

董事政治關聯及政治獻金影響企業價值嗎？

張琬瑜*、張凱雯**

《本文摘要》

本研究以台灣上市公司為研究樣本，依公司董事個人政治色彩將所有公司歸類為泛藍派、泛綠派或其他類，分別以「2008 總統大選」與「公司聘任具政治背景董事之宣告」為研究事件，探討不同政治色彩之政商網絡關係對企業價值的影響，並同時考慮政治獻金的因素。實證結果發現，當藍營贏得總統大選時，泛藍派公司具有勝選行情，在股票市場上產生顯著正向累積異常報酬；而敗選的綠營，則使得泛綠派公司呈現落選行情，對公司之股價異常報酬率產生負向影響。在政治獻金方面，藍營與綠營皆有捐贈之公司累積異常報酬顯著大於僅捐給藍營之公司。在具政治背景董事進入董事會之宣告效果部分，結果顯示當公司宣布聘任泛藍派董事消息時，公司股價出現顯著正向累積異常報酬；而公司聘任泛綠派董事之宣告，在股價反映上則沒有顯著的異常報酬發生，但兩者之差異並不顯著。

關鍵詞：總統選舉、政商關係、董事政治關聯、政治獻金、事件研究法

* 國立台灣科技大學財務金融研究所教授。E-mail: jangwy@mail.ntust.edu.tw。

** 永豐金證券承銷輔導人員。E-mail: M9618005@mail.ntust.edu.tw。

壹、緒論

政治市場與商業市場之間，常常是互通有無的；企業家出金支持政治人物，讓他們得以實現個人的抱負或利得；政治家則運用其既得的權利，提供企業人物種種方便以爲回報，這種金、權互動的現象，稱爲「政商關係」（陳錦輝 1991）。

台灣政商之間的互動早已有之，只不過在解嚴以前，企業家與政客打交道必須偷偷摸摸的進行，也因此政商關係常被冠上「官商勾結」、「利益輸送」等負面字眼。1987年台灣政治解嚴後，台灣企業與政治的關係及互動方式發生了革命性的改變，強人統治時代的結束與政治權力的下放，使得台灣反對人士成立的民進黨勢力逐漸壯大，進而導致國民黨喪失許多原有的特權，因此開始極力拉攏企業主，而企業界也由過去被動的態度轉爲主動參與，基於維護本身利益之考量，藉由提供資源拓展政治人脈網絡與增加對政府政策制定的影響力（周陽山 1988；黃秀端 1998；劉阿榮 1996）。然而，企業與政治權力的結合卻形成了所謂的「黑金政治」（或稱「金權政治」），從李登輝時代的長榮案，黑金政治逐漸開始演變成一個即將迅速擴散的毒瘤。在西元兩千年台灣人民對第十屆總統大選寄予厚望，希望能有一個以提倡「清流政治」、「反黑金」起家的民進黨在上台後能夠給予黑金政治一個根本治療。然而，民進黨執政後，此毒瘤並沒有受到根治反而更加惡化，像癌細胞似的已經擴散至不可收拾的地步，台開案、SOGO 禮券案、高捷弊案、國務機要費案、龍潭購地案、南港展覽館案和洗錢案等，一系列政商間不當的利益掛勾與黑金弊案已經使得人們將政商關係與政商勾結畫上等號，而企業則是開始極力撇清與政界的關係，避之唯恐不及。

從台灣過去政商關係的發展過程，可以知道企業對於政商關係可說是又愛又恨，企業高層管理者希望透過政治投資建立起競爭優勢，在市場競爭中獲得經濟利益，但卻又必須面對大眾對其政治手段運用、目的達成、利益獲得合法性質疑的壓力。一旦被貼上污名，無論事實是真是假對企業來說都是一大傷害，進而影響公司之長期利益。

另外，由於政治獻金事件屢次在社會上鬧得沸沸揚揚，在社會大眾的催生之下，《政治獻金法》總算於民國 93 年 3 月 18 日由立法院三讀通過，由總統於同年 3 月 31 日公布施行。迄今，《政治獻金法》已實行五年多，並且於民國 97 年 2 月 16 日開放一般民衆查詢歷年選舉的政治獻金收支狀況，企業界支持藍綠顏色黨派¹可讓外界一目了然，但其成

¹ 本文將以泛藍派與泛綠派指稱個人或團體之政治立場色彩，此爲一種政治傾向，非嚴謹具體的政治主張。此外，泛藍派與泛綠派皆非正式的組織，各黨派也不曾實際籌組聯盟。泛藍派包括國民黨、親民黨及新黨，主張反台獨、親中國；泛綠派則包括民進黨及台聯黨，主張台灣獨立。

效如何？是否真能完全反映企業捐款的真實性以及根除積弊、杜絕政府官員貪腐情事等目的之達成，卻有待進一步討論。

目前國內關於政商關係與股東財富議題之研究，多以探討政治選舉或是卸任政務官進入商界擔任公司管理高層等事件之發生對公司價值影響，尚無研究加入政治獻金來討論，²亦鮮少有研究指出公司政黨色彩的不同是否會對公司價值造成不同的結果，故本研究延伸過去學者探討之課題同時納入公司政黨色彩與政治獻金之要素，以 2008 年總統大選與公司聘任具政治背景之董事為事件，探討事件發生時，企業支持不同色彩黨派及建立不同政治立場色彩之政商關係，對其股東財富是否有所差異。

本研究以台灣上市公司為研究對象，根據過去文獻對政商關係之衡量方法，定義出判定政商關係之準則，主要以過去擁有政治身分者進入公司擔任董事，與公司本身是否為黨營事業為核定標準，並且將公司加以區分為泛藍派、泛綠派與其他類。接著採用事件研究法，以「2008 總統大選」與「公司聘任具政治背景之董事」為事件，探討政商網絡關係之不同對企業價值是否會有不同之影響。透過本研究之實證結果，進而提供公司管理當局往後從事政治投資之考量，同時給予投資人進行投資策略之參考。因此，本研究之主要目的如下所示：

- 一、探討 2008 總統大選結果對公司股價之影響是否會因為不同政治立場色彩及支持度而有顯著的差異。
- 二、探討當公司聘任具政治背景之董事時，公司股價是否會因為董事之政治立場色彩而有不同的影響。

本研究共分為五節，茲將各節依序簡述如下：下一節為文獻探討，首先說明政商關係的定義、成因與實行的方法。從競租理論、資源依賴理論、制度理論、委託代理理論等四項主要學派，論證政商關係的成因與動機，主要是突顯本實證研究的重要性。其次回顧政商關係與企業價值之相關文獻，最後將選舉事件、政治獻金與企業價值之相關文獻做一整理。第參節為研究設計，首先陳述樣本選取條件、研究期間與資料來源，並且說明變數之定義，接下來介紹研究方法與建立實證模型。第肆節為實證結果與分析。最後一節為結論與建議。

² 國內有關政治獻金的實證研究著重於分析參選人獲得政治獻金捐款多寡的背景要素，例如參選人的黨派、性別、年齡、學歷、連任、選區特徵等因素（王鼎銘 2007）。

貳、文獻探討

一、政商關係

許多學者在研究企業與政治間的關係，多由經濟活動與政治活動的共通性出發來探討。17世紀初法國學者 de Montchrétien(1615) 就提出經濟無法脫離政治的看法，並且進行經濟與國家組織、法制之間關聯性之探討。de Jouvenel(1957) 認為經濟關心的是手中資源的有效利用，而政治關心的是資源的增加。國內學者蕭全政（1995）提到經濟行為經常成為達到政治性目的的手段，而政治行為也被視為達到經濟性目的的手段。徐瑞希（1991）認為企業和政治的密切關係也許是與生俱來的，因為經濟和政治行為原來有著相同的本質——權力，並以中國人所說的「有錢有勢」為例，把富、貴並提，正好做了一簡要說明。從以上學者的看法，政商關係簡言之就是政治與企業彼此之間的互動過程與合作行為。過去有許多學者從不同的角度來探討企業建立政商關係的成因與動機，以下將從經濟學、社會學與管理學觀點所發展出來的相關理論文獻來討論之。

Stigler(1971) 提到競租理論 (Rent-seeking theory)，其認為政府透過法律的制定掌握了資源的流向以及經濟政策的形成，因此廠商為了能夠降低市場上的競爭壓力便會主動向政府尋求協助，例如透過補貼、提高新競爭者的進入障礙、關稅保護、影響互補品與替代品的相關經濟制度、價格限制、數量限制等，藉由政府政策來保護廠商、增加廠商的利益（陳明通 1992）。這就如同 Krueger(1974) 與 Tullock(1980) 所提出的競租行為 (rent-seeking behavior)。經濟租 (economic rent) 在經濟學上的定義是指個人或企業在競爭市場中所能獲得之正常利潤以外的超額利潤；而為了獲得經濟租，必須有大量的投入，透過遊說、提供政治獻金、賄賂或關說等手段，影響政府立法或政策制定以達成壟斷、享受特權，這些所進行的活動與行為就是所謂的競租（朱雲漢 1995）。

資源依賴理論 (Resource dependence theory) 認為當一個組織或機構必須依賴其他組織或機構所提供的外部資源時，此種依賴勢必會促成組織主動去建構與其他組織間之關係連結力 (Kotter 1979)。當企業必須依賴政府提供有利的政府政策或管制時，企業就會致力於參與政治活動來達成此目的 (Baysinger 1984)。而且當政府政策對企業造成的影響愈大，企業參與政治活動的意願就愈高 (Schuler and Rehbein 1997)。然而，政治活動的參與只能降低企業對政府依賴的不確定性，卻無法降低對政府的依賴 (Getz 2002)。

制度理論 (Institutional theory) 則強調組織與環境之間是緊密關連的，組織的生存要配合、順從制度環境，在組織制度化的過程中組織會漸漸發展成為制度環境所容許的組織

型態，透過強制、規範與模仿等機制驅使組織尋求正當性³與同形化，⁴以獲得合法地位或取得賴以維生的資源 (DiMaggio and Powell 1983; 李宗榮 2007; 郭承天 2009)。任何一個組織除了處在本身內部制度環境，也處在外部制度環境中，而外部制度環境所造成的壓力會影響組織結構特質、組織的改變以及組織的策略行為 (Meyer and Rowan 1977; Oliver 1991)。當組織在運作或調整內部結構時，即使不符合效率原則，只要能符合制度規範也就不會造成組織生存的問題 (DiMaggio and Powell 1983; Meyer and Rowan 1977; Zucker 1987)，換句話說，他們認為組織生存發生問題或促使組織必須改變的主要原因，是因為組織的正當性發生了危機。

委託—代理理論 (Principal-agent theory) 主要是探討委託人與代理人之間的關係，並且針對企業經營權與所有權分離時所衍伸出來的代理問題進行研究。而將企業所從事的政商關係套用在委託—代理關係上，Keim 與 Baysinger(1988) 稱之為委託—代理模型 (principal-agent model)，或直接稱為代理理論 (Agency theory) (Getz 1993a; 1993b; 2002)，他們將從事政治行動的企業視為委託人，而將政府官員視為代理人。Keim 與 Baysinger(1988) 提到政治代理人數量在任何時點都是固定的，也就是政府官員的人數是固定的。由於此政治代理人人數有限，當委託人（即企業）面對其他眾多委託人或是新進入者時，就必須透過政治活動來影響這些有限的政治代理人以爭取他們的支持，以降低代理人問題。

