

## **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**

### **The Impact of Family Control and Internal Governance Mechanisms on Dividend Policy: The Case of Companies Listed on the Moroccan Stock Market**

**El mallouky Adil, (Doctorant, PhD)**

*Groupe de Recherche en Innovation, Responsabilités et Développement Durable (INREED)  
Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Marrakech.  
Université cadi ayyad de Marrakech, Maroc*

**khalid Elouafa, (Enseignant- chercheur)**

*Groupe de Recherche en Innovation, Responsabilités et Développement Durable (INREED)  
Faculté Polydisciplinaire de Safi  
Université Cadi Ayyad de Marrakech, Maroc*

**Adresse de correspondance :**

Faculté de sciences juridiques économiques et sociales  
Marrakech  
**Université Cadi Ayyad- Maroc** (Marrakech)  
BP 2380, Daoudiate - Marrakech  
<http://www4.fsjes.uca.ma/>  
adil.elmallouky@ced.uca.ma

**Déclaration de divulgation :**

Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

**Conflit d'intérêts :**

Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.

**Citer cet article**

El mallouky, A., & Elouafa, khalid. (2020). L'impact du contrôle familial et des mécanismes internes de gouvernance sur la politique des dividendes : cas des sociétés cotées sur le marché boursier marocain. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 1(3), 212-229. <https://doi.org/10.5281/zenodo.4282171>

**DOI: 10.5281/zenodo. 4282171**

**Published online:** November 20, 2020.

Copyright © 2020 – IJAFAME



## **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**

### **Résumé**

L'objectif de ce travail est d'examiner les déterminants de la politique de distributions de dividendes, plus particulièrement nous allons mettre en exergue l'effet de l'implication de l'actionnariat familial et les mécanismes internes de gouvernance sur les décisions de paiement de dividendes des sociétés cotées en bourse au Maroc. Pour répondre à nos questions de recherche nous avons utilisé une estimation à l'aide d'un modèle TOBIT portant sur échantillon composé 160 observations années-entreprises durant la période 2015-2018. Les résultats de cette étude montrent une relation négative entre la propriété familiale et le ratio de distribution de dividendes. En outre, la présence d'un PDG familial à un effet négatif sur le niveau de dividendes distribués. Par ailleurs, nous constatons que le recours à des mécanismes de contrôle par des structures pyramidales n'a pas d'impact significatif sur la distribution de dividendes. En termes de l'effet des mécanismes de gouvernance sur les paiements de dividendes, nous trouvons une association positive entre la présence d'un second détenteur de bloc institutionnel et la distribution de dividendes. On révèle également une relation négative entre la dualité du conseil d'administration et la distribution de dividendes, par ailleurs la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration n'a pas d'impact significatif sur la distribution de dividendes.

**Mots clés :** politique de distribution de dividendes, implication de l'actionnariat familial, mécanismes de gouvernance, conflits d'agence.

**Classification JEL :** D4, D53, G30.

**Type de l'article :** Recherche appliquée.

### **Abstract**

The purpose of this work is to examine the determinants of the dividend distribution policy, more particularly we will highlight the effect of the involvement of family shareholders in the company and the internal governance mechanisms on the dividend payment decisions of companies listed on the Moroccan stock exchange. To answer our research questions, we used a TOBIT model estimate based on a sample of 160 observations per year-listed company over the period 2015-2018. The results of this study indicate a negative relationship between family ownership and the dividend payout ratio. In addition, the presence of a family CEO has a negative effect on the level of dividend distributed. In contrast, we note that the use of control mechanisms by pyramid structures does not have a significant impact on dividend distribution. In terms of the effect of the characteristics of governance mechanisms on dividend payments, we find a positive association between the presence of a second institutional block holder and dividend distribution. We also find a negative relationship between the duality of the board of directors and the distribution of dividends, while the presence of independent directors on the board of directors has no significant impact on the distribution of dividends.

**Keywords:** dividend policy, involvement of family shareholders, corporate governance mechanisms, agency conflicts.

**JEL Classification :** D4, D53, G30.

**Paper type:** Empirical research.

## 1. Introduction :

La politique de distribution de dividendes continue d'occuper une place centrale dans la littérature financière. Depuis l'article pionnier de Modigliani et Miller (1961) plusieurs théories ont émergé pour expliquer les déterminants de la politique de dividendes et son impact sur la valeur de la firme. Ainsi, la théorie des coûts d'agence fondée sur l'hypothèse des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants a mis l'accent sur le rôle fondamental de dividende comme un mécanisme de gouvernance qui permet d'atténuer le risque de l'expropriation de la richesse de l'entreprise (Jensen., 1986). Dans ce sens, les modèles d'agence affirment que la distribution de liquidités aux actionnaires sous forme de dividendes réduit les ressources sous le contrôle des initiés et limitées par conséquent, le problème d'aléa-moral lié à l'utilisation non efficiente des ressources de l'entreprise (Jensen., 1986 ; Easterbrook., 1984).

Plusieurs travaux empiriques soutiennent les explications de la politique de distribution des dividendes fondées sur la théorie d'agence et considèrent la politique de distribution des dividendes comme un mécanisme de gouvernance qui pourrait servir aux alignements des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires dans des contextes des sociétés à participation multiple. D'autre part, des études récentes ont également développé un argument similaire sur le rôle la politique de dividende dans des contextes de propriété concentrée tel que le cas des sociétés sous contrôle familial. Celles-ci ne sont pas à l'abri des problèmes d'agence, les actionnaires familiaux de contrôle peuvent s'abuser de leur pouvoir pour tirer des avantages privés de contrôle au dépens des actionnaires minoritaires (La Porta, et al., 2002 ; Faccio et Lang, 2002). Dans ce contexte, les entreprises familiales peuvent servir de la politique de dividende comme mécanisme pour assurer leur réputation sur le marché et modérer le souci de l'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires (Pindado et al., 2012; Setia-Atmaja et al., 2009; Yoshikawa & Rasheed, 2010)

Sur un autre plan, certains travaux relevant de la littérature sur la gouvernance d'entreprise se sont intéressés à l'examen de la façon dont les mécanismes de gouvernance tant internes qu'externes interagissent avec la politique de distribution des dividendes en tant que mécanisme de gouvernance. Dans ce cadre, deux modèles alternatifs ont été distingués. Le modèle de résultat suggère que les entreprises les mieux gouvernées seraient plus susceptibles de payer des dividendes élevés. Les dividendes peuvent servir comme un mécanisme complémentaire aux autres mécanismes formels mis en place par l'entreprise pour réduire les problèmes d'agence et atténuer le risque d'expropriation de la richesse de l'entreprise. Le modèle de substitution suggère que le paiement de dividendes permet à l'entreprise d'établir leur réputation auprès des investisseurs externes lorsque les structures formelles de gouvernance sont moins solides. (La Porta et al., 2000).

