

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

高階經理人的權力與政府監督對銀行股利之證實分析
**The Influences of CEO Power and Government Supervision
on Bank Dividends**

指導教授：陳昇鴻 博士

ADVISOR: Sheng-Hung Chen, Ph.D

研究生：林宥君

GRADUATE STUDENT: Yu-Chun Lin

中華民國 106 年 5 月

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

高階經理人的權力與政府監督對銀行股利之證實分析

The Influences of CEO Power and Government Supervision on Bank Dividends

研究生：林宥君

經考試合格特此證明

口試委員：盧永祥

廖永烈

陳丹鴻

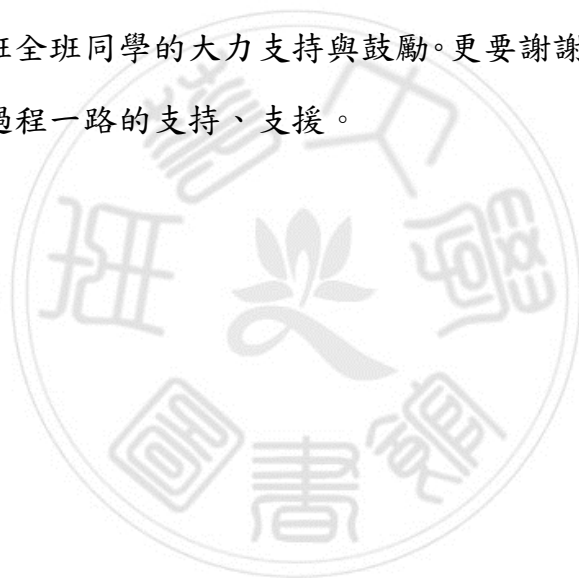
指導教授：陳丹鴻

系主任(所長)：廖永烈

口試日期：中華民國 106 年 5 月 22 日

謝 誌

非常慶幸能因園光釋性通師父的因緣進入南華重拾書本當學生，在進修的過程非常多的貴人相助（助源不斷）。首先也要感謝南華大學指導教授：陳昇鴻老師，老師在論文過程非常有耐心的指引、教導我。同時也要感謝嘉義大學盧永祥老師與南華大學財務管理研究所所長廖永熙主任，在口試時給予我修正的建議。更感謝我的父母與姊姊及我二個女兒的配合，全力支持我進修學習。也要感謝我的摯友梁睿筑和同班同學陳泊羽及南華碩班全班同學的大力支持與鼓勵。更要謝謝任職學校校長及同事在我學習過程一路的支持、支援。



林宥君謹誌
2016 嘉義南華大學

南華大學財務金融學系財務管理碩士班

105 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：高階經理人的權力與政府監督對銀行股利之證實分析

研究生：林宥君

指導教授：陳昇鴻 博士

論文摘要內容：

過去文獻指出強化銀行股利發放的機制，可有效地降低銀行高階經理人 (CEO) 將內部資金挹注在非極大化公司價值的投資方案上，因此做法可被視為是一種保護股東所採行的措施，也會提高外部投資人對 CEO 行為監督與審視。有鑑於此，本研究使用 1997 年到 2016 年之台灣地區銀行業年資料，實證探討高階經理人的權力與政府監督對銀行股利的影響。實證結果指出當高階經理人持股比率與資產成長率愈高時，則會顯著地降低銀行的現金股利率，但是董事長兼任高階經理人與國內政府持股比率愈高，則對銀行發放現金股利不具統計上的顯著性。其次，當國內政府持股比率愈高，則會顯著提升銀行的股票股利的發放率，然而此時高階經理人持股比率和董事長兼任高階經理人對股票股利的發放不具統計的顯著性。

關鍵詞：銀行股利；高階經理人權力；政府監督

Title of Thesis : The Influences of CEO Power and Government Supervision on Bank Dividends

Name of Institute: Graduate of Financial Management, Nanhua University

Graduate date: July 2017

Degree Conferred: M.S.

Name of student: You-Chun Lin Advisor: Sheng-Hung Chen, Ph.D.

Abstract

Previous studies indicate stronger mechanism on bank dividend policy would significantly mitigate bank CEO to inject internal resources into the non-maximum investment of corporate valuation whereas serving as the measure for protecting the shareholder's right. Based on this view, using annual data on Taiwanese commercial banks over 1997-2016, this paper empirically investigating the impacts of CEO power and government supervision on bank dividend. Our empirical results show that banks with higher CEO ownership and ROA growth significantly reduce the cash dividend ratio while there is insignificant relationship between board of director as CEO and government ownership and cash dividend ratio. Moreover, banks with higher government ownership significantly increase the stock dividend ratio, while there is insignificant relationship between board of director as CEO and CEO ownership and stock dividend ratio.

Keywords: Bank Dividend; CEO Power; Government Supervision

目 錄

中文摘要.....	i
英文摘要.....	ii
目錄.....	iii
表目錄.....	iv
圖目錄.....	v
第一章 緒論	1
第一節 研究動機	1
第二節 研究目的	4
第二章 文獻回顧	5
第一節 股利政策於高階經理的影響	5
第二節 銀行業的股利政策	6
第三節 政府監督的影響	8
第三章 資料來源與實證模型	10
第一節 資料來源	10
第二節 實證模型	11
第四章 實證結果分析	12
第一節 基本趨勢分析	12
第二節 整體股利發放的影響	14
第三節 不同形式股利發放的影響	14
第五章 結論.....	20
參考文獻.....	21
附錄.....	26
附錄 1 個別銀行經理人持股比率的時間趨勢變化	26
附錄 2 個別銀行政府持股比率的時間趨勢變化圖	27
附錄 3 個別銀行董監席次的時間趨勢變化圖	28

表 目 錄

表 1 敘述統計表-----	15
表 2 總股利發放比率之估計結果-----	16
表 3 現金股利之估計結果-----	17
表 4 股票股利之估計結果-----	18
表 5 股票公積股利之估計結果-----	19



圖 目 錄

圖 1 不同股利發放類型的時間趨勢圖-----	12
圖 2 銀行總股利與經理人持股比率的對應關係圖-----	13
圖 3 銀行總股利與本國政府機構持股比率的對應關係圖-----	13



第一章 緒論

第一節 研究動機

銀行高階經理人權利、以及政府監督影響股票市場獲利因素有很多。強而有力的高階經理人(CEO)可以投資在非以追求公司利潤極大化的方案，藉以追求自身管理目標，包括權力核心的建構以及企業支出偏好的行為。例如：Vallascas and Hagendorff (2013)指出銀行 CEO 有權以決定不採用淨現值(NPV)為正的投資方案，同時公司股東會監督 CEO 是因為要避免 CEO 進行對公司資源不當地掠奪行為。但是這個做法可能會付出相當昂貴的代價。尤其是當公司所有權處於相當分散時 (Shleifer and Vishny, 1986)。然而，為了解決此問題，部分解決的方法則是強化股利發放的機制。此做法可作為一種股東所採行的機制。因為股東可降低 CEO 將資源分配在投資非極大化的公司價值方案上(Jensen, 1986)，而且也會提高外部投資人對 CEO 審視的頻率(Easterbrook, 1984)。

