

Impact de la structure de propriété sur la politique de dividendes : Analyse de court et de long terme par l'approche VECM

CHERTEL Amani

ameni.chertel@gmail.com

EL AMMARI Anis

ammari_anis1@yahoo.fr

TERZI Chokri

terisig5@yahoo.fr

Résumé : Cet article examine les effets de la structure de propriété sur la politique de dividende pour sept entreprises cotées en bourse de Tunis durant la période entre 1996 et 2017. Le modèle utilisé dans cette étude inclut la taille et la tangibilité comme variables de contrôle. Afin de tester la présence d'une relation d'association à long terme entre les variables, les tests de racine unitaire et de cointégration ont été élaborés. Selon les résultats de ces tests, l'étude vise l'estimation d'un modèle de vecteur à correction d'erreur VECM pour un panel à l'aide des méthodes de régression en présence de cointégration DOLS et FMOLS. Nos résultats de long terme montrent que les effets de la structure de propriété varient selon la mesure retenue. Les entreprises dont la concentration de propriété est plus élevée versent des dividendes moins élevés, surtout tant en proportion des bénéfices d'exploitation que par rapport à la valeur comptable des capitaux propres. Les entreprises dont la propriété institutionnelle et/ou la propriété managériale est plus élevée versent des dividendes plus élevés. C'est dans ce sens que les entreprises dont le plus grand actionnaire est un investisseur institutionnel sont plus susceptibles de verser de dividendes. En ce qui concerne le court terme, la tangibilité a l'unique effet positif et significatif sur la politique de dividendes.

Mots clés : Structure de Propriété-Politique de Dividendes-Racine Unitaire-Cointégration-VECM

Impact of ownership structure on dividend policy: Short and long term analysis using VECM approach

Abstract: This article examines the ownership structure effects on dividend policy for seven companies listed on the Tunis Stock Exchange during the period between 1996 and 2017. The model used in this study includes size and tangibility as control variables. In order to test the long run association ship between variables, unit root and cointegration tests are implemented. According to tests result, the study sets out to estimate a VEC model for panel data using DOLS and FMOLS cointegrating regression. Our long-term results show that the effects of the ownership structure vary depending on the measure chosen. Companies with a higher concentration of ownership pay lower dividends, especially as a proportion of operating profits and as a proportion of the carrying amount of equity. Companies with higher institutional and/or managerial ownership pay higher dividends. It is in this sense that companies with the largest shareholder being an institutional investor are more likely to pay dividends. In the short term, tangibility has the only positive and significant effect on dividend policy.

Keywords: Ownership Structure-Dividend Policy-Unit Root-Cointegration-VECM

Introduction

La politique de dividendes est l'une des questions les plus importantes qui a été largement abordée dans la littérature financière. C'est parce que la grande majorité des travaux empiriques ne fournissent pas une explication optimale relative aux paramètres affectant la théorie générale de la politique de dividendes. En plus, la pratique des dividendes varie au fil du temps entre les entreprises et aussi entre les pays (Amidu, 2007). Pourquoi les entreprises versent-elles des dividendes ? La question se pose habituellement et elle était depuis très longtemps la question principale qui représente le point central de la recherche dans ce domaine. La politique de dividendes est l'une des décisions qui sont créées pour être influencées par la structure de propriété des entreprises. Selon Jensen (1986), il est probable que la fonction des dividendes soit utilisée pour atténuer les problèmes d'agence entre les actionnaires qui optent pour le partage et les gestionnaires qui préfèrent retenir les bénéfices.

La politique de dividendes permettra non seulement de réduire les coûts d'agence, mais aussi de fournir aux actionnaires des informations sur l'évaluation de l'entreprise. Le versement des dividendes peut être influencé par la structure de propriété de l'entreprise qui joue un rôle vital pour déterminer la compétence du marché en fournissant des informations sur deux choses importantes. Premièrement, elle est importante pour les actionnaires dans la mesure de la diversification des risques et deuxièmement, elle servira d'outil d'information pour la gestion du problème possible de l'agence.

C'est dans ce contexte que l'objectif principal de cet article est d'étudier les effets de court et de long terme de la structure de propriété sur la politique de dividendes pour un échantillon d'entreprises tunisiennes cotées en bourse. Pour atteindre cet objectif, nous avons essayé d'utiliser des proxies pour les variables dépendantes et indépendantes utilisées dans le modèle retenu qui a permis de définir deux équations qui feront l'objet d'estimation après la réalisation des tests économétriques visant une meilleure analyse des résultats.

Le présent article est structuré comme suit. La section 1 est consacrée à une revue de la littérature qui relève de la relation entre la structure de propriété et la politique de dividende. Dans la section 2, l'accent est mis sur l'étude économétrique menée pour analyser cette relation. La section 3 présente et discute les résultats obtenus et enfin la conclusion est présentée au niveau de la quatrième section.

1. Revue de la littérature

Dans cette revue de la littérature, nous mettons l'accent sur les aspects théoriques et empiriques de la relation entre la structure de propriété et la politique de dividendes. Nous avons aussi essayé d'intégrer des études sur des pays développés et des pays ayant les mêmes caractéristiques que la Tunisie.

1.1. Perspectives théoriques

La théorie de la signalisation, la théorie du flux de trésorerie disponible et la théorie de l'agence sont les principaux piliers théoriques de la politique de dividendes. La théorie de l'agence (Jensen, 1986) est la théorie la plus importante utilisée dans un grand nombre d'études concernant la structure de propriété et affectant le versement de dividendes des entreprises. Cette théorie découlait des conflits dans les relations de la société, en particulier la relation principal-agent entre les actionnaires (principal de la société) et les dirigeants (l'agent). Les gestionnaires ont le devoir de maximiser la valeur pour les propriétaires. Néanmoins, dans de nombreux cas, les dirigeants peuvent exploiter l'entreprise de la façon dont ils en bénéficient eux-mêmes au lieu des propriétaires pour lesquels ils représentent, surtout si le gestionnaire est payé et que ses intérêts ne sont pas liés à l'entreprise, ce qui entraîne des frais de représentation. La théorie de l'agence en se référant à la concentration de la propriété établit deux points de vue sur la relation entre la concentration de la propriété et les dividendes. Une perspective est que le conflit d'intérêts entre les gestionnaires et les propriétaires de l'entreprise peut être atténué grâce à la propriété concentrée (Harada et Nguyen, 2011). Cela prédit l'impact positif de la propriété de la concentration sur les dividendes (Abdullah, Ahmad & Roslan, 2012; Harada & Nguyen, 2011). Une autre perspective de cette relation est que les propriétaires de concentration préfèrent tirer d'avantages privés du flux de trésorerie disponible

existant, ce qui entraînerait une diminution des paiements de dividendes (Harada et Nguyen, 2011). Ceci est prévu lors d'une relation négative entre la propriété de la concentration et les paiements de dividendes. Selon la théorie du flux de trésorerie disponible, le coût de l'agence peut causer des dommages à la société sous forme de distribution des bénéfices. Libre flux de trésorerie provenant des activités commerciales et des bénéfices des sociétés, plutôt que de redistribuer au propriétaire de manière légitime par le biais de dividendes ou de rachats d'actions, l'administrateur a investi inutilement ou de manière gaspilleuse, causant des dommages aux actionnaires.