Le Maroc offre un cadre économique et institutionnel spécifique pour l'examen de la question de l'effet de la structure d'actionariat et les mécanismes de gouvernance sur les décisions de paiement des dividendes. En effet, le cadre légal et institutionnel au Maroc offre une faible protection aux investisseurs et aux créanciers. En dépit d'une série de réformes légales et institutionnelles mises en place durant les dernières décennies visant à promouvoir les pratiques de transparence et de la bonne gouvernance au sein des sociétés cotées, les structures formelles de gouvernance des sociétés marocaines (tel que le conseil d'administration) restent peu appropriées pour assurer la protection des intérêts des petits investisseurs et les autres parties prenantes. En termes de structure de propriété, les sociétés sous le contrôle familial forment la majeure partie des sociétés cotées au marché boursier marocain (Korichi et Alaoui Mdaghri, 2017)<sup>1</sup>. L'actionariat familial est fortement impliqué dans le management de l'entreprise et détient un pouvoir presque absolu sur les décisions stratégiques et financières. Dans ce contexte, les problèmes d'asymétrie d'information et le

---

<sup>1</sup> Sur les 75 entreprises cotées en bourse de Casablanca 46 sociétés sont familiales soit 61.33 %.

risque d'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires sont plus accentués (Farooq et Aguenou, 2012)

Sur la base du contexte décrit ci-dessus, l'objet de ce travail est d'analyser la politique de dividendes à la lumière des renseignements de la théorie d'agence, en tenant compte les spécifiques du marché financier marocain caractérisé par une prédominance de l'actionnariat familial et une faible protection des actionnaires minoritaires. Nous tenterons ainsi d'apporter un éclairage aux questions suivantes :

Question1 : Les entreprises familiales utilisent-elles la politique de dividendes pour atténuer ou exacerber les conflits de l'agence avec des actionnaires minoritaires ?

Question2 : Dans quelle mesure l'implication de la famille de contrôle à travers la propriété, la gestion et le contrôle affectent les décisions financières de l'entreprise en matière de distribution de dividendes ?

Question 3 : comment les mécanismes internes de gouvernance peuvent affecter la politique de distribution de dividendes en tant que mécanisme de gouvernance ?

Le présent article sera organisé comme suit, en première section nous allons présenter le cadre théorique, la revue de la littérature et les hypothèses qui encadrent cette étude. La deuxième section est réservée à la présentation des aspects méthodologiques de l'étude. L'analyse et la discussion des résultats de cette étude font l'objet de la troisième section. En conclusion nous allons résumer les principaux résultats de cette étude.

## **2. Revue de littérature et développement des hypothèses**

### **2.1, La Théorie d'agence et politique de distribution de dividende**

Depuis les travaux pionniers de Modigliani et Miller (1961) la politique de distribution de dividendes reste l'un des questions les plus controversées de la littérature financière. Ainsi plusieurs modèles théoriques ont été avancés pour expliquer le puzzle de la politique de distribution de dividende. La théorie d'agence explique la politique de dividende à la lumière des hypothèses des conflits d'intérêts entre dirigeants (Agent) et les actionnaires (principal). Dans ce cadre, la thèse de free cash-flow de Jensen (1986) met l'accent sur le rôle fondamental de dividende comme mécanisme qui permet de pallier aux conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires en matière de l'affectation des flux de trésorerie excédentaire de l'entreprise. En effet, les dirigeants seraient plus incités à utiliser les ressources excédentaires de l'entreprise dans des politiques de surinvestissements non optimales destructeurs de la richesse des actionnaires. Dans ce sens, le paiement de dividende réduit les ressources discrétionnaires sous contrôle des dirigeants et limite donc le risque de surinvestissement. Easterbrook (1984) suggère que le versement de dividendes élevés et réguliers réduit les ressources disponibles aux dirigeants et les incite davantage au recours au financement externe à travers le marché. Un tel mécanisme permet à l'entreprise de mettre les dirigeants à la surveillance et le contrôle réguliers du marché financier (Easterbrook, 1984).

Récemment certaines études ont mis en exergue le rôle de dividende comme mécanisme de gouvernance qui permet servir à la résolution des conflits d'agence entre les actionnaires de contrôle et les investisseurs minoritaires (Pindado et al., 2012; Setia-Atmaja et al., 2009; Yoshikawa & Rasheed, 2010). Dans le contexte des entreprises à propriété concentrée, le paiement de dividendes élevés permet de modérer le souci des actionnaires minoritaires quant au risque de l'expropriation de la richesse de l'entreprise par les actionnaires majoritaires et par conséquent renforcer la réputation de l'entreprise sur le marché financier.

D'autre part, à la suite de l'article de la Porta et al (2000), plusieurs travaux récents relevant de la littérature sur la gouvernance d'entreprise se sont axés à l'étude de la relation entre les mécanismes de gouvernance d'une entreprise et les décisions de distribution des dividendes. Dans ce cadre, deux modèles alternatifs ont été éprouvés par ces différentes études. Le «modèle de résultat» suggère que les entreprises dotées de structure de gouvernance efficace, les

actionnaires disposent plus de pouvoir pour forcer les dirigeants à distribuer les excédents de liquidités sous forme de dividendes. Le paiement de dividende sert comme un mécanisme complémentaire aux autres mécanismes de gouvernance mis en place par l'entreprise pour protéger les intérêts des actionnaires et réduire le risque d'expropriation de la richesse de l'entreprise. Le «modèle de substitution» suggère que le paiement de dividende permet de servir comme un substitut pour protéger les intérêts des actionnaires, lorsque les mécanismes formels de gouvernances ne sont pas efficaces. L'entreprise peut servir donc par le paiement de dividende de renforcer leur réputation sur le marché (R. La Porta et al., 2000).

## **2.2, L'impact de l'actionnariat familial sur la politique de distribution de dividendes**

La littérature financière récente s'accorde à reconnaître la prédominance des entreprises sous contrôle de l'actionnariat familial dans la majorité des pays du monde ((Faccio & Lang, 2002; La Porta et al., 1999; Villalonga & Amit, 2006). Dans ce cadre, plusieurs travaux empiriques ont mis l'accent sur la spécificité de la gouvernance des entreprises familiales et leur implication sur les décisions financières (Allouche et al., 2008). Dans ce cadre, les entreprises familiales se démarquent par rapport à leurs homologues non familiales par la convergence entre les fonctions de propriété, de gestion et de contrôle. Le plus souvent, les actionnaires familiaux s'impliquent directement dans les activités de gestion et siègent au conseil d'administration de l'entreprise. La convergence des fonctions de propriété et de gestion rend les entreprises familiales moins assujetties aux conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants (hypothèse d'alignement des intérêts).

