

Lien entre la structure de propriété et la politique de dividendes dans un marché émergent : Le cas du Maroc

Aziz Mossadak,

Candidat à la maîtrise CCA

Département des sciences comptables, ESG_UQAM

mossadak.aziz@courrier.uqam.ca

Richard Fontaine, Ph.D.

Professeur

Département des sciences comptables, ESG_UQAM

fontaine.richard@uqam.ca

Hanen Khemakhem, Ph.D.

Professeure

Département des sciences comptables, ESG_UQAM

khemakhem.hanen@uqam.ca

L'objectif de la présente étude est d'examiner l'effet de la structure de propriété sur la politique de dividendes dans le contexte d'une économie émergente. Dans la littérature et dans différents contextes économiques, les résultats obtenus ne permettent pas d'établir un consensus de l'impact de la structure de propriété sur la politique des dividendes. En effet, toutes les éventualités de relation, positive, négative ou même neutre sont répertoriées.

Moyennant un échantillon de 146 observations, nous avons analysé la relation entre la structure de propriété et la politique des dividendes dans le contexte marocain. Les résultats obtenus montrent une relation positive et significative entre la politique des dividendes et concentration de propriété ainsi que entre la politique des dividendes et la propriété. En revanche, nous n'avons pas trouvé de lien significatif entre la propriété institutionnelle et la politique des dividendes. Les résultats concordent avec la conclusion de Easterbrook (1984) qui soutient que les grands actionnaires exigent des paiements de dividendes élevés dans le but de réduire le conflit d'agence ainsi qu'avec la recherche de Cook et Jeon (2006) qui concluent que les investisseurs étrangers cherchent à réduire les coûts d'agence par la réclamation d'un niveau élevé de dividendes.

Mots clés : Structure de propriété, politique des dividendes, concentration de propriété, économie émergente.

JEL classification : G 1, G3.

I- Introduction

Les dividendes sont la partie du bénéfice net versée aux actionnaires pour leur participation dans le capital de l'entreprise. La politique de dividendes est le fait d'arbitrer entre la rétention de bénéfices d'une part et le versement de liquidités aux actionnaires d'autre part (Albouy, 1990).

La question de la politique de dividendes a été largement abordée dans la littérature financière depuis plusieurs décennies (Miller et Modigliani, 1961; Lintner, 1956). L'objectif est de connaître les différents éléments qui peuvent orienter le choix des entreprises en matière de distribution des dividendes. Plusieurs théories ont été développées pour expliquer le comportement des entreprises. On rencontre la théorie de la non-pertinence (Miller et Modigliani, 1961), la théorie « Oiseau dans la main » (Gordon, 1963 et Lintner, 1962), ou encore la théorie de l'avantage fiscal (Litzenberger et Ramaswamy, 1979). Jensen (1986) et Shleifer et Vishny (1997) ont aussi proposé leur explication de la politique de dividendes dans le contexte de la théorie d'agence, en partant de plusieurs conflits d'intérêt dans l'entreprise.

En effet, Shleifer et Vishny (1997) soutiennent que les grands actionnaires préfèrent tirer des avantages privés de l'entreprise et ils ont tendance à favoriser une distribution limitée des dividendes. Selon les deux auteurs, il s'agit d'une forme d'expropriation des actionnaires minoritaires. La Porta *et al.* (2000), parlent de cette expropriation en soulignant que, dans les pays dotés d'un arsenal juridique renforcé en matière de protection des actionnaires, les entreprises versent plus de dividendes.

Dans les pays émergents, cette protection des actionnaires n'est pas aussi efficace que dans les pays développés¹. Cependant, Aivazian et Booth (2003) concluent que le niveau de dividende est plus élevé dans les marchés émergents que dans les pays développés. Cette contradiction nous incite à nous demander quels sont les facteurs qui peuvent influencer la politique de dividendes dans une économie émergente.

¹ Plus les pays sont développés, plus la protection des actionnaires est élevée (Armour *et al.* 2008, Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis University of Cambridge, CBR Working Paper; ECGI - Law Working Paper No. 108).

Sur un marché financier, l'actionnariat des entreprises est très varié et chaque actionnaire peut porter des intérêts différents en ce qui concerne sa participation dans les capitaux des entreprises. Selon Allen *et al.* (2000) les investisseurs institutionnels (caisse de retraite, assurance, fonds de placement) préfèrent recevoir des dividendes plus élevés. Les actionnaires minoritaires ayant des objectifs de court terme préfèrent aussi un dividende élevé (Jain, 2007). En revanche, les entreprises ayant un niveau de concentration élevé ont tendance à verser moins de dividendes (Jensen *et al.* 1992). Shleifer et Vishny (1997) soutiennent que les actionnaires majoritaires préfèrent générer des bénéfices privés de l'entreprise et réduire les dividendes. Cette divergence des intérêts nous amène à poser la problématique de l'influence de la nature des actionnaires sur les décisions des entreprises en matière de politique de dividendes.