Par conséquent, Easterbrook (1984) suggère que les entreprises devraient verser des dividendes, car cela pourrait être utile pour réduire la source libre d'argent à utiliser pour des investissements coûteux.

La théorie de la signalisation initiée par Ross (1977) préconise que les gestionnaires sont les contrôleurs d'une entreprise et les actionnaires sont les propriétaires des entreprises et il existe une asymétrie de l'information entre ces deux parties. Les gestionnaires ont plus d'information de première main sur l'entreprise que ses actionnaires, mais ils ne sont pas toujours disposés à rendre publique l'information pour les actionnaires (Miller & Rock, 1985). Par conséquent, la politique de dividendes pourrait être considérée comme le signal pour la projection future de l'entreprise avec compétence. Miller & Rock (1985) et Li et Zhao (2008) ont fait valoir que la politique de dividendes joue un rôle de premier plan parce qu'elle peut être utilisée pour transmettre des informations aux actionnaires.

1.2. Évidences empiriques

Les études sur ce sujet ont porté sur deux aspects principaux : le premier comment le niveau de structure de la propriété influe-t-il sur le versement des dividendes des sociétés? Et le deuxième comment l'existence de grands actionnaires influence-t-elle le versement des dividendes.

Comme il a été avancé, plus la structure de propriété des actionnaires est concentrée, plus il est probable que l'entreprise aura tendance à avoir moins de transparence, ce qui se traduit par un capital représentatif de l'entreprise fera face à un conflit d'intérêts extrême, les grands actionnaires ont tendance à gagner plus d'avantages personnels grâce à des transactions juridiques peu claires, ce qui réduit le dividende. La Porta et al. (2000) ont comparé la performance des dividendes dans 33 pays et ont constaté que plus la concentration de la structure des actionnaires est élevée, plus le ratio de dividendes est faible. Holderness et Sheehan (1988) ont étudié l'effet de la concentration de propriété des actionnaires et des niveaux de dividendes sur les entreprises de la même envergure, montrant que plus le niveau de dispersion des actionnaires est élevé, plus le dividende est versé. Maury et Pajuste (2002) ont mené des recherches auprès de sociétés en Finlande et ont également trouvé un résultat similaire indiquant le rapport négatif entre la concentration de la structure des actionnaires et le ratio de dividendes, en particulier, le plus faible des ratios de distribution des dividendes est déduit lorsqu'un dirigeant est aussi le grand actionnaire. Le même résultat a été atteint pour Harada et Nguyen (2006) qui ont mené une enquête sur la politique de dividendes des sociétés au Japon, Mancinelli et Ozkan (2006) sur le marché boursier italien et Mehar (2005) sur des entreprises au Pakistan.

Cependant, certaines études viennent de faire ressortir d'autres résultats. Naceur (2006) a mené une étude auprès de sociétés en Tunisie et a constaté que la concentration des actionnaires n'avait pas d'impact significatif sur leurs ratios de distribution des dividendes. Ce résultat est confirmé par un autre sondage réalisé sur le marché boursier marocain par Aguenou (2013). Les résultats de cette étude ont mis en évidence aucune relation significative entre la politique de dividendes et la structure de propriété.

Pour les entreprises où l'Etat est un grand actionnaire, les résultats attendus sur les ratios de distribution des dividendes soient négatifs. Ceci revient au manque de transparence et d'idées de fonctionnement et à l'influence de la politique pour détourner les activités vers le volet sociale. Les recherches de Ben Nasr et al. (2015) sur une situation de partage des bénéfices des actions des entreprises de 43 pays a fait apparaître que la politique de dividendes avait un rapport négatif avec le

ratio de détention d'actions de l'Etat à l'intérieur des sociétés. Tran (2019) a étudié la situation du partage des bénéfices des entreprises en Jordanie et a également montré des résultats similaires. Les investisseurs institutionnels ont tendance à investir à long terme et à rechercher la croissance durable de l'entreprise. Afin d'atténuer le problème des représentants en capital, ces investisseurs ont tendance à verser des dividendes élevés pour procurer une plus grande satisfaction aux petits actionnaires. Pour les entreprises britanniques, Short (2002) a montré une relation positive entre le ratio d'actionariat des investisseurs institutionnels et le ratio de distribution des dividendes de la société. De nombreuses autres études appuient l'hypothèse selon laquelle les principaux actionnaires sont des investisseurs institutionnels. Plus précisément, Abd-elsalam et al. (2008) avec des entreprises en Égypte, Wiberg (2008) avec des entreprises en Suède et Sharif (2010) avec des entreprises en Iran; ils ont tous souligné le rapport positif entre le taux de distribution des dividendes et le pourcentage d'actionnaires des investisseurs institutionnels. Dans le cas où les grands actionnaires sont des membres de la famille, deux problèmes sont attendus: le manque de transparence de l'information et le manque d'expérience de gestion. Par conséquent la société sera affectée en termes d'efficacité opérationnelle conduisant à une faible participation aux bénéfices. Nawaiseh (2013) a étudié la politique des dividendes des entreprises jordaniennes et a constaté que le ratio de propriété des grands actionnaires familiaux aurait le rapport inverse avec le ratio de distribution des dividendes. Aguenau (2011) a également fait état de résultats similaires en examinant les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca au Maroc. Pindado (2011) a fait des recherches sur les entreprises de la zone euro, et a constaté que plus le ratio de propriété de l'entreprise est élevé, plus le taux de distribution des dividendes est élevé. Dans le cas d'actionnaires étrangers, la transparence de l'information de la société est relativement bonne en supposant que les investisseurs étrangers sont expérimentés dans le contrôle des sociétés ce qui contribuera à améliorer l'efficacité des entreprises, ce qui entraînera un problème de partage des bénéfices par les actionnaires. Warrad (2012) qui a étudié la politique de dividendes de Jordan, a constaté qu'il existait une corrélation entre le ratio de participation des grands actionnaires étrangers et le ratio de distribution des dividendes de l'entreprise. Les études de Nawaiseh (2013) avec des entreprises en Jordanie, Vinh (2014) avec des entreprises vietnamiennes, Chai (2010) avec des entreprises en Corée, ont également donné des résultats avec la même tendance. En résumé, avec le cadre théorique établi et illustré par des résultats empiriques, il est clair que la structure de propriété affecte la politique de dividendes de l'entreprise. Mais ces effets ne sont pas convergents en raison des caractéristiques de propriété des différents groupes d'entreprises et des facteurs internes de l'entreprise.