Pourtant, de nombreux travaux récents démontrent que les entreprises familiales ne sont pas à l'abri des problèmes d'agence. L'actionnariat familial pourrait s'abuser de leur pouvoir de contrôle pour tirer des avantages privés aux dépens des actionnaires minoritaires (Faccio & Lang, 2002; La Porta et al., 2002; Villalonga & Amit, 2006). Ces avantages privés peuvent aller de la nomination de membres non qualifiés de la famille dans des postes clés de la direction (le népotisme), de l'octroi des rémunérations excessives aux dirigeants appartenant à la famille de contrôle, et enfin à l'expropriation pure des ressources de l'entreprise à travers le transfert des actifs de l'entreprise à d'autres entités dans lesquelles la famille propriétaire détient une grande participation « Tunneling » (Johnson et al., 2000). D'autre part, des travaux inspirés par l'économie comportementale montrent que les entreprises familiales manifestent généralement plus d'intérêt à certains objectifs spécifiques non financiers par rapport à leurs homologues non familiales. Dans cet ordre d'idée, l'actionnariat familial accorde plus de souci aux objectifs de pérennité de l'entreprise, au maintien du contrôle familial et à la transmission de la propriété de l'entreprise à la génération familiale suivante. (Anderson & Reeb, 2003; Gómez-mejía et al., 2007). La présence de telles préférences non économiques pourrait amener les dirigeants familiaux de poursuivre des politiques financières incompatibles à l'objectif de la maximisation de la richesse de l'entreprise (González et al., 2014).

Dans la suite de cet article, nous examinons comment les trois dimensions de l'implication de la famille dans l'entreprise (la propriété, la gestion et le contrôle) affectent la politique de dividende en tant que mécanisme d'atténuation conflits d'agence entre les actionnaires familiaux et les actionnaires minoritaires.

### **2.2.1, L'effet de la participation de la famille à la propriété**

La littérature sur la gouvernance d'entreprise a porté une attention particulière au rôle de la concentration de la propriété comme mécanisme interne de gouvernance qui pourrait servir à la surveillance des dirigeants et à la protection des intérêts des actionnaires minoritaires. Les tenants de la théorie d'agence suggèrent que les grands actionnaires ont plus d'incitation et de capacité pour assumer les coûts liés au contrôle des dirigeants. Dans le contexte de l'entreprise familiale, la nature concentrée et non diversifiée de la participation familiale rend l'actionnariat familial mieux placé pour assurer une surveillance efficace de dirigeants. En outre, la



convergence des fonctions de la propriété et la gestion devrait rendre les entreprises familiales moins assujetties aux coûts d'agence (Jensen & Mecling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Dans cet ordre d'idée, le paiement de dividende serait moins nécessaire pour réduire les coûts d'agence.

Certes, l'actionnariat familial est associé généralement à des coûts d'agence faibles, voire inexistants (conflits propriétaire-dirigeant), cependant, les actionnaires familiaux de contrôle peuvent s'abuser de leurs positions et leurs pouvoirs pour tirer des avantages privés de contrôle au détriment des actionnaires minoritaires. Dans cet ordre d'idée, le contrôle familial peut exacerber les conflits d'intérêts entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires.

La question de l'impact de la propriété familiale sur l'intensité les coûts d'agence et les décisions de distribution de dividende a occupé une place de plus en plus importante dans la littérature sur la gouvernance d'entreprise. Toutefois, les résultats des différentes études menées dans ce sens restent peu concluants. Sur la base d'un échantillon des sociétés japonaises cotées en bourse, Yoshikawa et Rasheed (2010) montrent une relation positive entre la propriété familiale et la distribution de dividendes. Schmid et al., (2010) parviennent à un résultat similaire, en examinant le cas des sociétés cotées en bourse en Allemagne. Cette relation positive a été également prouvée par Isakov et Weisskopf (2015). Par ailleurs, d'autres études, par exemple de Boujjat et al., (2017) et Aguenau et al., (2013)<sup>2</sup> trouvent une association négative entre la propriété familiale et la politique des dividendes.

D'autre part, des chercheurs comme Setia Atmaja et al, (2009) et Sener et Selcuk (2019) parviennent à une relation non linéaire entre la propriété familiale et la distribution de dividende. Ces auteurs suggèrent que l'effet de la propriété familiale sur la distribution de dividendes varie en fonction du niveau de la participation familiale, pour un niveau faible de propriété les actionnaires familiaux seront plus susceptibles de verser des dividendes élevés pour atténuer les conflits d'agence avec les investisseurs externes. Cependant, pour niveau de propriété élevée, les actionnaires familiaux seront plus incités pour exproprier la richesse de l'entreprise et réduire les dividendes distribués (Sener & Akben Selcuk, 2019).

Conformément aux résultats de Setia et Atmaja (2009) et Sener et Selcuk (2019), nous estimons que l'effet de la propriété familiale sur la distribution de dividende varie en fonction du niveau de participation familiale. Nous posons notre hypothèse 1 comme suit:

**Hypothèse 1 :** Il existe une relation positive et concave entre la propriété familiale et le paiement de dividendes.

### **2.2.2. L'effet de l'implication familiale dans la gestion**

En plus de la participation familiale au capital de l'entreprise, les actionnaires familiaux s'impliquent dans les activités de gestion et de contrôle de l'entreprise. Le plus souvent ils occupent les postes de haute direction et siègent également au conseil d'administration de l'entreprise. Les tenants de la théorie d'agence suggèrent que l'implication de la famille propriétaire dans la gestion active de l'entreprise devrait atténuer les problèmes de l'agence. Toutefois, la présence d'un PDG familial et l'implication des actionnaires familiaux dans le conseil d'administration peut neutraliser le rôle de ce dernier en tant que mécanisme de gouvernance. En outre, la famille propriétaire à travers son implication dans la gestion de l'entreprise peut influencer directement les décisions stratégiques et financières de l'entreprise et favoriser leurs propres intérêts aux dépens de ceux des actionnaires minoritaires. Dans ce sens, un PDG familial peut choisir de réduire les dividendes distribués pour maintenir plus de ressources discrétionnaires sous le contrôle de la famille propriétaire. Il peut choisir également de maintenir plus de ressources en réduisant le paiement de dividende pour éviter le recours au financement externe (par capitaux propres externes) et maintenir le contrôle familial (Vandemaele & Vancauteran, 2015).

---

<sup>2</sup> Etudes portant sur un échantillon des sociétés cotées en bourse de Casablanca

Globalement, la littérature empirique soutient que l'implication de la famille propriétaire dans la gestion de l'entreprise agit négativement sur le niveau des dividendes versés. Vandemaele et Vancauteran (2015) trouvent que la présence d'un PDG familial et la représentation de la famille propriétaire au conseil d'administration ont un effet négatif sur la distribution de dividendes et que cet effet est plus accentué dans le cas des entreprises familiales contrôlées par la première génération familiale. Isakov & Weisskopf (2015) parviennent à un résultat similaire. Ces derniers révèlent que les entreprises familiales dirigées par un PDG externe ont tendance de payer plus de dividendes que leurs homologues dirigées par un PDG familial. Sener et Selcuk (2019) affirment également que la présence PDG familial a un effet négatif sur les décisions de distribution et la proportion des bénéfices à distribuer.

