

Les déterminants de la distribution des cash flows dans les sociétés Marocaines cotées

The determinants of the distribution of cash flows in listed Moroccan
companies

Auteur 1 : NABAOU AHMED*,

Auteur 2 : LOULID ADIL,

Nabaoui, AHMED (Doctorant)
Université hassan II / Faculté de Mohammedia, Maroc
adamali26@yahoo.fr

Loulid ADIL, (PES)
Université hassan II / Faculté de Mohammedia, Maroc
ad.loulid@gmail.com

Déclaration de divulgation : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Pour citer cet article : Nabaoui. A & Loulid. A (2022) « les déterminants de La distribution des cash flows dans les sociétés Marocaines cotées », Revue African Scientific Journal, Volume 3, Numéro 10, pp : 109-122.

Date de soumission : Janvier 2022

Date de publication : Mars 2022



DOI: 10.5281/zenodo.6346904

Copyright © 2022 – ASJ



Résumé

L'objectif de ce papier est d'examiner les déterminants de la politique de distribution de dividendes, des sociétés cotées en bourse Marocaine, plus précisément, ce travail cherche à mettre en exergue, l'effet de la concentration, de l'actionnariat familial, de la rentabilité et de la distribution antérieure sur le dividende. Afin, de répondre à cette problématique, nous avons adopté un panel constitué de 37 sociétés cotées, donnant lieu à 222 observations réparties entre 2013 et 2018, testé par l'estimateur GMM dans le logiciel « R ». Les résultats de ce travail, affirment dans ce contexte d'émergence, un effet positif et significatif, de la rentabilité et de la distribution antérieure. Ainsi qu'un effet négatif de la concentration du capital et de l'actionnariat familial sur la distribution de dividende.

Mots clés : Mots clefs : dividende, nature d'actionnariat, concentration, rentabilité

Abstract

The objective of this paper is to examine the determinants of the dividend distribution policy of companies listed on the Moroccan stock exchange, more precisely, this work seeks to highlight the effect of concentration, family shareholding, profitability and previous distribution on the dividend. In order to answer this problem, we adopted a panel made up of 37 listed companies, giving rise to 222 observations distributed between 2013 and 2018, tested by the GMM estimator in the "R" software. The results of this work, affirm in this context of emergence, a positive and significant effect, of the profitability and the previous distribution. As well as a negative effect of the concentration of capital and family shareholding on the distribution of dividends.

Keywords : dividend, nature of shareholding, concentration, profitability.

Introduction

Les horizons des actionnaires institutionnels, industriels, dirigeants, majoritaires, diffèrent en matière de dividende et en matière de réinvestissement des cashflows dégagés. Ainsi, en général, l'actionnaire dirigeant, industriel, familial ou majoritaire préfère le réinvestissement des cashflows alors que l'actionnaire institutionnel ou minoritaire, préfère le partage immédiat de ces cashflows. Cela renseigne à une influence entre la distribution et la structure de propriété. Une telle interaction entre la politique de distribution, la nature d'actionnariat, la concentration, la rentabilité et l'historique coexiste, suivant des principes de gouvernance d'entreprises mis en place dans différents pays au travers le monde. Comment alors, ces variables influencent la distribution des cashflows de l'entreprise ?

L'objectif de ce travail s'articule autour de l'impact de ces variables sur la distribution. En adoptant une posture de positivisme aménagé, ces liens seront expliqués, théoriquement, au travers la littérature, en donnant lieu à la formulation d'hypothèses en première section. Puis, empiriquement en testant ces hypothèses, en deuxième section. L'analyse des données de panel a été mobilisée sur la période 2013-2018. En effet, en cherchant à tester les différents liens susceptibles d'exister entre le dividende et les autres variables explicatives, nous allons utiliser, des techniques statistiques (MCO, effet fixe et effet aléatoire). Et si les tests d'endogénéité ou d'hétérogénéité nous signalent des risques de biais, en termes de résultats, nous allons achever ces tests par une estimation dynamique de panel, à savoir l'estimateur « GMM » (Generalised Method of Moments). La première partie de ce travail est réservée à la revue de littérature, alors que la seconde partie traitera la méthodologie empirique et la discussion des résultats.