企業參與政治活動有很多不同的途徑，Hillman 與 Hitt(1999) 認為企業在進行政治活動時，首先要檢視政治決策對於公司所處市場或是競爭環境的重要性，並且清楚瞭解公司進行政治行動的目的。為了發展出較全面的企業政治策略，企業必須考慮三個層面，層面一：建立政商關係的方法是以交易導向或是關係導向進行？層面二：獨自行動或是集體行動？層面三：選擇具體、特定的政治策略方案。例如藉由提供資訊給政策制定者來影響公共政策的資訊策略 (Information strategy)，直接提供財務支援給政策制定者或政黨、邀請退休官員或是政務官之親戚擔任公司管理階層或顧問、公司直接派人代表參選等的財務誘因策略 (Financial incentive strategy)，及鞏固選區選民支持度策略 (Constituency-building strategy)。

徐瑞希 (1991) 分析了台灣企業開拓政治關係的四個主要途徑，出生標記、企業協會組織、政治投資，及公關和遊說與其可能相關的政治效益。第一項為出生標記如省籍、血

³ Suchman(1995) 認為正當性是一種一般化的認知或假定，在某一個社會所建構的規範、價值觀、信念與定義系統之中，一個實體的行動是能被認同、被接受、視為恰當的就符合正當性。

⁴ DiMaggio 與 Powell(1983) 認為組織為了回應外界以符合社會期望所產生的最適組織型式，使得組織之間之型式愈來愈相似之過程，即稱為組織同形化。

親及姻親等與生俱來的歸屬身分，在建立政治關係及擴展政經人脈方面有相當大的作用。第二個是企業界透過組織動員，如企業協會組織的方式，與政治部門建立起穩定而有制度的關係。如此較容易使政治部門接受所提出的建議，亦可避免遭外界批評是為圖利少數特定企業。第三，政治投資標的概分為五類：選舉時的政治捐獻、政治勢力或派系團體、配合政策的捐款或組織參與、智庫，和政黨或政治人物在企業經營上的合作。最後，企業透過公關的運用提高本身的企業形象，當企業開始從事政治行動時就較不易招致外界負面的聯想而阻礙其接近政治部門的方便性。

二、政商關係與企業價值

過去的研究有針對企業的政商關係對企業價值之影響進行分析。Fisman(2001)以雅加達股市交易所的集團公司為研究對象，探討企業政治依存度與股票報酬率間之關係。以1995至1997年間關於印尼總統蘇哈托身體狀況的484則傳聞作為事件，利用事件研究法檢視這些傳聞對於企業價值的影響是否會因企業與當權者的依存程度不同而有所差異。經由實證分析得知，政治依存度高的企業受到傳聞之影響相較於低政治依存度企業來得高，其公司股價承受了較大的跌價損失。

Faccio(2006)蒐集47個國家共20,202家上市公司為樣本，研究國家特性與國家發展政商關係的關聯性，以及瞭解政商關係之建立是否有助於公司價值的提升。作者發現政入商樣本股票市場反應並不顯著；而商入政樣本之股價則有顯著上揚的趨勢，且當選部長為公司所創造的價值較國會議員來的高，主要原因是部長這個官位數量有限，公司高層或是大股東能夠贏得此官位的機會更是難上加難。另外，大股東進入政界對股價的影響也顯著高於公司高層擔任官職之宣告效果。除此之外，Faccio、Masulis與McConnell(2006)利用1997至2002年間35個國家的資料檢測450家具有政商關係的公司與政府援助之間的關係。實證結果指出，政商關係良好的公司得到政府援助的可能性確實高於沒有政商關係的同類型公司。然而，研究亦指出在得到政府援助的公司中，具有政商關係公司的財務績效卻明顯較沒有政商關係公司來的差。

Goldman、Rocholl與So(2009)以1994與2000年S&P美國年度排名前500大公司為樣本，依據公司董事成員的黨派色彩來代表公司的政治立場，探討公司贏得政府採購契約與政商關係之間的關聯性。研究結果發現當1994年美國白宮與參議院領導權由民主黨移轉至共和黨手中，以及2000年美國總統大選共和黨贏得勝選民主黨失去政權之時，親共和黨派公司選後得到政府採購契約總價值較選前向上提升，而親民主黨派公司則相對降低。即使將公司特性與產業因素加以控制後，其結果仍達顯著水準，顯示政商關係確實對公司價值有正面助益。

國內文獻部分，張琬瑜（2005）以民國 78 年 1 月至民國 91 年 4 月期間擔任台灣公開發行公司重要職位者第一次當選立法委員，及擁有立委身分者兼任公開發行公司重要職位者為研究樣本，將樣本區分為商入政及政入商兩類，其後再加入多、空頭因素加以探討，利用事件研究法檢測股票市場對政商網絡建立的消息是否有異常報酬。結果發現，就商入政樣本而言，股票市場對於上市上櫃公司擔任重要職務者第一次參選立委選舉當選時，有商入政效應，且若市場發生於多頭市場，股價呈上漲趨勢，若發生於空頭市場則下滑，作者認為此結果可能是因為多頭時期，執政者會以資產階級利益服務為考量，而空頭時期則會暫時犧牲資產階級個人的短期利益以保障資本主義的長期發展。就政入商樣本而言，當立委受邀擔任公司重要職務消息揭露時，無論多、空頭時期股票市場皆有負面政入商效應，可能原因在於投資大眾對於此種政治投資僅視為酬庸性質，其帶來的投資效益不大。

三、選舉事件、政治獻金與企業價值

企業開拓政治關係的途徑之一為政治投資，本論文主要以選舉及選舉的政治獻金兩種政治投資策略作為研究標的。Goldman、Rocholl 與 So(2008) 以美國 S&P 年度排名前 500 大公司為研究樣本，根據董事成員之政治背景將公司區分為親共和黨與親民主黨兩派，觀察 2000 年美國總統大選結果對不同政治色彩公司股價走勢之變化。實證結果發現，當共和黨贏得 2000 年美國總統大選時，親共和黨公司之累積異常報酬皆呈顯著正向關係；而敗選的親民主黨公司，在市值加權投資組合下，則呈現顯著為負的結果。Knight(2006) 則以總統候選人布希與高爾政見內容所提到受惠的產業為樣本，探討 2000 年總統大選結果是否會對這些因政見內容不同而受惠的公司股價造成影響。經由實證分析發現，因布希受惠的公司會贊助較多的競選經費在布希競選活動上，且當布希贏得 2000 年總統大選之時，此類公司其平均異常報酬顯著高於因高爾受惠的公司平均異常報酬。

就有關政治獻金的文獻，Roberts(1990) 觀察 1983 年美國參議員 Henry Jackson 死亡事件對曾經提供政治捐獻給此議員的公司在股價上所受到的影響。結果發現企業股價的變動型態正好反映了投資大眾預期政策利益受惠者將由 Jackson 華盛頓州選區轉向 Nunn 喬治亞州選區所導致的結果。Jayachandran(2006) 觀察 2001 年 5 月美國參議員 Jim Jeffords 從共和黨跳槽至民主黨事件對於政治獻金捐獻公司市值的影響作探討。實證結果顯示當 Jeffords 轉換黨派消息揭露時，曾捐獻軟性捐款的共和黨公司當週市值下降，而曾捐獻軟性捐款的民主黨公司其當週市值則上升。Cooper、Gulen 與 Ovtchinnikov(2008) 則針對企業提供給政治選舉候選人的競選經濟援助與企業價值之間的關聯性進行實證分析。研究結果發現，企業捐款贊助選舉候選人的支援程度與公司未來報酬呈顯著正向關係，尤其當公司捐贈給選區與公司總部同一州之候選人人數愈多時，其異常報酬所受影響就愈大。

參、研究方法

一、樣本選擇

本實證研究樣本大致分為兩大部分，第一部分是分析選舉結果對不同政治背景企業價值的影響，第二部分則是探討聘任具政治關聯性董事進入董事會之宣告效果。嚴格說來，此兩大主題的研究是完全獨立的兩個議題，而雖然皆以上市公司為對象，但兩個樣本的選取也是完全獨立的。

第一部分是分析「2008 總統大選」選舉結果對不同政治背景企業價值的影響，所採用之研究樣本一開始是納入在 2008 年 1 月 31 日於台灣證券交易所上市之所有公司，接下來若任一變數所需資料有欠缺者，則不納入樣本。除此之外，樣本亦排除全額交割股。樣本公司不只包括有政治背景的公司，沒有任何政治背景的公司也包含在此部分樣本中。經由上列樣本篩選條件，最後總樣本數共計 670 家（2007 年底台灣證券交易所上市公司家數為 698 家）。

第二部分則是探討聘任具政治關聯性董事進入董事會之宣告效果，樣本與選舉並沒有關係。此部分的樣本公司是在 1992 年 5 月至 2008 年 1 月間聘任具有政治背景董事之公司，不包括聘任無政治背景之董事進入董事會。若樣本所需變數資料不全則予以刪除。同時，若同一公司有兩個以上具政治背景之董事於同一天當選者，為避免之間互相影響間接導致結果有偏誤的可能性，故亦將此種重複樣本予以刪除。此部分最後樣本共計 119 筆公司。⁵

董事背景資料取自於公開資訊觀測站之股東會年報、情報贏家資料庫中的新聞報紙資料庫（所涵蓋的報紙包括中國時報、工商時報、中時晚報及速報新聞）、聯合新聞網、中央選舉委員會資料庫網站、立法院全球資訊網、行政院全球資訊網，以及各縣市議會、縣市政府全球資訊網。政治獻金資料是至監察院財產申報處查閱「政治獻金會計報告書」而得，查閱專戶包括 96 年、97 年的「中國國民黨政治獻金專戶」、「民主進步黨政治獻金專戶」、「新黨政治獻金專戶」、「親民黨政治獻金專戶」、「台灣團結聯盟政治獻金專戶」，以

⁵ 由於事件研究法在事件宣告日 (event announcement date) 前需要使用一段三個月以上估計期 (estimation period) 及事件宣告日前後事件期 (event period) 的股票報酬率資料，始得算出事件期的累積異常報酬率 (Cumulative abnormal returns, CAR)，故在這兩段時間內的樣本資料皆不能有遺漏值 (missing value)。除此之外，若要進一步使用迴歸分析法進行橫斷面分析以檢驗哪些因素或變數會影響事件公司的股東財富價值 (CAR)，這些因素或變數也必須存在。若因素或變數有遺漏值的樣本觀察值亦須予以刪除。也因此，使用事件研究法會有存活者偏差 (survivorship bias) 的問題 (Ball and Watts 1979)，此問題為事件研究法的研究限制。