關於非金融業美國的研究文獻指出，當 CEO 發生掠奪行為時這個動作將會導致公司積極提高股利發放率(Hu and Kumar, 2004; Elyasani and Zhang, 2013)。這個行為也被歸咎於 CEO 是為了避免被掠奪時成為少數股東的監督誘因。且當公司治理較弱時公司股利則會被視為一種事先承諾的機制，即是承諾定期的支付給股東以降低代理成本。因為這個做法可以降低這些資金被浪費在 CEO 滿足私利的方案上，而非極大化的股東價值投資利益上(Johnand Knyazeva, 2006)。然而，支付高額股利也意味著是否被掠奪的 CEO 可避開被收購的威脅(Stulz, 1988)，以及也依據來自於董事會監督程度是否有效而定(Boumosleh and Cline, 2015)。此理由可說明弱勢的股東監督不僅與低的股利發放率及少數股東權保護有高度相關。在重要的研究文獻中，La Porta et al. (2000)提供證據指出當國家有較強的少數股東權利保護時，股利發放率則會較高，意謂著高的股利發放率是一個結果而非少數強勢股東權利

的替代品。此研究假說具相同的觀點，Adjaoud and Ben-Amar (2010)發現一個正的關連性介於公司治理的品質與股利發放率之間。其他最近的研究文獻也發現股利也有可能可以做為強而少數所有權者的替代品(Faccio et al., 2001)，以及可以減緩強勢與弱勢之間的衝突(Schaeck et al., 2012)。此觀點與股利替代模型(substitute model)是一致的。股利被內部人所控制，為了要建立公司較佳的聲譽及降低少數股東之間的衝突。La Porta et al. (2000)根據結果模型股利被視為一種規範是保護少數股東權益的結果。但有些證據指出股利是在集團內公司可顯著減緩掠奪股利的情形(Faccio et al., 2001)。當投資人預期剝奪的風險來自於控制股東和需要較高的股利支付時。再者，股東在信用保護較強的國家中，傾向於對可能來自於內部人的掠奪行為產生更高的敏感度，意謂著公司內部人設定股利政策做來為降低代理成本，自於來權益和負債兩方面的目標一致(Shao et al., 2013)，此為一重要的發現。在均衡方面股利發放率是能夠對所有股東做為監督的誘因。

最近，Onali et al. (2015)檢驗高階經理人及監督對銀行股利政策的影響角色，使用 109 家歐洲上市銀行在 2005 年至 2013 年間為研究對象。作者使用三個主要的替代變數來衡量高階經理人的權力：高階經理人的所有權、高階經理人的終身任用、以及非強制限制高階經理人的替換。作者證實高階經理人的權力對股利發放的比例及績效具有負向的影響。意謂著掠奪高階經理人並沒有誘因來增加股利發放率做為阻礙來自小股東的監督。愈強的內部監督來自於董事會(此是以較高所有權持有的董事會成員來衡量)會增加績效，但也會降低股利發放率。這些發現與非金融業在掠奪的研究文獻觀點相反。政府在銀行的所有權(指政府官員中存在於銀行董事會的)也會降低股利發放率。這個觀點與政府被誘因化偏好在少數股東利益之前的銀行既有者的利益。這些結果證明政府的管理者主要關注是在於銀行的安全性，而以此允許高階經理人發放股利，做為犧牲小股東的代價。

基於上述本研究主要檢驗高階經理人權利於股利發放率的關係。這個議題之所以有趣是在於不同於非金融業公司管理者與股東的目標可能會有所衝突。對於

其它強而有利的股東利潤存款只與政府管理者銀行的管理當局受限於不同股東的監督。Schaeck et al. (2012)提供風險性機構股東的制約，然而作者並沒有發現負債擁有者與監督者產生這樣的制約與效果。被少數股東所監督可能會相當影響，高階經理人的影響低於來自於政府的監管。從這個觀點來看政府可能傾向於股利低的偏好。因為這樣可以改善銀行的資本部門，讓較安全的機構管理。就對政府的監管而言銀行的安全性是一個重要的考量。因為如果銀行的倒閉將會導致經濟成長的長期負面影響。

基於政府的監督角色：在銀行業高階經理人的股利與發放關係並不必然為正向(Kupiec and Ramirez, 2013)。銀行擁有掠奪性高階經理人將可能會導致相對較低的股利發放率，來阻止較大的政府監督。因此股利政策可以削弱銀行與管理者代理人議題的本質，因而更值得進一步加以研究與探討。

高階經理人的權利及動態特性是強烈的。在於強烈的公司治理化。這個議題最近引起學術界的高度關切(Erkens et al., 2012; Arnaboldi and Casu, 2011)。因為不良的公司治理者可以增加銀行的倒閉並產生潛在性大的負向外部性。因為傳染的功效、支付系統的干擾、以及存款保險援助資金成本(BIS, 2010; Mülbart, 2010)。

學術界的政策性是在於銀行股利政策上產生高度的提升，因為保留盈餘對於銀行的健全是重要的。尤其是在景氣衰退的時期(Financial Stability Board, 2009; 2009; Srivastav et al., 2013; Abreu and Gulamhussen, 2013; Hirtle, 2014)。最近在銀行管制的發展上也對於資本不足的銀行在股利發放上要求了一些限制(Caruana, 2010)，這是必要的。因為銀行可以將違約風險轉移給信貸者，而且當金融援助發生時可移轉給納稅義務人。這個現象被稱為風險移轉(Acharya et al., 2011; Kanas, 2013; Onali, 2014)。

基於這個理由政府有誘因而來監督股利政策。其中有一些檢驗並指出：高階經理人的誘因(Hagendorff and Vallascas, 2011)、政府所有權與銀行的關係(Shen and Lin, 2012) 以及風險承擔(Iannotta et al., 2013)。然而對於目前為止文獻卻有忽略了

政府監督對銀行股利政策的影響，以及如何與高階經理人誘因產生相互的關聯性。因此本研究將可做為彌補文獻上重要的缺漏。

第二節 研究目的

本研究高階經理人內部監督來自於董事會監督成員以及股利發放之間的關連性。主要是針對全球商業銀行為主其中使用三個替代變數來代表高階經理人的權利：1.高階經理人的所有權 2.高階經理人使用權 3.高階經理人非強迫性離職(此輪替與高階經理人解除不相關)。內部皆都來自於監督主要的董事所有權，做為其替代變數，此變數被廣泛使用在非金融業的文獻中與績效有關。當高階經理人的替代變數被預期成為替代變數為負相關、(在銀行決策的過程中當高階經理人他獲得更多的權利時，高階經理人也將成為被掠奪者)、監督被影響的關係與銀行的績效。本研究的模型方法有控制了一些股利發放率的因素。不同於之前的文獻對於銀行的股利政策，本研究蒐集了銀行層級及政府監督銀行的變數以及是否有政府官員出現在銀行中，藉此也可以了解管理當局對銀行的股利政策。

第二章 文獻回顧

第一節 股利政策於高階經理的影響

股利政策於高階經理人關係。股利政策是財務經濟中的其中一個基礎，被廣泛的使用文獻是從 Miller and Modigliani's (1961) 所提的有關於高階經理人與股利政策無關的重要文獻開展開來的。當稅賦及零股利政策存在時是可能最適宜的 (Optimal) (Farrar and Selwyn, 1967; Brennan, 1970) ，然而此時公司確實是可以發放股利。之後的研究已經尋找到檢驗 Miller and Modigliani's (1961) 的特性來檢視是否來自於理論的推導結果，可以在真實的金融市場中成立。其中這些理論的角色條件為市場存在完全資訊、沒有稅負以及無代理成本。一般而言並不成立於金融市場中，(Lease et al., 2000)。實證的文獻繼續延伸股利政策的影響性，並且也與下列的議題有相關：租稅客戶 (Elton and Gruber, 1970)、代理成本 (Easterbrook, 1984)、訊息效果 (Aharony and Swary, 1980)、生命週期因素 (DeAngel oet al., 2006, 2008)、迎合誘因 (Baker and Wurgler, 2004)、以及行為面的因素 (Turner et al., 2013)。