I. Revue de littérature et formulation d'hypothèses

1.1. La concentration du capital

La structure d'actionnariat d'une société est très déterminante pour sa gouvernance, dans la mesure où la fraction du capital détenue par les actionnaires détermine automatiquement leur capacité à contrôler l'entreprise et, à avoir une influence sur les décisions prises par cette dernière. Ainsi, selon la part du capital détenue par les actionnaires nous pouvons distinguer une structure concentrée, lorsqu'un nombre limité d'actionnaires détient une part importante du capital, alors qu'un faible taux de concentration de capital indique une dispersion, la part du capital de l'actionnaire tout comme la concentration ou la dispersion influence les mécanismes de gouvernance. En effet, le degré d'implication de l'actionnaire dans le contrôle des dirigeants ne sera pas le même selon sa part détenue dans le capital, ainsi qu'en fonction de ses objectifs et ses horizons de placement. Un actionnaire détenant une part importante du capital sera de plus en plus incité à s'investir dans la gouvernance de l'entreprise, qu'un actionnaire minoritaire. De même la présence d'un actionnaire majoritaire (actionnaire de contrôle) peut agir comme un mécanisme de gouvernance susceptible de discipliner les dirigeants Demsetz et Lehn (1985). Shleifer et Vishny (1986) et de renforcer la performance de la firme.

Le dividende, en tant que partie du bénéfice net exigé et souhaité par certains actionnaires, peut remplir d'autres missions dans le processus de mise en place de certains mécanismes de contrôle des dirigeants. Dans ce sens, Easterbrook (1984) confirme que les grands actionnaires exigent des paiements de dividendes élevés dans le but de réduire le conflit d'agence. Gadhoom (1997) Dans une étude portée sur les entreprises canadiennes démontre que le principal actionnaire exerce une influence prépondérante sur le versement des dividendes réguliers. Shleifer et Vishny (1997) soutiennent que les grands actionnaires préfèrent tirer des avantages privés de l'entreprise et ils ont tendance à préférer une distribution limitée des dividendes. Il s'agit selon ces deux auteurs d'une forme d'expropriation des actionnaires minoritaires.

En s'appuyant sur les arguments, et compte tenu d'une propriété du capital concentrée du cas Marocain, il nous paraît nécessaire de vérifier l'hypothèse suivante :

| |
|--|
| Hypothèse n° 1 : Le niveau de dividende est corrélé positivement au degré de concentration de la propriété du capital. |
|--|

1.2.La nature d'actionnariat

La nature d'actionnariat renvoie à *la qualité d'actionnaire, ainsi on distingue entre l'actionnaire, industriel, institutionnel, étatique, managérial, étranger, et familial*. La littérature est très riche dans ce sens d'interaction avec la distribution. Toutefois, vu la spécificité de la place casablancaise, marquée par l'omniprésence des entités familiales, nous nous intéresserons à établir le lien entre la distribution et les entreprises familiales et non familiales. Dans ce sens, d'après certaines études, la principale spécificité des entités familiales est qu'elles distribuent généralement moins que les non familiales. Ainsi, selon Hirigoyen (1982, 1984), les entreprises familiales non cotées ne distribuent quasiment pas, et pour Calvi Reveyron (2000) si les entreprises familiales cotées distribuent plus que les non cotées, elles distribuent significativement moins que les non familiales. De même, Gugler (2003) affirme que la distribution du dividende des entités familiales autrichiennes diffère largement de celles non familiales

Hypothèse n° 2 : les entreprises familiales Marocaines cotées distribuent moins que les entreprises non familiales cotées.

1.3.La rentabilité

Lintner, en 1956 fut le premier à distinguer la capacité expressive des profits à expliquer la politique de distribution de dividendes. Jensen et al. (1992) : suggère que la rentabilité élevée peut induire un dividende élevé puisqu'une rentabilité élevée implique un free-cash-flow élevé. Une relation positive, rassemblant la rentabilité et la distribution de dividende, a été confirmée par la plupart des études Imran, et al. (2013), Ashraf, et al. (2015), Allal, et al (2020). Plusieurs explications ont été mises à l'appui, notamment, sa cohérence avec la théorie de financement hiérarchique qui indique que les firmes les plus rentables auraient plus de facilités pour s'endetter et donc de distribuer les profits plutôt que de les garder. Ainsi, que son harmonie avec l'hypothèse de signal des dividendes, qui suppose que les banques utilisent les dividendes pour communiquer sur leur situation financière.

Hypothèse n° 3 : le dividende distribué par les entreprises est corrélé positivement à la rentabilité économique de ces entités.

