Les marchés boursiers au temps du COVID 19 : le cas des dividendes sur le SBF 120

Alain Finet, Professeur, alain.finet@umons.ac.be

Kevin Kristoforidis, Assistant, kevin.kristoforidis@umons.ac.be

Service Management Financier et Dynamiques Territoriales

Université de Mons

Belgique

1. Résumé - Summary

Initialement localisée sur les marchés chinois et asiatiques à partir de décembre 2019, la crise du COVID19 s’est largement répandue à l’ensemble des marchés boursiers, et ce à partir de la fin février 2019. Cette crise a engendré des mouvements boursiers d’ampleur expliqués par un manque de visibilité sur les réels effets systémiques engendrés par un confinement prolongé et, par conséquent, sur les niveaux de performance des entreprises pour les exercices comptables futurs. Dans cette optique, un nombre important d’entreprises, dans un souci de précaution naturel ou plus ou moins contraint, ont décidé de revoir leur politique de versements de dividendes, soit ceux-ci ont été réduits, soit tout simplement annulés. En nous basant sur l’ensemble des entreprises du SBF120 de la place parisienne, nous travaillons sur deux populations d’entreprises : une première ayant décidé d’annuler le versement de dividendes pour l’exercice comptable 2019 et une autre les ayant maintenus ou réduits. En considérant l’importance du contenu informationnel lié à la politique de distribution des dividendes, nous posons l’hypothèse que le signal envoyé aux marchés est fondamentalement différent selon le type de décisions prises. Après le 27 mars et l’implication inédite de l’Etat dans le débat, l’annonce de la révision des dividendes pourrait simplement constituer une pratique courante sans effet sur les comportements des investisseurs. Les résultats auxquels nous sommes parvenus tendent à démontrer que l’intervention de l’Etat et, dans une certaine mesure celle d’institutions supra nationales (la BCE) le 27 mars a tempéré le comportement des intervenants financiers à l’annonce de la révision des dividendes versés. Sur toute la période, les actionnaires ont eu tendance à saluer les annonces de versements (même réduits), mais de manière plus prononcée et statistiquement significative après le 27 mars.

Spreading from China to Western countries, COVID19 has been affected stock markets since the end of February 2020. General lockdown has led to a lack of firm visibility for the next financial years. In line, a lot of firms decided to revisit their dividend policy : they have been reduced or cancelled. Considering firms in the SBF120 index on the French stock market, we consider two kinds of firms : from one side, firms cancelling dividends and, on the other side, firms reducing or maintaining them. It has been admitted that dividend policy could include informational content and the signal sent to the markets could basically depend on the decision taken. After March 27th and the French state involvement, changes in dividend policy could represent an usual pratice on the markets without consequences on the shareholders behavior. Our results suggest that the French State involvement has tempered markets reactions when announcing changes in dividend policy. However, whatever the period considered, markets expressed its preference for firms paying dividends, even if reduced. This result is statistically stronger after March 27th than for the whole period.

1. Introduction et motivations de la recherche

La crise sanitaire du COVID 19 a engendré le développement de nouveaux paradigmes sur les marchés boursiers du fait de son caractère peu anticipé (dans la logique du Cygne Noir de Nicholas Taleb, 2007) et, peut-être, du fait d’un aveuglement financier causé par une tendance boursière très positive depuis plusieurs années (le CAC40 et le DJ30 se sont ainsi respectivement accrus de 33,6% et de 68,34% entre janvier 2016 et janvier 2020) avec des niveaux élevés de résilience, mêmes lors d’annonces à contenu informationnel négatif (citons un Brexit désordonné et de vives tensions commerciales sino-américaines). La réaction des opérateurs boursiers a donc été ressentie d’une manière d’autant plus violente que les marchés avaient perdu l’habitude de devoir assimiler un choc brutal de telle ampleur depuis la crise des subprimes en 2008. Ainsi entre le 21 février – date de la première annonce en relation avec l’événement analysé et le 29 mai 2020 - date de la dernière annonce, les entreprises du CAC40 ont perdu, en moyenne, 25% de leur valorisation boursière, avec des chutes très marquées pour certaines entreprises (Société Générale et Airbus ont ainsi perdu 57% sur l’horizon temporel considéré tandis qu’Unibail perdait plus de 60%) et beaucoup moins importantes pour les secteurs du luxe et de la santé. Les entreprises ont été contraintes, par la force des événements, à communiquer en vue de rassurer les marchés et de restaurer une confiance qui ne cessait de s’effriter. Cet exercice de communication était d’autant plus naturel que l’émergence des effets du COVID19 a, de manière fortuite, coïncidé avec l’annonce des résultats annuels d’un nombre important d’entreprises. Celles-ci ont lourdement insisté sur le manque de visibilité des effets du COVID19 sur leurs niveaux de performance dans le futur. A titre illustratif, Bouygues avançait le 14 mai 2020 que « *en raison du manque de visibilité sur le calendrier de reprise totale de l'activité, sur le rattrapage des retards subis, ainsi que sur les conséquences liées à la crise du Covid-19, il est trop tôt pour établir de nouveaux objectifs pour l'année 2020 pour le groupe, les activités de construction et TF1* ».

Dans cette optique, et au sein d’un environnement caractérisé par une quasi mise à l’arrêt de l’appareil économique, les marges de manœuvre financières directement mobilisables par les entreprises étaient relativement réduites afin de faire face à d’éventuels problèmes de trésorerie dans le futur. Le levier d’ajustement s’est naturellement porté sur la politique de distribution de dividendes ; la modification de celle-ci est devenue en quelques semaines une pratique courante – mais pas généralisée - sur les marchés boursiers.

