

Les réactions du marché boursier français aux annonces de variations des dividendes en temps de crise: *une analyse comparative par rapport à la crise financière de 2007-2009*

Résumé :

Ce papier tente d'apporter une contribution à la compréhension de la problématique relative à l'impact des annonces de dividendes sur les cours boursiers ; ceci, dans le contexte du marché français et sur la période de 2004 à 2012. Cette période a la particularité d'avoir vu surgir et s'étendre la crise financière de 2007-2009. Pour ce faire, nous divisons la période d'étude de 9 années en trois sous-périodes constituées de 3 années chacune, soit : avant, pendant et après la crise en question. Nous pouvons procéder à une analyse comparative des différentes réactions observées sur le marché français durant toute la période, à travers une méthodologie d'études évènementielles réalisée sur un échantillon total de 841 annonces de variations des dividendes concernant 112 entreprises françaises listées sur le SBF 120.

Globalement, le marché français réagit aux annonces de dividendes. Il réagit plus aux hausses de dividendes notamment sur la période après la CF¹. Un tel résultat est en contradiction avec la majorité des travaux existants, qui démontre plutôt que les marchés sont plus sensibles aux baisses de dividendes. En revanche, sur la période de CF, le marché réagit plus aux baisses de dividendes ; mais cependant, ces réactions sont associées à des rendements anormaux positifs. Ce résultat n'est pas en adéquation avec l'hypothèse de la signalisation qui sous-tend que les informations défavorables telles que les baisses de dividendes devraient être associées à des rendements anormaux négatifs. Par ailleurs, durant la période de CF, le marché ne réagit point à la date d'annonce des variations de dividendes ; les réactions les plus significatives se sont concentrées sur les intervalles de dates [-15 ; -1] et [-5 ; -1]. Ce qui peut, laisser entendre que les investisseurs sur le marché prennent en compte suffisamment les rumeurs pour anticiper le contenu des annonces de variations des dividendes. Concernant les déterminants des réactions du marché, nous trouvons que la récente crise financière explique bien ces dernières à travers le phénomène d'asymétrie d'information. Ces réactions dépendent beaucoup plus du simple constat d'annonce de variation, que du niveau (montant) déclaré des variations du dividende.

Mots clés : dividendes – réactions boursières – crise financière – asymétrie informationnelle – études évènementielles.

¹ Pour désigner la Crise Financière

Introduction

Le dividende représente un élément essentiel de l'image financière de l'entreprise. Il constitue avec sa croissance sur le long terme surtout, la principale source de rendement global pour un investisseur et un indicateur fiable pour valoriser l'entreprise. Toutefois, il n'en demeure pas moins une variable très complexe (Black, 1976) dont l'impact sur la valeur de l'entreprise est difficile à apprécier. En général, sa manipulation revient à prendre le risque soit, de décevoir lourdement le marché, ou de lever naturellement des fonds frais dans de bonnes conditions.

Dans son rapport du 17 Novembre 2014, Henderson Global Investors² a estimé les dividendes mondiaux³ distribués sur toute l'année passée à 1190 milliards de dollars américains, soit une augmentation de 12,6%. A l'échelle internationale, les USA sont restés les acteurs majeurs de l'augmentation des dividendes. Au niveau européen, les dividendes ont atteint un montant de 153 milliards de dollars au second trimestre 2014, soit une augmentation record de 18%. Mis à part le Royaume-Uni, les entreprises françaises ont été les plus rémunératrices sur le vieux continent. Selon les chiffres qui se dégagent du Henderson Global Dividend Index (HGDI⁴), les sommes versées aux actionnaires en France au cours de ce second trimestre se sont élevées à 40,7 milliards de dollars, soit une hausse de 30% sur une année. Par ailleurs, au début de la crise en 2007, les vedettes des entreprises françaises ont versé à leurs actionnaires près de 40 milliards d'euros de dividendes. Malgré la crise, elles leur en ont distribué presque autant en 2008. D'après le quotidien *les Echos* du 13 Février 2009 qui reprenait la lettre d'information Vernimmen.net, les entreprises du CAC 40 ont versé par le biais des dividendes et des rachats d'actions 54,2 milliards d'euros en 2008, contre un montant de 57,2 milliards d'euros l'année d'avant (soit un léger recul de 5%). Avec un taux de distribution moyen de 42%, la hausse a été de 14% entre 2007 et 2008, contre 21% entre 2006 et 2007. Le constat est donc clair, que même pendant la crise, les entreprises ont souhaité préserver au maximum leurs actionnaires.

² Henderson Global Investors est une société internationale de gestion d'actifs, créée en 1934. Cotée à la Bourse de Londres et de Sydney, il est membre des indices ASX 100 et FTSE 250. Sa capitalisation boursière à la date du 30 juin 2014, s'élève à 3,6 milliards d'euros.

³ Les 1200 plus importantes sociétés en termes de capitalisation boursière analysées chaque année.

⁴ Contrairement au S&P 500, au *FTSE* ou au *Hang Seng*, qui sont des indices investissables, le *HGDI* reste un indicateur de l'évolution des dividendes distribués par les entreprises du monde entier à leurs investisseurs, en prenant 2009 comme année de référence (valeur de l'indice 100).

Les entreprises en effet, font un arbitrage entre la distribution des dividendes qui est un signal positif sur le marché et un moyen qui permet d'attirer des capitaux dans le futur. Selon Akron (2011), l'annonce de dividendes même en période d'instabilité est un signal de profitabilité. Il y montre que la valeur informative du dividende demeure moins prononcée en temps normal qu'en temps de crise. Le versement de dividendes cependant, diminue la liquidité immédiate des entreprises et leur fait courir beaucoup plus le risque de faillite. La réglementation Bâle III propose à cet effet, de réduire ce versement pour les banques les plus fragiles financièrement. Gryglewicz (2011) estime de son côté, que la politique de dividendes des entreprises peut être expliquée par l'interaction entre leur liquidité et leur solvabilité ; les problèmes relatifs à ces deux facteurs constituant les principales sources de détresse financière des entreprises.

Face à ces constatations, il paraît alors judicieux de revisiter la problématique du versement des dividendes et son incidence sur la valeur des entreprises. Tout l'intérêt de notre travail se retrouve dans son analyse par rapport à la crise financière de 2007-2009. L'essentiel donc, de la question à laquelle nous répondons dans ce papier est : *Les investisseurs sont-ils sensibles aux variations de dividendes annoncées par les sociétés françaises cotées, en temps de crise ?*

Pour ce faire, nous avons procédé par la méthodologie des études d'événements. Des analyses ont été faites non seulement sur toute la période des neuf années mais également sur les trois sous-périodes de trois années chacune, soit : avant (2004-2006), pendant (2007-2009) et après (2010-2012) la crise financière. Concrètement, il s'est agi de comparer les effets boursiers des annonces de dividendes au cours de la période d'étude, afin d'apprécier les diverses réactions du marché français par rapport à la récente crise. Nous expliquons par la suite, la relation qui peut exister entre de telles réactions et la crise financière à travers une analyse de régression.

La suite du papier s'articule autour des trois axes principaux suivants. Dans un premier temps, nous dressons un résumé assez synthétique de la revue de littérature existante sur l'impact des annonces de dividendes, suivi d'un argumentaire sur le cadre conceptuel théorique de l'étude. Les hypothèses et aspects méthodologiques de travail sont ensuite, exposés dans un deuxième temps. Enfin, les résultats obtenus sont présentés et interprétés dans un troisième temps, suivi d'une conclusion générale.