及「第十二任總統、副總統擬參選人馬英九、蕭萬長政治獻金專戶」與「第十二任總統、副總統擬參選人謝長廷、蘇貞昌政治獻金專戶」，共計 12 個專戶。而相關財務資料來自於台灣經濟新報中的「TEJ Company」及「TEJ Equity」資料庫。

二、變數定義

(一) 應變數 (Dependent Variables)

1. 公司聘任具政治背景董事人數 (*Connection*)

本研究利用卜瓦松迴歸模式 (*Poisson regression model*) 來探討公司政商關係需求與公司型態之間的關聯性，因此以公司具政治背景董事人數來代表公司政商關係需求程度，作為迴歸模式中的應變數來進行分析。其中，政治背景無論黨籍只要經判斷為本研究所認定具政商關係者皆納入計數。

2. 累積平均異常報酬 (*Cumulative Abnormal Returns, CAR*)

以各研究事件所設定的事件窗口之平均累積異常報酬作為衡量指標。本研究第一部分以 2008 總統大選為事件的樣本，使用的是事件日 (2008 年 3 月 22 日總統大選) 前五天至後五天 (-5,+5) 之平均累積異常報酬率；而第二部分以公司聘任具政治背景董事宣告為事件的樣本，則是選取宣告當天至宣告次日之平均累積異常報酬率，即 $CAR(0,+1)$ 。

(二) 自變數 (Independent Variables)

本研究參考過去文獻 (Adhikari, Derashid, and Zhang 2006; Faccio 2006; Fisman 2001; Goldman, Rocholl, and So 2008; 周明徹 2005; 曹吟華 2008) 將政商關係定義為「董事政治背景」與「政治獻金」兩個代理變數，並且由此兩代理變數再詳加區分公司之政黨色彩，定義如下：

1. 董事政治背景 (BD_1, BD_2)

董事成員中，若一人以上具備政府官員 (歷屆總統、五院院長 / 副院長、行政院各部會長官、政府資政、國策顧問，以及各行政機關之處長、司長、局長以上職位的官員)、民意代表 (歷屆縣議員 / 市議員、縣長 / 市長、立法委員等民選代表)、具有明顯政黨色彩者 (具黨籍政府官員與民選代表、具黨籍民選代表參選人或助選人、黨員，及黨營事業群合夥人)，及政府官員與民意代表之親屬，則將其歸屬於具政商關係之公司。公司本身屬於黨營事業或中央投資之企業，亦將其列為具政商關係之公司。若公司所屬集團屬於政商關係良好之公司，推論其關係企業與母子公司同樣受惠。

本研究根據以上定義將公司所偏屬黨派分為三種類型：泛藍派、泛綠派以及其他類。由於變數屬於名目尺度，故須設定虛擬變數，三類需要兩個虛擬變數。以泛藍派為基底，包括國民黨、親民黨及新黨； $BD_1=1$ and $BD_2=0$ 代表泛綠派，包括民進黨及台聯黨；

$BD_1=0$ and $BD_2=1$ 代表其他類，包括公司有兩位以上董事具有政治背景身分且分屬不同黨派者、董事具有政治背景但屬於無黨籍、董事完全沒有政治背景，以及屬於中央投資之企業。

2. 政治獻金 ($DNblue\$$, $DNgreen\$$)

本研究除了以董事背景作為判斷公司政黨色彩之依據外，另以公司是否捐獻政治獻金來推斷公司之政治立場。在捐獻金額是將「中國國民黨政治獻金專戶」、「新黨政治獻金專戶」、「親民黨政治獻金專戶」以及「第十二任總統、副總統擬參選人馬英九、蕭萬長政治獻金專戶」同一公司於 96 年與 97 年 3 月 22 日以前捐獻的金額作加總，即為捐獻給藍營的金額 ($DNblue\$$)；捐獻給綠營 ($DNgreen\$$) 的金額則是將「民主進步黨政治獻金專戶」、「台灣團結聯盟政治獻金專戶」以及「第十二任總統、副總統擬參選人謝長廷、蘇貞昌政治獻金專戶」同一公司之金額累加而得。此政治獻金變數的單位為萬元。

3. 產業別 ($Industry$)

本研究參考過去文獻 (Schuler and Rehbein 1997; 周明徹 2005; 陳東升 1995; 陳東升與周素卿 1993; 張玉山與李淳 2001; 饒芳綾 2000)，將營建業、金融業、電信業、運輸業與油電燃氣業列為對政商關係需求較高的產業。若公司屬於以上所提產業者，則虛擬變數 ($Industry$) 設為 1；非者則設為 0。

4. 公司具政治背景董事是否為獨立董事 ($IndepDirector$) 或公司具政治背景獨立董事人數 ($IndepDirector\#$)

由於獨立董事並沒有在公司擔任任何內部職位，公司邀請外界人事擔任獨立董事往往是因為其專業能力且地位超然獨立，在公司作決策時可較客觀地衡量企業全面性發展而給予建議，並發揮監督功能。因此本研究加入公司邀請具政治背景人士擔任獨立董事與否之變數。若公司邀請具政治背景人士擔任獨立董事，虛擬變數 ($IndepDirector$) 設為 1；若非擔任獨立董事，則設為 0。另外，本研究亦有使用公司具政治背景獨立董事人數作為變數之一。

5. 公司績效 (ROA)

Faccio、Masulis 與 McConnell(2006) 指出政商關係良好的公司其績效明顯較沒有政商關係公司來的差；而曹吟華 (2008) 還發現企業也會因為經營績效不佳而透過政商關係尋求協助。因此本研究為驗證經營績效對於公司政商關係需求程度之影響，選擇以調整後資產報酬率衡量公司經營績效，其為事件發生之前一季稅前息前淨利除以平均資產總額。

6. 公司成長機會 ($Market-to-Book Ratio$, MB)

過去文獻常以公司市價淨值比作為衡量公司成長機會的代理變數 (Collins and Kothari 1989; Smith and Watts 1992)，本研究欲藉此變數來瞭解公司未來成長機會與政商關係需求

之間的關聯性。選取之值為所設定事件期之前一個交易日所觀測到的市價淨值比。

7. 平均董事薪酬 (*Compensation*)

平均董事薪酬為總董監事薪酬（單位為千元）除以各公司董監事總人數再取自然對數，利用此變數來辨別公司邀請政治人物參與企業經營是否屬於酬庸性質。

8. 聘任具政治背景之董事與當時總統是否為同一黨派 ($Part_1, Part_2$)

透過此變數來瞭解公司建立政商關係之目的，是希望藉由董事與執政黨的關係協助企業換取或確保無論正當性與否的利益或特權。以兩個虛擬變數（ $Part_1$ 及 $Part_2$ ）將樣本公司分為三類。聘任具政治背景之董事與當時執政總統是同一黨派為基底，非同一黨派的公司之 $Part_1=1, Part_2=0$ ；若公司董事屬於無黨籍者則 $Part_1=0, Part_2=1$ 。

9. 具政治背景董事過去於政府單位所擔任之職位 (*Position*)

具政治背景董事依照其過去於政府單位所擔任之職位大小，區分為高層官階與非高層官階，高層官階意指總統、五院院長 / 副院長、政府資政、國策顧問、縣議員 / 市議員、縣長 / 市長與立法委員等職位。若聘任之政治背景董事過去曾為高階政務官，則虛擬變數 (*Position*) 設為 1；若為非高階政務官，則設為 0。

10. 具政治背景董事受邀擔任公司董事次數 (*Order*)

Goldman、Rocholl 與 So(2008) 的研究發現當具政治背景董事首次或第二次被提名進入董事會時，股市對此消息的反應為顯著正向，而對提名超過二次之消息反應則不顯著異於零。因此本研究納入受聘次數變數來檢驗其對具政治背景人士進入董事會之宣告效果的影響力。

(三) 控制變數 (*Control Variables*)

為增進研究檢定的準確性，本研究根據過去和政治選舉行情相關的文獻 (Goldman, Rocholl, and So 2008)，以及近年來財務文獻上常提及對於股票市場之股票報酬最具解釋能力之橫斷面變異因子，包括公司規模 (Fama and French 1993)、淨值市價比 (Daniel and Titman 1997; Fama and French 1993) 以及價格動能 (Carhart 1997; Jegadeesh and Titman 1993) 等變數，作為可能影響結果之控制變數。

1. 公司規模 (*SIZE*)

本研究以所設定事件期之前一個交易日的市值（以百萬元為單位），對其取自然對數後所得之值作為公司規模之代理變數。

2. 淨值市價比 (*Book-to-Market Ratio, BM*)

本研究之淨值市價比取自於所設定事件期之前一個交易日所觀測到的數值。

3. 價格動能 (*Momentum*)

本研究以事件研究法模組計算出個別公司的平均市場調整報酬率 (*Market-adjusted*

return) 作為價格動能之代理變數。為計算影響 2008 總統大選事件的價格動能，本研究所選擇的事件期為 (-95,-6)，即 2007 年 11 月 30 日至 2008 年 3 月 14 日，共計 90 個交易日；公司聘任具政治背景董事之宣告事件則設定價格動能事件期為 (-90,-1)，共計 90 個交易日。

三、實證模型 (Regression Analysis)

本研究首先探討影響公司聘任具政治背景董事之因素，並分析公司聘任之原因，採用卜瓦松迴歸模式進行分析，以聘任具有政治背景董事人數為應變數，公司特性為自變數，藉此瞭解公司型態與公司政商關係需求之間的關係，其實證模型如下：

$$E(\text{Connection}_i) = \lambda_i = \exp(\beta_0 + \beta_1 \text{IndepDirector}\#_i + \beta_2 \text{Industry}_i + \beta_3 \text{SIZE}_i + \beta_4 \text{ROA}_i + \beta_5 \text{MB}_i + \beta_6 \text{Compensation}_i) \dots\dots\dots(1)$$

其中， β_s 為迴歸參數。

接著，本研究擬用多元迴歸分析探討公司建立與不同政黨間的政商關係對公司股東財富之影響是否有顯著的差異，以事件研究法估計出的累積異常報酬率為應變數，建構出下列兩個實證模型，其中模型二是針對 2008 總統大選事件進行探討，此模型加入兩個政商關係代理變數：董事政治背景虛擬變數與政治獻金捐獻金額變數的交互作用項。而模型三則是為研究公司聘任具政治背景董事之宣告效果所建構。此兩模型之實證迴歸模型如下所示：

$$\text{CAR}_{1i} = \beta_0 + \beta_1 \text{Industry}_i + \beta_2 \text{SIZE}_i + \beta_3 \text{BM}_i + \beta_4 \text{Momentum}_i + \beta_5 \text{BD}_{1i} + \beta_6 \text{BD}_{2i} + \beta_7 \text{DNblue}\$_i + \beta_8 \text{DNgreen}\$_i + \beta_9 \text{BD}_{1i} \times \text{DNblue}\$_i + \beta_{10} \text{BD}_{2i} \times \text{DNblue}\$_i + \beta_{11} \text{BD}_{1i} \times \text{DNgreen}\$_i + \beta_{12} \text{BD}_{2i} \times \text{DNgreen}\$_i + \varepsilon_i \dots\dots\dots(2)$$