Cette étude a pour objectif l'analyse du rôle de la structure de propriété comme facteur explicatif des niveaux de dividendes dans le cadre d'un pays émergent tel que le Maroc. Le Maroc fait partie des pays émergents, à l'instar de certains pays d'Asie (Indonésie, Jordanie), d'Afrique (Tunisie, Égypte) et d'Amérique latine (Argentine, Mexique). La bourse de Casablanca a connu une forte animation durant les années 1990 et 2000 lors des programmes de privatisation et de l'encouragement des entreprises à s'inscrire sur le marché boursier. Cela a permis l'émergence d'un nouvel actionnariat composé d'investisseurs institutionnels, d'investisseurs étrangers et de compagnies familiales inscrites sur le marché financier avec le désir de se procurer de nouvelles sources de financement².

Notre étude porte sur l'analyse de la relation entre la structure de propriété et la politique de dividendes des entreprises cotées à la bourse de Casablanca. L'échantillon de recherche est composé de 146 observations collectées de 2011 à 2013. Les résultats obtenus montrent une relation positive et significative entre la politique des dividendes et concentration de propriété ainsi que entre la politique des dividendes et la propriété.

Présent article est structuré comme suit : une deuxième section est consacrée à la revue de la littérature et aux hypothèses, la troisième section est dédiée à la méthodologie. Les résultats sont présentés dans la quatrième section. La dernière section renferme la conclusion et la discussion.

² « Introductions à la Bourse de Casablanca : tendances, déterminants et résultats techniques » ministère des Finances et de la Privatisation, 2009.

II – Revue de la littérature et hypothèses

La question de la politique de dividendes a été exposée dans plusieurs recherches. L'objectif était de connaître les facteurs déterminant l'orientation des entreprises en matière de distribution des bénéfices en faveur des actionnaires. Parmi les explications évoquées, nous pouvons remarquer la structure de propriété (Pablo et Gonzalez, 2010; Thanatawee, 2013). Dans la littérature, la structure de propriété est définie par un ensemble de caractéristiques liées à la nature et l'identité des détenteurs du capital de l'entreprise (Thanatawee, 2013; Aguenou, 2013). Les travaux réalisés ont cherché à établir des liens entre lesdites caractéristiques et la politique de dividendes (Al-Gharaibeh, 2013; Pablo et Gonzalez 2010).

2.1 La politique de dividendes

La politique de dividendes est le fait d'arbitrer entre la rétention des bénéfices d'une part et le versement de liquidités aux actionnaires d'autre part (Albouy, 1990). Il s'agit en fait de la détermination de la part du bénéfice net qui sera attribuée aux détenteurs des actions.

Les gestionnaires des entreprises se sont rendus compte de l'importance des dividendes élevés et stables, en présence d'autres formes de placement plus sécuritaire, à savoir les obligations. « *Verser des dividendes importants et cohérents reste d'une importance primordiale aux yeux des gestionnaires* » (Frankfurter et Wood, 1997; traduction libre).

Le choix d'un versement généreux vient du fait que, dans une situation de pénurie et de manque de fiabilité des données financières, la politique de dividendes est le seul indicateur de la performance de l'entreprise. Par conséquent, une augmentation des paiements des dividendes se reflétait par une hausse des prix des actions. Conscients de la situation, les dirigeants des entreprises utilisaient les dividendes comme signal des perspectives de croissance des bénéfices (Al-Malkawi *et al.* 2010).

2.2 Liens entre la politique de dividendes et la structure de propriété

- La politique de dividende et la concentration de propriété

Selon Rozeff (1982), la politique de dividendes relève du champ du conflit de l'agence. Il s'agit de conflit entre les actionnaires contrôleurs et les autres actionnaires. L'auteur explique que les paiements de dividendes augmentent les coûts extérieurs de financement, mais réduisent les coûts de l'opportunisme managérial.

Easterbrook (1984) pense que des dividendes plus généreux obligent les gestionnaires à un examen minutieux des marchés des capitaux, afin de chercher le financement le plus avantageux pour l'entreprise. Dans le même sens, Jensen (1986), affirme que le principal avantage des dividendes est de donner aux actionnaires le moyen de réduire la liquidité disponible pour les dépenses discrétionnaires des gestionnaires, et, par conséquent, leur impose une plus grande rigueur financière. À l'opposé, ces derniers ont tendance à favoriser une rétention excessive des profits par une distribution faible des résultats, car cela leur permet de disposer de davantage de ressources pour la réalisation de leurs objectifs. Donc, selon les auteurs, la politique de dividendes est un mécanisme pour minimiser le conflit d'agence.

Shleifer et Vishny (1986) démontrent que la concentration de propriété permet l'exercice d'une meilleure surveillance sur les gestionnaires, ce qui contribue à un meilleur résultat et permet aux petits actionnaires de bénéficier de dividendes plus élevés. Mais, en 1997, les mêmes auteurs ont mis en évidence les conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Les actionnaires contrôleurs en regard de leur pouvoir sur la gestion de l'entreprise, peuvent s'approprier des bénéfices au détriment des petits actionnaires, à travers des transactions hors marché avec des entités contrôlées. Il s'agit d'une forme de conflit d'agence entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires (Harada et Nguyen, 2011).

La Porta *et al.* (2000) affirment que de faibles niveaux de gouvernance et une faible protection des actionnaires sont associés à un faible niveau de dividendes. Dans cette situation, le comportement de l'actionnaire contrôleur tend vers l'expropriation des autres actionnaires (Shleifer et Vishny, 1986), notamment par la baisse du niveau de dividendes.