2. Impact de la structure de propriété sur la politique de dividendes : l'approche VECM

Nous présentons dans cette section une étude fine en exploitant les outils économétriques récents. Les suggestions auxquelles nous essayons d'apporter des réponses concernent essentiellement la nature et l'intensité des effets des variables représentant la structure de propriété sur la politique de dividendes pour des entreprises tunisiennes cotées en bourse.

2.1. Présentation du modèle

Le modèle économétrique adopté dans ce travail vise à expliquer le dividende par la structure de propriété. Pour le dividende, deux mesures ont été spécifiées contre trois variables pour la structure de propriété. Nous estimons alors deux équations en données de panel qui rapportent les valeurs des variables considérées pour un ensemble de 7 entreprises cotées à la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT) sur une période de 22 années entre 1996 et 2017. Dormont (2002) indique que cette double dimension (individuelle et temporelle) permet d'élargir le nombre d'observations et le degré de libertés et rend compte simultanément de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité.

Pour examiner la relation de cause à effet entre le dividende (RD et RDD) comme variable dépendante et la structure de propriété (CP , PI , PM) comme variable indépendante. Nous avons aussi utilisé les variables ($TAILLE$ et $TANG$) comme variables de contrôle.

Nous estimons les équations suivantes :

$$RD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CP_{it} + \alpha_2 PI_{it} + \alpha_3 PM_{it} + \alpha_4 TAILLE_{it} + \alpha_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$RDD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CP_{it} + \beta_2 PI_{it} + \beta_3 PM_{it} + \beta_4 TAILLE_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Où on note respectivement par *RD* le rendement de dividende, *CP* la concentration de la propriété, *PI* la propriété institutionnelle, *PM* la propriété managerielle, *TAILLE* la taille de l'entreprise, *TANG* la tangibilité et *RDD* le ratio de distribution de dividendes. α_i et β_i sont les coefficients à estimer. ε est le terme d'erreur, *i* correspond aux individus qui sont les 7 entreprises retenues et *t* correspond au temps (année) qu'i s'étale entre 1996 et 2017.

2.2. Présentation de l'échantillon et mesure des variables

Pour analyser le comportement des entreprises tunisiennes en matière de distribution de dividende et sa relation avec la structure de propriété, les sociétés cotées à la BVMT représentent notre population totale. Les données collectées entre 1996 et 2017 ont été issues des états financiers des entreprises retenues, des rapports d'activités annuels et des guides de la BVMT publiés par le Conseil de Marché Financier (CMF). En fait, les données comptables et financières ont été collectées à partir des états financiers et des bilans fonctionnels. Les données relatives à la structure de propriété ont été recueillies à partir des rapports annuels et des guides de la BVMT. Les données demandées étaient disponibles pour uniquement 7 entreprises. Pour les autres entreprises, les données ne sont pas disponibles ou sont non fiables (à cause de l'existence de plusieurs zéro). Nous indiquons aussi que Les entreprises appartenant aux secteurs bancaires et financiers (assurances, sociétés d'investissement et compagnies de leasing) ont été éliminées de l'échantillon puisque leurs politiques de distribution de dividendes et leurs systèmes de gouvernance sont différents par rapport à ceux des entreprises non financières.

Tableau 1. Échantillon des 7 entreprises tunisiennes cotées en bourse

	Dénomination	Année de constitution	Secteur d'activité
<u>1</u>	AIR LIQUIDE	1956	Gaz industriel
<u>2</u>	ICF	1971	Industrie chimique
<u>3</u>	MONOPRIX	1933	Commerce de détail
<u>4</u>	PLACEMENT SICAF	1948	Prise de participation
<u>5</u>	SFBT	1925	Alimentation
<u>6</u>	SIMPAR	1973	Promotion immobilier et prise de participation
<u>7</u>	SOTUVER	1963	Verre creux mécanique

Après avoir présenté l'échantillon, dans ce qui suit, nous mettons l'accent sur la définition et la mesure des variables retenues dans le modèle relatif aux équations (1.1) et (1.2).

$R D_{it}$ est le rendement de dividende mesuré par le rapport entre le dividende par action et le prix de l'action. Cette mesure a été utilisée par plusieurs auteurs comme Mancinelli and Ozkan (2006), Al-Najjar and Kilincarslan (2016), Wissem Daadaa and Fathi Jouini (2018).

CP_{it} est la concentration de la propriété qui est une variable d'agence entre actionnaires et dirigeants. Elle est mesurée à l'aide de l'Indice Herfindahl par le pourcentage d'actions détenues par les principaux actionnaires. Cet indice est égal au total des pourcentages au carré de 5 principaux actionnaires. Cette mesure parmi les mesures les plus utilisées dans la littérature récente telle qu'Aziz Mossadak, Richard Fontaine, Hanen Khemakhem (2016), Kulathunga (2017), Krismiaji, Budhi Purwanto Jati (2018).

PI_{it} est la propriété institutionnelle qui est définie comme le pourcentage total des capitaux propres des actions détenues par des investisseurs institutionnels, y compris des sociétés d'assurance, des fonds communs de placement, des fonds de pension, les banques, les sociétés financières L'indicateur utilisé pour mesurer est nombre d'actions possédées divisé par toutes les actions en circulation. Cette mesure de structure de propriété a été utilisée par plusieurs auteurs comme Al-Najjar et Kilincarslan (2016), Abdullah, Ahmad et Roslan, (2012); Gharaibeh, Zurigat et Harahsheh, (2013); Kouki et Guizani, (2009).

PM_{it} est la Propriété managériale ou propriété de gestion qui est définie comme le cumulatif pourcentage des actions détenues par l'équipe dirigeante dans le capital de l'entreprise, Ce pourcentage comprend la part détenue par le PDG, le DGA et les administrateurs internes du conseil d'administration Cette mesure a été mesurée en additionnant par le pourcentage total des actions de participation détenues directement par le conseil d'administration de la société. Cette mesure a été utilisée dans nombreuses études empiriques K.M.K.N.S.Kulathunga (2017), Krismiaji, Budhi Purwanto Jati(2018), W. Daadaa and F. Jouini (2018).

RDD_{it} est le ratio de distribution de dividende mesuré par le rapport entre le dividende par action et le bénéfice par action.

Deux variables de contrôle qui affectent à priori la politique de dividende ont été introduites dans le modèle. La taille ($TAILLEMAX_{it}$) qui représente la taille de l'entreprise et qui est considérée comme une variable déterminante de la politique de dividende, elle est calculée par le logarithme de l'actif total. Cette mesure a été utilisée dans plusieurs études telles que d'Al-Najjar et Kilincarslan (2016), Irene Wei Kiong Ting, Qian Long Kweh and Kausalyaa Somosundaram (2017), Harada et Nguyen (2011), Mancinelli et Ozkan (2006) et Chen et al. (2005). La deuxième variable est celle qui représente la tangibilité ($TANG_{it}$) et qui est définie comme étant le total des actifs non courants divisé par le total des actifs qui servira à la rendre tangible.

