

HEC MONTRÉAL

Les critères ESG : substituts ou compléments aux dividendes financiers ?

par

Tristan Montet

**David Benatia
HEC Montréal
Directeur de recherche**

**Sciences de la gestion
(Spécialisation M.Sc. Économie Financière Appliquée)**

*Mémoire présenté en vue de l'obtention
du grade de maîtrise ès sciences
(M. Sc.)*

Décembre 2024
© Tristan Montet, 2024

**Les membres du jury qui ont évalué
ce mémoire ont demandé des
corrections mineures.**

Résumé

Ce mémoire examine si les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) constituent un moyen de paiement moral intégré aux politiques de distribution des dividendes des entreprises. Il analyse la relation entre performances ESG et dividendes traditionnels pour comprendre comment ces deux leviers attirent les investisseurs, dans un contexte où les attentes des parties prenantes et l'importance de l'éthique dans l'investissement sont en pleine évolution. La problématique centrale explore si les entreprises à faibles scores ESG compensent par des dividendes plus élevés ou si les pratiques ESG élevées substituent en partie les rendements financiers immédiats.

L'étude s'appuie sur des données issues de la plateforme S&P Capital IQ, couvrant la période 2015-2023, et sur un échantillon final de 7,164 à 7,815 entreprises après filtrage des doublons, des régions sous-représentées et des valeurs extrêmes. Des régressions linéaires à effets fixes (ancienneté, géographie, secteur, temps) sont employées pour isoler l'impact des scores ESG sur les dividendes par action. Une analyse en clusters via k-means identifie des profils stratégiques distincts parmi les entreprises, mettant en lumière des dynamiques spécifiques aux régions et secteurs. Enfin, un modèle logit évalue la régularité des versements de dividendes en fonction des performances ESG.

Les résultats révèlent une relation globalement complémentaire entre scores ESG élevés et dividendes par action, bien que cette complémentarité varie significativement selon la localisation et l'ancienneté des entreprises. Les entreprises asiatiques montrent une forte compatibilité entre dividendes élevés et bonnes performances ESG, reflétant une stratégie intégrée pour attirer à la fois des investisseurs éthiques et ceux en quête

de rendements. En revanche, les entreprises nord-américaines tendent vers une indépendance ou une substitution, les performances ESG étant parfois perçues comme un substitut aux dividendes dans leurs politiques de distribution. L'analyse par clustering révèle trois groupes principaux. Certaines entreprises privilégient une stratégie de substitution où l'amélioration des scores ESG se fait au détriment des dividendes. D'autres, souvent de grande taille et à fort levier financier, parviennent à maintenir des niveaux élevés sur les deux dimensions, utilisant leur solidité pour maximiser leur attractivité auprès de divers investisseurs. Enfin, certaines entreprises avec des scores ESG modestes et des dividendes faibles traduisent une gestion prudente, marquée par des contraintes financières ou une moindre priorité accordée à ces aspects. Les régressions logistiques montrent que les entreprises avec de meilleurs scores ESG ont tendance à maintenir une régularité dans le versement des dividendes, soulignant un double engagement envers leurs actionnaires et leurs initiatives de durabilité. Cependant, cette régularité peut être compromise pour certaines, notamment lors de périodes de forte volatilité économique ou lorsque des investissements ESG importants sont nécessaires.

Cette recherche apporte des informations nouvelles concernant les arbitrages entre durabilité et rentabilité dans les politiques financières des entreprises. Elle souligne l'importance croissante des critères ESG dans les stratégies d'attractivité des investisseurs, tout en offrant des recommandations aux décideurs et investisseurs sur l'intégration des aspects ESG dans l'analyse des rendements.

Mots-clés

Critères ESG, dividendes, arbitrage stratégique, attractivité des investisseurs, durabilité financière, rentabilité immédiate, analyse économétrique, clustering, régulation, développement durable.

Méthodes de recherche

Analyse économétrique avec régressions linéaires à effets fixes, analyse des marges extensives, modèle logit, segmentation par clustering (k-means), analyse comparative régionale.

Abstract

This thesis examines whether Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria serve as a moral non-financial payment integrated into corporate dividend distribution policies. It analyzes the relationship between ESG performance and traditional dividends to understand how these two levers attract investors, in a context where stakeholder expectations and the importance of ethics in investment are evolving rapidly. The central question explores whether companies with low ESG scores compensate with higher dividends or if high ESG practices partly substitute for immediate financial returns.

The study uses data from the S&P Capital IQ platform, covering the 2015-2023 period, with a final sample of 7,164 to 7,815 companies after filtering for duplicates, underrepresented regions, and outliers. Fixed-effects linear regressions (accounting for age, geography, sector, and time) isolate the impact of ESG scores on dividends per share. A k-means clustering analysis identifies distinct strategic profiles among companies, highlighting region- and sector-specific dynamics. Finally, a logistic model evaluates the regularity of dividend payments based on ESG performance.

The results reveal a generally complementary relationship between high ESG scores and dividends per share, though this complementarity varies significantly by location and company age. Asian firms demonstrate strong compatibility between high dividends and strong ESG performance, reflecting an integrated strategy to attract both ethical investors and those seeking returns. Conversely, North American firms lean toward independence or substitution, where ESG performance is sometimes perceived as a substitute for dividends in their distribution policies. Clustering analysis identifies three main groups. Some

firms adopt a substitution strategy, where improving ESG scores comes at the expense of dividends. Others, often large firms with high financial leverage, maintain high levels on both dimensions, leveraging their robustness to maximize appeal to diverse investors. Lastly, some firms with modest ESG scores and low dividends reflect prudent management, constrained by financial limitations or a lower emphasis on these aspects. Logistic regressions show that firms with better ESG scores tend to maintain regular dividend payments, reflecting a dual commitment to their shareholders and sustainability initiatives. However, this regularity can be compromised for some firms, particularly during periods of economic volatility or when significant ESG investments are required.

This research sheds light on the trade-offs between sustainability and profitability in corporate financial policies. It highlights the growing importance of ESG criteria in investor attraction strategies while offering recommendations to policymakers and investors on integrating ESG aspects into return analysis.

Keywords

ESG criteria, dividends, strategic trade-offs, investor appeal, financial sustainability, immediate profitability, econometric analysis, clustering, regulation, sustainable development.

Research methods

Econometric analysis with fixed-effects linear regressions, extensive margin analysis, logistic models, segmentation via clustering (k-means), regional comparative analysis.

Contents

Résumé	i
Abstract	v
List of Tables	xi
List of Figures	xiii
Liste des abréviations	xv
Avant-propos	xvii
Remerciements	xix
Introduction	1
Revue de la littérature	7
0.1 Les dividendes, ce fil rouge entre les entreprises et les investisseurs	8
0.1.1 L’Influence de la fiscalité des dividendes sur les préférences des investisseurs	9
0.1.2 Quel rôle des dividendes dans la réduction du coût du capital . . .	11
0.1.3 Les dividendes dans un contexte d’asymétrie d’information	13
0.2 Les critères ESG : Ce que les investisseurs y voient vraiment	18
0.2.1 Les bénéfices économiques et financiers de l’Intégration des critères ESG	18

0.2.2	Les ambitions ESG face aux contraintes du réel	21
0.3	Dividendes et ESG : Quel est le véritable lien ?	25
0.3.1	Gouvernance et efficacité managériale : La clé d'une stabilité durable	25
0.3.2	Les critères ESG comme un levier de valeur et de compétitivité financière	27
0.3.3	Atténuer les risques et renforcer la compétitivité	30
1	Data	33
1.1	Présentation des variables	35
1.1.1	La variable dépendante	35
1.1.2	Les variables contrôle	38
1.2	Statistiques descriptives	42
1.3	Matrice de corrélation	44
1.4	Les entreprises dans notre échantillon	45
2	Analyse	49
2.1	Régressions	50
2.1.1	Introduction à nos modèles	50
2.1.2	Résultats de l'ESG moyen	54
2.1.3	Résultats des dimensions ESG	56
2.1.4	Résultats par quantile et par géographie	57
2.1.5	Comparaisons entre le log(DPA) et le dividend yield	63
2.2	Clustering	67
2.2.1	Explication théorique du fonctionnement	67
2.2.2	Clusters sur les variables explicatives	70
2.2.3	Clusters sur les variables d'intérêt	78
2.3	Marge extensive	82
2.3.1	Initialisation	83
2.3.2	Analyse et résultats	85

Conclusion	89
Bibliography	91
Annexe	i

List of Tables

0.1	Synthèse des atouts et limites des dividendes et des ESG et leur relation	31
1.1	Description des variables utilisées	39
1.2	Récapitulatif des signes attendus	42
1.3	Statistiques descriptives des variables avant tri	43
1.4	Statistiques descriptives des variables après tri	43
1.5	Matrice de corrélation	44
2.1	Résultats des régressions pour l'ESG moyen sans et avec les effets fixes	54
2.2	Résultats des régressions pour chaque dimension sans et avec les effets fixes .	56
2.3	Statistiques descriptives résumées par ancienneté et géographie	58
2.4	Résultats par quantile	59
2.5	Résultats par géographie	61
2.6	Validation des hypothèses par quantile et par géographie	63
2.7	Résultats de régression selon le log(DPA) et le Dividend Yield	66
2.8	Pourcentage de variance expliquée et variance cumulée par Composante Prin- cipale	72
2.9	Moyenne des variables par cluster (variables explicatives)	75
2.10	Résultats des régressions par cluster (variables explicatives)	77
2.11	Moyenne des variables par cluster (variables d'intérêt)	80
2.12	Résultats des régressions par cluster (variables d'intérêt)	81
2.13	Répartition des dividendes par critère	85

1	Régressions par quantiles pour Asie-Pacifique	vi
2	Régressions par quantiles pour Europe	vii
3	Régressions par quantiles pour USA et Canada	vii
4	Résultats de la régression logistique	viii

List of Figures

1.1	Courbe cumulative de la création d'entreprises par Année	46
2.1	Moyenne combinée des scores ESG par année de création	51
2.2	Nombre de clusters optimal selon les variables de contrôle	70
2.3	Contribution des variables à Dm1	73
2.4	Contribution des variables à Dm2	74
2.5	Nombre de clusters optimal selon les variables d'intérêt	79
2.6	Coefficients de ESG moyen selon les critères de régularités	86
1	Répartition géographique de notre échantillon avant le tri	i
2	Répartition géographique de notre échantillon après le tri	ii
3	Relation entre le score ESG moyen et le logarithme du dividende par action moyen par entreprise	ii
4	Répartition géographique pour Q1	iii
5	Répartition géographique pour Q2	iii
6	Répartition géographique pour Q3	iv
7	Répartition géographique pour Q4	iv
8	Répartition des Quantiles en Asie-Pacifique	v
9	Répartition des Quantiles en Europe	v
10	Répartition des Quantiles en USA et Canada	vi
11	Nombre de clusters optimal selon WWS pour les variables de contrôle	viii

Liste des abréviations

APC	Analyse en Principale Composante
CSR	Corporate Social Responsibility
DJSI	Dow Jones Sustainability Indices
DPA	Dividende Par Actions
EF	Effet Fixe
ESG	Score Environnemental, Social et de Gouvernance
H/H	High dividends High ESG
H/L	High dividends Low ESG
ISR	Investissements Socialement Responsables
L/H	Low dividends High ESG
L/L	Low dividends Low ESG
NA	Not Applicable
ODD	Objectifs de Développement Durable
PC	Principale Composante
Q	Quantile

RSE Responsabilité Sociétale des Entreprises

VOC Vereenigde Oost-Indische Compagnie

WSS Within-Cluster Sum of Squares

Avant-propos

Ce mémoire a pour objectif d'étudier la relation entre les scores ESG et les politiques de dividendes des entreprises en analysant les dynamiques et les arbitrages qui façonnent ces choix stratégiques. En examinant l'équilibre entre engagement durable et rentabilité financière, cette recherche apporte une contribution nouvelle à la littérature sur les décisions de distribution des entreprises. Les résultats permettent de mieux comprendre les facteurs qui influencent les politiques de dividendes dans un contexte où les critères ESG jouent un rôle croissant. Ces analyses offrent des perspectives enrichissantes pour les investisseurs, les décideurs et les chercheurs, leur permettant de mieux appréhender la complexité des marchés financiers contemporains.

Remerciements

Je souhaite exprimer ma profonde gratitude envers les personnes qui m'ont soutenu tout au long de l'élaboration de ce mémoire.

Tout d'abord, je tiens à remercier mon professeur superviseur, David Benatia, et HEC Montréal pour leur accompagnement précieux et leurs conseils avisés. Leur expertise et leur soutien ont été essentiels dans la réussite de ce projet.

Je voudrais également remercier mes parents, Patricia et Frederic Montet, pour leur soutien indéfectible dans tous mes projets. Leur encouragement constant et leur confiance en moi m'ont donné la force de persévérer et de mener à bien ce mémoire.

Un grand merci à ma grand-mère, Noélie Abila, dont l'amour et les encouragements ont toujours été une source d'inspiration pour moi. Sa présence bienveillante m'a aidé à garder le cap et à rester motivé.

Enfin, merci à toutes les autres personnes qui, de près ou de loin, ont apporté leur aide et leur soutien tout au long de cette aventure académique. Votre présence et votre appui ont été d'une valeur inestimable.

Merci à tous,

Introduction

Liste des acronymes

DPA Dividende Par Actions

ESG Score Environnemental, Social et de Gouvernance

ISR Investissements Socialement Responsables

ODD Objectifs de Développement Durable

VOC Vereenigde Oost-Indische Compagnie

Les critères ESG sont-ils devenus pour les entreprises un moyen de paiement non financier mais moral intégré à leur politique de distribution ? Cette étude explore cette question en analysant l'effet des critères ESG et en les comparant aux dividendes traditionnels. En effet, comme le souligne notre revue de littérature, ces deux instruments jouent un rôle essentiel dans l'attraction des investisseurs. Par ailleurs, l'évolution des attentes des parties prenantes et l'importance croissante de l'éthique dans le secteur de l'investissement soulèvent des interrogations sur la manière dont les entreprises équilibrent ces deux leviers.

Une enquête de PwC¹ prévoit que les actifs sous gestion liés aux investissements ESG atteindront 33,9 trillions de dollars d'ici 2026, marquant une augmentation de 84% par rapport à 2021 et représentant ainsi plus de 20% des actifs globaux sous gestion.

¹PwC. (2022). ESG-focused institutional investment seen soaring 84% to US\$33.9 trillion in 2026, making up 21.5% of assets under management. Récupéré de <https://www.pwc.com>.

Ces chiffres illustrent un changement majeur dans la gestion des investissements, avec une adoption accélérée des critères ESG par les gestionnaires d'actifs et les investisseurs institutionnels. Parallèlement, une enquête d'EY² souligne que la pandémie de COVID-19 a encore renforcé l'importance des critères ESG pour les investisseurs, qui perçoivent désormais ces entreprises comme moins risquées et mieux positionnées pour relever les défis à long terme.

Notre problématique soulève une question complémentaire : les entreprises ayant de faibles scores ESG compensent-elles cette lacune en offrant des dividendes plus élevés, ou inversement ? Cette interrogation repose sur l'idée que, malgré l'attention croissante portée aux critères ESG, les investisseurs continuent de valoriser la rentabilité immédiate³. Ainsi, des entreprises affichant une performance ESG moins favorable pourraient chercher à compenser cette perception en proposant des rendements financiers plus attractifs, à travers des dividendes élevés. Cette stratégie pourrait s'avérer particulièrement pertinente dans des secteurs où les pratiques ESG restent marginales ou sous-développées, mais où la concurrence pour attirer les capitaux est intense. Pour répondre à notre problématique, nous avons élaboré trois hypothèses principales, qui seront testées tout au long de notre analyse.

- **Hypothèse de substitution** : Selon cette hypothèse, les entreprises avec des scores ESG élevés verseraient des dividendes plus modestes ou inversement. L'argument sous-jacent est que des pratiques durables et responsables sont perçues comme suffisantes pour attirer des investisseurs, rendant un niveau élevé de dividendes moins nécessaire. Les entreprises estiment que leur engagement envers les critères ESG peut, en lui-même, servir d'argument de vente auprès des investisseurs soucieux de durabilité.
- **Hypothèse de complémentarité** : À l'inverse, l'hypothèse de complémentarité propose que les entreprises avec de bons scores ESG choisissent également de

²EY. (2021). Why ESG performance is growing in importance for investors. Récupéré de <https://www.ey.com>.

³McKinsey. (2023). Five ways that ESG creates value. Récupéré de <https://www.mckinsey.com>.

verser des dividendes élevés. Ces entreprises visent à maximiser leur attractivité en combinant une gestion durable avec une politique de dividendes généreuse. Dans ce cas, les scores ESG élevés et les dividendes importants sont utilisés conjointement pour séduire à la fois les investisseurs en quête de rentabilité immédiate et ceux recherchant des investissements responsables et durables.

- **Hypothèse d'indépendance** : Enfin, il est possible qu'il n'existe aucune relation significative entre les scores ESG et les politiques de dividendes. Selon cette hypothèse, les entreprises pourraient gérer leurs pratiques ESG et leurs politiques de dividendes de manière indépendante, sans chercher à les aligner pour attirer les investisseurs. Cela suggérerait que les pratiques durables et les dividendes répondent à des logiques distinctes, les premières visant à assurer une gestion des risques à long terme, tandis que les secondes répondent à une stratégie de satisfaction des attentes financières des actionnaires.

Avant de commencer notre analyse, il est essentiel de contextualiser nos deux variables d'intérêt en retraçant leur évolution historique. Cette démarche nous permettra de mieux comprendre comment les critères ESG et les dividendes se sont développés et ont été intégrés dans les pratiques des entreprises. Nous pourrions par conséquent comprendre les fonctionnements actuels du marché et analyser la psychologie des investisseurs et des entreprises face à ces deux dimensions.

Les critères ESG trouvent leurs racines dans les années 1960, avec l'émergence des Investissements Socialement Responsables (ISR). Cette période, marquée par les mouvements des droits civiques, les campagnes contre la guerre du Vietnam et une conscience environnementale grandissante, a poussé les investisseurs à éviter les industries controversées comme le tabac, l'armement et les entreprises impliquées dans l'apartheid en Afrique du Sud. Dans les années 1980 et 1990, les préoccupations en matière d'investissement responsable se sont étendues à des enjeux environnementaux et sociaux plus globaux, conduisant à la création d'indices spécifiques comme le FTSE4Good et le Dow Jones

Sustainability Index⁴. Ces indices ont permis de mesurer la durabilité des entreprises et ont fourni un premier accès pour les investisseurs soucieux d'aligner leurs placements sur des valeurs éthiques. L'intégration des critères ESG a continué de s'intensifier dans les années 2010, sous la pression croissante des investisseurs institutionnels. Les Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations Unies⁵, publiés en 2015, ont encore renforcé l'importance de ces critères, encourageant les entreprises à aligner leurs pratiques sur des objectifs de durabilité spécifiques.

Concernant, l'histoire des dividendes, celle-ci est plus ancienne. Elle remonte au XVIIe siècle avec la création des premières sociétés par actions, telles que la Compagnie néerlandaise des Indes orientales (VOC) et la Compagnie anglaise des Indes orientales⁶. Ces entreprises ont été parmi les premières à distribuer des dividendes, souvent sous forme de marchandises, aux actionnaires. Cette pratique, courante à une époque où le commerce reposait principalement sur le troc, a jeté les bases des marchés financiers modernes. Au XVIIIe et XIXe siècles, avec la croissance des marchés financiers et l'émergence de la Bourse de Londres, les pratiques de distribution de dividendes se sont standardisées. Les entreprises ont commencé à verser des dividendes en espèces apportant ainsi une plus grande liquidité et prévisibilité pour les investisseurs. Au XIXe siècle, les dividendes sont devenus un signe de stabilité financière, les entreprises qui les versaient régulièrement étant perçues comme solides et matures⁷. Le XXe siècle a vu des évolutions importantes, notamment pendant la Grande Dépression et les guerres mondiales, où de nombreuses entreprises ont dû suspendre ou réduire leurs dividendes pour conserver des liquidités. Après la Seconde Guerre mondiale, avec la reprise économique, les politiques de dividendes ont de nouveau pris de l'importance, devenant un élément fondamental dans la stratégie financière des entreprises. Les théories modernes de la finance, telles que la

⁴Consulté sur S&P Global ESG. https://www.spglobal.com/esg/csa/static/docs/3973e15393721ffd2a5b7cedf8cf7471_review-presentation-2015_tcm1016-14663.pdf.

⁵Consulté sur le site des Nations Unies. <https://www.un.org/fr/exhibit/odd-17-objectifs-pour-transformer-notre-monde>.

⁶Goetzmann, W. N., & Rouwenhorst, K. G. (2005). *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. Oxford University Press.

⁷Baskin, J. B., & Miranti Jr., P. J. (1997). *A History of Corporate Finance*. Cambridge University Press.

théorie du signal et la théorie de l'agence, ont ensuite enrichi la compréhension du rôle des dividendes dans la stratégie d'entreprise.

Revue de la littérature

Liste des acronymes

ESG Score Environnemental, Social et de Gouvernance

RSE Responsabilité Sociale des Entreprises.

CSR Corporate Social Responsibility

Les politiques de redistribution des bénéfices par les entreprises ont toujours occupé une place importante dans la recherche en finance reflétant à la fois les attentes des investisseurs et les choix stratégiques des entreprises. Aujourd'hui les préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance s'imposent de plus en plus dans les débats économiques. C'est pourquoi nous nous interrogeons sur l'intégration des critères ESG par les entreprises dans leurs politiques de redistribution. Cette revue de littérature vise à poser les bases de notre analyse en donnant du crédit à notre sujet.

Nous commencerons par une exploration des facteurs qui rendent les dividendes attractifs pour les investisseurs. En revisitant des concepts tels que l'effet signal, où les dividendes peuvent être perçus comme une marque de solidité financière et de prévisibilité des profits, et l'effet de clientèle fiscale, qui explique comment les entreprises ajustent leur politique de dividendes en fonction des préférences fiscales des investisseurs.

Ensuite, nous argumenterons sur les critères ESG et de leur influence sur les décisions d'investissement. Nous chercherons à savoir si en effet les investisseurs sont de plus en plus sensibles aux pratiques responsables des entreprises et nous examinerons comment

ces critères peuvent attirer un capital orienté vers la durabilité, la gestion des risques et la responsabilité sociale.

Enfin, nous analyserons les travaux existants qui ont étudié l'interaction entre dividendes et ESG, afin d'évaluer comment ces deux dimensions peuvent se renforcer mutuellement. En croisant ces approches, nous chercherons à mettre en évidence les méthodes et les résultats qui ont été utilisés dans la littérature pour comprendre l'attache entre ces deux concepts. Cela nous permettra de faire un lien direct avec notre propre analyse et de fournir des repères pour la comparaison des résultats dans notre étude.

0.1 Les dividendes, ce fil rouge entre les entreprises et les investisseurs

Bien que des options comme les rachats d'actions ou les réinvestissements internes gagnent en popularité, les dividendes demeurent un élément central des stratégies visant à attirer les investisseurs et à renforcer la confiance des actionnaires. En tant que mécanisme de redistribution des bénéfices, leur importance dépasse la simple dimension financière. En effet, ils constituent un vecteur de stabilité et de communication. Les dividendes offrent aux actionnaires la garantie d'un rendement régulier, apportant une forme de sécurité face à la volatilité des marchés. Par ailleurs, la politique de distribution de dividendes envoie un signal fort quant à la santé financière et à la vision stratégique à long terme de l'entreprise confortant les investisseurs dans la pérennité de leurs placements.

Les politiques de dividendes s'inscrivent dans une dynamique complexe influencée par divers facteurs externes. La fiscalité, par exemple, affecte directement l'attractivité des dividendes selon les juridictions. Elle incite en effet les entreprises à ajuster leurs stratégies pour limiter l'impact des charges fiscales liées à ces distributions. Le coût du capital est également à prendre en compte. Celui-ci oblige les entreprises à arbitrer entre l'allocation de ressources aux dividendes et leur utilisation pour financer des projets favorisant la croissance future. Pour finir, les attentes des investisseurs, qui perçoivent

souvent des dividendes réguliers comme le signe d'une gestion prudente et durable, incitent les entreprises à maintenir, voire à renforcer, leurs politiques de distribution afin de préserver la fidélité de leur base actionnariale.

Les divergences des régimes fiscaux, des taux d'intérêt et des structures de financement selon les régions obligent les entreprises à développer des stratégies élaborées. Elles ont pour objectif de maximiser la valeur pour leurs actionnaires tout en restant compétitives sur le marché. À travers ces concepts évoqués, nous démontrerons que les dividendes ne se limitent pas à un simple outil financier de redistribution des bénéfices.

0.1.1 L'Influence de la fiscalité des dividendes sur les préférences des investisseurs

Les taxes sur les dividendes dépassent leur simple rôle de prélèvement fiscal allant jusqu'à redessiner les relations entre entreprises et investisseurs. Celles-ci deviennent à la fois contrainte et opportunité. Pour certains, elles s'apparentent à une perte nette, tandis que pour d'autres, elles deviennent un outil stratégique où la recherche de rendement s'unit avec une optimisation fiscale calculée. L'enjeu dépasse donc une analyse purement comptable. Ces taxes influencent directement les choix d'investissement et transforment la manière dont la valeur des entreprises est perçue.

Les dividendes sont des instruments complexes car ils intègrent à la fois les préférences des investisseurs mais aussi les contraintes ou incitations qui orientent leurs choix. Pour certains, comme les fonds de pension et autres institutions exemptées de fiscalité, les dividendes constituent une source de revenus réguliers et fiscalement avantageuse. En revanche, les investisseurs soumis à une imposition élevée ont tendance à privilégier les rachats d'actions, qui offrent un moyen de contourner partiellement la fiscalité directe associée aux dividendes. Cette disparité donne lieu à un effet de clientèle fiscale, où chaque catégorie d'investisseurs s'aligne sur des stratégies de rendement adaptées à sa situation fiscale. Ce phénomène traduit une segmentation nette des comportements financiers.

En théorie, l'absence de frottements fiscaux rendrait les dividendes et les rachats

d'actions équivalents, permettant aux entreprises de choisir entre ces options sans impacter les préférences des investisseurs (Miller and Modigliani, 1961). Pourtant la réalité est différente. La fiscalité, en imposant souvent un fardeau plus lourd sur les dividendes, introduit une distinction forte entre ces deux formes de retour aux actionnaires. Dit autrement, les dividendes deviennent un instrument d'attraction pour certains investisseurs tout en étant évités par d'autres. Ce phénomène d'adaptation a donné naissance à ce que l'on appelle l'effet de clientèle fiscale, dans lequel les investisseurs à taux marginal d'imposition élevé se tournent vers les actions à faibles dividendes, tandis que ceux profitant d'une fiscalité allégée recherchent activement des titres à rendement élevé en dividendes (Elton et al., 1984). Cette segmentation modifie la demande pour certains types d'actions et par conséquent affecte leur valorisation.