Dans le contexte de la Malaisie, la recherche réalisée par Al-Norhasniza *et al.* (2012) sur 100 entreprises cotées sur « *Bursa Malaysia* » a montré une relation positive entre la concentration de propriété et la politique de dividendes. Selon les chercheurs, leur résultat confirme la théorie d'agence, qui stipule que le paiement de dividende est un moyen pour atténuer les conflits d'agence.

Pablo et González (2010), quant à eux, ont réalisé une recherche qui a porté sur 1664 firmes d'Amérique latine dans cinq pays à savoir le Brésil, le Pérou, l'Argentine, le Chili et la Colombie. Les auteurs se sont intéressés à un seul aspect de la structure de propriété qui la concentration de propriété. Celle-ci a été mesurée par l'indice Herfindahl (la somme carrée des pourcentages de propriété des actionnaires) alors que la politique de dividendes a été définie par le taux de dividende. Les résultats obtenus indiquent une relation négative entre la concentration de propriété et la distribution des dividendes.

Dans l'établissement de la relation entre la structure de propriété et la politique de dividendes, la théorie d'agence a plutôt mis l'accent sur la concentration de propriété (actionnaire majoritaire et actionnaire minoritaire). Or, la structure de propriété comprend en plus du niveau de propriété, l'identité et la nature des actionnaires.

- Politique de dividende, propriété institutionnelle et propriété étrangère

Allen *et al.* (2000) affirment que l'actionnariat institutionnel préfère investir dans les compagnies qui versent plus de dividende. Ce type d'investisseurs, par rapport aux ressources dont ils disposent, exercent une influence en matière de gestion des entreprises (Aguenaou *et al.* 2013), notamment au niveau de la politique de dividendes. Il s'agit d'investisseurs sophistiqués qui cherchent à réduire le coût d'agence par un niveau de dividende élevé (Aguenaou *et al.* 2013). La politique de dividendes serait appréhendée comme un mécanisme de contrôle. Jain (2007) trouve plutôt que les investisseurs institutionnels le font sur un horizon éloigné et que le niveau de dividende n'est pas déterminant dans les choix d'investissement.

Thanatawee (2013) a analysé la structure de propriété et la politique de dividendes en Thaïlande sur un échantillon de 287 firmes cotées à la bourse de Thaïlande (SET). La structure de propriété est représentée dans cette recherche par la concentration de propriété, la propriété institutionnelle locale et étrangère, la propriété individuelle locale et étrangère. Les résultats obtenus indiquent une relation

positive de la concentration de propriété avec la politique de dividendes s'il y a une présence d'actionnariat institutionnel. En revanche, la relation est négative entre la concentration de propriété et la politique de dividendes en présence d'actionnariat individuel. L'impact de la propriété étrangère n'a pas été prouvé. En effet, l'actionnariat étranger peut aussi influencer la politique de dividendes selon Cook et Jeon (2006). Les résultats de ces derniers montrent que la présence d'actionnariat étranger est liée à un paiement élevé de dividende. Ils rajoutent que les investisseurs étrangers sont des investisseurs actifs et qu'ils cherchent à réduire les problèmes d'agence en exigeant des niveaux élevés de dividende.

Manos (2002) a étudié la structure de propriété et sa relation avec la politique de dividendes dans 661 entreprises non financières cotées sur Bombay Stock Exchange en Inde. L'auteur a utilisé le modèle de minimisation des coûts de Rozeff. Celui-ci stipule que la valeur cible de dividende est le niveau qui permet de minimiser les coûts de financement externe et en même temps de minimiser les coûts d'agence (Manos, 2002). L'auteur a modélisé la structure de propriété selon quatre variables : la propriété managériale, la propriété institutionnelle, la propriété étrangère et la propriété dispersée. Les résultats indiquent une relation positive et significative pour l'ensemble des variables, exception faite de la propriété étrangère.

Al-Gharaibeh *et al.* (2013) ont étudié l'impact de la structure de propriété sur la politique de dividendes en considérant les 35 compagnies listées à la bourse d'Amman. Les auteurs concluent que la propriété institutionnelle est liée positivement à la politique de dividendes.

Agueaou *et al.* (2013)³ ont analysé deux aspects de la structure de propriété. Le premier concerne le niveau de concentration et le deuxième l'identité des actionnaires. La recherche a porté sur les entreprises cotées à la bourse de Casablanca. Les résultats obtenus montrent une relation négative entre la propriété institutionnelle et la politique de dividende. En revanche, aucun lien significatif n'a pu être établi avec la concentration de propriété.

³ Le contexte de notre étude est recherche semblable à celui de Agueaou *et al.* (2013) cependant le choix de l'échantillon et à la mesure des variables sont différents.

2.2 Hypothèses de la recherche

Shleifer et Vishny (1986) estiment que la propriété concentrée incite les actionnaires majoritaires à exercer une meilleure surveillance sur la gestion de l'entreprise. En revanche, dans la situation de propriété dispersée, les petits actionnaires en regard de l'avantage/coût sont moins incités à pratiquer cette surveillance. Easterbrook (1984) indique que les actionnaires majoritaires exigent des dividendes élevés pour deux raisons: résoudre le conflit d'agence et recouvrer les coûts de surveillance. Selon Jensen (1986), le versement de dividende réduit le coût d'agence en limitant la liquidité disponible pour les dépenses discrétionnaires des dirigeants. Cette relation positive est confirmée par les résultats de Norhasaniza *et al.* (2012) qui montrent que la concentration de propriété implique un versement plus élevé de dividende d'où notre hypothèse:

H₁ : Il existe une relation positive entre la concentration de propriété et le niveau de dividende.