其中一派的文獻關注於管理者掠奪之間的關係。掠奪假說主要在爭論管理者擔心懲罰性的行為，傾向於支付更高的股利做為因應此行動的保護 (Zwiebel, 1996; Fluck, 1999; Allen et al., 2000)。這個假說主要敘述股利被支付在降低代理成本介於管理者與股東之間 (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986)。藉由發放股利管理者會增加外部股東的效用進而降低監督的誘因。文獻對於非金融業公司，傳統上也支持掠奪假說 (Hu and Kumar, 2004; Elyasani and Zhang, 2013)。然而當高階經理人可以避開被收購的威脅時在支付股利做為機制的誘因就此而言對高階經理人是可忽視的 (Stulz, 1988)。

當來自於少數股東監督缺乏時，一般而言被掠奪的高階經理人較少支付高額

的股利(Hu and Kumar, 2004; Elyasani and Zhang, 2013) 。以及當股東權益處於弱的狀態時(La Porta et al., 2000; Alzahrani and Lasfer, 2012) 。就另一方面而言，存在的法律是可以隔絕管理者免於被監管，此時股利的發放率也將會下降。

第二節 銀行業的股利政策

早期的研究針對銀行股利訊息強度來看，政府監督的角色在銀行股利政策方面仍是一個低度研究的領域。(Keen, 1983; Bessler and Nohel, 1996, 2000)。最近銀行的股利政策被進一步的探討，基於風險的移轉行為(Acharya et al., 2011; Srivastav et al., 2013; Kanas, 2013; Onali, 2014; Hirtle, 2014)。Abreu and Gulamhussen (2013) 在金融風暴前與金融風暴期間決定銀行股利的政策證實：規模性、獲利性、成長性的重要。銀行業的監督可能來自於政府與外部股東，政府有誘因而來監督銀行的股利政策。為了要達到最小化的可能性，存在於超額的股利發放將會導致不充足的資本緩衝。基於這個理由股利發放的限制以及股利的收購及資本不足的銀行成為主要架構之一。對銀行穩定的正向影響因素：當所有其他條件不變下，低股利發放率會降低高階經理人發放的強度。在銀行的立場：低的股利發放率降低銀行的存在損失以及就資本短缺的情況下政府將被賦予發揮監督的壓力。(see, among others, Pennacchi, 1987)，Abreu and Gulamhussen (2013, p. 57)文中第 57 頁指出：持有資本水準低於最低要求時，有關的壓力將會導致銀行將其自留，以便來提高自有的資本。

當外部股東傾向偏好高股利發放率時，政府也有偏好對於低股利發放率。基於這些因素政府與外部股東是有相當充足理由。且當其他條件不變下，依據是否被掠奪高階經理人與高階經理人股利發放率之間的關係符號是希望用來阻止來自於政府的監督(當偏好低的股利發放率或來自於外部股東)被掠奪高階經理人偏好

高的股利發放率，然而就目前而言並沒有相關理論或研究貢獻可協助我們預測此關係。在歐洲我們預測一個少數股東保護較弱的組合(Faccio et al., 2001)，以及政府監督可能允許被掠奪高階經理人相較於權利較少者去支付較低的股利發放率。為了檢驗這個關係本研究使用三個變數來替代代表高階經理人的權利：高階經理人的權力、非強制高階經理人的輪替以及高階經理人任用保障。隨著高階經理人所有權與任用保障將使得高階經理人成為擁有更多的權力者。此意謂在銀行的權力過程中他們可以獲得強而有力的地位。高階經理人有兩種型態的效果：掠奪的效果基於投票權與銀行股票權有關；誘因效果起源於能夠獲得股利的權利(Stulz, 1988; Bhagat and Jefferis, 2002)。高階經理人與權力之間的正向關係被最近的研究證實證明：增加了高階經理人所有權會降低高階經理人解雇的可能性。

高階經理人的任職保證主要計算至 CEO 公司的任職年數其取自然對數的數值，Finkelstein and Hambrick (1989)爭辯一些高階經理人的變數耗費時間的發展。因此基於這個理由高階經理人傾向於任職保證而增加，然而高階經理人任職保證增加也造成道德風險增加。因為高階經理人的退休聲譽損壞導致解雇是不重要的(Murphy, 1986; Hu and Kumar, 2004)，因為任職保證與股利發放率之間的關係可能是非線性的，Hu and Kumar, 2004 (任職年數以年計算取自然對數)。當高階經理人所有權與任職保障可增加高階經理人的權利，高階經理人輪調事件也應該是會降低。這是因為新的高階經理人需要時間來掠奪及追求不會造成股東價值極大化的政策(Jiraporn et al., 2012)。高階經理人輪調可能依據股利而定，因為股利的削減可能導致高階經理人的解雇(Schaeck et al., 2012)。基於這個理由我們僅考慮非強制的高階經理人輪替及替代變數。就一些小公司而言非強制的高階經理人輪替為非解雇的一種輪替結果，例如：高階經理人退休。

本研究高階經理人替代變數似乎與不佳的治理有關。不論高階經理人的所有權代表誘因效果可以強迫掠奪效果，高階經理人權力越強則高階經理人與股東之間的代理成本則會越強。因此我們預期股利發放率與高階經理人所有權及任職保

障存在負向關係。但與高階經理人非強制輪調成正向關係。相較於已知的非金融業文獻來看，其主張公司有掠奪高階經理人較高的股利發放率，因而來阻礙外部股東的監督。

當我們考慮到股東權利會有所影響及會發生什麼事情、這變數應該是一個好的公司治理替代變數。正如 Bhagat et al. (2008)建議，會改善高階經理人及其他高階經理人的監督。研究證實董事所有權轉移與公司好的績效有關(Bhagat and Bolton, 2008~2013)。基於這個理由我們也驗證董事所有權被股利發放率及公司績效的影響。理論上來說：較大的董事所有權應該會導致較少的掠奪，也應該會導致代理成本及股利發放率的下降。

來自於政府監督壓力導致較低的股利發放率，潛在聲譽受損與銀行倒閉有關(Brown and Dinç, 2005)。基於政府所有權與政府官員在銀行董事會中的代理，接下來的部份我們概要說明政府監督對股利發放率的影響。

第三節 政府監督的影響

最近的金融危機已經加速政府監管考慮在銀行體系中。此目標將為公眾利益與私人利益結合在一起。其中較特別有趣的研究在於政府所有權的角色。當政府銀行的所有權可以提供管理當局提供危機進行的管理，這也可能會產生代理問題，例如：政治股利下的借貸可能會導致無效率。就本研究政府所有權的形式來看，我們對於代理成本及誘因上任用親信(Cihák and Demirgüç-Kunt, 2013). Iannotta et al. (2007)提供了政府監督銀行負向的效果。根據 Gugler (2003)的研究，當政府收購企業的所有權可能存在雙重代理問題：藉於政府與公民之間(政府之間以及管理者)政府是主政者。政府所有權的導向是提高的，因此產生較高的股利發放率。然而政府目標有兩種：(1)極大化股東價值 (2)保障存款人的權益。後者在銀行流動性所