L’idée n’était pas que les entreprises n’étaient pas en mesure de verser de dividendes pour l’exercice 2019 (celui-ci était clôturé) mais bien que leur distribution risquait de mettre à mal les équilibres financiers pour les exercices futurs. Les premières annonces de suppression et de révision à la baisse des dividendes versés ont été lourdement sanctionnées par les marchés. Ainsi, pour les révisions à la baisse, SES perdait 27% le 2 mars (le marché perdait 0,75%) et, pour les annulations, Europcar perdait 8% et Airbus 14% le 23 mars (le marché perdait 3,5% ce jour-là). En dépit du fait que les entreprises proposaient un emballage discursif à orientation rassurante, il s’agissait pour les opérateurs financiers d’un aveu de faiblesse. De manière un peu paradoxale, même certaines entreprises qui maintenaient la distribution de leurs dividendes ont été sanctionnées par les opérateurs : par exemple, chute de 6,3% d’Ipsen le 25 mars (gain de 4% pour le marché) mais la tendance est moins marquée que pour les annulations et les révisions à la baisse (par exemple, l’annonce du maintien du niveau de dividendes par Bolloré le 12 mars a été suivie d’une chute de 10,5% de la valorisation boursière du groupe mais, le même jour, le marché perdait plus de 12%). Sur cette base, une première salve d’interrogations pourrait porter sur les réactions boursières suite à l’ensemble des annonces en lien avec les dividendes (maintien, réduction ou confirmation).

Si cette approche peut paraître classique du fait de l’homogénéité des annonces faites aux marchés, elle va être brouillée par la communication institutionnelle. En effet, l’intervention de l’Etat français couplée à celle d’institutions financières supra nationales le 27 mars vont provoquer, par leur côté rassurant bien que ferme, un changement de paradigmes sur les marchés financiers. Ainsi, Bruno Lemaire précise que « *toutes les entreprises qui auraient bénéficié de reports de charges sociales ou fiscales et qui auraient versé des dividendes se verront obligées de rembourser cette avance de trésorerie sur les charges sociales et fiscales avec une pénalité d'intérêt. Dans le même sens, pour les entreprises dont il est actionnaire, l’Etat se prononcera également contre le paiement de dividendes cette année. Par ailleurs, en ce qui concerne les entreprises qui ont recours au chômage partiel, le gouvernement demande « la plus grande modération » quant au versement des dividendes* ». En outre, parallèlement, la BCE et l'AEAPP (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) ont demandé aux banques et aux assureurs de ne pas verser de dividendes, au moins avant le 1er octobre 2020. Enfin, l’AFEP, organisme regroupant 113 entreprises privées françaises, a appelé ses membres à diminuer de 20% les dividendes à payer en 2020, s'ils ont recours au chômage partiel (Journal Du Dimanche, 4 avril 2020).

En fonction de cette triple mise au point, les annulations et les révisions à la baisse de la rémunération des actionnaires ne seraient plus, en quelque sorte, directement imputables aux entreprises mais légitimées par l’intervention d’opérateurs institutionnels plus ou moins exogènes à la sphère entrepreneuriale. De plus, le message institutionnel sous-jacent est que les entreprises doivent faire preuve de solidarité et privilégier une approche partenariale en faisant appel à leur responsabilité sociétale.

Dans ce contexte – institutionnellement modifié – une deuxième salve d’interrogations serait orientée vers la réaction des marchés boursiers durant la période post 27 mars, avec l’idée que l’abandon du versement des dividendes ne constituerait plus un aveu de faiblesse stricto sensu et ne devrait donc pas briser la confiance dans les potentiels de performance de l’entreprise.

1. Etat de l’art et développement des questions de recherche

Comme nous pourrons le constater, le COVID19 a brisé les équilibres intellectuels relatifs à ce qui a pu historiquement s’écrire sur la politique de distribution des dividendes. En effet, les études classiquement citées ne prennent jamais en considération une telle proportion d’entreprises qui, grosso modo, au même moment, décident de revoir leur politique de rémunération actionnariale. Il n’en demeure pas moins que, pour la construction de notre questionnement de recherche, nous nous référons à un état de l’art classique en faisant en sorte de positionner principalement le curseur sur le contenu informationnel lié aux éventuels versements de dividendes. En fonction de la revue de la littérature et du contexte prévalant (exposé ci-dessus) lors des annonces relatives à la politique de distribution des dividendes, nous développerons, dans un premier temps, deux grandes questions de recherche que nous testerons, dans un deuxième temps, empiriquement sur le marché français (les entreprises du SBF120).