Deux autres variables de contrôle qui sont utilisées dans des travaux de problématiques similaires mais qui sont éliminées de notre modélisation. L'âge de l'entreprise mesurée par les nombres d'années d'inscription de l'entreprise. Cette variable a été utilisée dans les recherches de (Zunaidah & Fauzias, 2008), Irene Wei Kiong Ting, Qian Long Kweh and Kausalyaa Somosundaram(2017). Cette variable a été éliminée du faite quelle présente une tendance par rapport au temps ($AGE_{it} = 2020 - t \forall i$). L'effet de levier mesuré par la totalité de la dette divisé par la totalité des actifs qui est considéré comme un mécanisme de contrôle permettant d'aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires et réduire les conflits entre eux. Cette variable a été utilisée dans les recherches de Gonzalez, M., Molina, C.A., Pablo, E., & Rosso, J.W. (2017), Irene Wei Kiong Ting, Qian Long Kweh Kausalyaa Somosundaram (2017) et Doddy Setiawan, Bandi Bandi, Lian Kee Phua and Irwan Trinugroho (2017), Kouki et Guizani (2009) ; l'élimination de l'effet de levier revient au fait que cette variable prend la valeur zéro pour plusieurs années de la majorité des entreprises de notre échantillon.

Tableau 2. Synthèse des variables

Variables	Mesures
<i>Rendement de dividendes (RD)</i>	Rapport entre le dividende par action et le prix de l'action.
<i>Ratio de distribution de dividendes (RDD)</i>	Rapport entre le dividende par action et le bénéfice par action.
<i>Concentration de la propriété (CP)</i>	Pourcentage des actions détenues par les principaux actionnaires (calculé par l'indice Herfindahl).
<i>Propriété institutionnelle (PI)</i>	Pourcentage total des capitaux propres des actions détenues par des investisseurs institutionnels.
<i>Propriété managériale (PM)</i>	Cumul du pourcentage des actions détenues par l'équipe dirigeante dans le capital de l'entreprise.
<i>Taille de l'entreprise (TAILLEMAX)</i>	Rapport entre les logarithmes des valeurs totales des actifs et le maximum pour chaque entreprise.
<i>Tangibilité (TANG)</i>	Rapport entre le total des actifs non courants et le total des actifs.

2.3. Analyse descriptive

Le tableau ci-après récapitule les paramètres de tendance centrale et de dispersion des variables retenues.

Tableau 3. Principaux paramètres des variables des modèles objet d'estimation

	<i>RD</i>	<i>RDD</i>	<i>CP</i>	<i>PI</i>	<i>PM</i>	<i>TAILLEMAX</i>	<i>TANG</i>
Moyenne	0.048	0.918	0.335	0.712	0.588	0.962	0.485
Médiane	0.045	0.691	0.282	0.717	0.624	0.966	0.533
Maximum	0.490	37.500	0.801	0.925	0.888	1.000	0.779
Minimum	0.0000	-11.056	0.100	0.402	0.262	0.871	0.0000
Ecart-type	0.047	3.209	0.167	0.129	0.168	0.033	0.182
Skewness	6.297	9.425	0.865	-0.529	-0.449	-0.889	-0.542
Kurtosis	55.832	112.511	3.258	2.918	2.177	3.112	2.380
Jarque-Bera	18927.8	79232.8	19.611	109.677	9.525	20.373	9.996
Probabilité	0.0000	0.0000	0.00006	0.027	0.009	0.00004	0.007

Les résultats de ce tableau permettent d'apprécier que *RDD*, *TANG* et *PM* sont les variables les plus dispersées. La statistique de Jarque-Bera fait apparaître que toutes les variables ne sont pas normalement distribuées. Selon les valeurs de Skewness, *RD* et *RDD* sont fortement asymétriques

contrairement aux autres variables qui présentent une asymétrie moyenne. Les valeurs du Kurtosis montrent que *RD*, *RDD*, *CP* et *TAILLEMAX* sont leptokurtic (plus pointue que la loi normale) contrairement aux autres variables qui sont plutôt platykurtic (plus plate que la loi normale).

2.4. Analyse des corrélations

Le tableau ci-après présenté permet d'étudier la nature et l'intensité de la corrélation entre les variables du modèle prises deux à deux. Un coefficient de corrélation proche de 0 positivement ou négativement indique que les deux variables ne sont pas liées linéairement entre elles. Si le coefficient est proche de 0.5 (de -0.5) ceci indique l'existence d'une corrélation linéaire moyenne positive ou proportionnelle (négative ou inversement proportionnelle) entre les deux variables. Un coefficient proche de 1 (de -1) permet de conclure que les deux variables sont fortement corrélées linéairement positivement (négativement).

Tableau 4. Matrice de corrélation

	<i>RD</i>	<i>RDD</i>	<i>CP</i>	<i>PI</i>	<i>PM</i>	<i>TAILLEMAX</i>	<i>TANG</i>
<i>RD</i>	1.000						
<i>RDD</i>	0.019	1.000					
<i>CP</i>	-0.161	0.006	1.000				
<i>PI</i>	-0.009	0.053	0.333	1.000			
<i>PM</i>	0.089	0.051	0.115	0.035	1.000		
<i>TAILLEMAX</i>	-0.018	0.128	0.189	0.193	0.057	1.000	
<i>TANG</i>	0.044	0.057	0.215	0.291	0.291	-0.171	1.000

En ce qui concerne la matrice symétrique des corrélations qui permet de donner une première idée superficielle sur la nature et l'intensité des relations linéaire entre les variables retenues, on remarque que le tableau 1.4 ne présente aucune relation importante entre les variables du modèle. Avant de procéder aux estimations économétriques, nous effectuons les tests nécessaires dans le but de préciser les méthodes d'estimations adéquates.

2.5. Tests économétriques

À ce niveau de l'étude pratique, il est indispensable d'effectuer les tests nécessaires dont les résultats seront très pertinents pour choisir la méthode d'estimation optimale. Il s'agit séquentiellement du test d'homogénéité pour valider la spécification homogène du panel et l'existence ou non des effets individuels. Ensuite le test de stationnarité qui vise l'étude de la stabilité des caractéristiques (espérance et variance) des variables du modèle. Enfin le test de cointégration qui est conditionné par le précédent test. Autrement dit, la cointégration du modèle n'est testée que lorsque toutes les variables sont intégrées d'ordre 1. Ce test permet aussi de conclure sur l'intérêt d'une éventuelle analyse de long terme.