產生的後果，其目標如上述所言可能會成為聲譽及政治損害、或他可能潛在的損失存款保險機制或其它隱性或顯性的擔保有關。因為高的股利發放率會降低銀行賦予他的信貸者的能力，政府監督也有可能會償付給降低股利發放率。



第三章 資料來源與實證模型

第一節 資料來源

本研究資料取自於台灣經濟新報 (TEJ)之銀行財務資料庫。研究期間為 1997 年至 2016 年，共 20 年的年資料。且研究樣本為台灣本國一般銀行(包含金融控股公司名下的銀行)與中小企業銀行為主。本文對各年度的樣本挑選上有兩點限制：第一、刪除經營特殊業務的銀行。第二、刪除淨值為負、銀行合併或因特殊事件被主管機關接管的銀行。股利資料方面：包括現金股利與股票股利兩種。

股票股利是公司發放股票給股東，這部份可以由資本公積及本期淨利中提撥發放給股東。當公司每年提撥股利給股東，可由資本項下的二個部份提撥的一個是資本公積(因為資本公積不是公司本業帶來的獲利，資本公積規定是不能分配現金股利，僅能用以彌補虧損或發放股票股利轉為股本。另一個是本期損益，可以用現金發式及股票方式提撥給股東，關於公司是要發現金或股票，此與公司營運政策有關囉。換言之，由資本公積中分配給股東為公積配股，且這部份只能以股票股利發放；由本益損益中以股票方式提撥給股東則為盈餘配股。公積配股是由資本公積分配出去不得用現金方式發放，僅本期損益有淨利要分配給股東時，公司才可以選擇現金發放或股票發放。若發現金，公司的現金會減少，不會增加股本，但對發展中的企業有時是不利的；若發股票，公司的現金不會變動，可是會增加股本，但已成熟的企業而言是比較不利的。最後，公積配股是資本公積轉增資配股，也就是股利來自於資本公積而不是盈餘。資本公積來源有三，一是企業資產重估獲利，二是溢價發行，三是出售固定資產。

第二節 實證模型

本研究資料期間為1997年到2016年之間本國銀行業資料，資料的特色是同時考慮橫斷面及時間序列的追蹤資料(panel data)。在分析資料過程時，若分析對象存在異質性，則使用古典最小平方法(OLS)所得估計式會產生偏誤及無效率的估計結果；使用Panel data 的好處，除了可以掌握研究對象的異質性外，尚可應用更多樣本數，增加樣本的自由度，暨減少共線性問題，改善估計參數的效果。一方面利用時間數列資料較容易分析解釋研究對象本身的動態變化。另一方面橫斷面資料所估計的參數較能夠詮釋不同個體之間的差異性，對於整個研究較能提供更周全、更全盤的資料。本研究探討高階經理人的權力與政府監督對銀行利潤及風險之影響，因此實證模型設定如下：

$$\begin{aligned} (\text{每股股利})_{it} = & \alpha_i + \beta \times (\text{高階經理人持股比率})_{it} \\ & + \gamma \times (\text{政府持股比率})_{it} + \sum_{p=1}^n \delta_p \times (\text{財務變數})_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

其中，依據 Bhagat and Bolton (2013)的研究，我們用台幣百萬來使用計價董事會所有權：包括董事會成員持股平均價值或是高階經理人持股比率。我們是用兩個變數做為政府替代的變數：(1)政府的股權百分比，這個替代便是正向右偏，基於這個理由對這個變數採自然對數轉換。(2)官股董事席次，銀行的財務變數包括：ROA (%) (資產報酬率)、ROE (%) (股東權益報酬率)、NPL (%) (逾放比率)、LLP (%) (備抵呆帳比率)、BIS (資本適足率) (%)、E/A (股東權益比率) (%)、TE_G ROE (%) (股東權益成長率)、SIZEG (銀行規模成長率) (%)、SIZEG2 (銀行規模成長率平方項)。

第四章 實證結果分析

第一節 基本趨勢分析

圖 1 為不同股利發放類型(現金、股票股利、股票公積)的時間趨勢圖，顯示 1990 年時全體銀行發放相當高的股利(現金、股票股利、股票公積三者加總後)，銀行股利的變化基本上呈現上下起伏的情形，特別在 2002 年與 2008 年時呈現較低的情形。然而，2008 年以後表現出持續上揚的趨勢，意謂銀行著重於發放股東更優惠的股利。總股利發放率(%)、現金股利發放率(%)、股票股利發放率(%)、股票公積股利發放率(%)的平均數分別為 1.068、0.485、0.462、0.121，其中總股股利發放率和股票股利發放率有較高的標準差 1.264 和 0.852，顯示變動幅度相對較為大。

圖 2 顯示銀行總股利與經理人持股比率之間呈現負向關係，意謂經理人持股比率愈高，則會降低銀行總股利；圖 3 指出銀行總股利與本國政府機構持股比率之間呈現正向關係，意謂本國政府機構持股比率愈高，則會增加銀行總股利方放。

