董事及高階主管政治連結與公司績效之關聯性

Political Connection and Firm Performance

紀信義 / 國立中興大學會計學系教授

Hsin-Yi Chi, Professor, Department of Accounting, National Chung Hsing University

翁慈青 / 逢甲大學會計學系副教授

Tzu-Ching Weng, Associate Professor, Department of Accounting, Feng Chia University

廖芝嫻 / 國立臺灣大學會計學系副教授

Chih-Hsien Liao, Associate Professor, Department of Accounting, National Taiwan University

黃馨儀 / 國立臺灣大學會計學研究所博士候選人

Hsin-Yi Huang, Ph.D. Candidate, Graduate Institute of Accounting, National Taiwan University

Received 2013/4, Final revision received 2014/7

摘要

本文主要探討公司成員政治背景是否影響企業績效。本文以大股東、最高階主管或董事成員是否擔任過中央政府官員、民意代表及相關政黨工作等特性，作為公司政治背景之替代變數，以台灣 2005 年至 2011 年之上市櫃公司為研究對象，實證結果發現，具有政治背景之公司，無論是會計績效或市場績效皆顯著較差。另將政治相關職位做進一步的分析發現，當公司有較高比例的董事成員擔任過中央政府官員或民意代表時，不但未能替公司增加價值，反而會產生較差的公司績效，此結果不受董事成員專業知識高低的影響，且在金融海嘯前後期均有相同的結果。最後，本文亦考慮公司取得政治連結的動機，結果發現，無論是否有較高的未來投資機會，政治連結均與公司績效呈顯著負相關，此外當公司有未來融資需求以及有較高的租稅管理程度時，政治連結對公司績效有顯著負向影響。

【關鍵字】 政治背景、公司績效、公司治理

Abstract

This paper investigates how political connections affect firm performance. Different from prior studies, we enlarge the scope of political connections to include the board of directors in addition to large shareholders and top management. Besides, we also examine connection types, including connections through political parties, members of parliament, and government ministers. Using a sample of Taiwanese-listed firms from years 2005 to 2011, we find that politically-connected firms have lower accounting performance as well as lower market performance. Further analysis indicates that firms have weaker performance when they have higher proportions of directors serving as central government officers or legislative body representatives. The negative association is not affected by the director's level of professional knowledge and exists both before and after the financial crisis. The results are also consistent across different incentives (including future growth opportunities, financing needs, and tax avoidance) for politically-connected firms.

【Keywords】 political connection, firm performance, corporate governance

壹、研究背景與目的

政府在經濟環境所扮演的角色過去一直是經濟學者探討的核心，政府可以透過不同途徑來追求其效用最大化，一方面可以透過法規的制定給予特定企業優惠待遇¹、扶植企業之成長，抑或直接參與企業經營（例如：擔任企業之董事或高階主管），作為企業與政府部門充分溝通之管道，此所謂幫助之手 (Helping Hand)；然而另一方面，政府也可以透過直接或間接的參與企業之營運，將企業資源移轉給其支持者，以達其自身效用極大化而非全體股東的利益極大化，此所謂攫取之手 (Grabbing Hand) (Shleifer and Vishny, 2002)。因此，若企業內部與政府單位有所關聯，無論正面或負面效果，都將對企業績效產生一定程度的影響。

本文探討當公司具有政治連結 (Political Connection) 時，是否會對公司績效產生影響。董事一般被視為公司股東之委託人，而其職責為監督管理者的績效並且保護投資人的利益 (Henn, 1974)；Fama and Jensen (1983) 指出董事擁有選擇、監督並且獎懲管理者之管理控制權力。此外，董事會除了上述監督的角色外，亦扮演給予管理者決策建議的角色 (Brickley and Zimmerman, 2010)，因此董事會擁有影響公司策略性決策的能力。若董事會有效運作，對管理者做有效的監督並且給予公司決策良好建議時，則可降低由所有權與經營權分離所造成之管理者與股東間的利益衝突，不但可以確保利害關係人權益受到保障，並且能提高公司的經營績效。此外，由於董事具有最終決策的控制權 (Fama and Jensen, 1983)，故當董事具有政治背景或關係時，必然會對公司的經營造成影響；加上台灣常見政治參與企業經營的案例²。國外已有學者研究董事或高階主管具有政治連結時，對公司帶來的利弊，但國內鮮少文獻探討政治連結關係與公司績效的關係。