L'effet de clientèle fiscale explique en grande partie pourquoi les investisseurs ajustent leurs portefeuilles en fonction de leur situation fiscale. En effet, les investisseurs ne se contentent pas de chercher des rendements élevés mais ils doivent dorénavant minimiser leur fardeau fiscal. Ce phénomène modifie donc la structure même des portefeuilles d'investissement en créant des distorsions sur les marchés notamment autour des jours ex-dividende. Les investisseurs adaptent alors leurs stratégies de trading pour maximiser leur rendement net après impôt. Ce paradoxe, où une augmentation des taux d'imposition sur les dividendes ne diminue pas leur efficacité mais peut au contraire renforcer leur rôle de signal, illustre le caractère stratégique des dividendes dans la communication financière. Plus les taxes sont lourdes plus le signal envoyé par les dividendes devient crédible car seules les entreprises les plus solides peuvent se permettre de supporter ces coûts.

Les réformes fiscales internationales montrent aussi comment les entreprises s'adaptent aux changements de régimes fiscaux pour optimiser leur stratégie de versement. En Finlande, par exemple, la réforme fiscale de 2004 a introduit une double imposition partielle des dividendes, entraînant un changement des stratégies de versement des entreprises et accentuant l'importance des "clientèles fiscales" (Korkeamaki et al., 2010). Ce type de réforme pousse les entreprises à ajuster leur politique pour répondre aux nouvelles incitations fiscales des investisseurs. En Chine, la réforme fiscale de 2012, qui a instauré

un taux d'imposition variable sur les dividendes en fonction de la durée de détention des actions, a incité les entreprises à augmenter leurs dividendes pour attirer les investisseurs à long terme (Li et al., 2017).

Ces exemples internationaux montre avec des cas concrets que les entreprises ne réagissent pas de manière passive aux régimes fiscaux mais qu'elles ajustent activement leur politique de dividendes en fonction des préférences fiscales de leurs investisseurs clés. Les réformes fiscales forcent les entreprises à revoir leur politique de versement régulièrement mais elles peuvent aussi devenir des opportunités pour les entreprises capables d'adapter leur stratégie de manière rapide et efficace.

La fiscalité, bien qu'importante avec ses règles complexes et ses effets imprévus, n'est pas le seul facteur influençant les politiques de dividendes. Elle fait partie d'un ensemble plus large de contraintes, où le coût du capital joue également un rôle clé. En effet, la distribution de dividendes dépasse la simple question fiscale. C'est une décision stratégique, où chaque versement doit répondre à un double objectif : rassurer les investisseurs et assurer le financement des projets futurs.

Les entreprises sont conscientes que l'augmentation des dividendes implique une gestion plus complexe de leur structure de financement. Ainsi pour maintenir un équilibre entre fonds propres et endettement, elles doivent arbitrer entre redistribuer les bénéfices aux actionnaires ou les réinvestir pour soutenir la croissance à long terme. Après l'analyse des implications fiscales, nous allons examiner le rôle déterminant du coût du capital dans les décisions de redistribution des bénéfices.

0.1.2 Quel rôle des dividendes dans la réduction du coût du capital

Les théories économiques classiques permettent d'analyser les interactions entre les dividendes, le coût du capital et la structure de financement. Fondées sur l'hypothèse d'un marché sans frictions, comme discuté dans la partie précédente (absence d'impôts, de coûts de transaction, ou d'asymétries d'information), ces théories postulent que la répartition entre dette et fonds propres n'a aucun effet sur la valeur de l'entreprise ni sur

son coût moyen du capital (Modigliani and Miller, 1958). Selon cette approche, qu'une entreprise privilégie le financement par emprunt ou par émissions d'actions, sa valeur marchande globale reste inchangée. Cette perspective repose sur l'idée que, dans des conditions idéales, les investisseurs peuvent ajuster leurs portefeuilles pour compenser les décisions de l'entreprise en matière de financement, neutralisant ainsi leur impact sur la valeur globale.

Cependant, ce modèle théorique montre ses limites dès lors que des facteurs tels que la fiscalité ou le risque financier sont pris en compte. Si le levier financier peut augmenter les rendements pour les actionnaires, il s'accompagne d'un risque notamment en termes de solvabilité pour les créanciers. La maximisation de la valeur de l'entreprise repose alors sur un équilibre entre le coût du capital et la gestion des risques financiers.

Ce point est central pour comprendre la relation entre dividendes et coût du capital. Bien que l'endettement soit souvent présenté comme une solution efficace pour réduire ce coût, il nécessite une approche mesurée. L'effet de levier, qui repose sur une utilisation de la dette pour accroître les rendements des actionnaires, expose l'entreprise à un risque plus élevé.

Certaines théories remettent en question l'idée de la neutralité des dividendes en affirmant qu'ils influencent directement la valorisation boursière. Le dividende jouerait un rôle déterminant dans les décisions des investisseurs marginaux, ceux qui façonnent les prix des actions par leurs transactions. Ainsi, les décisions managériales de distribuer ou non les bénéfices sous forme de dividendes affectent donc non seulement la rentabilité immédiate mais aussi la structure de capital optimale et, par extension, la perception du risque par les investisseurs (Walter, 1963).

Cette gestion des attentes s'inscrit dans la théorie du "catering" des dividendes, qui propose que les managers ajustent leur politique de distribution en fonction des préférences changeantes des investisseurs (Baker and Wurgler, 2004). Contrairement aux modèles traditionnels qui supposent une indifférence aux dividendes dans un marché parfait, cette approche avance que les entreprises augmentent les dividendes lorsque le marché valorise davantage les sociétés distributrices et les réduisent lorsque les investisseurs privilégient

le réinvestissement des bénéfices.

Cette théorie souligne la place de l'irrationalité dans les marchés financiers. Les investisseurs, pour des raisons tant comportementales qu'institutionnelles, accordent parfois une prime aux entreprises versant des dividendes, même si cela ne correspond pas toujours à l'optimalité économique. Ce phénomène explique donc pourquoi certaines entreprises choisissent de verser des dividendes, même lorsque réinvestir ces fonds serait plus bénéfique pour leur croissance.

D'autres études viennent compléter cette analyse en développant les "clientèles de dividendes". Celles-ci montrent que les préférences des investisseurs sont loin d'être homogènes. Les investisseurs plus âgés, par exemple, privilégient des actions à fort rendement en dividendes pour garantir un flux de revenu stable, tandis que les jeunes investisseurs préfèrent des actions à faible rendement en raison de leur potentiel de croissance à long terme et d'avantages fiscaux (Graham and Kumar, 2006).

Ainsi, le coût du capital, avec ses arbitrages constants entre dette et fonds propres, joue un rôle central dans les politiques de dividendes. Cependant, l'information n'est jamais parfaitement partagée. Les marchés financiers sont caractérisés par une asymétrie d'information persistante entre les dirigeants, qui prennent les décisions stratégiques, et les investisseurs, qui en subissent les conséquences. Comme nous l'avons vu, les entreprises ne se limitent pas à verser des dividendes pour ajuster leur structure de capital. Elles s'en servent également comme un outil de signalement pour afficher leur solidité financière. Ce mécanisme vise à réduire l'incertitude des investisseurs en dévoilant indirectement des informations qu'ils ne possèdent pas. Ainsi, après avoir exploré les dimensions fiscales et le coût du capital, il devient indispensable de considérer le rôle de l'asymétrie d'information dans la compréhension des politiques de dividendes.

0.1.3 Les dividendes dans un contexte d'asymétrie d'information

La théorie de l'asymétrie d'information et des contraintes de financement apporte une analyse plus profonde sur le rôle que joue la structure financière dans les décisions d'investissement

des entreprises.

Contrairement aux modèles classiques issus de la théorie néoclassique, qui supposent un accès parfait aux marchés financiers, cette théorie montre que l'asymétrie d'information entre les entreprises et les investisseurs modifie profondément cette hypothèse. En effet, les entreprises sont souvent contraintes dans leur capacité à obtenir des financements externes en raison des difficultés rencontrées par les prêteurs pour évaluer précisément la qualité des investissements futurs, créant ainsi un rationnement du crédit. Ce phénomène peut empêcher le financement de projets pourtant rentables, contraignant les entreprises à s'appuyer davantage sur leurs flux de trésorerie internes pour financer leurs investissements.

Cette théorie est particulièrement importante car elle explique pourquoi les dividendes peuvent occuper une place ambiguë dans la structure financière des entreprises. D'un côté, une entreprise qui verse des dividendes importants peut signaler sa capacité à générer des flux de trésorerie stables et à satisfaire ses créanciers. De l'autre, dans un environnement où le crédit est rationné, ces mêmes dividendes peuvent représenter une utilisation sous-optimale des fonds, en détournant des ressources qui auraient pu être réinvesties dans des projets à plus haut rendement. La politique de dividendes devient donc non seulement un reflet de la performance de l'entreprise mais également un indicateur de sa capacité à naviguer dans un marché des capitaux imparfait où l'accès au financement externe est limité par l'asymétrie d'information.

Malgré leur désavantage fiscal apparent, les entreprises continuent de verser des dividendes. Cela s'explique par des raisons qui vont bien au-delà de la simple redistribution des bénéfices. En effet, les dividendes jouent ainsi un rôle important dans la gouvernance institutionnelle. Les investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension et les compagnies d'assurance, ne se contentent pas de recevoir des dividendes, ils participent à la surveillance des entreprises. En raison de leur expertise et de leur pouvoir de vote, ces institutions favorisent une gestion plus rigoureuse des entreprises qui versent des dividendes réguliers créant ainsi un signal positif de la qualité de la firme (Allen et al., 2000).

Les entreprises versant des dividendes stables bénéficient donc de cette surveillance

institutionnelle forte qui agit comme une forme d'assurance contre les mauvaises décisions de gestion. Cette relation entre les entreprises et les investisseurs institutionnels permet une gestion plus stricte car les entreprises sont incitées à maintenir des dividendes stables pour continuer d'attirer ces investisseurs institutionnels. Cela crée une forme de « smoothing » des dividendes c'est à dire une tendance à stabiliser les versements dans le temps pour préserver la confiance des investisseurs.

Certaines recherches montrent aussi que les politiques de dividendes réguliers ont une influence notable sur la composition des investisseurs, attirant particulièrement les investisseurs institutionnels, et notamment les fonds mutuels. Ces derniers privilégient les entreprises offrant une stabilité dans le versement des dividendes car cela renforce la transparence et facilite la surveillance de la gouvernance d'entreprise. Cette préférence s'explique en partie par la capacité des dividendes réguliers à réduire les coûts d'agence en signalant une gestion financière responsable et en permettant un meilleur contrôle par des investisseurs expérimentés.

Cependant, cette stratégie ne se traduit pas nécessairement par une amélioration directe des performances économiques de l'entreprise. En effet, il n'existe pas de lien significatif entre la régularité des dividendes et une augmentation de la valeur boursière ou une diminution du coût du capital. Autrement dit, si ces politiques peuvent renforcer la confiance des investisseurs institutionnels et stabiliser la base actionnariale, elles n'apportent pas toujours d'avantages financiers concrets, tels qu'une valorisation plus forte ou des rendements exigés plus faibles (Larkin et al., 2017).

Selon la théorie du signal des dividendes (Bhattacharya, 1979), les entreprises utilisent les dividendes pour communiquer des informations privées sur leurs perspectives futures. Les entreprises de haute qualité, capables de maintenir un versement stable malgré les pressions fiscales, envoient un message fort aux investisseurs quant à leur solidité. Paradoxalement, plus les taxes sur les dividendes augmentent, plus ces dividendes deviennent un signal efficace, car seules les entreprises solides peuvent se permettre de maintenir un niveau élevé de distribution malgré le coût fiscal.

Cet argument peut être illustré par la métaphore du « burning money » (Bernheim and

Wantz, 1995). En versant des dividendes coûteux, les entreprises acceptent d'assumer un poids fiscal important afin de signaler leur robustesse financière. Ce comportement agit donc comme un gage de qualité où seules les entreprises véritablement solides peuvent se permettre de « brûler de l'argent » en maintenant une politique de distribution de dividendes malgré les contraintes fiscales qui en découlent.

Les dividendes jouent également un rôle de réduction des écarts d'information entre les dirigeants et les investisseurs. Les entreprises peuvent s'en servir pour révéler indirectement des informations cachées sur leurs flux de trésorerie réels ou leur rentabilité. En ajustant leurs anticipations sur la base de ces signaux, les investisseurs réévaluent la valeur de l'entreprise. Toutefois, cette stratégie peut entrer en conflit avec les besoins financiers réels de l'entreprise notamment lorsque maintenir des dividendes élevés sacrifie les investissements futurs (Miller and Rock, 1985).

L'asymétrie d'information affecte aussi directement les coûts du capital. En effet, dans un marché imparfait, le coût du capital n'est pas seulement déterminé par les taux d'intérêt ou la structure d'endettement, mais aussi par la capacité d'une entreprise à rassurer ses créanciers sur sa santé financière. Cela montre que les entreprises, en particulier celles qui sont financièrement contraintes, doivent gérer avec soin leurs dividendes et leurs réinvestissements afin de maintenir un accès aux capitaux nécessaires (Fazzari and Athey, 1987).

Également, dans un marché dominé par l'asymétrie d'information, les investisseurs extérieurs n'ont pas accès aux données internes notamment sur la rentabilité future et les ambitions de l'entreprise. Pour résoudre cette asymétrie, les dirigeants doivent trouver un moyen crédible de signaler la valeur future de leurs activités. C'est en partie pour cette raison que, comme mentionné précédemment, les dividendes servent majoritairement d'outil de signalisation malgré les coûts dissipatifs tels que les taxes personnelles supportées par les actionnaires (?). Il s'agit d'un choix stratégique visant à limiter la dilution des actionnaires actuels en augmentant la valeur des actions. Cette dilution se produit lorsque l'entreprise émet de nouvelles actions pour financer des investissements ou répondre à des besoins en liquidités. En renforçant le prix des actions grâce à l'effet de

signal des dividendes, l'entreprise réduit cet impact dilutif, au bénéfice des actionnaires existants.

À l'inverse, les entreprises avec des perspectives moins favorables évitent de distribuer des dividendes car les coûts fiscaux dépasseraient les gains potentiels en termes de valorisation boursière. Ainsi, les actionnaires et les investisseurs potentiels interprètent ce signal et ajustent leurs évaluations des actions en conséquence.

Cependant, des recherches plus récentes contestent cette vision. Ces études montrent que dans des environnements à forte asymétrie d'information, les entreprises sont souvent moins enclines à verser des dividendes. Dans ces contextes, les coûts liés aux dividendes, tels que les taxes et les pressions financières, sont perçus comme trop élevés. Les entreprises préfèrent alors conserver leurs liquidités ou utiliser d'autres méthodes, comme le rachat d'actions, qui sont plus flexibles et moins coûteuses en termes de signalisation.

L'importance de cette remise en question réside dans la redéfinition du rôle des dividendes dans les décisions d'entreprise. Alors que la théorie de la signalisation propose une relation positive entre l'asymétrie d'information et le versement de dividendes, ces études révèlent une tendance inverse. Les entreprises souffrant d'une plus grande asymétrie d'information tendent à réduire ou éviter le versement de dividendes (Li and Zhao, 2008).

Nous pouvons conclure cette partie en affirmant que les dividendes occupent une place bien plus complexe dans la dynamique économique de l'entreprise, révélant les tensions entre attractivité et coût. Ils offrent aux investisseurs une promesse de stabilité quasi institutionnelle. Toutefois, cette attractivité est modulée par divers facteurs. La fiscalité, d'une part, crée des clientèles différenciées en fonction des avantages fiscaux, tandis que l'asymétrie d'information renforce leur rôle en tant qu'outil de transparence perçue. En intégrant également le coût du capital, les dividendes apparaissent comme un équilibre délicat entre assurance et optimisation, conçu pour attirer les investisseurs là où les compromis sont les plus stratégiques.

0.2 Les critères ESG : Ce que les investisseurs y voient vraiment

Les critères ESG redéfinissent la manière dont les entreprises répondent aux attentes des investisseurs en offrant une vision qui dépasse les simples performances financières. Ces engagements s'inscrivent dans une logique de durabilité et de transparence. Les dividendes, en tant que preuve tangible de rentabilité, restent un pilier essentiel pour de nombreux investisseurs. Cependant, les pratiques ESG complètent cette approche rassemblant performance économique et impact sociétal positif.

0.2.1 Les bénéfices économiques et financiers de l'Intégration des critères ESG

Pour évaluer l'impact de l'intégration des critères ESG sur la performance à long terme des entreprises, il est important de comprendre comment la durabilité s'inscrit au cœur des stratégies d'affaires et contribue à la création de valeur. Il ne s'agit pas d'une simple démarche superficielle ou d'une stratégie de communication. C'est un engagement structurel qui transforme l'entreprise en profondeur. Cet engagement renforce sa capacité à générer une performance stable et résiliente face aux défis économiques, environnementaux et sociaux.

Les entreprises qui intègrent précocement les critères de durabilité dans leur modèle de gouvernance adoptent un mode de fonctionnement qui structure leurs opérations au-delà des impératifs financiers immédiats. Ce choix stratégique se manifeste par la mise en place de mécanismes qui garantissent la pérennité et l'ancrage des engagements ESG au plus haut niveau décisionnel. En créant des comités dédiés aux questions de durabilité, ces entreprises s'assurent non seulement que les enjeux sociaux et environnementaux restent au centre de leur stratégie mais aussi qu'ils influencent directement les décisions de gestion. La rémunération des dirigeants est souvent indexée sur des indicateurs extra-financiers ce qui aligne leurs intérêts individuels sur la réalisation des objectifs ESG.

Cette approche orientée vers la création de valeur à long terme conduit également ces entreprises à opter pour une complète transparence et une communication proactive avec leurs parties prenantes. La transparence ne se limite pas à des rapports annuels mais elle devient une philosophie de gestion où chaque décision est évaluée par rapport à son impact sur la communauté, les employés et l'environnement (Eccles et al., 2014). Ce niveau de transparence favorise une meilleure perception de l'entreprise, réduit les risques de conflits et attire un réseau de partenaires et d'investisseurs conscients des bénéfices associés à une stratégie ESG solide. En optant pour cette transparence, ces entreprises réduisent l'asymétrie d'information ce qui rassure les investisseurs et diminue le coût du capital.

D'un point de vue économique, l'effet des pratiques de responsabilité sociale sur la valeur actionnariale révèle des pistes intéressantes pour notre analyse. Les quasi-expérimentations montrent que les entreprises dont les pratiques ESG frôlent le seuil d'adoption bénéficient d'une croissance instantanée de la valeur de leurs actions. Cette « valeur latente » de la durabilité s'actualise dès que les engagements ESG sont formalisés et adoptés prouvant que la simple anticipation de leur mise en place peut influencer favorablement la perception des investisseurs. Une fois intégrées, ces pratiques déclenchent des effets positifs sur plusieurs axes de performance. En effet, elles améliorent la productivité en renforçant l'adhésion et la satisfaction des employés et elles augmentent les ventes en répondant aux attentes de consommateurs de plus en plus sensibles aux valeurs sociales et environnementales de leurs marques de référence (Flammer, 2015).

Toutefois cette transformation ne s'arrête pas là. L'intégration des critères ESG a également un impact profond sur les coûts d'investissement. En effet, celui-ci ne se limite pas à des avantages économiques immédiats mais révèle une tension structurelle profonde entre l'aspiration à une finance durable et les complexités de sa mise en œuvre. D'un côté, pour les entreprises qui adoptent une gouvernance renforcée en matière d'ESG, les bénéfices sont significatifs. Comprenant la mise en place de droits des actionnaires solides, une forte transparence dans les pratiques de gestion et l'engagement envers les parties prenantes offrent aux investisseurs une assurance de stabilité et de confiance. Cette

réduction du risque perçu crée un effet vertueux sur le coût d'accès aux capitaux.

En rationalisant leur gouvernance et en s'adaptant aux attentes croissantes des investisseurs en matière de responsabilité, ces entreprises construisent un profil d'investissement attractif où chaque progrès en matière de transparence et de gouvernance renforce leur valeur de marché. Elle devient un atout stratégique agissant comme un différenciateur qui réduit le coût du capital et améliore la performance boursière (Gompers et al., 2003).

Les pratiques de responsabilité sociale ne sont donc plus considérées comme des ajouts facultatifs ou des choix symboliques. Elles forment un socle qui construit une image de marque fondée sur la fiabilité, l'engagement et l'intégrité. Pour les consommateurs, cette responsabilité sociale se traduit par une préférence croissante pour les entreprises qui placent l'éthique et le respect de l'environnement au cœur de leur modèle. Lorsque ces consommateurs font le choix d'un produit ou d'un service d'une entreprise responsable, ils vont au-delà d'une simple transaction. En effet, ils affirment leur soutien à des valeurs sociales et environnementales. Ce choix s'inscrit dans un désir de cohérence entre leurs propres valeurs et celles des entreprises qu'ils choisissent de soutenir et il devient alors un moyen d'agir (Mohr and Webb, 2005).

La réputation de l'entreprise se renforce alors comme un actif immatériel stratégique attirant non seulement des clients plus fidèles mais aussi des communautés qui valorisent la cohérence entre discours et actions. Les marques responsables profitent d'une loyauté et d'une image positive qui les différencient de leurs concurrents. Par ailleurs, cet impact ne se limite pas aux seuls consommateurs, il devient un puissant levier pour attirer les meilleurs talents, ceux qui sont sensibles à l'éthique de l'entreprise et à son rôle dans la société. Le capital humain, comme le capital client, se renforce grâce à cet engagement durable qui imprègne la culture de l'entreprise et oriente ses pratiques.

Pour les investisseurs, cette réputation devient un critère de choix de plus en plus décisif, notamment pour les acteurs du capital « patient » qui privilégient la stabilité et le rendement à long terme sur des gains rapides et volatiles. Les entreprises qui adoptent des normes élevées en matière d'ESG montrent qu'elles ne cherchent pas seulement des profits immédiats mais qu'elles s'engagent dans une démarche de création de valeur durable

et responsable. Cette perspective de long terme attire des investisseurs qui recherchent des placements sûrs et cohérents avec leurs propres objectifs de durabilité. Le capital qui afflue vers ces entreprises n'est pas de nature spéculative car il est motivé par la confiance dans la résilience de ces entreprises et dans leur capacité à fonctionner dans des environnements économiques pouvant être complexes (Eccles et al., 2014).

Au-delà des bénéfices immédiats pour l'attractivité des investisseurs, cette transparence a aussi un effet d'entraînement. Elle contribue à un écosystème économique où les pratiques durables deviennent des normes de marché. Les entreprises qui s'engagent ainsi deviennent des références, poussant leurs concurrents à adopter des pratiques similaires pour rester compétitifs. En même temps, elles influencent positivement l'opinion publique et participent à l'évolution vers une économie plus consciente de ses impacts. Cette démarche rehausse la qualité des échanges entre les entreprises et leurs parties prenantes qui voient dans la transparence un signe de respect et de sérieux. Par cette clarté, l'entreprise se place en tête d'un mouvement vers une gouvernance plus éthique, prenant la durabilité non seulement comme une responsabilité mais comme une opportunité stratégique d'influencer positivement l'ensemble de son secteur.

0.2.2 Les ambitions ESG face aux contraintes du réel

Nous avons précédemment vu que, l'intégration des critères ESG promet, sous certaines conditions, des bénéfices économiques et financiers significatifs. Nous allons dorénavant montrer qu'elle se heurte également souvent aux complexités du marché actuel. Les entreprises évoluent dans un contexte complexe, où elles doivent concilier les attentes élevées des parties prenantes avec les pressions liées à la compétitivité à court terme. Cet équilibre oppose parfois les ambitions durables aux contraintes opérationnelles.

En effet, certaines entreprises intègrent la responsabilité sociale (RSE) dans leur stratégie non pas comme un véritable engagement envers des valeurs sociétales ou environnementales mais comme un outil marketing visant à séduire les consommateurs. Cette instrumentalisation, souvent qualifiée de greenwashing, repose sur l'exploitation des attentes

croissantes des consommateurs envers des entreprises responsables, sans que celles-ci ne traduisent réellement ces engagements en actions concrètes et durables. Cette démarche soulève donc une question importante : jusqu'où une entreprise peut-elle se contenter de paraître responsable sans réellement l'être ?

Des études montrent que cette stratégie comporte des risques majeurs notamment une asymétrie dans les réactions des consommateurs. Lorsqu'une entreprise est perçue comme insincère ou incohérente dans ses pratiques de RSE, l'impact négatif sur son image est bien plus fort que le bénéfice qu'elle peut tirer d'initiatives perçues comme positives. Par exemple, si une entreprise prétend réduire son empreinte écologique tout en continuant à polluer de manière significative, elle s'expose à de fortes critiques et à une perte de confiance durable. Les consommateurs interprètent ces contradictions comme une tentative de manipulation, remettant en cause non seulement la crédibilité de l'entreprise mais aussi sa capacité à répondre aux attentes plus larges de ses parties prenantes.

Au-delà de l'impact sur l'image, cette approche opportuniste soulève des interrogations sur la durabilité des bénéfices attendus. Une entreprise qui se contente d'efforts superficiels en matière de RSE pour améliorer son positionnement passe à côté des avantages potentiels qu'un véritable engagement pourrait lui apporter. Les consommateurs, devenus plus critiques et informés, privilégient les entreprises qui apportent des preuves tangibles de leur impact positif. Cela signifie qu'une entreprise ayant recours au greenwashing ne se contente pas de risquer une mauvaise réputation mais elle s'exclut aussi d'une dynamique concurrentielle. Les retombées financières et stratégiques de ces pratiques peuvent s'avérer bien inférieures à celles générées par une démarche sincère et cohérente.

En outre, cette approche expose une contradiction non négligeable dans la manière dont les entreprises perçoivent la RSE. Alors que les études démontrent un lien positif à long terme entre la RSE et la performance financière, de nombreuses entreprises continuent de la voir comme un coût plutôt qu'un investissement. Cette vision à court terme renforce le recours à des stratégies de façade, qui, loin de satisfaire les attentes des parties

prenantes, alimentent un scepticisme croissant. Cependant, ce scepticisme ne se limite pas aux consommateurs. Les investisseurs, les régulateurs et même les employés commencent à exiger des preuves plus substantielles et des engagements authentiques en matière de RSE (Mohr and Webb, 2005).

Les propositions d'actionnaires, qu'elles soient liées à des enjeux environnementaux, sociaux ou de gouvernance, jouent aujourd'hui un rôle de premier plan. Lorsqu'elles bénéficient d'un soutien majoritaire, elles représentent une forme explicite de pression, contraignant les entreprises à repenser leurs priorités stratégiques. Ces propositions ne sont pas uniquement des recommandations symboliques mais elles illustrent un changement structurel dans les relations entre les actionnaires et les conseils d'administration. En effet, plus le soutien exprimé par les votes est élevé, plus les conseils perçoivent ces initiatives comme des signaux d'attente forte de la part des parties prenantes. Ces attentes, si elles ne sont pas satisfaites, exposent les dirigeants à des risques croissants de critiques publiques, de campagnes de désapprobation et de sanctions implicites, telles que la perte de leur siège au sein du conseil d'administration ou d'autres mandats (Ertimur et al., 2010).