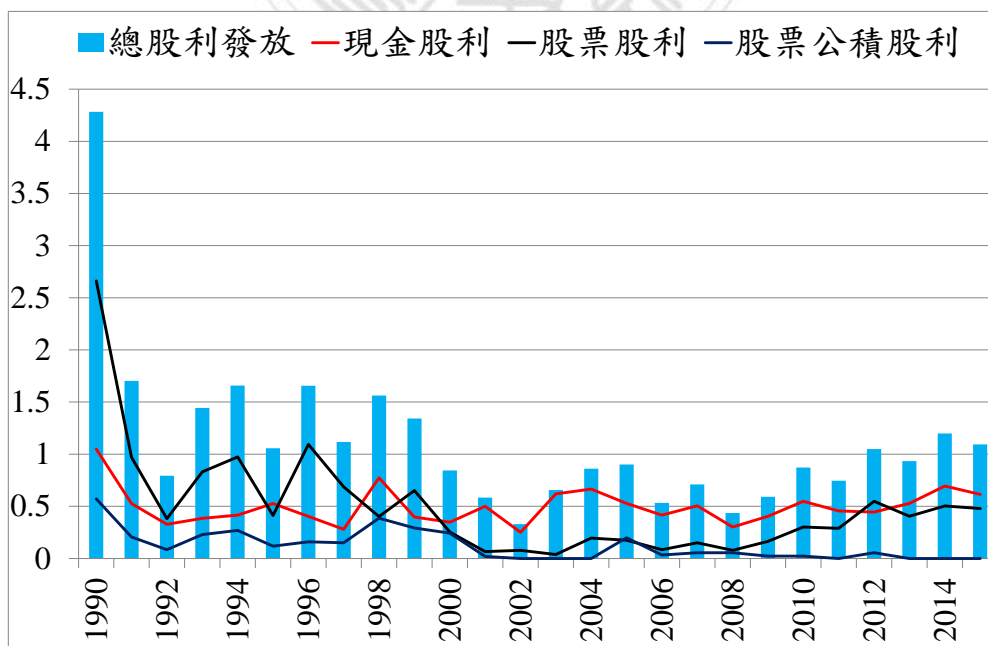


圖 1 不同股利發放類型的時間趨勢圖

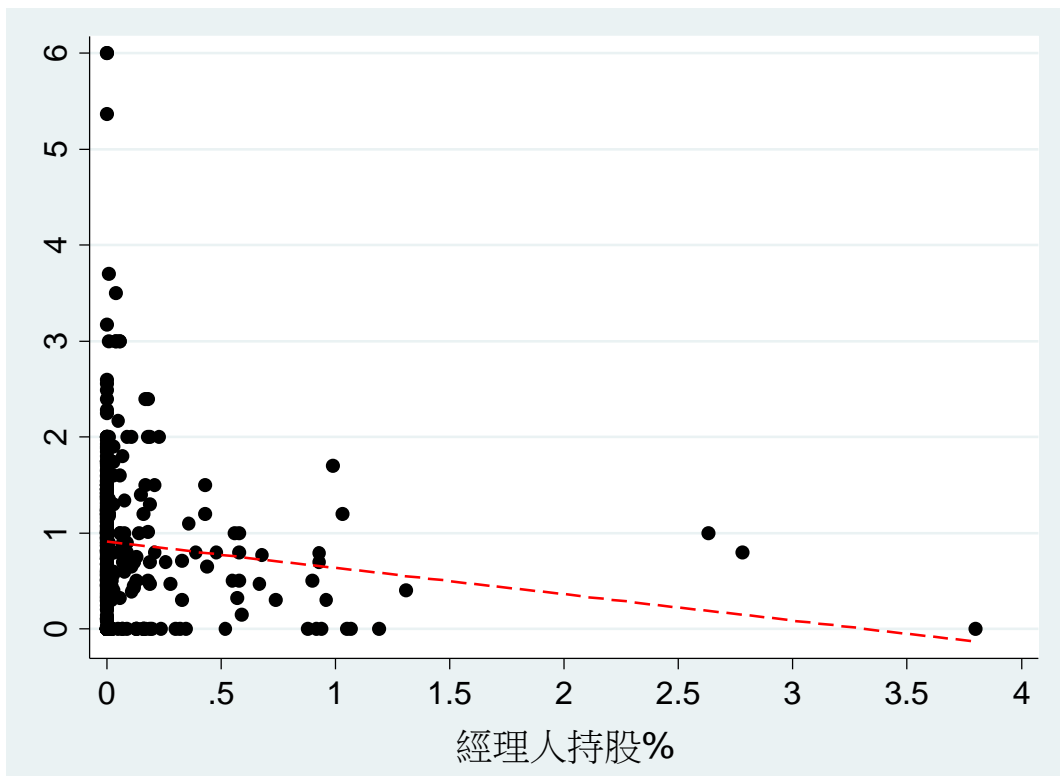


圖 2 銀行總股利與經理人持股比率的對應關係圖

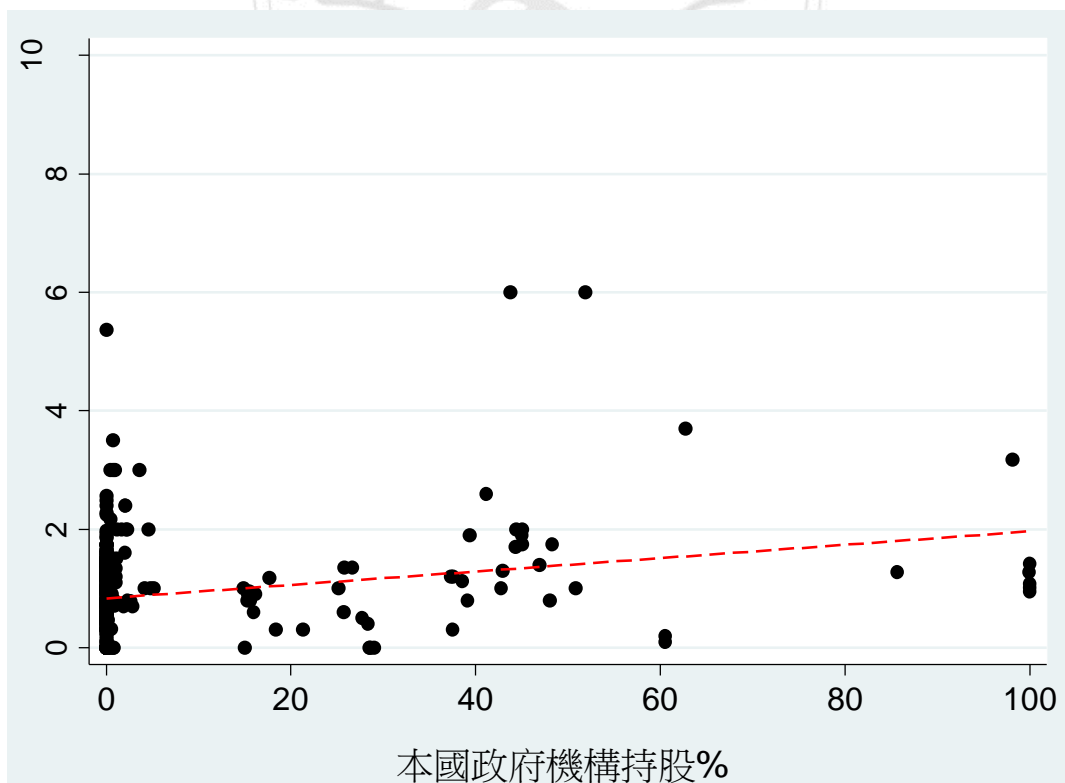


圖 3 銀行總股利與本國政府機構持股比率的對應關係圖

第二節 整體股利發放的影響

表 2 為總股利發放比率的估計結果，顯示銀行的國內政府持股比率、董事長兼任高階經理人、董監事委員會(人)、BIS 資本適足比率(%)、ROE(%)、總資產取對數值、權益成長率的平方(%)愈高時，則銀行的總股利發放則愈高。然而，高階經理人持股比率的高低對於銀行總股利發放比率不具統計上的顯著性。

第三節 不同形式股利發放的影響

表 3 為現金股利的估計結果，指出高階經理人持股比率與資產成長率(%)愈高，則會降低銀行的現金股利，但是董事長兼任高階經理人與國內政府持股比率則對銀行發放現金股利不具統計的顯著性。再者，表 4 為股票股利的估計結果，發現國內政府持股比率愈高，則會顯著提升銀行的股票股利的發放，而此時高階經理人持股比率和董事長兼任高階經理人對股票股利的發放卻不具統計的顯著性。最後，表 5、股票公積股利之估計結果，指出國內政府持股比率愈高，則會顯著提高銀行的股票公積股利得發放，但是高階經理人持股比率與董事長兼任高階經理人，則對銀行發放現金股利發放不具統計的顯著性。

表 1 敘述統計

變數	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
總股利發放率(%)	531	1.068	1.264	0	9.59
現金股利發放率(%)	531	0.485	0.660	0	9.59
股票股利發放率(%)	531	0.462	0.852	0	6.66
股票公積股利發放率(%)	531	0.121	0.372	0	4.09
高階經理人持股(%)	407	0.103	0.333	0	3.8
董事長兼任總經理	407	1.769	1.404	0	7
國政府持股比率(%)	350	6.405	17.933	0	100
董監事委員會(人)	407	16.862	5.543	7	37
放款損失準備率(%)	514	1.259	0.767	0	8.8
BIS 資本適足比率(%)	466	13.635	8.602	7	108.63
ROE(%)	517	6.042	13.494	-108.020	39.940
總資產對數	531	19.749	1.380	14.904	22.880
資產成長率(%)	509	13.829	26.561	-188.648	245.621
資產成長率的平方(%)	509	895.330	4,452.123	0.000	60,329.490
權益成長率(%)	509	9.072	19.816	-53.937	162.295
權益成長率的平方(%)	531	13.276	19.175	2.335	99.353