過去研究針對政治關聯性對公司帶來的影響，具有正反兩說，目前尚無定論。支持正面影響的學者認為，具有政治背景的董事或高階主管，可以與政府機關在政策上有較好的溝通，故容易取得競爭上的優勢。Agrawal and Knoeber (2001) 認為政治背景代表其曾經與政府官員共事，故較容易幫助公司預測政府的行動；另外，過去亦有研究顯示，政治關聯性可幫助企業獲取銀行或其他機構的貸款、較易遊說法案的更改與制定、在特定商品取得租稅優惠、在競爭政府合約時享有競爭優勢、享有較寬鬆的法規監督，並且更容易在商業糾紛訴訟案中獲得法院的支持，亦即有較高的勝訴機率 (Li,

1 孫克難與劉涵秦 (2001) 發現租稅減免措施的誘因效果，確實能使邊際有效稅率的降低，有助於投資率的提升。

2 DRAM 大廠力晶由於經營不善面臨資金上的壓力，原董事長黃崇仁於 2012 年 11 月初宣布請辭，並由前經濟部部長陳瑞隆接任，希望藉由陳瑞隆資歷豐厚與政商人脈帶領力晶度過難關。同年 12 月 6 日，由接任力晶董座的前經濟部部長陳瑞隆出面力挺下，全體債權銀行團會議同意力晶公司總債權餘額高達 447.8 億元紓困案 (吳汶霖, 2012)。

Meng, Wang, and Zhou, 2008; Goldman, Rocholl, and So, 2009)。另外，Acemoglu, Golosov, and Tsyvinski (2011) 也提及擁有政治力的個人較能影響資源的分配。由此可知，當公司內部的董事或高階主管擁有政治連結時，較能降低外在環境的不確定性，並影響公司在市場上之競爭地位，進而增加公司的價值或改善經營績效。

然而，認為負面影響的學者則指出，董事或高階主管的政治背景其實是公司私有化後政府持續控制的一種手段。擁有政治背景的高階主管可透過政治連結所產生的優勢，使管理者做出特權消費的行為，進一步造成公司治理機制的惡化而產生較差的經營績效 (Fan, Wong, and Zhang, 2007; Boubakri, Cosset, and Saffar, 2008)。另外，Chaney, Faccio, and Parsley (2011) 認為政治關係會使代理問題日益嚴重，若內部人有政治關連，則會故意隱藏或模糊地報導其從中獲取利益的事實，致使公司的盈餘品質下降。Shleifer and Vishny (2002) 文中也針對政治連結如何影響公司營運績效以及如何改進進行探討，其「攫取之手」(Grabbing Hand) 理論提到，政治人物會透過間接或直接的方式控制企業的交易從中獲取政治利益，結果反而犧牲股東們的權益。

有關政治連結對公司績效的影響，Goldman et al. (2009) 僅檢驗美國總統選舉之政黨變動，如何造成支持不同政黨之企業價值的改變，並未檢視高階主管或董事個人之政治連結型態，對企業營運績效的影響。Boubakri et al. (2008) 以及 Fan et al. (2007) 則是將其樣本侷限在中國新私有化之公司，由於中國的私有企業仍不如台灣普遍，且這兩篇文章主要在測試政府的介入（即由政府指派官員擔任總經理）如何影響私有化的成果，而本文所使用的樣本幾乎均為民營企業（國有企業僅佔 2.47%），並非探討政治介入對私有化初期績效的影響。Faccio (2010) 發現政治連結與公司特性的關係會隨著所在國家的開發層級與腐敗程度而有不同；由於台灣的政治結構、經濟背景與社會文化與中國不同，亦不若美國對投資人的保障較為完善（例如台灣尚未有集體訴訟法），因此有必要依據臺灣的環境探討政治連結對企業經營績效的影響。國內文獻中，張琬瑜 (2005) 的研究發現當公司宣告重要職位經理人具有立委身份時，會產生正向異常股票報酬，顯示投資人將公司重要職位者之政治關連視為可以提升公司價值之事件。