1.4. Le dividende antérieur

-Les dividendes antérieurs : L'historique des dividendes est un facteur déterminant dans l'établissement de la politique courante de distribution de dividendes Lintner (1956). Ceci a été confirmé par plusieurs études, Lin et Shen. (2012), Imran, et al. (2013), Ashraf, et al. (2015), Dumoulin, et al. (2017). D'après ces études, les dividendes antérieurs imposent aux managers de maintenir ou de lisser le niveau de dividende. En général, ces travaux ont affirmé que les entreprises augmentent leur taux de distribution de dividende quand elles dégagent un résultat bénéficiaire important. Cela nous incite, dans le contexte marocain à vérifier l'hypothèse suivante :

H n ° 4 : il existe une relation positive entre les dividendes antérieurs et la distribution de dividendes d'un exercice comptable.

Modèle :

MCO :

$$\begin{aligned} \text{Dividendes}_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Concentration}_{it} + \alpha_2 \text{ROA}_{it} + \alpha_3 \text{Nature}_{it} \\ &+ \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Effet fixe :

$$\text{Dividendes}_{it} = \alpha_i + \alpha_1 \text{Concentration}_{it} + \alpha_2 \text{ROA}_{it} + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

Effet aléatoire

$$\begin{aligned} \text{Dividendes}_{it} &= \alpha_i + \alpha_1 \text{Concentration}_{it} + \alpha_2 \text{ROA}_{it} + \alpha_3 \text{Nature}_{it} \\ &+ \gamma_t + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

GMM :

$$\begin{aligned} \text{Dividendes}_{it} &= \delta \text{Dividende}_{it-2} + \alpha_1 \text{Concentration}_{it} + \alpha_2 \text{ROA}_{it} \\ &+ \alpha_3 \text{Nature}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

2. Méthodologie de recherche :

2.1. Collecte de données

Notre étude cherche à expliquer, d'une part l'interaction entre la structure de propriété et la distribution des cashflows. La distribution a été mesurée par le dividende, en tant que variable dépendante ou endogène. Et ce dans notre modèle, au travers lequel nous avons cherché à expliquer les déterminants de la distribution, des entreprises cotées à la place casablancaise, via la nature d'actionnariat, la concentration, le rendement de l'actif investi (ROA) et l'historique en tant que variables exogènes. Les données exploitées pour mener notre étude, sont collectées à partir des rapports financiers annuels édités dans le site de l'AMMC (Autorité Marocaine du Marché des Capitaux).

Le choix des entreprises cotées objet de notre étude a été basée sur l'identification des entreprises opérantes pleinement entre 2013 et 2018. Le choix de cette période se justifie par la stabilité du marché après les années de la crise financière, renforcée par les encouragements légaux en matière de lois de finance depuis 2013, cherchant à encourager le marché. Via plusieurs exonérations que ce soit en matière des taxes relatives aux plus-values réalisées à l'occasion de cession de certains titres ou en matière du rachat d'actions par les sociétés pour différentes raisons, notamment la régulation du cours de l'action, ou en poursuivant une politique de stock-option. Encore, c'est cette période qui maximise la taille de l'échantillon représentatif.

2.2. Description des variables

La structure de la propriété a été analysée à l'aide de deux variables, à savoir la concentration du capital entre les mains des actionnaires, et la nature d'actionnariat. La concentration du capital a été limitée à la part du capital du premier actionnaire, tant que la place se caractérise par une forte concentration, dans ce sens plus que la moitié des entités ont un actionnaire majoritaire qui détient plus que 51% du capital. En ce qui concerne la nature d'actionnariat, nous étudions les entreprises familiales et non familiales et ce devant une omniprésence des entreprises familiales, ainsi 24/37 entreprises sont familiales. La performance a été mesurée par la rentabilité de l'actif investi, ROA (Return On Assets), qui est égal au résultat net rapporté aux capitaux investis.

Notre modèle sera testé via trois techniques statistiques, à savoir, la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) à effet fixe, et aléatoire, puis dans un modèle dynamique par la technique GMM (Generalised Method of Moments), la méthode des moments généralisés.

3. Résultats

Les tableaux 1, 2 et 3 présentent les résultats des différentes estimations utilisant les MCO, les effets fixes et les effets aléatoires. Pour les trois techniques d'estimation, le modèle est estimé avec la variable qualitative. Le modèle statique est testé par de nombreuses estimations de données de panel afin de réaliser un modèle qui donne des résultats robustes et des données d'ajustement optimal.