Sur la base de cette revue de la littérature, nous soutenons que l'implication de la famille propriétaire à la gestion active de l'entreprise leur permet de poursuivre des politiques financières qui favorisent les intérêts propres de la famille de contrôle. De ce fait, nous émettons hypothèse suivante.

**Hypothèse 2 :** l'implication de la famille de contrôle dans la gestion a un effet négatif sur le niveau des dividendes distribués.

### **2.2.3. L'effet de l'implication de la famille propriétaire au contrôle**

Il existe divers mécanismes qui permettent aux actionnaires de renforcer leur pouvoir de contrôle sur l'entreprise. À cet égard, la famille propriétaire peut faire le recours à des structures de propriété pyramidales, à des classes d'actions à doubles droits de vote ou à des participations croisées. Ces divers mécanismes de contrôle confèrent à la famille propriétaire de détenir des droits de vote supérieurs à leur participation au capital de l'entreprise (González et al., 2014). Pour illustrer la façon par laquelle une structure pyramidale devrait entraîner une divergence entre les droits de vote et ceux des flux de trésorerie, nous se référant à l'exemple suivant donné par Chang et al., (2010): une famille possède 20 % comme participation au capital de l'entreprise A et que l'entreprise A à son tour détient une participation de 25 % au capital de l'entreprise B. par cette structure pyramidale, la famille propriétaire peut contrôler 25% des droits votes de l'entreprise B, alors qu'elle ne détient effectivement que 5% ( $20\% \times 25\%$ ) comme participation au capital de l'entreprise B (Chang et al., 2010. pp.157).

Quelques études récentes montrent que la divergence entre les droits de votes et ceux des droits aux flux de trésorerie exacerbe davantage les conflits d'agence entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires. à ce titre, González et al., (2014) montrent que le recours à des structures de propriété pyramidales permet à l'actionnariat familial de se doter plus de pouvoir pour poursuivre des politiques financières qui favorisent les intérêts propres de la famille de contrôle. Gugler & Yurtoglu (2003), en examinant l'effet de la structure de propriété et de contrôle sur le ratio de distribution de dividende des sociétés allemandes montre que la divergence entre le contrôle et les droits de propriété a un effet négatif sur le niveau de dividendes distribués, soutenant ainsi l'hypothèse d'expropriation. Pindado et al., (2012) soutiennent que les entreprises familiales pour lesquelles les droits de vote de la famille propriétaire ne sont pas divergents par rapport à leurs droits aux flux de trésorerie sont plus susceptibles de distribuer plus de dividendes. Besim & Adaoglu, (2018) parviennent à un résultat similaire en examinant un échantillon des sociétés familiales cotées en bourse en Turquie.

Sur la base des arguments qui précèdent, nous proposons l'hypothèse suivante:

**Hypothèse 3:** la participation de la famille dans le contrôle à travers des structures pyramidales réduira le niveau de dividendes versés.

### **2.3. L'effet de la participation des investisseurs de blocs institutionnels**

La littérature sur la gouvernance met l'accent sur le rôle des détenteurs de blocs notamment les investisseurs institutionnels en tant que mécanisme de gouvernance. En effet, l'expertise des

investisseurs institutionnels et l'importance de leurs participations au capital de l'entreprise leur confèrent plus d'incitation et de capacité pour surveiller efficacement les dirigeants et modérer le pouvoir des actionnaires de contrôle. Dans ce cadre, certaines études ont examiné l'effet de la présence des détenteurs de blocs sur les politiques de dividendes des entreprises à propriété concentrée. Gugler & Yurtoglu (2003) constatent que la présence seconde d'un bloc devrait assurer une surveillance efficace de l'actionnaire majoritaire de contrôle et influence positivement le niveau de dividendes distribués, suivant l'hypothèse résultat de La Porta et al (2000). Dans le contexte de l'entreprise familiale, Charlier & Du Boys (2009) montrent que la présence d'un second actionnaire de bloc non familial a un effet positif sur la distribution de dividende. Pindado et al., (2012) révèlent que la présence d'un second détenteur de bloc non familial s'associe à des distributions de dividendes plus élevés. Sur la base de ces arguments, nous formulons l'hypothèse suivante comme suit :

**Hypothèse 4 :** La présence des détenteurs de blocs institutionnels a un effet positif sur le niveau de dividendes distribués par les entreprises familiales.

## **2.4. Caractéristiques du conseil d'administration et politique de dividendes**

### **2.4.1. L'effet de la présence des administrateurs indépendants**

La littérature sur la gouvernance d'entreprise a accordé une attention particulière au rôle des administrateurs indépendants qui siègent au conseil d'administration. La présence des administrateurs externes non liés hiérarchiquement à la direction permet de renforcer l'efficacité du conseil d'administration en termes de leurs fonctions principales de discipline des dirigeants et la protection des intérêts des actionnaires (Fama & Jensen, 1983).

Certaines études ont mis l'accent sur le rôle des administrateurs indépendants comme mécanisme qui permet d'équilibrer le pouvoir au sein des entreprises à propriété concentrée. Dans le contexte des entreprises familiales, la présence des administrateurs indépendants pourrait modérer le pouvoir des actionnaires familiaux et atténuer le risque d'expropriation de la richesse de l'entreprise. (Anderson & Reeb, 2004; Setia-Atmaja et al., 2011).

Setia-Atmaja (2010) montre que la présence des administrateurs indépendants a un effet modérateur positif sur la relation entre la propriété familiale et les dividendes distribués, suivant l'hypothèse de résultat de La Porta et al. (2000). Par ailleurs, Sener et Selcuk (2019) trouvent une association négative entre la proportion des administrateurs indépendants et le ratio de distribution de dividendes des entreprises sous contrôle familial, soutenant l'hypothèse de substitution de La Porta et al., (2000).

Dans le cadre de notre étude, nous nous proposons l'hypothèse suivante :

**Hypothèse 5 :** L'indépendance du conseil d'administration a un effet positif sur les ratios de distribution de dividendes des entreprises sous le contrôle familial.

### **2.4.2. L'effet de la dualité**

La théorie d'agence suggère que la dualité du conseil d'administration affaiblit l'efficacité de ce dernier en matière de ses fonctions de discipline et du contrôle des dirigeants. En effet, le cumul des fonctions de directeur général et celle de président du conseil d'administration favorisent l'enracinement des dirigeants et leur confèrent un pouvoir presque absolu pour défendre leurs propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires. Dans le contexte de l'entreprise familiale, Braun et Sharma (2007) soutiennent que la dualité du conseil d'administration accroît le risque de l'expropriation des ressources de l'entreprise par la famille de contrôle. Dans cet ordre d'idée, nous estimons que les entreprises familiales ayant un PDG qui accumule les deux fonctions de gestion et de contrôle seront plus susceptibles de promouvoir les décisions financières qui répondent davantage aux intérêts de la famille de contrôle au détriment de ceux des autres acteurs (créanciers ou actionnaires minoritaires).