Les investisseurs institutionnels, contrairement aux actionnaires minoritaires, ont de l'influence sur la gestion des entreprises grâce à leur expertise et à l'importance de leur investissement dans l'entreprise (Bosec *et al.* 2010). Cette influence sur la gestion touche entre autres la politique de dividendes. Selon Aguenou *et al.* (2013), les investisseurs institutionnels exercent une pression pour que leur soient versés des dividendes élevés et ce, afin de réduire les coûts d'agence. Ce constat est confirmé par Allen *et al.* (2000). Les auteurs affirment que les entreprises qui comptent dans leur actionnariat des investisseurs institutionnels ont un niveau de dividende plus élevé. À partir de ce constat, nous établissons notre deuxième hypothèse :

H₂ : Il existe une relation positive entre la propriété institutionnelle et le niveau de dividende.

La propriété étrangère est une caractéristique de la structure de propriété qui a été analysée par Cook et Jeon (2006). Ces deux auteurs affirment que les investisseurs étrangers, craignant pour leurs investissements, cherchent par conséquent à réduire les coûts d'agence par la réclamation d'un niveau élevé de dividende. Norhasaniza *et al.* (2012), n'ont pas trouvé de relation significative entre la propriété étrangère et la politique de dividendes. En revanche, Cook et Jeon (2006) ont établi une relation positive, d'où notre troisième hypothèse :

H₃ : Il existe une relation positive entre la propriété étrangère et le niveau de dividende.

La relation entre la structure de propriété et la politique de dividendes, comme nous l'avons présentée ci-dessus, est justifiée théoriquement et prouvée dans plusieurs recherches empiriques. À partir des conclusions que nous avons pu tirer de l'étude des différentes sources documentaires, nous avons établi trois hypothèses à tester dans notre recherche.

La première est liée au niveau de la propriété, elle permet de comprendre si la présence de l'actionnariat concentré influence la politique de dividendes. Les deuxième et troisième hypothèses relient l'influence de la nature de l'actionnariat sur la politique de dividendes.

III- Méthodologie de la recherche

L'objectif de la présente recherche est l'étude de la relation qui existe entre la structure de propriété et la politique de dividendes dans le contexte d'une économie émergente. Pour concrétiser notre objectif, nous avons choisi un échantillon composé de l'ensemble des entreprises cotées à la bourse de Casablanca, excluant les institutions financières, durant la période 2011-2013.

L'approche méthodologique utilisé dans le présent article, comprenant le choix de l'échantillon, la définition des variables, le modèle d'analyse et les méthodes statistiques adoptées est présentée ce qui suit.

3.1 Échantillon et collecte de données

Notre étude est réalisée dans le contexte d'une économie émergente. Il s'agit de l'analyse des liens qui existent entre la structure de propriété et la politique de dividendes dans les entreprises cotées à la bourse de Casablanca.

L'échantillon choisi pour la réalisation de la recherche couvre l'ensemble des entreprises cotées à la bourse de Casablanca entre 2011 et 2013. Des 74 entreprises initialement cotées, nous avons exclu de les entreprises du secteur financier et ce en raison de leurs particularités en matière de structures de capital et de politique de dividendes. L'échantillon final est de 53 entreprises. Nous avons également exclu de notre échantillon les années au cours desquelles l'entreprise a déclaré une perte⁴. Le nombre

⁴ Afin d'éviter un taux de distribution des dividendes négatif.

d'observations obtenues est 143. Le graphique 5.1 présente la répartition de l'échantillon selon le secteur d'activité. Le tableau 1 montre la répartition du nombre d'observations par année.