本文係使用 2005 至 2011 年台灣的上市上櫃公司為樣本，實證結果發現，具有政治連結的公司相較於不具政治連結的公司，有顯著較差的市場績效 (*Tobin's Q*) 以及會計績效 (*ROE*)，顯示當公司之董事會有政治連結時，較不能有效發揮監督與建議的功能，故相較於不具有政治連結的公司有較差的績效；此結果與 Shleifer and Vishny (2002) 書中的「攫取之手」(Grabbing Hand) 理論一致。

本研究預期有以下幾點貢獻：第一，過去雖有相關文獻探討政商網絡對公司的影響（張琬瑜，2005），但該篇文章主要係檢驗重要職位者之立委身分的宣告，市場會如何反應；而本文在政治背景的定義較為廣泛，成員包含董事而不侷限於管理階層，政治關係也不侷限於立委身份，故本文較能捕捉到更全面的政治連結。此外，本文從

較直接且長期的市場績效 (*Tobin's Q*) 以及會計績效 (*ROE*) 檢驗政治連結對公司營運的影響，並非只是檢驗政治背景宣告時的市場反應，因此，本文可以作為公司聘僱管理者或選任董事會成員時較佳的參考。第二，本文進一步分析政治連結的型態是否對績效有不同的影響，包括區分中央政府官員、政黨黨職與民意代表等三種不同的政治背景、考慮董事會之政黨傾向、以及政治連結董事的專業知識程度，此結果將可提供公司外部資訊使用者更多資訊，有助於其瞭解各種政治連結對公司績效的影響。第三，過去文獻雖指出公司之政治連結可以幫助公司爭取租稅優惠或貸款，但並未有文獻指出因不同動機而取得之政治關聯，是否對公司績效表現有不同影響；本文進一步將樣本公司之政治連結依動機區分為具有未來投資機會、融資需求以及租稅目的三者，實證結果發現，無論基於何種動機，政治連結皆會使公司的績效較差。第四，本文亦對於公司治理的文獻有所貢獻，公司治理一直是產官學界非常重視的議題，但近年國內外公司治理研究皆著重於探討董事會的組成或股權結構對公司的影響，幾乎沒有文獻針對政治連結此一特性探討其對公司治理之影響，本文正好補足這部分文獻的缺陷。

本文後續章節安排如下，第貳節回顧相關文獻並提出研究假說，第參節說明研究方法，包括實證模型、變數定義、資料與樣本，第肆節探討實證結果，第伍節進行敏感性分析，第陸節提出結論。

貳、文獻與假說

過去許多文獻探討董事會特性如何影響公司代理成本以至於影響到公司績效，有學者主張董事會的獨立性是一重要特質，對此許多文獻已提出實證證據，說明獨立董事比例越高，越能防止舞弊的發生 (Beasley, 1996)、減少盈餘管理 (Klein, 2002)、提升財務報導品質 (陳瑞斌與許崇源, 2007)，並較能依據績效解聘不適任的總經理 (Weisbach, 1988)。此外，亦有許多文獻發現董事會的其他特質與公司績效間的關聯，包括董事會的規模 (Yermack, 1996; Cheng, 2008)、董事長與總經理是否由同一人兼任 (Goyal and Park, 2002)、外部董事的持股比例 (Beasley, 1996; Shivdasani, 1993)、以及董事的兼任程度 (Fich and Shivdasani, 2006) 等，但至目前為止，台灣卻鮮少研究探討董事或高階主管的政治連結對公司績效之影響。