1. Synthèse de la revue de littérature existante

Trois courants de pensée se distinguent de l'abondante littérature qui a trait à la problématique du dividende et à l'impact de son annonce sur les rendements boursiers. Il s'agit des écoles de la « neutralité des dividendes », des « dividendes néfastes » et des « dividendes bénéfiques ». A la suite en effet, des célèbres articles de Modigliani & Miller (1961 et 1963) et surtout des théories de signalisation, d'agence et d'effet clientèle ; de nombreux travaux se sont attachés à vérifier l'incidence de la politique de dividendes sur la valeur des entreprises. Toutefois, avec l'évolution actuelle de la théorie financière et l'apparition de la finance dite comportementale, d'autres arguments sont apportés pour soutenir de façon générale l'inefficience des marchés.

1.1. Théorie du signal et réactions du marché aux annonces de dividendes

Bon nombre d'études portant sur l'influence de la politique de dividendes ont été effectuées sur différents aspects et de plusieurs manières, mais l'analyse sous l'angle de la signalisation apportée au marché reste le champ le plus abordé. Même s'il se dégage un large consensus sur le fait que les marchés réagissent à l'annonce des dividendes, nul doute qu'il n'existe pas pour autant de preuve irréfutable d'un lien entre la politique de dividende et la réaction du marché aux annonces. L'assertion⁵ de Jensen et Johnson (1995, p.33) résume parfaitement le rapport entre la signalisation par les dividendes et les réactions sur le marché.

Pour la majorité des auteurs, le dividende constitue un signal important pour les investisseurs (Calvi-Reveyron, 1999 ; Harada et Nguyen, 2005 ; McCluskey et al., 2006 ; Akron, op. cit). Leurs résultats démontrent spécifiquement que les augmentations de dividendes occasionnent des rendements anormaux positifs tandis que les diminutions de dividendes engendrent des rendements anormaux négatifs.

Quelques auteurs néanmoins, ne partagent pas ces conclusions. Il y a ceux qui trouvent que les variations de dividendes entraînent un faible impact sur les marchés (Conroy, Eades et al., 2000) et ceux qui montrent qu'elles n'ont quasiment aucun impact sur la valeur de l'entreprise (Watts, 1973 ; Benartzi, et al., 1997 ; Benartzi, Grullon et al., 2005).

⁵“...In particular, dividends are generally smoothed and lag earnings because managers understand the negative signal sent by a dividend reduction and, hence, are reluctant to increase their dividend because it increases the possibility that the dividend will need to be reduced in the future. Unexpected changes in dividends produce significant announcement effects because investors understand the reluctance of managers to change the dividend and, thus, interpret a change in dividends as an information event...”

1.2. Théorie d'agence et/ou des free cash-flows et réactions du marché aux annonces de dividendes

Pour l'essentiel, la théorie de l'agence suppose que la majoration des dividendes est bénéfique à l'entreprise parce qu'elle contribuerait à éliminer sensiblement les coûts d'agence (Allen et al., 2000). A cet effet, la réaction des investisseurs aux variations de dividendes se trouve être justifiée par le risque de surinvestissement ou risque de free cash-flows ou encore, le risque de voir les fonds discrétionnaires⁶ investis dans des projets non rentables (Jensen, 1986). Si donc, le dividende est un moyen efficace pour réduire les fonds discrétionnaires à la disposition des dirigeants et réduire du même coup le risque de surinvestissement, les investisseurs devraient réagir significativement à l'annonce de variations importantes des dividendes. L'amplitude de cette réaction devrait dépendre de leur exposition à un tel risque. Plus il est important, plus le cours des actions devrait être sensible aux annonces de dividendes dans un sens comme dans l'autre. Plus il est faible, moins la réaction est importante. Cette logique initiée par Jensen (op. cit.)⁷, sous-tend la plupart des travaux empiriques réalisés sous cet angle. Dans la majorité des cas, les auteurs la confortent (Calvi-Reveyron, 1999 ; La Porta et al., 2000 ; Kato et al., 2002). Denis et al. (1994) et Poulain- Rhem (2005), font partie de ceux qui la remettent en cause.

1.3. Annonces de dividendes et délit d'initié⁸

Dans l'analyse des réactions des marchés aux annonces de dividendes, on constate également quelques travaux qui portent sur les transactions réalisées par les *insiders* autour de la date d'annonce. Rappelons que le but recherché à travers la réglementation des délits d'initié est de favoriser l'accès aux informations disponibles à tous au même moment, et assurer que tout le monde ait les mêmes informations.

Des chercheurs tels que Nathan, Sivakumar et al. (2001), Cheng et al. (2005), se sont tournés vers cet aspect de la question ; mais leurs interprétations rejoignent souvent les conclusions de John et Lang (1991). Ces derniers ont démontré que la valeur informative d'une augmentation

⁶Jensen (1986) définit les fonds discrétionnaires comme l'ensemble des fonds disponibles après financement de tous les projets à valeur actuelle nette positive, sur la base d'un taux d'actualisation égal au coût du capital.

⁷ En harmonie avec les travaux de Rozeff (1982) et Easterbrook (1984)

⁸ Le code des marchés financiers (CMF) en France, régleme le délit d'initié en disposant que l'initié qui aura réalisé ou permis de réaliser sur le marché boursier, directement ou par personne interposée, une opération avant que le public ait connaissance des informations privilégiées, commet un délit.

de dividendes est indissociable du second signal, que constituent les délits d'initiés. Du coup, le marché apprécierait le contenu informatif de toute augmentation majeure du dividende par rapport aux activités réalisées par les initiés juste avant la date d'annonce. Le principal apport de tels travaux, vient du fait qu'ils prouvent que les investisseurs peuvent réagir négativement à tout relèvement des dividendes aussi significatif soit-il, tant que les délits d'initiés observés ne laissent présager plutôt qu'une acquisition des actions. La hausse de dividendes n'est donc pas forcément créatrice de valeur. En d'autres termes, une importante hausse des dividendes n'indique pas obligatoirement une bonne nouvelle pour les marchés. Il en découle, que l'effet d'annonce d'une augmentation majeure des dividendes est influencé par l'importance et le sens des délits d'initiés durant la période précédant la date d'annonce.

1.4. Crise financière, Asymétrie d'information & Dividendes

La crise est perçue comme une perturbation non linéaire des marchés financiers et l'asymétrie informationnelle comme la résultante des problèmes de sélection adverse et d'aléa moral⁹. Le lien entre la crise financière et les phénomènes d'asymétrie informationnelle est étroite, car ce sont ces derniers qui ont constitué les principaux canaux de sa propagation. En effet, plus il y a de l'incertitude sur les marchés financiers, plus ces phénomènes s'accroissent. Par ailleurs, dans la littérature économique et financière, deux tendances se démarquent sur la question du lien entre les annonces d'événements spécifiques à l'entreprise et l'asymétrie d'information. De telles annonces, accompliraient un double rôle : celui de réduire l'asymétrie d'information prévalant avant l'annonce (McNichols et Trueman, 1994 ; Acker et al., 2002), ou plutôt celui de créer une situation d'asymétrie informationnelle juste après l'annonce (Kim et Verrecchia, 1994 ; Gajewski, 1999). Par conséquent, dans un contexte de crise financière, les annonces de dividendes peuvent être perçues différemment sur le marché.

