



HAL
open science

Diversité du conseil d'administration et politique de dividende des grands groupes bancaires systémiques : théories et investigations empiriques

Éric Vernier, Régis Dumoulin, Hodonou Dannon

► To cite this version:

Éric Vernier, Régis Dumoulin, Hodonou Dannon. Diversité du conseil d'administration et politique de dividende des grands groupes bancaires systémiques : théories et investigations empiriques. Management & sciences sociales, 2017, La diversité : regards croisés. Aujourd'hui et demain, 23, pp.48-61. hal-01856607

HAL Id: hal-01856607

<https://hal.science/hal-01856607v1>

Submitted on 13 Aug 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Copyright

Diversité du conseil d'administration et politique de dividende des grands groupes bancaires systémiques : théories et investigations empiriques

Éric Vernier¹

Maître de conférences, Chercheur associé à l'IRIS
eric.vernier@bbox.fr

Hodonou Dannon

Chercheur associé au GRANEM
pascaldannon@yahoo.com

Régis Dumoulin

Professeur Université d'Angers, GRANEM (Groupe de Recherche Angevin en Économie et Management)
regis.dumoulin@univ-angers.fr

Cet article étudie la relation entre la diversité du conseil d'administration des 30 grands groupes bancaires systémiques et leur politique de distribution de dividende. L'analyse de données de panel cylindré grâce à l'estimateur GMM (Generalised Method of Moments) a été mobilisée sur la période 2010-2015.

Globalement, les résultats obtenus confirment l'hypothèse de lissage des dividendes développée par Lintner (1956) et indiquent que les baisses de dividende sont rarement observées dans le cas des grands groupes bancaires systémiques. En outre, la proportion des femmes siégeant au conseil d'administration et celle des administrateurs indépendants influencent négativement et significativement la distribution de dividende. Il y va de même de la fréquence des réunions du conseil d'administration et de l'augmentation des comités spécialisés de ce conseil. Cependant, la dualité du style de leadership est positivement et significativement reliée à la distribution de dividende. Les effets de la taille, des stocks de liquidité disponibles et des opportunités de croissance sur la distribution de dividende des groupes bancaires systémiques sont conformes à la théorie de Fama & French (2001).

Mots clés : diversité, gouvernance, dividende, banques.

This study examines the association between the diversity of the board of directors of the 30 systemic banking groups and their dividend distribution policy. The analysis of panel data using the GMM (Generalised Method of Moments) estimator was used over the period 2010 to 2015.

Overall, the results confirm Lintner's (1956) dividend smoothing hypothesis and indicate that dividend cuts are rarely observed in large systemic banking groups. In addition, the proportion of women on the board of directors and the proportion of independent directors are significantly and negatively associated with bank's dividend per share. The same is true of the frequency of board meetings and the increase of specialized committees of this board. However, the duality of the leadership style is positively and significantly related to the dividend distribution. The effects of size, liquidity and growth opportunities on the dividend distribution of systemic banking groups are in line with the Fama & French (2001) theory.

Keywords : diversity, governance, dividend, banks.

1. Les auteurs remercient les rapporteurs anonymes des 12èmes Rencontres Internationales de la Diversité les 29 et 30 septembre à Sup de Co La Rochelle.

La question de la diversité des instances de gouvernance d'entreprise mobilise de plus en plus l'attention des sphères politiques² et scientifiques (Cumming *et al.*, 2015 ; Hillman, 2015 ; Terjesen *et al.*, 2014). Pour Adams *et al.* (2015), il est possible de faire la distinction entre la diversité liée à une fonction, comme l'éducation ou la formation, la diversité indépendante d'une fonction telle que le genre, l'âge, la race ou la nationalité, de même que la diversité structurelle, notamment l'indépendance du conseil, sa composition et la dualité de son style de leadership.

Parallèlement, en dépit de développements théoriques récents, et malgré de nombreuses études empiriques sur les politiques effectivement adoptées par les entreprises, la décision de distribution des dividendes demeure largement inexplicée (Azhar et Saeed, 2015; Guizani, 2014 ; Jiraporn *et al.*, 2011). Cette controverse a été plus accentuée durant la crise 2007-2009 où les banques ont versé plus de dividende au lieu de conforter leur solidité financière (Acharya *et al.*, 2011). Le dividende constitue un mécanisme de gouvernance mais reste dépendant du système de gouvernance de l'entreprise pour être mis en œuvre. Du Boys (2009) met en évidence que certains mécanismes de gouvernance sont complémentaires de la distribution de dividende et aident à la mettre en œuvre. C'est le cas de la législation, des marchés financiers ou du conseil d'administration.

Si plusieurs études empiriques ont tenté d'analyser l'impact de la diversité du conseil d'administration sur la performance sans parvenir à des résultats consensuels, les rares investigations qui ont mesuré les effets de la diversité du conseil d'administration sur la distribution aux actionnaires (Byoun *et al.*, 2016 ; Pucheta-Martínez et Bel-Oms, 2016 ; Vandemaele et Vancauteran ; 2015) ont été appliquées aux entreprises non financières avec des résultats mitigés. L'objectif de cette recherche est d'analyser l'impact de la diversité du conseil d'administration des grands groupes bancaires systémiques sur leur politique de distribution de dividende. À notre connaissance, aucune étude n'a porté sur cette relation dans le cas des groupes bancaires systémiques.

Nos résultats mettent en évidence des re-

lations significatives entre la diversité du conseil d'administration des grands groupes bancaires systémiques et leur stratégie de distribution de dividende. Plus spécifiquement, la proportion des femmes siégeant au conseil d'administration et celle des administrateurs indépendants influencent négativement et significativement la distribution de dividende. Nos résultats confirment aussi l'hypothèse de lissage des dividendes développée par Lintner (1956) selon laquelle les baisses de dividende devraient être relativement rares. Ils corroborent également la théorie de Fama et French (2001) selon laquelle la distribution de dividende dépend notamment de la taille de l'entreprise, des opportunités de croissance, de l'endettement et des liquidités disponibles.

Notre article s'organise autour de deux sections. La première se rapporte à la revue de littérature et à la formulation des hypothèses de recherche. La deuxième concerne l'étude empirique.