近年來，學者陸續提出相關文獻指出，當企業與政府保持良好關係，可以為公司帶來益處，所以企業會盡其所能維持與政府的關係。張琬瑜 (2005) 利用民國 78 年至民國 91 年的公開發行公司，探討當公司宣告重要職位管理者第一次當選立委或以立委身分兼職時，股票市場的反應，研究發現當此政治關係事件宣告時，會產生正的股票報酬，也就是投資大眾將公司重要職位者之政治關係視為可以提升公司價值的好消息。

國外文獻對於公司是否應具有政治關聯性則持有正反兩面的說法。就正面角度而言，根據 Frye and Shleifer (1997) 文中指出，政府的幫助之手 (Helping Hand) 特色為，

政府會使用其政治權力來幫助企業，在法規上會積極地制定一些可以促進企業營運的規定。過去文獻亦證實政治連結確實可以替公司帶來許多助益；Goldman et al. (2009) 指出政治人物可以透過法規制定的影響，對競爭者增加稅收而使特定公司獲得好處，亦可使用租稅誘因去圖利特定產品或產業；Leuz and Oberholzer-Gee (2006) 以印尼上市公司做為研究樣本，檢視政治連結與企業的國際融資策略和長期績效之關聯性，其研究結果顯示具政治關係的公司，由於在市場上的能見度較高，因此擁有較佳的成長機會及企業價值；Li et al. (2008) 指出，在中國，當私人企業所有者具有黨員身分時，對於他們所屬企業之績效具有正向的影響；Acemoglu et al. (2011) 也提及擁有政治背景的個人，不管是否仍在政府機關任職，都具有影響資源分配的能力。此外，政治連結企業也相對較容易取得政府的採購契約及財務紓困 (Goldman et al., 2009; Faccio, 2006)。彙總而言，企業不僅可以透過政治關係享有相對的競爭優勢，亦可以利用該項優勢，獲取較高的經營績效及市場報酬。故本文建立競爭性假說 1a 如下：

假說 1a：董事會或高階主管之政治背景會提升公司之績效。

然而，主張政治關係對公司造成反面影響的文獻指出，公司內部管理者與董事會的政治連結背景有可能是一種政府干預市場機制的手段，Shleifer and Vishny (2002) 書中的「攫取之手」(Grabbing Hand) 理論指出，由於政府會干預企業的交易，企業最終導致的損失並非完全來自於公司治理不佳，而是因為政府透過間接或直接的方式（安插人員進入董事會，或像中國政府可以直接指派高階主管）控制企業的交易，此時，政府的目的並非極大化股東的利益，反而是從中汲取利益。過去亦有文獻支持政治連結對於企業產生負面影響的結論，Fan et al. (2007) 檢驗中國的民營化公司，發現 CEO 有政治連結（曾經或現在擔任政府官員）的公司相較於 CEO 沒有政治連結的公司，首次公開發行 (IPO) 當日的市場報酬較低，且 IPO 三年後亦有顯著較差的股價報酬、銷貨成長以及盈餘成長。Boubakri et al. (2008) 研究發現，具政治背景的董事並不會以股東價值極大化為優先考量，反而會透過本身之政治關係圖利自己，故與不具有政治關連的公司相比，有較差的會計績效。Chaney et al. (2011) 也指出政治關係會使公司的盈餘品質下降。

Johnson and Mitton (2003) 發現在亞洲金融風暴期間，有政治連結的公司相較於沒有政治連結的公司，有較差的市場表現，原因可能來自於投資大眾認為當經濟環境差時，政府無法有效率的幫助企業，故企業的績效表現會較差。再者，雖然企業可以透過政治關係取得較多的競爭優勢或是租稅優惠，但是在受到較多的政府政策保護下，可能會造成該公司的營運較無效率 (Gul, 2006; Bliss and Gul, 2012)。根據上述論點，本文提出競爭性假說 1b 如下：