D'un côté, en temps de crise où l'exigence des investisseurs en matière d'information est plus stricte, les entreprises (plus prudentes) pour ne pas entacher leur image se doivent d'adopter une stratégie de fidélisation de leur actionnariat qui passe par une politique de communication fiable. Les annonces de dividende sont alors perçues comme des signaux forts. Les problèmes relatifs à l'asymétrie informationnelle étant plus accentués, le rôle informatif des dividendes

⁹ « Il se produit une crise financière lorsqu'un accroissement des asymétries d'information provenant d'une rupture dans le système financier crée de sévères problèmes d'anti-sélection et de risque moral et lorsque les marchés sont incapables d'organiser efficacement les transferts de fonds des épargnants vers les ménages et les entreprises à qui s'offrent des occasions d'investissement productif » Mishkin, et al. (2010).

devrait logiquement être renforcé. Ce rôle serait moindre en période normale (Akron, op. cit). Ceci étant, les annonces de variations de dividendes devraient constituer des indications utiles pour le marché. Si elles sont rapidement et largement divulguées, elles devraient être reflétées immédiatement dans les cours boursiers.

D'un autre côté, sachant que les dirigeants d'entreprises répugnent divulguer une information négative en période d'instabilité (Waymire, 1985 ; Miller, 2002) ; il peut être supposé qu'une telle tendance les pousse à développer plus de comportements opportunistes. Comme certains acheteurs qui doutent de la bonne qualité des instruments titrisés proposés en temps de crise, les investisseurs les plus pessimistes sur le marché peuvent plutôt voir en la distribution des dividendes un subterfuge de la part des entreprises pour voiler leur réalité. Ce qui signifie que l'effet recherché par les entreprises en versant les dividendes peut se retrouver inversé. De tels investisseurs peuvent donc afficher sur le marché des comportements pessimistes qui seraient susceptibles d'inciter les autres à vendre, précipitant ainsi une chute drastique des cours. Cela entraînerait de facto de fortes variations des cours boursiers traduisant des changements dans les anticipations des uns et des autres. Les annonces de dividendes dans ces cas, ne peuvent refléter objectivement la réalité et seront donc difficilement incorporées au cours de bourse.

2. Hypothèses et Aspects méthodologiques de l'étude

2.1. Hypothèses de recherche

- H_1 : les investisseurs sont sensibles aux annonces de variations de dividendes

Souvent, les conclusions des études de réactions attestent la valeur informative des différentes annonces spécifiques qui sont réalisées par les entreprises. Sur le marché boursier en effet, les investisseurs sont susceptibles de modifier la composition de leur portefeuille d'actions dès lors que leurs anticipations contiennent une part non couverte par l'annonce. La réaction qui s'ensuit, se manifeste généralement par les fluctuations des rentabilités et permet d'émettre un choix de décision par rapport à l'hypothèse H_1 . Par ailleurs, cette hypothèse peut conduire à un test de l'efficience semi-forte du marché français. Dans la théorie financière classique, un marché est dit efficient, si et seulement si les cours intègrent à n'importe quel moment toute l'information disponible. Les investisseurs sur ledit marché réagissent alors correctement et presque immédiatement aux informations si ils ont la capacité cognitive de les interpréter avec justesse. Du coup, la simple incorporation des annonces de variations de dividendes ne saurait permettre de conclure sur une efficience du marché tant que la vitesse d'ajustement n'est pas

associée à la prise de décision. Fama (1991, a) remarque en utilisant des données journalières que sur un marché efficient, les prix des actions s'ajustent à un jour de l'événement considéré.

- H_2 : le marché français réagit en période de crise financière, plus fortement aux baisses de dividendes qu'à tout autre type de variations de dividendes (hausse ; stabilité)

Les conclusions des études antérieures, font ressortir dans la majorité des cas que les marchés réagissent plus fortement aux diminutions de dividendes qu'à tout autre type de variations des dividendes (augmentations ou stabilité).

- H_3 : la réaction du marché aux annonces de variations de dividendes est d'autant plus importante qu'un contexte de crise prévaut.

L'hypothèse sous-entend que l'ampleur des réactions dépendrait de la situation conjoncturelle du moment d'analyse, notamment celui de crise avec ses caractéristiques essentielles (niveau de variation du dividende et asymétrie d'information). En période de CF, la forte détérioration de l'économie rejaille sur la santé des entreprises. Le niveau de risque élevé, devrait entraîner un versement faible des dividendes. Au contraire, les firmes préfèrent distribuer d'importants dividendes pour plutôt rassurer les investisseurs sur leur santé financière favorable.

2.2. Méthodologie de recherche, données et échantillon

Afin de vérifier les deux premières hypothèses, la technique des études évènementielles a été déployée sur un échantillon total de 841 annonces de variations des dividendes relatives à 112 entreprises françaises appartenant au SBF 120, sur toute la période d'analyse de 2004 à 2012. Les entreprises n'ayant pas annoncé de dividendes au moins une fois sur la période ont été exclues de l'échantillon de base ; de même que celles qui n'ont pas affiché assez d'historiques et/ou pour lesquelles, il n'y avait pas eu suffisamment de cotations sur la fenêtre [-265 ; +15]. Nous avons considéré une fenêtre d'évènement de 31 jours correspondant à une période de pré-évènement de 15 jours et une autre, de post-évènement de la même durée. La date $t = 0$, représente la date d'évènement ou le jour de l'annonce des variations de dividendes.

Les rentabilités observées ont été estimées par le biais de trois modèles sur une période de 250 jours se terminant 15 jours avant l'annonce [-265 ; -16]. Nous avons privilégié les modèles de marché (principalement), de l'indice du marché et de la moyenne historique (pour vérifier la robustesse des résultats).

Après avoir estimé les paramètres, il est déterminé d'abord les rendements anormaux (AR_{it}) réalisés par chaque titre sur toute la fenêtre d'évènement. Ensuite, on en déduit les rendements

anormaux moyens (AR_t) correspondant à un rendement mono-périodique sur un jour ou une date de la fenêtre d'évènement. Dans le but d'apprécier la persistance des effets d'annonces, ces rendements ont été après, cumulés sur les différentes fenêtres qui suivent pour obtenir des rendements anormaux moyens cumulés (CAR_t) : pré-évènement [-15 ; -1], [-5 ; -1] et [-1 ; 0] ; post-évènement [0 ; 1], [0 ; 5], et [0 ; 15] ; sur toute la fenêtre d'évènement et immédiatement autour de l'évènement [-15 ; 15] et [-1 ; 1]. Enfin, et en vue de tester la significativité des AR_t (à la date d'évènement) et des CAR_t , il a été utilisé un test paramétrique (le T de Student,) en supposant la normalité des rendements anormaux.

Les analyses ont été faites non seulement sur toute la période des neuf années, mais également sur les trois sous-périodes de trois années chacune : avant, pendant et après la crise financière. La sous-période avant la CF couvre les années 2004 à 2006. En effet, après une politique de forte baisse des taux d'intérêt pratiquée au lendemain des attentats du 11 Septembre 2001 aux USA (pour relancer l'économie), on va assister à partir de 2004 à un rehaussement par paliers successifs de ces taux par la banque centrale américaine jusqu'à atteindre un maximum de 5% au cours du deuxième semestre 2006. Cette situation va occasionner un début de fragilisation du système financier mondial, et déclencher une modeste hausse des défauts de paiement de la dette hypothécaire ainsi que les premières défaillances d'institutions financières.