Revue de littérature et formulation des hypothèses

Du point de vue théorique, les théories du signal (Spence, 1973) et de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) mettent en lumière le lien entre la gouvernance et la politique de distribution de dividende. Elles fournissent un cadre d'analyse satisfaisant à l'étude de la décision de distribution aux actionnaires et per-

2. *La faible représentation des femmes au conseil d'administration et plus généralement dans les instances de gouvernance a amené le gouvernement français à voter la loi Copé-Zimmermann du 27 janvier 2011 imposant un quota de 40 % de femmes dans les conseils d'administration d'ici 2017 sous peine de sanctions financières. La législation européenne impose à toutes les entreprises cotées d'appliquer des quotas de diversité de compter 40% de femmes au conseil d'administration d'ici 2020. Selon le New York Times du 06 mars 2015, « L'Allemagne a adopté une loi contraignant quelques-unes des plus grandes entreprises en Europe à attribuer 30 % des postes de supervision aux femmes, à partir de l'année 2016 ». En juin 2014, au Canada, à la suite du rapport fédéral du conseil consultatif, on a demandé aux plus importantes entreprises d'augmenter le nombre de femmes au sein de leur conseil d'administration, recommandant une augmentation de 30 % de la présence des femmes à leur conseil d'administration d'ici 2019, mais sans quotas ni exigences réglementaires. Selon l'index de recensements Catalyst 2014 Census Index, aux États-Unis, 19,2 % des sièges des conseils d'administration des entreprises inscrites au S&P 500 sont occupés par des femmes.*

mettent d'apporter des explications relatives aux liens entre la diversité du conseil d'administration et la distribution aux actionnaires.

La théorie du signal et la politique de distribution aux actionnaires

La théorie du signal conçoit les politiques de distribution comme un mécanisme de signalement permettant de limiter les effets de l'asymétrie d'information. Cette explication a un intérêt dans le cadre de l'étude des holdings bancaires du fait de leur degré d'asymétrie d'information plus élevé.

L'idée du contenu informatif des dividendes a été avancée par Miller & Modigliani (1961). Ces derniers ont admis que les investisseurs peuvent interpréter une modification des dividendes comme un changement anticipé des bénéfices dans l'esprit des dirigeants. Ils n'ont pas rejeté leur proposition de neutralité de la politique de dividende et ont considéré que les variations des cours observées au moment de l'annonce des dividendes ne sont pas dues aux dividendes en tant que flux de liquidité, mais aux informations qu'ils véhiculent sur les anticipations des dirigeants. En d'autres termes, ces auteurs ont accepté la possibilité d'un effet informationnel mais ils l'ont considéré comme compatible avec l'hypothèse de neutralité des dividendes.

De même, Lintner (1956) a montré l'existence d'un effet informatif des dividendes puisque les dirigeants n'acceptent d'augmenter les dividendes que dans le cas où ils sont sûrs de réaliser des bénéfices permettant de dégager le même niveau de distribution. Ainsi, toute variation de distribution de dividende peut être interprétée par le marché comme un signe de changement des anticipations des dirigeants. Un certain nombre de raisons fortes militent en faveur de la thèse que la distribution de dividende constitue un signal de grand intérêt qui a l'avantage de la simplicité et de la visibilité. Enfin, ce signal véhicule de l'information sans révéler des détails « sensibles » dont la connaissance pouvait profiter à la concurrence. Vu que le signal est une information diffusée *a priori*, en attendant qu'il se réalise *a posteriori*, il peut prendre différentes valeurs : favorable ou défavorable. Le contenu informationnel des dividendes se réfère

à l'hypothèse selon laquelle les dividendes véhiculent des informations sur les bénéfices futurs de la banque. Ces informations permettent aux intervenants sur le marché une meilleure prévision des bénéfices. La politique de dividende constitue donc un vecteur d'information privilégié que les dirigeants utilisent pour convaincre que leur image correspond à la réalité. Par ailleurs, la politique de dividende permet à l'équipe dirigeante de montrer au marché financier qu'elle applique, en matière de finance et de développement, une politique réfléchie et qu'elle anticipe certains résultats.

Les études empiriques qui ont testé l'hypothèse de signalisation des dividendes dans le secteur bancaire sont parvenues à des résultats contrastés (Forti et Schiozer, 2015 ; Hirtle, 2014). Toutefois, nous anticipons dans le cas des grands groupes bancaires systémiques que :

H1 : La distribution de dividende au cours de l'exercice passé influence positivement la politique de distribution de l'exercice suivant.

Théorie de l'agence et politique de distribution aux actionnaires

La théorie de l'agence fournit un cadre d'analyse de l'influence de la gouvernance sur la politique de distribution de dividende. L'information financière véhiculée par les dividendes joue un rôle primordial dans le contrôle exercé par les acteurs dans une relation d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Plus spécifiquement, dans le cas des grands groupes bancaires, deux types de conflits d'agence coexistent. D'une part, le conflit d'agence entre managers et actionnaires, d'autre part, celui existant entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires. S'agissant du premier conflit d'agence, les dirigeants peuvent être tentés de maximiser leurs propres fonctions d'utilité ; en l'occurrence s'ils possèdent des stock-options, ils peuvent être tentés d'adopter une politique de dividende peu généreuse et inversement. En ce qui concerne le second type de conflit d'agence, il faut noter que la concentration de la propriété constitue un mécanisme de gouvernance qui peut constituer une alter-

native à l'intéressement du manager dans le capital. En effet, les actionnaires majoritaires disposent des droits de vote qui leur permettent de contrôler les décisions du manager. Le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires constitue une variable importante dans la politique de distribution des banques cotées (Charlier et Du Boys, 2011) et s'avère plus difficile à limiter. Dans ce contexte et faute de structure de gouvernance assez performante, les actionnaires minoritaires n'arrivent pas à forcer les actionnaires majoritaires à distribuer (Du Boys, 2009). Cependant, pour préserver les intérêts de tous les actionnaires, aussi bien minoritaires que majoritaires, Jensen (1993) propose d'inclure dans le conseil d'administration, des administrateurs indépendants. De plus, ce procédé permet de faire face à l'enracinement du dirigeant. En fait, ces administrateurs se regroupent en des comités qui peuvent influencer le choix du dirigeant d'une stratégie de divulgation qui favorise les intérêts des actionnaires.