表 2 總股利發放比率之估計結果

變數	(1)	(2)	(3)	(4)
常數項	-4.236*** (-7.020)	-3.845*** (-6.918)	-4.051*** (-6.113)	-4.038*** (-5.715)
高階經理人持股比率	0.133 (1.580)			-0.061 (-0.408)
董事長兼任高階經理人		0.030 (1.641)		0.041** (2.051)
政府持股比率			0.007*** (3.248)	0.007*** (3.382)
董監事委員會(人)	0.013*** (3.046)	0.013*** (3.100)	0.014*** (3.464)	0.014*** (3.174)
放款損失準備率(%)	0.043 (0.936)	0.044 (0.943)	0.053 (1.122)	0.060 (1.244)
BIS 資本適足比率(%)	0.030** (2.407)	0.030** (2.389)	0.036*** (2.690)	0.034** (2.511)
ROE(%)	0.018*** (6.926)	0.018*** (7.167)	0.021*** (7.422)	0.021*** (7.583)
總資產取對數值	0.211*** (7.181)	0.190*** (7.031)	0.196*** (6.008)	0.193*** (5.533)
資產成長率(%)	0.005 (1.260)	0.004 (0.963)	0.004 (0.947)	0.004 (0.825)
資產成長率的平方(%)	-0.000* (-1.757)	-0.000 (-1.522)	-0.000 (-1.428)	-0.000 (-1.268)
權益成長率的平方(%)	0.005** (2.553)	0.004** (2.455)	0.003* (1.804)	0.003* (1.751)
權益比率(%)	-0.001 (-0.178)	-0.002 (-0.278)	-0.005 (-0.610)	-0.004 (-0.466)
樣本數	402	402	348	348
銀行家數	26	26	26	26
χ^2	274.3***	275.0***	308.0***	312.9***

【說明】：()中的數值表示為 t 值(t -statistics)。*、**、***分表表示在信賴水準 10%、5%、1%下據統計上的顯著性。

表 3 現金股利之估計結果

變數	(1)	(2)	(3)	(4)
常數項	-3.894*** (-10.293)	-3.970*** (-9.924)	-3.539*** (-9.593)	-3.499*** (-8.769)
高階經理人持股比率	-0.101*** (-2.672)			-0.364*** (-3.512)
董事長兼任高階經理人		0.012 (0.863)		0.016 (1.093)
國內政府持股比率			0.002 (1.176)	0.001 (0.843)
董監事委員會(人)	0.007** (2.136)	0.007* (1.957)	0.004 (0.968)	0.006* (1.712)
放款損失準備率(%)	-0.035 (-1.191)	-0.032 (-1.052)	-0.044 (-1.465)	-0.031 (-1.018)
BIS 資本適足比率(%)	0.008 (1.046)	0.006 (0.819)	0.010 (1.332)	0.007 (0.920)
ROE(%)	0.007*** (4.988)	0.007*** (4.483)	0.007*** (4.412)	0.008*** (4.547)
總資產對數	0.204*** (11.055)	0.207*** (10.525)	0.188*** (9.858)	0.184*** (9.009)
資產成長率(%)	-0.007*** (-2.728)	-0.005* (-1.942)	-0.005 (-1.507)	-0.004 (-1.300)
資產成長率的平方(%)	0.000 (1.451)	0.000 (1.083)	0.000 (0.877)	0.000 (0.769)
權益成長率的平方(%)	0.001 (0.561)	0.000 (0.163)	-0.000 (-0.296)	-0.000 (-0.189)
權益比率(%)	0.001 (0.231)	0.002 (0.396)	-0.000 (-0.031)	0.000 (0.085)
樣本數	402	402	348	348
銀行家數	26	26	26	26
χ^2	226.9***	220.4***	248.0***	255.7***

【說明】：()中的數值表示為 t 值(t -statistics)。*、**、***分表表示在信賴水準 10%、5%、1%下據統計上的顯著性。

表 4 股票股利之估計結果

變數	(1)	(2)	(3)	(4)
常數項	-0.447 (-1.030)	-0.585 (-1.426)	-0.117 (-0.232)	-0.401 (-0.797)
高階經理人持股比率	-0.054 (-1.028)			0.179 (1.451)
董事長兼任高階經理人		0.014 (1.081)		0.020 (1.332)
國內政府持股比率			0.003** (2.042)	0.003** (2.139)
董監事委員會(人)	0.005 (1.517)	0.004 (1.318)	0.004 (1.167)	0.003 (0.829)
放款損失準備率(%)	-0.006 (-0.195)	0.000 (0.002)	0.006 (0.208)	0.015 (0.488)
BIS 資本適足比率(%)	0.025*** (2.997)	0.026*** (3.025)	0.028*** (2.813)	0.026*** (2.700)
ROE(%)	0.004*** (2.796)	0.004*** (2.920)	0.006*** (3.213)	0.006*** (3.242)
總資產對數	0.017 (0.805)	0.023 (1.117)	-0.001 (-0.024)	0.012 (0.477)
資產成長率(%)	0.007*** (2.627)	0.007*** (2.753)	0.004 (1.402)	0.005 (1.615)
資產成長率的平方(%)	-0.000*** (-2.606)	-0.000*** (-2.675)	-0.000* (-1.884)	-0.000** (-2.039)
權益成長率的平方(%)	0.002 (1.436)	0.002 (1.385)	0.002 (1.529)	0.002 (1.480)
權益比率(%)	-0.007 (-1.414)	-0.007 (-1.405)	-0.009 (-1.620)	-0.008 (-1.462)
樣本數	402	402	348	348
銀行家數	26	26	26	26
χ^2	82.28***	83.88***	70.10***	76.61***

【說明】：()中的數值表示為 t 值(t -statistics)。*、**、***分表表示在信賴水準 10%、5%、1%下據統計上的顯著性。

表 5 股票公積股利之估計結果

變數	(1)	(2)	(3)	(4)
常數項	-0.259* (-1.865)	-0.230* (-1.662)	-0.013 (-0.104)	-0.007 (-0.077)
高階經理人持股比率	0.022 (0.848)			0.019 (0.606)
董事長兼任高階經理人		0.004 (0.725)		0.008 (1.487)
國內政府持股比率			0.001*** (3.566)	0.002*** (4.056)
董監事委員會(人)	0.000 (0.166)	0.000 (0.222)	0.000 (0.281)	-0.000 (-0.100)
放款損失準備率(%)	0.001 (0.081)	0.002 (0.200)	-0.007 (-0.685)	-0.008 (-0.799)
BIS 資本適足比率(%)	-0.004 (-1.138)	-0.005 (-1.450)	-0.001 (-0.287)	-0.002 (-0.687)
ROE(%)	-0.000 (-0.574)	-0.000 (-0.232)	-0.000 (-0.410)	0.000 (0.264)
總資產對數	0.012* (1.791)	0.011* (1.665)	-0.001 (-0.124)	-0.000 (-0.068)
資產成長率(%)	0.001 (1.550)	0.001 (1.451)	0.001 (1.383)	0.001 (0.915)
資產成長率的平方(%)	-0.000* (-1.888)	-0.000* (-1.738)	-0.000 (-1.545)	-0.000 (-1.081)
權益成長率的平方(%)	0.001** (2.396)	0.001** (2.410)	0.000 (1.338)	0.000 (0.886)
權益比率(%)	0.009*** (3.478)	0.009*** (3.611)	0.007*** (2.955)	0.008*** (3.212)
樣本數	402	402	348	348
銀行家數	26	26	26	26
χ^2	28.17***	29.10***	38.79***	59.77***

