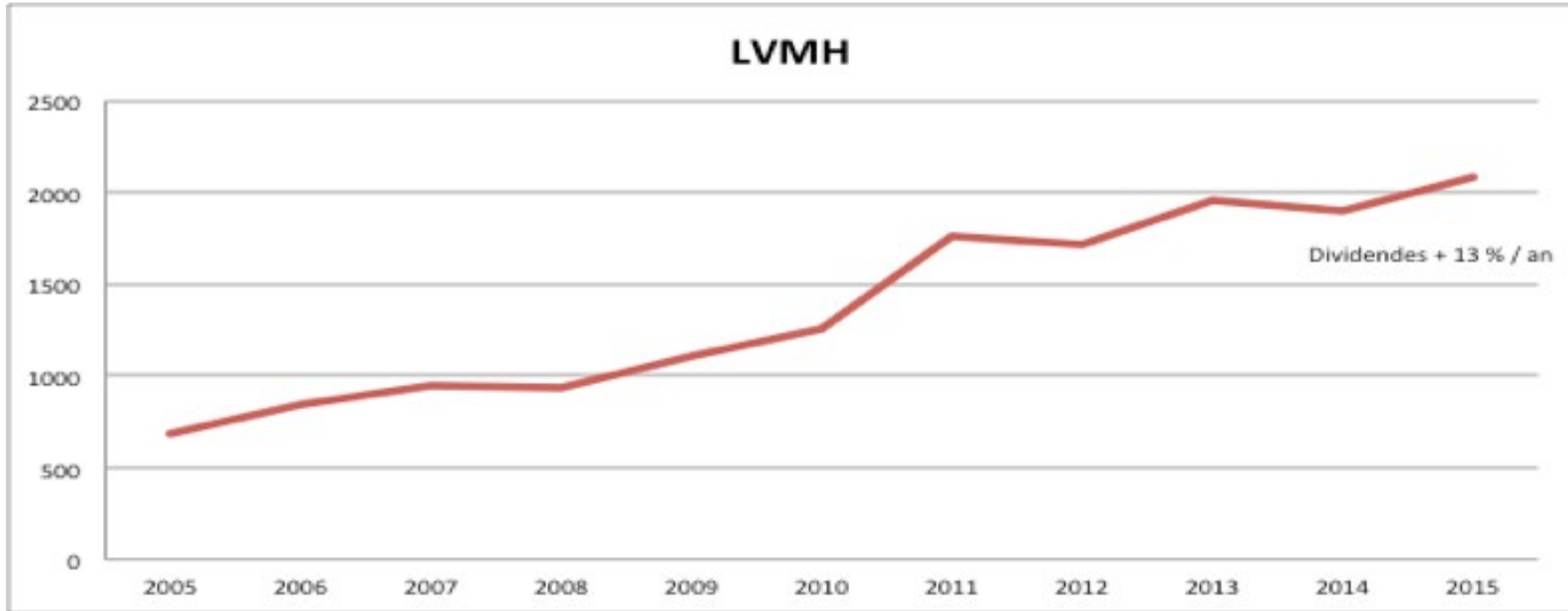
Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?



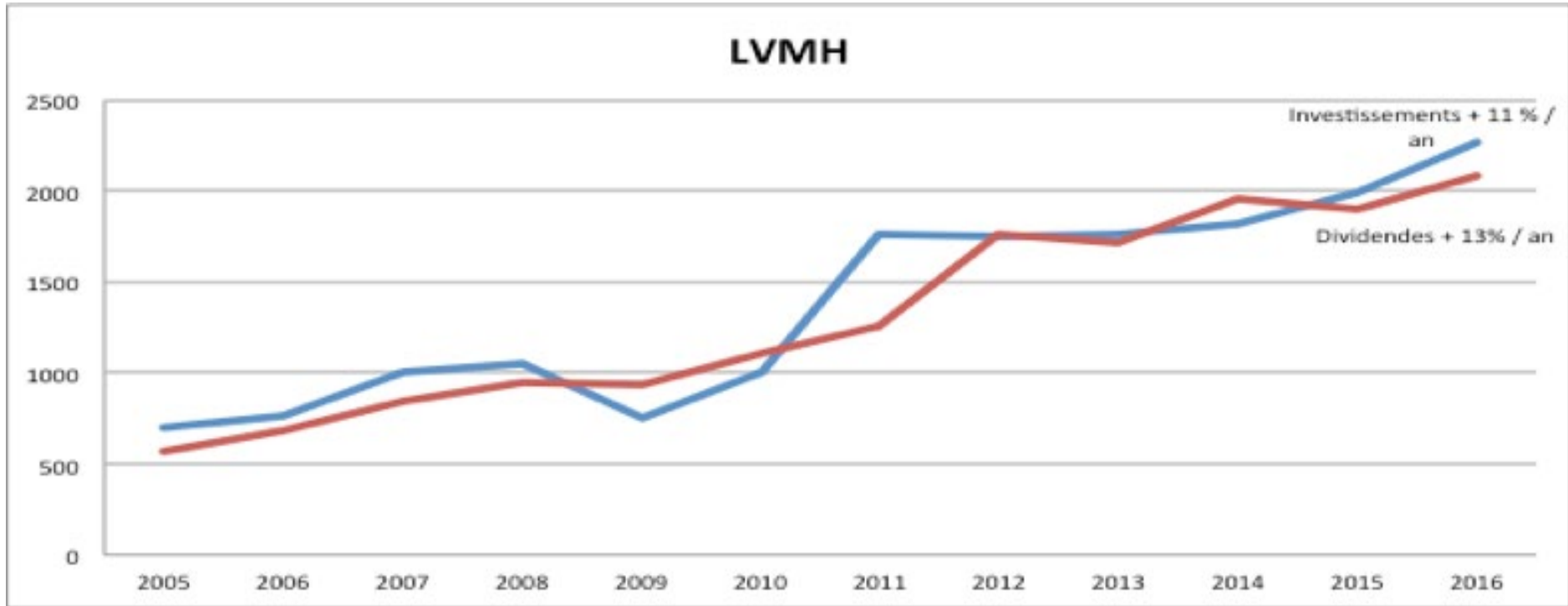
Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?



Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

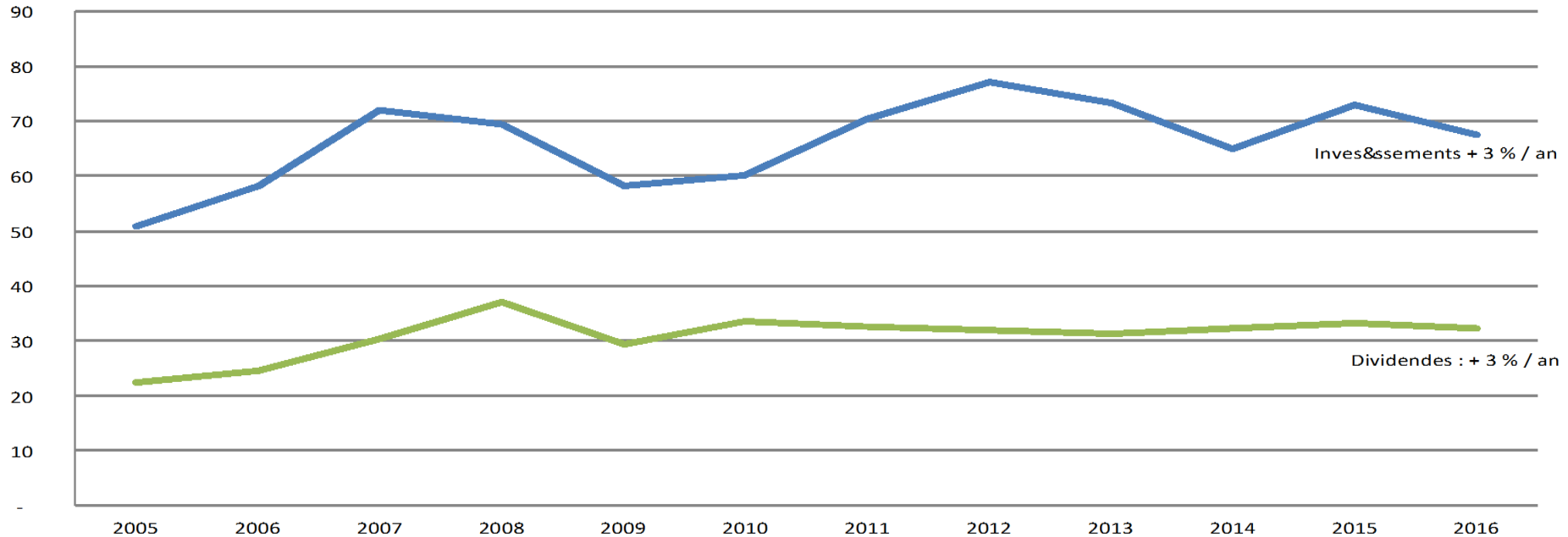


Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?



Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

Investissements et dividendes en Md€, CAC 40 hors financières



Investissements + 3 % / an

Dividendes : + 3 % / an



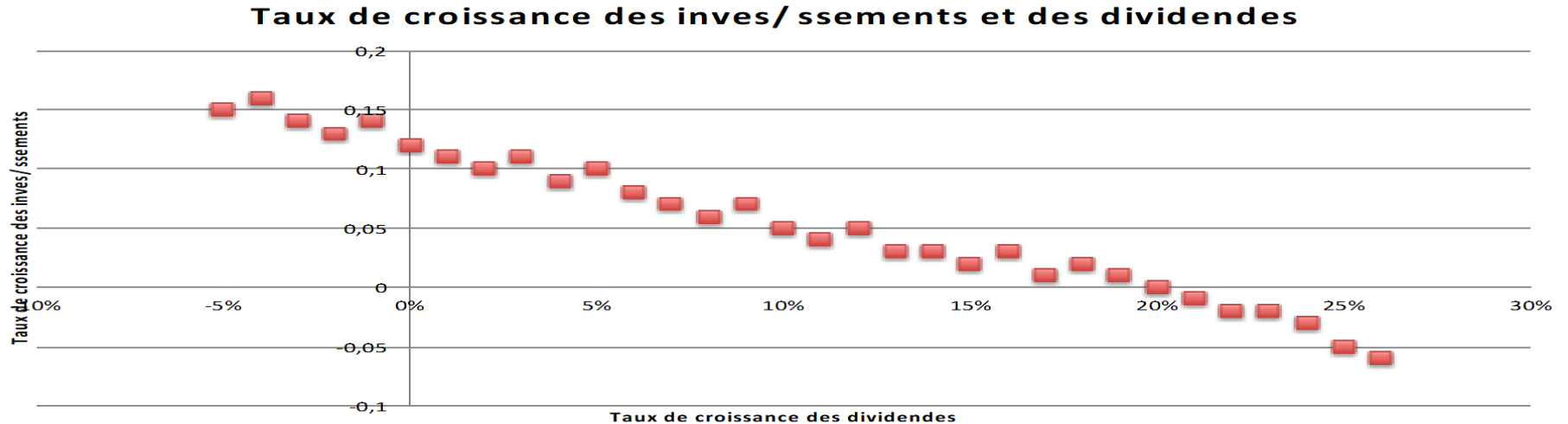
#JAFTE2018



ConnexMe : AFTE2018

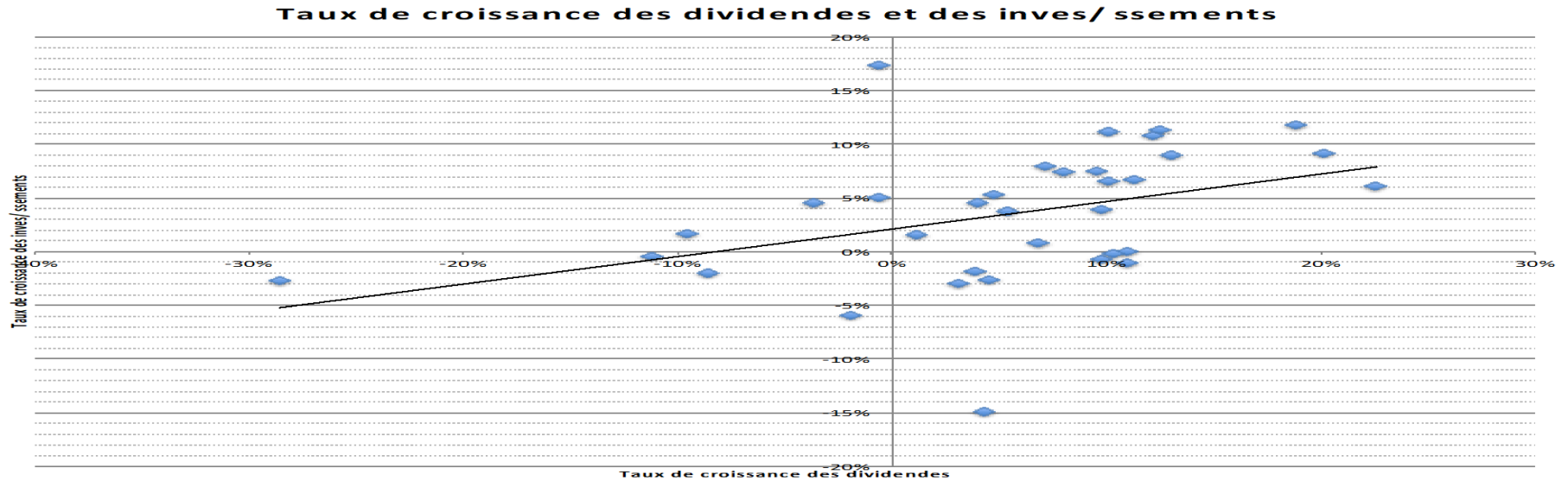
Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

Si verser plus de dividendes conduisait à moins investir, on devrait observer au cours du temps un graphique de ce style :



Les entreprises versent-elles trop de dividendes ?

Or le graphique que l'on observe sur le CAC 40, hors financières, entre 2005 et 2016, est le suivant :



Les dividendes, une passion française ?

Verser des dividendes ?

Pour aller plus loin :

Les chapitres 38 et 39 du Vernimmen 2019

Les Lettres Vernimmen.net de octobre 2015 (n°135), de mai 2016 (n°139), de janvier 2018 (n°155) et de janvier 2019 (n°165, à paraître).

Verser des dividendes ?

Merci de votre attention

Cette présentation est disponible sur le site des Journées 2018 de l'AFTE et le site vernimmen.net