Diversité du conseil d'administration et politique de distribution aux actionnaires

Le conseil d'administration est une organisation dans l'organisation, dont le rôle permet d'atténuer, malgré la défaillance du marché, les asymétries d'information et *in fine* l'opportunisme. Étant un lieu particulier de communication et d'évaluation de l'information financière, les autorités de réglementation et de supervision fixent au conseil d'administration des banques des responsabilités qui sont supérieures à celles d'autres firmes et qui reflètent leurs intérêts à avoir des institutions financières saines et solides. L'influence du conseil d'administration sur la politique de distribution de dividende peut être cernée à travers sa diversité en termes de genre, sa taille, sa composition et son mode de direction (Byoun et al., 2016 ; Pucheta-Martinez et Bel-Oms, 2016).

- *Présence des femmes au conseil et politique de distribution de dividende*

La théorie de la dépendance envers les ressources et la théorie du capital humain sou-

tiennent que la présence des femmes constitue une ressource supplémentaire forte utile, notamment, dans un environnement complexe et incertain dans lequel s'exerce l'activité des groupes bancaires systémiques (Pfeffer et Salancik, 1978). La diversité en termes de genre du conseil d'administration est un des marqueurs de la responsabilité sociétale bancaire. La diversité du genre peut contribuer à la dynamique des groupes, en renforçant la qualité des délibérations notamment sur certaines questions difficiles et complexes comme celles relatives à la distribution de dividende. Selon Carter et al. (2003), la diversité accroît l'indépendance et l'activisme du conseil d'administration, promeut une justice procédurale en assurant une représentation directe des intérêts des actionnaires et des autres parties prenantes dans le processus de prise de décision de l'entreprise.

Les femmes administrateurs participent plus activement aux réunions du conseil, et notamment aux débats engagés dans les comités spécialisés. Ceci renforce le contrôle exercé par le conseil, ce qui réduit les coûts d'agence et permet un meilleur alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. *A contrario*, d'autres études semblent montrer que la diversité du genre aux conseils accentue les conflits hommes/femmes, réduit la confiance qui est nécessaire pour faire face à un environnement risqué, augmente la rémunération des administrateurs (Adams et Ferreira, 2009). Plus récemment, Saeed et Sameer (2017) ont trouvé une relation négative entre la proportion de femmes siégeant au conseil d'administration et la distribution de dividende dans le contexte des économies émergentes. En supposant, non seulement, que l'hypothèse de l'augmentation de la rémunération des administrateurs soit confirmée dans le cas des grands groupes bancaires systémiques mais aussi que les femmes administrateurs soient plus portées vers la création de valeur partenariale, nous anticipons la relation suivante :

H2 : La proportion des femmes dans le conseil d'administration influence négativement la distribution de dividende.

- *Taille du conseil d'administration ou de surveillance et politique de distribution de dividende*

Dans la vision disciplinaire du conseil d'administration, Jensen (1993) estime que les conseils composés d'un grand nombre d'administrateurs favorisent la domination des dirigeants, qui peut faire naître des coalitions et des conflits de groupe. Il en résulte donc des conseils fragmentés, qui éprouvent des difficultés à trouver un consensus sur les décisions importantes, et par conséquent la protection des intérêts des actionnaires serait moindre. Ainsi, une taille limitée des conseils d'administration paraît souhaitable. En revanche, dans d'autres théories du conseil d'administration centrées sur les compétences des administrateurs, ou sur le problème de l'accès à certaines ressources, les conseils d'administration de grande taille sont préférables, notamment parce que les compétences apportées sont plus nombreuses. Les récentes études empiriques qui ont analysé l'impact de la taille du conseil d'administration sur la distribution de dividende sont parvenues à des résultats contrastés (Van Pelt, 2013 ; Mansourini *et al.*, 2013 ; Obradovich et Gill, 2012). Toutefois, en ce qui concerne les grands groupes bancaires internationaux, nous anticipons que :

H3 : La taille du conseil d'administration ou de surveillance a un impact négatif sur la distribution de dividende.

• *Indépendance et dualité du conseil d'administration ou de surveillance sur la distribution de dividende*

Selon Jensen (2010), l'une des raisons pour lesquelles des entreprises américaines n'ont pas réussi à assurer pleinement leur rôle disciplinaire se traduit par le fait que très peu d'administrateurs indépendants siégeaient dans leurs conseils. Les administrateurs indépendants sont qualifiés par Jensen (1993) comme ayant une grande expertise. En effet, la présence de cette catégorie d'administrateurs au sein des conseils d'administration permet un meilleur contrôle du dirigeant, étant donné que ces administrateurs ont un meilleur accès aux informations. Les administrateurs indépendants, à travers leurs compétences spécifiques ou leurs réseaux, peuvent échanger des informations sur les bonnes pratiques en matière de gouvernance en général et en matière de distribution de dividende. Plusieurs études empiriques mettent en évi-

dence une relation négative entre la proportion des administrateurs indépendants siégeant au conseil et la distribution de dividende (Paul *et al.*, 2015 ; Bradford *et al.*, 2013 ; Tang *et al.*, 2013 ; Borokhovich *et al.*, 2005). En nous basant sur les prédictions théoriques de Jensen (1993) et sur les résultats des travaux appliqués antérieurs, nous anticipons que :

H4 : La proportion des administrateurs indépendants siégeant au conseil influence négativement et significativement la distribution de dividende.