3. Résultats et discussion

Les résultats du test de spécification ont permis d'apprécier que les deux modèles définis en équations (1) et (2) représentent des panels totalement homogènes.

Les résultats du test de stationnarité de Levin, Lin et Chu (LLC) pour les variables des modèles des équations (1) et (2) sont récapitulés dans le tableau ci-après.

Tableau 5. Résultats des tests de stationnarité

	Test en Niveau	Test en différence première
	LLC (probabilité)	LLC (probabilité)
<i>CP</i>	0.6713	0.0000
<i>PI</i>	0.7747	0.0000
<i>PM</i>	0.3147	0.0000
<i>TAILLEMAX</i>	1.0000	0.0000
<i>TANG</i>	0.1627	0.0000
<i>RD</i>	0.0542	0.0000
<i>RDD</i>	0.1349	0.0000

En se basant sur le contenu du tableau ci-dessus et au seuil de significativité standard de 5%, nous remarquons que toutes les variables ne sont pas stationnaires en niveau et deviennent stationnaires après une seule différentiation donc elles sont intégrées d'ordre 1. Ce résultat implique que notre modèle est susceptible d'une analyse de long terme visant de mesurer les effets des paramètres de la structure de propriété sur la politique de dividende. L'accent est maintenant mis sur le test de cointégration qui va nous permettre de choisir parmi une modélisation VAR (Vector Auto-Régressif) et une modélisation VECM (Vector Error Correction Model).

Suite aux résultats de stationnarité, les modèles retenus peuvent faire l'objet d'étude de relation de long terme ce qui nécessite l'analyse de la cointégration de ces modèles. Pour étudier la cointégration, le test de Johansen (1988) a été retenu comme étant plus puissant que celui de Kao et Fisher. Les résultats de ce test figurent au niveau du tableau ci-après.

**Tableau 6. Résultats des tests de cointégration
RD variable dépendante**

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)				
	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-1.724439	0.9577	-0.450192	0.6737
Panel rho- Statistic	1.910378	0.9720	1.054403	0.8542
Panel PP-Statistic	-1.825524	0.0340	-2.162309	0.0153
Panel ADF- Statistic	-2.014936	0.0220	-2.296790	0.0108
Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)				

		Statistic	Prob.
Panel	rho-	1.816134	0.9653
Statistic			
Panel PP-Statistic		-2.258568	0.0120
Panel	ADF-	-2.279284	0.0113
Statistic			

RDD variable dépendante

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

		Statistic	Prob.	Weighted	Prob.
				Statistic	
Panel	v-Statistic	-2.873625	0.9980	-2.239189	0.9874
Panel	rho-	-0.791322	0.2144	0.341078	0.6335
Statistic					
Panel PP-Statistic		-6.339231	0.0000	-7.049587	0.0000
Panel	ADF-	-6.223629	0.0000	-6.053831	0.0000
Statistic					

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

		Statistic	Prob.
Panel	rho-	0.872140	0.8084
Statistic			
Panel PP-Statistic		-18.55373	0.0000
Panel	ADF-	-7.810512	0.0000
Statistic			

Ce tableau fait apparaître la présence de cointégration pour nos deux modèles. Ce résultat est déduit du fait que le nombre de probabilités inférieures à 0.05 est égal à 6 qui est supérieur au nombre de probabilités supérieures à 0.05 qui est égal à 5 ce qui signifie le rejet de l'hypothèse nulle de l'absence de cointégration. Il s'agit donc de ce cas d'appliquer la modélisation VECM. Les méthodes d'estimation possibles pour estimer les fonctions de politique de dividende sont donc DOLS et FMOLS.

3.1. Impact de la structure de propriété sur la politique de dividende

Pour détecter l'effet de long terme des variables mesurant la structure de propriété ainsi que les variables de contrôle retenues, nous estimons les équations de dividende par les méthodes DOLS, FMOLS. Pour l'équilibre de long terme, l'estimation des VECM a été élaborée.

Tableau 7. Estimations de long terme

	FMOLS		DOLS	
	RD	RDD	RD	RDD
CP	-0.09* (-1.91)	-0.35*** (-7.68)	-0.05** (-2.41)	0.21 (0.50)
PI	0.03** (1.98)	0.49*** (36.58)	0.03 (1.29)	0.88 (1.51)
PM	0.02*** (7.03)	0.52*** (158.28)	0.03** (2.34)	-0.48 (-1.07)
TAILLEMAX	0.04*** (87.05)	0.11*** (272.27)	0.03 (1.52)	0.11 (0.28)
TANG	0.01*** (28.46)	0.59*** (1159.87)	-0.007 (-0.37)	0.26 (0.62)

* présente le seuil de significativité de 10%. ** présente le seuil de significativité de 5%. *** présente le seuil de significativité de 1%. t-statistics entre parenthèses.

Les résultats des estimations de long terme à l'aide des deux méthodes retenues selon les caractéristiques des variables de chaque modèle ont fait apparaître que les coefficients estimés par la méthode FMOLS sont plus significatifs que lors de l'estimation par la méthode DOLS ce qui consolide l'avis de Pedroni qui préfère FMOLS à DOLS. En termes d'impact sur la politique de dividende, nos estimations montrent d'une part que l'effet de la concentration de propriété est négatif et significatif et ceci s'explique par ou peut être interprété comme un soutien à la prédiction selon laquelle un niveau plus élevé de concentration de la propriété en termes de droits de vote du plus grand actionnaire est associée à une probabilité plus élevée de l'expropriation d'actionnaires minoritaires. Ainsi, lorsque le degré élevé de la concentration de la propriété est moins susceptible de verser des dividendes car les actionnaires majoritaires préfèrent utiliser le flux de trésorerie d'investir dans différents projets rentables pour eux et garder les ressources sous leur contrôle plutôt que de verser des dividendes aux actionnaires minoritaires. Cette conclusion est conforme à celle de Berezinets, Iliina et Alekseeva (2014) et Al-Najjar et Kilincarslan (2016). D'autre part, la propriété institutionnelle, la propriété managériale, la taille et la tangibilité ont des effets positifs et significatifs sur la politique de dividendes. Comparativement aux entreprises dont le plus grand actionnaire est un particulier, ces effets positifs sont dus essentiellement au fait que les entreprises dont le plus grand actionnaire est un investisseur institutionnel sont plus susceptibles de verser des dividendes. Cette conclusion concorde avec les éléments de preuve de Truong et Heaney (2007) montrant qu'une entreprise est plus susceptible de verser des dividendes lorsqu'une institution financière est le principal actionnaire.

La variable taille de l'entreprise est importante, car elle se situe à 10 % de la variation annuelle des dividendes. Elle a un lien positif avec la distribution du dividende. Les entreprises ont tendance à payer un montant élevé de dividendes avec l'expansion de leur entreprise.