Parallèlement, ces dynamiques sont renforcées par l'observation que les propositions en faveur de la durabilité ne sont pas seulement des outils de sensibilisation. Lorsqu'une entreprise répond positivement à ces propositions, même lorsqu'elles passent de justesse lors des votes, cela peut conduire à des résultats concrets, tels qu'une amélioration de la productivité des employés ou une croissance des ventes. Ces impacts démontrent que les pressions exercées par les parties prenantes ne relèvent pas uniquement de préoccupations éthiques mais qu'elles influencent directement la performance financière et opérationnelle à long terme (Flammer, 2015).

Dans un tel contexte, l'inaction ou la résistance des conseils face à ces attentes peut non seulement ternir leur réputation, mais également isoler l'entreprise de tendances plus larges comme la demande croissante des investisseurs pour des pratiques transparentes et durables. Les conseils d'administration qui perçoivent ces propositions comme des opportunités stratégiques, plutôt que comme des contraintes.

Si la pression des parties prenantes pousse les entreprises à intégrer les critères ESG dans leurs stratégies, il reste indispensable d'accompagner ces dynamiques par un cadre réglementaire solide. Ces régulations ESG, bien qu'essentielles pour structurer les engagements des entreprises, font face à des défis liés à la diversité des notations et à l'évolution des politiques de durabilité. La divergence des notations ESG, mise en évidence par l'analyse des méthodologies des agences, révèle un problème systémique notamment avec des approches changeantes et parfois floues dans la mesure des performances environnementales, sociales et de gouvernance.

Cette fragmentation découle principalement de différences dans les indicateurs pris en compte, les méthodes de mesure employées et la pondération accordée à chaque critère (Berg et al., 2022). Cette incohérence complique la tâche des investisseurs, qui peinent à évaluer de manière fiable les entreprises mais également celle des entreprises elles-mêmes, confrontées à des attentes contradictoires. Une entreprise ayant intégré des pratiques ESG rigoureuses peut voir sa notation dégradée par une agence tandis qu'une autre l'évaluera plus positivement. Cette incertitude sur la performance ESG réelle des entreprises réduit ainsi la fiabilité des notations rendant difficile pour les investisseurs de discerner les bons profils d'investissement et limitant l'accès de certaines entreprises aux financements dits « durables ». Ainsi, cette fragmentation devient alors un problème. L'ESG est censé représenter un signal de stabilité et de durabilité pour les investisseurs mais les divergences méthodologiques entre agences de notation dénaturent ce message.

Les entreprises doivent alors réajuster leurs stratégies de reporting, multipliant les audits et rapports pour répondre aux critères spécifiques de chaque agence. Cette surcharge administrative ne se contente pas de consommer des ressources mais elle engendre une incertitude sur les conditions d'accès au financement.

Cette absence d'harmonisation dans les notations a des conséquences qui dépassent le coût immédiat du capital. Pour les entreprises, l'instabilité des scores peut causer une forte volatilité de leur notation ESG dans le temps rendant les prévisions de risque complexes et affectant leur capacité à attirer des investisseurs long terme. En réponse, ils exigent une prime de risque supplémentaire, ce qui augmente le coût du financement et

contredit l'objectif même des notations ESG.

Malgré les défis, ces pratiques attirent des investisseurs à la recherche de stabilité et d'engagements durables renforcés par la pression des parties prenantes qui poussent à des stratégies authentiques. Les ESG deviennent donc un levier stratégique important pour séduire un capital orienté vers le long terme.

0.3 Dividendes et ESG : Quel est le véritable lien ?

Après avoir établi dans les parties précédentes que les critères ESG et les dividendes jouent un rôle essentiel dans l'attraction des investisseurs, il est naturel de s'interroger sur la relation qui unit ces deux éléments car elle constitue le cœur de notre sujet. Avant de proposer notre analyse, il est important d'examiner ce qui a déjà été exploré dans la littérature académique. Cette dernière, bien qu'enrichissante, reste relativement récente, en grande partie parce que les critères ESG eux-mêmes ne se sont réellement imposés que durant cette dernière décennie.

Les parties précédentes nous a amenés à nous poser plusieurs questions sur les liens entre pratiques ESG et dividendes. Par exemple, comment ces pratiques influencent-elles les dividendes notamment à travers une bonne gouvernance. La transparence et la réduction des conflits d'agence ont-ils vraiment un rôle ? Dans quelle mesure les performances ESG permettent d'atténuer les risques à long terme et sécuriser les dividendes afin de renforcer la confiance des investisseurs ? Nous allons tenter de répondre à ces questions dans cette partie.

0.3.1 Gouvernance et efficacité managériale : La clé d'une stabilité durable

La gouvernance et l'efficacité managériale sont essentiels à la stabilité des dividendes. Des processus structurés et transparents permettent de réduire les incertitudes, tout en alignant les intérêts des dirigeants et des investisseurs. En limitant les conflits d'agence et

en optimisant l'utilisation des capitaux, les entreprises dotées d'une gouvernance responsable renforce ainsi leur capacité à maintenir des distributions régulières.

Pour commencer, les entreprises bien notées dans le pilier de la gouvernance disposent de processus décisionnels structurés, fondés sur la transparence et une gestion prudente des ressources. Cette approche réduit ainsi les incertitudes pour les investisseurs et limite les variations dans les distributions de dividendes et renforce la confiance des parties prenantes (Verga Matos et al., 2020).

De plus, selon la théorie de l'agence, les dividendes jouent un rôle de premier plan en réduisant les liquidités disponibles pour les dirigeants, limitant ainsi les risques de dépenses inefficaces ou d'investissements excessifs dans des projets socialement responsables mais non rentables. Les entreprises socialement responsables utilisent cette approche pour rassurer leurs investisseurs sur leur capacité à contrôler les conflits d'agence tout en maintenant un équilibre entre leurs initiatives RSE et leur performance financière (Benlemlih, 2019). Ce comportement contraste avec celui des entreprises socialement irresponsables, qui ajustent rapidement leurs dividendes pour répondre à des besoins immédiats ou pour signaler leur valeur, particulièrement dans des scénarios de marché où elles sont perçues comme sous-évaluées.

Un autre aspect essentiel de cette dynamique réside dans l'amélioration de l'efficacité managériale. Les entreprises engagées dans des pratiques ESG réduisent les inefficacités liées à la gestion des ressources et à l'allocation des actifs. Ces améliorations se traduisent par une utilisation plus stratégique des capitaux disponibles, minimisant ainsi les gaspillages tout en maximisant les rendements et potentiellement les dividendes. Une gouvernance solide, souvent associée à une forte performance ESG, agit comme un initiateur crédible dans ce processus (Bilyay-Erdogan et al., 2023).

Pour que les engagements ESG se traduisent par des bénéfices concrets, la divulgation CSR devient incontournable. Là où la divulgation CSR se distingue des critères ESG, c'est dans son rôle et sa portée. En effet, celle-ci dépasse la simple mesure en mettant en récit ces performances. Elle contextualise les données en expliquant les stratégies adoptées, les objectifs visés et les défis rencontrés, tout en détaillant les impacts réels de ces ac-

tions. Selon les juridictions, cette divulgation peut être obligatoire, comme dans l'Union européenne où des réglementations telles que la Directive sur le Reporting de Durabilité (CSRD) imposent aux grandes entreprises de publier ces informations. Ailleurs, elle reste souvent volontaire. Pour y revenir aux faits, la divulgation CSR permet aux entreprises de renforcer leur transparence et d'optimiser leurs interactions avec les parties prenantes. Cette relation de confiance renforce la réputation de l'entreprise et attire davantage d'investisseurs, augmentant ainsi les ressources disponibles pour maintenir ou accroître les dividendes. Ces bénéfices ne se limitent pas à une perception positive. Ils se traduisent également par une réduction du coût du capital permettant aux entreprises de conserver des liquidités suffisantes pour des distributions régulières (Saeed and Zamir, 2021).

Cette relation de confiance s'appuie également sur la transparence et les signaux envoyés aux investisseurs qui attire et fidélise le capital. Il a été prouvé par les études récentes que la stabilité des dividendes est associée à une performance ESG élevée qui agit comme un signal positif auprès des investisseurs. Ces entreprises démontrent qu'elles peuvent allier responsabilité sociale et rentabilité financière. Cela leur permet donc de répondre à des attentes diverses qu'il s'agisse de fonds de pension cherchant des revenus prévisibles ou d'investisseurs individuels sensibles aux impacts sociaux et environnementaux de leurs placements (Verga Matos et al., 2020).

0.3.2 Les critères ESG comme un levier de valeur et de compétitivité financière

En parallèle d'amener une stabilité des dividendes, les performances environnementales élevées reflètent une capacité des entreprises à intégrer des pratiques durables dans leurs opérations permettant d'atténuer les risques liés aux réglementations changeantes ou à la volatilité des marchés. Ces entreprises, en investissant dans des initiatives visant à réduire leur empreinte écologique ou à adopter des processus plus efficaces, renforcent leur résilience financière. Par exemple, la réduction des coûts énergétiques ou la mise

en œuvre de l'économie circulaire stabilisent les flux de trésorerie ce qui contribue à maintenir des politiques de dividendes régulières. Cette capacité à s'adapter aux attentes changeantes en matière de durabilité attire les investisseurs institutionnels qui privilégient les entreprises capables d'offrir des rendements stables sur le long terme.

De manière plus globale, la performance élevée en matière de critères ESG favorise également une gestion cohérente et alignée sur les attentes des investisseurs. Ces éléments mettent en évidence comment les politiques de dividendes des entreprises socialement responsables diffèrent de celles des entreprises irresponsables. Les entreprises ayant des scores élevés en RSE adoptent aussi des politiques de dividendes plus stables.

Ces avantages s'étendent aussi à la réduction de la volatilité des revenus, une caractéristique souvent observée dans les entreprises ayant une forte performance ESG. Cette stabilité financière permet alors aux entreprises de mieux absorber les chocs économiques et de maintenir un niveau constant de distribution de dividendes même en période d'incertitude économique. Cette capacité à sécuriser les flux de trésorerie attire des investisseurs institutionnels et répond à leur besoin de stabilité dans les rendements (Bilyay-Erdogan et al., 2023).

Cependant, ces bénéfices ne se limitent pas à une meilleure performance financière. Tout d'abord, il est important d'évoquer le canal des bénéfices. Celui-ci étant un des éléments principal pour comprendre comment les pratiques ESG influencent directement les revenus des entreprises et leur capacité à verser des dividendes. En renforçant les relations avec les parties prenantes, en améliorant la gestion des ressources et en réduisant les incertitudes, les entreprises peuvent stabiliser leurs flux de trésorerie tout en restant compétitives. Cela permet non seulement d'assurer une meilleure rentabilité mais aussi de créer des bases solides pour maintenir ou augmenter les paiements de dividendes.

Comme nous l'avons montré dans la partie précédente, les entreprises performantes en ESG bénéficient également d'une meilleure acceptation sociale et d'une reconnaissance plus importante de la part de leurs parties prenantes. Cette reconnaissance se matérialise par des relations plus solides avec les investisseurs, les clients et les partenaires commerciaux qui perçoivent ces entreprises comme plus résilientes et responsables. La plus-value

apportée par ce climat de confiance réside dans le fait qu'elle renforce également la capacité des entreprises à négocier des conditions avantageuses sur les marchés financiers, augmentant ainsi leur rentabilité et leur capacité à maintenir des politiques de dividendes stables (Bilyay-Erdogan et al., 2023).

Dans les marchés émergents, où les contraintes financières et les incertitudes institutionnelles sont plus marquées, le versement de dividendes et l'intégration des critères ESG sont des atouts d'autant plus puissants pour surmonter les failles de gouvernance et renforcer la légitimité de l'entreprise pour notamment attirer des capitaux étrangers.

Pour finir sur la compétitivité, les recherches récentes montrent que l'intégration des critères ESG dans les stratégies d'investissement peut influencer les rendements financiers par divers mécanismes. Les scores ESG, souvent perçus comme un indicateur des pratiques de gestion et des risques, affectent la compétitivité des entreprises, leur capacité à générer des flux de trésorerie et leur exposition au risque. Par exemple, les entreprises ayant des scores élevés dans certaines dimensions ESG bénéficient souvent d'une meilleure gestion des risques et de flux de trésorerie plus stables, ce qui peut réduire leur coût du capital et augmenter leur valorisation. Cependant, ces effets ne sont pas homogènes à travers les composantes ESG, car certains aspects peuvent entraîner des rendements négatifs ou positifs en fonction des préférences des investisseurs et des dynamiques du marché (Briscoe-Tran et al., 2024; Giese et al., 2019).

D'un autre côté, les préférences des investisseurs en faveur des entreprises avec de bonnes pratiques ESG peuvent également jouer un rôle important. Les recherches suggèrent que ces préférences créent une demande plus importante pour les actions des entreprises bien notées sur les critères ESG, ce qui influence leurs prix et leurs rendements à long terme. Toutefois, des questions subsistent quant à savoir si ces rendements sont le résultat de meilleures performances opérationnelles ou simplement de primes attribuées par le marché à des entreprises perçues comme socialement responsables (Riedl and Smeets, 2017).

0.3.3 Atténuer les risques et renforcer la compétitivité

En parallèle, les entreprises performantes en ESG bénéficient d'une réduction significative des controverses et des risques réglementaires. Les controverses ESG désignent les événements ou comportements d'une entreprise qui entrent en conflit avec les principes environnementaux, sociaux ou de gouvernance. Ces incidents peuvent inclure des scandales liés à la pollution, des violations des droits humains, des pratiques de corruption ou un manque de transparence. En adoptant une gouvernance transparente et responsable, elles parviennent à limiter les pénalités financières ou les sanctions imposées par les autorités. Les pratiques ESG agissent ainsi comme un bouclier face aux incertitudes juridiques permettant de réduire les coûts imprévus qui pourraient compromettre la capacité des entreprises à honorer leurs engagements financiers envers les actionnaires (Bilyay-Erdogan et al., 2023). Cette gestion maîtrisée des risques contribue directement à la préservation des marges opérationnelles et par extension à la stabilité des dividendes.

Ces efforts pour limiter les controverses et leurs impacts ne se limitent pas à la gestion des crises. Ils s'accompagnent également d'une réduction des coûts financiers liés à l'accès au capital. Les entreprises ayant de fortes performances ESG sont perçues comme moins risquées par les investisseurs, ce qui leur permet de négocier des conditions de financement plus avantageuses. Cette réduction du coût du capital libère des ressources supplémentaires qui peuvent être réinvesties dans les opérations ou utilisées pour maintenir des paiements de dividendes réguliers (Benlemlih, 2019).

Cette maîtrise des controverses ouvre également la voie à des bénéfices supplémentaires. En effet, les pratiques CSR renforcent les bénéfices à travers une meilleure fidélisation des clients et une image de marque positive. Ces avantages, déjà évoqués dans d'autres parties, soulignent également comment les entreprises dans des environnements institutionnels fragiles exploitent la divulgation CSR comme un outil stratégique pour stabiliser leurs flux de trésorerie (Saeed and Zamir, 2021).

L'amélioration de la perception de fiabilité et de solidité financière des entreprises ESG facilite également leur accès à des sources de financement externes à des condi-

tions avantageuses. Les investisseurs perçoivent ces entreprises comme moins risquées et mieux préparées à affronter les incertitudes (réduction de leur coût du capital). Cela crée un cercle vertueux dans lequel la réduction des risques encourage les investisseurs à maintenir ou accroître leurs engagements financiers et renforce la capacité des entreprises à préserver des flux financiers stables (Bilyay-Erdogan et al., 2023).

Pour conclure cette partie sur la revue de littérature, nous avons décidé de rassembler toutes les informations importantes dans un tableau récapitulatif. Cela permet de présenter de façon claire et concise les éléments essentiels à retenir pour une meilleure compréhension.

Aspect	Dividendes	ESG	Relation entre les deux
Atouts	<ul style="list-style-type: none"> • Offrent un rendement régulier, un signal de stabilité et de solidité financière. • Réduisent l'incertitude en assurant des flux de trésorerie stables. • Renforcent la confiance grâce au signal envoyé par leur constance. 	<ul style="list-style-type: none"> • Favorisent la transparence et la durabilité, réduisant les risques à long terme. • Répondent aux attentes croissantes des investisseurs institutionnels en matière de gouvernance et de durabilité. • Offrent des avantages concurrentiels et attirent des capitaux orientés vers la stabilité. 	<ul style="list-style-type: none"> • Les entreprises combinant des pratiques ESG solides et des politiques de dividendes stables attirent davantage d'investisseurs. • Une forte gouvernance ESG réduit les risques et stabilise les dividendes. • Les ESG renforcent le rôle signalétique des dividendes.
Limites	<ul style="list-style-type: none"> • Sujet à des impacts fiscaux importants, parfois désavantageux. • Risque de réduire les ressources disponibles pour des réinvestissements à fort rendement. 	<ul style="list-style-type: none"> • Défis liés au greenwashing et à l'absence d'harmonisation des notations ESG. • Contraintes opérationnelles qui limitent les bénéfices réels des engagements ESG. 	<ul style="list-style-type: none"> • Les ESG ne remplacent pas les dividendes mais les complètent en répondant à des attentes diverses. • La fragmentation des notations ESG peut complexifier leur utilisation comme critère d'investissement fiable.

Table 0.1: Synthèse des atouts et limites des dividendes et des ESG et leur relation

Chapter 1

Data

Liste des acronymes

DJSI Dow Jones Sustainability Indices

DPA Dividende Par Actions

ESG Score Environnemental, Social et de Gouvernance

NA Not Applicable

RSE Responsabilité Sociétale des Entreprises

Les données utilisées proviennent de la plateforme Capital IQ de S&P Global et l'analyse couvre la période de 2015 à 2023. Cette période a été choisie en raison des changements intervenus dans la manière dont les données ESG sont collectées et structurées par S&P Global à partir de 2015. Avant cette année, bien que la collecte des informations ESG existe, les méthodologies utilisées étaient moins standardisées et moins complètes. C'est en 2015 que S&P Global a renforcé ses pratiques d'évaluation à travers une révision substantielle des Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)¹ dans l'intégration

¹S&P Global. (2015). Présentation de la revue 2015. Consulté à l'adresse suivante : https://www.spglobal.com/esg/csa/static/docs/3973e15393721ffd2a5b7cedf8cf7471_review-presentation-2015_tcm1016-14663.pdf.

des critères ESG pour l'évaluation des entreprises. Cette révision a permis une amélioration de la qualité et de la comparabilité des données ESG avec une couverture plus large et une plus grande rigueur dans la collecte d'informations. Ce changement a fait de 2015 un point de référence pour l'analyse des entreprises sur la base de leurs critères ESG et a rendu l'accès aux investisseurs plus fiable et plus précis.

Également, nous avons choisi de limiter notre analyse à l'année 2023 afin de garantir l'accès à l'intégralité des données nécessaires pour notre étude. En effet, en sélectionnant cette année comme point de fin, nous nous assurons que toutes les informations requises, y compris les documents comptables et les rapports financiers, ont été publiées et sont accessibles. Cela permet d'éviter les éventuelles lacunes dans nos données, notamment celles qui pourraient survenir en raison de retards dans la publication des rapports ou de l'indisponibilité de certaines informations à la fin de l'année.

Le critère principal de sélection des entreprises pour notre travail repose sur la disponibilité d'au moins un critère ESG pendant la période étudiée. Ce choix garantit que les entreprises incluses dans l'analyse disposent de données suffisantes pour évaluer l'impact des critères ESG sur leurs décisions financières. De plus, cette approche permet d'inclure également des entreprises récentes, qui, bien que jeunes sur le marché, disposent déjà d'informations ESG pertinentes. Après le premier tri effectué sur la base de ces critères, nous obtenons un échantillon de 15,238 entreprises parmi un total de 66,000² entreprises disponibles sur l'outil de sélection (screener) de S&P Capital IQ.

Nous avons effectué un deuxième tri pour éliminer les doublons ainsi que certaines régions du monde moins représentées afin de réduire un potentiel biais (figure 1 et 2 en annexe). Nous avons donc supprimé les entreprises situées en Afrique, en Amérique Latine et dans les Caraïbes, ainsi qu'au Moyen-Orient, afin de concentrer notre analyse sur les régions d'Asie-Pacifique, les États-Unis, le Canada et l'Europe. En excluant ces éléments, nous nous assurons que notre échantillon est à la fois plus homogène et représentatif des entreprises globalement disponibles sur le marché (Annexe 1). Notre échantillon se

²Consulté sur S&P Global Market Intelligence. <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/solutions/products/sp-capital-iq-pro>.

compose dorénavant de 13,280 entreprises.

Notre dernier tri consiste à gérer les valeurs extrêmes de toutes nos variables de contrôle. Autrement dit, le premier et le dernier centile ont été supprimés, de même que les valeurs négatives pour certains ratios en raison de leur inexploitatibilité. Cette étape vise à recentrer la distribution des données et à réduire l'impact des valeurs aberrantes. De plus, nos modèles excluront les valeurs manquantes (NA), ce qui réduira la taille de l'échantillon final utilisé pour l'analyse. Le nombre d'entreprises variera entre 7,815 et 7,164 tandis que le nombre total d'observations oscillera entre 26,092 et 23,793 en fonction des variables incluses ou non dans les modèles.

1.1 Présentation des variables

La gestion financière des entreprises repose sur diverses variables qui permettent d'évaluer la santé financière et la performance globale d'une entreprise. Parmi ces variables, certaines jouent un rôle important dans la détermination de la capacité de l'entreprise à attirer des investisseurs, à gérer ses dettes et à distribuer des dividendes. Nous avons retenu plusieurs variables.

1.1.1 La variable dépendante

Nous avons choisi le dividende par action (DPA) comme variable dépendante, à la différence de certains travaux qui utilisent d'autres indicateurs, tels que le dividend payout ratio ou le dividend yield (Bilyay-Erdogan et al. (2023), Saeed and Zamir (2021)). Cette décision repose sur plusieurs raisons.

Tout d'abord, le dividend payout ratio, qui mesure la part des bénéfices allouée aux dividendes, dépend fortement des variations des bénéfices de l'entreprise ce qui peut compliquer l'interprétation. Par exemple, même si les dividendes restent constants, une baisse des bénéfices peut entraîner une augmentation mécanique de ce ratio. Ainsi, il reflète davantage les fluctuations des bénéfices que la politique de redistribution des dividendes

rendant cet indicateur moins pertinent pour évaluer si les dividendes attirent les investisseurs.

Nous avons également envisagé l'utilisation du dividende total versé par les entreprises comme variable dépendante. Cependant, cette approche introduirait des écarts importants entre entreprises en raison des différences de taille et de capitalisation. Ces disparités compliqueraient la comparaison des politiques de distribution et donneraient un poids disproportionné aux grandes entreprises. De plus, le dividende total ne reflète pas précisément l'impact des dividendes sur les investisseurs individuels, contrairement au DPA, qui mesure directement les montants perçus par action.

La dernière possibilité envisagée fut le dividend yield qui exprime le rendement des dividendes par rapport au prix de l'action. Mais ce ratio introduit une dépendance directe au prix de l'action, une variable fortement influencée par la volatilité des marchés financiers et par des facteurs externes qui ne sont pas liés aux politiques de dividendes ou aux performances ESG. Par exemple, une baisse du prix de l'action peut mécaniquement entraîner une augmentation du rendement des dividendes même si les dividendes restent constants. À l'inverse, une hausse du prix de l'action peut réduire le rendement sans que la politique de distribution de dividendes ne change. Ces variations exogènes peuvent fausser l'analyse en introduisant un biais dans l'interprétation des résultats.

De plus, mon étude se concentre sur la problématique suivante : les critères ESG constituent-ils des substituts ou des compléments aux dividendes financiers ? Plus précisément, l'objectif est d'examiner comment le montant des dividendes évolue en fonction des initiatives ESG entreprises par les entreprises. Il s'agit ainsi de comprendre si les entreprises qui réduisent leurs dividendes le font pour réinvestir ces fonds dans des initiatives ESG, ce qui suggérerait une relation de substitution, ou si, au contraire, les entreprises qui améliorent leurs performances ESG maintiennent ou augmentent également leurs dividendes, indiquant une complémentarité entre ces deux dimensions. Le cœur de cette réflexion repose donc sur l'évolution du montant absolu des dividendes. Cette approche permet de capter directement les choix des entreprises en matière de redistribution financière et leur interaction potentielle avec leurs priorités ESG. En nous concentrant sur

le dividende par action, nous cherchons à mesurer précisément l'effort financier consenti par les entreprises pour récompenser leurs actionnaires, tout en tenant compte de leurs engagements envers des pratiques durables et responsables.

Autrement dit, l'objectif est d'examiner si le montant des dividendes évolue en parallèle avec les scores ESG, indépendamment de la notion de "rentabilité" de l'entreprise. Par exemple, une entreprise affichant un faible dividend yield pourrait néanmoins redistribuer une part importante de ses bénéfices sous forme de dividendes, reflétant une politique significative de redistribution. Cette approche permet d'éliminer les ambiguïtés et de mieux comprendre si les entreprises réduisent leurs dividendes pour financer des initiatives ESG ou si elles maintiennent une rentabilité de base stable tout en intégrant des pratiques durables. De plus, pour calculer le dividend yield de manière précise, il est nécessaire de disposer du prix de l'action à une date spécifique correspondant à la distribution des dividendes. Cela pose plusieurs défis techniques. Si une entreprise distribue plusieurs dividendes au cours de l'année, il faudrait identifier chaque jour de distribution et récupérer les prix de clôture correspondants. Une alternative pourrait consister à utiliser une moyenne ou une médiane des prix de clôture sur l'année, mais cela nécessiterait de collecter quotidiennement les prix pour toutes les entreprises de l'échantillon, ce qui est extrêmement coûteux en temps et en ressources. Par ailleurs, très peu d'entreprises calculent leur dividend yield en se basant sur une moyenne annuelle des prix, rendant cette méthode peu représentative.

Enfin, les différences sectorielles renforcent les limites du dividend yield. Dans le secteur technologique, les entreprises ont tendance à distribuer peu de dividendes car elles privilégient les investissements en recherche et développement³. Ces entreprises ont souvent des prix d'actions élevés, ce qui rend leur dividend yield très faible, même en cas de changements significatifs dans leur politique de dividendes ou dans leurs investissements ESG.

Pour revenir au dividende par action dans le calcul du dividende par action, il est utilisé le nombre moyen pondéré d'actions en circulation sur l'année. Cela signifie que le

³FasterCapital. Analyse du ratio de distribution de dividendes : [fastercapital.com](https://www.fastercapital.com).

nombre d'actions prises en compte est ajusté pour refléter les éventuels changements dans les actions en circulation au cours de l'année, tels que les rachats, les émissions d'actions ou les séparations (splits) d'actions. Cette approche nous garantit ainsi que le dividende par action reflète fidèlement la réalité des montants distribués à chaque actionnaire tout en tenant compte des variations dans la structure du capital au cours de l'année.

Pour toutes ces raisons, nous avons choisi le dividende par action comme variable dépendante. Toutefois, afin d'assurer la robustesse de nos résultats et d'éviter tout consensus arbitraire, nous effectuerons dans la section d'analyse une comparaison approfondie entre le dividende par action et le dividend yield. Concrètement, cela consistera à reproduire nos analyses principales en utilisant le dividend yield comme variable dépendante sur les échantillons de données disponibles. Cette approche permettra de comparer les résultats obtenus avec les deux variables et de vérifier que le choix du DPA n'influence pas de manière significative les conclusions de notre étude.