Par ailleurs, Jensen (1993) recommande de séparer le poste de Président du conseil de celui de la direction pour réduire le pouvoir discrétionnaire du dirigeant et assurer l'efficacité du conseil d'administration. Lorsque le directeur général est la même personne qui occupe le poste de président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, celui-ci acquiert suffisamment d'influence sur le fonctionnement de ce dernier et le rend incapable d'accomplir efficacement ses fonctions. Plusieurs rapports de gouvernement insistent sur l'importance que le conseil d'administration fonctionne d'une manière indépendante de la direction générale. En effet, le chef de la direction et le Président du conseil ont des rôles différents. Le cumul de ces deux rôles constitue une forte concentration de pouvoir qui peut mettre en cause l'indépendance du conseil ce qui aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires. Il en résulte un système de contrôle faible qui pourrait affecter négativement la distribution de dividende aux actionnaires. Arshad *et al.* (2013) ont trouvé une relation négative et significative entre la dualité du style de leadership et la distribution de dividende. De ce fait, nous formulons l'hypothèse suivante dans le cas des grands groupes bancaires.

H5 : La dualité du style de leadership influence négativement la distribution de dividende.

• *Fréquence des réunions du conseil d'administration et distribution de dividende*

L'efficacité des administrateurs est également fonction de leur assiduité aux réunions du conseil d'administration (Van den Berghe et Levrau, 2004). La présence et la participation aux réunions indiquent le niveau d'engage-

ment des administrateurs dans la réalisation de leur mission de contrôle qui leur a été confiée par les actionnaires. Les études antérieures (Al-Najjar, 2011 ; Gendron et Bédard, 2006) montrent que la présence aux réunions améliore le processus de fonctionnement des comités du Conseil. Nous retenons donc l'assiduité des administrateurs aux réunions comme un mécanisme assurant un meilleur contrôle des dirigeants et garant de l'intérêt des actionnaires. Par conséquent, nous formulons l'hypothèse suivante que nous testons dans le contexte des groupes bancaires systémiques :

H6 : la fréquence des réunions du conseil d'administration ou de surveillance est positivement liée à la distribution de dividende.

• *Comités spécialisés du conseil d'administration et distribution de dividende*

Les comités spécialisés ont pour mission d'éclairer les réflexions du conseil d'administration ou de surveillance et d'aider à la prise de décision. Ils contribuent ainsi à l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration ou de surveillance (Yin *et al.*, 2012). Selon Mandzila *et al.* (2014), la taille du comité est le meilleur indicateur de l'importance de ses activités et des ressources dont il dispose pour son fonctionnement. Les travaux de Al Najjar (2011) au Royaume Uni, de Raghunandan et Rama (2007) aux États-Unis et de Sharma *et al.* (2009) pour la Nouvelle Zélande confirment l'hypothèse selon laquelle la taille des comités spécialisés exerce une influence positive sur la fréquence de leurs réunions et sur celle du conseil. Or, en supposant que la relation postulée entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et la distribution de dividende soit établie, nous pouvons anticiper que :

H7 : Les comités spécialisés du conseil d'administration influencent positivement la distribution de dividende.

Étude empirique

Démarche économétrique, nature et sources des données

Nous considérons pour nos estimations un modèle dynamique³ de type Blundell et

Bond (1998). Cette méthode nous permet de prendre en compte la dépendance temporelle de la distribution des dividendes, et nous fournit des estimateurs efficaces même en présence des problèmes d'endogénéité ou d'erreur de mesure (Bond *et al.*, 2000). De plus, l'utilisation d'un modèle dynamique se justifie par l'hypothèse de lissage des dividendes développée par Lintner (1956) qui montre que les baisses de dividende devraient être relativement rares, et se produisent seulement quand les firmes ont des performances vraiment mauvaises (Imran, 2011).

En considérant un retard de la variable endogène, les modèles dynamiques se spécifient de la manière suivante :

$$DPA_{i,t} = \delta DPA_{i,t-1} + \beta BOARD DIVERSITY_{i,t} + \beta' CONTROL_{i,t} + \alpha + \varepsilon_{i,t}$$

Avec :

$$\varepsilon_{i,t} = \alpha_i + u_{i,t}$$

α_i les effets spécifiques individuels et $u_{i,t}$ le terme d'erreur.

$DPA_{i,t}$ est le ratio de dividende par action (Byoun *et al.*, 2016 ; Pucheta-Martínez et Bel-Oms, 2016 ; Florackis *et al.*, 2015). Par construction, $\delta DPA_{i,t-1}$ corrélée avec la perturbation $\varepsilon_{i,t}$. Cette corrélation entre la variable d'intérêt retardée et le terme d'erreur exclut de fait l'utilisation des méthodes d'estimation traditionnelles. Dans ce cadre, Anderson et Hsiao, (1982) ont proposé de recourir à la méthode de variables instrumentales, tandis que Arellano et Bond (1991), Arellano et Bover (1995), ou encore Blundell et Bond (1998) suggèrent celle des moments généralisés. Mais généralement, la majorité des travaux semble privilégier la méthode des moments généralisés en panel dynamique proposée par Blundell et Bond (1998).

• *BOARD DIVERSITY* est une série de variables mesurant la diversité en termes de genre, de composition et du fonctionnement du conseil d'administration ou de surveillance.

• *CONTROL* est une série de variables de contrôle relatives non seulement à la taille mais également aux diverses contraintes financières en lien avec le versement ou non d'un dividende. Ces variables de contrôle sont introduites dans l'optique d'éviter des

3. Méthode GMM : Generalized Method Moments.

biais dans notre estimation dus à l'omission de certaines variables dans notre spécification économétrique. Le choix de ces variables s'appuie sur la littérature relative aux déterminants de la distribution de dividende.

La taille constitue la première variable de contrôle. Fama et French (2001) montrent que les plus grandes banques semblent verser des dividendes plus élevés. Les recherches antérieures supportent cette conclusion théorique sur le marché bancaire européen (Onali, 2014). De plus, sur un échantillon de 1138 banques de 51 pays, Lepetit *et al.* (2018) ont trouvé une relation positive entre le taux de distribution de dividende et la taille bancaire. De même, Patra *et al.* (2012) ont trouvé que la taille est positivement reliée au taux de distribution de dividende dans le contexte grec. Le même résultat est obtenu par Abreu *et al.* (2013) dans le cas de 462 holdings bancaires américains sur la période 2007-2009.