其中， CAR_{1i} ：i 公司於事件期 (-5,+5) 的累積異常報酬率， ε_i 為殘差值。

$$\text{CAR}_{2i} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_i + \beta_2 \text{SIZE}_i + \beta_3 \text{BM}_i + \beta_4 \text{Momentum}_i + \beta_5 \text{BD}_{1i} + \beta_6 \text{BD}_{2i} + \beta_7 \text{IndepDirector}_i + \beta_8 \text{Party}_{1i} + \beta_9 \text{Party}_{2i} + \beta_{10} \text{Position}_i + \beta_{11} \text{Order}_i + \varepsilon_i \dots\dots\dots(3)$$

其中， CAR_{2i} ：i 公司於事件期 (0,+1) 的累積異常報酬率

肆、實證結果與分析

一、選舉結果對不同政治背景企業價值的影響

(一) 董事政治關聯

董事政治關聯之研究是以民國 73 年 2 月至民國 97 年 1 月於台灣證券交易所掛牌上市的公司為研究樣本。總樣本共 670 筆，其中有 214 家公司具有政治關聯性，而有 456 家公司則是政治獨立，無任何政治關聯性。在具有政治關聯性的 214 家公司中，111 家公司偏藍，22 家公司偏綠，55 家公司之董事為無黨籍或是兩個黨派皆有，26 家公司屬於官股公司。董事政治關連性的評斷是以公司董事是否曾擔任過政府官員或民意代表來做判別，並且藉由這些具有政治關聯性之董事所屬的黨派來推斷公司所偏屬的黨派。

表 1 是政治關聯性董事樣本公司其公司特性包括市值、營業收入毛額與資產總額之敘述統計量。由表我們可以發現，無論在 T 檢定或 Mann-Whitney 檢定下，具政治關聯性公司在市值、營業收入毛額、總資產皆顯著大於政治獨立公司。以泛藍公司與泛綠公司相比較，泛藍公司之市值、營業收入毛額、總資產皆明顯大於泛綠公司，推究其因，應是在未開放中華民國總統民選之前，國民黨自二次大戰以來長期執政近五十年所累積下來的優勢，國民黨本身不僅擁有鉅額的資產，甚至建立起龐大的營利事業體系（張清溪 2001），在國民黨的扶植下，這些泛藍派公司所擁有的資源，勢必較創黨僅二十個年頭、執政僅八年的民進黨所扶植的泛綠派公司佔有優勢，此說明了泛藍公司與泛綠公司在公司特性方面擁有極大差異的原因，而公司家數則差了約五倍。

表 1 不同董事政治關聯性公司之公司特徵敘述統計量

		市值 (百萬元)	營業收入 毛額	資產總額	公司 家數
政治關聯 (A)	平均數	\$61,740	\$42,891,816	\$167,120,721	214
	中位數	\$13,126	\$10,227,814	\$14,596,748	
獨立 (B)	平均數	\$15,631	\$15,231,768	\$14,587,939	456
	中位數	\$4,890	\$3,999,609	\$5,423,520	
差異 (A-B)	T 檢定	4.104*** (0.000)	3.539*** (0.000)	4.740*** (0.000)	
	Mann-Whitney 檢定	-7.580*** (0.000)	-5.871*** (0.000)	-8.684*** (0.000)	
藍 (C)	平均數	\$55,120	\$43,818,411	\$143,656,697	111
	中位數	\$14,563	\$10,396,799	\$15,154,656	
綠 (D)	平均數	\$10,543	\$7,351,999	\$45,676,786	22
	中位數	\$4,818	\$4,118,491	\$5,487,251	
差異 (C-D)	T 檢定	3.533*** (0.001)	3.312*** (0.001)	0.952 (0.343)	
	Mann-Whitney 檢定	-2.913*** (0.004)	-2.447** (0.014)	-2.828*** (0.005)	

資料來源：作者自行整理。

說明：括弧內為 p 值，*** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.10$ 。

針對各種不同的董事政治關聯性之異常報酬率進行分析，將樣本分為「泛藍派」與「泛綠派」兩個子樣本，接著再從泛藍派中依其董事所屬公司之產業與其過去擔任官職之服務單位相關與否，區分為「相關組」以及「非相關組」。此外，亦從泛藍派公司中依董事過去曾擔任過的職位是否屬於高層官階，分成「高層官階組」以及「非高層官階組」。將每個類型下的小組群視為一投資組合，分別以等值加權 (equally-weighted) 與市值加權 (value-weighted) 計算之，並且依照不同的政治關聯類型進行獨立樣本 T 檢定與 Mann-Whitney 檢定，藉此瞭解公司在選舉期間之股票報酬與其政治關聯性之間的關係。

由表 2 Panel I 可知，以董事背景區分公司政治立場類型中，在等值加權之投資組合下，泛藍派之 $CAR(-5,+5)=2.936\%$ 呈顯著正向的結果，泛綠派則是負向的累積異常報酬，其值為 -0.928% ，而由 T 檢定與 Mann-Whitney 檢定可知泛藍派與泛綠派兩者之 $CAR(-5,+5)$ 有顯著的差異；在市值加權的投資組合情況下，無論是泛藍派、泛綠派或是

兩者之差皆沒有顯著的異常報酬。此意味市值愈大的公司，並不會為其帶來更大漲跌幅的異常報酬，因此，投資人只需要在總統大選前買進大眾所看好贏面大之黨派色彩公司的等值加權投資組合，很有可能可以從中賺取利益。

表 2 董事政治關聯性之選舉異常報酬率分析

政治關聯類型	公司家數	等值加權 (equally-weighted)		市值加權 (value-weighted)	
		AR+0	CAR(-5,+5)	AR+0	CAR(-5,+5)
Panel I. 董事政治背景					
泛藍派 (A)	111	0.319 (0.170)	2.936 *** (0.000)	0.014 (0.977)	-1.276 (0.288)
泛綠派 (B)	22	-0.570 (0.346)	-0.928 (0.348)	-0.800 (0.444)	0.015 (0.989)
	差值	0.889	3.864	0.814	-1.291
	T 檢定	1.531 (0.128)	3.272 *** (0.002)	0.686 (0.494)	-0.473 (0.637)
	Mann-Whitney 檢定	-1.423 (0.155)	-2.447 ** (0.014)	-0.030 (0.976)	-1.199 (0.231)
Panel II. 泛藍派公司具政治背景董事過去服務單位與公司產業是否相關					
相關 (C)	8	0.978 (0.198)	4.332 * (0.070)	0.400 (0.547)	4.326 (0.211)
非相關 (D)	103	0.267 (0.273)	2.827 *** (0.000)	-0.024 (0.964)	-1.839 (0.149)
	差值	0.711	1.505	0.424	6.165
	T 檢定	0.796 (0.428)	0.572 (0.569)	0.220 (0.826)	1.330 (0.186)
	Mann-Whitney 檢定	-0.650 (0.516)	-0.912 (0.362)	-0.741 (0.459)	-0.912 (0.362)
Panel III. 泛藍派公司具政治背景董事過去是否曾擔任過高層官階職位					
高層官階 (E)	47	-0.192 (0.584)	1.722 ** (0.048)	-0.003 (0.997)	-0.476 (0.757)
非高層官階 (F)	64	0.694 ** (0.025)	3.827 *** (0.000)	0.032 (0.961)	-2.087 (0.264)
	差值	-0.886	-2.105	-0.035	1.611
	T 檢定	-1.922 * (0.057)	-1.542 (0.126)	-0.036 (0.972)	0.637 (0.525)
	Mann-Whitney 檢定	-2.035 ** (0.042)	-1.355 (0.175)	-1.122 (0.262)	-0.639 (0.523)

資料來源：作者自行整理。

說明：括弧內為 p 值，*** p <0.01; ** p <0.05; * p <0.10。

由於 2008 總統大選是由藍營當選，且從前面的實證結果得知董事泛藍派樣本公司較多且其累積異常報酬呈現顯著為正的情形，因此接下來將僅針對泛藍派公司探討其特殊之政治背景與政官經驗是否能夠為公司帶來不同的異常報酬。從 Panel II 發現，在泛藍派樣本公司中，無論董事其過去所任官職與公司產業相關與否，等值加權投資組合之 CAR(-5,+5) 都呈現顯著正向的結果，且相關組之累積異常報酬大於非相關組（CARs 值分別為 4.332% 及 2.827%），但兩者差異在統計檢定上並不顯著異於零；市值加權投資組合皆無顯著異常報酬。

Panel III 是以泛藍派的董事過去是否擔任過高層官階職位作為分類的依據，在等值加權投資組合的部分，非高層官階組在總統大選過後第一個交易日（即 AR+0）呈現顯著正向的異常報酬，高層官階組則為不顯著的負向異常報酬，且非高層官階組之平均異常報酬顯著優於高層官階組 0.886%（ $t=-1.992, p<0.057$; Mann-Whitney z 值 $=-2.035, p<0.042$ ），表示投資人反而給予過去沒有高層官階經驗董事的公司較高的評價。本研究認為會有此一結果，可能係許多公司都希望倚重這些具高官經驗董事的專業能力來提升公司價值，但這樣往往使得這些大有名氣的卸任高官身兼多職，無法專心為單一公司未來發展作規劃，因此投資人認為較能為公司有效推動計畫之非政治高官董事，其所帶來的實質利益相對較高。CAR(-5,+5) 的表現則是高層官階組與非高層官階組皆呈顯著為正的情形，非高層官階組之 CAR(-5,+5) 仍較高層官階組來得高，但兩者並沒有顯著不同；在市值加權法下則皆不顯著。

（二）政治獻金

政治獻金的研究所使用的資料是採用於民國 96 年至民國 97 年 3 月 22 日期間曾作政治捐獻的上市公司為樣本，樣本總數共計 114 家，捐給藍營的有 83 家，捐給綠營的則有 69 家，其中 38 家公司兩黨皆有捐獻。政治獻金捐獻情形如表 3 所示，在所有捐款公司部分，包括所有營利事業的捐贈總額共計約新台幣 1,130 百萬元，其中捐給藍營的金額約為新台幣 633 百萬元，佔捐獻總額的 56.03%；捐給綠營的則有新台幣 497 百萬元，佔捐獻總額 43.97%。樣本公司部分，捐獻總額約為新台幣 268 百萬元，捐給藍營的金額約新台幣 165 百萬元，佔捐獻總額的 61.57%；綠營則收到約新台幣 103 百萬元，佔捐獻總額的 38.43%。我們可以發現無論以所有捐款公司或樣本公司來看，政治獻金金額的藍綠捐獻比率皆與 2008 年總統大選藍綠的得票比率相當近似。樣本公司中，平均捐獻金額約為新台幣 2.35 百萬元。

表 3 政治獻金之敘述統計量

	所有捐款公司	上市樣本公司	上市樣本公司家數	上市樣本公司平均捐獻	2008 總統大選得票率
捐獻總額	\$1,130,284,770	\$267,730,000	114	\$2,348,508.77	
藍	\$633,285,180	\$164,830,000	83	\$1,985,903.61	
藍 (%)	56.03%	61.57%			58.45%
綠	\$496,999,590	\$102,900,000	69	\$1,491,304.35	
綠 (%)	43.97%	38.43%			41.55%