Si les écrits originels de Modigliani et Miller (1961) ont démontré l’absence de relation entre les dividendes versés et la valeur de l’entreprise, des recherches plus contemporaines avancent que la politique de distribution et les contenus informationnels associés peuvent affecter la perception que les investisseurs possèdent de l’entreprise et, au final, la valorisation boursière de celle-ci. Même si, sur le plan international, les entreprises ont tendance à réduire les dividendes et préfèrent profiter d’opportunités de croissance(Fatemi A., Bildik R. (2012)), le contenu informationnel en lien avec les versements de dividendes a été envisagé dans plusieurs contextes. Ainsi, l’étude de Ham C., Kaplan Z., Leary M. (2020) démontre, sur le marché américain, que les entreprises qui versent des dividendes sont caractérisées par des mouvements de valeur et des volumes échangés moins importants lors de l’annonce des résultats annuels que les entreprises qui n’en distribuent pas. La politique de distribution donnerait donc un signal sur l’évolution de la performance dans le futur. Best R., Best R. (2001) avancent que les annonces de modifications dans les dividendes versés fournissent aux opérateurs boursiers la possibilité de différencier les entreprises sur base de leurs performances futures. Sur le marché tunisien, Lofti T. (2018) avance que c’est le contenu informationnel lié à une réduction des dividendes qui entraînerait une réaction négative des investisseurs. Khalil Al-Shattarat W., Khalil Al-Shattarat B., Hamed R. (2018), sur le marché jordanien, valident l’hypothèse d’un contenu informationnel associé aux dividendes : les investisseurs percevraient, par l’intermédiaire des dividendes versés, le signal envoyé aux marchés quant à la performance future de l’entreprise. Sur le marché du MENA (Middle East North Africa), Jabbouri I. (2016) indique que la politique de distribution dépend positivement de la taille des entreprises, de leurs niveaux de liquidité et négativement avec la croissance, du cash-flow libre, de la croissance ainsi que de l’état général de l’économie. Benavides J., Berggrun L., Perafan H. (2016) font le constat que, dans six pays d’Amérique Latine, la politique de distribution est positivement reliée à la rentabilité de l’entreprise et négativement à l’endettement passé ainsi qu’aux opportunités d’investissements. Ozo F., Thankom A. (2019), sur le marché du Niger, confirment l’hypothèse d’un contenu informationnel associé à la distribution de dividendes : tant les dividendes que les résultats annuels des entreprises posséderaient un contenu informationnel important mais celui associé aux dividendes irait au-delà. Khanal A., Mishra A. (2017), en comparant une période conjoncturelle de croissance forte et une autre de croissance modérée et en estimant des réactions boursières à l’aide d’études événementielles, obtiennent qu’en moyenne, des rentabilités anormales peuvent être observées sur les deux périodes, mais que celles-ci sont de moindre ampleur en basse conjoncture. Czapiewski L., Kubiak J. (2018), sur le marché polonais, et au départ à nouveau d’une événementielle, ont repéré des mouvements anormaux uniquement pour les entreprises annonçant une croissance des dividendes versés. D’autres auteurs (Felimban, R., Floros, C. and Nguyen, A.-N. (2018)), sur le marché du Golfe, mettent en évidence des volumes anormaux d’échange lors de l’annonce du versement du dividende (qu’il soit en hausse, en baisse ou constant).

Des études démontrent également que la prise en considération du contenu informationnel ne suffit pas toujours pour appréhender les réactions des marchés. Ainsi, des éléments de gouvernance à l’échelon de l’entreprise ou au niveau national pourraient également influer sur la politique de versement. Dans la lignée de l’importance de certaines de données de gouvernance, Tsui L., Yi C., Han T. (2017) démontrent que les entreprises étatiques sur le marché chinois, avec des niveaux plus élevés d’asymétrie informationnelle, auraient des politiques plus généreuses de distribution que celles non contrôlées par l’Etat. Les politiques de distribution pourraient être également conditionnées à celles retenues par les entreprises du même secteur, Grennan J. (2019). Benlemlih M. (2019) montre que les entreprises présentant des niveaux élevés de responsabilité sociétale auraient tendance à recourir à une stabilité plus forte dans le versement des dividendes que leurs homologues. Barros V., Matos P., Sarmento J. (2020) mettent avant que les marges opérationnelles, la couverture des analystes financiers, le niveau de flottant possèdent une influence significative sur la politique des dividendes (même si c’est la taille de l’entreprise qui semble être déterminante). L’étude de Booth L., Zhou J. (2017) met en évidence que les politiques de distribution peuvent être contingentées à des contextes institutionnels différents d’un pays à l’autre.

Et donc en fonction de ce relevé de la littérature, nous constatons qu’un grand nombre d’auteurs ont insisté sur le contenu informationnel associé à la politique de versement. Certains ont également présenté l’importance de variables extérieures à l’entreprise (RSE, contexte institutionnel). Au final, en prenant en considération tant l’état de l’art que le contexte prévalant pour l’étude, une première question de recherche émerge : en considérant toutes les annonces liées aux dividendes pour l’exercice 2019, nous comparons les réactions boursières engendrées en distinguant, d’une part, celles qui concernent l’annulation pure et simple des dividendes initialement prévus et, d’autre part, celles relatives au maintien ou à la réduction du versement. L’idée est, dans le second cas, d’assurer un exercice – même si, dans certains cas, réduit – de rémunération des actionnaires. En pratiquant de la sorte, nous ne focalisons que sur le côté « contenu informationnel » lié aux dividendes. Afin de formuler notre deuxième question de recherche, nous faisons appel au contexte institutionnel général qui a prévalu après le 27 mars.