Tableau 1 : résultats des liens entre le Dividende et les variables explicatives : « MCO »

| | Estimate | Std. Error | t-value | Pr(> t) |
|---|----------|------------|---------|---------------|
| Constante | 2.940516 | 1.173440 | 2.5059 | 0.01305 * |
| Concentration | 0.083221 | 1.237271 | 0.0673 | 0.94644 |
| ROA | 0.141035 | 0.028418 | 4.9628 | 1.527e-06 *** |
| Nature | 0.614504 | 0.535167 | 1.1482 | 0.25229 |
| Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 | | | | |

Le R^2 est égal à 0.11, la variabilité des variables explicatives explique 11.9% du modèle. Les résultats inattendus pour la variable d'intérêt nous poussent à vérifier l'autocorrélation des résidus. Pour ce faire nous allons utiliser le test de Durbin Watson (DW), ce test permet de détecter une autocorrélation des erreurs d'ordre 1. Le test de DW¹ affirme l'existence d'une forte autocorrélation pour une p-value inférieure à 5%.

Tableau 2 : résultats des liens entre le Dividende et les variables explicatives : « Effet fixe »

| | Estimate | Std. Error | t-value | Pr(> t) |
|---------------|-----------|------------|---------|----------|
| Concentration | -2.466684 | 4.327063 | -0.5701 | 0.5694 |
| ROA | -0.051888 | 0.032138 | -1.6146 | 0.1084 |

R-Squared: 0.018487

¹ DW = 0.5712, p-value < 2.2e-16

Tableau 3 : résultats des liens entre le Dividende et les variables explicatives : «Effet aléatoire»

| | Estimate | Std. Error | z-value | Pr(> z) |
|---|------------|------------|---------|----------|
| Constante | 4.1366427 | 2.1110924 | 1.9595 | 0.05006 |
| Concentration | -1.0132279 | 2.1110425 | -0.4800 | 0.63125 |
| ROA | 0.0049471 | 0.0295532 | 0.1674 | 0.86706 |
| Nature | 0.6269188 | 1.0103620 | 0.6205 | 0.53494 |
| Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 | | | | |

R-Squared: 0.0026111

Les estimations des modèles à effet fixe et aléatoire ne permettent pas d'avoir une idée claire sur la nature des liens entre les variables. De plus, en raison du problème potentiel de l'endogénéité entre le dividende et la variable « concentration », le modèle GMM dynamique sera également estimé.

Le tableau 4 représente les résultats de l'estimation des modèles de panel dynamique. L'utilisation du modèle GMM nous a permis de résoudre le problème de l'endogénéité et de l'autocorrélation en raison de la présence d'une variable dépendante retardée dans la variable explicative.

Tableau 4 : résultats des liens entre le Dividende et les variables explicatives : « GMM »

| | Estimate | Std. Error | z- value | Pr(> z) |
|-----------------------|-----------|------------|----------|---------------|
| (dividendes, 2:2) | -0.25187 | 0.02396 | -10.5121 | < 2.2e-16 *** |
| (concentration, 0:1)0 | -14.00436 | 3.86070 | -3.6274 | 0.0002863 *** |
| (concentration, 0:1)1 | 7.70708 | 3.15983 | 2.4391 | 0.0147248 * |
| (ROA) | 0.29093 | 0.16104 | 1.8066 | 0.0708211 |

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Les résultats du modèle GMM rapporté dans le tableau 4 confirment un effet négatif et significatif de "la concentration" et un effet positif et significatif de la "ROA" sur la variation des dividendes dans l'ensemble des entreprises étudiées. En effet, la hausse de "la concentration" conduit à la baisse des dividendes et la hausse de ROA conduit à la hausse des

dividendes. Aussi, les dividendes distribués dans les deux dernières années ont un impact positif et significatif sur la distribution des dividendes.

4. Discussion

La concentration agit de manière négative sur le niveau de distribution, étant donné que les entreprises cotées à la BVC, se caractérisent par la forte participation des propriétaires dans le management, et distribuent moins lorsqu'elles sont de plus en plus familiales. Cela implique que le rôle du dividende dans la résolution des problèmes de free cashflow générés par les coûts d'agence est moins fréquent dans ce type de firmes, ce qui rejoint les conclusions de Poulain Rehm, (2005). L'utilisation du dividende en tant qu'un outil consistant à réduire les flux en excès est loin d'être le cas de ces entités. De plus il peut s'agir d'une source de conflit entre les actionnaires contrôleurs et ceux minoritaires.