資料來源：作者自行整理。

依據公司政治獻金捐贈情形分為四類：泛藍派、泛綠派、兩派皆捐及無捐獻，首先瞭解不同政治獻金捐獻情形組群之公司特性，接著比較各組群於總統大選期間之異常報酬率表現，藉由單因子變異數分析 (One-way ANOVA)、Kruskal Wallis 檢定以及 LSD 多重比較法來比較組群間之差異。

表 4 顯示在有母數 F 檢定下四類政治獻金捐獻情形公司之市值並無顯著性差異存在 (F 值 =1.801 ; p 值 =0.146)，但在無母數統計檢定下則是有顯著差異 (X^2 值 =26.871 ; p 值 <0.001)；在公司之營業收入毛額與資產總額兩衡量公司規模之變數上的結果亦相同。由於無捐獻公司總計 556 家其組成成分過於複雜因此不予以考慮，僅比較泛藍派、泛綠派與兩派皆捐者，發現公司特性之大小順序皆為兩派皆捐 > 泛藍派 > 泛綠派，代表公司規模愈大者較能夠負擔愈高的政治獻金金額，才能夠同時捐予藍營以及綠營，而僅捐給藍營者之公司規模亦大於僅捐給綠營者，此正好與以董事關連性來區別政治立場之結果相互呼應 (表 1)。

表 4 政治獻金公司特性變異數分析與多重比較

政治關聯 類型	公司 家數	市值 (百萬元)	ANOVA F 值	Kruskal Wallis 檢定卡方值	多重比較	差值	LSD p 值
泛藍派	45	27,680	1.801 (0.146)	26.871*** (0.000)	泛藍派－泛綠派	15,614	0.525
泛綠派	31	12,066			泛藍派－兩派皆捐	-38,349	0.099*
兩派皆捐	38	66,029			泛藍派－無捐獻	-1,477	0.928
無捐獻	556	29,157			泛綠派－兩派皆捐	-53,962	0.034**
					泛綠派－無捐獻	-17,091	0.379
					兩派皆捐－無捐獻	36,872	0.037**

政治關聯 類型	公司 家數	營業收入 毛額	ANOVA F 值	Kruskal Wallis 檢定卡方值	多重比較	差值	LSD p 值
泛藍派	45	25,672,951	0.237 (0.871)	10.039** (0.018)	泛藍派－泛綠派	13,787,214	0.490
泛綠派	31	11,885,737			泛藍派－兩派皆捐	-1,776,515	0.925
兩派皆捐	38	27,449,466			泛藍派－無捐獻	1,288,572	0.923
無捐獻	556	24,384,379			泛綠派－兩派皆捐	-15,563,729	0.453
					泛綠派－無捐獻	-12,498,642	0.429
					兩派皆捐－無捐獻	3,065,087	0.831

政治關聯 類型	公司 家數	資產總額	ANOVA F 值	Kruskal Wallis 檢定卡方值	多重比較	差值	LSD p 值
泛藍派	45	50,366,692	0.314 (0.815)	27.536*** (0.000)	泛藍派－泛綠派	29,762,045	0.646
泛綠派	31	20,604,647			泛藍派－兩派皆捐	-8,708,245	0.887
兩派皆捐	38	59,074,937			泛藍派－無捐獻	-16,658,203	0.698
無捐獻	556	67,024,895			泛綠派－兩派皆捐	-38,470,290	0.567
					泛綠派－無捐獻	-46,420,248	0.365
					兩派皆捐－無捐獻	-7,949,958	0.864

資料來源：作者自行整理。

說明：括弧內數值為 p 值，*** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.10$ 。

由表 5 得知，泛藍派與兩派皆捐的公司於總統大選後第一個交易日之 ARs 皆顯著為正；在 ANOVA 分析與 Kruskal Wallis 檢定下，四種政治獻金捐贈情形之 ARs 有顯著性差異存在，且在 LSD 多重比較下兩派皆捐與泛藍派公司之 ARs 皆顯著高於無捐獻公司。在 CAR(-5,+5) 方面，泛綠派、兩派皆捐與無捐獻公司之 CARs 皆顯著為正；然而，整體的 ANOVA F 檢定與 Kruskal Wallis 檢定卡方值皆未達顯著水準，但由 LSD 多重比較發現兩派皆捐者之 CARs 顯著大於泛藍派公司與無捐獻公司。

表 5 政治獻金異常報酬率變異數分析與多重比較

政治關聯 類型	公司 家數	AR+0	ANOVA F 值	Kruskal Wallis 檢定卡方值	多重比較	差值	LSD p 值
泛藍派	45	0.582* (0.066)	3.453** (0.016)	11.126** (0.011)	泛藍派－泛綠派	0.348	0.529
泛綠派	31	0.234 (0.609)			泛藍派－兩派皆捐	-0.331	0.525
兩派皆捐	38	0.913** (0.012)			泛藍派－無捐獻	0.713	0.053*
無捐獻	556	-0.131 (0.199)			泛綠派－兩派皆捐	-0.679	0.236
					泛綠派－無捐獻	0.365	0.404
					兩派皆捐－無捐獻	1.044	0.009***
政治關聯 類型	公司 家數	CAR (-5,+5)	ANOVA F 值	Kruskal Wallis 檢定卡方值	多重比較	差值	LSD p 值
泛藍派	45	1.257 (0.136)	1.762 (0.153)	2.702 (0.440)	泛藍派－泛綠派	-1.131	0.479
泛綠派	31	2.388* (0.069)			泛藍派－兩派皆捐	-2.847	0.059*
兩派皆捐	38	4.104*** (0.003)			泛藍派－無捐獻	-0.338	0.750
無捐獻	556	1.595*** (0.000)			泛綠派－兩派皆捐	-1.716	0.301
					泛綠派－無捐獻	0.793	0.530
					兩派皆捐－無捐獻	2.509	0.029**

資料來源：作者自行整理。

說明：括弧內數值為 p 值，*** $p < 0.01$ ；** $p < 0.05$ ；* $p < 0.10$ 。

(三) 公司型態及其對政商關係需求

模型一採用卜瓦松迴歸模式對公司型態與公司對政商關係需求程度之間的關係進行分析，以聘任具有政治背景董事人數為被解釋變數，政治背景董事為獨立董事的人數、公司所屬產業、公司規模、公司績效、公司成長機會與平均董事薪酬為解釋變數，結果如表 6。

表 6 模型一之迴歸結果

自變數	預期方向	模型一	
		1-1(N=670)	1-2(N=462)
常數	N/A	-3.268*** (0.000)	-3.630*** (0.000)
<i>IndepDirector#</i>	?	0.819*** (0.000)	0.914*** (0.000)
<i>Industry</i>	+	0.256* (0.078)	0.216 (0.225)
<i>SIZE</i>	+	0.263*** (0.000)	0.253*** (0.000)
<i>ROA</i>	-	-0.026*** (0.000)	-0.029** (0.020)
<i>MB</i>	?	-0.046 (0.369)	-0.076 (0.430)
<i>Compensation</i>	?		0.072 (0.341)
Deviance		580.537	393.565
Log Likelihood		-499.048	-336.589
Akaike's Information Criterion (AIC)		1010.096	687.178
Bayesian Information Criterion (BIC)		1037.139	716.127
Omnibus Likelihood Ratio Chi-Square		145.395*** (0.000)	117.555*** (0.000)

資料來源：作者自行整理。

說明：1. 括弧內數值為 p 值，*** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.10$ 。

2. 「+」表示預期自變數與因變數有正向關係、「-」表示預期自變數與因變數有負向關係、「？」表示預期自變數與因變數關係之正負方向不確定。

模型 1-1 為未包含平均董事薪酬變數之迴歸模式 (N=670)，實證結果發現公司聘任具政治背景董事人數與公司聘任具政治背景獨立董事人數、產業與公司規模呈顯著正向關係，代表公司多是看中政治背景人士之專業能力，邀請他們進入公司擔任獨立董事的職位，以期能夠立於客觀公正立場保護公司利益，例如在公司決定經營策略時，就可以運用具政治背景董事之經驗與知識提出具附加價值之建議，或運用其政治人脈網絡以獲得額外的政治資源，降低委託—代理問題所產生的風險 (Getz 1993a; 1993b; 2002; Keim and Baysinger 1988)。在產業別方面，研究結果證實易受到政府規章、政策與管制影響的產業別公司（營建、金融、電信、運輸與油電燃氣業）的確會去聘任較多有政治背景的人為董事，或許是希望藉由政商關係之管道為其爭取到較有利的地位與競爭優勢，此應證文獻探討提到的競租理論 (Krueger 1974; Stigler 1971; Tullock 1980)、資源依賴理論 (Baysinger 1984; Getz 2002; Kotter 1979; Schuler and Rehbein 1997) 及制度理論 (DiMaggio and Powell 1983; Meyer and Rowan 1977; Oliver 1991) 的說理。公司規模亦與公司政商關係需求程度呈正相關，此與陳佳斌（2002）之研究結果相同，公司規模愈大，董事會中有政治背景董事人數也會相對增加。另外，公司績效與公司聘任具政治背景董事人數則呈顯著負向影響，意味著公司績效愈差就會聘任愈多政治董事，以期能夠透過政商關係之經營取得各項資源或特權，以達到改善績效之目的。

模型 1-2 則是將平均董事薪酬變數加入討論，由於部分公司之平均董事薪酬數值有所欠缺，故僅考慮資料完全之樣本公司 (N=462)。從結果可以發現，除了產業變數變得不顯著外，其餘變數大致上與模型 1-1 之結果相似，而平均董事薪酬變數與公司聘任具政治背景董事人數則亦無顯著相關，代表公司邀請政治人物參與企業經營並非皆淪為酬庸性質。⁶

（四）企業價值之多元迴歸分析

模型二是以事件窗口 (-5,+5) 的累積異常報酬率作為應變數，公司董事背景、政治獻金、產業、公司規模、淨值市價比以及價格動能為自變數，利用多元迴歸模型探討在 2008 總統大選期間，公司不同的政治立場與公司特性對公司股東財富的影響與差異性。由於所有模型之每一變數的 VIF 值均小於 10，並沒有共線性的問題產生，因此無需對模型作修正。

表 7 為累積異常報酬與自變數及控制變數的迴歸結果。在模型 2-1 中，主要是測試公司董事的政治背景對累積異常報酬的影響力，我們可以發現虛擬變數 BD_1 及 BD_2 皆與公司股東財富呈現負向效果，符合原預期方向。 $CARs$ 與董事背景 BD_1 及 BD_2 變數呈顯著負

⁶ 由於公司聘任具政治背景董事人數與績效之間可能存在內生性問題，故本研究亦利用二階段最小平方方法進行檢測，其結果與卜瓦松迴歸分析相同。

向關係，即當公司董事政治立場與總統大選勝選黨派相同時，其公司股東財富增加的幅度會是最大的，政治立場與敗選黨派相同的公司則是表現最差的，而兩派皆有支持者的公司或是無任何政黨色彩者之累積異常報酬則介於前述兩者之間，此符合競租、資源依賴及制度等理論。