Dans cette optique, suite aux annonces institutionnelles du 27 mars et la nouvelle portée donnée aux versements des dividendes (au sens où leurs contenus informationnels sont sensiblement modifiés), une deuxième question de recherche émerge donc : si, pour les entreprises, l’abandon ou la révision à la baisse des dividendes versés ne constituerait plus un aveu de faiblesse mais s’inscrirait simplement dans une logique de respect de consignes préconisées au niveau institutionnel, alors la perception des marchés ne devrait pas (ou plus) nécessairement réaliser de distinguo entre le maintien de la politique de versements de dividendes (confirmation ou réduction) et celle de l’annulation. Dès lors, toutes les annonces devraient être ressenties de la même manière. Cette date pivot - qui est censée marquer un accord implicite pour que les excédents de valeur dégagés par l’entreprise retournent dans les fonds propres de celle-ci – induira une scission de la population initialement retenue en deux sous-ensembles : les annonces qui se sont opérées avant le 27 mars et celles effectuées après cette date en réalisant une distinction entre les décisions d’annulation des versements (rencontre d’intérêts sociétaux ou, plus objectivement, souci de précaution financière) et celles de réduction ou de confirmation (rencontre partielle ou totale des intérêts actionnariaux).

1. Echantillonnage et méthodologie
	1. Méthodologie

Nous avons, tout d’abord, pris en considération toutes les entreprises du SBF120 et leur communication associée à la gestion des dividendes dans le cadre du COVID19. Ensuite, nous avons repéré toutes les dates d’annonce ainsi que les rentabilités observées pour les titres, et ce sur deux intervalles de temps : entre la veille de l’annonce officielle et le jour de celle-ci (t-1 ; t0) ainsi que sur une période de cinq jours : deux jours avant l’annonce jusqu’à deux jours après l’annonce (t-2 ; t+2). Enfin, ces deux rentabilités ont été corrigées par la configuration générale des marchés sur les mêmes horizons temporels (en considérant l’indice SBF120). Nous avons retenu ces deux horizons temporels pour, dans un premier temps, coller aux hypothèses de travail de l’efficience des marchés dans sa forme semi-forte (t-1 ; t0) et, pour, dans un deuxième temps, prendre en considération les éventuels phénomènes d’anticipation des marchés et les exercices de lecture d’un cadre informationnel à niveaux élevés de complexité (t-2 ; t+2).

En procédant de la sorte, trois limites doivent être relevées. Premièrement, en considérant de manière homogène les annonces officielles entreprise par entreprise, nous passons bien évidemment à côté des logiques sectorielles - nationales et internationales - plus larges (la réaction des pairs). A titre illustratif, lorsqu’Unibail annonce la suppression de son dividende, le titre a perdu plus de 16% (27%, en contrôlant par l’indice de marché) et, dans la foulée (alors qu’il n’y a pas d’annonce officielle de la part de l’entreprise), Klepierre perd 9% (20%, en contrôlant par l’indice de marché). Les marchés peuvent anticiper qu’il n’y ait pas de raison que Klepierre maintienne son dividende alors qu’Unibail l’a de son côté annulé. Deuxièmement, des exercices de communication orchestrés avant l’annonce officielle en tant que telle laissent présager de la décision finale qui va être prise (le cas de Total). Troisièmement, on pourrait nous reprocher de ne pas procéder à une étude événementielle classique, architecturée autour d’un processus de comparaison entre une rentabilité observée au moment de l’annonce et une rentabilité estimée sur un intervalle de temps plus ou moins long et exogène à l’événement analysé. A cette remarque, nous objectons que, pour les annonces des mois de mai et de juin, les périodes d’estimation empièteraient sur les mois de février et mars durant lesquels des annonces ayant les mêmes contenus informationnels – même si ne concernant pas les mêmes entreprises – se sont opérées pour un ensemble important d’entreprises. Et donc, la période d’estimation ne constituerait pas un lieu temporel vierge qui permettrait d’estimer la rentabilité du titre au départ de la rentabilité du marché.

La méthodologie qui a été retenue est celle du test de comparaison de moyenne. Concrètement, nous avions à disposition toutes les rentabilités au moment de l’annonce du versement des dividendes (annulations, confirmations et réductions) ; notre idée a été de repérer dans quelle mesure les différences dans les moyennes en fonction des annonces étaient statistiquement significatives. L’hypothèse nulle de ce test est que les deux moyennes (m1, m2) sont égales (m1=m2) et l’hypothèse alternative est que les deux moyennes sont différentes (m1≠m2). Dans le cas de nos observations, la variance est connue et donc, nous travaillons avec une statistique Z. En acceptant l’hypothèse nulle, alors les deux échantillons proviennent d’une même population avec une moyenne µ. En la refusant, alors les échantillons de moyenne m1 et m2 n'appartiennent pas à la même population de référence dont la moyenne est µ mais appartiennent à deux populations distinctes dont les moyennes respectives µ1 et µ2 sont telles que µ1 est plus grande ou plus petite ou différente de µ2.

La statistique observée s’écrit comme suit :



Et donc dans le cas de nos deux questions de recherche, dans le premier cas de figure (l’ensemble des observations), nous devrions refuser l’hypothèse nulle (µ1≠µ2) et valider des réactions moyennes différentes en fonction du type d’annonce. Dans le deuxième cas (annonces post 27 mars), nous devrions l’accepter (µ1=µ2) et donc conclure que les effets moyens ne dépendent pas des annonces effectuées.