1.1.2 Les variables contrôle

Tout d'abord, dans notre étude, les dimensions des scores ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) sont exprimées en termes relatifs. Cela signifie que ces scores mesurent la performance ESG d'une entreprise en comparaison avec celle de ses pairs⁴. Concrètement, cette approche permet d'évaluer les efforts des entreprises en matière d'ESG en tenant compte des particularités et des contraintes propres à chaque secteur. Par exemple, une entreprise du secteur technologique peut obtenir un score ESG élevé en comparaison avec d'autres entreprises du même secteur, même si ses efforts environnementaux restent modestes en valeur absolue par rapport à ceux d'une entreprise opérant dans le domaine des énergies renouvelables.

Nous avons fait le choix, pour nos analyses et dans nos modèles, de travailler avec l'ESG moyen plutôt qu'avec l'ESG combined score. Cette décision s'appuie sur plusieurs considérations méthodologiques, notamment la nature relative des scores individuels util-

⁴Pour plus d'informations sur la construction de nos scores ESG, voir S&P Global - ESG Scores Methodology : spglobal.com.

Variables	Description
Variable dépendante	
Log DPA	Logarithme naturel du dividende brut par action ordinaire déclaré sous forme de numéraire
Variables indépendantes	
Score environnemental	Évalué de 0 à 100, évalue la performance environnementale d'une entreprise, incluant la gestion des ressources naturelles, les émissions de carbone, la gestion des déchets et l'impact écologique.
Score social	Évalué de 0 à 100, évalue la performance sociale d'une entreprise, incluant les relations avec les employés, les conditions de travail, la diversité et l'impact sur la communauté.
Score gouvernance	Évalué de 0 à 100, évalue la gouvernance d'entreprise, incluant la transparence, l'éthique, les droits des actionnaires, et les pratiques du conseil d'administration.
Variables de contrôle	
Opportunités d'investissement	Mesurée par la croissance annuelle des revenus.
Ratio d'endettement	Proportion des actifs financés par la dette, calculée en divisant le total des passifs par le total des actifs.
Ratio de levier	Mesure de la proportion d'endettement d'une entreprise par rapport à ses capitaux propres, calculé en divisant le total des passifs par les capitaux propres de l'entreprise.
Ratio de liquidité	Capacité d'une entreprise à rembourser ses obligations à court terme, calculée en divisant les actifs courants par les passifs courants.
ROA	Rentabilité par rapport aux actifs, calculée en divisant le bénéfice net par le total des actifs.
Taille firme	Mesurée par le logarithme naturel du total des actifs de l'entreprise.

Table 1.1: Description des variables utilisées

isés comme mentionné dans le paragraphe du dessus. Également, ce choix permet de garantir une approche plus transparente et d'éviter les biais ou ambiguïtés liés à la méthodologie du ESG combined score qui reste en partie opaque. Par exemple, S&P Global applique des pondérations spécifiques aux dimensions E, S et G dans le calcul de l'ESG combined score mais ces pondérations ne sont ni totalement accessibles ni explicitement documentées. Chaque agence applique des méthodologies propriétaires et ajuste ses pondérations en fonction des secteurs, des régions ou de ses priorités analytiques car il n'existe pas de norme internationale universelle pour son élaboration. Par ailleurs, nos modèles incluent des effets fixes pour les secteurs et les régions géographiques ce qui neutralise déjà les variations systématiques liées à ces dimensions. Ces ajustements rendent redondantes les corrections sectorielles implicites du ESG combined score. Ainsi, en choisissant de travailler avec une moyenne simple des trois dimensions, nous adoptons une méthode plus directe, compréhensible et cohérente avec les ajustements appliqués dans nos modèles.

Pour nos variables de contrôle, nous en avons retenu six. Tout d'abord, la croissance du revenu sur une année, qui nous servira d'indicateur des opportunités d'investissement. En effet, celle-ci illustre directement la capacité d'une entreprise à générer de la valeur et à croître sur une courte période. Une forte croissance du revenu indique que l'entreprise est en pleine expansion et qu'elle serait plus enclins à réinvestir ses bénéfices dans de nouveaux projets plutôt que de les distribuer sous forme de dividendes.

Dans un second temps, le ratio d'endettement, car un ratio élevé peut signaler un risque de dépendance aux financements externes. Cette situation pourrait limiter la capacité de l'entreprise à verser des dividendes car une grande part des revenus doit être allouée au service de la dette. En revanche, un ratio d'endettement plus faible suggère une gestion financière prudente et une plus grande flexibilité ce qui faciliterait les distributions de dividendes. Toutefois, les dividendes étant un élément étroitement surveillé par les actionnaires, une entreprise fortement endettée pourrait choisir de maintenir voire d'accroître ses dividendes malgré ses contraintes financières. Cette stratégie vise à préserver la confiance des investisseurs et à éviter de les voir se détourner de l'entreprise ce qui pourrait entraîner une réaction en chaîne : une baisse de la valeur de l'action, une perception plus

forte du risque par le marché et une augmentation des coûts de financement.

Puis, nous avons le ratio de levier qui met davantage l'accent sur la relation entre les dettes et les fonds propres. Il nous informe sur le niveau de dépendance à la dette pour financer les opérations de l'entreprise. Un ratio de levier élevé indique une exposition forte aux risques financiers car l'entreprise utilise principalement des capitaux empruntés pour ses activités, ce qui pourrait réduire sa capacité à distribuer des dividendes. Un levier excessif diminue également la stabilité financière perçue par les actionnaires, augmentant leur sensibilité à d'éventuels retards ou réductions dans les paiements de dividendes.

Ensuite, nous avons choisi le ratio de liquidité qui mesure la capacité de l'entreprise à honorer ses obligations à court terme à partir de ses actifs à court terme. Un ratio élevé indique que l'entreprise dispose de ressources suffisantes pour couvrir ses dettes immédiates sans avoir à liquider ses actifs à long terme. Cette gestion efficace de la liquidité influence directement la capacité de l'entreprise à maintenir ou à augmenter ses dividendes car elle montre que les flux de trésorerie sont bien gérés permettant ainsi une redistribution régulière aux actionnaires. Une entreprise bien gérée sur le plan de la liquidité offre donc un équilibre financier qui rassure les investisseurs.

Également, le retour sur actifs (ROA) a été retenu car il mesure l'efficacité de l'entreprise dans l'utilisation de ses actifs pour générer des bénéfices. Un ROA élevé indique que l'entreprise gère efficacement ses ressources ce qui se traduit par une forte capacité à générer des flux de trésorerie disponibles pour notamment financer ses dividendes. Cet indicateur reflète donc une solide santé financière.

Enfin, nous incluons la taille de la firme. En effet, les grandes entreprises, en raison de leur taille, bénéficient souvent d'un accès plus facile au capital grâce à leur réputation et à leurs ressources substantielles. Elles peuvent également profiter d'économies d'échelle, ce qui leur permet de réduire les coûts de production par unité. Ces avantages leur offrent une plus grande résilience face aux fluctuations économiques et renforcerait leur capacité à distribuer des dividendes. En effet, plus une entreprise est grande, plus elle est susceptible de générer des profits conséquents.

Ces hypothèses quant à l'impact sur les dividendes représentent les effets attendus

que nous avons formulés sur la base de principes économiques et financiers. Tout au long de l'analyse, nous chercherons à les vérifier à l'aide de données empiriques et de tests statistiques.

Table 1.2: Récapitulatif des signes attendus

Variable	Log(DPA)
	Signe attendu
ESG moyen	+
Opportunités d'investissement	-
Ratio d'endettement	-/+
Ratio de levier	-
Ratio de liquidité	+
ROA	+
Taille de l'entreprise	+

Dans nos modèles, les variables « dividendes par action » et « total des actifs » ont été transformées en logarithmes pour normaliser leur distribution. Cette transformation permet de réduire l'asymétrie des données (skewness) afin de faciliter l'analyse statistique et l'interprétation des résultats.

1.2 Statistiques descriptives

Dans cette section, nous analyserons les statistiques descriptives afin de fournir une vue d'ensemble des principales caractéristiques de nos données. Nous démontrerons également la pertinence du choix consistant à exclure le premier et le dernier centile des observations.

Pour la variable Log DPA (Dividende Par Action), les valeurs initiales varient de -10.98 à 18.31, avec une moyenne de -1.87 montrant une variabilité excessive. Après le tri, l'amplitude est significativement réduite (-6.34 à 2.30) et l'écart-type passe à 1.71. Avant l'exclusion, le ratio de levier subissait aussi l'effet de valeurs aberrantes extrêmes avec une amplitude massive (-526,203.70 à 25974.70) et un écart-type démesuré de 1,577.51. Le tri resserre les bornes (0.00 à 43.46) et ramène l'écart-type à 4.85.

	N	Min	Max	Moyenne	Médiane	É.-T.
Log DPA	82,642	-10.98	18.31	-1.73	-1.59	1.87
Score environnemental	72,021	0.00	100.00	32.57	27.00	21.80
Score social	72,021	0.00	98.00	30.54	27.00	18.80
Score gouvernance	72,021	0.00	97.00	35.27	33.00	17.56
Opportunité d'inv.	121,483	-99.99	300.00	12.28	6.93	34.24
Ratio d'endettement	127,239	0.00	135.03	0.25	0.21	0.50
Ratio de levier	114,894	-526,203.70	25,974.65	-1.5	1.9	1,577.51
Ratio de liquidité	119,462	0.00	299.17	2.83	1.63	7.03
ROA	124,569	-1483.59	310.41	2.61	3.14	13.12
Taille firme	127,255	-3.47	22.56	14.39	14.26	2.08

Table 1.3: Statistiques descriptives des variables avant tri

	N	Min	Max	Moyenne	Médiane	É.-T.
Log DPA	72,132	-6.34	2.30	-1.77	-1.61	1.71
Score environnemental	61,498	0.00	100.00	32.57	27.00	21.40
Score social	61,498	0.00	98.00	30.39	27.00	18.25
Score gouvernance	61,498	0.00	97.00	35.11	33.00	17.00
Opportunité d'inv.	74,461	0.24	183.58	21.30	12.89	25.36
Ratio d'endettement	111,741	0.00	0.93	0.24	0.21	0.20
Ratio de levier	91,113	0.00	43.46	3.68	2.24	4.85
Ratio de liquidité	104,297	0.22	21.98	2.39	1.67	2.41
ROA	108,193	-40.11	22.56	2.98	3.19	6.96
Taille firme	110,628	9.70	19.47	14.27	14.18	1.85

Table 1.4: Statistiques descriptives des variables après tri

Concernant le ratio de liquidité, c'est principalement le dernier centile qui influençait les statistiques. Avant l'exclusion, le maximum atteignait 299.17, une valeur irréaliste pour la plupart des entreprises. Après correction, le maximum est ramené à 21.98 et l'écart-type diminue de 7.03 à 2.41.

Pour le ROA, les valeurs extrêmes (-1483.59 à 310.41) introduisaient une grande instabilité dans la moyenne et l'écart-type (13.12). Après l'exclusion, les bornes sont resserrées (-40.11 à 22.56) et l'écart-type chute à 6.96.

Pour les autres variables, bien que les valeurs extrêmes aient moins influencé les indicateurs centraux, l'impact est tout de même notable. Cette technique nous permet d'éliminer des observations atypiques qui pourraient compromettre la cohérence globale des résultats.

1.3 Matrice de corrélation

Le tableau ci-dessous présente la matrice de corrélation entre les différentes variables afin de mesurer l'intensité et la direction des relations entre elles.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) Log(DPA)	1.00									
(2) Environnemental Score	0.27	1.00								
(3) Social Score	0.22	0.90	1.00							
(4) Governance Score	0.31	0.84	0.89	1.00						
(5) Opportunité d'investissement	-0.12	-0.08	-0.05	-0.07	1.00					
(6) Ratio d'endettement	0.09	0.11	0.12	0.18	0.01	1.00				
(7) Ratio de levier	-0.08	0.03	0.03	0.04	-0.02	0.61	1.00			
(8) Ratio de liquidité	-0.05	-0.16	-0.16	-0.17	0.02	-0.33	-0.19	1.00		
(9) ROA	0.14	-0.03	-0.01	0.03	0.11	-0.23	-0.49	0.17	1.00	
(10) Taille firme	0.22	0.49	0.47	0.48	-0.02	0.29	0.25	-0.26	-0.23	1.00

Table 1.5: Matrice de corrélation

Cette matrice met en évidence des corrélations très élevées entre les dimensions du score ESG : 0.90 entre les dimensions environnementale et sociale, 0.84 entre environnementale et gouvernance, et 0.89 entre sociale et gouvernance. Ces relations montrent que ces critères évoluent souvent de manière synchronisée et montre une approche intégrée adoptée par de nombreuses entreprises. En effet, des avancées dans une dimension comme l'environnement s'accompagnent fréquemment d'améliorations dans les autres. Les entreprises adoptent donc généralement une stratégie globale et cohérente en matière de responsabilité sociale et de gouvernance.

En prolongement de ces observations, nous avons exploré la relation entre le log DPA et l'ESG moyen. Pour ce faire, nous avons représenté les valeurs des entreprises pour ces deux variables sur un graphique (voir annexe figure 3). Celui-ci confirme une tendance générale, même si nous remarquons une symétrie des données autour de cette droite, les entreprises affichant un log DPA plus élevé ont également un ESG moyen plus élevé. Cette relation visuelle illustre une association positive mais faible entre les politiques de redistribution des dividendes et les pratiques durables des entreprises.

De plus, l'analyse de la matrice de corrélation confirme ou infirme certaines hypothèses faites plus haut concernant la relation entre le logarithme du dividende par action

et les différentes variables de contrôle.

Tout d'abord, la taille de l'entreprise affiche une corrélation positive notable (0.22) avec Log(DPA) , ce qui valide l'idée que les grandes entreprises, grâce à leur stabilité financière et leurs ressources, sont mieux positionnées pour distribuer des dividendes. De même, le ROA montre également une corrélation positive (0.15), indiquant qu'une gestion efficace favorise la capacité de redistribution aux actionnaires. Enfin, les opportunités de croissance affichent une corrélation faible et négative (-0.12), suggérant que des entreprises en forte croissance pourraient limiter la distribution de dividendes pour financer leurs projets, bien que cet effet reste marginal.

Par ailleurs, certaines variables, comme le ratio de liquidité (-0.05), montrent une corrélation négligeable réfutant partiellement l'hypothèse qu'une liquidité élevée favorise les dividendes. De même, la corrélation entre le ratio de levier et Log(DPA) (-0.08) est trop faible pour établir un lien significatif. Toutefois, nous avons un élément de réponse concernant le ratio d'endettement. En effet, celui-ci présente une corrélation faible mais positive (0.09), suggérant que des entreprises avec un niveau d'endettement légèrement élevé peuvent tout de même maintenir une politique de distribution.

Ces résultats montrent que certaines relations attendues sont bien confirmées, en particulier celles liées à la taille des entreprises et à leur rentabilité, qui jouent un rôle significatif dans les politiques de redistribution. Cependant, d'autres facteurs, comme la liquidité et ratio de levier, ne semblent pas se matérialiser nos hypothèses de manière claire dans notre échantillon. Pour approfondir ces observations et valider les tendances suggérées par la matrice de corrélation, nous chercherons à confirmer ces relations au travers de nos modèles économétriques dans la prochaine phase d'analyse.

1.4 Les entreprises dans notre échantillon

Le dernier aspect essentiel à prendre en compte dans notre analyse concerne l'âge moyen des entreprises de notre échantillon. L'ancienneté des entreprises est un facteur important à considérer car elle peut affecter divers aspects de performance, de gouvernance

et d'engagement en matière de RSE de l'entreprise. Mais surtout, cela nous permet de contextualiser les résultats de notre analyse.

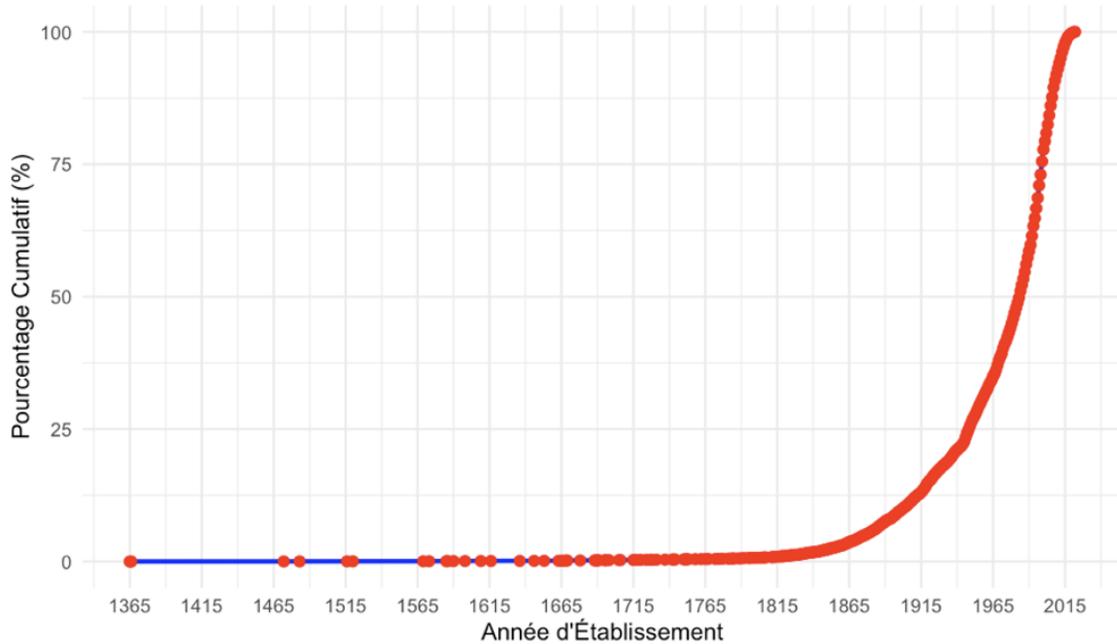


Figure 1.1: Courbe cumulative de la création d'entreprises par Année

La date moyenne de création des entreprises de notre échantillon est 1967 avec la plus ancienne fondée en 1364 et la plus récente en 2022. Toutefois, jusqu'au XIXe siècle, le nombre d'entreprises reste extrêmement faible, représentant moins de 1% de notre échantillon. La courbe de distribution cumulative commence véritablement à se développer à partir de cette date avec une accélération dans la création d'entreprises.

En analysant la distribution cumulative, nous avons identifié plusieurs étapes historiques. Le premier quart de la distribution (25%) est atteint en 1949, soit 585 ans après la création de la plus ancienne entreprise. Cette période plutôt longue comprend des économies marquées et variées. Entre 1400 et 1700, l'économie était basée sur le commerce maritime et les grandes expéditions. Certaines structures commerciales ont été créées grâce aux échanges internationaux. Le XVIIIe siècle a été marqué par la révolution industrielle qui a transformé les entreprises en les industrialisant et en les modernisant, en mettant au point la machine à vapeur. Le XIXe siècle a permis la montée en puissance

du capitalisme, le développement de grandes structures, la construction d'infrastructures et l'émergence de conglomérats. Enfin, la première moitié du XXe siècle a donné lieu à la modernisation après la reconstruction de deux guerres mondiales. Si ces entreprises existent toujours aujourd'hui, c'est qu'elles montrent une structure commerciale et de gouvernance pouvant s'adapter à de nombreux types de bouleversements économiques et sociaux.

Ensuite, il ne faut que 35 ans, jusqu'en 1984, pour passer de 25% à 50%. Cette période correspond à l'après-crise pétrolière des années 1970 et à la montée en puissance de la mondialisation, marquée par une intensification des échanges internationaux et la diversification des secteurs économiques.

La transition de 50% à 75% est encore plus rapide, prenant seulement 15 ans, jusqu'en 1999. Nous sommes ici sur une époque d'innovations technologiques majeures, avec l'explosion des technologies de l'information et l'essor de l'économie numérique.

Enfin, pour passer de 75% à 100%, il faut 23 ans, jusqu'en 2022. Cette dernière période coïncide avec l'ère de la transition durable où de nombreuses entreprises se sont créées dans des secteurs liés aux nouvelles technologies, aux énergies renouvelables et à l'économie circulaire répondant aux nouveaux défis environnementaux et sociaux. Ces différences reflètent que les entreprises ont une orientation fondatrice influencée par le contexte historique de leur création qui façonne logiquement leurs priorités stratégiques et leur approche des enjeux ESG.

Chapter 2

Analyse

Liste des acronymes

APC Analyse en Principale Composante

DPA Dividende Par Actions

EF Effet Fixe

ESG Score Environnemental, Social et de Gouvernance

H/H High dividends High ESG

H/L High dividends Low ESG

L/H Low dividends High ESG

L/L Low dividends Low ESG

PC Principale Composante

Q Quantile

WSS Within-Cluster Sum of Squares

2.1 Régressions

2.1.1 Introduction à nos modèles

Dans cette première partie de l'analyse, notre objectif est d'examiner l'effet moyen des critères ESG sur le logarithme du dividende par action pour l'ensemble de l'échantillon. Cette étape nous permettra de comprendre comment les pratiques ESG influencent, en moyenne, la politique de distribution des dividendes. Afin d'affiner cette analyse, nous intégrerons progressivement les effets fixes, ce qui nous permettra également d'évaluer leur impact individuel sur les relations étudiées. Le modèle construit et utilisé pour cette analyse est le suivant :

$$\log(DPA_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 ESG_moyen_{i,t} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it} + \lambda_a + \gamma_g + \lambda_{s(i)} + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

Dans ces équations, la variable dépendante $\log(DPA_{i,t})$ représente le logarithme du dividende par action de l'entreprise i à l'année t . La variable explicative est l' $ESG_moyen_{i,t}$ qui informe sur la moyenne des trois dimensions pour une entreprise i et pour l'année t . Le terme $\sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it}$ inclut nos 6 variables de contrôle. Les effets fixes λ_a , γ_g , $\lambda_{s(i)}$ et τ_t capturent respectivement les spécificités liées à l'ancienneté des entreprises, géographiques, sectorielles et temporelles, afin de contrôler les caractéristiques inobservables qui pourraient biaiser les estimations. Enfin, le terme résiduel ε_{it} représente les erreurs non expliquées par le modèle.

En effet, nous avons fait le choix de travailler avec l'ESG moyen plutôt qu'avec l'ESG combined score. Cette décision s'appuie sur plusieurs considérations méthodologiques notamment la nature relative des scores individuels utilisés dans cette étude qui intègrent déjà une cohérence sectorielle. Également, ce choix permet de garantir une approche plus transparente et d'éviter les biais ou ambiguïtés liés à la méthodologie du ESG combined score qui reste en partie opaque. Par exemple, SP Global applique des pondérations spécifiques aux dimensions E, S et G dans le calcul de l'ESG combined score mais ces pondérations ne sont ni totalement accessibles ni explicitement documentées. Chaque agence applique des méthodologies propriétaires et ajuste ses pondérations en fonction

des secteurs, des régions ou de ses priorités analytiques car il n'existe pas de norme internationale universelle pour son élaboration. En utilisant une moyenne simple, nous nous assurons que chaque dimension contribue de manière égale au score final sans introduire de complexité méthodologique. Par ailleurs, nos modèles incluent des effets fixes pour les secteurs et les régions géographiques ce qui neutralise déjà les variations systématiques liées à ces dimensions. Ces ajustements rendent redondantes les corrections sectorielles implicites du ESG combined score. Ainsi, en choisissant de travailler avec une moyenne simple des trois dimensions, nous adoptons une méthode plus directe, compréhensible et cohérente avec les ajustements appliqués dans nos modèles.

Détaillons maintenant nos effets fixes. Premièrement, les effets fixes liés à l'ancienneté, s'appuient sur l'argument selon lequel les orientations fondatrices des entreprises diffèrent en fonction des contextes économiques et géopolitiques de leur création. En effet, nous observons une tendance claire selon laquelle les entreprises plus âgées affichent des scores ESG plus élevés.

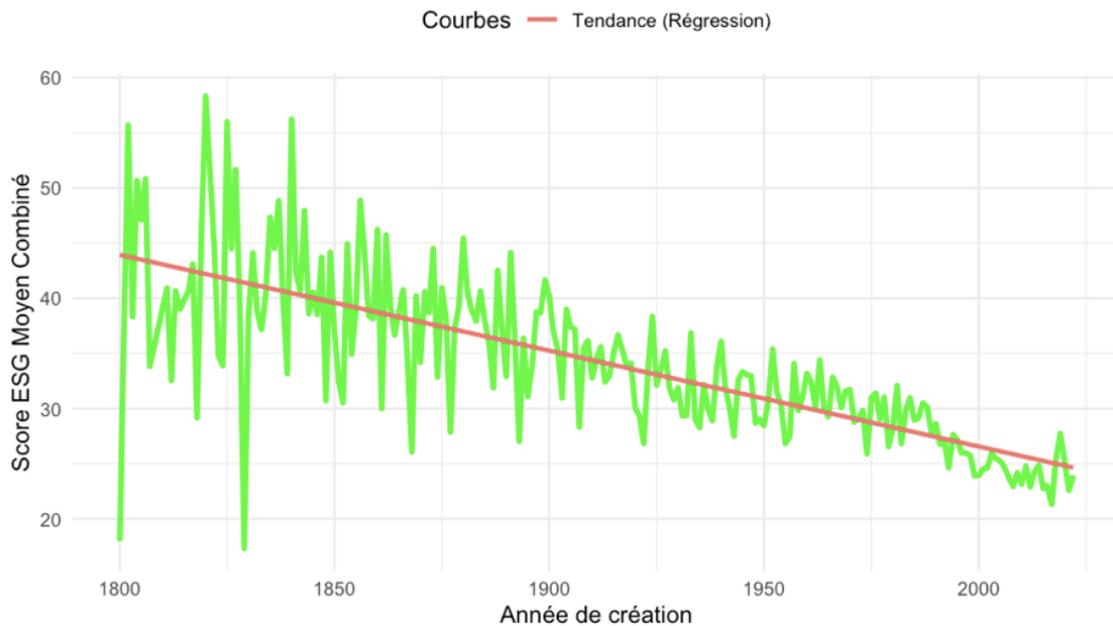


Figure 2.1: Moyenne combinée des scores ESG par année de création

De plus, les entreprises versant les dividendes les plus élevés à l'échelle mondiale sont souvent des sociétés établies de longue date. Par exemple, Johnson & Johnson, fondée

en 1886, se classe au 5^e rang mondial en termes de dividendes versés, avec environ 11.5 milliards de dollars distribués en 2023. De même, Chevron Corporation, créée en 1879, occupe la 6^e place, ayant versé 10.5 milliards de dollars à ses actionnaires. Procter & Gamble, entreprise datant de 1837, se situe au 7^e rang, avec 9 milliards de dollars de dividendes distribués. Ces exemples illustrent comment des entreprises avec une longue histoire parviennent à maintenir des politiques de distribution généreuses, grâce à des flux de trésorerie stables et à des opportunités d'investissement plus limitées caractéristiques de leur maturité. De plus, nous avons jugé pertinent d'inclure cet effet fixe lié à l'ancienneté car la variable de contrôle "Taille firme" ne capture pas pleinement cette dimension. En effet, la corrélation entre l'ancienneté et la taille de la firme est relativement faible et négative (-0.21). Par conséquent, pour mieux isoler l'effet de l'ancienneté, nous avons utilisé les 4 quantiles d'ancienneté développés précédemment comme effet fixe.