表 7 模型二之迴歸結果 (N=670)

自變數	預期方向	模型二	
		2-1	2-2
常數	N/A	2.352 (0.281)	2.067 (0.322)
<i>Industry</i>	+		5.015*** (0.000)
<i>SIZE</i>	+	0.030 (0.876)	-0.155 (0.410)
<i>BM</i>	+	0.930 (0.152)	1.089* (0.080)
<i>Momentum</i>	+	7.756*** (0.000)	6.554*** (0.000)
<i>BD₁</i>	-	-4.798*** (0.003)	-3.568** (0.024)
<i>BD₂</i>	-	-1.694** (0.023)	-0.742 (0.306)
<i>DNblue\$</i>	?	-0.005 (0.281)	-0.002 (0.567)
<i>DNgreen\$</i>	?	-0.009 (0.218)	-0.011 (0.144)
<i>BD₁ × DNblue\$</i>	?	-0.052 (0.700)	-0.045 (0.727)
<i>BD₂ × DNblue\$</i>	?	0.001 (0.902)	0.000 (0.950)
<i>BD₁ × DNgreen\$</i>	?	0.028* (0.071)	0.031** (0.039)
<i>BD₂ × DNgreen\$</i>	?	0.020** (0.037)	0.019** (0.043)
F-value		7.097*** (0.000)	12.214*** (0.000)
Adjusted R-squared		9.112%	16.747%

資料來源：作者自行整理。

說明：1. 括弧內數值為 p 值，*** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.10$ 。

2. 「+」表示預期自變數與因變數有正向關係、「-」表示預期自變數與因變數有負向關係、「？」表示預期自變數與因變數關係之正負方向不確定。

值得注意的是，在交互作用項方面，董事政治背景的虛擬變數 BD_1 、 BD_2 與公司政治獻金捐給綠營金額 $DNgreen\$$ 的交互作用項 ($BD_1 \times DNgreen\$$ 與 $BD_2 \times DNgreen\$$) 皆呈顯著正向結果。假設公司特性 (即市值、淨值市價比、價格動能變數) 不變情況下，若公司董事屬於泛綠派且又捐贈政治獻金給予綠營，其累積異常報酬率會與董事偏泛藍派立場之公司相差 $-4.798+0.028 DNgreen\$$ ，模型 2-2 下則相差 $-3.568+0.031 DNgreen\$$ 。兩模型變數的係數皆為正，意味著當董事泛綠派公司捐給綠營的錢愈多時，則 CARs 往上提拉的力量就愈強，本研究推測可能是因為台灣散戶多，比重高達 70%，且選民常常會非理性地支持政黨，即使綠營敗選，仍會對董事偏綠且又捐贈政治獻金之公司給予支持，因此即使 CARs 是負的，也有這股力量來支撐。而對董事沒有偏屬任何黨派且將政治獻金捐給綠營的公司來說，累積異常報酬與董事泛藍派公司相差 $-1.694+0.020 DNgreen\$$ ，而於模型 2-2 中則相差 $-0.742+0.019 DNgreen\$$ ，似乎也代表著存在 CARs 向上提升的力量。然而，由於歸屬於其他類的公司高達 537 家，且該類公司包含多位董事分屬不同黨派、董事無黨籍或董事完全無任何政商關係等類型，若公司裡多位不同黨派之董事其藍綠比例會產生互相拉扯的力量，再加上政治捐獻對象與金額多寡不同等因素，其構成了很多可能且複雜的情況，究竟促使 CARs 向上推升的力量是如何交織而成，這方面的實證研究有其困難度，故並未在本研究中進一步分析。

二、聘任具政治關聯性董事進入董事會之宣告效果分析

前一節利用 2008 總統大選檢驗有政商關係之企業對於公司價值的影響性，本節將利用另一檢測方法探究政治關聯性對於公司股票報酬影響之變動情形。首先針對各家上市公司選任具有政治背景之董事進入董事會的日子為事件日，利用單變量分析探討不同政治派系與特殊政官經驗之董事的聘任宣告效果是否有顯著的差異，並且建構配對樣本進行檢定，即將原始樣本與同公司但無政治關聯性的董事作相互比較，以檢定具政治背景的董事是否會為公司股東創造較高的財富效果。最後使用多元迴歸分析觀察董事政治背景與特殊政官經驗是否會對公司價值帶來影響。

(一) 單變量分析

首先，以事件研究法，選擇聘任具政治關聯性之董事為事件，所求得的累積異常報酬 $CAR(0,+1)$ 依政治關聯類型利用單變量分析作比較，結果如表 8 所示。

就全部樣本而言，樣本數共計 119 筆，其投資組合的累積異常報酬率，在顯著水準 5% 下呈現顯著。可知聘任具政商關係之董事的資訊具有正面價值，顯現投資大眾認為公司建立政商關係後可能會對公司未來有所助益。

表 8 聘任具政治關聯性董事宣告效果之單變量分析

政治關聯類型	樣本數	CAR(0,+1)(%)	差值	T 檢定	Mann-Whitney 檢定
所有樣本	119	0.873** (0.019)			
Panel I. 董事政治背景					
偏藍派 (A)	62	0.859* (0.064)	0.522	0.365 (0.719)	-0.300 (0.765)
偏綠派 (B)	18	0.337 (0.807)			
Panel II. 具政治背景之董事為第一次被聘任進入董事會或已有兩次以上被聘任之經驗					
首次受聘 (C)	90	0.734* (0.085)	-0.569	-0.665 (0.507)	-0.439 (0.660)
受聘二次以上 (D)	29	1.303* (0.093)			
Panel III. 具政治背景之董事過去是否曾擔任過高層官階職位					
高層官階 (E)	45	0.957 (0.137)	0.136	0.179 (0.858)	-0.197 (0.844)
非高層官階 (F)	74	0.821* (0.072)			
Panel IV. 聘任時與執政黨是否同屬同一黨派					
同一黨派 (G)	22	0.449 (0.695)	-0.580	-0.544 (0.588)	-0.458 (0.647)
非同一黨派 (H)	54	1.029** (0.046)			
Panel V. 配對樣本之宣告效果比較					
原始樣本 (A)	66	0.888 (0.117)	1.662	2.036** (0.046)	-2.035** (0.042)
配對樣本 (B)	66	-0.774* (0.096)			

資料來源：作者自行整理。

說明：括弧內數值為 p 值，*** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.10$ 。

本研究進一步依照政治關聯性分為四類型討論。就表 8 Panel I 所示，針對董事所屬黨派分為偏藍派與偏綠派兩群，無論聘任泛藍派或泛綠派董事，其 CAR(0,+1) 皆為正，但只有聘任泛藍派董事的公司有顯著的累積異常報酬。

由表 8 的 Panel II 可知，等值加權投資組合下的首次受聘與已有兩次以上被聘任經驗者之 CAR(0,+1) 皆呈現顯著為正的情形，但統計檢定顯示兩者之間的差異並不顯著。表示投資人對於具政治背景人士進入董事會持正面看法，無論其過去是否曾擔任過其他公司之

董事，投資人皆認為有政治背景人士的加入將會為公司帶來獲取利益的機會。

表 8 的 Panel III 為具政治背景之董事過去曾擔任過高層官階職位與否之平均累積異常報酬率比較結果。高層官階及非高層官階組皆有正的平均累積異常報酬率，雖然高層官階組的 CARs 大於非高層官階組之 CARs，但只有非高層官階組之平均 CARs 顯著異於零，而兩組平均 CARs 並無顯著差異。

從表 8 的 Panel IV 可以發現，當卸任官員被選任進入公司董事會時，其所屬黨派若與時任總統非屬同一政黨，其宣告效果會是顯著為正的結果，若同屬同一政黨則不顯著異於零。此和 Goldman、Rocholl 與 So (2008) 以卸任官員被選任為董事時與當時白宮 / 參議院執政黨為同一政黨與否之實證結果相同。本研究認為在台灣，投資人之所以樂於看到公司與在野黨建立政商關係，可能是因為投資人認為公司邀請在野黨董事參與企業經營是看上其所具備的專業能力能為公司帶來加值作用，故投資人肯定此種政治投資方式。

(二) 配對樣本

為確定同一公司聘任其他毫無政治關聯性的董事進入董事會時，並不會產生類似的宣告效果，本研究建構配對樣本進行比較。配對樣本的選擇是以同一公司其他無任何政商關係之董事且其聘任時間與原始樣本董事之聘任時間差距 (-3,+3) 年以內者，才將其納入樣本，若沒有相符合的配對樣本，則將原始樣本一併刪除，故篩選過後的配對樣本與原始樣本皆各為 66 筆。

表 8 的 Panel V 列示配對樣本宣告效果之比較結果，顯示配對樣本其平均累積異常報酬皆呈現顯著負向關係。除此之外，在成對樣本 T 檢定與 Wilcoxon 符號等級檢定下，原始樣本平均累積異常報酬皆顯著優於配對樣本，*p-value* 皆小於 0.05。檢定結果證明公司聘任具政治關聯性之董事與否會對公司之股票異常報酬產生顯著性的差異；亦即若聘任的董事不具政治關聯性，則股票市場不會有正向反應。

(三) 多元迴歸分析

表 9 為模型三之迴歸分析結果，應變數為事件窗口 (0,+1) 的累積異常報酬率，自變數則是公司特性、董事政治背景與特殊政官經驗變數。迴歸估計結果顯示，所有有關董事政治背景與特殊政官經驗的變數皆無法拒絕其值等於零，整個模型中僅有公司特性變數：公司績效 (ROA) 與價格動能 (Momentum) 兩變數對公司聘任具政治關聯性董事進入董事會之宣告效果有顯著性的負向影響。亦即當公司績效愈差時，投資人對於公司聘任具政治背景董事的消息會產生較大的正面反應，可能是因為投資人認為公司可以藉由政商關係之建立從中獲取較多的利益，如享有較優惠的稅率 (Adhikari, Derashid, and Zhang 2006)、以較低

表 9 模型三之迴歸結果 (N=119)

自變數	預期方向	模型三
常數	N/A	2.187 (0.416)
<i>ROA</i>	-	-0.353*** (0.007)
<i>SIZE</i>	+	-0.118 (0.616)
<i>BM</i>	+	0.511 (0.418)
<i>Momentum</i>	+	-3.363** (0.020)
<i>BD₁</i>	-	-1.596 (0.365)
<i>BD₂</i>	-	2.129 (0.312)
<i>IndepDirector</i>	?	0.214 (0.805)
<i>Party₁</i>	?	-0.422 (0.799)
<i>Party₂</i>	?	-1.965 (0.421)
<i>Order</i>	?	0.279 (0.463)
<i>Position</i>	+	-0.138 (0.876)
F-value		2.805*** (0.003)
Adjusted R-squared		14.402%