* 1. Echantillonnage

Tableau 1 : Ensemble des annonces effectuées dans le cadre de la gestion des versements de dividendes

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Type de décisions sur le versement de dividendes | Nombre | Pourcentage dans le total | Pourcentage dans le total des informations accessibles |
| Annulés | 54 | 0,45 | 0,51 |
| Réduits | 34 | 0,2833 | 0,32 |
| Confirmés | 18 | 0,15 | 0,17 |
| Total des communications | 106 |  |  |
| Publication décalée | 4 | 0,0333 |  |
| Pas de versement | 8 | 0,0666 |  |
| Information manquante | 1 | 0,0083 |  |
| Retrait de la cote (Altran) | 1 | 0,0083 |  |
| Total | 120 | 1 |  |

Tableau 2 : Distinction temporelle en fonction du moment de l’annonce

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Moment de l’annonce  | Nombre | Pourcentage |
| Avant le 27 mars | 11 | 0,1037 |
| Après le 27 mars | 95 | 0,8962 |
| Total | 106 | 1 |

Tableau 3 : Type de décisions après le 27 mars

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Après le 27 mars | Nombre | Pourcentage |
| Annulés | 49 | 0,516 |
| Confirmés | 13 | 0,137 |
| Réduits | 33 | 0,347 |
| Confirmés et réduits | 46 | 0,484 |
| Total général | 95 |  |

1. Statistiques descriptives, résultats et analyses
	1. Réactions boursières sans distinction temporelle

Tableau 4 : Moyenne des réactions boursières aux annonces relatives à la politique de distribution de dividendes (toutes les annonces, sans et avec correction par le marché)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Moyenne | (t-1;t0) | (t-2;t+2) | (t-1;t0, SBF120) | (t-2;t+2, SBF120) |
| Annulés | -0,0111 | -0,0149 | -0,0112 | -0,031 |
| Réduits | 0,0005 | 0,01615 | -0,0002 | 0,016 |
| Confirmés | -0,0069 | -0,0191 | -0,0008 | -0,00036 |

Sur base des constations tirées de ce premier tableau, et en nous focalisant sur une période événementielle de cinq jours avec comparaison avec l’indice de marché, nous faisons l’observation que le contenu informationnel lié à l’annulation des dividendes a été perçu de manière négative par les marchés (la confirmation et l’annulation ont des effets soit moins négatifs, soit positifs). Ce constat peut être expliqué de diverses manières. En considérant le contenu informationnel associé à la politique de distribution, si le dividende fait référence à la performance passée de l’entreprise, alors son annulation constitue un marqueur de problèmes potentiels que pourrait rencontrer l’entreprise dans le futur. Certains titres sont recherchés par les investisseurs pour leur généreuse politique de distribution ; si celle-ci est revue, alors les actions ne présentent plus d’intérêt pour les opérateurs boursiers. Dans cette logique de quasi-contrat entre le débiteur et ses créanciers, il peut s’agir d’une rupture de confiance en dépit du fait que les entreprises ont paru particulièrement optimiste en ce qui concerne le retour aux versements dans le futur. L’annulation des dividendes peut constituer un aveu de faiblesse des entreprises ; elles doivent ainsi improviser dans l’urgence une solution pour assurer la consolidation de leur structure financière.

* 1. Réactions boursières avec distinction temporelle

Tableau 5 : moyenne des réactions boursières aux annonces relatives à la politique de distribution de dividendes (avant le 27 mars, sans et avec correction par le marché)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Moyenne | (t-1;t0) | (t-2;t+2) | (t1;t0, SBF120) | (t-2;t+2, SBF120) |
| Annulés, réduit (n=6, 5+1) | -0,0494 | -0,0822 | -0,0491 | -0,1747 |
| Confirmés (n=5)  | -0,0823 | -0,0547 | -0,0569 | -0,057 |

A noter qu’à ce niveau, nous avons aggloméré les résultats boursiers issus de la décision d’annulation du dividende et celui (SES Global) issu de la décision de réduction, dans la mesure où nous jugeons l’éventuel effet négatif engendré par la surprise engendrée par la révision. A ce moment-là, les marchés n’ont pas nécessairement conscience, premièrement, du large mouvement de modification de la politique de distribution des dividendes qui va se produire dans les semaines qui suivent et, deuxièmement, de l’intervention publique du 27 mars. Dans tous les cas de figure (tant pour les révisions que pour le maintien), les effets moyens sont négatifs et d’ampleur importante. Du fait du peu d’observations (11), nous ne pouvons pas dégager de tendance sur des comportements boursiers différenciés en fonction du type d’annonce. Nous pouvons simplement avancer que, durant cette période (entre la fin du mois de février et la fin du mois de mars, l’indice SBF120 a perdu 27,7%), la confiance vis-à-vis des entreprises a été brisée et quel que soit le type d’annonces (à contenu informationnel a priori positif ou négatif, si tant est que les acteurs financiers étaient, à l’époque, encore capables d’en juger de manière rationnelle), les opérateurs financiers avaient tendance à fortement réduire leur exposition au risque.

Tableau 6 : moyenne des réactions boursières aux annonces relatives à la politique de distribution de dividendes (période post 27 mars, sans et avec correction par le marché)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Moyenne | (t-1; t0) | (t-2; t+2) | (t-1; t0, SBF120) | (t-2; t+2, SBF120) |
| Annulés | -0,0072 | -0,01183 | -0,00737 | -0,0181 |
| Réduits | 0,0097 | 0,0237 | 0,0089 | 0,0256 |
| Confirmés | 0,0053 | -0,0055 | 0,0036 | 0,0025 |

Pour les annonces s’étant opérées après le 27 mars, nous avançons que l’effet de surprise n’est plus présent et que les déclarations d’instances nationales et supranationales ont entraîné une anticipation des investisseurs quant aux modifications substantielles dans la politique de distribution des dividendes. Si, avant le 27 mars, c’étaient les annulations et les réductions qui pouvaient surprendre les marchés, après cette date, le maintien d’un certain niveau de rémunération – réductions et confirmations - pour les actionnaires pourrait revêtir un caractère surprenant. Dans cette logique, les effets moyens constatés tendent à mettre en lumière trois éléments :