Les effets fixes géographiques jouent un rôle aussi important pour contrôler les différences structurelles et institutionnelles liées aux localisations des entreprises au sein de notre échantillon (couvrant l'Asie-Pacifique, les États-Unis, le Canada et l'Europe). Entre 2015 et 2023, ces régions ont évolué dans des environnements économiques et réglementaires différents influençant leurs priorités en matière de durabilité et de finances. En Chine, l'année 2020 a marqué un tournant avec l'annonce par le président Xi Jinping de l'objectif d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2060. Cette initiative a poussé les entreprises comme Sinopec et PetroChina à intégrer davantage de pratiques durables. De nombreuses entreprises chinoises continuent de se concentrer sur des investissements dans des secteurs stratégiques tout en intégrant progressivement des pratiques ESG. En Australie, des réglementations ESG plus strictes ont émergé après 2018, avec la mise en œuvre du Modern Slavery Act, qui oblige les grandes entreprises à rendre compte des risques de violations des droits humains dans leurs chaînes d'approvisionnement. Cette législation a incité des entreprises comme BHP à adopter des politiques ESG plus fortes notamment en matière de conditions de travail et de pratiques environnementales. Toutefois, malgré ces avancées, le secteur minier reste un pilier économique australien et les entreprises

privilégient souvent des approches progressives pour ne pas compromettre leur compétitivité à court terme. En Amérique du Nord, des différences entre les États-Unis et le Canada sont effectivement notables. Par exemple, aux États-Unis, l'absence d'une régulation ESG uniforme au niveau fédéral a permis une grande flexibilité pour les entreprises. Tesla, par exemple, a investi massivement dans des initiatives durables pour répondre aux attentes du marché mais ces actions restent volontaires et non imposées par une régulation stricte. En revanche, au Canada, des politiques comme la taxe sur le carbone, introduite en 2019, ont encouragé des entreprises comme Enbridge à intégrer des pratiques ESG plus cohérentes et systématiques notamment en matière de réduction des émissions.

Les effets fixes sectoriels capturent les spécificités propres à chaque industrie. Par exemple, dans le secteur énergétique, les entreprises européennes sont soumises à des réglementations strictes comme celles imposées par le Green Deal de l'Union européenne, qui vise à réduire les émissions de gaz à effet de serre de 55% d'ici 2030. Cela pousse ces entreprises à investir massivement dans les énergies renouvelables ce qui se reflète dans leurs scores ESG souvent plus élevés. En revanche, dans le secteur technologique, des entreprises comme Facebook (Meta) sont notées plus sévèrement en ESG à cause des controverses sur la confidentialité des données. En ce qui concerne les dividendes, les entreprises des services publics, comme Duke Energy, affichent des taux de distribution proches de 70% de leurs bénéfices, ce qui est typique des secteurs avec des flux de trésorerie stables. À l'opposé, les entreprises technologiques comme Alphabet (Google) ou Amazon ne distribuent pas de dividendes, préférant réinvestir leurs bénéfices dans la croissance. Également, les cycles économiques influencent différemment chaque industrie. Par exemple, en 2020, pendant la pandémie de COVID-19, les entreprises du secteur du luxe ont vu une chute drastique de leur chiffre d'affaires (jusqu'à -23% pour LVMH), ce qui a affecté leur politique de dividendes. En revanche, les entreprises des biens de consommation de base, comme Procter & Gamble, ont maintenu voire augmenté leurs dividendes (+6% en 2020).

Enfin, les effets fixes temporels capturent les variations globales entre les années de notre échantillon. Durant notre période d'échantillonnage (2015 à 2023), des événements réglementaires et des chocs économiques se sont succédé et ont affecté toutes les entreprises du monde. En 2015, l'Accord de Paris a défini des objectifs de réduction du carbone. Par conséquent, de nombreuses entreprises ont été contraintes de renforcer leurs engagements ESG pour répondre aux attentes des parties prenantes. En outre, en 2020, la pandémie de COVID-19 a engendré un choc macroéconomique majeur, faisant chuter le PIB mondial de 4.9%. Cela aussi perturbé les chaînes d'approvisionnement du monde entier et la volatilité des marchés financiers. De nombreuses entreprises ont suspendu ou réduit les dividendes pour garantir leur stabilité financière. Parallèlement, les attentes ESG ont évolué, la pandémie ayant éclairée sur l'importance des pratiques sociales (protection des employés, initiatives communautaires).

2.1.2 Résultats de l'ESG moyen

Table 2.1: Résultats des régressions pour l'ESG moyen sans et avec les effets fixes

Variables	Log(DPA)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constante	-5.298***	-4.311***	-3.345***	-3.311***	-3.945***
ESG moyen	0.015***	0.009***	0.004***	0.004***	0.004***
Opportunité d'inv.	-0.011***	-0.007***	-0.007***	-0.006***	-0.008***
Ratio d'endettement	1.492***	1.540***	-0.039	0.080	0.065
Ratio de levier	-0.058***	-0.041***	-0.019***	-0.035***	-0.036***
Ratio de liquidité	0.071***	0.075***	0.042***	0.040***	0.037***
ROA	0.064***	0.075***	0.047***	0.048***	0.052***
Taille firme	0.185***	0.161***	0.093***	0.092***	0.116***
EF Ancienneté		✓	✓	✓	✓
EF Géographie			✓	✓	✓
EF Secteur				✓	✓
EF Temps					✓
R^2	0.15	0.23	0.40	0.41	0.42
n	7,815	7,167	7,167	7,164	7,164
N	26,092	23,804	23,804	23,793	23,793

L'analyse des résultats montre un impact significatif des effets fixes (EF) sur la relation

entre les scores ESG moyens et les dividendes par action. Sans les effets fixes, une augmentation de 1 point dans le score ESG moyen est associée à une hausse d'environ 1.5% des dividendes par action, toutes choses égales par ailleurs. Autrement dit une hausse de près de 30% si l'on considère une variation d'un écart-type du score ESG (21.40). Cependant, lorsque que tous les effets fixes sont inclus dans le modèle, le coefficient ESG moyen est considérablement réduit. Cette atténuation (proche d'un facteur 5) indique que les effets fixes expliquent une part importante de la variance initialement attribuée aux scores ESG. En effet, dans cette configuration, une hausse d'un écart-type du score ESG moyen est associée à une hausse d'environ 6.4% du dividende par action.

Toutefois, même si le coefficient diminue avec l'ajout des effets fixes, il demeure positif et significatif, confirmant ainsi une relation de complémentarité entre les critères ESG et les dividendes dans la politique de distribution.

Parmi les effets fixes, l'ancienneté de l'entreprise et sa localisation géographique sont ceux qui atténuent le plus l'effet des scores ESG. Les effets fixes liés au temps et au secteur sont, quant à eux, quasi nuls sur le coefficient ESG moyen. L'impact limité du temps peut être attribué à la durée relativement courte de notre échantillon qui ne permet pas de capturer des tendances ESG structurelles ou évolutives à long terme. Pour le secteur, l'absence d'effet notable suggère que l'influence des scores ESG sur les dividendes n'est pas systématiquement propre à un secteur particulier mais plutôt répartie de manière homogène entre les différents secteurs d'activité.

L'ajout des effets fixes améliore significativement la qualité explicative du modèle, avec un R^2 passant de 0.15 sans effets fixes à 0.42 une fois ceux-ci inclus. Ce saut indique que les EF capturent des composantes essentielles de la variabilité des dividendes, notamment des facteurs structurels ou régionaux qui échappaient au modèle initial.

De manière générale, les variables de contrôle présentent toutes le signe attendu conformément aux développements effectués dans la partie dédiée à la description des variables. Concernant le ratio d'endettement, bien que des incertitudes subsistent, celui-ci est positif et significatif lors des deux premières régressions. Cependant, il devient non significatif dans les trois dernières régressions indiquant que son effet s'atténue une fois

les effets fixes.

2.1.3 Résultats des dimensions ESG

Regardons maintenant l'effet plus en détail. Pour cela, nous allons utiliser le même modèle que précédemment en remplaçant ESG moyen par les trois scores.

$$\log(DPA_{i,t}) = \beta_1 \text{Score_Environnemental}_{i,t} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it} + \lambda_a + \gamma_g + \lambda_{s(i)} + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

$$\log(DPA_{i,t}) = \beta_1 \text{Score_Social}_{i,t} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it} + \lambda_a + \gamma_g + \lambda_{s(i)} + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

$$\log(DPA_{i,t}) = \beta_1 \text{Score_Gouvernance}_{i,t} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it} + \lambda_a + \gamma_g + \lambda_{s(i)} + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

Table 2.2: Résultats des régressions pour chaque dimension sans et avec les effets fixes

Variables	Log(DPA)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-5.269***	-3.779***	-5.680***	-4.015***	-5.225***	-4.077***
Score Environnemental	0.013***	0.005***				
Score Social			0.009***	0.002***		
Score Gouvernance					0.018***	0.002***
Opportunité d'inv.	-0.011***	-0.007***	-0.007***	-0.007***	-0.011***	-0.008***
Ratio d'endettement	1.545***	0.059	1.548***	0.075	1.362***	0.075
Ratio de levier	-0.058***	-0.035***	-0.061***	-0.037***	-0.057***	-0.037***
Ratio de liquidité	0.071***	0.038***	0.069***	0.037***	0.069***	0.037***
ROA	0.066***	0.052***	0.068***	0.053***	0.059***	0.053***
Taille firme	0.185***	0.102***	0.225***	0.125***	0.174***	0.128***
EF Ancienneté		✓		✓		✓
EF Géographie		✓		✓		✓
EF Secteur		✓		✓		✓
EF Temps		✓		✓		✓
R ²	0.15	0.42	0.14	0.42	0.16	0.42
n	7,815	7,164	7,815	7,164	7,815	7,164
N	26,092	23,793	26,092	23,793	26,092	23,793

L'analyse confirme la tendance observée dans le tableau 2.12 avec l'ESG moyen, selon laquelle l'ajout des effets fixes entraîne une diminution des coefficients associés aux

scores environnemental, social et de gouvernance dans leur relation avec les dividendes par action. Toutefois, malgré cette atténuation, ces scores demeurent positifs et statistiquement significatifs. Leur influence sur les politiques de dividendes des entreprises persiste donc même après contrôle des effets fixes.

Parmi les trois dimensions de l'ESG, le score de gouvernance est le plus affecté par l'ajout des effets fixes. Avant leur inclusion, une augmentation d'un écart-type (17.00) était associée à une hausse de 29% des dividendes par action. Après ajustement, cet effet est quasiment nul, ne représentant plus qu'une augmentation de 1.7%. Ce déclin suggère que l'effet apparent de la gouvernance sur les dividendes est en grande partie absorbé par les effets fixes.

En revanche, le score environnemental se distingue par son influence plus marquée. Une augmentation d'un écart-type de ce score est associée à une hausse de 10.7% des dividendes par action, soit un effet cinq fois supérieur à celui du score de gouvernance après ajustement pour les effets fixes.

Cependant, il est intéressant de noter que, bien que le score environnemental ait l'impact le plus fort sur les dividendes, il n'est pas en moyenne le plus élevé parmi les trois dimensions ESG. Il présente néanmoins l'écart-type le plus important. Ces observations pourraient indiquer qu'il est plus difficile pour les entreprises d'obtenir des scores environnementaux élevés ou de les améliorer. Cela pourrait s'expliquer par des exigences environnementales souvent plus coûteuses et complexes à satisfaire en comparaison avec les dimensions sociales ou de gouvernance. Les entreprises accordent donc une priorité d'investissement de leur bénéfice plus importante aux attentes environnementales sûrement parce que ces efforts sont perçus comme plus directement valorisés par les actionnaires ou parce qu'ils répondent à des pressions réglementaires et sociétales plus fortes.

2.1.4 Résultats par quantile et par géographie

Compte tenu des résultats obtenus, nous avons décidé d'approfondir notre analyse sur les deux effets les plus forts : l'ancienneté et la géographie.

Table 2.3: Statistiques descriptives résumées par ancienneté et géographie

Panel A : Ancienneté

Quartile	Variable	Min	Max	Moy.	Méd.	É.-T.
Q1	Log DPA	-6.32	2.30	-0.98	-0.90	1.33
	ESG moyen	0	95	39.99	37	19.57
Q2	Log DPA	-6.34	2.30	-1.78	-1.63	1.64
	ESG moyen	0	95	32.52	29	17.82
Q3	Log DPA	-6.34	2.29	-2.44	-2.53	1.73
	ESG moyen	0	96	28.16	26	15.98
Q4	Log DPA	-6.34	2.29	-2.34	-2.47	1.81
	ESG moyen	1	93	25.50	23	13.56

Panel B : Géographie

Région	Variable	Min	Max	Moy.	Méd.	É.-T.
Asie-Pacifique	Log DPA	-6.34	2.27	-2.51	-2.39	1.50
	Score ESG Combiné	0	96	29.34	26	17.95
Europe	Log DPA	-6.31	2.30	-0.83	-0.73	1.39
	Score ESG Combiné	0	94	42.55	39	18.90
USA et Canada	Log DPA	-5.51	2.29	-0.30	-0.20	1.08
	Score ESG Combiné	0	91	31.90	28	14.52

Dans l'analyse de l'ancienneté des entreprises par rapport à leurs performances en termes de dividendes par action et de scores ESG, nous observons une tendance générale où les entreprises plus récentes affichent en moyenne des dividendes et des scores ESG plus faibles. Cependant, une exception notable est observée dans le troisième quartile où les dividendes par action atteignent le niveau le plus bas en moyenne.

Sur le plan géographique, les entreprises nord-américaines se distinguent par des dividendes par action relativement élevés, suivies de près par celles européennes. En revanche, les entreprises asiatiques affichent des dividendes nettement inférieurs. Concernant les scores ESG, l'Europe a des valeurs particulièrement élevées, notamment dues à la forte réglementation européenne évoquée plus haut. Les scores ESG en Asie et en

Amérique du Nord présentent des niveaux comparables.

Table 2.4: Résultats par quantile

Variables	Log(DPA)			
	Q1	Q2	Q3	Q4
Constante	-5.705***	-5.120***	-4.864***	-4.211***
ESG moyen	-0.001	0.000	0.004***	0.010***
Opportunité d'inv.	-0.004***	-0.005***	-0.004***	-0.004***
Ratio d'endettement	-0.249***	-0.009	0.038	0.444***
Ratio de levier	-0.036***	-0.036***	-0.023***	0.028**
Ratio de liquidité	0.046***	0.034***	-0.005	-0.030***
ROA	0.045***	0.054***	0.096***	0.079***
Taille firme	0.235***	0.181***	0.102***	0.043**
EF Géographie	✓	✓	✓	✓
EF Secteur	✓	✓	✓	✓
EF Temps	✓	✓	✓	✓
R^2	0.31	0.32	0.44	0.42
n	2,300	2,241	1,856	1,176
N	12,231	9,940	7,320	3,947

L'analyse segmentée de l'échantillon en quatre quantiles basés sur l'ancienneté des entreprises révèle des résultats intéressants.

Premièrement, pour les entreprises les plus établies Q1 et Q2 (les figures 4 et 5 en annexe illustrent la répartition géographique des données pour ces quantiles), le lien entre les dividendes distribués et le score ESG moyen n'est pas statistiquement significatif au seuil de 10%. Ces entreprises, plus anciennes donc, gèrent leurs politiques de dividendes et leurs scores ESG de manière indépendante corroborant avec l'hypothèse initiale d'indépendance. Les entreprises établies depuis longtemps pourraient être moins influencées par les pressions actuelles pour aligner les pratiques financières avec les critères ESG.

Pour les entreprises plus récentes Q3 et Q4 (les figures 6 et 7 en annexe illustrent la répartition géographique des données pour ces quantiles), en revanche, le coefficient associé à l'ESG moyen est positif et significatif, indiquant l'existence d'une corrélation positive entre les politiques de redistribution des dividendes et les performances ESG. En

effet, leur adaptation ou leur orientation stratégique sont plus moderne. Les nouvelles entreprises intègrent activement des considérations ESG dans leurs décisions financières possiblement pour répondre aux attentes croissantes des parties prenantes concernant la responsabilité sociale et environnementale car elles n'ont eu le temps d'asseoir leur réputation ou de démontrer leur solidité financière sur une longue période. Elles doivent donc compenser ce déficit de crédibilité par une stratégie qui met en avant des valeurs modernes et alignées avec les préoccupations sociétales actuelles.

La divergence dans les philosophies d'entreprise est également visible dans la gestion des variables de contrôle telles que les ratios d'endettement et de levier. Les entreprises plus anciennes affichent une certaine réticence à augmenter leurs dividendes si leur endettement augmente. Contrairement aux entreprises plus récentes qui n'hésitent pas continuer leur politique de dividende. De même, l'utilisation du levier financier chez les entreprises plus anciennes témoigne également d'une approche conservatrice distincte. Plutôt que de s'appuyer sur l'augmentation du levier pour financer les dividendes, ces entreprises tendent à maintenir un équilibre prudent entre capital emprunté et propres réserves. Ce comportement contraste avec celui des entreprises plus récentes, qui, en adoptant des structures de capital plus risquées, semblent privilégier l'expansion rapide et l'augmentation des retours aux actionnaires à court terme.

En ce qui concerne le ratio de liquidité, les entreprises établies de longue date tendent à le maintenir à un niveau élevé principalement pour assurer la couverture régulière de leurs distributions de dividendes. Cette stratégie garantit une certaine sécurité financière en permettant à ces entités de répondre promptement à leurs obligations envers les actionnaires sans compromettre leur capacité opérationnelle. À l'inverse, les entreprises plus jeunes voient dans leur liquidité un moyen flexible de soutenir des opportunités d'expansion comme le lancement de nouveaux produits ou l'entrée sur de nouveaux marchés.

Nous analysons maintenant les résultats obtenus à partir de l'échantillon segmenté selon la géographie (les figures 8, 9 et 10 en annexe illustrent la répartition par quantiles des données selon la géographie). Une première observation met en évidence une convergence significative entre l'Amérique du Nord et l'Europe en ce qui concerne les coef-

Table 2.5: Résultats par géographie

Variables	Log(DPA)		
	Asie-Pacifique	Europe	USA et Canada
Constante	-3.138***	-6.793***	-4.823***
ESG moyen	0.004***	-0.003**	-0.002*
Opportunité d'inv.	0.004***	-0.006***	-0.004***
Ratio d'endettement	-0.222***	-0.047	0.592***
Ratio de levier	-0.027***	0.018***	-0.031***
Ratio de liquidité	0.039***	0.017	-0.006
ROA	0.074***	0.088***	0.056***
Taille firme	0.077***	0.363***	0.261***
EF Ancienneté	✓	✓	✓
EF Secteur	✓	✓	✓
EF Temps	✓	✓	✓
R^2	0.23	0.18	0.24
n	4,955	1,311	1,307
N	20,222	6,369	6,847

ficients des variables explicatives, notamment celui du score ESG moyen. Dans ces deux régions, les coefficients présentent des valeurs presque identiques, indiquant une relation de substitution. Plus précisément, une augmentation d'un point du score ESG est associée à une diminution d'environ 0.3% du dividende par action. Les entreprises orientent ainsi leurs bénéfices soit vers les dividendes, soit vers des initiatives ESG. Cette similarité entre les deux régions est particulièrement notable compte tenu des divergences contextuelles notamment en matière de cadre réglementaire. L'Europe comme nous l'avons mentionné, caractérisée par des normes ESG plus strictes, présente une moyenne du score ESG significativement plus élevée que celle de l'Amérique du Nord. Toutefois, malgré ces différences structurelles, les entreprises des deux régions semblent alignées dans leur approche de gestion des arbitrages entre durabilité et redistribution.

En Asie-Pacifique, les résultats confirment notre hypothèse de complémentarité, avec un coefficient positif et significatif pour le score ESG moyen. Concrètement, une augmentation d'un point dans ce score est associée à une hausse de 0.4% du dividende par action.

Cette similitude des coefficients, comparables à ceux obtenus dans l'analyse globale sans segmentation, peut s'expliquer par la représentativité majeure des entreprises asiatiques dans notre échantillon, qui compte 20,222 entités asiatiques contre seulement 6,369 en Europe et 6,847 aux États-Unis.

Les divergences dans les stratégies de gestion financière se manifestent également à travers l'analyse des variables de contrôle notamment en ce qui concerne l'endettement et la gestion des dettes. Par exemple, en Asie, une augmentation du niveau d'endettement entraîne une réduction des dividendes, traduisant une approche prudente où les entreprises privilégient le remboursement de la dette avant la redistribution aux actionnaires. À l'inverse, en Amérique du Nord, les entreprises semblent maintenir leur politique de dividendes même face à une hausse de leur niveau d'endettement.

Pour approfondir l'interprétation des coefficients, nous avons décidé de décomposer les quantiles selon la géographie (Voir en annexe tableaux 1, 2 et 3). Cette analyse permet de mieux comprendre les variations régionales et leur influence sur les résultats globaux.

En particulier, nous observons que le coefficient non significatif de Q1 dans la régression globale s'explique par des contributions contrastées selon les régions. Les résultats montrent que le coefficient pour Q1 États-Unis et Canada est similaire à celui de la régression moyenne. De plus, les coefficients significatifs mais de signes opposés pour Q1 Asie (0.003***) et Q1 Europe (-0.004***) se neutralisent en partie dans la moyenne globale rendant le coefficient global non significatif. Pour le quantile Q2, l'Asie prédomine largement dans l'échantillon avec 6 363 observations, contre 1 544 pour l'Europe et 2 033 pour les États-Unis et le Canada. Cette prédominance se reflète dans l'effet moyen, où l'Asie contribue à 64% de l'échantillon total. Le coefficient global de Q2 est non significatif. En effet, le coefficient pour l'Asie, qui domine l'échantillon, est également non significatif (-0.001), tout comme celui des États-Unis et du Canada (0.003). Bien que le coefficient pour l'Europe soit positif et significatif (0.007***), son poids dans l'échantillon est trop faible pour influencer significativement la moyenne globale. Pour le quantile Q3, l'effet est fortement négatif et significatif en Europe (-0.008***) et aux États-Unis et Canada

(-0.010***), indiquant une relation négative claire dans ces régions. Cependant, l'Asie domine largement cet échantillon, représentant 72% des observations pour Q3. Le coefficient pour l'Asie est positif et significatif (0.003***) montrant une gestion différente dans cette région. Enfin pour le quantile Q4, l'Asie représente également plus de 70% de l'échantillon, exerçant une influence majeure sur le coefficient moyen. Bien que les coefficients pour l'Europe (0.001) et les États-Unis et Canada (-0.007) soient non significatifs, ils ne parviennent pas à compenser l'effet positif et significatif observé en Asie (0.014***).

Table 2.6: Validation des hypothèses par quantile et par géographie

Hypothèses	Région	Quantiles			
		Q1	Q2	Q3	Q4
Complémentarité	Asie-Pacifique	✓		✓	✓
	Europe		✓		
	USA et Canada				
Substitution	Asie-Pacifique				
	Europe	✓		✓	
	USA et Canada			✓	
Indépendance	Asie-Pacifique		✓		
	Europe				✓
	USA et Canada	✓	✓		✓

Pour résumé, les résultats mettent en évidence des différences régionales et structurelles dans les relations entre ESG et dividendes. L'Asie-Pacifique se distingue par une prédominance de la complémentarité surtout pour les entreprises les plus anciennes et les plus récentes. En revanche, l'Europe valide des hypothèses variées selon l'ancienneté. Enfin, en Amérique du Nord, l'indépendance domine, à l'exception des entreprises récentes, où une relation de substitution significative est observée.

2.1.5 Comparaisons entre le log(DPA) et le dividend yield

La variable préconstruite du *dividend yield* dans S&P Global IQ repose sur les critères suivants : "Pour les entreprises domiciliées aux États-Unis ou au Canada, elle correspond

au dividende le plus récent annualisé et exprimé en pourcentage du prix de l'action. Pour les entreprises situées en dehors de ces pays, elle est calculée comme les dividendes effectifs annuels cumulés exprimés en pourcentage du prix de l'action".

Comme mentionné dans la partie 1.1 Présentation des variables, il est nécessaire de choisir un jour précis au cours de l'année civile pour établir ce ratio. Nous avons retenu le dernier jour de l'année civile, soit le 31 décembre. Ce choix repose sur plusieurs considérations pratiques et méthodologiques.

D'une part, le 31 décembre correspond à une date standardisée fréquemment utilisée dans les analyses financières car elle marque la fin de l'année fiscale pour de nombreuses entreprises. Cela en fait une référence cohérente et comparable à travers différents secteurs et régions.

D'autre part, en analyse financière, le prix de clôture à cette date est souvent considéré comme un indicateur représentatif de la valeur d'une action encapsulant les performances et les attentes du marché sur l'ensemble de l'année écoulée. En l'absence d'informations sur les dates spécifiques de distribution des dividendes, ce prix nous permet de lier raisonnablement le montant des dividendes versés au cours de l'année avec une valeur de marché stable et facilement accessible.

Enfin, ce choix limite les biais potentiels liés à une sélection subjective d'autres dates (par exemple, un jour quelconque en milieu d'année ou un jour où des événements exceptionnels auraient pu affecter le marché).

À des fins de comparaisons, nous avons décidé de mettre en place quatre modèles afin de comparer l'impact des variables dépendantes et des spécifications des effets fixes :

- **Modèles incluant uniquement des effets fixes par entité (entreprises) :**

1. *Dividend yield* comme variable dépendante :

$$\log(\text{Dividend_Yield}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG_moyen}_{i,t} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

2. *Dividende par action (DPA)* comme variable dépendante :

$$\log(\text{DPA}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG_moyen}_{i,t} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

- **Modèles incluant les effets fixes utilisés précédemment :**

1. *Dividend yield* comme variable dépendante :

$$\log(\text{Dividend_Yield}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG_moyen}_{i,t} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it} + \lambda_a + \gamma_g + \lambda_{s(i)} + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

2. *Dividende par action (DPA)* comme variable dépendante :

$$\log(\text{DPA}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG_moyen}_{i,t} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it} + \lambda_a + \gamma_g + \lambda_{s(i)} + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

L'inclusion d'effets fixes uniquement par entité (α_i) permet de rendre comparables le dividende par action (DPA) et le *Dividend Yield* car elle neutralise les différences structurelles entre entreprises qui influencent simultanément ces deux variables. En effet, le *Dividend Yield* dépend non seulement du DPA mais aussi du prix des actions, qui varie selon des caractéristiques spécifiques à chaque entreprise, telles que la perception du risque, la croissance attendue ou la liquidité du titre. Ces facteurs, propres à chaque entité, peuvent introduire des biais lorsqu'on compare directement le DPA et le *Dividend Yield*. En intégrant des effets fixes par entité, le modèle contrôle pour ces influences spécifiques, permettant d'isoler les variations temporelles qui affectent le DPA et le *Dividend Yield* de manière comparable. Cela garantit que les différences observées entre les deux mesures sont davantage attribuables à des facteurs économiques ou financiers significatifs et non à des particularités structurelles propres aux entreprises. Les deux modèles supplémentaires, incluant les mêmes effets fixes que précédemment ont été élaborés à des fins de comparaison avec nos analyses.