Fama et French (2001) mettent en évidence trois autres variables de contrôle : la part des dettes dans le total actif, les cash flows et le stock de liquidités. En effet, les tenants de la théorie de gouvernance considèrent la dette comme un mécanisme interne de gouvernance dans la mesure où elle permet de limiter les liquidités dont dispose le manager en l'obligeant à faire des paiements périodiques. Cependant, l'utilisation de la dette entraîne un coût. Eije et Megginsson (2008) montrent que l'accroissement de la dette entraîne une diminution de la distribution de dividende. Cependant, des relations positives ont été observées par Malik *et al.* (2013), Mehta (2012) et Ajmi et Hussain (2011). Par ailleurs, Lepetit *et al.* (2018) ont trouvé un impact négatif entre les cash flows et le taux de distribution des dividendes des banques. Sur un panel de 945 entreprises grecques observées sur la période 1993-2007 avec un modèle dynamique, Patra *et al.* (2012) trouvent que la taille, la profitabilité et la liquidité sont positivement liées à la probabilité de distribution des dividendes. Lin et Shen (2012) ont trouvé que les entreprises sont plus susceptibles d'augmenter leur ratio de distribution de dividende quand elles enregistrent un résultat bénéficiaire.

Enfin, la théorie de Jensen (1993) impose d'intégrer à part entière la variable « oppor-

tunités de croissance » dans les déterminants de la distribution de dividende. En effet, la dette ou à défaut la distribution de dividende, ne sont efficaces que dans les firmes dégagant des *free cash flows* substantiels et disposant de faibles opportunités de croissance. Différents indicateurs sont utilisés dans la littérature pour mesurer les opportunités de croissance. Le Q de Tobin, qui rapporte la valeur de marché d'une firme à la valeur de remplacement de ses actifs de même que le taux de croissance du total des actifs, sont fréquemment utilisés. Fama et French (2001) ont montré que les opportunités de croissance ont un impact négatif sur la distribution de dividende.

Les indicateurs de mesure de l'ensemble des variables de l'étude de même que les sources sont présentés dans le tableau 1 ci-dessous. Les données sur la diversité du Conseil d'administration ou de surveillance des groupes bancaires systémiques sont extraites de Bloomberg et des divers numéros des documents de références et de rapports annuels publiés par ces groupes bancaires sur leur site internet respectif. Les données relatives aux dividendes et aux variables financières de contrôle proviennent de la base de données Bankscope et des rapports annuels.

Tableau 1

Définitions, indicateurs et source de données

	Variables	Indicateurs	Label	Sources
Variable expliquée	Dividende par action	Dividendes distribués/nombre d'actions	DPA	Rapports annuels
	Diversité du genre du conseil d'administration ou de surveillance	Nombre de femme siégeant au conseil d'administration ou de surveillance/Nombre total d'administrateurs	Genre	Bloomberg Documents de référence, rapports annuels et rapports d'activités sur la gouvernance
	Taille du conseil d'administration ou de surveillance	Nombre total d'administrateurs	Tailca	Bloomberg Documents de référence, rapports annuels et rapports d'activités sur la gouvernance
	Indépendance du conseil d'administration ou de surveillance	Nombre d'administrateurs siégeant au conseil d'administration ou de surveillance/Nombre total d'administrateurs	Adind	Bloomberg Documents de référence, rapports annuels et rapports d'activités sur la gouvernance
	Dualité du style de leadership	Variable binaire qui prend la valeur 1 dans le cas où les deux fonctions de CEO et de Chairman sont assumées par la même personne et 0 sinon.	Ceochair	Bloomberg Documents de référence, rapports annuels et rapports d'activités sur la gouvernance
	Fréquence des réunions du conseil d'administration ou de surveillance	Nombre total des réunions du conseil d'administration ou de surveillance par an.	Frereu	Bloomberg Documents de référence, rapports annuels et rapports d'activités sur la gouvernance
	Comités spécialisés du conseil d'administration	Nombre de comités spécialisés du conseil d'administration	Comspe	Bloomberg Documents de référence, rapports annuels et rapports d'activités sur la gouvernance
Variables de contrôle	Taille du holding bancaire	Logarithme népérien du total actif	Size	Bankscope
	Opportunités de croissance	Taux de croissance annuel du total des actifs	Growth	Bankscope, rapports annuels
	Leverage	Dettes totales/Total Actif	Leverage	Bankscope, rapports annuels
	Cash Flows	Résultat net/Total Actif	cashflows	Bankscope, rapports annuels
	Stocks de liquidités 1	Liquidités/Total des dépôts et des emprunts	Liq1	Bankscope, rapports annuels
	Stocks de liquidités 2	Ratio interbancaire	Liq2	Bankscope, rapports annuels
	Stocks de liquidités 3	Crédits nets/Total de l'actif	Liq3	Bankscope, rapports annuels

Source : les auteurs

Échantillonnage et analyse univariée

L'échantillon est composé de l'ensemble des 30 grands holdings bancaires systémiques identifiés au 31/12/2015 par le Conseil de Stabilité Financière. Il s'agit de quinze banques européennes, huit banques américaines et sept banques asiatiques. L'annexe 1 présente quelques caractéristiques financières et du conseil d'administration de ces banques systémiques au 31/12/2015. Pour des raisons de continuité des séries de variables de l'étude et afin d'inhiber les effets de la crise financière

2007-2009, nous avons retenu la période 2010-2015 ; ce qui nous conduit à un échantillon de panel cylindré de 180 observations.

Le tableau 2 ci-dessous présente les statistiques descriptives des variables de l'étude. Nous observons que la moyenne des dividendes par action est de 1,41 dollar (\$) US avec un maximum de 19,59 \$ US. La taille moyenne du conseil d'administration des groupes bancaires systémiques est de 15 membres avec un minimum de 8 et un maximum de 23.