* L’effet de l’annonce de l’annulation du dividende revêt une connotation négative dans l’esprit des opérateurs financiers mais la perte en valeur boursière est beaucoup moins marquée que durant la période qui précède le 27 mars. En retirant l’annonce de la réduction du dividende versé par SES, l’effet moyen négatif sur une période de cinq jours (avec comparaison avec le marché) demeure supérieur à 15% ;
* Après le 27 mars (et ce constat est également valable pour l’ensemble des annonces, mais il est plus prononcé après cette date), l’annonce d’une réduction du dividende est jugée positivement par les marchés qui peuvent penser que l’entreprise est en mesure de gérer simultanément ses éventuelles difficultés de trésorerie, de rémunérer partiellement ses actionnaires et d’éventuellement profiter de l’aide de l’Etat. Cette solution constituerait donc, en quelque sorte, la moins mauvaise option financière ;
* La confirmation, après le 27 mars, par les entreprises du versement du dividende initialement prévu n’a en moyenne eu que peu d’effet sur la valeur boursière de l’entreprise. Plusieurs explications : tout d’abord, les investisseurs pourraient assimiler ce maintien à un signal positif sur la (bonne) santé financière de l’entreprise. Ensuite, les opérateurs financiers pourraient mettre en avant le côté risqué de la décision et regretter que les entreprises se fassent l’épargne d’un éventuel soutien étatique. Enfin, l’annulation des dividendes pourrait être symptomatique de nouveaux paradigmes de fonctionnement pour les marchés. En d’autres termes, il n’y aurait pas de réaction importante parce qu’un grand nombre d’entreprises auraient eu tendance à procéder de la même manière en recourant à des outils financiers similaires. Nous posons que ces différents effets ont tendance à s’annuler.
	1. Test de comparaison de moyenne : ensemble des annonces

A ce niveau, nous mobilisons la méthodologie proposée dans la partie dédicacée à la présentation de celle-ci. Nous nous proposons d’effectuer un test de comparaison de moyenne dont l’objectif sera d’approcher une éventuelle réaction moyenne différenciée selon deux grandes catégories d’annonces. Nous considérons, premièrement, toutes les annonces quel que soit le moment de leur annonce et donc en faisant abstraction de l’intervention de l’Etat français le 27 mars. Nous avons réalisé une scission entre les entreprises désireuses de poursuivre – totalement ou partiellement – un processus de rémunération des actionnaires et celles qui ont annulé leurs dividendes.

Tableau 7 : Test de comparaison de moyenne : ensemble des annonces

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Test de différence de moyenne | (t-1;t0) | (t-1, t0, SBF120) | (t-2;t2) | (t-2, t2, SBF120) |
| Moyenne 1 : annulés | -0,0111 | -0,0112 | -0,0149 | -0,031 |
| Moyenne 2 : réduits et confirmés | -0,002 | -5,7284E-06 | 0,0032 | 0,0114 |
| n1 | 54 | 54 | 54 | 54 |
| n2 | 52 | 52 | 52 | 52 |
| Z observé | -0,823  | -1,4431  | -0,99 | **-2,588**  |
| Seuil de significativité | 0,2061 | 0,0749 | 0,1611 | **0,0048** |

Les résultats auxquels nous sommes parvenus ne montrent une différence statistiquement significative (hypothèse nulle rejetée) que dans le cas d’une comparaison entre l’annulation des dividendes versus les deux autres possibilités avec contrôle par le marché, sur une période événementielle de cinq jours (même si le résultat obtenu sur la période (-1,0) plaide également pour une différence de perception, il n’est pas statistiquement significatif aux seuils généralement utilisés). Dans ce cas de figure, l’annulation des dividendes a été en moyenne perçue de manière significativement plus négative que les confirmations et les réductions. Il nous est cependant difficile de rejeter l’hypothèse nulle (µ1=µ2) dans la mesure où les résultats statistiques semblent fortement dépendre des périodes événementielles considérées.

En requérant cette façon de procéder, nous partons de l’hypothèse que le contenu informationnel lié aux dividendes ne s’est pas modifié au fil du temps. Ce qui, dans les faits, n’est pas le cas et justifie donc de passer à un test de comparaison de moyennes sur une période durant laquelle les contenus informationnels sont demeurés stables.

* 1. Test de comparaison de moyenne : effet de surprise versus absence de surprise sur la période post 27 mars

Deuxièmement, en prenant en considération l’environnement institutionnel et les décisions prises par l’Etat français le 27 mars, nous proposons de répliquer la méthodologie reprise ci-dessus mais en effectuant une distinction temporelle en fonction du moment de l’annonce. En effet, comme nous l’avons déjà préalablement avancé, l’annonce d’une réduction ou de l’annulation des dividendes avant le 27 mars correspondait à une décision à contenu informationnel lourd de sens qui n’avait pas nécessairement été anticipée par les marchés. Par contre, après cette date, l’annulation des dividendes a pu être ressentie comme une pratique normale – une sorte de non-événement – car impulsée par l’Etat français et des structures supranationales (pour le secteur bancaire). Au final, l’objectif est donc de comparer la réaction moyenne des marchés suite à l’annonce d’une surprise pour les marchés – le maintien ou la réduction des dividendes - à celle suite à l’annonce de l’annulation des dividendes (pas de surprise). Si le premier type d’annonces pourraient être assimilées à une « bonne » surprise à court terme pour les actionnaires, les effets positifs sur la richesse actionnariale pourraient être compensés par une prise de risque pouvant mettre à mal, à terme, les équilibres financiers de l’entreprise. Pour l’annulation des dividendes, et même s’il y a destruction du lien de confiance entre les actionnaires et l’entreprise, la vision prudentielle retenue pourrait être assimilée, par les marchés, à une gestion financière vertueuse. Pour la mise en œuvre de cette méthodologie, nous n’avons pris en considération que les annonces post 27 mars (95 observations).