En termes de l'effet de la dualité du conseil d'administration sur la politique de dividendes, certaines études montrent que les dirigeants qui accumulent les fonctions de gestion et de



contrôle seront plus enclins à conserver plus de ressources discrétionnaires dans l'entreprise et à réduire le paiement de dividende. Asamoah., (2011) révèle que la dualité du PDG agit négativement aussi bien sur la décision de payer de dividende que sur le montant des dividendes versés. Nekhili et al.,( 2009) en étudiant le cas des sociétés françaises cotées montrent que le cumul des fonctions de président et de directeur général a un effet négatif sur la distribution de dividendes.

Sur la base de ces arguments, nous émettons ainsi l'hypothèse suivante :

Hypothèse 6 : Il existe une relation négative entre la dualité des PDG et le paiement des dividendes dans le cas des entreprises sous le contrôle de l'actionnariat familial.

### 3. méthodologie et données

#### 3.1. Présentation de l'échantillon et sources de données

L'objectif de ce travail consiste à examiner l'impact de l'implication de l'actionnariat familial dans l'entreprise sur la politique de dividendes, plus particulièrement nous mettons l'accent sur l'effet des trois dimensions suivantes : la propriété, la gestion et le contrôle. Nous proposons d'examiner l'effet modérateur de la participation des actionnaires de blocs institutionnels et des caractéristiques du conseil d'administration en tant que deux mécanismes internes de gouvernance. Pour répondre à nos questions de recherche, nous allons retenir un échantillon de 160 observations représentant 40 sociétés non financières cotées sur le marché boursier marocain dans lesquelles l'actionnariat familial détient des participations directement au capital ou indirectement par une chaîne de participations dans des sociétés intermédiaires. Ces observations couvrent la période allant de 2015 à 2018.

Les informations financières sont tirées à partir des rapports sociaux diffusés par ces sociétés, alors que les données sur la structure de propriété, la gestion et les caractéristiques du conseil d'administration sont collectées sur la base des données disponibles sur les sites web de la bourse de Casablanca et celui de l'Autorité marocaine des marchés de capitaux. Le tableau 1 ci-dessous décrit la répartition de l'échantillon par secteur d'activité.

**Tableau 1 : répartition des entreprises par secteur d'activité**

Secteur d'activité	Nombre d'entreprises
AGROALIMENTAIRE	6
BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION	5
BOISSONS	2
CHIMIE	3
DISTRIBUTEUR	3
EQUIPEMENT ELECTRONIQUE ET ELECTRIQUE	1
INGENIERIE ET BIENS D'ÉQUIPEMENT INDUSTRIEL	2
MATÉRIEL, LOGICIELS INFORMATIQUES	2
MINES	3
IMMOBILIER	4
PÉTROLE ET GAZ	1
SERVICES AUX COLLECTIVITÉS	1
TRANSPORT	3
TÉLÉCOMMUNICATIONS	1
SYLVICULTURE ET PAPIER	1
INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE	1
LOISIRS ET HÔTEL	1
TOTAL	40

**Source :** Auteurs

### 3.2. Définition et mesures des variables

Dans le cadre de cette étude, nous avons choisi le ratio de distribution de dividendes comme indicateur de la politique de distribution de dividendes. Ce ratio peut être défini comme la proportion des bénéfices versés aux actionnaires. Aguentaou et al, (2013) Sener & Akben Selcuk, (2019) ont également choisi ce même indicateur comme proxy de la politique de dividendes. Pour évaluer l'effet de l'actionnariat familial sur la politique de distribution de dividende, nous avons retenu trois variables (la propriété, la gestion et le contrôle pyramidale). La propriété familiale est mesurée par la proportion des actions détenues par les actionnaires familiaux. Une variable binaire est construite comme proxy de la participation des actionnaires familiaux à la gestion, elle prend la valeur 1 si un membre de la famille occupe le poste de PDG et 0 si non. Une seconde variable binaire est définie pour évaluer l'implication de l'actionnariat familial dans le contrôle par des participations pyramidales (propriété indirecte). Elle égale à 1 lorsque la famille exerce un contrôle pyramidal et 0 si non.

Pour évaluer l'effet de l'actionnariat institutionnel nous avons retenu une variable binaire égale à 1 si un second actionnaire institutionnel détient plus de 5 % des droits de vote et 0 si non. En outre, nous avons utilisé deux variables comme mesure des caractéristiques du conseil d'administration (la dualité du PDG et la proportion des administrateurs indépendants). La proportion des administrateurs indépendants est mesurée par le nombre d'administrateurs des administrateurs divisée par la taille du conseil d'administration (Sener & Akben Selcuk. 2019). La dualité est mesurée par une variable binaire égale à 1 si le PDG est également président du conseil d'administration, et 0 sinon.

En fin, sur la base de la littérature antérieure, nous avons inclus trois variables de contrôle. Premièrement, nous testons l'effet de la performance sur la politique de dividendes, nous avons retenu le ratio du bénéfice net par rapport au total des capitaux propres (ROE), nous estimons que la performance de l'entreprise affecte positivement sa capacité de distribution de dividendes. ((Pindado et al., 2012). Deuxièmement, nous contrôlons l'effet de l'endettement mesuré par la dette totale divisée par l'actif total. Les entreprises les plus endettées seront moins susceptibles de verser des dividendes élevés en raison de leurs contraintes financières (Farooq & Aguentaou, 2012). Enfin, nous tenons compte de l'effet de la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme naturel de l'actif total. Nous attendons que les entreprises de grandes de tailles en phase de maturité soient plus susceptibles de distribuer davantage de dividendes par rapport à celles en phase de croissance (Fama & French. 2001). Le tableau ci-après décrit les variables utilisées dans le cadre de cette étude et leurs mesures.

**Tableau 2 : Mesure des variables**

Les variables	Mesure	Nomination	Prédiction
<b>Variable expliquée</b>			
ratio de distribution de dividendes	calculé en divisant le total des dividendes distribués au cours de l'exercice N par les bénéfices nets de l'exercice N-1	DIVRAT	
<b>Variables explicatives</b>			
Propriété familiale	La propriété familiale est définie comme la proportion des actions détenues par la famille propriétaire	FAMPROP	+
Propriété familiale au carré	La propriété familiale est définie comme la proportion des actions détenues par les familles au carré	FAMPROP <sup>2</sup>	- (Sener & Selcuk, 2019)

l'implication de la famille dans la gestion	variable dichotomique qui est égale à 1 en cas de présence d'un PDG familial, et à 0 dans le cas contraire	FAMGEST	-
L'implication de la famille dans le contrôle par des structures pyramidales	Variable dichotomique qui est égale à 1 est égal lorsque la famille exerce un contrôle pyramidal sur l'entreprise par le biais de la propriété indirecte et 0 dans le cas contraire	PYRAMID	-
Participation des investisseurs institutionnels	Variable = 1 lorsque un second actionnaire institutionnel détient plus de 5 % des droits de vote	INVINST	+
Indépendance du CA	La proportion des administrateurs indépendants qui siègent au conseil	INDEPCA	+
La dualité du conseil d'administration	Variable = 1 si le dirigeant accumule les fonctions de directeur et général et président du CA et 0 dans le cas contraire	DUAL	-
<b>Variables de contrôle</b>			
La performance financière antérieure	Mesurée par le ratio du bénéfice net par rapport au total des capitaux propres ROE	ROE	+
L'effet levier	mesuré par le ratio de la dette totale par rapport à l'actif total	END	-
Taille de l'entreprise	Log de l'actif total	Taille	+