Nous avons privilégié l'intervalle d'années (2007 à 2009) généralement retenu dans les études académiques, pour délimiter la période de crise financière. Pour les uns, la CF a commencé en juillet 2007 et trouverait son origine immédiate dans le dégonflement des bulles de prix et les pertes importantes des établissements financiers, provoquées par la crise des subprimes. Pour d'autres, elle n'a véritablement débuté qu'à partir d'octobre 2008 (krach boursier) lorsque les conditions des marchés se sont dégradées précipitamment, occasionnant une panique générale sur les marchés financiers. Le marché de refinancements à court-terme a alors été gravement affecté et on a assisté à l'effondrement de la confiance entre les différents acteurs, conduisant à des crises de liquidité et de solvabilité. Les principales caractéristiques de la période sont : l'explosion des taux interbancaires et taux d'intérêts du capital, le recul des profits, les fortes chutes des prix des actifs et des cours boursiers, et par conséquent les importantes faillites des entreprises. La sortie de la récession mondiale est apparue dès la fin 2009, avec des signes de reprise timide de l'activité. Pour les besoins de l'étude, nous avons retenu les années 2010 à 2012 comme période après la CF ; cela, malgré l'issue hautement incertaine de la crise. Cette période où sévissent encore les séquelles de la CF, reste plus caractérisée par une conjoncture assez terne qui peut toujours s'améliorer compte tenu des légers rebonds nationaux constatés un peu partout dans le monde.

Les informations relatives aux annonces du dividende proviennent de *Bloomberg*. Celles liées aux données boursières (quotidiennes), comptables et financières des entreprises et de l'indice SBF 120 ont été extraites de la base de données *Datastream*.

La répartition des variations de dividendes sur les 9 années étudiées est alors présentée dans le tableau qui suit :

Tableau 1_a : Répartition des annonces de variations de dividendes sur toute la période d'étude

Période	Avant			Pendant			Après			Toute la période
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2004 - 2012
Annonces	78	82	87	96	98	95	96	105	104	841
Total	247			289			305			
	29,37%			34,36%			36,27%			100%

La répartition des annonces de dividendes selon le type de variation et la période est présentée dans le tableau ci-après :

Tableau 1_b : Répartition des annonces de dividendes selon le sens de variation et la période

	Toute la période	Avant	Pendant	Après
Hausses	568	198	200	170
Baisses	107	19	41	47
Stables	166	30	48	88
Variations de dividendes totales	841	247	289	305
	Toute la période	Avant	Pendant	Après
Hausses	67,54%	80,16%	69,20%	55,74%
Baisses	12,72%	7,69%	14,19%	15,41%
Stables	19,74%	12,15%	16,61%	28,85%
Variations de dividendes totales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	Toute la période	Avant	Pendant	Après
Hausses	100,00%	34,86%	35,21%	29,93%
Baisses	100,00%	17,76%	38,32%	43,93%
Stables	100,00%	18,07%	28,92%	53,01%
Variations de dividendes totales	100,00%	29,37%	34,36%	36,27%

Afin de tester la dernière hypothèse de l'étude, le modèle de régression multiple ci-après a été pris en compte :

$$AR_t \text{ ou } CAR_{int} = \alpha_0 + \beta_1(Risque) + \beta_2(TailleCAC) + \beta_3(SectFin) + \beta_4(TVarDiv) + \beta_5(Période) + \beta_6(TVarVol) + \beta_7(Spread)$$

Les rendements anormaux y sont expliqués, par trois variables de structure (le risque, la taille et le secteur d'activité) et quatre variables, caractéristiques de la dernière crise financière que sont l'asymétrie informationnelle, le taux de variation du dividende et le contexte temporel.

Le risque de l'entreprise y est décrit par la volatilité du titre (Risque), mesurée par l'écart-type de ce dernier sur la période d'estimation. Nous prévoyons que les entreprises à forte volatilité s'associent à de fortes rentabilités anormales autour des annonces de variations (négatives) de dividendes, et vice versa. Les travaux témoignent généralement d'une relation négative entre la taille de l'entreprise et la réaction du marché (Gajewski et Quéré, 2001). En fait, le marché reste mieux informé sur les grandes entreprises et l'effet de surprise induit par les annonces de dividendes est très limité puisque le contenu informationnel peut être anticipé. Nous estimons qu'une entreprise est de grande taille si elle appartient ou a eu à appartenir entre temps (sur la période d'étude) au CAC 40. Une variable indicatrice (TailleCAC) ou muette, a été introduite dans le modèle. Cette variable dite encore dichotomique, prend la valeur 1 lorsque l'entreprise fait partie du CAC 40 au moment considéré et la valeur 0, sinon. En admettant que la dernière crise ait été au départ une crise de liquidité sur les marchés financiers, il peut être anticipé une sur-réaction du marché français autour des annonces de variations des dividendes concernant les entreprises appartenant au secteur financier. Du coup, nous avons également introduit une seconde variable muette ou indicatrice (SectFin) dans le modèle. Cette variable est égale à 1 lorsque l'entreprise vient du secteur financier et égale à 0, sinon.

Il est tout à fait logique que nous considérons le contexte temporel dans son ensemble, comme une variable pouvant aussi expliquer les réactions du marché suite aux annonces de variations de dividendes. La variable temps (Période) dont il est ici question, est une variable indicatrice qui prend la valeur 1, lorsqu'on est dans l'intervalle d'années 2007-2009, et la valeur 0, sinon. Pour beaucoup d'auteurs, l'asymétrie d'information à travers ses phénomènes d'anti sélection et d'aléa moral, permet de mieux comprendre la récente crise mondiale. Artus (1995) trouve même qu'elle modifie l'équilibre des marchés financiers, et affecte les prix et les volumes de transaction. Le taux de variation des volumes de transactions (TVarVol), et le bid-ask spread (Spread) ont de ce fait, été pris en compte comme proxys de cette variable. Selon l'hypothèse du signal, le niveau de variation du dividende renseigne les investisseurs sur les anticipations des dirigeants relativement aux bénéfices futurs. On s'attend ainsi à une rentabilité anormale, qui soit fonction de cette variation (Denis et al, 1994). En suivant les travaux de Bernheim et Wantz (1995) et de Calvi-Reveyron (1999), nous avons introduit dans le modèle, une variable TVarDiv représentant le taux de croissance du dividende. Cette dernière s'obtient en faisant le rapport entre la différence « dividende N - dividende (N-1) » et le cours de l'action 16 jours avant l'annonce pour l'entreprise considérée.

3. Résultats

3.1. Les réactions du marché français aux annonces de variations de dividendes

Les tableaux 2a à 5d, affichent les résultats de l'étude d'évènement réalisée selon la nature de l'annonce et dans chaque cas, suivant les différentes périodes d'analyse retenues, soit : «toute la période», «avant la CF», «durant la CF» et «après la CF». La théorie du signal suppose que les hausses (baisses) des dividendes s'apparentent à de bonnes (mauvaises) nouvelles. Ainsi, nos analyses ont consisté à apprécier les cas dans lesquels, les réactions du marché sont plus remarquables ; ce, à la date d'annonce des variations des dividendes et sur des intervalles de temps qui constituent la fenêtre d'évènement. Seuls les résultats obtenus à partir du modèle de marché ont été commentés. La robustesse des résultats est vérifiée, par le biais des deux autres modèles utilisés pour estimer les rendements normaux. Les indications «***», «**» et «*», dénotent des tests significatifs, respectivement aux niveaux de confiance 99% ; 95% et 90%.