Un autre résultat important apparaît concernant l'intensité de ces effets qui change selon la variable retenue pour mesurer la politique de dividende. Lors de l'utilisation du rendement de dividende *RD*, les effets sont plutôt faibles et varient entre 1% et 9%. Mais pour le ratio de distribution des dividendes, les effets deviennent importants et varient entre 11% et 59%. Selon la définition de ces mesures de la politique de dividende, ce changement permet de constater que la structure de propriété explique le bénéfice par action plutôt que le prix de l'action. Pour ce dernier, il s'avère que nous devons ajouter d'autres variables explicatives.

3.2. Estimation du modèle VECM

L'estimation du modèle VECM permet d'apprécier en même temps la relation de cointégration de long terme ainsi que la relation de court terme entre la structure de propriété et la politique de dividendes. Pour une meilleure la qualité des résultats, il est important de sélectionner le nombre de retard adéquat qui va être utilisé pour l'estimation du VECM. Les critères du choix du nombre optimal de retard les plus reconnus sont celui d'Akaike (AIC: Akaike information criterion), celui de Schwartz (SC: Schawartz information criterion) et celui d'Hanan-Quinn (HQ: Hanan-Quinn information criterion). Nous optons à un nombre de retard donné lorsqu'il est choisi en même temps par ces différents critères. Dans le cas contraire, c'est-à-dire les trois critères ne favorisent pas le nombre de retard, nous choisissons le nombre de retard choisi par la majorité des critères.

Tableau 8. Sélection du nombre optimal de retard

La variable *RD* est la variable endogène

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	1120.225	NA	9.91e-18*	-22.12703*	-21.17745*	-12.89010*
2	1135.173	26.23559	1.53e-17	-21.69740	-11.30999	-12.44098
3	1173.921	63.26296*	1.47e-17	-21.75349	-10.22093	-11.91741
4	1198.892	37.71088	1.91e-17	-21.52841	-9.032550	-11.29453
5	1227.835	40.16618	2.35e-17	-21.38439	-7.637484	-10.46496
6	1262.886	44.35036	2.63e-17	-21.36503	-6.920066	-10.31303
7	1301.357	43.96647	2.88e-17	-21.41545	-5.980018	-9.938479
8	1337.930	37.31921	3.46e-17	-21.42714	-6.503468	-11.02742

La variable *RDD* est la variable endogène

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	686.4353	NA	6.93e-14	-13.27419	-12.32461*	-12.89010*
2	719.2485	57.59052	7.44e-14	-13.20915	-11.30999	-12.44098
3	748.4139	47.61698	8.71e-14	-13.06967	-10.22093	-11.91741
4	772.7126	36.69602	1.15e-13	-12.83087	-9.032550	-11.29453
5	786.8838	19.66614	1.90e-13	-12.38538	-7.637484	-10.49496
6	834.2597	59.94504	1.66e-13	-12.61755	-6.920066	-10.31303
7	870.7268	41.67666	1.89e-13	-12.62708	-5.980018	-9.938479
8	978.9052	110.3862*	5.26e-14*	-14.10011*	-6.503468	-11.02742

Les résultats de ce tableau permettent de retenir un nombre de retard égal à 1 selon les trois critères lorsque *RD* est la variable endogène et selon les critères de Schwartz et de Hanan-Quinn lorsque *RDD* est la définie comme endogène. Nous estimons maintenant le modèle VECM pour les équations retenues en utilisant 1 comme de retard.

Tableau 9. Résultats des modèles à correction d'erreur
Long terme (t-statistics entre parenthèses.)

	Cointegrating Eq:	CointEq1
<i>RD(-1)</i>		1.000000
<i>CP(-1)</i>		0.085123 (2.42097)
<i>PI(-1)</i>		0.009492 (0.18627)
<i>PM(-1)</i>		-0.020333 (-0.59664)
<i>TAILLEMAX(-1)</i>		-0.197192 (-1.05770)
<i>TANG(-1)</i>		-0.026235 (-0.72649)
<i>C</i>		0.130396

Court terme (t-statistics entre parenthèses.)						
Error Correction	<i>D(RD)</i>	<i>D(CP)</i>	<i>D(PI)</i>	<i>D(PM)</i>	<i>D(TAILLEMAX)</i>	<i>D(TANG)</i>
CointEq1	-0.658432 (-7.20162)	0.113689 (0.64727)	-0.043137 (-0.35987)	-0.020767 (-0.16881)	0.023814 (1.58068)	-0.074704 (-0.47690)
<i>D(RD(-1))</i>	0.175395 (2.03779)	0.014824 (0.08965)	0.059420 (0.52657)	0.027246 (0.23526)	-0.018142 (-1.27915)	0.076066 (0.51582)
<i>D(CP(-1))</i>	0.022973 (0.45802)	-0.122381 (-1.27005)	0.069300 (1.05383)	0.015312 (0.22688)	-0.019562 (-2.36685)	0.029915 (0.34811)
<i>D(PI(-1))</i>	0.068959 (0.77618)	-0.055498 (-0.32516)	-0.228620 (-1.96277)	-0.208955 (-1.74721)	0.011256 (0.76887)	0.240195 (1.57800)
<i>D(PM(-1))</i>	-0.016170 (-0.18863)	0.111389 (0.67637)	-0.049792 (-0.44303)	0.028955 (0.25103)	0.015965 (1.13023)	0.070450 (0.47967)
<i>D(TAILLEMAX(-1))</i>	-0.395800 (-0.79667)	-0.910325 (-0.95378)	-1.465901 (-2.25055)	-1.485125 (-2.22161)	0.267541 (3.26810)	1.167482 (1.37158)
<i>D(TANG(-1))</i>	-0.037747	-0.058957	-0.094142	-0.032132	0.028328	-0.074076

	(-0.74969)	(-0.60951)	(-1.42613)	(-0.47428)	(3.41442)	(-0.85869)
C	0.001811	0.011860	0.011149	0.008521	0.002716	-0.003625
	(0.43317)	(1.47652)	(2.03396)	(1.51462)	(3.94269)	(-0.50611)
R-squared	0.308785	0.022813	0.104936	0.058963	0.196730	0.061370
Adj.R-squared	0.272129	-0.029007	0.057470	0.009059	0.154132	0.011595
Sum sq.resid	0.247871	0.914612	0.426057	0.446770	0.006730	0.727601
S.E. equation	0.043334	0.083249	0.056813	0.058308	0.007140	0.074244
F-statistic	8.423992	0.440234	2.210782	1.181531	4.618328	1.232938
Log likelihood	244.9029	153.4961	206.9864	203.3507	497.3445	169.5237
Akaike AIC	-3.384327	-2.078516	-2.842662	-2.790725	-5.990636	-2.307482
Schwartz SC	-3.216233	-1.910422	-2.674568	-2.622631	-6.822542	-2.139388
Mean dependent	0.000626	0.007339	0.004994	0.002409	0.003734	0.001642
S.D. dependent	0.050792	0.082067	0.058519	0.058573	0.007764	0.074678
Determinant resid covariance (dof adj.)		2.00E-17				
Determinant resid covariance		1.40E-17				
Log likelihood		1524.525				
Akaike information criterion		-21.00751				
Schwartz criterion		-19.87287				

Long terme (t-statistics entre parenthèses.)