En comparant les résultats des régressions, nous observons des similarités et des différences intéressantes dans les signes des coefficients entre les modèles utilisant le *Dividend Yield* et ceux basés sur le *dividende par action (DPA)*. Certaines variables, comme l'ESG moyen et les opportunités de croissance conservent des signes identiques dans les deux configurations. L'ESG moyen, par exemple, affiche un effet positif et significatif dans tous les modèles, ce qui indique qu'un score ESG élevé est associé à des politiques de dividendes plus généreuses, qu'elles soient mesurées via le DPA ou le *Dividend Yield*. En

Table 2.7: Résultats de régression selon le log(DPA) et le Dividend Yield

Variables	Dividend Yield	Log(DPA)	Dividend Yield	Log(DPA)
Constante			3.455***	-3.945***
ESG moyen	0.006***	0.003***	0.010***	0.004***
Opportunité d'inv.	-0.009***	-0.002***	-0.013***	-0.008***
Ratio d'endettement	0.150	-0.388***	1.120***	0.065
Ratio de levier	-0.012	-0.037***	0.006	-0.036***
Ratio de liquidité	-0.011	0.011***	-0.003	0.037***
ROA	0.037***	0.070***	-0.007	0.052***
Taille firme	0.395***	0.719***	-0.029**	0.116***
EF Entités	✓	✓		
EF Ancienneté			✓	✓
EF Secteur			✓	✓
EF Temps			✓	✓
R^2	0.01	0.29	0.13	0.42
n	7,427	7,815	6,774	7,164
N	21,001	26,092	18,887	23,793

revanche, les opportunités de croissance ont systématiquement un effet négatif, soulignant que les entreprises avec un fort potentiel de croissance préfèrent réinvestir leurs bénéfices plutôt que distribuer des dividendes.

Cependant, des divergences notables apparaissent pour d'autres variables. Par exemple, le ratio d'endettement est significativement négatif avec le DPA (-0.388^{***}) dans certains cas, tandis qu'il devient positif, voire non significatif, dans les modèles utilisant le *Dividend Yield*. Cette différence peut s'expliquer par la nature du *Dividend Yield*, qui est influencé par le prix de l'action, ce qui peut atténuer ou masquer les effets directs des obligations financières sur les distributions de dividendes. De même, le ratio de liquidité présente un signe négatif ou insignifiant avec le *Dividend Yield*, alors qu'il est systématiquement positif et significatif avec le DPA, reflétant une corrélation plus cohérente entre la liquidité disponible et la capacité à distribuer des dividendes.

En ce qui concerne le R^2 , la différence est encore plus marquée. Les modèles basés sur le DPA affichent des R^2 bien plus élevés allant jusqu'à 0.42, tandis que ceux utilisant le *Dividend Yield* plafonnent à 0.13. Cela signifie que les variables explicatives incluses dans

l'analyse expliquent beaucoup mieux les variations du DPA que celles du *Dividend Yield*. Cette différence peut s'expliquer par la sensibilité du *Dividend Yield* aux fluctuations du marché rendant sa relation avec les déterminants internes plus difficile à isoler. En revanche, le DPA, en tant que mesure directe de la politique de distribution, est moins influencé par les conditions de marché ce qui améliore la précision et la robustesse des modèles.

En conclusion, bien que le *Dividend Yield* soit utile pour des analyses liées à la perception des marchés, le DPA s'impose comme un indicateur plus fiable pour étudier les déterminants fondamentaux des politiques de dividendes comme dans le cadre de notre analyse.

2.2 Clustering

2.2.1 Explication théorique du fonctionnement

Dans cette section, nous avons entrepris une analyse empirique basée sur une méthode de classification non supervisée, en utilisant l'algorithme de k-means clustering. Cette démarche a pour objectif de segmenter un ensemble d'entreprises selon leurs caractéristiques financières et ESG, afin d'explorer l'hétérogénéité dans leurs comportements concernant la distribution de dividendes et leur performance en matière de durabilité. L'utilisation du k-means clustering permet ainsi de mettre en évidence des groupes d'entreprises partageant des similarités, révélant des tendances et des dynamiques spécifiques qui pourraient être masquées dans une analyse globale.

Un point clé de cette approche est la transformation préalable des données de panel en données transversales, une étape nécessaire pour rendre l'algorithme k-means applicable. Étant donné que le k-means repose sur l'hypothèse d'observations indépendantes à un instant donné, son utilisation sur des données longitudinales, comme les panels, n'est pas directement possible. Cette transformation garantit que les groupes formés reflètent des différences significatives dans les caractéristiques des entreprises à un moment donné,

plutôt que des évolutions temporelles.

L'algorithme de k-means clustering est une méthode de partitionnement qui divise un ensemble d'observations en k clusters distincts, tout en minimisant la variance intra-cluster. L'objectif principal est de regrouper des observations similaires dans des clusters de manière à ce que les membres d'un même cluster soient aussi proches que possible de leur centroïde. Un centroïde, noté μ_i , représente la moyenne des observations appartenant au cluster C_i .

$$J = \sum_{i=1}^k \sum_{x \in C_i} \|x - \mu_i\|^2$$

Où la fonction objective J représente la mesure à minimiser. Cette fonction est définie comme la somme des distances intra-cluster, où k désigne le nombre de clusters, C_i l'ensemble des observations appartenant au cluster i , et μ_i le centroïde du cluster i , calculé comme la moyenne des observations qui le composent. Chaque observation x dans un cluster C_i est évaluée en fonction de la distance euclidienne $\|x - \mu_i\|^2$, qui mesure son écart par rapport au centroïde μ_i :

$$\mu_i = \frac{1}{|C_i|} \sum_{x_j \in C_i} x_j$$

L'algorithme k -means suit une approche itérative. Il commence par une initialisation aléatoire des k centroïdes, puis alterne entre deux étapes principales :

- **Assignment** : Chaque observation x est assignée au cluster dont le centroïde est le plus proche, selon la distance euclidienne.

$$C_i = \{\mathbf{x}_j : \|\mathbf{x}_j - \mu_i\|^2 \leq \|\mathbf{x}_j - \mu_l\|^2, \forall l = 1, \dots, k\}$$

- **Mise à jour** : Les centroïdes sont recalculés en tant que moyenne des observations assignées à chaque cluster.

Ces deux étapes sont répétées jusqu'à ce que la convergence soit atteinte, c'est-à-dire lorsque les centroïdes ne changent plus ou que la réduction de la variance intra-cluster devient négligeable.

Pour identifier le nombre optimal de clusters k , nous avons appliqué la méthode du coude. Cette approche consiste à évaluer la somme des carrés des distances intra-cluster (Within-Cluster Sum of Squares, ou WSS) pour différents choix de k . La WSS mesure la compacité des clusters, c'est-à-dire à quel point les observations sont proches de leurs centroïdes respectifs.

En traçant la courbe de la WSS en fonction du nombre de clusters, on observe une diminution rapide de la WSS pour les premières valeurs de k , suivie d'une stabilisation progressive.

Le nombre optimal de clusters correspond à l'endroit où cette diminution devient marginale, formant un coude dans la courbe. Ce point marque le meilleur équilibre entre la compacité des clusters et la complexité du modèle, en évitant à la fois un sous-clustering (avec trop peu de clusters) et un sur-clustering (avec trop de clusters, qui risquerait de fragmenter inutilement les données).

Dans cette partie clustering, nous mènerons deux analyses distinctes pour explorer la segmentation des entreprises.

La première analyse, qui consiste à former des clusters en utilisant uniquement les variables de contrôle, se justifie par la nécessité d'identifier des regroupements basés sur les caractéristiques fondamentales des entreprises, indépendamment des variables directement liées à nos hypothèses de recherche. Cette approche permet de créer une segmentation initiale reflétant des dimensions générales, sans être influencée par les dynamiques spécifiques liées à la durabilité ou aux politiques de dividendes. En procédant ainsi, nous établissons une base neutre, mettant en évidence les différences structurelles ou financières générales entre les entreprises.

La seconde analyse se concentre spécifiquement sur les deux variables principales de notre recherche : le logarithme du dividende par action et le score ESG moyen. En structurant les clusters autour de ces deux dimensions, nous cherchons à mettre en évi-

dence des dynamiques spécifiques entre la politique de distribution de dividendes et les performances ESG. Cette double démarche permet ainsi de comparer les résultats issus des variables de contrôle avec ceux basés sur les variables d'intérêt, afin d'identifier des liens potentiels et des comportements différenciés liés aux critères ESG et aux pratiques de distribution des entreprises.

2.2.2 Clusters sur les variables explicatives

Pour la première analyse, la méthode du coude a initialement suggéré un nombre optimal de quatre clusters. Cependant, après une visualisation des regroupements (figure 11 présentée en annexe), il est apparu qu'un partitionnement en trois clusters offrait une solution plus cohérente pour notre analyse. Cette décision repose sur deux observations principales.

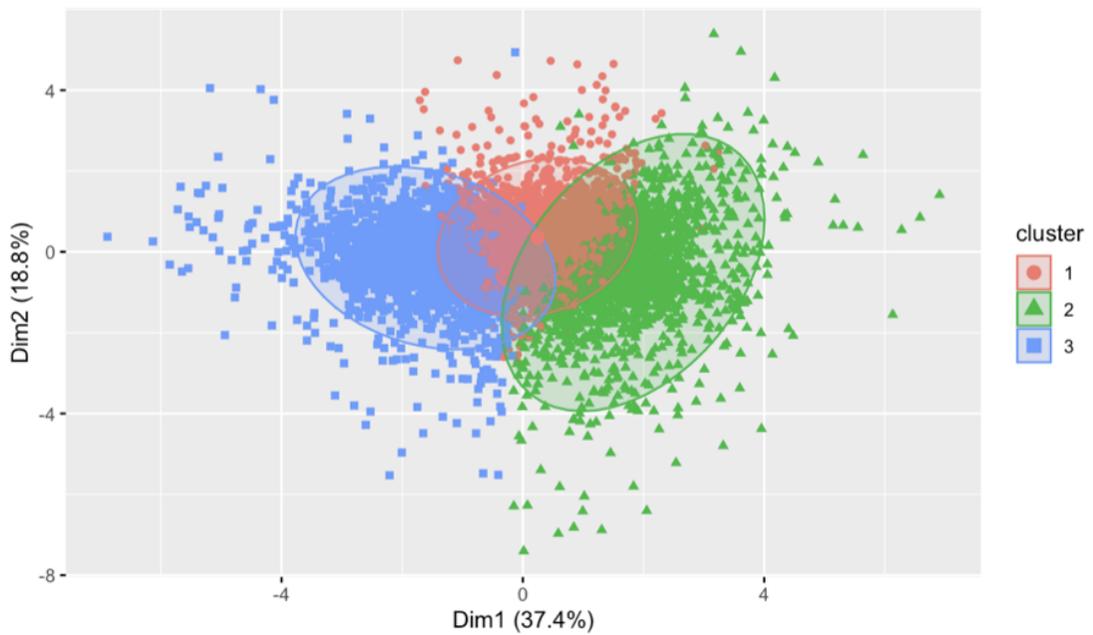


Figure 2.2: Nombre de clusters optimal selon les variables de contrôle

Premièrement, avec 3 clusters, la répartition des entreprises est plus homogène en termes de nombre d'entités par groupe, ce qui évite la création de clusters disproportionnés. En effet, dans le cas de 4 clusters, l'un des groupes identifiés (cluster 1) contenait un très

faible nombre d'entreprises, ce qui limitait sa pertinence analytique et pouvait suggérer un sur-clustering.

Deuxièmement, la réduction à 3 clusters conserve une structure claire et interprétable, tout en évitant une fragmentation excessive des données. Cela permet de mieux refléter les différences fondamentales entre les groupes identifiés, tout en garantissant que chaque cluster soit suffisamment représentatif pour apporter des conclusions.

Pour approfondir la compréhension des clusters et identifier les variables influençant leur répartition, nous avons réalisé une analyse en composantes principales (ACP). Cette méthode permet de réduire la dimensionnalité des données tout en conservant l'essentiel de l'information, facilitant ainsi l'interprétation des clusters.

La première étape a consisté à organiser les données sous la forme d'une matrice X , où chaque ligne correspond à une entreprise et chaque colonne à une variable financière. Avant d'appliquer l'ACP, nous avons procédé à un centrage des données en soustrayant la moyenne de chaque variable. Cette normalisation garantit que toutes les variables, indépendamment de leurs échelles, contribuent équitablement à l'analyse, évitant ainsi que certaines dimensions ne dominent artificiellement les résultats.

$$X_{\text{centré}} = X - \bar{X}$$

Où \bar{X} est le vecteur des moyennes des variables.

Nous avons ensuite calculé la matrice de covariance Σ pour évaluer les relations de covariance entre les différentes variables :

$$\Sigma = \frac{1}{n-1} X_{\text{centré}}^T X_{\text{centré}}$$

Cette matrice nous permet de comprendre quelles variables sont corrélées entre elles et dans quelle mesure elles varient conjointement entre les entreprises. Pour identifier les directions principales qui expliquent le plus de variance dans nos données, nous avons procédé à une décomposition en valeurs propres et vecteurs propres de cette matrice de covariance :

$$\Sigma = P \Lambda P^T$$

Où :

- P représente les vecteurs propres qui forment les nouvelles dimensions de notre espace,
- Λ est une matrice diagonale contenant les valeurs propres $\lambda_1, \lambda_2, \dots, \lambda_p$ représentant la variance expliquée par chaque composante.

En projetant les données centrées sur ces vecteurs propres, nous obtenons les composantes principales qui représentent une version réduite et simplifiée de nos données :

$$Z = X_{\text{centré}}P$$

Nous pouvons ainsi maintenant examiner les différentes composantes principales (PC) de nos clusters.

Composante Principale	Variance Expliquée (%)	Variance Cumulée
PC1	0.37	0.37
PC2	0.19	0.56
PC3	0.14	0.71
PC4	0.12	0.83
PC5	0.12	0.95
PC6	0.05	1.00

Table 2.8: Pourcentage de variance expliquée et variance cumulée par Composante Principale

Le tableau présente la répartition de la variance expliquée par chaque composante principale. Les deux premières dimensions, PC1 et PC2, expliquent ensemble 56% de la variance totale : 37% pour PC1 et 19% pour PC2. Cette proportion indique que ces deux axes capturent plus de la moitié de l'information contenue dans les données, ce qui justifie leur utilisation pour interpréter et visualiser les clusters. Les autres composantes principales (PC3 à PC6) apportent des contributions décroissantes, comprises entre 12% et 5% chacune. Ainsi, PC1 et PC2 suffisent pour représenter l'essentiel de la structure des données.

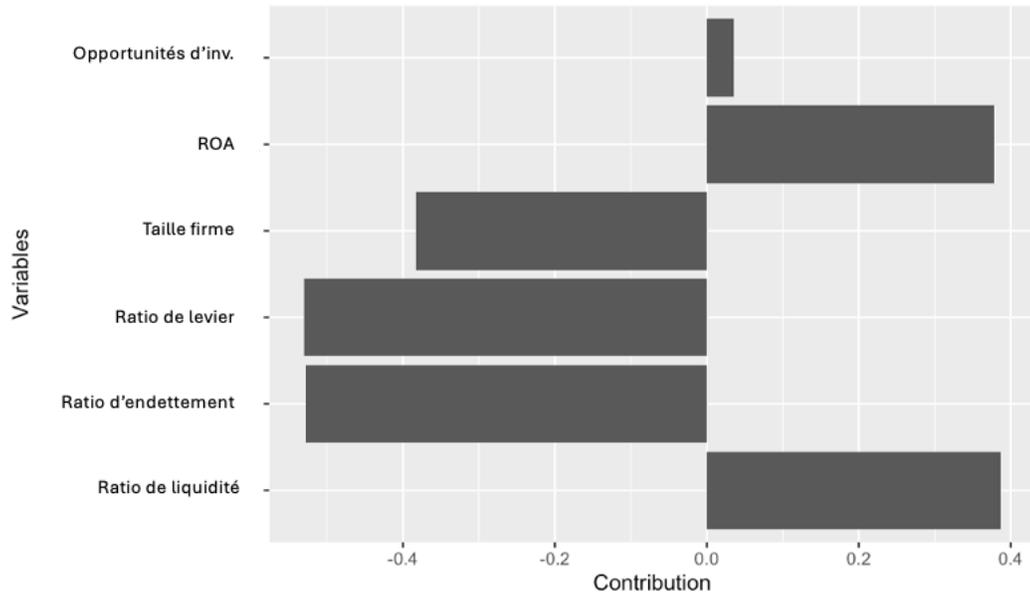


Figure 2.3: Contribution des variables à Dm1

La figure 2.3 illustre les variables ayant le plus influencé PC1. Les contributions majeures proviennent du ratio d'endettement et du ratio de liquidité, qui ont des effets significatifs et positifs. Cela montre que PC1 est fortement liée à des aspects de la gestion financière notamment l'endettement et la capacité de levier des entreprises. Le ratio de liquidité, la taille de l'entreprise et le ROA contribuent également de manière notable bien que dans une moindre mesure. Cette dimension prend donc également en compte la taille organisationnelle des entreprises, leur structure de capital et la performances opérationnelles. En revanche, la variable opportunités d'investissement a une influence faible sur PC1. Cette dimension ne capture ainsi pas directement la dynamique de croissance.

La figure 2.4 montre que PC2 est principalement influencée par les opportunités d'investissement avec une contribution négative marquée. Le ROA exerce également une influence significative reflétant la performance opérationnelle et la rentabilité. Par ailleurs, le ratio de liquidité apporte une contribution positive modérée, tandis que des variables comme le ratio d'endettement et le ratio de levier jouent un rôle plus marginal dans cette dimension.

L'analyse révèle donc que PC1 représente principalement des variations associées à la structure financière des entreprises en mettant l'accent sur leur endettement, leur liquidité

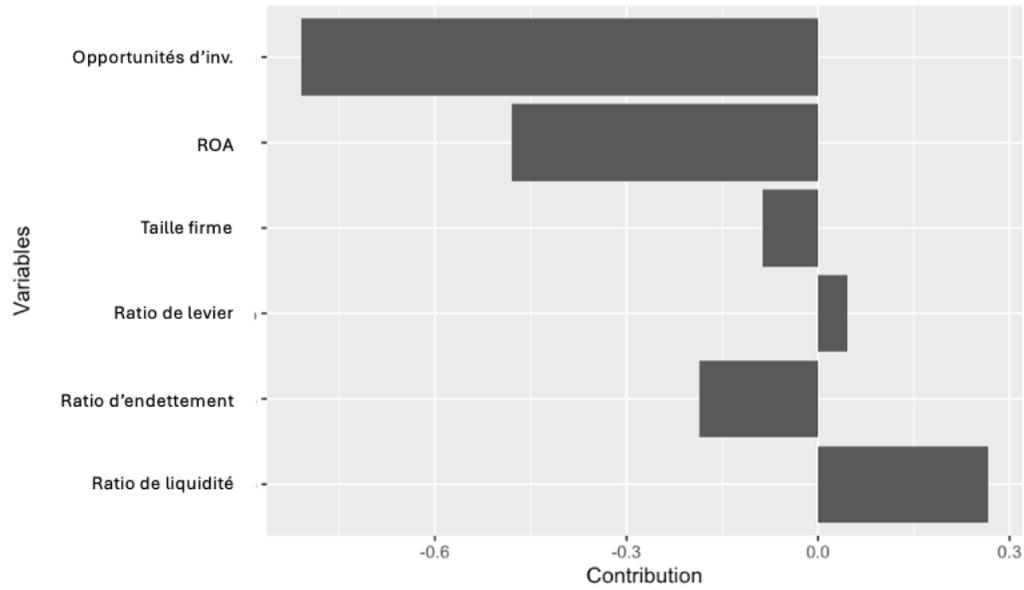


Figure 2.4: Contribution des variables à Dm2

et leur taille. À l'inverse, PC2 capture davantage les différences en matière de croissance et de rentabilité.

Dans ce tableau, nous présentons les statistiques descriptives de l'ensemble des variables pour chaque cluster, ce qui permet de mieux comprendre les critères qui ont conduit à la formation des clusters.

Le cluster 1 pourrait être identifié comme "Les Entreprises à Forte Rentabilité et Opportunités". En effet, celles-ci se démarquent par un niveau de rentabilité exceptionnel, avec un retour sur actifs nettement supérieur à celui des autres groupes, indiquant une efficacité importante dans l'utilisation de leurs ressources pour générer des bénéfices. Elles affichent également des opportunités d'investissement particulièrement attractives, renforçant leur potentiel de croissance. Par ailleurs, ces entreprises se caractérisent par un faible niveau d'endettement et une excellente liquidité. Leur capacité à maintenir un équilibre financier solide, tout en maximisant leur rentabilité, témoigne d'une stratégie axée sur l'optimisation des performances opérationnelles. Cependant, leur score ESG relativement faible suggère une orientation stratégique davantage centrée sur la performance

Cluster	Moyenne des variables		
	1	2	3
Variable dépendante			
Log(DPA)	-1.57	-1.53	-1.34
Variabes régression			
ESG moyen	27.68	34.02	38.35
Opportunités d'inv.	13.52	6.16	8.91
Ratio d'endettement	0.10	0.17	0.41
Ratio de levier	0.69	1.93	6.34
Ratio de liquidité	3.60	1.85	1.40
ROA	9.76	4.50	3.73
Taille firme	13.73	14.92	15.91
n	1,700	3,455	2,445
N	6,430	15,630	11,695

Table 2.9: Moyenne des variables par cluster (variables explicatives)

économique et la croissance immédiate, au détriment d'un engagement fort en matière de durabilité.

Le cluster 2 pourrait être qualifié comme "Les Entreprises à Équilibre Modéré", en raison de leur position intermédiaire sur plusieurs dimensions stratégiques. Ces entreprises adoptent une approche équilibrée, alliant une attention aux critères de durabilité à une gestion financière relativement prudente. Leur score ESG, plus élevé que celui des entreprises du cluster 1, reflète un engagement modéré envers des pratiques responsables bien que cela ne se traduise pas nécessairement par une rentabilité ou des opportunités d'investissement aussi marquées. Leurs ratios d'endettement et de liquidité, situés dans des niveaux moyens, indiquent une gestion financière qui cherche à maintenir un compromis entre la prise de risque et la stabilité. Ce positionnement stratégique traduit une volonté d'éviter les extrêmes.

Le cluster 3 pourrait être désigné comme "Les Grandes Entreprises à Haut Levier Financier", en raison de leur taille nettement supérieure à celle des autres groupes. Ces entreprises se distinguent par le score ESG moyen le plus élevé, témoignant d'un engagement plus important envers les critères de durabilité et d'une stratégie fortement axée

sur des pratiques responsables. Cependant, ce fort engagement s'accompagne d'un levier financier particulièrement élevé et de ratios d'endettement supérieurs, reflétant une dépendance forte à la dette pour financer leurs activités et leurs projets. Cette structure financière ambitieuse est associée à une faible liquidité et une rentabilité relative plus limitée.

Après avoir analysé la formation des clusters, l'étape suivante consiste à comparer les coefficients estimés (β) entre ces clusters. Cette comparaison vise à évaluer si les relations entre les variables explicatives et les dividendes varient significativement selon les groupes d'entreprises identifiés. Une telle analyse permet d'examiner comment les caractéristiques financières et les pratiques de durabilité influencent de manière différenciée les décisions de distribution de dividendes dans chaque segment d'entreprises.

Pour chaque cluster, nous avons appliqué un modèle de régression linéaire multiple identique à celui utilisé dans notre première analyse globale :

$$\log(DPA_{i,t}) = \beta_1 ESG_moyen_{i,t} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{k,it} + \lambda_a + \gamma_g + \lambda_{s(i)} + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

Pour "Les Entreprises à Forte Rentabilité et Opportunités" (cluster 1), le coefficient négatif et significatif associé au score ESG moyen indique une relation de substitution entre la durabilité et la politique de distribution des dividendes. Plus précisément, une augmentation de 1 point du score ESG moyen entraîne une diminution de 0.8% du dividende par action. Celle-ci suggère que ces entreprises, bien qu'elles soient financièrement performantes, arbitrent entre leurs engagements en matière de durabilité et leurs politiques de retour aux actionnaires. En d'autres termes, une hausse des investissements dans des initiatives ESG semble se faire au détriment des distributions de dividendes. Ce comportement peut être expliqué par une priorisation des ressources disponibles. Ces entreprises pourraient choisir de réallouer leurs bénéfices pour financer des projets durables en considérant ces investissements comme stratégiques pour renforcer leur compétitivité à long terme. Nous sommes donc ici sur un possible profil d'actionnaires où la préférence pourrait être orientée vers la création de valeur durable à long terme plutôt qu'un rendement immédiat sous forme de dividendes.

Variables	Log(DPA)		
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3
Constante	-4.549***	-3.880***	-5.160***
ESG Moyen	-0.008***	0.004***	0.006***
Opportunités d'inv.	-0.008***	-0.004***	-0.002***
Ratio d'endettement	0.043	-0.561***	0.701***
Ratio de levier	-0.114***	-0.031***	-0.029***
Ratio de liquidité	0.004	0.032***	0.034***
ROA	0.055***	0.081***	0.032***
Taille de l'entreprise	0.198***	0.122***	0.144***
EF Ancienneté	✓	✓	✓
EF Géographie	✓	✓	✓
EF Secteur	✓	✓	✓
EF Temps	✓	✓	✓
R^2	0.36	0.39	0.51

Table 2.10: Résultats des régressions par cluster (variables explicatives)

Pour "Les Entreprises à Équilibre Modéré" (cluster 2), le coefficient positif indique qu'une augmentation d'un point du score ESG moyen entraîne une hausse de 0.4% du dividende par action. Ce résultat reflète une relation de complémentarité entre les pratiques de durabilité et la distribution des dividendes dans ce groupe. Contrairement aux entreprises du cluster 1, celles-ci semblent en mesure de concilier leurs engagements ESG avec une politique de redistribution favorable aux actionnaires.

Concernant "Les Grandes Entreprises à Haut Levier Financier" (cluster 3), la relation de complémentarité est encore plus marquée. Une augmentation d'un point du score ESG moyen se traduit par une hausse de 0.8% du dividende par action. Ces entreprises, malgré leur fort levier financier et leur dépendance à la dette, parviennent à intégrer leurs engagements ESG comme un levier stratégique qui renforce la confiance des investisseurs. La différence réside dans le mode de financement de cette complémentarité. Les entreprises du cluster à Équilibre Modéré semblent adopter une approche prudente en équilibrant leurs ressources internes pour soutenir à la fois durabilité et redistribution. En revanche,

les entreprises du cluster à Haut Levier Financier utilisent davantage le levier de la dette pour financer simultanément leurs projets ESG et leurs dividendes.

2.2.3 Clusters sur les variables d'intérêt

Dans cette partie, comme mentionné précédemment, nous reconstruisons des clusters en utilisant uniquement nos deux variables d'intérêt : le logarithme du dividende par action et le score ESG moyen. L'objectif de ce clustering est de créer quatre groupes distincts :

- DPA élevé et ESG élevé,
- DPA élevé et ESG faible,
- DPA faible et ESG élevé,
- DPA faible et ESG faible.