Tableau 2
Présentation des statistiques descriptives

Variables	Observations	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
DPS	180	1,41	3,35	0	19,59
Genre	180	0,18	0,11	0	5
Tailca	180	14,60	3,21	8	23
Adind	180	0,59	0,26	0,091	1
Ceochair	180	0,1	0,30	0	1
Frereu	180	11,71	5,58	2	31
Comspe	180	4,63	1,41	2	8
Size	180	14,02	0,96	10,34	15,30
Growth	180	9,53	79,08	-89,26	1027,70
Leverage	180	0,92	0,03	0,814	1,05
Cash Flows	180	0,669	1,188	-1,533	9,827
Liq1	180	38,40	24,23	6,81	125,89
Liq 2	180	125,66	88,22	13,433	523,32
Liq 3	180	38,05	15,46	2,05	72,13

Source : nos estimations. Exceptés les indicateurs caractéristiques de conseil d'administration et les ratios, toutes les données sont en millions de dollars US

La proportion des femmes siégeant au conseil ressort en moyenne à 18 % avec un maximum de 5. Il faut noter que certains groupes bancaires systémiques, notamment japonais, n'ont pas de femme au sein de leur conseil d'administration.

Il convient de souligner que la taille moyenne des conseils d'administration des institutions financières recouvre de fortes disparités selon les pays avec un nombre proche de 20 en France ou en Allemagne mais de seulement 10 en Grande-Bretagne (de Hann & Vlahu, 2013). La théorie est partagée sur les effets de la taille

du conseil. D'un côté, un conseil nombreux surveillerait moins efficacement car victime des problèmes de « passagers clandestins » parmi les membres et parce que les décisions seraient plus longues à être prises (Jensen, 1993). À l'inverse, un conseil nombreux permet de réunir un pool de compétences offrant les ressources indispensables pour contrôler efficacement une institution financière dans toute sa complexité (Upadhyay et Sriram, 2011).

Les administrateurs indépendants forment en moyenne 59 % de la taille du conseil d'administration.

La moyenne de réunions annuelles du conseil d'administration est de 12 avec un maximum de 31 réunions et un minimum de 2. La taille moyenne des comités spécialisés du conseil d'administration est de 2 avec un maximum de 8 comités et une moyenne d'environ 5 comités sur la période de l'étude.

Analyse multivariée

Nous présentons ci-après les résultats obtenus par la méthode des moments généralisés selon la démarche proposée par Arrelano et Bover (1995) ou encore par Blundel et Bond (1998). Cette méthode nous permet tout d'abord de prendre en compte la dépendance temporelle de la variable endogène, de faire face aux problèmes d'endogénéité sous-jacente à la prise en compte de celle-ci, des erreurs de mesure, ou encore de l'omission de certaines variables dans notre spécification économétrique.

La variable dépendante est le dividende par action (Patra *et al.*, 2012). Le tableau 3 ci-dessous présente les résultats des estimations. Plusieurs tendances se dégagent des résultats obtenus.

Premièrement et dans tous les modèles, les dividendes distribués l'année précédente influencent positivement et très significativement les dividendes distribués l'année suivante. Ce résultat est conforme à nos anticipations. Il confirme la théorie d'ajustement partiel de Lintner (1956) qui montre que les dirigeants associent le changement de la politique de dividende au ratio de distribution antérieur et au niveau des bénéfices actuels, tout en préservant leur réticence à la baisse du dividende et en considérant leur taux de distribution cible à long terme. Il corrobore les résultats des études appliquées antérieures (Athari *et al.*, 2016 ; Imran, 2011).

Deuxièmement, la proportion des femmes siégeant au conseil d'administration est négativement et très significativement liée à la distribution de dividende. Ce résultat confirme la seconde hypothèse de recherche et semble mettre en évidence le fait que les femmes administrateurs soient plus portées vers la création de valeur partenariale qu'actionnaire. Les administrateurs féminins des grands

groupes bancaires systémiques sont plus enclins à la mise en réserve des résultats et l'accumulation de la liquidité montrant ainsi qu'elles sont plus averses au risque que les administrateurs masculins. Ce résultat indique que la présence des femmes au sein du conseil d'administration réduit les problèmes d'agence en influençant la distribution de dividende. Il est conforme à ceux obtenus récemment par Saeed et Sameer (2017) dans les contextes chinois, russe et indien, et par Bradford *et al.* (2013) dans le contexte chinois.

Troisièmement, la proportion des administrateurs indépendants siégeant au conseil influence négativement la distribution de dividende des groupes bancaires systémiques. Ce résultat est attendu et indique que la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration des groupes bancaires systémiques est un mécanisme de contrôle efficace contre des versements de dividendes plus élevés (Jensen, 1993). Il corrobore les résultats obtenus par Borokhovich *et al.* (2005) sur un échantillon de 192 entreprises américaines sur la période 1992-1999.

Tableau 3

Résultats des estimations en panel dynamique (GMM)

	Variables	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6
Variables d'intérêt	$DIV_{i,t-1}$	0,956*** (0,001)	0,953*** (,0014)	0,952*** (0,002)	0,897*** (0,012)	0,905*** (0,013)	0,896*** (0,013)
	Genre				-2,927*** (0,543)	-2,961*** (0,648)	-3,240*** (0,411)
	Tailca				0,026 (0,021)	-0,002 (0,016)	0,015 (0,018)
	Adind				-0,571*** (0,145)	-0,670*** (0,177)	-0,485*** (0,112)
	Ceochair				1,553*** (0,386)	2,569*** (0,515)	2,139*** (0,286)
	Frereu				-0,017*** (0,004)	-0,014*** (0,004)	-0,020*** (0,004)
	Comspe				-0,384 (0,255)	-0,601** (0,264)	-0,677*** (0,198)
Variables de contrôle	Size	0,956* (0,033)	0,106*** (0,0355)	0,003* (0,053)	0,472*** (0,162)	0,877*** (0,155)	0,608*** (0,132)
	Growth	-0,00005 (0,0000)	-0,00014** (0,0000)	0,00003 (0,000)	-0,006*** (0,001)	-0,012*** (0,001)	-0,010*** (0,016)
	Leverage	0,545 (0,605)	1,361** (0,61)	-0,214 (0,618)	-7,089*** (1,971)	-6,601*** (2,66)	-8,492*** (2,029)
	Cash Flows	0,018 (0,045)	0,0080 (0,042)	0,006 (0,047)	-0,053 (0,044)	-0,013 (0,066)	0,012 (0,055)
	liq1	0,545*** (0,0009)			0,220*** (0,043)		
	liq 2		0,00003* (0,0001)			0,0009*** (0,0003)	
	Liq 3			0,007* (0,003)			-0,0168* (0,009)
	Cons	-1,296 (0,722)	-2,680*** (0,877)	-0,011 (1,04)	0,216 (2,253)	-5,028 (3,223)	1,245 (2,679)
Prob > chi2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	
Test de Sargan (P-value)	0,3259	0,2297	0,2391	0,2055	0,2000	0,1843	
Adj R-squared	0,921	0,920	0,920	0,9167	0,9166	0,9165	
Observations	150	150	150	150	150	150	