**Source :** Auteurs

### 3.3. Méthode d'estimation

Pour estimer l'effet de l'implication de l'actionnariat familial et les effets modérateurs de la présence des investisseurs institutionnels et des caractéristiques du conseil d'administration sur la politique de distribution de dividendes, nous allons procéder à une estimation à l'aide d'un Panel TOBIT, le recours à ce type de modélisation TOBIT est justifié par la nature censurée de notre variable à expliquer. Dans notre cas, le ratio de distribution de dividende n'est observé que dans les années pendant lesquelles les entreprises ont effectués des paiements de dividendes.

$$DIVRAT_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 INDEPCA_{i,j} + \beta_2 DUAL_{i,j} + \beta_3 INVSINST_{i,j} + \beta_4 ROE_{i,j} + \beta_5 LEVIER_{i,j} + \beta_6 TAILLE_{i,j}$$

$$DIVRAT_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 FAMPROP_{i,j} + \beta_2 FAMPROP^2_{i,j} + \beta_3 ROE_{i,j} + \beta_4 LEVIER_{i,j} + \beta_5 TAILLE_{i,j}$$

$$DIVRAT_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 FAMPROP_{i,j} + \beta_2 PYRAMIDE_{i,j} + \beta_3 ROE_{i,j} + \beta_4 LEVIER_{i,j} + \beta_5 TAILLE_{i,j}$$

$$DIVRAT_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 FAMGEST_{i,j} + \beta_2 ROE_{i,j} + \beta_3 LEVIER_{i,j} + \beta_4 TAILLE_{i,j}$$

## 4. Résultats et discussions

### 4.1. Description des données

Le tableau 3 présente les statistiques descriptives des variables étudiées. Les valeurs moyennes, médianes maximales et minimales, le ratio des dividendes distribués atteint en moyenne 60 % pour les entreprises de l'échantillon tout secteur confondit. La moitié des entreprises distribuent 67% de leurs bénéfices et l'autre moitié moins de 67%. La proportion des actions détenues par les actionnaires familiaux atteint en moyenne 47% du capital des

sociétés étudiées. On trouve également que 67% des sociétés de l'échantillon sont dirigées par un PDG appartenant à la famille propriétaire. On trouve également que dans 42% des entreprises l'échantillon, les actionnaires familiaux détiennent des participations indirectes par le biais des structures pyramidales.

**Tableau 3 : statistiques descriptives**

<b>Variables/Valeurs</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Médiane</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Ecart type</b>
<b>DIVRATIO</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>180</b>	<b>0</b>	<b>41</b>
<b>FAMPROP</b>	<b>0,47</b>	<b>0,57</b>	<b>0,90</b>	<b>0</b>	<b>0,29</b>
<b>FAMGEST</b>	<b>0.66</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0.47</b>
<b>PYRAMIDE</b>	<b>0.42</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0,49</b>
<b>INST</b>	<b>0.61</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0.48</b>
<b>INDEP</b>	<b>0.05</b>	<b>0</b>	<b>0.66</b>	<b>0</b>	<b>0.13</b>
<b>DUAL</b>	<b>0,56</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0.49</b>
<b>ROE</b>	<b>-0,05</b>	<b>0.11</b>	<b>1.09</b>	<b>-12</b>	<b>1.09</b>
<b>TAILLE</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>1.64</b>
<b>LEVIER</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>118</b>	<b>11</b>	<b>23</b>

**Source :** Auteurs

Le tableau 4 permet de représenter les résultats de corrélations entre les variables. Nous constatons que le ratio de distribution est lié négativement à la propriété familiale, à la présence d'un PDG appartenant à la famille propriétaire, à la dualité du conseil d'administration et à l'effet levier et positivement à la performance et à la taille de l'entreprise et à la participation des investisseurs institutionnels. Par ailleurs, nous constatons que le ratio de distribution est non significativement corrélé à la proportion d'administrateurs indépendants et à l'utilisation des structures pyramidales.

**Tableau 4 : Matrice de corrélation**

	DIV	FAMPR	FAMGES	PYRAM	INST	INDEP	DUAL	ROE	LEVIER	TAILLE
DIV	1									
FAM	-0.2063**	1								
FAMGES	-0.2243***	0.6089**	1							
PYRAM	0.01045	0.4534***	0.3928***	1						
INST	0.1686**	-0.1870**	-0.1180	0.0101	1					
INDEP	0.05356	0.0458	0.1115	0.02226	0.06711	1				
DUAL	-0.3556***	0.4796***	0.2472***	0.1396*	-0.05266	-0.0507	1			
ROE	0.2147***	0.08834	0.0820	0.0377	0.1571	0.0455	-0.0868	1		
LEVIER	-0.1812**	0.1434*	0.1490*	-0.0799*	-0.1251*	0.0787	-0.0813	0.04910	1	
TAILLE	0.2543***	-0.2389***	-0.3791**	0.0456	0.2463***	-0.1591*	-0.4374***	0.1640**	0.3200***	1

\*\*\* significatif au seuil de 1%, \*\* significatifs au seuil de 5%, \* significatifs au seuil de 10%

**Source :** Auteurs

Pour tester l'effet de la présence d'un problème potentiel de multicollinéarité entre les variables explicatives, nous avons fait le recours aux tests de corrélations et de calculs de coefficients VIF (inflation factor de Pearson). Comme le montre le tableau 5, toutes les valeurs de VIF se sont avérées faibles et inférieures à 3. En outre, les valeurs de corrélations entre les variables explicatives sont inférieures à 0,7 (voir tableau 4) ce qui indique que les modèles estimés ne souffrent pas d'un problème potentiel de multicollinéarité.

**Tableau 5 : variance inflation factor**

Variable	VIF
FAMPROP	2.336639
FAMGEST	2.170112
PYRAMIDE	1.549635
INST	1.230083
INDEP	1.115478
DUAL	1.684644
ROE	1.097077
LEVIER	1.502521
TAILLE	2.288981
C	NA

**Source :** Auteurs

## 4.2. Résultats et discussion

Les résultats de la régression des données de panel pour les quatre modèles sont présentés dans le tableau 6 ci-dessous, tout d'abord, le premier modèle teste l'effet de la propriété familiale sur le niveau de dividendes distribués. Puis, le second modèle évalue l'effet de la



présence d'un PDG familial sur la politique de dividende. Le troisième modèle teste l'effet du contrôle familial par le recours à des structures pyramidales sur les dividendes distribués. Enfin, le quatrième et le dernier modèle teste l'effet des caractéristiques du conseil d'administration (la dualité du conseil et la proportion des administrateurs indépendants) et la présence d'un détenteur de bloc institutionnel sur la politique de distribution de dividendes. L'effet des variables de contrôle est conjointement testé dans les quatre modèles.