【說明】：()中的數值表示為 t 值(t -statistics)。*、**、***分表表示在信賴水準 10%、5%、1%下據統計上的顯著性。

第五章 結論

過去文獻指出強化銀行股利發放的機制，可有效地降低銀行高階經理人(CEO)將內部資金挹注在非極大化公司價值的投資方案上，因此做法可被視為是一種保護股東所採行的措施，也會提高外部投資人對 CEO 行為監督與審視。有鑑於此，本研究使用 1997 年到 2016 年之台灣地區銀行業年資料，實證探討高階經理人的權力與政府監督對銀行股利的影響。實證結果指出當高階經理人持股比率與資產成長率愈高時，則會顯著地降低銀行的現金股利率，但是董事長兼任高階經理人與國內政府持股比率愈高，則對銀行發放現金股利不具統計上的顯著性。其次，當國內政府持股比率愈高，則會顯著提升銀行的股票股利的發放率，然而此時高階經理人持股比率和董事長兼任高階經理人對股票股利的發放不具統計的顯著性。

本研究在政策的意涵方面，高階經理人持股比率較高的銀行確實會降低現金股利率的發放，顯示經理人並不傾向於多發股利給股東，可能會降低其自身薪酬的發放水準；然而，政府持股比率愈高的銀行則會提高股票股利的發放率，存在抑制銀行高階經理人傾向於多發股利給股東的誘因，確實存在政府監督的效果。

參考文獻

- Abreu, J.F., Gulamhussen, M.A., 2013. Dividend payouts: evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis. *J. Corp. Finan.* 22, 54–65.
- Acharya, V.V., Le, H., Shin, H.S., 2012. Bank capital and dividend externalities. Princeton University Working Paper.
- Acharya, V.V., Gujral, I., Kulkarni, N., Shin, H.S., 2011. Dividends and bank capital in the financial crisis of 2007-2009. NBER Working Paper.
- Adjaoud, F., Ben-Amar, W., 2010. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? *J. Bus. Finan. Account.* 37, 648–667.
- Aharony, J., Swary, I., 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis. *J. Finan.* 35, 1–12.
- Allen, F., Bernardo, A., Welch, I., 2000. A theory of dividends based on tax clienteles. *J. Finan.* 55, 2499–2536.
- Alzahrani, M., Lasfer, M., 2012. Investor protection, taxation, and dividends. *J. Corp. Finan.* 18, 745–762.
- Baker, M., Wurgler, J., 2004. Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives. *J. Financ. Econ.* 73, 271–288.
- Beltratti, A., Stulz, R.M., 2012. The credit crisis around the globe: why did some banks perform better? *J. Financ. Econ.* 105, 1–17.
- Bessler, W., Nohel, T., 1996. The stock-market reaction to dividend cuts and omissions by commercial banks. *J. Bank. Finance* 20, 1485–1508.
- Bessler, W., Nohel, T., 2000. Asymmetric information, dividend reductions and contagion effects in bank stock returns. *J. Bank. Finance* 24, 1831–1848
- Bhagat, S., Bolton, B., 2008. Corporate governance and firm performance. *J. Corp. Finan.* 14, 257–273.
- Bhagat, S., Bolton, B., 2013. Director ownership, governance, and performance. *J. Finan. Quant. Anal.* 48, 105–135.
- Bhagat, S., Jefferis, R.H., 2002. *The Econometrics of Corporate Governance Studies*. The MIT Press, Cambridge, MA
- Bhagat, S., Bolton, B., Subramanian, 2010. CEO Education, CEO Turnover, and Firm Performance. Mimeo.

- BIS (2010). Principles for enhancing corporate governance. Basel Committee on Banking Supervision, publication #176.
- Boumosleh, A., Cline, B.N., 2015. Outside director stock options and dividend policy. *J. Finan. Serv. Res.* 47, 381–410.
- Brennan, M., 1970. Taxes, market valuation and financial policy. *Nat. Tax J.* 23, 417–429.
- Brown, C.O., Dinç, I.S., 2005. The politics of bank failures: evidence from emerging markets. *Quart. J. Econ.* 120, 1413–1444.
- Caruana, J., 2010. Basel III: towards a safer financial system. In: Speech at the 3rd Santander International Banking Conference, 15 September 2010, Madrid.
- Cíhák, M., Demirgüç-Kunt, A., 2013. Rethinking the State's Role in Finance. World Bank Policy Research Working Paper #6400.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D.J., 2008. Corporate payout policy. *Found. Trends Finan.* 3, 95–287.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R.M., 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *J. Financ. Econ.* 81, 227–254.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., 2007. Payout policy pedagogy: what matters and why?. *Euro. Financ. Manage.* 13, 11–27.
- Easterbrook, F., 1984. Two agency cost explanations of dividends. *Am. Econ. Rev.* 72, 650–658.
- Elton, E., Gruber, M., 1970. Marginal stockholders' tax rates and the clientele effect. *Rev. Econ. Stat.* 52, 68–74.
- Elyasani, E., Zhang, L., 2013. CEO Entrenchment and Corporate Liquidity Management. Working Paper.
- John, K., Knyazeva, A., 2006. Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance. New York University Working Paper.
- Erkens, D.H., Hung, M., Matos, P., 2012. Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: evidence from financial institutions worldwide. *J. Corp. Finan.* 18, 389–411.
- Faccio, M., Lang, L.H.P., Young, L., 2001. Dividends and expropriation. *Am. Econ. Rev.* 91, 54–78.