Note : Dans ce tableau, *, **, *** indiquent la significativité à 10%, 5%, et 1%. Les valeurs entre parenthèses sont les écarts-types. La probabilité associée au test de Sargan en fin de tableau indique que l'hypothèse nulle de validité des instruments ne peut être rejetée au seuil de 5%.

Quatrièmement, la dualité du style de leadership est positivement et significativement reliée à la distribution de dividende. Ce résultat est contraire à nos anticipations théoriques mais corrobore ceux obtenus précédemment par Sharma (2011) dans le contexte américain. Il est également conforme aux résultats obtenus par Bradford *et al.* (2013) dans le contexte chinois.

Cinquièmement, la fréquence des réunions du conseil est défavorable à la distribution de dividende. Ce résultat est obtenu dans tous les modèles estimés. En effet, l'efficacité des administrateurs est fonction de leur assiduité aux réunions du conseil d'administration (Al-Najjar, 2011 ; Gendron et Bédard, 2006). Si ces réunions semblent favoriser un contrôle plus rigoureux des dirigeants, en revanche

elles entraînent un transfert de richesses des actionnaires vers les administrateurs en raison des rémunérations dues à la fréquence des réunions. De même, l'augmentation des comités spécialisés du conseil d'administration est négativement et significativement reliée à la distribution des dividendes.

Enfin, conformément à la théorie de Fama et French (2001), la taille des holdings bancaires systémiques a un impact positif et significatif sur la distribution de dividende. Ce résultat indique que les plus grands groupes bancaires semblent verser plus de dividendes. Il est en harmonie avec les études appliquées antérieures (Lepetit *et al.*, 2018 ; Saeed et Sameer, 2017 ; Abreu *et al.*, 2013). De plus, les stocks de liquidité disponibles influencent positivement et très significativement la distribution de dividende. Ce résultat est attendu conformément aux anticipations théoriques. Le lien positif entre stocks de liquidité et les dividendes corrobore les résultats empiriques obtenus par Forti et Schiozer (2015) et par Patra *et al.* (2012) dans le cas des entreprises grecques. En outre, les opportunités de croissance ont un impact négatif et significatif sur le dividende par action. Ce résultat corrobore celui obtenu par Mitton (2004).

Conclusion

L'objectif de cette recherche était d'analyser l'impact de la diversité du conseil d'administration des grands groupes bancaires systémiques sur leur politique de distribution de dividende. L'investigation, aussi bien théorique qu'empirique, a porté sur l'échantillon des 30 groupes bancaires systémiques sur la période 2010-2015. L'analyse de données de panel cylindré grâce à l'estimateur GMM (*Generalised Method of Moments*) a été mobilisée compte tenu de ses avantages notamment dans le contrôle de l'endogénéité et la mesure des erreurs non seulement des indicateurs de distribution de dividende mais aussi des variables explicatives.

Globalement, les résultats obtenus confirment l'hypothèse de lissage des dividendes développée par Lintner (1956) et indiquent que les baisses de dividende sont rarement observées dans le cas des grands groupes ban-

caires systémiques. En outre, la proportion des femmes siégeant au conseil d'administration et celle des administrateurs indépendants influencent négativement et significativement la distribution de dividende. De même, la fréquence des réunions du conseil d'administration et l'augmentation des comités spécialisés de ce conseil sont négativement et significativement reliées à la distribution des dividendes. Cependant, la dualité du style de leadership est positivement et significativement liée aux distributions par action. Les effets de la taille, des stocks de liquidité disponibles et des opportunités de croissance sur la distribution de dividende des groupes bancaires systémiques sont conformes à la théorie de Fama et French (2001).

Des possibilités d'extension de cette recherche avec prise en compte d'autres variables de diversité peuvent être explorées. En effet, la diversité du conseil d'administration peut être définie comme la variété dans la composition de ses membres, qui peut être catégorisée par des aspects directement observables tels que le genre et l'âge ou des aspects moins visibles comme les expériences précédentes en qualité d'administrateurs et les compétences. De plus, l'étude des effets de la taille des comités spécialisés et ceux de la fréquence des réunions de ces comités sur les dividendes constitue une piste de recherche envisageable. L'élargissement de l'échantillon sur une période d'observation plus longue avec prise en compte des effets de la crise financière sur la distribution des dividendes constitue également une voie de recherche intéressante. Enfin, l'utilisation de la régression logistique avec le taux de distribution des dividendes pourrait être envisagée à des fins de robustesse des résultats.

Annexe 1 : Présentation de quelques caractéristiques financières et de gouvernance des holdings bancaires systémiques de l'échantillon au 31/12/2015