**Tableau 6 : résultats d'estimation des modèles TOBIT**

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
<b>PROPFAM</b>	-16.16979**		-35.60101**	
<b>PROPFAM<sup>2</sup></b>	9.405161			
<b>FAMGEST</b>		-20.67104***		
<b>PYRAMIDE</b>			12.45948	
<b>PROPINST</b>				12.64343*
<b>INDEPBOARD</b>				10.89377
<b>Dualité</b>				-26.88940***
<b>ROE</b>	0.730480***	0.757550***	0.728215***	0.803979***
<b>LEVIER</b>	-0.753092***	-0.473966**	-0.433689**	-0.798381***
<b>la Taille</b>	9.772786***	9.611372***	9.604251***	8.179592**
<b>C</b>	89.42325***	85.98138***	82.08564***	88.96577***

\*\*\* significatif au seuil de 1%, \*\* significatifs au seuil de 5%, \* significatifs au seuil de 10%

**Source :** Auteurs

En termes, de l'effet de l'implication de l'actionnariat familial dans la propriété, les résultats de la régression (modèle 1) montre que le coefficient de la propriété familiale est négatif et statistiquement significatif, alors que le la valeur au carré de la propriété familiale est non significatif. Nos résultats montrent que notre première hypothèse est partiellement soutenue. En effet, la propriété familiale s'associer à un effet négatif sur la distribution de dividendes, plus le niveau de la propriété familiale est important plus le risque d'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires s'accroît. Ce résultat corrobore ceux de BOUJJAT et al., (2017) et Aguenou et al.,(2013), soulignant ainsi, une association négative entre la propriété familiale et le versement de dividendes dans le cas des sociétés cotées sur le marché boursier marocain. En termes de l'effet de l'implication de l'actionnariat familial dans la gestion, les résultats de la régression (Modèle 2) montrent que la présence d'un PDG familial à une incidence négative et significative sur le versement des dividendes. Ainsi, notre deuxième hypothèse est soutenue. Ce résultat est en ligne avec ceux Vandemaele & Vancauteran(2015). Ces derniers soutiennent que la présence d'un PDG familial permet de servir davantage les agendas de la famille propriétaire et par conséquent, il serait plus enclins pour opter à des politiques financières qui favorisent les propres intérêts de la famille de contrôle. Par ailleurs, en termes, de l'effet de l'implication de la famille propriétaire au contrôle par des structures pyramidales, les résultats de la régression (Modèle 3) ne permettent de donner un appui à notre troisième hypothèse. Le recours à des structures pyramidales n'a pas un impact significatif sur le versement des dividendes et l'implication de la famille à travers des structures pyramidales ne justifier pas nécessairement leur volonté de l'expropriation de la richesse de l'entreprise. En ce qui concerne de l'effet la participation des détenteurs de blocs institutionnels, nos résultats (Modèle 4) révèlent une incidence positive de la présence des détenteurs de blocs institutionnels sur la distribution de dividendes. Ainsi, notre quatrième hypothèse est confirmée. Les grands actionnaires plus particulièrement les investisseurs institutionnels incitent davantage les

entreprises familiales à adopter des paiements de dividendes plus généreux. Ces résultats sont cohérents avec l'hypothèse de résultat de La Porta et al., (2000) et sont en ligne avec les conclusions de Pindado et al., (2012) et Charlier et Du Boys., (2009) soulignant le rôle fondamental des investisseurs institutionnels en matière de surveillance et du contrôle des actionnaires familiaux.

D'autre part, en matière de l'effet des caractéristiques du conseil d'administration, nous ne trouvons pas un effet significatif de la proportion des administrateurs indépendants au conseil d'administration sur la politique de distribution de dividendes. Ainsi, notre cinquième hypothèse est réfutée. Dans ce sens, la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration des entreprises sous le contrôle familial ne permet pas de garantir une protection efficace des intérêts des actionnaires minoritaires. Leurs rôles servent plutôt comme des conseillers que des administrateurs indépendants dotés du plein pouvoir pour contester les décisions des actionnaires familiaux (Sener & Akben Selcuk, 2019, pp.18).

Par ailleurs une relation négative et significative entre la dualité de PDG et le ratio de distribution des dividendes est prouvée. L'hypothèse 6 est ainsi confirmée. La dualité du conseil d'administration accroît le risque potentiel de l'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires dans les entreprises familiales.

En termes des variables de contrôle, nos résultats révèlent que coefficient des variables rendement des capitaux propres ROE sont significativement positifs dans tous les modèles, nos résultats présentent 0.73 pour le modèle 1, 0.75 pour le modèle2, 0,72 pour le modèle3 et 0,80 pour le modèle4. Ces résultats rejoignent ceux de (Pindado et al., 2012; Sener & Akben Selcuk, 2019) soulignant que la distribution de dividendes est liée positivement la performance de l'entreprise. Nos résultats montrent également la distribution de dividendes est liée positivement à la taille de l'entreprise, les sociétés matures de grandes tailles sont plus susceptibles de distribuer plus de dividendes par rapport aux sociétés en phase de croissance (Fama & French, 2001). Les coefficients de l'effet levier sont négatifs et statistiquement significatifs dans tous les modèles, plusieurs explications peuvent être envisagées. D'une part, l'endettement peut jouer un rôle de substitution au dividende en matière de résolution des conflits d'agence liés aux flux de cash-flows, et donc réduit les dividendes distribués (Jensen, 1986). D'autre part, les entreprises familiales endettées seront plus enclines à maintenir plus de ressources pour rembourser les échéances de la dette et donc réduire les dividendes distribués (Farooq & Aguenou, 2012).

## 5. Conclusion

L'objectif de cette étude est porté sur la politique de distribution de dividendes des entreprises familiales cotées en bourse au Maroc à la lumière des explications de la théorie d'agence. Il s'agit plus particulièrement de savoir si l'implication de l'actionnariat familial à travers la propriété, la gestion et le contrôle exacerbe ou atténue les conflits d'agence avec les actionnaires minoritaires et comment ces trois dimensions affectent les décisions de l'entreprise en matière de politique de distribution de dividendes, nous avons également examiné le rôle modérateur du conseil d'administration et de la présence des grands détenteurs de blocs non familiaux en particulier les investisseurs institutionnels en tant que des mécanismes internes de gouvernance.