Le niveau de distribution du dividende, dépend du niveau des deux dernières années, cela rejoint le modèle d'ajustement partiel de la politique de dividende de Lintner (1956). En effet, les managers tiennent en compte de manière très vigilante, dans le changement du dividende le ratio de distribution des années antérieures, tout en prenant encore en considération le bénéfice actuel et en préservant, surtout, leur réticence à la baisse du dividende.

Ce lien négatif entre la distribution de dividende et les actionnaires internes², trouve un fort soutien empirique. Les tests montrent qu'il existe une relation négative entre la distribution de dividende et le niveau d'actionnariat interne Rozeff (1982), Jensen et al. (1992), Blouin et Nondorf (2004) pour les Etats-Unis, Short et al. (2002) pour la Grande Bretagne, Calvi-Reveyron (2000) pour la France.

Dans ce sens, Easterbrook (1984) et Rozeff (1982) vont jusqu'à supposer une substitution entre actionnariat interne et dividende. En effet, La détention d'actions par les actionnaires internes (dirigeants, administrateurs) permet de modérer le conflit entre actionnaires et dirigeants et réduire le besoin d'une gouvernance par la distribution.

Hu et Kumar (2004) confirment l'influence négative de la concentration sur la distribution et sur le taux de rendement de la détention du premier actionnaire externe le plus important. Ils notent que 40% de leur échantillon n'a pas d'actionnaire possédant plus de 5% du capital. Toutefois pour notre cas, nous notons que 75% des entreprises de notre échantillon ont un

² La notion d'actionnariat interne fait référence soit à l'actionnariat des dirigeants et des administrateurs, soit à l'actionnariat des dirigeants uniquement.

actionnaire principal qui ne détient pas moins de 40% du capital, et 63% des entreprises ont actionnaire principal qui détient plus que 51% du capital ce qui signale une forte concentration au sein de cette place. Maury et Pajuste (2002) affirme l'influence négative du pouvoir de contrôle du premier actionnaire sur le taux de distribution de dividende. Ces résultats vont dans le sens de l'hypothèse de substitution, mais peuvent être aussi la preuve d'une expropriation des minoritaires par un actionnaire de contrôle. En effet, nos résultats corroborent les conclusions de Maury et Pajuste (2002), et donc la présence d'un actionnaire ayant plus de la moitié du contrôle de la firme a un effet d'entrave de la distribution du free cashflow.

De même, ces résultats sont susceptibles de révéler que les entreprises de la place casablancaise- qui sont à la majorité concentrées et familiales, exercent, via leurs propriétaires majoritaires, une expropriation des ressources de l'entreprise, en augmentant leur taux de rétention, à l'égard des actionnaires minoritaires. Ces résultats corroborent les résultats de El Mallouky, A., & Elouafa, K. (2020). De même, il peut être conséquence de la spécificité de l'entreprise familiale qui cherche des valeurs sociales telle que la continuité de l'entreprise et sa transmission aux générations futures de la famille, chose qui n'encourage pas la distribution, plutôt qu'elle renforce l'actif de l'entreprise, via le réinvestissement des bénéfices au détriment de la distribution.

La performance, mesurée par la variable « ROA », influence positivement la distribution de dividendes au seuil de 7%. Ce résultat a été, en effet, confirmé empiriquement dans beaucoup de contextes au travers le monde, à l'instar de Fama & French., (2001), Abreu & Gulamhussen., (2013), et Ashraf, et al (2015), cela peut être expliqué en se référant à la théorie d'ordre hiérarchique, qui stipule qu'une firme est à considérer comme performante financièrement, si elle n'a pas besoin de retenir les profits réalisés tant qu'elle pourrait facilement s'endetter sur le marché financier. Pour notre étude la rentabilité explique largement, de manière significative et positive la distribution de dividendes dans ce marché. Etant donné que la place casablancaise se caractérise par une concentration assez prépondérante, ce qui reconnaît à l'actionnaire principal le rôle de surveillant vis-à-vis des dirigeants, chose qui éloigne l'explication de la distribution via la théorie des signaux. Toutefois cela reste possible pour certaines entreprises, dont l'actionnariat ne présente pas d'actionnaire de contrôle, et qui sont limitées dans notre étude. Donc nos résultats concordent avec les conclusions de Rozeff (1982). Pour l'auteur, bien que les dividendes accroissent le coût du capital, ils diminuent le coût de l'opportunisme managérial. Dans la même logique, Easterbrook (1984), recommande que les grands actionnaires exigent le versement de dividende important en vue d'éviter les conflits d'agence,