資料來源：作者自行整理。

說明：1. 括弧內數值為 p 值，*** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.10$ 。

2. 「+」表示預期自變數與因變數有正向關係、「-」表示預期自變數與因變數有負向關係、「？」表示預期自變數與因變數關係之正負方向不確定。

的資金成本募得資金 (Leuz and Oberholzer-Gee 2006)、取得高市佔率 (Faccio 2006) 等，因此投資人對此消息表示樂觀因而給予較高的評價；而對績效較好的公司來說，投資人可能認為公司本身就已經具備足夠的實力維持企業整體營運水準，而不需要依靠政商關係，因此對消息的反應不如績效差之公司大。在價格動能方面，動能對於公司公布聘任具政治背景董事之消息期間的 CARs 呈現負面影響，也就是當動能效果愈佳，CARs 會愈低。價格動能在此是指，相對於市場而言，公司在宣告事件前三個月股價的動能，在上升（下降）

趨勢中若持續 (persistence) 上升 (下降)，則價格加速上漲 (下跌)。同理，在上升 (下降) 趨勢中若喪失動能，則價格減速上漲 (下跌)，股價則有反轉 (reversal) 趨勢。台灣股市由於散戶投資者居多數，敏感性較強，投資人會對由市場取得的資訊過度自信或是在市場中跟隨法人操作進行追漲殺跌策略，造成價格追漲殺跌的速度較迅速，很快就會超過股票的合理價位。當價格愈快超過合理價位時，也就會愈快反轉。投資人可利用此股價的不規則現象，形成交易策略以賺取超額利潤。

由以上迴歸結果得知，投資人對於公司邀請政治人物進入董事會消息的看法受公司特性之影響較董事過去政治背景與特殊政官經驗要大。

伍、結論與建議

本研究以民國 73 年 2 月至民國 97 年 1 月於台灣證券交易所掛牌上市的公司為研究樣本，針對公司政治立場色彩與企業價值之間的關聯性進行實證分析。首先以卜瓦松迴歸分析聘任政治董事人數與公司特性之間的關係，接著以「2008 總統大選」與「公司聘任具政治背景董事之宣告」為研究事件，透過事件研究法，探討事件的發生是否會造成政治立場色彩不同的企業在股票市場上產生不同的異常報酬表現，並且以多元迴歸分析更深入地探討公司建立不同黨派之政商關係對企業價值的影響。實證結果歸納如下：

一、公司聘任政治董事人數與公司特性

公司聘任具政治背景董事人數與公司聘任具政治背景獨立董事人數呈顯著正向關係，代表公司多是看中政治背景人士之專業能力，邀請他們進入公司擔任獨立董事的職位，以期能夠立於客觀公正立場保護公司利益，降低委託—代理問題所產生的風險。在產業別方面，研究結果證實易受到政府規章、政策與管制影響的產業別公司（營建、金融、電信、運輸與油電燃氣業）的確會去聘任較多有政治背景的人為董事，可能是希望藉由政商關係之管道為其爭取到較有利的地位與競爭優勢，此符合競租、資源依賴及制度等理論。公司規模亦與公司政商關係需求程度呈正相關，代表公司規模愈大，董事會中政治董事人數也會相對增加。在公司績效方面，則呈顯著負向影響，意味著公司績效愈差就會聘任愈多政治董事，期望能夠透過政商關係之經營取得各項資源或特權達到改善績效之目的。

二、公司政治立場色彩對企業價值的影響

(一) 以「2008 總統大選」為事件

此部分之公司整體政治立場主要根據公司董事個人之政治色彩與政治獻金捐贈對象兩

種判別方式來做區分，前者將所有公司分為泛藍派、泛綠派或其他類，後者則分為僅捐藍、僅捐綠、兩派皆捐與無捐獻。實證結果發現，當藍營贏得 2008 總統大選勝利時，董事泛藍派公司具有勝選行情，在股票市場上產生顯著正向累積異常報酬；而敗選的綠營，則使得董事泛綠派公司呈現落選行情，對公司股價產生負向影響。在政治獻金方面，無論公司是否有捐贈政治獻金其累積異常報酬皆為正向結果，其中，藍營與綠營皆有捐贈之公司累積異常報酬顯著大於僅捐給藍營之公司。另外，在考慮董事政治背景與政治獻金捐獻金額之間的交互作用後，發現公司董事屬於泛綠派且又捐贈政治獻金給綠營或是董事沒有偏屬任何黨派且將政治獻金捐給綠營者，皆出現 CARs 往上提拉的力量，對於前者的結果，本研究認為可能是因為台灣散戶多且選民常會非理性地支持政黨，即使綠營敗選，仍會對董事偏綠且又捐贈政治獻金之公司給予支持；而對於後者來說，因為研究樣本中歸屬於其他類的公司高達 537 家，且該類成分複雜，包含公司多位董事分屬不同黨派、董事無黨籍或董事完全無任何政商關係等類型，若再加上政治捐獻對象與金額多寡不同等因素之影響，要區分出 CARs 向上提拉的力量是由何者推升而成的有其困難度。

（二）以「公司聘任具政治背景董事之宣告」為事件

在具政治背景董事進入董事會之宣告效果方面，當公司公布聘任泛藍派董事消息時，公司股價出現顯著正向的異常報酬，而公司聘任泛綠派董事之宣告，在股價反映上則沒有顯著的異常報酬發生，然而，在檢定兩者之差別時，統計結果並不顯著。觀察首次受聘與已有兩次以上被聘任經驗者之 CARs，皆呈顯著為正的結果且兩者之間並無顯著差異，表示投資人對於無論有無董事經驗之政治背景人士進入董事會皆相當看好。在政治背景董事過去是否曾擔任過高層官階職位方面，發現非高層官階組之 CARs 呈顯著正向關係，高層官階組則不顯著異於零，但兩者間仍無顯著性差異。而當卸任官員被選任進入公司董事會時，其所屬黨派若與時任總統非屬同一政黨，其宣告效果會是顯著為正的結果，若同屬同一政黨反而不顯著異於零，本研究認為投資人之所以樂於看到公司與在野黨建立政商關係，可能是因為投資人認為公司聘任在野黨董事參與企業經營是看上其所具備的專業能力為公司帶來的整體效益，故對這種政治投資方式表示贊同。此外，本研究另建構配對樣本進行比較，即對照同一公司其他無政商關係董事之宣告效果是否與聘任具政商關係董事之結果相同，實證結果證明公司聘任具政治關聯性董事會為公司帶來比無政商關係董事高之股票異常報酬。

經由實證分析結果，發現公司聘任具政治背景相對於無任何政商關係的董事會對公司價值產生顯著性的差異。因此對公司管理當局來說，當其決定要聘任董事時，可以將研究結果中提到對公司價值有實質正面提昇之因素納入考量，藉由這些具有政治經驗的董事們，幫助企業能夠更及時作出正確且適合的決策，對企業營運將是一大助力，進而可為公

司帶來顯著性的利益。再者，由 2008 總統大選期間之股票市場反應可以發現，若在選舉前市場即有選舉結果一面倒或結果預測性高的情形發生時，選舉行情就有提前反應的可能性發生。就敗選黨派公司來說，在總統大選選舉前股價即有負向反應，然而到了總統大選後的第二個交易日即開始呈現往上攀升的情勢，此有可能是馬政府上台將有助於兩岸經貿發展進而使企業受惠所導致的結果，因此敗選行情並沒有持續太久隨即往上拉升；而勝選黨派公司雖在選前表現平平，但與所有樣本比較後，發現其表現在整體中仍算不錯的，直到選舉結果揭曉後的第一個交易日才出現勝選行情。因此對投資人來說，可以提前買進勝選黨派公司的股票，享受勝選行情所帶來的股票異常報酬。從以上研究結果，建議投資人可以將整體市場表現加以評估，並且將勝選黨派上台後會為企業帶來的效益加以考慮後，作出適當的投資決策，從中賺取短期利益。

對後續研究者的建議，首先由於《政治獻金法》於民國 93 年 3 月 31 日才開始實施，目前僅能查得 2008 年總統大選藍綠兩大陣營候選人的政治獻金資料，因此本研究僅就第十二屆總統大選進行研究，建議後續研究者待政治獻金法實行一段時間後，資料較充足且正確性提高後，可擴大研究樣本至多屆總統大選或是衍伸出其他議題來討論，則可更加全面瞭解政治獻金與公司價值之間的關係。其次，建議後續者可將研究期間拉長後加入政黨輪替與否來討論，檢驗此因素是否會對不同政治派系公司之公司價值產生不同的影響。除此之外，本研究實證第二部分的樣本並未包含同一間公司有兩個以上具政治背景之董事於同一天當選者，後續研究者可進一步探討不同數量政治背景董事當選之事件宣告效果是否會有差異，並考慮其同屬或分屬不同政黨意義是否也有不同。最後，本研究未考慮整體經濟與產業間的景氣循環變動因素，建議後續研究者若將研究期間拉長，則可就此因素加以檢驗。

* * *

投稿日期：99.09.14；修改日期：99.12.08；接受日期：100.03.18

參考文獻

I. 中文部分

- 王鼎銘，2007，〈臺灣政治獻金法及參選人政治獻金資料之實證研究〉，《選舉研究》，14(2): 121-144。
- (Wang, Ting-ming. 2007. "The Empirical Study on Taiwan's Political Donations Act and Candidates' Political Donation Data." *Journal of Electoral Studies* 14(2): 121-144.)
- 朱雲漢，1995，〈如何面對民主時代政商關係的挑戰〉，《國家政策雙週刊》，103: 12-14。
- (Chu, Yun-han. 1995. "How to Face the Challenges of Business-Government Relations in the Democratic Era." *National Policy Dynamic Analysis* (biweekly) 103: 12-14.)
- 李宗榮，2007，〈在國家權力與家族主義之間：企業控制與臺灣大型企業間網絡再探〉，《臺灣社會學》，13: 173-242。
- (Li, Tsung-jung. 2007. "Between the State Power and Familism: The Network between Corporate Control and Large-Scale Enterprises." *Taiwanese Sociology* 13:173-242.)
- 周明徹，2005，〈政商關係對企業價值的影響〉，清華大學經濟學系碩士學位論文。
- (Chou, Ming-che. 2005. "The Influence of Business-Government Relations on Firm Value." Master's thesis. National Tsing Hua University.)
- 周陽山，1988，〈民主化、自由化與威權轉型——國際經驗的比較〉，《中山學術論叢》，8: 79-93。
- (Chou, Yang-sun. 1988. "Democratization, Liberation and Transition from Authoritarianism: An International Comparative Perspective." *Journal of Sun Yat-senism* 8: 79-93.)
- 徐瑞希，1991，《政商關係解讀》，台北：遠流。
- (Hsu, Jui-his. 1991. *The Analysis of Business-Government Relations*. Taipei: Yuan-Liou.)
- 張玉山、李淳，2001，〈全球化、自由化與公用事業的再管制架構：以電業為例〉，知識經濟與政府施政學術研討會，4月14日，台北：政治大學公企中心。
- (Chang, Yue-shan, and Roy Chun Lee. 2001. "The Reregulation Structure of Globalization, Liberalization and Public Utilities: An Example of Electricity Power Industry." Presented at the Conference on Knowledge-Based Economy and Government, Taipei.)
- 張清溪，2001，《黨營事業之研究》，計畫編號：NSC89-2415-H002-017，台北：行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告。
- (Chang, Ching-chi. 2001. "Research on Party-Owned Enterprises." NSC89-2415-H002-017.)