假說 1b：董事會或高階主管之政治背景會降低公司之績效。

參、研究方法

本節首先依政治連結對公司市場績效與會計績效之影響建構本文之實證模型，其次詳述變數操作型定義與衡量，最後敘述研究期間與樣本資料來源。

一、實證迴歸模式

本文利用簡單最小平方法迴歸模型探討台灣上市櫃公司之政治連結與公司績效的關係。考量政治連結特性對績效之影響應有時間上的落差，故績效變數係以 t+1 期之資料衡量，搭配其他 t 期資料的主要變數以及控制變數。本文之實證模型如下：

$$TQ_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 POLITICAL_TOPMGT_{i,t}(POLITICAL_BOARD_{i,t}) + \alpha_2 DONATION_{i,t} + \alpha_3 FR_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 ADRD_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \alpha_7 CGIUP + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 POLITICAL_TOPMGT_{i,t}(POLITICAL_BOARD_{i,t}) + \beta_2 DONATION_{i,t} + \beta_3 FR_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ADRD_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 CGIUP + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，

TQ = 市場績效指標，定義為（普通股市值 + 特別股清算價值 + 負債帳面價值）／總資產帳面價值，市值與清算價值係依照期末流通在外股數計算；

ROE = 會計績效指標，定義為稅後淨利／平均股東權益；

$POLITICAL_TOPMGT$ = 若至少一個大股東（持有至少 10% 的控制股權）或最高階主管（董事長、總經理、總裁、副總裁）現在或過去有擔任過中央政府官員、民意代表或政黨黨職之政治相關職務者，此變數令為 1，反之為 0；

$POLITICAL_BOARD$ = 若董事會至少一位成員現在或過去有擔任過政治相關職務者，此變數令為 1，反之為 0；

$DONATION$ = 若企業提供政治獻金給政治人物者，則令為 1，否則為 0；

FR = 長期負債／權益比率；

$SIZE$ = 公司規模，取公司年底總資產之自然對數；

$ADRD$ = 廣告研發費用率，定義為廣告費及研究發展費用合計數／銷貨淨額；

$GROWTH$ = 銷貨成長率，定義為（當期銷貨淨額 - 前期銷貨淨額）／前期銷貨淨額；

$CGIUP$ = 若本期之公司治理綜合指標分數 (CGI_t) 小於下一期 (CGI_{t+1}) 則令為 1，否則為 0。公司治理綜合指標包含董事會規模、總經理兼任董事或董事長、外部董事席次比、獨立董事之設置、獨立監察人之設置、董監持股比率、外部大股東持股比率、機構投資人持股比率、控制權與現金流量權偏離程度等九個變數之百分位數加總。

二、變數之操作型定義與衡量

(一) 應變數

1. 市場績效 (TQ_{t+1})

本文依據過去文獻 (Morck, Shleifer, and Vishny, 1988) 採用 *Tobin's Q* (TQ) 做為市場績效指標，衡量方式採用 Habib and Ljungqvist (2005) 文中之計算方式，以期末普通股市值、特別股清算價值以及負債帳面價值之和除以總資產帳面價值，其代表市場對於公司未來績效表現之評價。若公司內部政治連結為公司之一項無形資產時，則政治連結應與 *Tobin's Q* 呈正向關係 (Kim, Pantzalis, and Park, 2012)；反之，若政治連結為政府持續控制企業的一種手段時，二者應呈反向關係。

2. 會計績效 (ROE_{t+1})

由於本研究考慮到董事會之職能為降低管理者與股東間之代理問題，因此本文根據過去相關研究以權益報酬率 (ROE) 作為衡量企業投資報酬績效之會計指標 (Bhagat and Black, 1999)。其計算方式為以稅後淨利除以平均股東權益。