et le versement de dividende réduit les liquidités disponibles pour les dépenses discrétionnaires ou privées des gestionnaires. En effet, Selon la théorie financière, la politique de dividende est un instrument de réduction des conflits d'agence dirigeants/actionnaires. Dans la mesure où la distribution des dividendes aura un impact contraignant vis-à-vis des dirigeants à avoir recours à l'endettement pour financer les nouveaux projets au lieu des cashflows dégagés par l'activité. Et l'endettement consiste au paiement des charges financières, ce qui exige aux dirigeants de chercher une rentabilité suffisante des fonds mis à leurs dispositions, sinon une sous profitabilité s'affiche, ce mécanisme consiste au marché financier de discipliner les dirigeants. Ces derniers sont donc contrôlés de manière implicite via le versement de dividende.

Conclusion

En conclusion, ce travail nous a permis de relever que la concentration du capital et l'actionnariat familial, des sociétés cotées marocaines, influencent négativement la distribution du dividende. Alors que, la rentabilité et le niveau de distribution des deux années antérieures sont liés positivement au dividende distribué. Certes, nous avons choisi une approche explicative, basée sur le test des hypothèses, ainsi formulées, sans développer des liens de causalité de cette distribution, et ce à raison de notre positionnement épistémologique positiviste, il pourra faire l'objet de traitement d'autres facteurs culturels ou institutionnels, dans ce sujet de liens.

BIBLIOGRAPHIE

- Abreu, J. F. & Gulamhussen. A. M. (2013). Dividend payouts: Evidence from US bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, pp. 54-65.
- Allal, N., & BENILLES, B. (2020). Les déterminants de la distribution de dividendes Le cas des banques privées algériennes. *Dirassat Journal Economic Issue*, 11(2), 457-472.
- Ashraf, B. N., Arshad, S., Rahman, M. M., Kamal, M. A., & Khan, K. (2015). Regulatory hypothesis and bank dividend payouts : Empirical evidence from Italian banking sector. *Journal of Financial Engineering*, 2 (1).
- Blouin J. et Nondorf M., 2004. Payout Policy : A Shareholder-Level Analysis. *Working Paper*.
- Calvi-Reveyron M., 2000. Le Capitalisme Familial, dans un Contexte Français, Induit-il moins de Dividendes que les Autres Formes D'actionariat ? *Finance Contrôle Stratégie*, 3 (1), 81-116.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, vol. 93, n°6, p. 1155-1177.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74, 650-659.
- El Mallouky, A., & Elouafa, K. (2020). L'impact du contrôle familial et des mécanismes internes de gouvernance sur la politique des dividendes : cas des sociétés cotées dans le marché boursier marocain. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 1(3), 212-229.
- Fama, E. F., & French, a. K. (2001). Disappearing dividends : changing firm characteristics or lower propensity to pay ? *Journal of Financial economics*, 60 (1), pp. 3-43.
- Gadhoun, Y. (1997). Types de contrôle et dividendes multiformes. *FINECO*, 7, 149-173.
- Gugler K., (2003). Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, and Capital Investment. *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, n° 7, p. 1297- 1321.
- Hirigoyen G., 1982. Le comportement financier des moyennes entreprises industrielles familiales. *Banque*, n° 417.
- Hirigoyen G., 1984. Peut -on parler d'une politique de dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées ? *Analyse financière*, n°436, p. 207 -210.
- Hu A. et Kumar P., 2004. Managerial Entrenchment and Payout Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (4), 759-790.

- Imran, K., Usman, M., & Nishat., a. M. (2013). Banks dividend policy : Evidence from Pakistan. *Economic Modelling*, 32, pp. 88-90.
- Jensen G., Solberg D. et Zorn T., (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 (2), 247-263.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Maury B. (2006). Family Ownership and Firm Performance : Empirical Evidence from Western European Corporations. *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, p. 321–341.
- Poulain-Rehm, T. (2005). L’impact de l’affectation du free cash-flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d’endettement et de dividendes des entreprises françaises cotées. *Finance Contrôle Stratégie*, 8(4), 205-238.
- Rozeff M., (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5 (3), 249-258.
- Shleifer A. et Vishny R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, vol.2, n°2, p. 737- 783.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, vol. 94, 3, p. 461-489.
- Short H., Zhang H. et Keasey K., (2002). The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8 (2), 105-122.