NOM DE LA BANQUE	PAYS	TOTAL ACTIFS	TAILCA	ADINST	GENRE	COMSPSE	FREREU	LEVERAGE
HSBC HOLDINGS PLC	UNITED KINGDOM	3864606,29	19	79%	42%	3	7	92%
BARCLAYS BANK PLC	UNITED KINGDOM	1659768,85	14	79%	29%	7	10	94%
BPCE	FRANCE	1270043,57	16	19%	25%	5	9	95%
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP PLC	UNITED KINGDOM	1208369,91	10	80%	30%	6	9	92%
ING GROUP NV	AMSTERDAM	916460,549	8	88%	25%	4	9	93%
NORDEA BANK AB	STOCKHOLM	704265,663	12	58%	42%	4	15	94%
STANDARD CHARTERED PLC	UNITED KINGDOM	640483	17	76%	24%	6	12	90%
BANCO SANTANDER SA	ESPAGNE	1459141,06	16	63%	31%	8	21	92%
DEUTSCHBANK	ALLEMAGNE	1773633,83	22	9%	32%	7	10	95%
UBS BANK AG	SUISSE	43046,2799	9	33%	33%	6	24	93%
BANK OF AMERICA	USA	2144316	18	72%	22%	5	14	86%
JP MORGAN	USA	2351698	11	82%	9%	5	10	88%
CITIGROUP	USA	1731210	16	56%	19%	5	20	85%
SOCIETE GENERALE SA	FRANCE	1452751,48	15	20%	50%	3	5	94%
BNP	FRANCE	2169681,98	14	36%	38%	4	11	94%
GROUPE CREDIT AGRICOLE	FRANCE	1848403,2	21	29%	14%	4	2	93%
CREDIT SUISSE	SUISSE	826791,89	12	92%	25%	4	6	92%
UNICREDIT SPA	Italie	936151,539	16	75%	25%	4	16	92%
WELLS FARGO & COMPANY	USA	1787632	16	94%	38%	7	9	87%
GOLDMAN SACHS GROUP, INC	USA	861395	14	0%	7%	4	2	87%
AGRICULTURAL BANK OF CHINA LIMITED	CHINA	2740764,09	14	36%	7%	6	9	92%
BANK OF CHINA LIMITED	CHINA	2590402,25	14	36%	0%	5	18	92%
CHINA CONSTRUCTION BANK CORPORATION (ABBREVIATED AS CCB)	HONG KONG	2826694,62	12	33%	8%	7	4	90%
INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA (ICBC)	CHINA	3630235	15	80%	13%	6	4	89%
THE BANK OF TOKYO - MITSUBISHI UFJ LTD- KABUSHIKI KAISHA MITSUBISHI TOKYO UFJ GINKO	JAPAN	1749100,73	19	11%	0%	4	3	93%
BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION	USA	393780	14	93%	7%	2	6	90%
MORGAN STANLEY	USA	787465	17	0%	12%	3	6	89%
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GROUP, INC	JAPAN	1491811,41	14	36%	7%	4	6	93%
MIZUHO FINANCIAL GROUP	JAPAN	1616844,97	13	46%	8%	3	13	94%
STATE STREET	USA	247274	11	91%	27%	4	12	91%

Sources : Bankscope, documents de références, rapports annuels et rapports d'activités sur la gouvernance d'entreprise. Note : Le total de l'actif est en millions de dollars US.

Références bibliographiques

- Abreu, J. F. & Gulamhussen, M. A. (2013). Dividend payouts : Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis, *Journal of Corporate Finance* 22, 54–65.
- Acharya, V. V., Gujral, I., Kulkarni, N., Shin, H. S. (2011). Dividend and bank capital in the financial crisis of 2007-2009, *WP 16896*, National Bureau of Economic Research.
- Adams, R. B., de Haan, J., Terjesen, S., Ees, H., V. (2015). Board Diversity: Moving the Field Forward, *Corporate Governance: An International Review*, 23(2) 77–82.
- Adams, R.B & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance, *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309.
- Ajmi, J. A. & Hussain, H.A. (2011). Corporate dividend decisions: evidence from Saudi Arabia, *Journal of Risk Finance*, 11(1), 41-56.
- Al Najjar, B. (2011). The Determinants of Audit Committee Independence and Activity: Evidence from the UK, *International Journal of Auditing*, 15, 191-203.
- Anderson, T.W. & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data, *Journal of Econometrics*, 18, 1, 47-82.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations, *The Review of Economic Studies*, 58 (2), 277-297.
- Arellano, M. & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error components models, *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Arshad, Z., Akram, Y., Amjad, M., Usman, M. (2013). Ownership structure and dividend policy, *Institute of Interdisciplinary Business Research*, 5(3), 378-401.
- Athari, S. A., Adaoglu, C., Bektas, E. (2016). Investor protection and dividend policy: The case of Islamic and conventional banks, *Emerging Markets Review* 27, 100–117.
- Azhar, U. & Saeed, S.K. (2015). Board composition, ownership structure and dividend policy in Pakistan, *Jinnah Business Review*, 3(2), 32-41.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Bond, S. R., Hoeffler, A., Temple, J. (2001). *GMM estimation of empirical growth models*, CEPR Discussion Paper n° 3048, London: Centre for Economic Policy Research.
- Borokhovich, K., Brunarski, K., Harman, Y., Kehr, J. (2005). Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs, *The Financial Review*, 40(1) 37-65.
- Bradford, W., Chen, C., Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids and ownership structure: Evidence from China, *International Review of Economics and Finance*, 27, 445–464.
- Byoun, S., Chang, K., Kim, Y., S. (2016). Does corporate board diversity affect corporate payout policy? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45, 48-101.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value, *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Charlier, P. & Du Boys, C. (2011). Gouvernance familiale et politique de distribution aux actionnaires, *Finance Contrôle Stratégie*, 14(1), 5-31 (mars).
- Cumming, D., Leung, T. Y., Rui, O. (2015). Gender diversity and securities fraud, *Academy of Management Journal*, 58 (5), 1572–1593.
- De Haan, J. & Vlahu, R. (2013). Corporate Governance of Banks: A Survey, *De Nederlandsche Bank Working Paper n° 386* (July).
- Du Boys, C. (2009). Is Payout Policy Part of the Corporate Governance System? The Case of France, *European Journal of International Management*, 3(1), 42-59.
- Eije, H.E. & Megginson, W. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union, *Journal of Financial Economics* 89, 347–374.
- Fama, E. & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.
- Florackis, C., Kanas, A., Kostakis, A. (2015). Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective, *European Journal of Operational Research*, 241 (3), 783–795.
- Forti, C. & Schiozer, R. F. (2015). Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors, *Journal of Banking & Finance*, 56, 1-11.
- Hirtle, B. (2014). *Bank Holding Company Dividends and Repurchases during the Financial Crisis*, Federal Reserve Bank of New York - Banking Studies