Tableau 1 - Répartition de l'échantillon selon les années

Années	2011	2012	2013	Total
Nombre d'observations	48	46	49	143

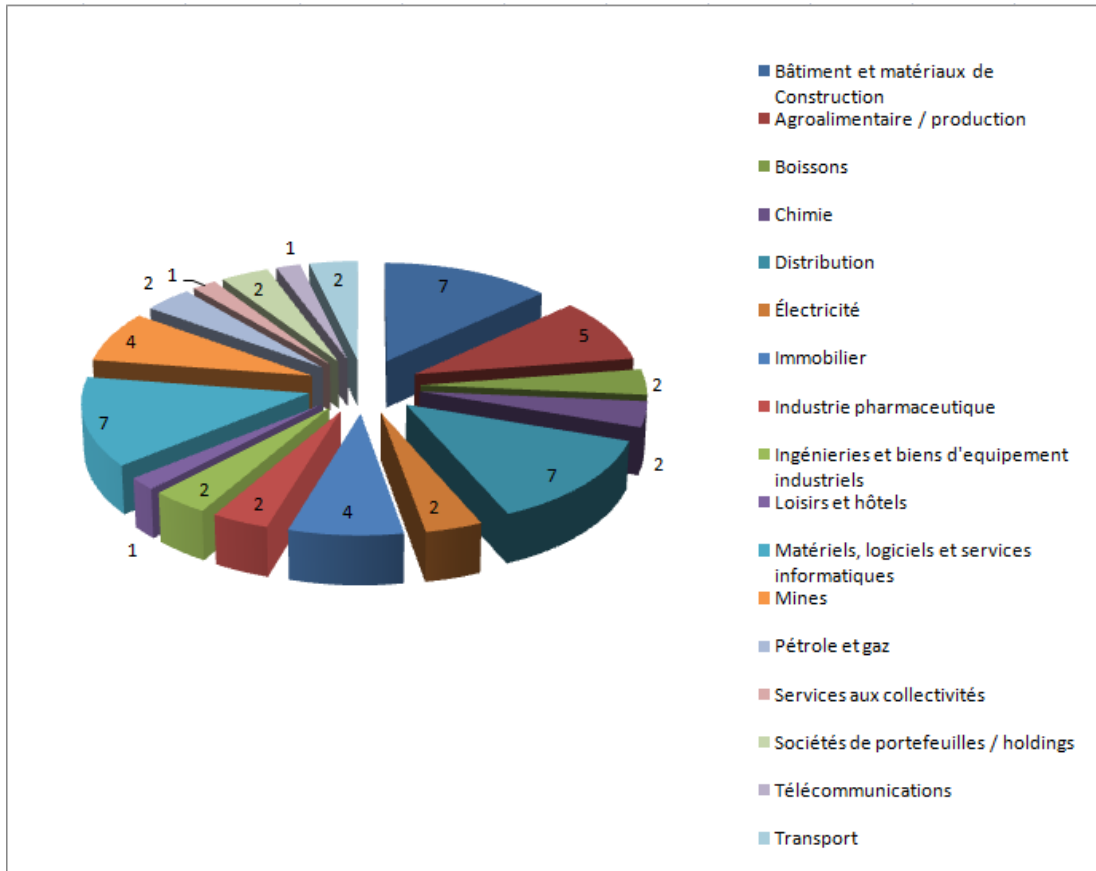
Dans la littérature, plusieurs études ont été réalisées sur un échantillon comparable au nôtre. On peut citer les recherches de Mancinelli et Ozkan (2006) recensant 139 observations et Norhasaniza *et al.* (2012) recensant 100 observations.

Les données sont collectées à partir des informations disponibles sur le site web de la bourse de Casablanca⁵ principalement les rapports annuels les communiqués de presses ainsi que les états financiers.

Dans notre analyse, 52 % des entreprises de notre échantillon comptent parmi leur actionnariat des investisseurs institutionnels, disposant d'une part de propriété dans le capital social dépassant 5 %. En revanche, les investisseurs étrangers qui possèdent 5 % ou plus du capital social sont présents dans 37 % des entreprises. Les chiffres confirment l'importance de ces deux catégories d'actionnariat dans la bourse de Casablanca.

⁵ <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/index.aspx>

Figure 1- Répartition de l'échantillon selon le secteur d'activité



3.2 Modèle de recherche

Pour tester la relation entre la structure de propriété et la politique de dividendes, nous avons utilisé le modèle suivant :

$$DivPoly = \beta_0 + \beta_1 Conc_Her + \beta_2 PropInst + \beta_3 PropÉtran + \beta_4 dette + \beta_5 Taille + \beta_6 ROE + \varepsilon_1$$

Avec:

DivPoly: politique de dividendes mesurée par le ratio dividende sur bénéfice net.

Conc_Her: concentration de propriété mesurée par l'indice de Herfindahl.

PropIns: propriété institutionnelle, mesurée par le pourcentage de propriété institutionnelle par rapport au total du capital social.

PropÉtran: propriété étrangère, mesurée par le pourcentage de propriété étrangère par rapport au total du capital social.

Taille: taille de l'entreprise mesurée par le LOG du chiffre d'affaires.

Dette: ratio d'endettement mesuré par le ratio: total de la dette sur total de l'actif du bilan.

ROE: ratio de rendement des capitaux propres, mesuré par le bénéfice net sur les capitaux propres.

ε_t : erreur du modèle.

3.2.1 Définitions des variables

- Variable dépendante : La politique de dividendes

Dans l'étude de Pablo et Gonzales (2010), la variable de la politique de dividendes est mesurée par le taux de dividende. Il s'agit du pourcentage de distribution de dividende (Payout). Dans la présente recherche, nous utilisons ce dernier ratio pour la définition de la variable de la politique de dividendes (**DivPoly**) puisqu'il reflète bien la politique de dividendes. En effet, cela permet de faire l'arbitrage entre la rétention de bénéfices d'une part et le versement de liquidités aux actionnaires d'autre part (Albouy, 1990).

- Variables indépendantes

Il s'agit des variables représentatives des caractéristiques de la structure de propriété. Trois variables ont été retenues pour modéliser la structure de propriété: la concentration de la propriété, la propriété institutionnelle et la propriété étrangère.

La concentration de propriété indique le niveau de propriété des principaux actionnaires. Dans la présente recherche, nous mesurons la concentration par l'indice de Herfindahl. Il s'agit d'une des mesures les plus utilisées dans la littérature (Harada et Pascal, 2011 et Pablo et González 2010).