- Taipei: National Science Council Research Project Report.)
- 張琬喻，2005，〈政商網絡的建立必然使企業獲利嗎？〉，《管理學報》，22(2): 155-172。
- (Jang, Woan-yuh. 2005. "Do Business Enterprises Necessarily Profit from the Linkages of Political Network?" *Journal of Management* 22(2): 155-172.)
- 曹吟華，2008，〈探討政商關係與公司績效、治理及獲取利益之關係〉，中山大學財務管理學系碩士學位論文。
- (Tsao, Yn-huah. 2008. "The Relationships among the Political Connections、Firm Performance, Corporate Governance and Benefits." Master's thesis. National Sun Yat-sen University.)
- 郭承天，2009，〈後現代政治經濟學與新制度論〉，《社會科學論叢》，3(2): 2-30。
- (Kuo, Cheng-tian. 2009. "Post-Modern Political Economy and New Institutionalism." *Social Science Review* 3(2): 2-30.)
- 陳佳斌，2002，〈董事會之政治角色：以 100 家上市公司為例〉，中山大學財務管理學系碩士學位論文。
- (Chen, Chia-ping. 2002. "The Political Directors in Board —The Evidence of 100 Firms Listed in Taiwan Stock Exchange." Master's thesis. National Sun Yat-sen University.)
- 陳明通，1992，〈臺灣地區政商關係之演變〉，《國家政策雙週刊》，37: 3-5。
- (Chen, Ming-tong. 1992. "The Evolution of Business-Government Relations in Taiwan." *National Policy Dynamic Analysis* (biweekly) 37: 3-5.)
- 陳東升，1995，〈金權城市：地方派系、財團與台北都會發展的社會學分析〉，台北：巨流。
- (Chen, Dung-sheng. 1995. *The City of Money and Power: A Sociological Analysis of Local Factions, Consortium and Taipei Metropolitan Development*. Taipei: Chu-Liou.)
- 陳東升、周素卿，1993，〈國家結構、政商關係與空間形構〉，《國立台灣大學社會學刊》，22: 149-183。
- (Chen, Dung-sheng, and Sue-ching Jou. 1993. "State Structure, Business-Government Relations and Space Formation." *Taiwanese Journal of Sociology* 22: 149-183.)
- 陳錦輝，1991，〈編輯室報告〉，載於《政商關係解讀》，徐瑞希主編，台北：遠流。
- (Chen, Chin-hui. 1991. "Report from the Editorial Room." In *The Analysis of Business-Government Relations*, ed. Jui-his Hsu. Taipei: Yuan-Liou.)
- 黃秀端，1998，〈金權政治和立法院的財政、經濟與交通委員會〉，計畫編號：NSC85-2417-H031-001，台北：行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告。
- (Hawang, Shiow-duan. 1998. "Timocracy and Finance, Economics and Transportation

- Committees.” NSC85-2417-H031-001. Taipei: National Science Council Research Project Report.)
- 劉阿榮，1996，〈戰後臺灣政商關係之演變——理論架構與經驗意涵〉，《中大社會文化學報》，3: 1-10。
- (Liu, A-ron. 1996. “The Evolution of Business-Government Relations in the Post-War Taiwan.” *Journal of Culture and Society* 3: 1-10.)
- 蕭全政，1995，《政治與經濟的整合》，高雄：麗文文化。
- (Shiau, Chyuan-jeng. 1995. *The Combination of Politics and Economics*. Kaohsiung: Liwen.)
- 饒芳綾，2000，〈我國集團企業進入特許行業合作關係之分析〉，中山大學企業管理學系碩士論文。
- (Jao, Fang-ling. 2000. “Analysis of Cooperative Relationships between Taiwan Business Groups in Licensed Industries.” Master’s thesis. National Sun Yat-sen University.)

II. 英文部分

- Adhikari, Ajay, Chek Derashid, and Hao Zhang. 2006. “Public Policy, Political Connections, and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia.” *Journal of Accounting and Public Policy* 25(5): 574-595.
- Ball, Ray, and Ross Watts. 1979. “Some Additional Evidence on Survival Biases.” *Journal of Finance* 34(1): 197-206.
- Baysinger, Barry D. 1984. “Domain Maintenance as an Objective of Business Political Activity: An Expanded Typology.” *The Academy of Management Review* 9(2): 248-258.
- Carhart, Mark M. 1997. “On Persistence in Mutual Fund Performance.” *Journal of Finance* 52: 57-82.
- Collins, Daniel W., and S. P. Kothari. 1989. “An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients.” *Journal of Accounting and Economics* 11: 143-182.
- Cooper, Michael J., Huseyin Gulen, and Alexei V. Ovtchinnikov. 2008. “Corporate Political Contributions and Stock Returns.” University of Utah. Working Paper.
- Daniel, Kent, and Seridan Titman. 1997. “Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns.” *Journal of Finance* 52: 1-33.
- de Jouvenel, Bertrand. 1957. *Sovereignty: An Inquiry into the Political Good*. Chicago, IL: University of Chicago Press.

- de Montchrétien, Antoine. [1615] 1889. *Treatise on Political Economy*, ed. Th. Funck-Bretano. Paris: Plon.
- DiMaggio, Paul J., and Walter W. Powell. 1983. "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields." *American Sociological Review* 48(2): 147-160.
- Faccio, Mara. 2006. "Politically Connected Firms." *American Economic Review* 96(1): 369-386.
- Faccio, Mara, Ronald W. Masulis, and John J. McConnell. 2006. "Political Connections and Corporate Bailouts." *Journal of Finance* 61: 2597-2635.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1993. "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds." *Journal of Financial Economics* 33: 3-56.
- Fisman, Raymond. 2001. "Estimating the Value of Political Connections." *The American Economic Review* 91(4): 1095-1102.
- Getz, Kathleen A. 1993a. "Corporate Political Tactics in a Principal-Agent Context: An Investigation in Ozone Protection Policy." In *Research in Corporate Social Performance and Policy*, ed. James E. Post. Greenwich, CT: JAI.
- , 1993b. "Selecting Corporate Political Tactics." In *Corporate Political Agency: The Construction of Competition in Public Affairs*, ed. Barry M. Mitnick. Newbury Park, CA: Sage.
- , 2002. "Public Affairs and Political Strategy: Theoretical Foundations." *Journal of Public Affairs* 1(4): 305-329.
- Goldman, Eitan, Jörg Rocholl, and Jongil So. 2008. "Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?" *The Review of Financial Studies* 22(6): 2331-2360.
- , 2009. "Political Connections and the Allocation of Procurement Contracts." Indiana University. Working Paper.
- Hillman, Amy J., and Michael A. Hitt. 1999. "Corporate Political Strategy Formulation: A Model of Approach, Participation, and Strategy Decisions." *The Academy of Management Review* 24(4): 825-842.
- Jayachandran, Seema. 2006. "The Jeffords Effect." *Journal of Law and Economics* 49: 397-425.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman. 1993. "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency." *Journal of Finance* 48: 65-91.
- Keim, Gerald, and Barry Baysinger. 1988. "The Efficacy of Business Political Activity: Competitive Considerations in a Principal-Agent Context." *Journal of Management* 14(2):

- 163-180.
- Knight, Brian G. 2006. "Are Policy Platforms Capitalized into Equity Prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election." *Journal of Public Economics* 90: 751-773.
- Kotter, John P. 1979. "Managing External Dependence." *Academy of Management Review* 4(1): 87-92.
- Krueger, Anne O. 1974. "The Political Economy of the Rent-Seeking Society." *The American Economic Review* 64(3): 291-303.
- Leuz, Christian, and Felix Oberholzer-Gee. 2006. "Political Relationships, Global Financing, and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia." *Journal of Financial Economics* 81: 411-439.
- Meyer, John W., and Brian Rowan. 1977. "Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony." *American Journal of Sociology* 83(2): 340-363.
- Oliver, Christine. 1991. "Strategic Response to Institutional Processes." *Academy of Management Review* 16(1): 145-179.
- Roberts, Brian E. 1990. "A Dead Senator Tells No Lies: Seniority and the Distribution of Federal Benefits." *American Journal of Political Science* 34(1): 31-58.
- Schuler, Douglas A., and Kathleen Rehbein. 1997. "The Filtering Role of the Firm in Corporate Political Involvement." *Business and Society* 36(2): 116-139.
- Smith, Clifford W., and Ross L. Watts. 1992. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies." *Journal of Financial Economics* 32: 263-292.
- Stigler, George J. 1971. "The Theory of Economic Regulation." *The Bell Journal of Economics and Management Science* 2(1): 3-21.
- Suchman, Mark C. 1995. "Localism and Globalism in Institutional Analysis: The Emergence of Contractual Norms in Venture Finance." In *The Institutional Construction of Organizations*, eds. Richard Scott and Søren Christensen. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Tullock, Gordon. 1980. "Efficient Rent-Seeking." In *Toward a Theory of the Rent-Seeking Society*, eds. James M. Buchanan, Robert D. Tollison, and Gordon Tullock. College Station, TX: Texas A&M University Press.
- Zucker, Lynne G. 1987. "Institutional Theories of Organization." *Annual Review of Sociology* 13: 443-464.

Do Directorate Political Connections and/or Political Donations Affect Firm Value?

Woan-yuh Jang^{*} · Kai-wen Chang^{**}

Abstract

The research uses the hand-gathered data that details the political background of all directors on the boards of companies listed in the Taiwan Stock Exchange (TSE). The companies are divided into three groups: companies connected to the Pan-Blue Coalition, companies connected to the Pan-Green Coalition, and the others. This article looks at two different events. The first is the 2008 president election on March 22 incorporating the factor of political donations, and the second is the announcement of politically connected director appointment. The study examines the effects of political network linkages on firm value. The analysis shows that companies connected to the Pan-Blue Coalition exhibit a positive and significant cumulative abnormal return when the Pan-Blue Coalition wins the 2008 president election. Conversely, companies connected to the Pan-Green Coalition suffer a negative cumulative abnormal return. In addition, the companies which donate to both Pan-Blue and Pan-Green Coalitions experience a cumulative abnormal return significantly greater than those only to the Pan-Blue Coalition. This article also demonstrates that the stock market displays a positive response following the announcement of the appointment of directors connected to the Pan-Blue Coalition. However, there is no significant abnormal return on the stock market when news

^{*} Professor, Graduate Institute of Finance, National Taiwan University of Science and Technology.

^{**} Underwriting Supervisor, Sino-Pac Securities.

of directors connected to the Pan-Green Coalition entering the boards is announced. Furthermore, the difference between the two groups fails to be significant.

Keywords: president election, political relationships, directorate political connections, political donations, event study methodology