Le but de cette démarche est d'explorer les interactions entre rendement pour les actionnaires et engagement ESG. En distinguant les groupes selon leurs positions respectives sur ces deux axes, nous cherchons à identifier des comportements différenciés en matière de gouvernance, de stratégie financière et d'engagement durable.

Pour cette analyse, nous adoptons une approche différente consistant à éliminer les effets fixes avant la création des clusters. Cette méthode vise à garantir que les clusters soient équilibrés dès le départ, indépendamment de facteurs tels que l'ancienneté des entreprises, l'hétérogénéité par région et par secteur d'activité, ou encore la temporalité. En d'autres termes, nous isolons la variabilité intrinsèque des deux variables d'intérêt (le logarithme du dividende par action et le score ESG moyen) en contrôlant ces effets fixes de cette façon :

$$Y_i = \alpha + \lambda_a + \gamma_g + \lambda_{s(i)} + \tau_t + \varepsilon_i$$

Où Y_i est la valeur observée de la variable *Log_DPA* puis *ESG_Moyen* pour l'entreprise i . Puis nous allons calculer les résidus de Y de cette façon :

$$\text{Resid_}Y_{it} = Y_{it} - \hat{Y}_{it}$$

Ce qui revient à faire :

$$\text{Resid_}Y_{it} = Y_{it} - (\hat{\gamma}_0 + \hat{\gamma}_1 \cdot \lambda_a + \hat{\gamma}_2 \cdot \gamma_g + \hat{\gamma}_3 \cdot \lambda_{s(i)} + \hat{\gamma}_4 \cdot \tau_t)$$

À partir de la formation des clusters basée sur les résidus du logarithme du dividende par action et du score ESG moyen, nous avons posé $k = 4$ comme expliqué plus haut. La validité de ce partitionnement a été confirmée à l'aide de la méthode du coude qui a montré un nombre optimal de clusters correspondant à 4.

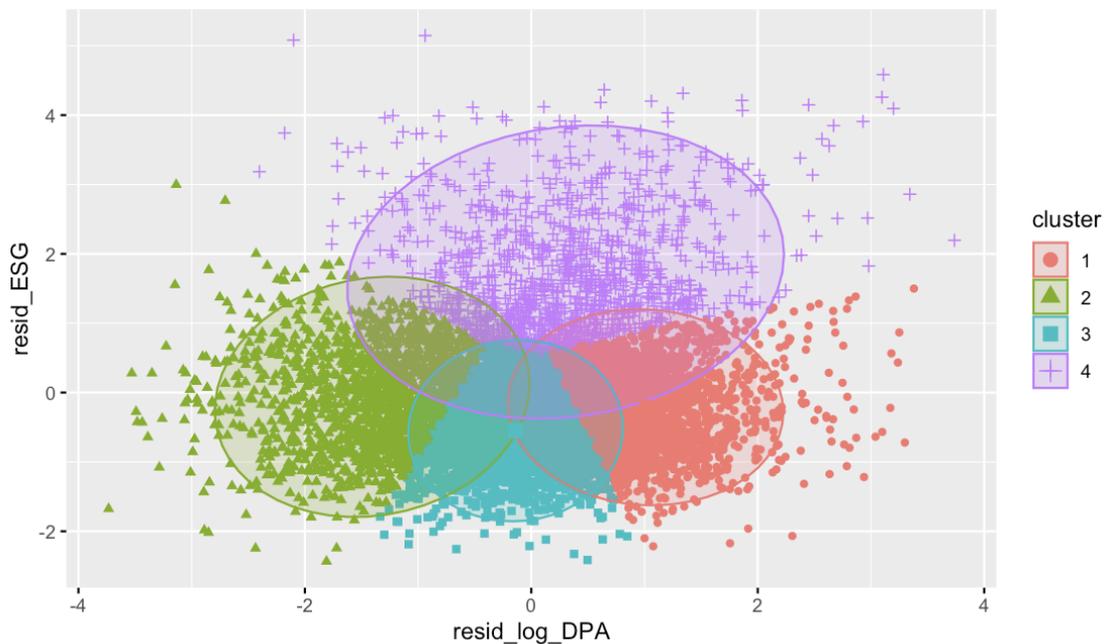


Figure 2.5: Nombre de clusters optimal selon les variables d'intérêt

Le cluster 1 (H/H) regroupe des entreprises qui affichent à la fois des dividendes élevés et des scores ESG élevés. Ces entreprises se distinguent par leur taille qui est nettement supérieure à celle des autres clusters. Elles ont une position dominante sur le marché. De plus, leur ratio d'endettement est légèrement plus élevé que le cluster 2 (H/L) mais inférieur à celui du cluster 3 (L/H) ce qui traduit une gestion financière équilibrée. En revanche, leur ratio de liquidité est parmi les plus faibles. Elles ont donc une moindre capacité à répondre rapidement aux besoins de trésorerie.

Cluster	Moyenne des variables			
	1	2	3	4
Variable dépendante				
Log(DPA)	-1.07	-0.34	-3.58	-1.64
Variabes régression				
ESG moyen	58.21	28.97	30.30	24.78
Opportunités d'inv.	6.73	7.91	10.01	9.49
Ratio d'endettement	0.26	0.23	0.25	0.24
Ratio de levier	3.31	2.79	3.93	3.15
Ratio de liquidité	1.68	2.27	1.92	2.12
ROA	5.25	5.74	4.42	5.22
Taille firme	16.17	14.82	14.84	14.56
n	1,173	2,178	1,549	2,700
N	7,444	9,724	5,842	10,745

Table 2.11: Moyenne des variables par cluster (variables d'intérêt)

Le cluster 2 (H/L) est caractérisé par des dividendes élevés mais des scores ESG faibles. Il présente une différence marquante dans son ratio de liquidité qui est le plus élevé de tous les clusters. Ces entreprises ont une gestion financière plus prudente en termes de flux de trésorerie. Elles se distinguent également par leur ROA qui est légèrement supérieur à celui des autres clusters. Leur efficacité opérationnelle est optimale. Par ailleurs, leur taille est significativement inférieure à celle du cluster 1 reflétant une orientation différente malgré une politique de redistribution ambitieuse.

Le cluster 3 (L/H), où les scores ESG sont élevés mais les dividendes faibles, se distingue par un ratio de levier supérieur à celui des autres groupes avec une dépendance importante à la dette pour financer leurs engagements ESG. Ces entreprises affichent également des opportunités d'investissement nettement plus élevées notamment avec une stratégie davantage axée sur la croissance future plutôt que sur la redistribution des bénéfices. Le ROA est plus faible où l'efficacité opérationnelle réduite comparée aux clusters 1 et 2.

Enfin, le cluster 4 (L/L), avec des scores ESG et des dividendes faibles, montre des caractéristiques intermédiaires sur de nombreuses variables. Cependant, ces entreprises

ont une taille significativement inférieure à celle du cluster 1 et se rapprochent davantage des clusters 2 et 3. Leur ratio de liquidité est supérieur à celui du cluster 1 mais reste inférieur à celui du cluster 2. Cela permet une gestion prudente et moins orientée vers une réserve de trésorerie importante.

Après avoir expliqué les caractéristiques de chaque cluster, comparons leurs coefficients respectifs.

Variables	Log(DPA)			
	H/H	H/L	L/H	L/L
Constante	-8.911***	-4.246***	-5.605***	-3.419***
ESG Moyen	0.012***	0.015***	0.026***	0.041***
Opportunités d'investissement	-0.006***	-0.001**	-0.003***	0.004***
Ratio d'endettement	1.320***	0.977***	0.692***	1.414***
Ratio de levier	-0.056***	-0.018***	-0.026***	-0.032***
Ratio de liquidité	0.016	-0.001	-0.017	0.036***
ROA	0.098***	0.039***	0.045***	0.034***
Taille de l'entreprise	0.401***	0.208***	0.069***	0.021***
R^2	0.28	0.23	0.12	0.24

Table 2.12: Résultats des régressions par cluster (variables d'intérêt)

Tout d'abord, il ressort que les coefficients associés au score moyen ESG sont tous positifs et significatifs, quel que soit les groupes de valeurs entre ESG moyen et le montant du dividende par action.

Les coefficients plus élevés dans la cette analyse s'expliquent par la méthodologie utilisée. Dans la méthode précédente, les effets fixes étaient directement inclus dans la régression, permettant de contrôler leur influence de manière explicite lors de l'estimation des coefficients. Dans la méthode actuelle, les effets fixes ont été "retirés" des variables explicatives et dépendantes à travers une régression auxiliaire pour isoler leur influence. Ensuite, la régression finale a été réalisée sur les résidus obtenus après cette étape. Ce processus modifie la variance des variables explicatives car une partie de la corrélation liée aux effets fixes est supprimée. En conséquence, la variance explicative restante est

réduite ce qui amplifie les coefficients estimés dans ces régressions.

Les coefficients les plus faibles sont observés pour les clusters où les entreprises ont des dividendes par action élevés. Dans ces cas, une augmentation d'un point du score ESG moyen entraîne une hausse relativement modeste des dividendes, soit 1.2% pour les ESG élevés et 1.5% pour les ESG faibles. Ces entreprises, déjà orientées vers une politique de redistribution importante, semblent moins sensibles aux variations du score ESG. Leur stratégie de dividendes est davantage ancrée dans des priorités financières établies avec une marge de manœuvre limitée pour intégrer les dynamiques ESG.

En revanche, les coefficients les plus élevés concernent les clusters où les dividendes par action sont faibles, mais où les scores ESG sont soit élevés (hausse de 2.6%) soit faibles (hausse de 4.1%). Ces groupes, ayant une base de redistribution plus réduite, semblent montrer une sensibilité plus forte à l'évolution des scores ESG. Pour ces entreprises, une amélioration des performances ESG pourrait représenter une opportunité stratégique pour renforcer leur politique de dividendes.

Concernant les variables de contrôle, les signes des coefficients restent identiques pour les quatre groupes indiquant que la politique de distribution de dividendes repose globalement sur une logique commune ou une approche de gestion similaire. Cependant, nous pouvons noter deux exceptions : les opportunités d'investissement et le ratio de liquidité. Dans le groupe L/L (dividendes faibles et ESG faibles), une hausse de ces deux variables entraîne une augmentation significative des dividendes par action. Cette divergence suggère que les entreprises du groupe L/L adoptent une stratégie légèrement différente en reliant davantage la disponibilité de liquidités et les opportunités de croissance à leurs politiques de redistribution.

2.3 Marge extensive

Dans la dernière partie de notre analyse, après avoir analysé l'effet sur le montant des dividendes nous avons opté pour l'utilisation de la marge extensive afin de mettre en évidence l'impact des scores ESG sur les entreprises qui appliquent des politiques de

versement de dividendes avec des niveaux de régularité variables. Cette approche permet d'évaluer la probabilité qu'une entreprise distribue des dividendes sur une période donnée, indépendamment des montants précis versés.

2.3.1 Initialisation

Nos données couvrant une période de neuf ans, nous avons réalisé neuf régressions successives. À chaque itération, la variable dépendante, représentée par un dividende binaire, a été ajustée pour refléter divers degrés de régularité dans le versement des dividendes.

- Pour la première régression, dividende binaire est égal à 1 si l'entreprise a versé des dividendes au moins une fois au cours de la période étudiée, et 0 si elle n'en a versé aucun.
- Dans la deuxième régression, dividende binaire prend la valeur 1 si l'entreprise a versé des dividendes au moins deux fois, et 0 si elle en a versé une seule fois ou pas du tout.
- Ce processus continue jusqu'à la dernière régression, où dividende binaire est égal à 1 uniquement si l'entreprise a versé des dividendes chaque année sur les neuf années et 0 sinon.

Cette méthode permet de déterminer si les entreprises accordent la priorité à l'amélioration de leur score ESG au détriment de la stabilité de leurs dividendes. En examinant la régularité des versements, nous sommes en mesure de vérifier si les entreprises ayant des scores ESG élevés diminuent la fréquence de leurs distributions pour préserver leurs bénéfices et les allouer à des initiatives ESG. Ce type de choix stratégique pourrait traduire une volonté claire de privilégier des objectifs responsables, même si cela entraîne une révision de leur politique traditionnelle de dividendes.

Cette analyse est d'autant plus pertinente que la régularité des dividendes est souvent considérée par les investisseurs comme un indicateur de stabilité et de solidité financière.

Ainsi, une diminution de cette régularité, lorsqu'elle est associée à des scores ESG élevés, pourrait révéler un arbitrage délibéré entre les attentes des actionnaires et des objectifs à long terme en matière de durabilité. Cela nous offre l'opportunité d'évaluer non seulement la manière dont les entreprises intègrent les critères ESG dans leur stratégie financière, mais aussi leur capacité à remettre en question des pratiques bien établies, comme la distribution régulière de dividendes, afin de mieux aligner leurs actions sur leurs engagements en matière de responsabilité sociétale.

Pour cette analyse, le modèle logit a été sélectionné en raison de sa capacité à modéliser une variable dépendante binaire, ici *Dividende_Binaire*. Ce choix est justifié par nos besoins de comprendre les déterminants de la probabilité qu'une entreprise verse un dividende ($Dividende_Binaire = 1$), en fonction de critères ESG moyens (ESG_Moyen_{it}) et de nos autres variables explicatives. Le modèle peut être formalisé comme suit :

$$Dividende_Binaire_{it} = \beta_1 ESG_Moyen_{it} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{kit} + \lambda_{s(i)} + \gamma_g + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

Le modèle logit utilise une transformation logistique pour estimer la probabilité qu'une observation donnée appartienne à la catégorie $Dividende_Binaire = 1$. Cette probabilité conditionnelle est exprimée comme :

$$P(Dividende_Binaire_{it} = 1 | ESG_Moyen_{it}, X_{kit}, \lambda_{s(i)}, \gamma_g, \tau_t) = \frac{\exp(\eta_{it})}{1 + \exp(\eta_{it})}$$

Où la composante linéaire η_{it} est définie comme :

$$\eta_{it} = \beta_1 ESG_Moyen_{it} + \sum_{k=2}^6 \beta_k X_{kit} + \lambda_{s(i)} + \gamma_g + \tau_t$$

L'estimation des paramètres dans le cadre du modèle logit s'appuie sur la méthode du maximum de vraisemblance (Maximum Likelihood Estimation). Contrairement aux modèles de régression linéaire, où les coefficients sont déterminés en minimisant la somme des carrés des résidus, le modèle logit vise à maximiser une fonction de vraisemblance afin de correspondre aux probabilités observées des $Dividende_Binaire_{it}$. La fonction de vraisemblance à maximiser peut être exprimée comme suit :

$$L(\beta) = \prod_{i=1}^N \prod_{t=1}^T \left[P(\text{Dividende_Binaire}_{it} = 1 \mid X_{it})^{\text{Dividende_Binaire}_{it}} \cdot (1 - P(\text{Dividende_Binaire}_{it} = 1 \mid X_{it}))^{1 - \text{Dividende_Binaire}_{it}} \right]$$

En complément, pour interpréter l'effet direct des scores ESG sur la probabilité de distribution de dividendes ($P(\text{Dividende_Binaire}_{it} = 1)$), nous calculons les effets marginaux. Ces derniers expriment comment une variation unitaire de ESG_Moyen_{it} modifie la probabilité estimée (π). Pour le modèle logistique, cet effet marginal se formalise comme suit :

$$\frac{\partial \pi}{\partial ESG_Moyen_{it}} = \beta_1 \cdot \pi \cdot (1 - \pi)$$

Cette équation indique que l'effet marginal dépend à la fois du coefficient estimé (β_1) et de la probabilité conditionnelle actuelle (π), ce qui reflète la nature non linéaire du modèle logit.

2.3.2 Analyse et résultats

Pour commencer, regardons la dispersion de nos groupes.

Table 2.13: Répartition des dividendes par critère

Critère	Sans dividendes	Avec dividendes
0	2,143	8,100
1	2,449	7,794
2	2,723	7,520
3	3,055	7,188
4	3,392	6,851
5	3,817	6,426
6	4,449	5,794
7	5,016	5,227
8	5,964	4,279

Dans notre échantillon initial, 3,119 entreprises ne versent aucun dividende, tandis que 5,680 se démarquent par leur capacité à maintenir une distribution annuelle de dividendes

sur l'ensemble de la période étudiée. Autrement dit, 23.5% des entreprises ne versent pas de dividendes et 42.8% des entreprises sont régulières.

Toutefois, après exclusion des valeurs manquantes (NA), les effectifs diminuent : on compte alors 2,143 entreprises ne versant pas de dividendes et 4,279 entreprises distribuant des dividendes de manière constante. Il est également intéressant de noter que le nombre d'entreprises effectuant des versements de dividendes sept fois ou moins reste relativement proche de celui des entreprises pratiquant une distribution régulière (huit ou neuf fois).

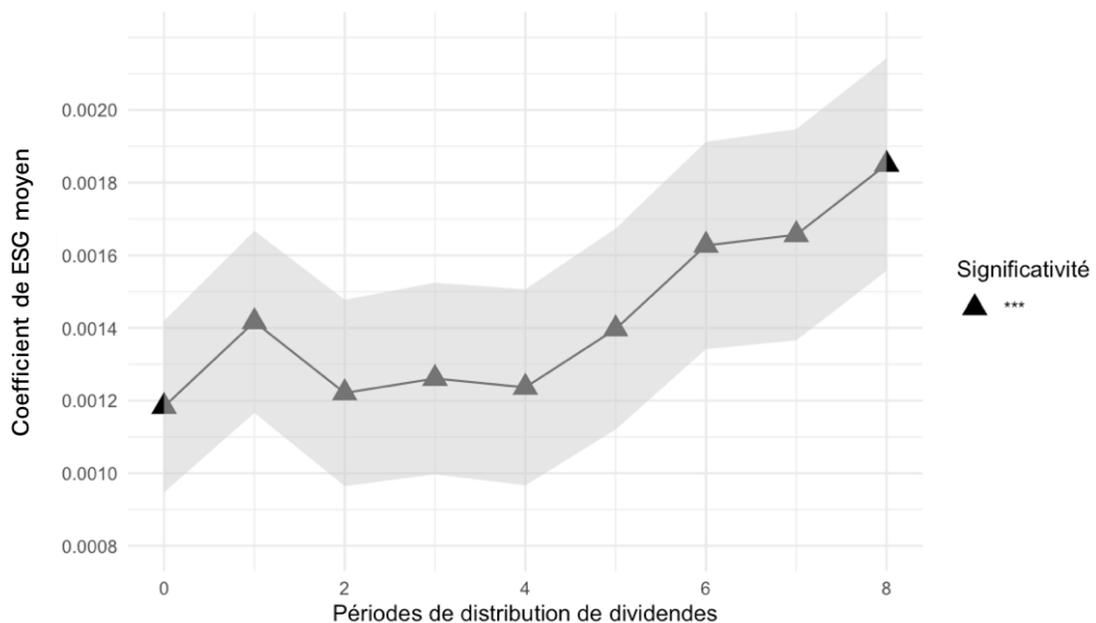


Figure 2.6: Coefficients de ESG moyen selon les critères de régularités

Les intervalles de confiance indiquent une confiance à 95%.

Le graphique révèle une relation globalement positive entre les scores ESG et la probabilité de distribuer des dividendes, avec des variations intéressantes selon les périodes.

À l'itération $i = 0$, le coefficient ESG estimé de 0,0012 indique qu'une augmentation d'une unité du score ESG moyen entraîne une hausse de 0.12% de la probabilité qu'une entreprise distribue au moins un dividende pendant la période étudiée.

À l'itération $i = 2$, le coefficient ESG diminue légèrement, indiquant une influence plus modérée des scores ESG sur la probabilité qu'une entreprise distribue des dividen-

des au moins deux fois durant la période étudiée. Cette baisse reflète potentiellement un arbitrage stratégique : les entreprises semblent hésiter à maintenir une fréquence accrue de distributions tout en allouant simultanément des ressources significatives à leurs initiatives ESG. Cette diminution peut s'interpréter comme une tension entre les priorités financières à court terme, telles que la satisfaction des attentes des actionnaires par des dividendes réguliers, et les engagements à long terme liés à la durabilité. En effet, investir dans des projets ESG requiert souvent des ressources importantes, ce qui peut limiter la capacité d'une entreprise à soutenir une politique de payout plus exigeante. Cela ne signifie pas que les entreprises abandonnent leur stratégie ESG mais plutôt qu'elles cherchent un équilibre entre ces deux objectifs. À ce niveau d'exigence, les scores ESG continuent d'avoir un impact, bien que plus limité. Autrement dit, seules les entreprises les mieux structurées financièrement et organisationnellement peuvent simultanément maintenir des distributions fréquentes et poursuivre activement leurs engagements durables.

Entre les itérations $i = 2$ et $i = 4$, les coefficients associés aux scores ESG se stabilisent. L'effet des performances ESG est constant sur la probabilité de distribuer des dividendes.

Cependant, à partir de l'itération $i = 5$, une évolution différente est observée. En effet, comme lors des deux premières itérations, les coefficients augmentent de manière significative, une tendance qui se poursuit jusqu'à l'itération finale ($i = 8$). Cette progression indique une relation renforcée entre des scores ESG élevés et la capacité des entreprises à maintenir une régularité quasi annuelle dans leurs distributions de dividendes. Cette dynamique traduit plusieurs aspects stratégiques. D'une part, elle montre que les entreprises avec de bons scores ESG deviennent plus aptes à maintenir des politiques de dividendes cohérentes à des niveaux d'exigence élevés. D'autre part, elle reflète l'idée que, pour ces entreprises, la régularité des dividendes n'est pas seulement une contrainte financière mais un outil stratégique qui s'intègre à leurs pratiques ESG pour renforcer la confiance des investisseurs et consolider leur image de responsabilité durable.

Enfin, pour approfondir l'analyse, nous avons décidé de recoder la variable binaire afin

qu'elle capture les deux extrêmes en termes de politique de distribution. Les entreprises qui ne versent aucun dividende (codées 0) et celles qui distribuent des dividendes chaque année sans interruption sur toute la période étudiée (codées 1). Le coefficient estimé de 0,002 pour le score ESG indique qu'une augmentation d'une unité du score ESG se traduit par une hausse de 0.2% de la probabilité qu'une entreprise appartienne au groupe des distributeurs réguliers (tableau 4 en annexe).

Conclusion

Ce mémoire s'est attaché à répondre à une question centrale : Est-ce que les critères ESG sont devenus pour les entreprises un moyen de paiement non financier mais moral, intégré à leur politique de distribution ? En combinant une analyse économétrique, des approches dynamiques et des techniques de segmentation avancées, ce travail a montré un équilibre stratégique complexe que les entreprises cherchent à établir entre leur attractivité financière et leur engagement en matière de durabilité.

En étudiant les interactions entre ESG et dividendes, nous avons mis en évidence trois grandes typologies de relations : la substitution, où les engagements ESG remplacent partiellement les redistributions financières ; l'indépendance, où ces deux dimensions évoluent sans lien apparent ; et la complémentarité, où les entreprises intègrent simultanément des politiques ESG fortes et des dividendes généreux. Parmi ces relations, l'hypothèse de complémentarité prédomine. Cette stratégie semble répondre à une double exigence. Celles d'attirer des investisseurs traditionnels recherchant des rendements stables tout en séduisant ceux qui valorisent les pratiques durables.

Cependant, certains contextes révèlent une prédominance des hypothèses de substitution ou d'indépendance, notamment en fonction des différences régionales et de l'ancienneté des entreprises. Sur le plan géographique, les entreprises situées en Asie-Pacifique tendent à adopter une stratégie de complémentarité en combinant des scores ESG élevés avec des politiques de dividendes solides. En revanche, en Amérique du Nord et en Europe, des divergences plus marquées apparaissent. Les entreprises nord-américaines, notamment, privilégient souvent l'hypothèse d'indépendance où les scores

ESG et les politiques de dividendes évoluent de manière déconnectée.

De plus, l'ancienneté des entreprises joue un rôle non négligeable dans ces dynamiques. Les entreprises les plus établies, souvent dotées de flux de trésorerie stables et d'une base d'investisseurs consolidée, montrent une tendance à l'indépendance. Ces entreprises, ayant bâti leur réputation sur des décennies de stabilité financière, ne ressentent pas la même urgence à aligner leur politique de dividendes sur leurs performances ESG, préférant gérer ces deux dimensions de manière autonome. À l'inverse, les entreprises plus récentes, adoptent davantage une logique de substitution. Face à un besoin de crédibilité et à des ressources limitées. En effet, elles choisissent souvent de sacrifier partiellement les dividendes pour financer leurs engagements ESG, espérant ainsi séduire des investisseurs sensibles aux questions de durabilité et construire leur réputation à long terme.

Sur le plan pratique, les implications de ces résultats sont multiples. Pour les entreprises, ils soulignent la nécessité d'adopter une approche équilibrée capable d'allier attractivité financière et responsabilité sociétale. Pour les investisseurs, ces conclusions incitent à une lecture plus détaillée des scores ESG, qui ne se limitent pas à un signal de durabilité mais influencent aussi les rendements financiers. Enfin, pour les décideurs publics et régulateurs, ces résultats invitent à réfléchir à des cadres favorisant une complémentarité entre pratiques ESG et distributions financières.

D'un point de vue académique, ce travail ouvre des perspectives. Il appelle notamment à des recherches futures visant à approfondir la relation entre ESG et dividendes en intégrant des données longitudinales sur des périodes plus étendues ou en explorant les effets des crises économiques et des politiques publiques. L'ajout de dimensions telles que la perception des investisseurs ou l'impact de nouvelles régulations pourrait également enrichir la compréhension de ces dynamiques. Toutefois, cette étude contribue à éclairer les choix stratégiques des entreprises à l'intersection de la performance financière et de la durabilité.

Bibliography

- Allen, F., Bernardo, A. E., and Welch, I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, 55(6):2499–2536.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3):1125–1165.
- Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47:114–138.
- Berg, F., Kölbel, J., and Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of esg ratings. *Review of Finance*, 26(6):1315–1344.
- Bernheim, B. D. and Wantz, A. (1995). A tax-based test of the dividend signaling hypothesis. *The American Economic Review*, 85(3):532–551.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1):259–270.
- Bilyay-Erdogan, S., Danisman, G. O., and Demir, E. (2023). Esg performance and dividend payout: A channel analysis. *Finance Research Letters*, 55:103827.
- Briscoe-Tran, H., Elabd, R., Meier, I., and Sokolovski, V. (2024). Social premiums. *SSRN Electronic Journal*. Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=4799612>.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., and Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11):2835–2857.

- Elton, E. J., Gruber, M. J., and Rentzler, J. (1984). The ex-dividend day behavior of stock prices; a re-examination of the clientele effect: A comment. *Journal of Financial Economics*, 13(1):37–58.
- Ertimur, Y., Ferri, F., and Stubben, S. R. (2010). Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals. *Journal of Corporate Finance*, 16(1):53–72.
- Fazzari, S. M. and Athey, M. J. (1987). Asymmetric information, financing constraints, and investment. *The Review of Economics and Statistics*, 69(3):481–487.
- Flammer, C. (2015). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? a regression discontinuity approach. *Management Science*, 61(11):2549–2568.
- Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., and Nishikawa, L. (2019). Foundations of esg investing: How esg affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5):69–83.
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1):107–155.
- Graham, J. R. and Kumar, A. (2006). Do dividend clienteles exist? evidence on dividend preferences of retail investors. *The Journal of Finance*, 61(3):1305–1336.
- Korkeamaki, T., Liljeblom, E., and Pasternack, D. (2010). Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust? *Journal of Corporate Finance*, 16:572–587.
- Larkin, Y., Leary, M. T., and Michaely, R. (2017). Do investors value dividend smoothing stocks differently? *Management Science*, 63(12):4152–4176.
- Li, K., Liu, J., Ni, J., and Ye, J. (2017). Individual investors' dividend taxes and corporate payout policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3):963–999.