Cointegrating Eq:	CointEq1
<i>RDD(-1)</i>	1.000000
<i>CP(-1)</i>	-0.360182 (-0.21277)
<i>PI(-1)</i>	-2.073101 (-0.84323)
<i>PM(-1)</i>	-0.982009 (-0.59591)
<i>TAILLEMAX(-1)</i>	-8.449789 (-0.93870)
<i>TANG(-1)</i>	0.861824 (0.49433)
<i>C</i>	8.982750

Court terme (t-statistics entre parenthèses.)

Error Correction	<i>D(RDD)</i>	<i>D(CP)</i>	<i>D(PI)</i>	<i>D(PM)</i>	<i>D(TAILLEMAX)</i>	<i>D(TANG)</i>
CointEq1	-0.979394 (-8.76554)	-0.000936 (-0.31078)	0.001390 (0.67921)	0.001646 (0.78326)	-0.000189 (-0.72809)	-0.00023 (0.08288)
<i>D(RDD(-1))</i>	0.000887 (0.01113)	0.001161 (0.54056)	-0.001401 (-0.95933)	-0.001129 (-0.75335)	9.57E-05 (0.51604)	0.000169 (0.08847)
<i>D(CP(-1))</i>	1.468761 (0.41944)	-0.121108 (-1.28346)	0.062950 (0.98122)	0.012747 (0.19359)	-0.017041 (-2.09061)	0.019710 (0.23425)
<i>D(PI(-1))</i>	0.552271 (0.08699)	-0.061364 (-0.35870)	-0.224481 (-1.93001)	-0.204130 (-1.71007)	0.011637 (0.78748)	0.235494 (1.54380)
<i>D(PM(-1))</i>	-2.511221 (-0.41081)	0.112780 (0.68467)	-0.049920 (-0.44576)	0.026780 (0.23300)	0.015003 (1.05435)	0.076244 (0.51909)
<i>D(TAILLEMAX(-1))</i>	32.58627 (0.91764)	-0.891941 (-0.93211)	-1.432402 (-2.20168)	-1.442144 (-2.15987)	0.271204 (3.28094)	1.134226 (1.32929)
<i>D(TANG(-1))</i>	19.88000	-0.059729	-0.092676	-0.032051	0.027554	-0.070608

	(5.54237)	(-0.61796)	(-1.41025)	(-0.47523)	(3.30004)	(-0.81925)
C	-0.169265	0.011761	0.011116	0.008419	0.002682	-0.003434
	(-0.56735)	(1.46289)	(2.03363)	(1.50073)	(3.86149)	(-0.47909)
R-squared	0.580879	0.020148	0.109195	0.063465	0.183021	0.059109
Adj.R-squared	0.558653	-0.031814	0.061955	0.013801	0.139697	0.009214
Sum sq.resid	1263.273	0.917307	0.424030	0.446623	0.005845	0.729354
S.E. equation	3.093582	0.083362	0.056678	0.058168	0.007201	0.074333
F-statistic	26.13498	0.387739	2.311500	1.277873	4.224417	1.184656
Log likelihood	-352.6387	153.3055	207.3202	203.6565	496.1600	169.3553
Akaike AIC	5.151981	-2.075792	-2.847432	-2.795521	-6.973714	-2.305076
Schwartz SC	5.320075	-1.907698	-2.679338	-2.627427	-6.805620	-2.136982
Mean dependent	0.047314	0.007339	0.004994	0.002409	0.003734	0.001642
S.D. dependent	4.656627	0.082067	0.058519	0.058573	0.007764	0.074678
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.02E-13				
Determinant resid covariance		7.18E-14				
Log likelihood		926.6393				
Akaike information criterion		-12.46628				
Schwartz criterion		-11.33164				

Les résultats correspondants à la relation de cointégration de long terme a fait apparaître un seul effet significatif négatif et faible (de l'ordre de 8.5%) de la concentration de propriété sur le rendement de dividendes. Pour ces deux tableaux, CointEq1 est le terme à correction d'erreurs qui doit être négatif et significatif et qui mesure la vitesse du retour à l'état d'équilibre. Cette vitesse dépasse les 65% pour nos deux modèles. Concernant le court terme, nous remarquons que la relation entre structure de propriété et politique de dividendes a été caractérisée par deux effets significatifs positifs, le premier est celui du rendement retardé de dividendes et le second de la tangibilité retardée.

Conclusion

L'objectif de cet article était d'analyser les effets de court et de long terme de la structure de propriété sur la politique de dividende des entreprises tunisiennes cotées en bourse. Selon une première hypothèse, les paiements de dividendes réduisent les coûts de d'agence en supprimant l'excédent d'argent sous le contrôle de gestion. Étant donné que les grands actionnaires sont en meilleure position pour imposer ce mécanisme et en tirer profit, on s'attendait à ce que la concentration de la propriété soit associée à des versements plus élevés (Easterbrook, 1984 et Jensen, 1986). L'hypothèse alternative soutient l'idée que les grands actionnaires préfèrent extraire des avantages privés du contrôle plutôt que de recevoir des dividendes qui profitent également à tous les actionnaires. Par conséquent, leur préférence était prévue pour être en faveur de taux de paiement inférieurs (Harada et Nguyen, 2001).

Nos résultats appuient les deux hypothèses à la fois. D'une part, nous constatons qu'à long terme les entreprises dont la concentration de propriété est plus élevée versent des dividendes moins élevés, surtout tant en proportion des bénéfices d'exploitation que par rapport à la valeur comptable des capitaux propres. C'est dans ce sens qu'un niveau plus élevé de concentration de propriété en termes de droits de vote du plus grand actionnaire est associée à une probabilité plus élevée de l'expropriation d'actionnaires minoritaires. D'autre part, les entreprises dont la propriété institutionnelle et/ou la propriété managériale est plus élevée versent des dividendes plus élevés. C'est dans ce sens que les entreprises dont le plus grand actionnaire est un investisseur institutionnel sont plus susceptibles de verser de dividendes. En ce qui concerne le court terme, la tangibilité a l'unique effet positif et significatif sur la politique de dividendes.