L'indice de Herfindahl mesure la concentration des parts de marché. Dans les recherches sur la gouvernance, l'indice est utilisé pour calculer le niveau de concentration de propriété des compagnies (Demsetz et Lehn, 1985). Très souvent une transformation logarithmique est appliquée à la valeur obtenue. L'indice est égal au total des pourcentages de propriété rapporté au carré des actionnaires.⁶

La propriété institutionnelle est mesurée par le pourcentage de détention du capital des sociétés, par les fonds de retraite, les assurances et les Organisme de placement en valeurs mobilières (OPCVM). Cette mesure a été utilisée par Cook *et al.* (2006)⁷.

⁶ Exemple de calcul de l'Indice de Herfindahl: l'actionnaire A détient 45 %, B 30 %, C 15 % et D 10 %, Indice de Herfindahl = $0.45^2 + 0.30^2 + 0.15^2 + 0.10^2 = 0.325$

⁷ La propriété institutionnelle comme variable muette qui prend les valeurs « 1 » lorsque la propriété est supérieure à 5 % et de « 0 » sinon (Short *et al.* 2002). Nous avons retenu dans notre recherche la première mesure

Comme la propriété institutionnelle, la propriété étrangère est mesurée par les parts que détiennent les investisseurs étrangers, soient les personnes physiques et morales non résidentes au pays. Cette mesure a été aussi utilisée par Cook et Jeon (2006).

- Variables de contrôle

En se basant sur la littérature existante, trois variables de contrôle ont été retenues :

- ROE : c'est le ratio de rendement des capitaux propres. Il s'agit d'un indicateur de profitabilité. Il est mesuré par le ratio : résultat net sur capitaux propres. Fama et French (2002) ont établi une relation positive entre la profitabilité de l'entreprise et le paiement de dividende.
- Taille de l'entreprise : cette variable a été utilisée dans la recherche Harada et Pascal (2011) et Chen *et al.* (2005). Dans notre recherche, nous mesurons la taille par le Log du total des ventes à l'instar de Mancinelli et Ozkan (2006).
- Ratio d'endettement: la variable a été utilisée dans les recherches de Pablo et Gonzalez (2010) et Mancinelli et Ozkan (2006).

IV- Résultats

Les résultats présentés dans le tableau 2 montrent une relation positive entre le niveau de la concentration de propriété et le niveau de distribution de dividendes. La relation est significative au seuil de 5 %. On conclut que la concentration de propriété a un impact positif sur le niveau de dividende, ce qui confirme l'hypothèse H₁.

Le résultat obtenu concorde avec les conclusions Shleifer et Vishny (1986) et Easterbrook (1984) qui considèrent qu'en situation de concentration de propriété les actionnaires majoritaires exigent des

qui est plus précise et plus détaillée. Cette mesure nous permet de nous distinguer de la recherche d'Aguenaou *et al.* (2013) qui avait également porté sur le contexte marocain.

niveaux élevés de dividende, afin de réduire le coût d'agence. L'idée est de réduire la liquidité disponible entre les mains des gestionnaires, qui peut être utilisée pour leurs dépenses discrétionnaires.

Tableau 2 – Résultat de la Régression

Variables	Coefficient	Erreur Std	t de Student	p. critique
Constante	-16,9798**	6,90225	-2,4600	0,01594
Conc_Her	22,7233**	9,37422	2,4240	0,01750
PropIns	-1,79053	1,54567	-1,1584	0,24998
PropÉtran	28,3587**	12,3275	2,3005	0,02390
Taille	0,23158	0,22919	1,0104	0,31519
Dette	-1,31644*	0,705588	-1,8657	0,06557
ROE	-0,114625	0,262932	-0,4359	0,66399
R2 ajusté	0,723918			
F (58, 84)	7,419657			
Log de vraisemblance	-11,34246			
p. critique (F)	1,92e-16			
Durbin-Watson	2,133907			

***significatif à 1% ** significative à 5 % * significative à 10 %

Avec:

DivPoly: politique de dividendes mesurée par le ratio dividende sur bénéfice net

Conc_Her: concentration de propriété mesurée par Indice de Herfindahl

PropIns: propriété institutionnelle mesurée par le pourcentage de propriété institutionnelle par rapport au total du capital social

PropÉtran: propriété étrangère mesurée par le pourcentage de propriété étrangère par rapport au total du capital social

Taille: taille de l'entreprise mesurée par le LOG du chiffre d'affaires

Dette: ratio d'endettement mesuré par le ratio: total de la dette sur total de l'actif du bilan

ROE: ratio de rendement des capitaux propres, mesuré par bénéfice net sur capitaux propres

Les résultats indiquent un lien positif entre le niveau de présence de l'actionnariat étranger et le niveau de distribution de dividende. La relation entre les deux variables est significative au seuil de 5 %. Autrement dit, plus le niveau de propriété étrangère augmente, plus le niveau de distribution de dividende augmente. L'hypothèse H2 est ainsi confirmée.

Ce résultat rejoint celui de Cook et Jeon (2006), qui ont également trouvé une relation positive. Ceux-ci concluent que les investisseurs étrangers, craignant pour leurs investissements, cherchent par conséquent à réduire les coûts d'agence par la réclamation d'un niveau élevé de dividende.

Le résultat de la régression n'a pas pu montrer une relation significative entre la politique de dividendes et la propriété institutionnelle. On ne peut donc pas établir de lien entre la politique de dividendes et la propriété institutionnelle. L'hypothèse H_3 est par conséquent rejetée.