(二) 主要自變數

本文的主要自變數為董事或高階主管是否具有政治連結，本研究採取兩種衡量方式：第一，援引 Faccio (2006) 的方法，設定一虛擬變數 $POLITICAL_TOPMGT$ ，若公司有至少一個大股東（持有 10% 以上的控制股權）或最高階主管（董事長、總經理、總裁、副總裁）現在或過去有擔任過中央政府官員、民意代表或政黨黨職之政治相關職務者，此變數令為 1，反之為 0。第二，考量 Faccio (2006) 的定義較為狹隘³，本文另建立一個具有政治連結董事會的虛擬變數 ($POLITICAL_BOARD$)，該變數之衡量方式為，若公司董事會任何一位成員過去或目前有擔任政治相關職務（含中央政府官員、民意代表或政黨黨職），則該董事會視為具有政治連結，故將 $POLITICAL_BOARD$ 設為 1，否則令 $POLITICAL_BOARD$ 為 0。根據本文假說之設置，本文欲探討政治連結與經營績效之關聯性，故將著重於 α_1 與 β_1 之分析。若政治連結替公司帶來的利益大

3 台灣上市櫃公司有相當高比例的董事兼任高階主管，例如樣本公司約有 30% 存在董事兼任高階主管的情況，因此本文同時探討董事與高階主管的政治連結。

於其所產生的代理成本時， α_1 與 β_1 將為正，反之，二係數則為負。

(三) 控制變數

本文參考國內外研究績效之相關文獻，將以下變數納入實證模型做為控制變數：

1. 政治獻金 (*DONATION*)：

Cooper, Gulen, and Ovtchinnikov (2010) 指出企業捐款贊助選舉候選人支持程度與公司未來報酬呈顯著正相關。故為控制政治獻金對公司績效的影響，本文將政治獻金納為控制變數，若公司有提供政治獻金給政治人物者，則令為 1，否則為 0。

2. 長期負債權益比 (*FR*)：

Jensen and Meckling (1976) 指出負債融資會使管理者受到市場監督，為一種降低代理問題的方法，藉此管理者較有效率的使用公司之自由資金，故可以提升公司績效。然而，根據融資順位理論 (*Pecking Order Theory*)，負債與公司獲利能力呈負向關係 (Morck et al., 1988)。本文以長期負債比率 (*FR*) 作為控制財務槓桿對公司獲利能力之影響，但不對其方向進行預期。

3. 公司規模 (*SIZE*)：

公司規模愈大愈能達到規模經濟，績效就會較高，過去文獻指出公司規模與公司績效呈正相關 (Demsetz and Lehn, 1985)，故本文係以年底總資產帳面價值取自然對數作為衡量公司規模之指標。

4. 廣告研發費用率 (*ADRD*)：

研究發展與廣告費用之支出在知識經濟時代為產業核心價值創造之主要來源，且意味著公司未來之成長機會 (Agrawal and Knoeber, 1996)，對公司未來績效應有正向之影響，故為了控制此無形資產對公司績效的影響，本文以廣告研發費用支出總數佔總資產比率（以 *ADRD* 表示）作為衡量無形資產投入之指標。

5. 銷貨成長率 (*GROWTH*)：

公司主要績效來源為其銷貨收入，故本文以銷貨成長率控制銷貨對績效之影響，並預期方向為正。

6. 公司治理有效性 (*CGIUP*)：

過去文獻發現公司治理亦為影響公司績效之重要因素 (e.g., Brown and Caylor, 2006; 洪榮華、陳香如與林慧珍, 2007)，由於公司治理層面甚廣，無法由單一指標判斷治理的有效性，因此本研究同時考慮董事會特性與股權結構兩大構面，參考楊朝旭與吳幸蓁 (2009) 之研究，納入九個公司治理變數，分別為董事會規模、總經理兼任董事或董事長（虛擬變數）、外部董事席次比、獨立董事之設置（虛擬變數）、獨立監察人之設置（虛擬變數）、董監持股比率、外部大股東持股比率、機構投資人持股比率、控制權與現金流量權偏離程度，並將虛擬變數以外之變數排序轉換為介於 [0,1] 的百分位等級分數，1 代表公司治理較佳，0 代表公司治理較弱，最後將九個變數進