Références Bibliographiques

- ✓ Abdullah, N. M. H., Ahmad, Z., & 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.
- ✓ Aguenau Samir, Gwilym Owain AP & Rhodes Mark., (2011), "Open interest, cross listing, and information shocks ", *Journal of Futures Markets*, 31(8), 755-778.
- ✓ Aguenau, S., Farooq, O., & Di, H., (2013), "Dividend policy and ownership structure: Evidence from the Casablanca Stock Exchange", *GSTF International Journal of Business Review (GBR)*, 2(4), 116-121.
- ✓ Al-Gharaibeh, M., Zurigat, Z., & Al-Harashseh, K., (2013), "The effect of ownership structure on dividends policy in Jordanian companies", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(9), 769-796.
- ✓ Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E., (2016), "The effect of ownership structure on dividend policy: Evidence from Turkey", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(1), 135-161.
- ✓ Al-Nawaiseh, M. (2013): "Dividend Policy and Ownership Structure : An Applied Study on Industrial Companies in Amman Stock Exchange", *Journal of Management Research*, 5(2), 83-106.
- ✓ Amidu, M., (2007), "How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm On Ghana Stock Exchange", *Investment Management & Financial Innovations*, 4(2):103-107.
- ✓ Aziz, M., Richard, F., & Hanen, K., (2016), "The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy in an Emerging Market: A Moroccan Study", *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2):89-95.
- ✓ Ben-Nasr, H., Boubaker, S., & Rouatbi, W., (2015), "Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity", *Journal of Corporate Finance*, 35, 265-285.
- ✓ Chai, D. H., (2010), "Foreign corporate ownership and dividends", *Working Paper No. 401. Centre for Business Research, University of Cambridge*.
- ✓ Chen Zhilan, Cheung Yan-Leung, Stouraitis Aris & Wong Anita W. S., (2005), "Ownership concentration firm performance and dividend policy in Hong Kong", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449.
- ✓ Doddy, S., Lian, K.P., Hong, K.C., & Irwan Trinugroho., (2017), "CEO Turnover and Firm Performance In Indonesia", *Indonesia capital market review*, 9, 1-10.
- ✓ Easterbrook, F.H., (1984), "Two agency cost explanations of dividends", *American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- ✓ Abd-Elsalam, D., El-Masry, A.A., & Elsegini, S., (2008), "Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policy in an Emerging Market: Further Evidence from CASE 50", *Managerial Finance*, 34(12), 953-964.
- ✓ Faccio, M., Lang, L.H.P. & Young, L., (2001), "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- ✓ Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W., (2017), "The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America", *Emerging Markets Review*, 30(C), 1-18.
- ✓ Harada K., & Nguyen, P., (2006), "Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan", *Journal of Finance*, 55, 1-33.

- ✓ Harada, K., & Nguyen, P., (2011), "Ownership Concentration and Dividend Policy in Japan", *Managerial Finance*, 37(4), 362-379.
- ✓ Holderness, C. G., & Sheehan, D. P., (1988), "The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis", *Journal of Financial Economics*, 20(1), 317-346.
- ✓ Berezinets, I., & Ilina, Y. & Alekseeva, L., (2014), "Ownership structure and dividend policy: A study of Russian public companies with dual class shares", *Working Papers No 6384, Graduate School of Management, St. Petersburg State University*.
- ✓ Irene, W.K.T, Qian, L.K & Kausalyaa, S., (2017), "Ownership Concentration, Dividend Payout and Firm Performance: The Case of Malaysia", *Malaysian Journal of Economic Studies*, 54(2), 269-280.
- ✓ Jensen, M., (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-329.
- ✓ Johansen, S., (1988), "Statistical Analysis of Cointegrating Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 231 - 254.
- ✓ Kouki, M. & Guizani, M., (2009), "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market", *European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42-53.
- ✓ Krismiaji & Budhi, P.J., (2018), "Ownership structure, international financial reporting standards, and dividend policy-evidence of Indonesia", *International Journal of Economic Business and Management Research*, 2(2).
- ✓ Kulathunga, K.M.K.N.S., Perera, L.A.S. & Anagipura, G.N., (2017), "The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure: Evidence from Listed Companies in Hotel and Manufacturing Sectors in Sri Lanka. *Kelaniya Journal of Management*, 6(2), 33-51.
- ✓ La porta, R., Lopez -de- Silanes, F., Vishny, R. W., (2000), "Agency problems and dividend policies around the world", *Journal of "France*, 55 (1), 1-33.
- ✓ Li and Zhao.,(2008), " **The effective utilization and treatment of livestock excrement in Anda area Contemporary Animal**", *Hus-bandry*, 3, 43-45
- ✓ Mancinelli, L. and Ozkan, A., (2006), "Ownership structure and dividend policy: evidence from Italian firms", *The European Journal of Finance*, 12(3), 265-282.
- ✓ Maury, C.B., and Pajuste, A., (2002), "Controlling shareholders, agency problems and dividend policy in Finland", *Finnish Journal of Business Economics*, 51, 15-45.
- ✓ Mehar, A., (2005), corporate governance and dividend policy", *Pakistan Economic and Social Review*, 42(1), 93-106.
- ✓ Miller, M. H., &Rock, K., (1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- ✓ Naceur, S. B., Goaid, M., & Belanes, A., (2006), "On the determinants and dynamics of dividend policy", *International Review of Finance*, 6(1-2), 1-23.
- ✓ Pindado, J., Requejo, I. and de la Torre, C., (2011), "Family control and investment – cash flow sensitivity: empirical evidence from the Euro zone", *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1389-1409.
- ✓ Ross, S., (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach," *Bell Journal of Finance*, 8, 23-40.

- ✓ Sharif, S.J.S., Salehi, M., & Bahadori, H., (2010), "Ownership Structure of Iran Evidence and Payout Ratio", *Asian Social Sciences*, 6(7).
- ✓ Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002): "The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2), 105-122.
- ✓ Tran, T.X.A., and Le Qioc.T., (2019), "The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Application in Vietnam Stock Exchange. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 8(2), 131-146.
- ✓ Truong, T., & Heaney, R., (2007), "Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(5), 667- 687.
- ✓ Vinh, D, Q., (2014), "The Effect of Foreign Ownership on Dividend Policy: The Case of Listed Companies on Hose. Master of Business Administration, Vietnam National University - HoChiMinh City *International University, School Of Business*, Vietnam.
- ✓ Warrad, L., Abed, S., Khriasat, O., & Al-Sheikh, I., (2012), "The effect of ownership structure on dividend payout policy: Evidence from Jordanian context. *International Journal of Economics and Finance*, 4(2), 187-195.
- ✓ Wissem D, Fathi J., (2018), "Does ownership structure affects dividend policy? A panel data analysis for the French market", *Int. J. Governance and Financial Intermediation*, 1(1), 18-36.
- ✓ Zunaidah, S., & Fauzias, M.N., (2008), "Dividends, ownership structure and board governance on firm value: Empirical evidence from Malaysian listed firms. *Malaysian Accounting Review*, 7(2), 55-94.