Le test de Ficher indique des résultats significatifs. De plus, le coefficient R^2 ajusté de 0,72 montre la puissance au modèle. Le coefficient Durbin-Watson (2,13) est proche de 2 indique que l'autocorrélation des résidus est très faible.

V – Conclusion et discussion

Le but de cette étude est de montrer l'existence des liens entre la structure de propriété et la politique de dividendes dans une économie émergente. Dans cette perspective, nous avons utilisé un échantillon d'entreprises non financières cotées à la bourse de Casablanca entre 2011 et 2013. Dans notre étude, nous avons utilisé un modèle de régression linéaire permettant d'expliquer la politique de dividendes et par trois variables indépendantes à savoir la concentration de propriété, la propriété étrangère et la propriété institutionnelle.

Les analyses montrent une relation positive et significative entre la concentration de la propriété et la politique de dividendes. Ces résultats sont cohérents avec les conclusions de plusieurs recherches réalisées dans le contexte de pays émergent, notamment ceux de Norhasniza *et al.* (2012) en Malaysia et de Thanatawee (2013) en Thaïlande. Le résultat est aussi aligné cohérent avec l'opinion de Shleifer et Vishny (1986) selon laquelle les actionnaires majoritaires exercent une influence pour réduire les ressources mises à la disposition des dirigeants puisque ces derniers peuvent utiliser ces ressources dans des projets qui favorisent davantage leurs intérêts.

Nos résultats contredisent les conclusions de l'étude d'Aguentaou *et al.* (2013) dans le contexte marocain. En effet, les résultats de cette dernière étude n'ont pas révélé de relation significative entre la concentration de propriété avec la politique de dividendes. La divergence dans les résultats peut très

bien s'expliquer par l'approche méthodologique différente de celle d'Aguentaou *et al.* (2013) que ce soit au niveau du choix de l'échantillon que la mesure des variables⁸. En effet, notre échantillon est plus récent et on est allé plus en détail dans la mesure des variables.

Nos analyses ont permis de mettre en évidence une relation positive et significative entre la propriété étrangère et la politique de dividendes. Le résultat concorde avec ceux d'Ullah *et al.* (2012) dans le contexte du Pakistan. Ce résultat rejoint celui de Cook et Jeon (2006) selon lesquels les investisseurs étrangers craignent toujours de faire des placements à l'extérieur. Ils vont donc chercher à réduire cette crainte par la réclamation de dividendes élevés.

À l'instar de Norhasniza *et al.* (2012), les analyses effectuées n'ont pas pu montrer un lien entre la politique de dividende et la propriété institutionnelle. Contrairement à Al-Gharaibeh *et al.* (2013) et à Manos (2002), on n'a pas pu établir de lien significatif entre la politique de dividende et la propriété institutionnelle.

La présente recherche comporte certaines limites telles que la délimitation temporelle. La recherche est réalisée sur une période de trois ans uniquement. Une période plus longue pourrait mieux représenter le cycle économique des entreprises (Norhasniza *et al.* 2012). L'analyse n'a pas tenu compte de tous les secteurs d'activité notamment le secteur financier et on n'a pas pu contrôler pour le secteur d'activité vu le faible nombre d'entreprises par secteur d'activité⁹.

La présente recherche ouvre la voie à de nouvelles possibilité d'étude notamment la réalisation de l'étude sur une période de temps plus longue que trois ans en tenant compte des différents secteurs d'activités.

Cette recherche a été réalisée dans le contexte d'une économie émergente, il serait très intéressant que ce type de recherche se multiplie dans d'autres pays émergents. Cela permettrait une amélioration des méthodologies de recherche adaptées à la réalité économique de ces entreprises.

⁸ Différence au niveau de l'échantillon de la recherche: la recherche d'Aguentaou *et al.* (2013) regroupe l'ensemble des entreprises cotées à la bourse de Casablanca. Dans notre recherche on a exclu les institutions financières de l'échantillon. La différence au niveau de la mesure des variables de propriété étrangère et propriété institutionnelle: Aguentaou *et al.* (2013) ont utilisé des variables muettes pour mesurer la propriété étrangère et institutionnelle. Dans le présent travail, on a considéré le pourcentage de propriété pour la mesure des deux variables.

⁹ La majorité des secteurs sont représentés par 1 à 2 entreprises de l'échantillon.

BIBLIOGRAPHIE

- Aguentaou, S., Farooq, O. et Di, H. (2013). Dividend Policy and Ownership Structure: Evidence from the Casablanca Stock Exchange. *GSTF International Journal on Business Review (GBR)*, 2 (4), 116-121.
- Aivazian, V., Booth, L. et Cleary, S. (2003). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387.
- Albouy, M. (1990). La politique de dividendes des entreprises *Revue d'économie financière* 12(13), 240-251.
- Al-Gharaibeh, M., Zurigat, Z. et Al-Harashsheh, K. (2013). The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 4(9), 769-796.
- Allen, F., Bernardo, A. et Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, 55(6), 2499–2536.
- Al-Malkawi, H.-A.N., Rafferty, M. et Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*(9), 171-200.
- Shleifer, A Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Bae, K.-H. et Goyal, V.K. (2010). Equity market liberalization and corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 16(5), 609-621.
- Baskin, J.B. (1988). The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information. *The Business History Review*, 62(2), 199-237.
- Bekaert, G., Harvey, C.R. et Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial economics*, 77(1), 3-55.
- Berle, A. et Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* : Transaction Publishers.
- Bozec, Y. (2003). *La concentration de l'actionariat, la séparation entre la participation au capital et le contrôle des droits de vote et la performance: le cas des sociétés ouvertes canadiennes*. École des hautes études commerciales. Doctorat.
- Bozec, Y., Francoeur, C., Labelle, R. et Okoudjou, V. (2010). Investisseurs institutionnels et gouvernance *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise* 7, 83-104.
- Brennan, M.J. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, 23(4)
- Charreaux, G. (1991). Structure de propriété, relation d'agence et performance financière. *Revue économique*, 42(3), 521-552.
- Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A. et Wong, A.W.S. (2005). Ownership concentration, firm performance and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 431–449.
- Cook, D.O., Jeon, Q. (2006). Foreign Ownership, Domestic Ownership, and Payout Policy. . (Working paper) Department of economics, University of Alabama.