Tableau 8 : test de comparaison de moyenne (annulations versus réductions et confirmations de versements de dividendes, après le 27 mars)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Test différence moyenne | (t-1,t0) | (t-1,t0, SBF120) | (t-2,t+2) | (t-2,t+2, SBF120) |
| Moyenne 1 : annulés | -0,0072 | -0,00737 | -0,01183 | -0,0181 |
| Moyenne 2 : réduits et confirmés | 0,0084 | 0,00742 | 0,0154 | 0,0174 |
| n1 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| n2 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| Z observé | **-1,803** | **-2,093** | -1,564 | **-2,366**  |
| Seuil de significativité | **0,036** | **0,0183** | 0,0594 | **0,0091** |

Sur base de ce test, nous émettons la conclusion qu’il y a bien une réaction moyenne différenciée selon le type d’annonces : les annulations de dividendes, après le 27 mars, ont eu un effet statistiquement significatif et plus négatif que les annonces de réduction et de confirmation des dividendes versés. Ce résultat tend à démontrer que le signal d’une rémunération adressée aux actionnaires – même si, dans certains cas, partielle – est ressenti plus positivement que l’annulation des dividendes qui peut être assimilée non pas à une gestion prudentielle et vertueuse de l’entreprise mais bel et bien à un aveu de faiblesse et à une situation de rupture du lien de confiance qui semblait unir le débiteur et ses créanciers. Ainsi, l’hypothèse nulle (µ1=µ2) est rejetée et l’hypothèse d’une uniformité de réaction est invalidée.

1. Conclusions

La littérature relative à la politique de distribution est fournie et fortement ancrée dans le paysage scientifique financier. Toutefois, celle-ci ne s’est jamais confrontée à une lame de fond boursière poussant des pans entiers d’entreprises emblématiques à abandonner leur versement de dividendes. Le contexte d’étude coloré COVID19 est donc inédit. L’abandon partiel ou total des dividendes peut s’expliquer de diverses manières, parfois largement imbriquées. Premièrement, les entreprises peuvent agir dans un souci de précaution et de bonne gestion (i.e. prudentielle) de leurs niveaux de trésorerie. Deuxièmement, elles peuvent vouloir se laisser l’opportunité de recourir aux aides publiques, si la situation le nécessitait. Troisièmement, elles peuvent s’inscrire dans un exercice de solidarité dépassant largement les frontières de l’entreprise. Dans le cadre de cette étude, nous nous sommes focalisés sur la politique de distribution de dividendes des entreprises incluses dans le SBF120, sur le marché français. Si les premières annonces de révision (annulation ou réduction) ont été largement sanctionnées par des marchés pris de court par l’ampleur du choc boursier, les mesures régaliennes annoncées le 27 mars ont eu pour vocation de revenir à une situation un peu plus sereine lors de l’annonce de modifications dans la politique de distribution. A partir de cette date, de nouveaux paradigmes vont cependant émerger : l’annulation aurait pu s’apparenter à une norme de fonctionnement et la confirmation ou la réduction des dividendes pourraient, quant à elles, revêtir un caractère surprenant.

En prenant en considération l’ensemble des annonces, la méthodologie utilisée tend à démontrer que le maintien d’un certain niveau de rémunération a eu pour effet des réactions plus positives que l’annulation (même si des résultats statistiquement significatifs ne sont observés que dans un seul cas de figure).

Pour la période post 27 mars, en mobilisant la même méthodologie, nous repérons des réactions différenciées entre l’annulation du versement et la réduction ou la confirmation de celui-ci, avec des niveaux plus prononcés de validité statistique. Le maintien d’un certain niveau de rémunérations aurait tendance à rencontrer les attentes des marchés.

Sans effectuer de test de comparaison de différence, en tout état de cause, la réduction des dividendes correspondrait, en moyenne, aux attentes des marchés dans la mesure où cette décision (largement empreinte de compromis) permettrait de rencontrer un triple objectif : la rémunération (même si partielle) des actionnaires, la traduction d’une gestion prudentielle de la trésorerie ainsi que la possibilité, le cas échéant, de mobiliser des aides publiques.

Les résultats auxquels nous parvenons permettent de conserver à l’esprit que les entreprises demeurent des lieux de création de richesses en partie redistribuées aux actionnaires. En dépit de la situation sanitaire avec des parties prenantes largement impactées sur toute la chaîne de valeur, les investisseurs boursiers ne peuvent s’empêcher de valider une politique financière fléchée vers la rencontre de leurs intérêts. Si le COVID19 a engendré de nouveaux paradigmes financiers, la génétique actionnariale est-elle réellement capable d’évoluer ?