3.1.1. Prise en compte de l'ensemble des dividendes annoncés (Analyse d'ensemble)

Tableau 2a : Sur toute la période d'étude → échantillon total de 841 variations de dividendes

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,74%	1,31	1,15%	1,30	0,83%	1,06
-15 ; 15	0,95%	2,95***	1,75%	5,78***	1,16%	2,98***
-1 ; 1	0,47%	2,81***	0,53%	3,18***	0,47%	2,58***
-15 ; -1	0,58%	3,03***	0,99%	5,26***	0,70%	2,79***
-5 ; -1	0,19%	1,74*	0,35%	3,07***	0,23%	1,57
-1 ; 0	0,30%	2,28**	0,32%	2,40**	0,32%	2,21**
0 ; 1	0,32%	2,04**	0,37%	2,32**	0,28%	1,66*
0 ; 5	0,22%	1,08	0,38%	1,86*	0,15%	0,63
0 ; 15	0,37%	1,42	0,76%	2,98***	0,47%	1,50

Tableau 2b : Avant la période de CF → Panel A (247 variations de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,47%	1,23	1,14%	1,38	0,47%	0,69
-15 ; 15	-0,24%	-0,50	1,07%	2,36**	-0,89%	-1,63
-1 ; 1	0,36%	1,64	0,43%	1,95*	0,16%	0,71
-15 ; -1	0,28%	0,90	0,93%	3,10***	0,36%	1,01
-5 ; -1	0,29%	1,61	0,55%	3,13***	0,26%	1,30
-1 ; 0	0,34%	1,89*	0,38%	2,09**	0,15%	0,77
0 ; 1	0,21%	1,03	0,27%	1,30	0,13%	0,61
0 ; 5	0,13%	0,49	0,39%	1,41	-0,07%	-0,27
0 ; 15	-0,51%	-1,37	0,15%	0,39	-1,25%	-2,93***

Tableau 2c : Durant la période de CF → Panel B (289 variations de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché	Indice du marché	Moyenne historique
-------------	------------------	------------------	--------------------

	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,96%	-0,15	1,07%	-0,29	0,77%	-0,05
-15 ; 15	1,89%	2,66***	2,04%	3,09***	2,24%	2,65***
-1 ; 1	0,24%	0,73	0,26%	0,77	0,02%	0,05
-15 ; -1	0,87%	2,18**	1,07%	2,66***	0,65%	1,21
-5 ; -1	0,43%	1,99**	0,46%	2,09**	0,38%	1,27
-1 ; 0	-0,04%	-0,15	-0,07%	-0,29	-0,02%	-0,05
0 ; 1	0,24%	0,73	0,26%	0,77	0,02%	0,05
0 ; 5	0,25%	0,55	0,35%	0,77	0,02%	0,04
0 ; 15	1,01%	1,77*	0,98%	1,77*	1,59%	2,30**

Tableau 2d : Après la période de CF → Panel C (305 variations de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,74%	1,68*	1,23%	1,72*	1,19%	1,55
-15 ; 15	0,90%	2,17**	1,95%	4,77***	1,69%	3,11***
-1 ; 1	0,50%	1,99**	0,59%	2,30**	0,84%	3,07***
-15 ; -1	0,43%	1,67*	0,90%	3,54***	0,89%	2,55**
-5 ; -1	-0,16%	-1,15	0,02%	0,12	0,08%	0,41
-1 ; 0	0,33%	1,68*	0,36%	1,80*	0,47%	2,25**
0 ; 1	0,48%	1,94*	0,55%	2,20**	0,66%	2,50**
0 ; 5	0,26%	0,93	0,39%	1,37	0,45%	1,33
0 ; 15	0,47%	1,35	1,04%	2,94***	0,80%	1,87*

Lorsqu'on considère les annonces de dividendes en général, il ressort des résultats, qu'aucune réaction significative du marché n'a été observée (sauf, sur la période « après la CF »). Mais cependant, tous les tableaux font apparaître clairement que le marché a anticipé l'évènement. Les tableaux 2a et 2d laissent apparaître même que les investisseurs anticipent les annonces et réagissent immédiatement autour des dates d'annonce des variations. L'hypothèse H₁ semble donc être vérifiée, même qu'on pourrait attester de l'efficacité semi-forte du marché français. Il peut être avancé de ce qui précède, que les dividendes annoncés ont une valeur informative; mais le fait qu'on n'ait pas enregistré de réactions significatives à la date 0 et immédiatement après, avant et durant la CF reste dérangeant. Plusieurs facteurs en effet, peuvent expliquer cet état de fait. L'un d'entre eux peut consister à admettre que le marché boursier français soit en réalité, relativement peu efficace. Néanmoins, cet argument doit être manié avec beaucoup de prudence. Nous estimons en effet, que la non-réaction observée le jour d'annonce proviendrait du fait que les informations favorables n'aient pas été distinguées de celles défavorables. Les caractères favorable et défavorable des annonces de dividendes ne pouvant pas, a priori, être définis facilement dans une analyse d'ensemble, il est normal que nous portions des réserves dans l'interprétation des résultats à ce niveau. Nous distinguons du coup, dans la suite de nos analyses, les cas de hausses, de baisses et de dividendes constants.

3.1.2. Prise en compte des Hausses de dividendes

Tableau 3a : Sur toute la période → échantillon de 568 variations positives de dividendes

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	1,36%	2,10**	0,18%	2,26**	1,99%	1,67*
-15 ; 15	0,95%	2,71***	2,01%	5,90***	0,80%	1,91*
-1 ; 1	0,60%	3,45***	0,71%	4,07***	0,54%	2,81***
-15 ; -1	0,46%	2,14**	1,01%	4,64***	0,58%	2,07**
-5 ; -1	0,25%	1,97**	0,45%	3,43***	0,30%	1,73*
-1 ; 0	0,42%	2,94***	0,46%	3,26***	0,41%	2,60***
0 ; 1	0,45%	2,68***	0,54%	3,19***	0,37%	1,96**
0 ; 5	0,43%	1,93*	0,65%	2,94***	0,19%	0,72
0 ; 15	0,49%	1,74*	1,00%	3,59***	0,22%	0,67

Tableau 3b : Avant la période de CF → Panel A_H (198 variations positives de dividende)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,57%	0,48	1,25%	0,62	0,64%	0,09
-15 ; 15	0,08%	0,14	1,47%	2,82***	-0,43%	-0,71
-1 ; 1	0,39%	1,61	0,48%	1,97**	0,22%	0,86
-15 ; -1	0,49%	1,42	1,15%	3,38***	0,62%	1,60
-5 ; -1	0,40%	2,06**	0,66%	3,38***	0,40%	1,84*
-1 ; 0	0,26%	1,32	0,31%	1,55	0,08%	0,38
0 ; 1	0,21%	0,91	0,27%	1,21	0,15%	0,67
0 ; 5	0,18%	0,59	0,47%	1,49	0,00%	0,01
0 ; 15	-0,41%	-0,95	0,32%	0,73	-1,05%	-2,16**

Tableau 3c : Durant la période de CF → Panel B_H (200 variations positives de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,79%	0,76	1,07%	0,69	0,53%	0,67
-15 ; 15	1,51%	2,02**	1,95%	2,76***	1,34%	1,55
-1 ; 1	0,58%	1,64	0,67%	1,89*	0,40%	1,01
-15 ; -1	0,59%	1,37	0,89%	2,06**	0,33%	0,56
-5 ; -1	0,42%	1,68*	0,52%	1,92*	0,42%	1,09
-1 ; 0	0,40%	1,37	0,39%	1,34	0,48%	1,43
0 ; 1	0,38%	1,12	0,47%	1,36	0,12%	0,32
0 ; 5	0,44%	0,93	0,62%	1,33	0,01%	0,02
0 ; 15	0,92%	1,59	1,06%	1,90*	1,01%	1,48

Tableau 3d : Après la période de CF → Panel C_H (170 variations positives de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,86%	2,64***	1,61%	2,90***	1,34%	2,31**
-15 ; 15	1,31%	2,80***	2,70%	5,62***	1,60%	2,44**
-1 ; 1	0,86%	3,00***	1,03%	3,40***	1,08%	3,32***
-15 ; -1	0,28%	0,87	0,98%	2,94***	0,81%	1,90*
-5 ; -1	-0,14%	-0,74	0,14%	0,66	0,03%	0,13
-1 ; 0	0,61%	2,68***	0,73%	3,11***	0,71%	2,86***
0 ; 1	0,82%	2,80***	0,94%	3,15***	0,90%	2,78***
0 ; 5	0,70%	2,12**	0,90%	2,68***	0,60%	1,43
0 ; 15	1,03%	2,62***	1,72%	4,14***	0,79%	1,50

Les résultats ne montrent aucune réaction du marché à la date d'annonce comme tout autour d'elle, aussi bien avant que durant la période de CF. On ne peut que réfuter l'hypothèse H_1 dans ces cas. Toutefois, en période de CF tout particulièrement, les hausses de dividendes sont associées à des rentabilités anormales positives et significatives surtout sur la fenêtre [-5 ; -1]. L'hypothèse H_1 , peut donc être admise dans un tel cas.