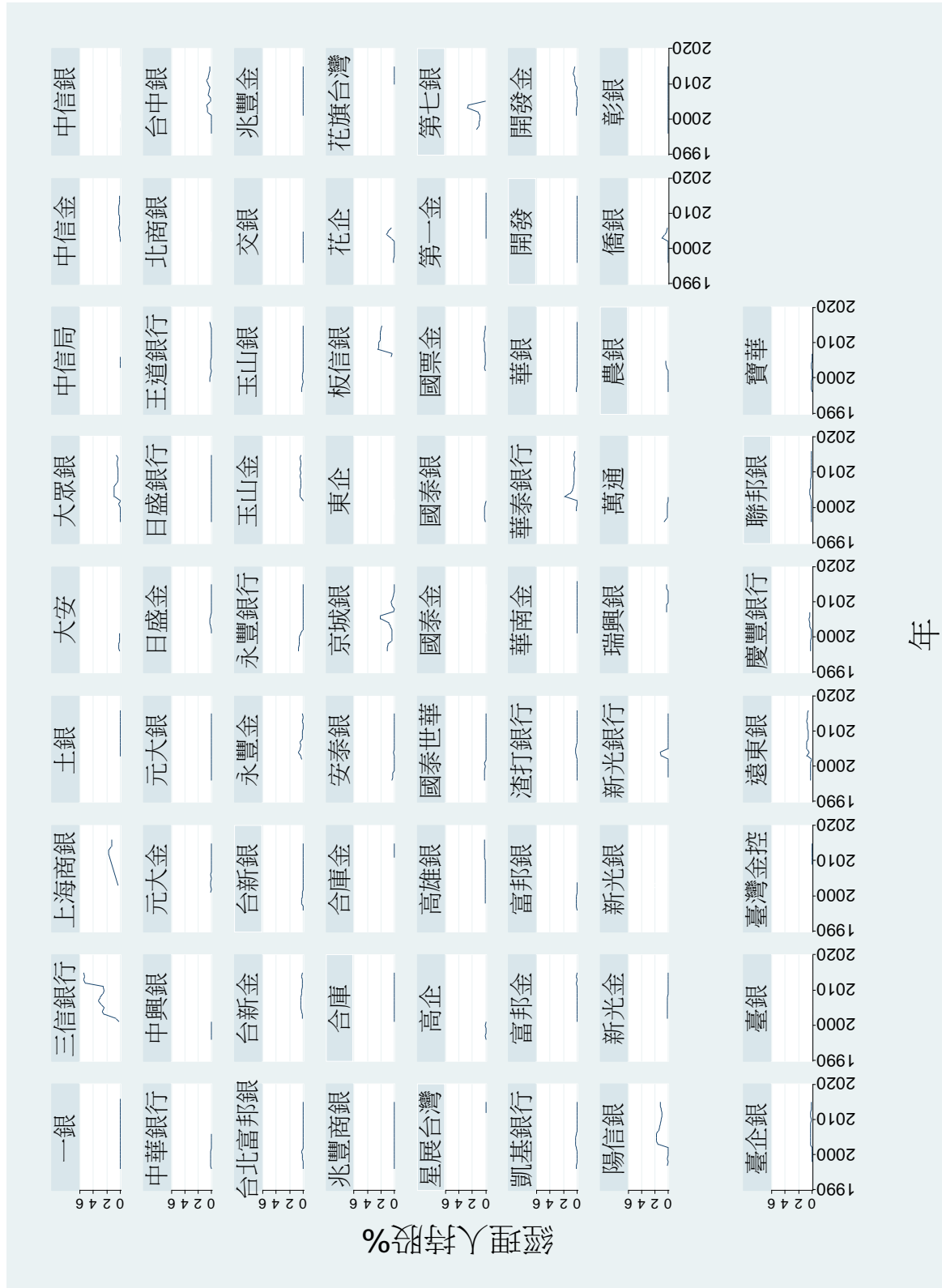
- Farrar, D.E., Selwyn, L.L., 1967. Taxes, corporate financial policy and return to investors. *Nat. Tax J.* 20, 444–454.
- Fama, E.F., French, K.R., 2001. Disappearing dividends: changing firms characteristics or lower propensity to pay? *J. Financ. Econ.* 60, 3–43.
- Finkelstein, S., Hambrick, D., 1989. Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strateg. Manage. J.* 10, 121–134.
- Financial Stability Board, 2009. Financial Stability Board Meets in Paris. Press Release, 15 September.
- Fluck, Z., 1999. The dynamics of the management-shareholder conflict. *Rev. Financ. Stud.* 12, 379–404.
- Francis, B., Hasan, I., John, K., Song, L., 2011. Corporate governance and dividend payout policy: a test using antitakeover legislation. *Financ. Manage.* 40, 83–112.
- Gugler, K., 2003. Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *J. Bank. Finance* 27, 1297–1321.
- Hagendorff, J., Vallascas, F., 2011. CEO pay incentives and risk-taking: evidence from bank acquisitions. *J. Corp. Finan.*, 1078–1095.
- Hirtle, B., 2014. Bank Holding Company Dividends and Repurchases during the Financial Crisis. Federal Reserve Bank of New York Staff Report #666.
- Hu, A., Kumar, P., 2004. Managerial entrenchment and payout policy. *J. Financ. Quant. Anal.* 39, 759–790.
- Iannotta, G., Nocera, G., Sironi, A., 2013. The impact of government guarantees on bank risk. *J. Financ. Intermed.* 22, 152–176.
- Iannotta, G., Nocera, G., Sironi, A., 2007. Ownership structure, risk and performance in the European banking industry. *J. Bank. Finance* 31, 2127–2149.
- Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev. Pap. Proc.* 76, 323–329.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., Liu, Y., 2012. Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *J. Financ. Serv. Res.* 42, 139–158.
- Kanas, A., 2013. Bank dividends, risk, and regulatory regimes. *J. Bank. Finance* 37, 1–10.
- Kupiec, P.H., Ramirez, C.D., 2013. Bank failures and the cost of systemic risk: evidence from 1900 to 1930. *J. Financ. Intermed.* 22, 285–307.

- Keen Jr., H., 1983. The impact of a dividend cut announcements on bank share prices. *J. Bank Res.*, 274–281.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *J. Finan.* 55, 1–33.
- Lease, R.C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., Sarig, O.H., 2000. *Dividend Policy*. Harvard Business School Press, Boston.
- Miller, M., Modigliani, F., 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *J. Bus.* 34, 411–433.
- Mülbert, P.O., 2010. *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*. ECGI Working Paper.
- Onali, E., 2014. Moral hazard, dividends, and risk in banks. *J. Bus. Finan. Account.* 41, 128–155.
- Pennacchi, G.G., 1987. A reexamination of the over- (or under-) pricing of deposit insurance. *J. Money Credit Bank.* 19 (3), 340–360.
- Schaeck, K., Cihak, M., Maerchler, A., Stolz, S., 2012. Who disciplines bank managers? *Rev. Finan.* 16 (1), 197–243.
- Shao, L., Kwok, C.C.Y., Guedhami, O., 2013. Dividend policy: balancing Shareholders' and creditors' interests. *J. Financ. Res.* 36, 43–66.
- Shen, C.-H., Lin, C.-Y., 2012. Why government banks underperform: a political interference view. *J. Financ. Intermed.* 21, 181–202.
- Shleifer, A., Vishny, R.W., 1986. Large shareholders and corporate control. *J. Polit. Econ.* 94, 461–488.
- Srivastav, A., Armitage, S., Hagendorff, J., 2013. *EO Inside Debt Holdings and Risk-Shifting: Evidence from the Dividend Policies of TARP Banks*. Working Paper. 285–307.
- Srivastav, A., Armitage, S., Hagendorff, J., 2013. *EO Inside Debt Holdings and Risk-Shifting: Evidence from the Dividend Policies of TARP Banks*. Working Paper.
- Stulz, R.M., 1988. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *J. Financ. Econ.* 20, 25–54.
- Turner, J.D., Ye, Q., Zhan, W., 2013. Why do firms pay dividends?: Evidence from an early and unregulated capital market. *Rev. Finan.* 17, 1787–1826.

- Vallascas, F., Hagendorff, J., 2013. CEO bonus compensation and bank default risk: evidence from the U.S. and Europe. *Financ. Markets Instr. Instr.* 22, 47–89.
- Zwiebel, J., 1996. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *Am. Econ. Rev.* 86, 1197–1215.



附錄 1 個別銀行經理人持股比率的時間趨勢變化圖



附錄 3 個別銀行董監席次的時間趨勢變化圖