1. Pistes de recherches complémentaires

L’exercice que nous nous sommes proposés de réaliser a consisté à réaliser une différenciation entre les politiques de versement de dividendes aux actionnaires, selon un continuum reprenant trois positions allant de la confirmation à l’annulation en passant par la réduction. Une voie d’analyse complémentaire pourrait consister en la prise en considération du contexte de l’annonce : en effet, celle-ci peut s’opérer lors de la présentation des comptes annuels ou peut s’effectuer en-dehors de toute divulgation d’informations réglementées. Dans le premier cas de figure, l’information peut être « noyée » dans un dédale d’autres données de nature quantitative ou qualitative. Dans le deuxième cas de figure, l’attention ne se porterait que sur la politique de distribution sans être en mesure – aisément – de relier l’information à d’autres éléments de performance.

Une autre voie d’analyse pourrait consister en une analyse des effets boursiers en prenant en considérant la première information en provenance d’un acteur du secteur, en gardant à l’esprit que les autres entreprises pourraient, afin de ne pas se marginaliser, simplement coller aux décisions prises par le premier fournisseur d’informations. Il s’agirait dès lors de travailler dans une logique de benchmarking en observant le choix retenu par la première entreprise qui informe. Dans cette perspective, après l’avertissement d’une réduction par Hermès des dividendes versés, les autres entreprises du secteur du luxe de l’indice considéré (Kering, LVMH, voire L’Oréal) ont décidé de modifier dans le même sens leur politique de distribution, même si le lien de cause à effet n’est pas établi. On pourrait bien évidemment objecter que ces entreprises appartiennent à un secteur d’activités bien particulier et qu’elles n’avaient pas de raison de supprimer leurs dividendes (elles auraient certainement pu aisément les maintenir) dans la mesure où leurs niveaux de trésorerie leur permettaient de présenter une situation financière saine et robuste.

Une dernière voie de recherche pourrait envisager de procéder à une scission des annonces en fonction de la fréquence du versement des dividendes, la politique de distribution pouvant présenter des niveaux plus élevés de flexibilité si les versements sont effectués de manière trimestrielle. D’autres variables de contrôle pourraient être également introduites : taille des entreprises, PER, variations de la valorisation boursière dans l’année précédant l’annonce de l’événement.

En tout état de cause, en fonction de la turbulence des marchés boursiers et des effets systémiques repérés ou anticipés (dans certains secteurs, c’est toute la filière de production qui a été rompue), les perspectives futures d’analyse revêtent un caractère pléthorique et risquent de mettre à mal les équilibres intellectuels au sein desquels nous avons eu tendance, à tort ou à raison, à nous complaire.

1. Références bibliographiques

Barros V., Matos P., Sarmento J. (2020), « What firm’s characteristics drive the dividend policy? A mixed-method study on the Euronext stock exchange », *Journal of Business Research*, Vol.115, pp.365-377

Benlemlih M. (2019), « Corporate social responsibility and dividend policy », *Research in International Business and Finance*, Vol.47, pp.114-138

Benavides J., Berggrun L., Perafan H. (2016), « Dividend payout policies: Evidence from Latin America », *Finance Research Letters*, Vol.17, pp.197-210

Best R., Best R. (2001), « Prior Information and the Market Reaction to Dividend Changes », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.17, pp.361-376

Booth L., Zhou J., 2017, « Dividend policy: A selective review of results from around the world », *Global Finance Journal*, Vol.34, pp.1-15

Czapiewski L., Kubiak J. (2018), « Investor Reactions to Dividend Announcements of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange ». In: Choudhry T., Mizerka J. (eds) Contemporary Trends in Accounting, Finance and Financial Institutions. Springer Proceedings in Business and Economics. Springer, Cham

Fatemi A., Bildik R. (2012), « Fatemi A., Bildik R. (2012), « Yes, dividends are disappearing : Worldwide evidence », *Journal of Banking & Finance*, Vol.36, n°3, pp.662-677

Felimban, R., Floros, C. and Nguyen, A.-N. (2018), "The impact of dividend announcements on share price and trading volume: Empirical evidence from the Gulf Cooperation Council (GCC) countries", *Journal of Economic Studies*, Vol. 45, n°2, pp. 210-230

Grennan J. (2019), « Dividend payments as a response to peer influence », *Journal of Financial Economics*, Vol.131, n°3, pp.549-570

Ham C., Kaplan Z., Leary M. (2020), « Do dividends convey information about future earnings? », *Journal of Financial Economics*, Vol.136, n°2, pp.547-570

Jabbouri I. (2016), « Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets », *Research in International Business and Finance*, Vol.37, pp.283-298

Khalil Al-Shattarat W., Khalil Al-Shattarat B., Hamed R. (2018), « Do dividends announcements signal future earnings changes for Jordanian firms? », *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol.16, n°3

Khanal A., Mishra A. (2017), « Stock price reactions to stock dividend announcements : A case from a sluggish economic period », The North American *Journal of Economics and Finance*, Vol.42, pp.338-345

Lofti T. (2018), « Dividend and Stock Repurchase Announcement in Tunisia: A Signaling Approach », *Global Journal of Management and Business* , Vol. 18, n°1

Modigliani, Miller (1961), « Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares », *The Journal of Business*, Vol.34, n°4, pp.411-433

Ozo F., Thankom A. (2019), « Stock market reaction to cash dividends: evidence from the Nigerian stock market », *Managerial Finance*, Vol.45, n°3

Tsui L., Yi C., Han T. (2017), « The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure », *Finance Research Letters*, pp.1-12