行加總得出綜合指標之分數 (CGI)；由於本研究之應變數為 $t+1$ 期之資料，因此設置一虛擬變數 $CGIUP$ ，將本期之 CGI 與下一期比較，若 CGI 分數增加者 ($CGI_{t+1} > CGI_t$)，則令 $CGIUP$ 為 1，否則令 $CGIUP$ 為 0，以衡量公司治理結構改變對績效的影響。

三、資料來源與樣本選擇

(一) 研究期間及資料來源

本文以 2005 年至 2011 年於上市櫃公司為主要研究對象。由於政治獻金之資料從 2005 年開始才有揭露，因此樣本期間從 2005 年開始，該資料由監察院所提供。我們以手工蒐集的方式整理董事會成員政治背景資料，將過去中央政府官員、民意代表與政黨黨職等政治職務的人員名單彙總成政治背景資料，並核對公司董事會成員是否曾於這段期間內擔任政治工作⁴；這些資料則取自於各級政府機關或各政黨網站上所公布的資料，中央政府官員與民意代表的部份資料亦來自於國史館出版的「中華民國行憲政府職名錄」、公職人員之派令等，此外我們亦聯繫各相關單位取得部份政黨黨職等人員名單的資料。因此，本文公司董事會成員政治背景的資料，係透過上述方式逐筆建構而成。此外，其他財務變數則是取自於台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫。

(二) 樣本蒐集與敘述

本文選擇上市櫃公司為研究樣本，樣本篩選過程如表 1 的 Panel A 所示，以公司 / 年度 (Firm-year) 做為一個觀察值，本研究初步自台灣經濟新報資料庫取得 2005 年至 2011 年的樣本中，全部有 12,386 個觀察值，由於金融、保險與證券業是屬於特許行業，其政治連結程度較一般產業高出許多，故本研究將該產業樣本扣除，計有 668 個樣本，接著再排除控制變數資料缺漏之樣本為 955 後， ROE 模型的有效樣本為 10,763 個；最後再扣除股價遺漏樣本計 1,233 個，則 TQ 模型的有效樣本為 9,530 個。

表 1 的 Panel B 為樣本中產業分配情況，本研究以 TEJ 資料庫中之產業代碼將樣本各產業分類，從表中可看出樣本公司中電子工業所占比重最大，高達 59.52%，佔整體樣本公司的一半以上，次多者為電機機械，但僅佔總樣本的 5.30%，顯示樣本期間台灣上市櫃公司中以高科技產業為多數。

表 1 的 Panel C 顯示，在樣本期間，其中 2005 年不管是根據 Faccio (2006) 定義之政治連結關係，或是本文新增的定義，公司之政治連結比率皆為最低，各僅有 3.85%

4 中央政府官員職務係指，公司董事會成員歷年曾擔任總統府（各部門主官或副主官、資政、國策顧問、戰略顧問）、行政院（各部會主官或副主官或政務委員）及省政府（各部會主官或副主官）等官員。民意代表職務係指，公司董事會成員過去或現在擔任縣市長、立法委員、國民大會代表及省縣市議員等。政黨工作係指，公司董事會成員過去或現在擔任各主要政黨黨主席、副主席、中常委、中央委員、黨代表、中執委及中評委等，其中主要政黨的定義為國民黨、民進黨、台灣團結聯盟、親民黨及新黨等。

以及 16.61%。至少一大股東或高階主管過去或現在擔任政治職務之樣本佔整體樣本約為 7.85% (845/10,763)；而公司董事過去或現在擔任政治職務的樣本佔全體研究樣本約為 18.96% (2,041/10,763)，亦即台灣上市櫃公司平均約有 19% 的董事具有政治背景。另外，從此表亦可看出台灣上市櫃公司之政治連結情況呈現逐年遞增的現象，因此更不能忽視此現象對台灣公司經營管理之影響。