Après la période de CF, on observe une réaction positive et significative le jour de l'annonce (t-student = 2,64 ; à 99%), égale à 0,86%. Immédiatement autour de l'annonce, la réaction est de 0,86% et est significative à 99% (t-student = 3). Les investisseurs n'ont pas eu à anticiper les annonces, si ce n'est à partir de la veille. Mais en revanche, ils deviennent plus sensibles dès que celles-ci sont faites. Ces dernières sont alors instantanément intégrées dans les cours, comme le stipule Fama (1991, a). L'hypothèse H_1 se trouve fortement validée et on peut donc attester l'efficacité du marché français dans ce cas.

3.1.3. Prise en compte des Baisses de dividendes

Tableau 4a : Sur toute la période → échantillon de 107 variations négatives de dividendes

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,54%	-0,58	0,59%	-0,73	0,51%	-0,42
-15 ; 15	1,21%	0,99	1,26%	1,11	2,16%	1,39
-1 ; 1	0,24%	0,37	0,10%	0,16	0,13%	0,18
-15 ; -1	0,82%	1,23	0,94%	1,42	0,72%	0,84
-5 ; -1	0,44%	1,33	0,50%	1,36	0,29%	0,57
-1 ; 0	0,11%	0,20	0,03%	0,06	0,25%	0,45
0 ; 1	-0,14%	-0,23	-0,27%	-0,45	-0,33%	-0,49
0 ; 5	-0,36%	-0,45	-0,51%	-0,64	-0,35%	-0,38
0 ; 15	0,39%	0,36	0,32%	0,31	1,44%	1,10

Tableau 4b : Avant la période de CF → Panel A_B (19 variations négatives de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	-2,65%	0,31	-1,01%	0,28	-3,78%	0,16
-15 ; 15	-3,98%	-2,58***	-1,92%	-1,27	-5,37%	-2,70***
-1 ; 1	-0,98%	-1,13	-0,98%	-1,09	-1,45%	-1,61
-15 ; -1	-2,88%	-2,43**	-1,22%	-1,05	-3,91%	-2,75***
-5 ; -1	-0,91%	-1,31	-0,10%	-0,14	-1,31%	-1,48
-1 ; 0	-0,25%	-0,38	-0,22%	-0,33	-0,60%	-0,86
0 ; 1	-0,50%	-0,57	-0,55%	-0,60	-0,72%	-0,80
0 ; 5	-0,68%	-0,64	-0,65%	-0,59	-0,95%	-1,05
0 ; 15	-1,10%	-1,05	-0,70%	-0,60	-1,47%	-1,35

Tableau 4c : Durant la période de CF → Panel B_B (41 variations négatives de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	2,10%	-0,87	1,51%	-1,01	2,38%	-0,66

-15 ; 15	5,40%	2,06**	4,23%	1,75*	7,66%	2,28**
-1 ; 1	1,14%	0,81	0,77%	0,56	0,64%	0,40
-15 ; -1	2,88%	2,06**	2,41%	1,65*	3,00%	1,63
-5 ; -1	1,41%	2,04**	1,21%	1,52	0,78%	0,71
-1 ; 0	0,27%	0,24	0,16%	0,14	0,38%	0,32
0 ; 1	0,08%	0,07	-0,28%	-0,23	-0,36%	-0,26
0 ; 5	0,37%	0,21	0,00%	0,00	0,60%	0,30
0 ; 15	2,52%	1,05	1,83%	0,81	4,66%	1,59

Tableau 4d : Après la période de CF → Panel C_B (88 variations négatives de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,47%	-0,05	0,45%	-0,12	0,62%	0,04
-15 ; 15	-0,36%	-0,29	-0,05%	-0,04	0,41%	0,27
-1 ; 1	-0,04%	-0,05	-0,04%	-0,05	0,33%	0,38
-15 ; -1	0,51%	0,80	0,53%	0,85	0,59%	0,72
-5 ; -1	0,12%	0,42	0,12%	0,32	0,50%	0,96
-1 ; 0	0,11%	0,15	0,03%	0,04	0,49%	0,66
0 ; 1	-0,18%	-0,23	-0,15%	-0,19	-0,14%	-0,16
0 ; 5	-0,87%	-0,93	-0,89%	-0,92	-0,94%	-0,89
0 ; 15	-0,87%	-0,72	-0,58%	-0,47	-0,19%	-0,13

Aucune réaction n'est observable à l'annonce ni tout autour quelle que soit la période prise en considération. Il est observé sur la période avant CF, des réactions assez significatives sur les intervalles [-15 ; 15] et [-15 ; -1]. En période de CF, il est également observé des réactions positives et significatives sur les intervalles [-15 ; +15], [-15 ; -1] et [-5 ; -1]. Les investisseurs semblent anticiper les baisses de dividendes. Après la période de CF, lorsqu'on ne considère que les baisses de dividendes, il apparaît que les investisseurs n'anticipent, ni ne réagissent aucunement aux annonces. L'hypothèse H₁ peut être acceptée en partie. En revanche, on ne saurait parler d'ajustement instantané de l'information.

3.1.4. Prise en compte des dividendes Stables

Tableau 5a : Sur toute la période → échantillon de 166 variations stables de dividendes

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,86%	0,14	1,00%	0,04	1,12%	0,05
-15 ; 15	0,76%	0,99	1,19%	1,73*	1,77%	1,89*
-1 ; 1	0,16%	0,38	0,18%	0,43	0,43%	1,01
-15 ; -1	0,82%	1,81*	0,98%	2,27**	1,10%	1,75*
-5 ; -1	-0,17%	-0,62	-0,11%	-0,43	-0,03%	-0,08
-1 ; 0	0,05%	0,15	0,02%	0,06	0,05%	0,15
0 ; 1	0,15%	0,39	0,17%	0,45	0,40%	0,98
0 ; 5	-0,11%	-0,22	0,02%	0,03	0,33%	0,64
0 ; 15	-0,06%	-0,11	0,21%	0,37	0,67%	0,97

Tableau 5b : Avant la période de CF → Panel A_S (30 variations stables de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	1,79%	2,15**	1,80%	2,23**	2,04%	1,60
-15 ; 15	0,06%	0,05	0,37%	0,33	-1,13%	-0,69
-1 ; 1	1,02%	1,63	1,02%	1,61	0,82%	1,21
-15 ; -1	0,88%	1,25	0,84%	1,26	1,30%	1,65*
-5 ; -1	0,25%	0,52	0,23%	0,48	0,31%	0,57
-1 ; 0	1,24%	2,27**	1,23%	2,25**	1,07%	1,80*
0 ; 1	0,69%	1,23	0,74%	1,30	0,48%	0,80
0 ; 5	0,33%	0,47	0,54%	0,78	-0,04%	-0,05
0 ; 15	-0,82%	-0,81	-0,47%	-0,54	-2,43%	-1,90*