Premièrement, nos résultats ont révélé une association négative et significative entre la participation de l'actionnariat familial à la propriété et le versement des dividendes. Ce qui suggère qu'un niveau élevé de propriété, les actionnaires familiaux seront plus susceptibles d'exproprier les ressources de l'entreprise en distribuant moins de dividendes aux actionnaires minoritaires. Les résultats ont montré également que la présence PDG familial a effet négatif sur le niveau de dividendes distribués, l'existence d'un PDG familial sert davantage les intérêts de la famille propriétaire. Par ailleurs, l'implication de l'actionnariat familial au

contrôle à travers des structures pyramidales n'a pas une incidence sur les décisions de distributions de dividendes.

Les résultats de notre étude montrent que globalement l'implication de l'actionnariat familial dans la propriété et dans la gestion s'associe à une faible distribution de dividendes. Dans ce sens notre étude ne permet de donner un appui à l'hypothèse de substitution de La Porta et al. (2000). dans le contexte marocain caractérisé par la prédominance des entreprises sous contrôle d'actionnariat familial et de faible protection des actionnaires minoritaires. La famille propriétaire peut potentiellement s'abuser de leur pouvoir de contrôle et exproprier la richesse des actionnaires minoritaires.

En termes de l'effet des mécanismes internes de gouvernance, nos résultats révèlent une relation positive entre la présence des détenteurs de blocs institutionnels et la distribution de dividendes. Ces conclusions prouvent le rôle fondamental des investisseurs institutionnels en tant que mécanisme de gouvernance efficace qui permet de contrebalancer le pouvoir des actionnaires familiaux de contrôle. Ce constat permet de donner un appui partiel à l'hypothèse de résultat de La Porta et al. (2000).

Toutefois, nous ne parvenons pas à trouver un effet significatif de la présence des administrateurs indépendants sur le versement de dividendes. Dans le contexte marocain, les administrateurs indépendants ne se dotent pas de plein pouvoir pour remplir leur fonction de surveillance des actionnaires familiaux et de protection des intérêts des actionnaires minoritaires. En termes de l'effet de la dualité PDG sur la politique de dividendes, nous avons trouvé une relation négative et significative entre la dualité et le niveau de dividendes versés. Dans ce sens, Le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil accentue le risque d'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires.

En guise de conclusions, il faut signaler que la présente étude présente certaines limites qui pourraient ouvrir la voie à d'autres études futures. Premièrement, cette étude s'est focalisée uniquement à l'examen de la politique de dividendes des entreprises familiales cotées en bourse, il serait judicieux d'inclure dans le même échantillon les entreprises familiales non cotées pour saisir de l'effet du marché financier comme mécanisme de gouvernance. Deuxièmement, en termes de méthodologie nous avons opté pour une étude quantitative, une démarche mixte qui combine entre études qualitatives et quantitatives permet d'améliorer et enrichir les résultats de ce travail. Finalement, dans le cadre de ce travail nous avons défini la théorie d'agence comme un cadre théorique unique pour étudier les politiques de distribution de dividendes des entreprises familiales, la prise en compte d'autres approches théoriques telle que la théorie de richesse socioémotionnelle pourrait être envisagée dans les travaux futurs.

## Références :

- (1) Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. (2008). The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: A matched-pair investigation. *Family Business Review*, 21(4), 315–329. <https://doi.org/10.1177/08944865080210040104>
- (2) Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1327. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- (3) Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209–237. <https://doi.org/10.2307/4131472>
- (4) Besim, S., & Adaoglu, C. (2018). Dividend payouts: Majority control and rent extraction. *Journal of Business Economics and Management*, 19(4), 648–672. <https://doi.org/10.3846/jbem.2018.6808>
- (5) BOUJJAT, W., ASSILI, I., & M'RABET, R. (2017). L'EFFET DE LA RELATION D'

- AGENCE SUR LA POLITIQUE DE DIVIDENDE : CAS DES ENTREPRISES MAROCAINES COTEES Par Wiame BOUJJAT Chercheur en Gestion , Institut Supérieur de Commerce et d ' Administration des. *Imiist*, 1–21.
- (6) Chang, S. C., Wu, W. Y., & Wong, Y. J. (2010). Family control and stock market reactions to innovation announcements. *British Journal of Management*, 21(1), 152–170. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00618.x>
- (7) Charlier, P., & Du Boys, C. (2009). Gouvernance familiale et répartition de la valeur : Etude des politiques de distribution aux actionnaires des ent reprises familiales cotées. *30 Ième Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité*, 24.
- (8) Jensen, C., & Meckling, H. (1976). *THEORY OF THE FIRM : MANAGERIAL BEHAVIOR , AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE I*. 305–360.
- (9) Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- (10) Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2007). The ultimate ownership of western European corporations. *Corporate Governance and Corporate Finance: A European Perspective*, 65, 163–190. <https://doi.org/10.4324/9780203940136>
- (11) Fama, E. F., & Jensen, M. C. (2019). Separation of ownership and control. *Corporate Governance: Values, Ethics and Leadership*, 26(2), 163–188. <https://doi.org/10.1086/467037>
- (12) Fama, E. and French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 60 No. 1, pp. 3-44.
- (13) Farooq, O., & Aguenou, S. (2012). *Dividend Policy as a Signaling Mechanism under Different Market Conditions : Dividend Policy as a Signaling Mechanism under Different Market Conditions : Evidence from the Casablanca Stock Exchange. January.*
- (14) Gómez-mejía, L. R., Takács, K., Núñez-nickel, M., Carlos, U., & Moyana-fuentes, J. (2007). *Gómez-Mejía Gomez-Mejifa*.
- (15) González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2014). Family Involvement and Dividend Policy in Closely Held Firms. *Family Business Review*, 27(4), 365–385. <https://doi.org/10.1177/0894486514538448>
- (16) Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731–758. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00291-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00291-X)
- (17) Isakov, D., & Weisskopf, J. P. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, 33, 330–344. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.01.003>
- (18) Johnson, S, La Porta, R, Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2000b). Tunneling. *American Economic Review*, 90, 22-27.
- (19) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- (20) La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- (21) Nekhili, M., Siala, A., & Chebbi-Nekhili, D. (2009). Free Cash Flow, gouvernance et politique financière des entreprises françaises. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 12(1), 5–31.
- (22) Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. (2012). Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance: An International Review*, 20(5), 413–431. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00921.x>
- (23) Sener, P., & Akben Selcuk, E. (2019). Family involvement, corporate governance and dividends in Turkey. *Managerial Finance*, 45(5), 602–621. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2018-0011>

- (24) Setia-Atmaja, L., Haman, J., & Tanewski, G. (2011). The role of board independence in mitigating agency problem II in Australian family firms. *British Accounting Review*, 43(3), 230–246. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2011.06.006>
- (25) Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(7–8), 863–898. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02151.x>
- (26) Vandemaele, S., & Vancauteran, M. (2015). Nonfinancial goals, governance, and dividend payout in private family firms. *Journal of Small Business Management*, 53(1), 166–182. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12063>
- (27) Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- (28) Yoshikawa, T., & Rasheed, A. A. (2010). Family control and ownership monitoring in family-controlled firms in Japan. *Journal of Management Studies*, 47(2), 274–295. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00891.x>