- De Miguel, A., Pindado, J. et De la Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(25), 1199-1207.
- Demsetz, H. et Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Earle, J.S., Kucsera, C. et Telegdy, Á. (2005). Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: Do Too Many Cooks Spoil the Goulash? *Corporate Governance* 13(2), 254-264.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Elston, J.A., Hofler, R. et Lee, J. (2011). Dividend Policy and Institutional Ownership: Empirical Evidence Using a Propensity Score Matching Estimator. *Journal of Accounting and Finance*, 11(1), 89-102.
- Fama, E. et French, K. (2002). Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Frankfurter, G.M. et Wood, B.G. (1997). The evolution of corporate dividend policy. *Journal of Financial Education*, 23(1), 16-32.
- Frankfurter, G.M. et Wood, B.G. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11, 111-138.
- Gedajlovic, E. et Shapiro, D.M. (2002). Ownership structure and firm profitability in Japan. *Academy of Management Journal*, 45(2), 565-575.
- Gordon, M. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18, 264-272.
- Graham, B. et Dodd, D. (1934). *Security Analysis: The Classic 1934 Edition*. (1996 éd.) : MCGRAW-HILL Professional.
- Harada, K. et Nguyen, P. (2011). Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan. *Managerial Finance*, 37(4), 362-379.
- Jain, R. (2007). Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases, *Journal of Economics and Business* 59, 406-429.
- Jensen, G., Solberg, D. et Zorn, T. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-326.
- Koch, P.D. et Shenoy, C. (1999). The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies. *Financial Management* 28(16-35)
- Kumar, P. et Aslan, H. (2012). Strategic Ownership Structure and the Cost of Debt. *Review of Financial Studies*, 25, 2257-2299.
- La Porta, R., Lopez, F. et Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Florencio, L., Shleifer, A. et Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1-33)
- Lee, T.-H. et Huang, J.-K. (2013). Financial Liberalization, Foreign Ownership and Corporate Operational Efficiency: The Case of Taiwan Market. *Review of Economics & Finance*, 34-47.
- Lindblom, T., Sandahl, G. et Sjogren, S. (2011). Capital structure choices. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 3(1), 4-30.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 64, 243-269.
- Lipson, M., Maquieira, C. et Megginson, W. (1998). Dividend Initiations and Earnings Surprises *Financial Management* 27(36-45)
- Litzenberger, R. et Ramaswamy, K. (1979). The effects of Personal taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195.
- Mancinelli, L. et Ozkan, A. (2006). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European Journal of Finance*, 12(3), 265–282.
- Manos, R. (2002). Dividend policy and agency theory: Evidence on Indian firms. *Finance and development research programme, working paper series*, 41, 1-25.
- Miller, M.H. et Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mitra, S. (2002). The Impact of Institutional Stock Ownership on a Firm's Earnings Management Practice: An Empirical Investigation. *Working Paper, Louisiana State University*
- Norhasniza, M.H.A., Ahmad, Z. et Roslan, S. (2012). The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model. *International Review of Business Research Papers*, 8(6), 71-88.
- Omari, M.A. (2002). Rôle des Investisseurs Institutionnels et Performances des Entreprises Tunisiennes *Centre Africain de Formation et de Recherche Administratives pour le Développement*
- Overland, C., Mavruk, T. et Sjögren, S. (2012). *Keeping it real or keeping it simple? Ownership concentration measures compared*. University of Gothenburg.
- Pablo, E. et Gonzalez, M. (2010). Dividend Policy and Ownership Structure in Latin America. *Paper presented at the annual meeting of the BALAS Annual Conference, ESADE, Barcelona, Spain*
- Ross, S.A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Rouf, M.A. et Harun, M.A.-A. (2011). Ownership Structure and Voluntary Disclosure in Annual Reports of Bangladesh. *Pak. J. Commer. Soc. Sci.*, 5(1), 129-139.
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Shleifer, A. et Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Short, H., Zhang, H. et Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance* 8, 105-122.
- Thanatawee, Y. (2013). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 121-132.
- Thomsen, S. et Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European countries. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Ullah, H., Fida, A. et Khan, S. (2012). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science* 3(9), 298-307.
- Verma, S. (1990). *Ownership structure and corporate dividend policy*. The University of British Columbia.
- Walker, C.E. (1931). The History of the Joint Stock Company. *The Accounting Review*, 6, 97-105.