Tableau 5c : Durant la période de CF → Panel B_S (48 variations stables de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
-15 ; 15	1,21%	0,62	1,04%	0,59	2,18%	0,97
-1 ; 1	-0,24%	-0,23	-0,13%	-0,13	-0,20%	-0,20
-15 ; -1	1,07%	0,92	1,13%	1,02	0,78%	0,49
-5 ; -1	-0,09%	-0,12	-0,06%	-0,08	-0,17%	-0,19
-1 ; 0	-0,43%	-0,54	-0,39%	-0,48	-0,50%	-0,59
0 ; 1	-0,22%	-0,24	-0,18%	-0,19	-0,10%	-0,10
0 ; 5	-0,61%	-0,48	-0,48%	-0,37	-0,44%	-0,33
0 ; 15	0,14%	0,10	-0,09%	-0,06	1,40%	0,81

Tableau 5d : Après la période de CF → Panel C_S (88 variations stables de dividendes)

Intervalles	Modèle de marché		Indice du marché		Moyenne historique	
	CAR	T-stat	CAR	T-stat	CAR	T-stat
t = 0	0,66%	-0,02	0,89%	-0,19	1,20%	-0,01
-15 ; 15	0,76%	0,85	1,56%	1,93*	2,53%	2,24**
-1 ; 1	0,07%	0,15	0,07%	0,13	0,65%	1,21
-15 ; -1	0,67%	1,26	0,96%	1,88*	1,21%	1,56
-5 ; -1	-0,35%	-1,30	-0,26%	-0,97	-0,06%	-0,17
-1 ; 0	-0,10%	-0,29	-0,17%	-0,48	0,01%	0,02
0 ; 1	0,17%	0,35	0,17%	0,36	0,64%	1,26
0 ; 5	0,02%	0,03	0,11%	0,20	0,88%	1,46
0 ; 15	0,09%	0,14	0,60%	0,93	1,32%	1,74*

En dehors de la période avant la CF, où il apparaît une réaction du marché à la date d'annonce et sur la fenêtre pré-événement [-1 ; 0], aucune autre réaction significative n'est remarquable pendant et après la CF. Pendant la période de CF, lorsqu'on ne considère que les dividendes constants, les investisseurs ne sont pas du tout sensibles aux annonces. Cela ne peut donc faire admettre l'hypothèse H₁, ou faire valider une quelconque efficacité du marché.

Nous avons ainsi distingué 568 annonces de hausses de dividendes, 107 annonces de baisses, et 168 annonces de dividendes stables sur toute la période d'étude. Toutes ces annonces ont été diversement réparties sur chacune des périodes ayant été retenues, dans le cadre de notre

analyse (confère les tableaux 1_a et 1_b). Globalement, les résultats semblent démontrer que les investisseurs sont sensibles aux annonces de variations de dividendes. Ils le sont moins, quand il s'agit de variations stables de dividendes. Que ce soient en cas de baisses ou de hausses du dividende, on a enregistré dans l'ensemble des réactions significatives. Les investisseurs ont été plus sensibles aux hausses de dividendes, particulièrement sur la période « après la CF ». Les réactions les plus fortes y ont été enregistrées. La plus forte, a été observée notamment le jour de l'annonce et, est de l'ordre de 0,57% (ARt = 0,57%; CARt = 0,86% ; t-student = 2,64 ; à 99%). On en conclut que les réactions du marché ne sont guère identiques sur les différentes périodes d'analyse. Aussi, les plus fortes ne sont pas détectées sur la période de CF comme on l'aurait attendu. Nous ne pouvons non plus affirmer l'efficience semi-forte du marché dans le cas des hausses de dividendes, sur toute la période d'étude et sur la période après la CF.

Le marché dans son ensemble, est assez sensible aux baisses de dividendes surtout pendant la CF (validation de l'hypothèse H₂), même s'il l'est moins que dans le cas des hausses sur les autres périodes. Dans aucun cas en effet, la vitesse d'ajustement n'a été immédiate, lorsqu'on tient compte des baisses comme des variations stables de dividendes. Le délai d'incorporation de l'annonce ne se retrouve pas toujours dans les alentours immédiats de la date d'annonce, comme Fama et al. (op.cit) et bien d'autres encore, ont pu le formuler.

Pendant la période de CF, aucune réaction significative n'a été essentiellement enregistrée à la date d'annonce ($t = 0$). Les réactions les plus significatives se sont concentrées autour des intervalles de dates [-15 ; -1], [-5 ; -1] et plus communément [-15 ; +15]. Cela, laisse entendre que les investisseurs en période de CF tiennent compte beaucoup des rumeurs pour anticiper le contenu des annonces de dividendes. Dans la suite de notre travail, nous tiendrons compte des réactions significatives ou rendements anormaux moyens cumulés sur [-15 ; +15].

Par ailleurs, des réactions inexplicables des investisseurs sur le marché ont été constatées bien avant même que n'adviennent les annonces dans différents cas. Ball et Brown (1968) aussi, en s'intéressant à l'annonce des résultats annuels sur le marché boursier américain, ont mis en évidence une performance boursière inexplicée par les facteurs du marché durant les 12 mois qui précèdent l'annonce publique de résultat annuel. Il semblerait donc que le marché dispose de la possibilité d'anticiper largement le contenu d'une annonce publique. Cette constatation n'est pas particulièrement étonnante en elle-même, du moment où, les analystes financiers disposent d'autres informations qui leur permettent d'anticiper les montants à distribuer et de faire des prévisions destinées au marché. Les rendements anormaux peuvent être expliqués à travers les transactions initiées par des personnes qui de par leur position privilégiée au sein

de l'entreprise bénéficient d'informations tout autant privées. Les mouvements observés avant l'annonce effective pourraient être donc imputés aux transactions initiées par des insiders sur le marché. Pour Albouy et Dumontier (1992), l'hypothèse du comportement rationnel pourrait toujours être évoquée pour tenter de comprendre ces inquiétudes. Ces derniers ont exprimé une idée selon laquelle, dès lors que l'investisseur connaît le montant des sommes distribuées, il est censé pouvoir estimer les résultats des exercices à venir et procéder à des anticipations.

3.2. Les déterminants des réactions du marché français aux annonces de dividendes

3.2.1. Résultats de la régression sur toute la période d'étude

Le modèle n'a pas de problèmes de colinéarité compte tenu des statistiques de Tolérance et de VIF calculées ($Tol = 1 - R^2 = 0,7785991$; $VIF = 1/Tol = 1,284358022$).

Le coefficient de détermination $R^2_{adj} = 1,39\%$ (faible) nous permet de conclure à l'existence d'une relation entre les variables prises en compte, tout en sachant que cette relation n'est pas linéaire. La statistique de Fisher obtenue est égale à $F = 2,69$ et, est associée à une probabilité (0,9%) qui est inférieure à 5%. On en déduit que le modèle-ci est globalement significatif.

De l'analyse des résultats, nous remarquons, que seuls les coefficients des variables Période et TVarVol sont statistiquement non nuls. Le premier est positif, et le deuxième négatif. On en conclut que les réactions des investisseurs dépendent de la conjoncture ou contexte (de crise ou non) de l'instant et de l'asymétrie d'information qui règne sur le marché (dont la variable volume de transaction est un proxy). Plus le volume de transaction est grand, moins le marché réagit. Au contraire, plus la conjoncture est favorable à la crise, plus le marché réagit.