- Li, K. and Zhao, X. (2008). Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management*, 37(4):673–694.
- Miller, M. H. and Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4):411–433.
- Miller, M. H. and Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4):1031–1051.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3):261–297.
- Mohr, L. A. and Webb, D. J. (2005). The effects of corporate social responsibility and price on consumer responses. *Journal of Consumer Affairs*, 39(1):121–147.
- Riedl, A. and Smeets, P. (2017). Why do investors hold socially responsible mutual funds? *The Journal of Finance*, 72(6):2505–2550.
- Saeed, A. and Zamir, F. (2021). How does csr disclosure affect dividend payments in emerging markets? *Emerging Markets Review*, 46:100747.
- Verga Matos, P., Barros, V., and Miranda Sarmiento, J. (2020). Does esg affect the stability of dividend policies in europe? *Sustainability*, 12:8804.
- Walter, J. E. (1963). Dividend policy: Its influence on the value of the enterprise. *The Journal of Finance*, 18(2):280–291.

Annexe

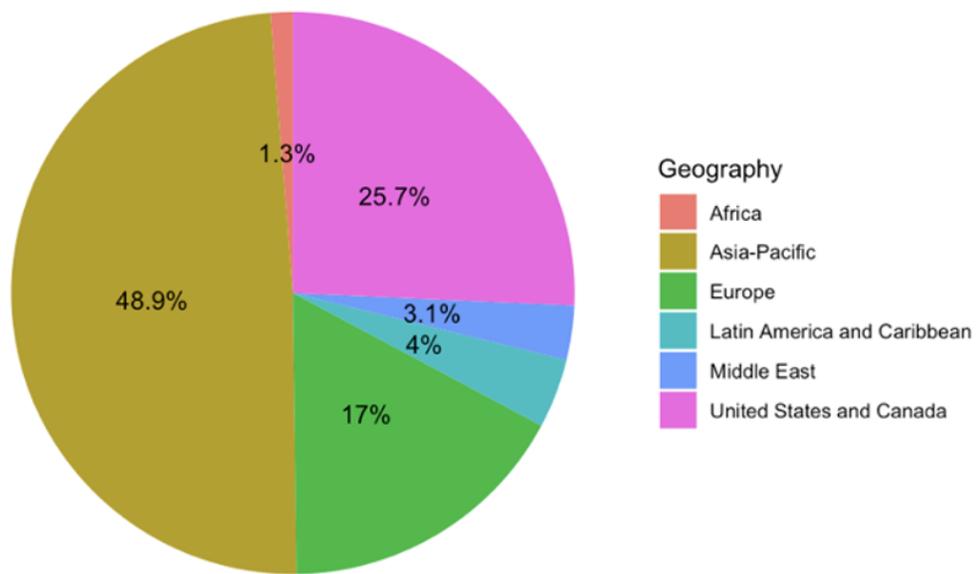


Figure 1: Répartition géographique de notre échantillon avant le tri

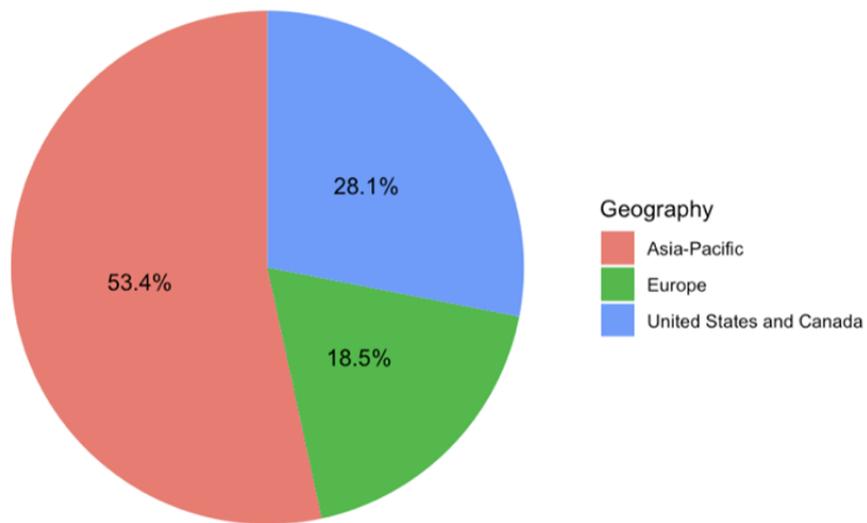


Figure 2: Répartition géographique de notre échantillon après le tri

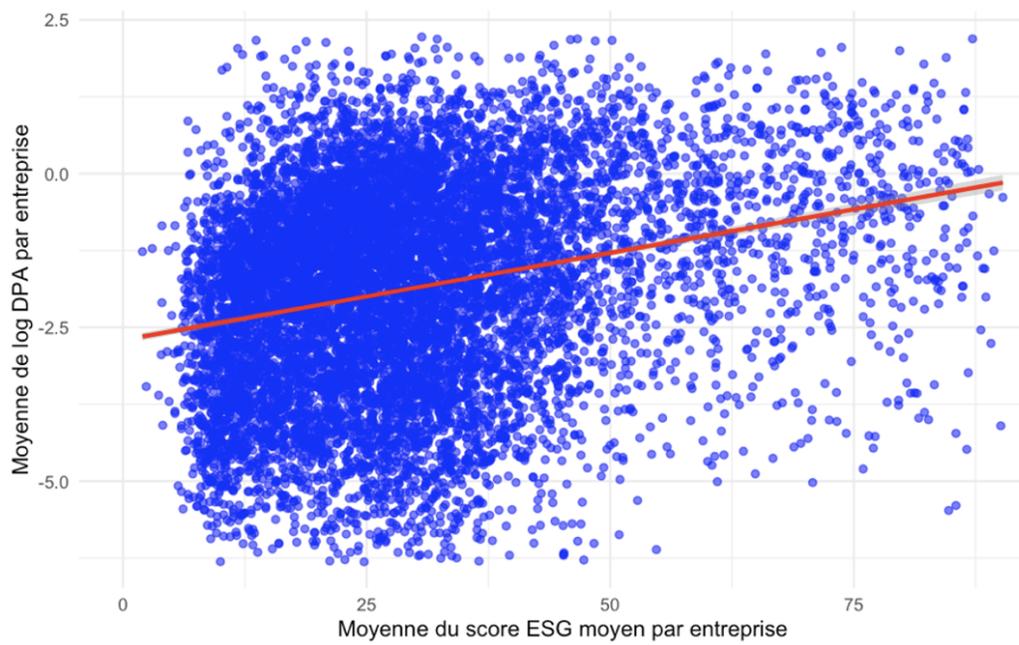


Figure 3: Relation entre le score ESG moyen et le logarithme du dividende par action moyen par entreprise

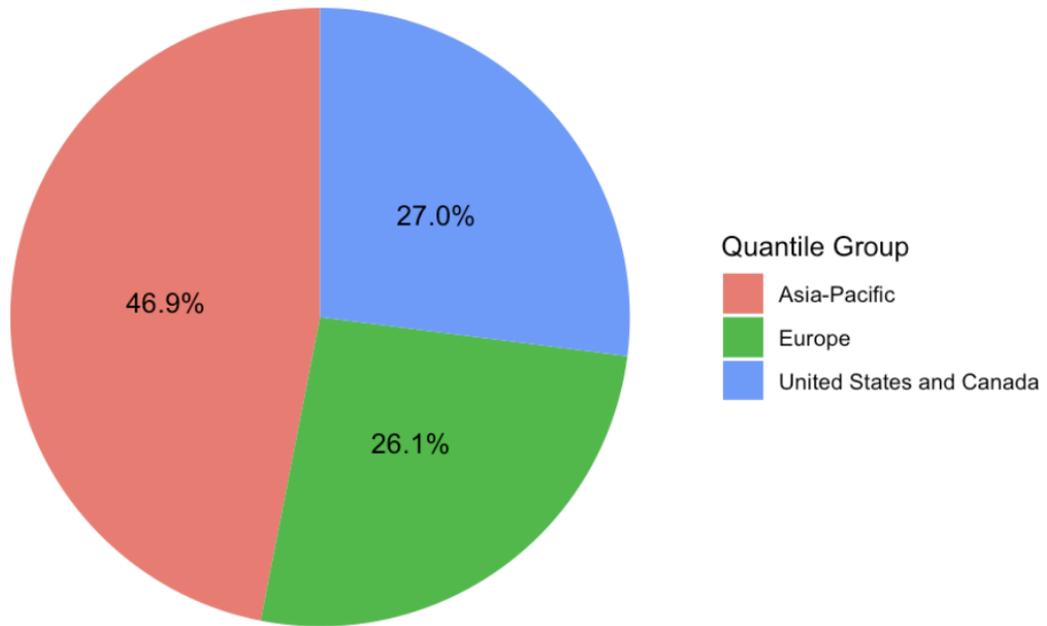


Figure 4: Répartition géographique pour Q1

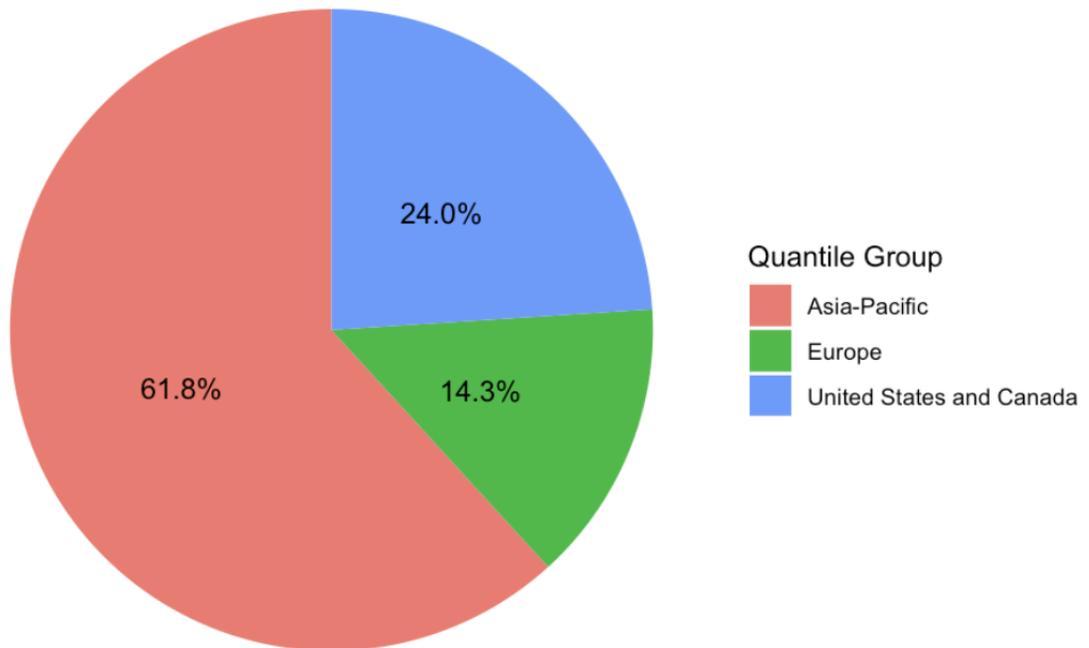


Figure 5: Répartition géographique pour Q2

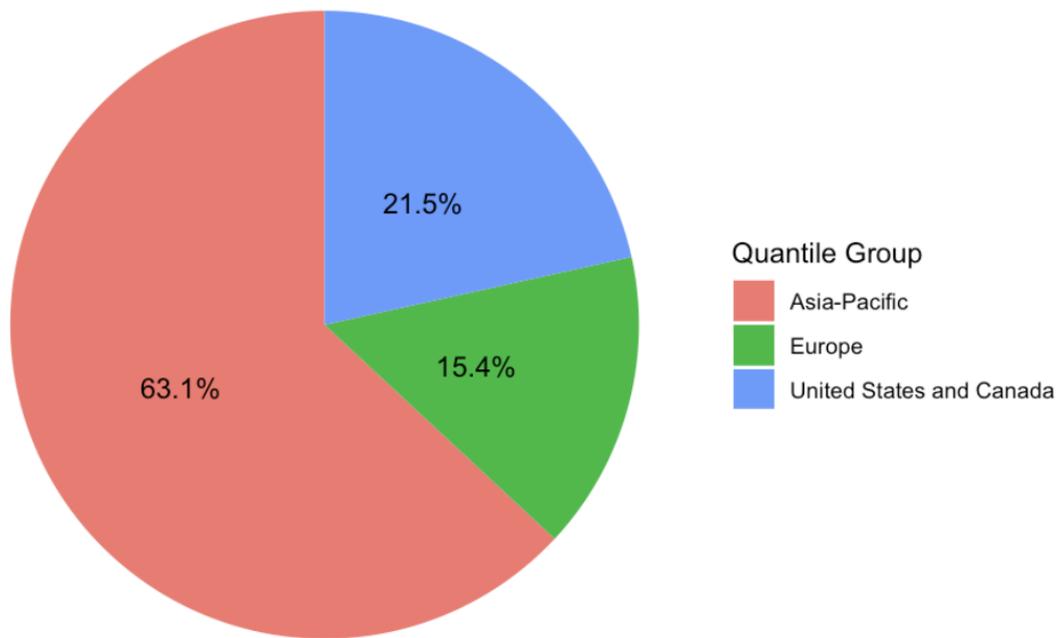


Figure 6: Répartition géographique pour Q3

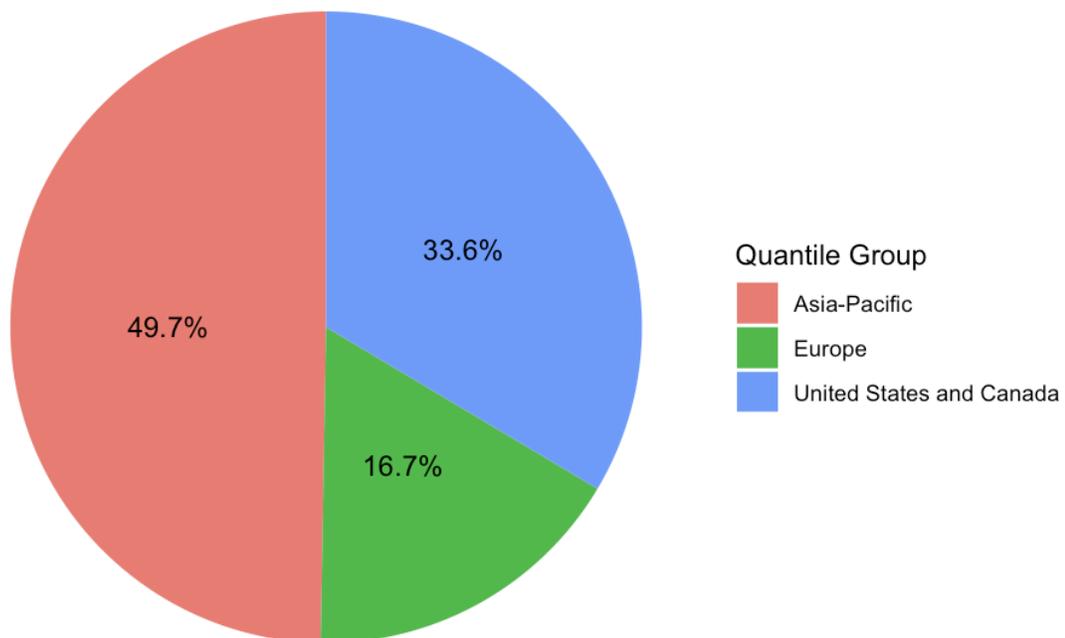


Figure 7: Répartition géographique pour Q4

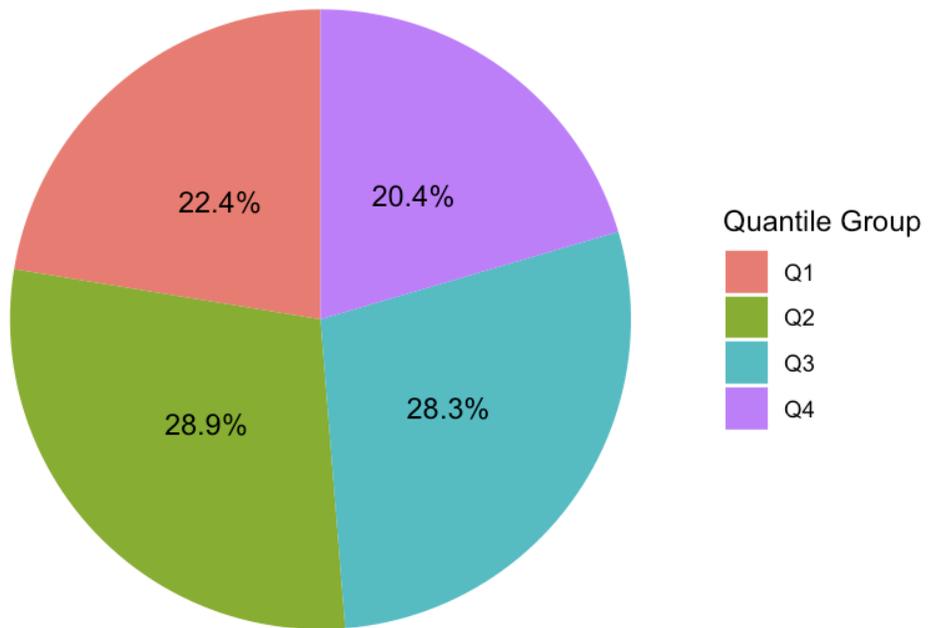


Figure 8: Répartition des Quantiles en Asie-Pacifique

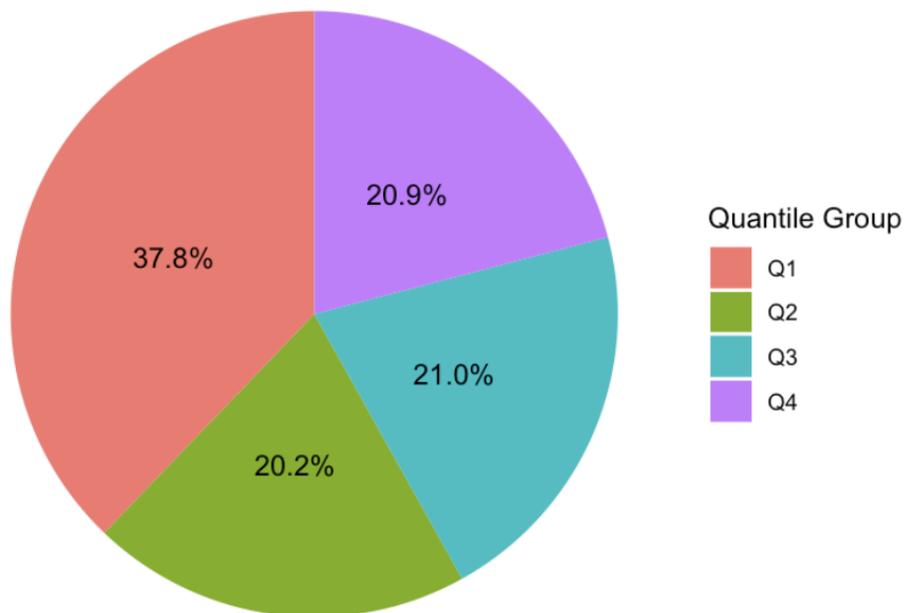


Figure 9: Répartition des Quantiles en Europe

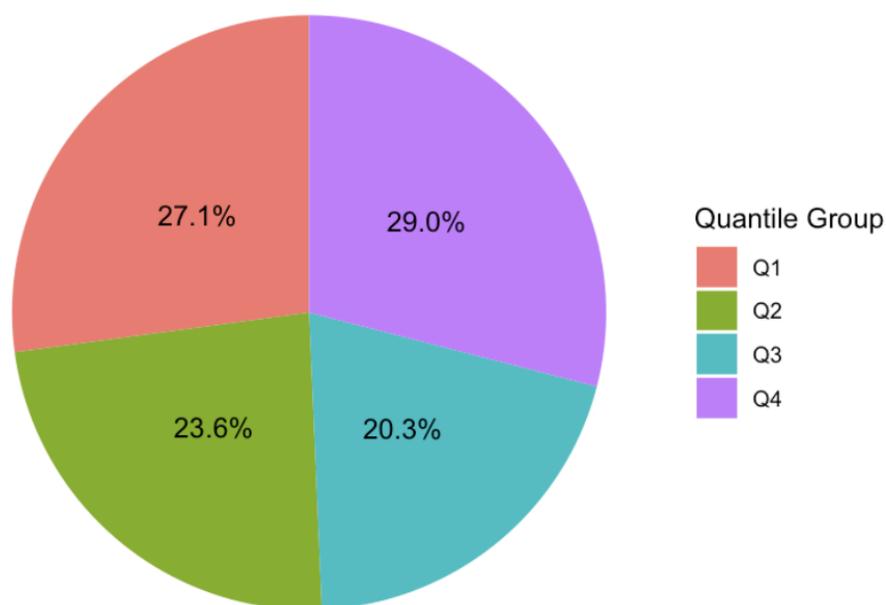


Figure 10: Répartition des Quantiles en USA et Canada

Table 1: Régressions par quantiles pour Asie-Pacifique

Variables	Log(DPA)			
	Q1	Q2	Q3	Q4
Asie-Pacifique				
Constante	-4.161***	-4.781***	-4.390***	-3.536***
ESG Moyen	0.003***	-0.001	0.003***	0.014***
Opportunités d'inv.	-0.002*	-0.004***	-0.003***	-0.005***
Ratio d'endettement	-0.229	-0.247*	0.004	-0.510**
Ratio de levier	-0.048***	-0.034***	-0.019***	-0.014*
Ratio de liquidité	0.057***	0.062***	0.006	0.017
ROA	0.014**	0.059***	0.118***	0.087***
Taille de l'entreprise	0.133***	0.165***	0.056***	-0.011
EF Secteur	✓	✓	✓	✓
EF Temps	✓	✓	✓	✓
n	1,218	1,527	1,377	833
N	5,833	6,363	5,239	2,787
R ²	0.10	0.09	0.19	0.17

Table 2: Régressions par quantiles pour Europe

Variables	Log(DPA)			
	Q1	Q2	Q3	Q4
Europe				
Constante	-6.327***	-6.706***	-8.356***	-6.328***
ESG Moyen	-0.004***	0.007***	-0.008***	0.001
Opportunités d'inv.	-0.005***	-0.008***	-0.009***	-0.003
Ratio d'endettement	-0.676***	0.190	0.357	2.411***
Ratio de levier	-0.015	0.033*	-0.043***	-0.027*
Ratio de liquidité	-0.022	0.209***	0.015	-0.005
ROA	0.092***	0.088***	0.079***	0.135***
Taille de l'entreprise	0.342***	0.272***	0.472***	0.312***
EF Secteur	✓	✓	✓	✓
EF Temps	✓	✓	✓	✓
n	577	328	266	140
N	3,287	1,544	1,061	477
R ²	0.17	0.17	0.26	0.31

Table 3: Régressions par quantiles pour USA et Canada

Variables	Log(DPA)			
	Q1	Q2	Q3	Q4
USA et Canada				
Constante	-6.117***	-4.666***	-3.389***	-5.046***
ESG Moyen	-0.001	0.003	-0.010***	-0.007
Opportunités d'inv.	-0.005***	-0.003**	-0.005***	-0.003*
Ratio d'endettement	0.402***	0.356***	0.406*	1.563***
Ratio de levier	-0.027***	-0.024***	-0.037***	-0.044***
Ratio de liquidité	0.109***	-0.044***	-0.016	0.021
ROA	0.065***	0.049***	0.052***	0.059***
Taille de l'entreprise	0.313***	0.232***	0.250***	0.246***
EF Secteur	✓	✓	✓	✓
EF Temps	✓	✓	✓	✓
n	505	386	213	203
N	3,111	2,033	1,020	683
R ²	0.25	0.33	0.24	0.24

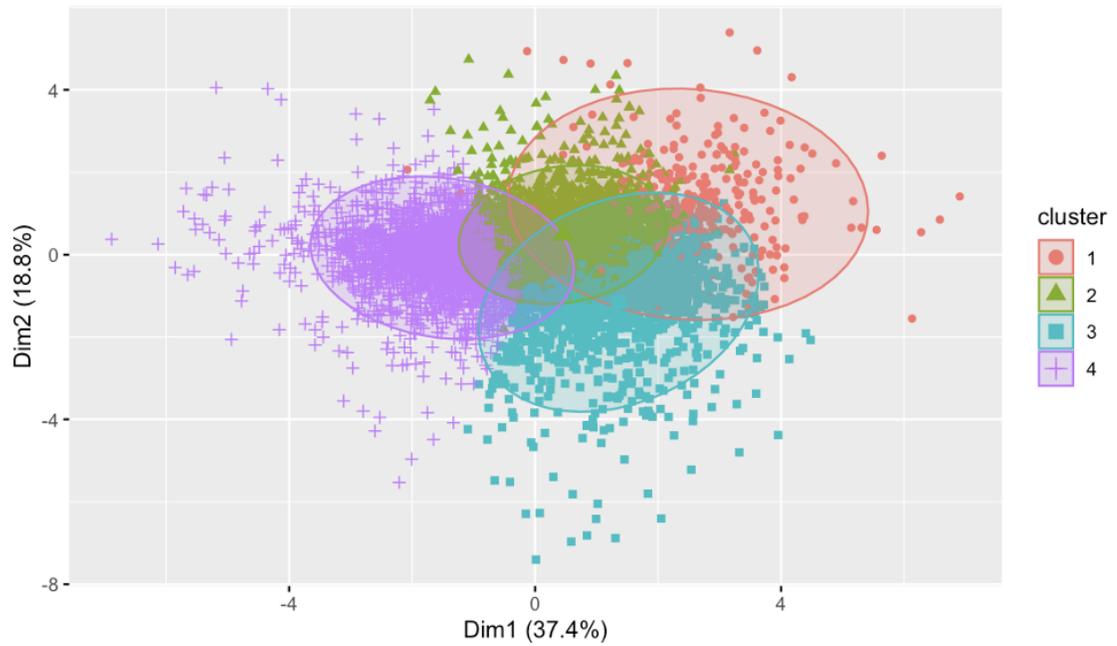


Figure 11: Nombre de clusters optimal selon WWS pour les variables de contrôle

Variables	Logit (Dividende Binaire)
ESG moyen	0.002***
Opportunité d'inv.	-0.001***
Ratio d'endettement	-0.120***
Ratio de levier	-0.000
Ratio de liquidité	-0.007***
ROA	0.015***
Taille firme	0.036***
EF Ancienneté	✓
EF Géographie	✓
EF Secteur	✓
EF Temps	✓

Table 4: Résultats de la régression logistique