3.2.2. Résultats de la régression uniquement sur la période de crise financière

Les Statistiques de colinéarité déterminées ($Tol = 0,95991335$ et $VIF = 1,0417606964$) nous permettent d'affirmer qu'il n'y a pas de problèmes de colinéarité. De plus, le coefficient de détermination $R^2_{adj} = 1,97\%$ (faible) signifierait qu'il existe une relation entre les variables prises en compte, mais que cette relation est non linéaire. La statistique du test de Fisher est égale à $F = 1,96$ et, est associée à une probabilité (7,1%) inférieure à 10%. On peut estimer donc que le modèle dont il est question ici, est globalement significatif.

Il découle de l'analyse des résultats, que les coefficients des variables Risque et TVarVol sont les seuls à être statistiquement significatifs. Le premier est positif et le second négatif. On en conclut du coup, que les réactions des investisseurs dépendent en périodes de crise financière, également du risque des entreprises tout comme de l'asymétrie informationnelle qui règne sur

le marché (dont la variable volume de transaction est un proxy). Plus le risque de l'entreprise est important, plus le marché réagit.

De tout ce qui précède dans cette analyse de la régression, on conclut finalement que la crise financière peut expliquer les réactions des investisseurs sur le marché par l'intermédiaire des trois variables suivantes : Période, Volume de transaction et Risque. La réaction du marché ne dépend pas intrinsèquement du niveau du dividende annoncé, mais de l'annonce de variation (hausse, baisse, stable) à proprement parlé.

Conclusion

Nous avons revisité dans ce papier, la problématique de l'impact des annonces de variations de dividendes sur le marché français ; ce, en tenant compte de la récente crise financière qui a secoué le monde entier. Globalement, le marché français réagit aux annonces de dividendes. Le marché réagit plus aux hausses de dividendes surtout sur la période après la CF ; la plus forte réaction a été d'ailleurs observée sur cette période. Ce résultat est en contradiction avec la majorité des études dans ce domaine qui montre plutôt que les marchés réagissent plus aux baisses de dividendes. Cependant, sur la période de crise financière, le marché réagit plus aux diminutions de dividendes ; mais, il est observé des rendements anormaux positifs qui y sont associés. Ce résultat contredit l'hypothèse de signalisation qui suppose que les informations défavorables comme les abaissements de dividendes devraient être associées à des rendements anormaux négatifs. Durant la période de CF, le marché ne réagit pas à la date d'annonce ; les réactions les plus significatives se sont concentrées sur les intervalles [-15 ; -1] et [-5 ; -1]. Ce qui peut laisser entendre que les investisseurs sur le marché tiennent compte beaucoup des rumeurs qui leur permettent d'anticiper le contenu des annonces de variations des dividendes. Concernant les déterminants des réactions du marché français, nous avons trouvé que la crise financière expliquerait lesdites réactions au travers du phénomène d'asymétrie d'information dont le volume des transactions est l'un des principaux proxys.

Bibliographie

- Acker D., Stalker M. et Tonks I. (2002), «Bid-ask Spreads around Earnings Announcements», *Journal of Business, Finance and Accounting*, 29, 1149-1179.
- Akron S. (2011), « Market Reactions to Dividend Announcements Under Different Business Cycles », *Emerging Markets Finance and Trade*, 47, 72-85.
- Allen F., Bernardo A. et Welch I. (2000), «A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles», *Journal of Finance*, 55, 2499-2536.
- Artus P. (1995), *Anomalies sur les marchés financiers*, Paris, Economica.
- Bernheim D. et Wantz A. (1995), «A Tax-based Test of the Dividend Signaling Hypothesis», *American Economic Review*, 85, 532-551.
- Black F. (1976), «The Dividend Puzzle», *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Benartzi S., Michaely R. et Thaler R. (1997), « Do changes in dividends signal the future or the past? », *Journal of Finance*, 52, 1007-34.
- Benartzi S., Grullon G., Michaely R. et Thaler R. (2005) «Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability», *Journal of Business*, 78 (5), 1659-1682.
- Calvi-Reveyron M. (1999), « Risque de Surinvestissement, Signalisation et Annonce du Dividende: le cas français », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 2, 115-145.
- Conroy R., Eades K. et Harris R. (2000), « A Test of Relative Pricing Effect of Dividend and Earnings: Evidence of Simultaneous Announcement in Japan », *Journal of Finance*, 55, 1199-1227.
- Chen Z., Cheung Y., Stouraitis A. et Wong A. (2005), « Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong », *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 431-449.
- Dennis J., Dennis K. et Sarin A. (1994), « The information content of dividend changes: Cash-Flow Signalling, Overinvestment, and Dividend Clienteles », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 557-587.
- Fama E. (1991), « Efficient Capital Market: II », *Journal of finance*, 46, 1575-1617.
- Gajewski J-F. (1999), « Earnings Announcements, Asymmetric Information, Trades and Quotes », *European Financial Management*, 5, 411-423.
- Gajewski J-F. et Quéré B. (2001), « The Information Content of Earnings and Turnover Announcements in France », *European Accounting Review*, 10, 1-26.
- Gryglewicz S. (2011), «A theory of corporate financial decisions with liquidity and solvency concerns », *Journal of Financial Economics*, 99, 365-384.
- Harada K. et Nguyen P. (2005), « Dividend Change Context and Signaling Efficiency in Japan », *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 504-522.
- Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen G. et Johnson J. (1995), « The Dynamics of Corporate Dividend Reductions », *Financial Management*, 24, 31-51.
- John K. et Lang L. (1991), « Insider Trading around Dividend Announcement: Theory and Evidence », *Journal of Finance*, 46, 1361-1387.
- Kato H., Loewenstein U. et Tsay W. (2002), « Dividend Policy, Cash-flow, and Investment in Japan », *Pacific-Basin Finance Journal*, 10, 43-473.
- Kim O. et Verrecchia R. (1994), « Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements », *Journal of Accounting and Economics*, 17, 41-67.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., et Vishny R. (2000), « Agency Problems and Dividend Policies around the world », *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- Lang L. et Litzenberger R. (1989), « Dividend Announcement, Cash-Flow Signalling vs Free Cash-Flow Hypothesis? », *Journal of Financial Economics*, 24, 181-191.
- McCluskey T., Burton B. Power D. et Sinclair C. (2006), « Evidence on the Irish Stock Markets Reaction to Dividend Announcements », *Applied Financial Economics*, 16, 617-628.
- McNichols M. et Trueman B. (1994), « Public Disclosure, Private Information Collection, and Short-term Trading », *Journal of Accounting and Economics*, 17, 41-67.
- Miller M. et Modigliani F. (1961), «Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares», *Journal of Business*, 4, 411-433.
- Miller M. et Modigliani F. (1963), « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction », *The American Economic Review*, 53, 433-443.
- Mishkin F., Bordes C., Hautcoeur P. et Lacoue-Labarthe D. (2010), *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson Education, Paris.
- Nathan S., Sivakumar K. et Vijayakumar J. (2001), « Returns to Trading Strategies Based on Price-to-Earnings and Price-to-Sales Ratios », *Journal of Investing*, 10, 17-28.
- Poulain-Rehm T. (2005), « L'impact de l'affectation du free cash-flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividende des entreprises françaises cotées », *Finance- Contrôle- stratégie*, 8, 205-238.
- Quiry P. et Le Fur Y. (2002), *Vernimmen - Finance d'entreprise*, 5^{ème} édition, Dalloz, Paris.
- Travlos N., Trigeorgis L. et Vafeas N. (2001), « Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus », *Multinational Finance Journal*, 5, 87-112.
- Watts R. (1973), « The Information Content of Dividends », *Journal of Business*, 46, 191-211.
- Waymire G. (1985), « Earnings Volatility and Voluntary Management Forecast Disclosure », *Journal of Accounting Research*, 23, 268-295.