肆、實證結果與分析

一、敘述統計量分析

首先，將本研究 10,763 個樣變數之敘述統計量彙總於表 2。以市場績效而言，*Tobin's Q (TQ)* 值之平均數為 1.454，中位數 1.185，標準差 0.850；而會計績效指標而言，股東權益報酬率 (*ROE*) 之平均數為 4.8%，中位數 7.2%，標準差 20.1%，顯示樣本公司之績效變數存在相當大之變異。有關政治連結的變數，樣本中平均而言有 19.0% 的樣本至少有一位董事具政治背景 (*POLITICAL_BOARD*)，而根據 Faccio (2006) 定義，至少一個大股東或最高階主管具政治背景 (*POLITICAL_TOPMGT*) 者，平均有 4.0%；再者，本文進一步針對董事成員之不同型態政治背景作分析，平均而言，政治連結董事佔全體董事席次 (*POLITICAL_RATIO*) 的 3.1%，平均有 0.9% 的董事成員擔任過政府部門工作 (*POLITICAL_GOV_RATIO*)，平均有 0.2% 的董事成員擔任政黨工作相關職務 (*POLITICAL_PARTY_RATIO*)，而平均有 2.1% 的董事成員擔任過民意代表 (*POLITICAL_ELE_RATIO*)。由以上可知，樣本公司之政治背景型態以擔任民意代表之董事成員為最多。

控制變數之敘述統計量方面，政治獻金 (*DONATION*) 之平均數為 7.7%。長期負債比率 (*FR*) 之平均數為 14.5%，中位數為 3.6%。公司規模 (*SIZE*) 之平均數為 14.86，中位數為 14.69。廣告研發費用率 (*ADRD*) 之平均數為 4.8%，中位數為 2.2%。銷貨成長率 (*GROWTH*) 之平均數為 13.7%，中位數為 3.6%。公司治理有效性 (*CGIUP*) 之平均數為 0.465。

表 1 樣本篩選過程與產業 / 年度分配狀況

Panel A：樣本篩選過程			
2005 至 2011 年台灣之上市（櫃）公司樣本		12,386	
減：金融、保險、證券業		(668)	
減：控制變數資料缺漏之樣本		(955)	
ROE 樣本資料		10,763	
減：股價遺漏之樣本		(1,233)	
TQ 樣本資料		<u>9,530</u>	
Panel B：樣本公司產業分布情況			
產業名稱	產業代碼	樣本數	佔全體樣本百分比
水泥工業	11	49	0.46%
食品工業	12	172	1.60%
塑膠工業	13	194	1.80%
紡織工業	14	396	3.68%
電機機械	15	571	5.30%
電器電纜	16	114	1.20%
化學生技醫療	17	810	1.05%
玻璃陶瓷	18	38	0.35%
造紙工業	19	49	0.53%
鋼鐵工業	20	305	2.83%
橡膠工業	21	83	0.78%
汽車工業	22	35	0.37%
電子工業	23	6,405	59.52%
建材營造	25	465	4.32%
航運	26	196	1.82%
觀光	27	120	1.12%
貿易百貨	29	147	1.36%
油電燃氣	97	91	0.85%
其他	99	<u>523</u>	<u>4.86%</u>
合計		<u>10,763</u>	<u>100%</u>
Panel C：樣本年度分佈情況			
年度	至少一個大股東或最高階主管 擔任政治職務的樣本 (%)	董事擔任政治職務的樣本 (%)	全部樣本
2005	57 (3.85)	246 (16.61)	1,481
2006	57 (3.89)	249 (16.97)	1,467
2007	58 (3.87)	262 (17.49)	1,498
2008	63 (4.16)	302 (19.93)	1,515
2009	64 (4.14)	320 (20.70)	1,546
2010	64 (4.00)	326 (20.35)	1,602
2011	<u>70 (4.23)</u>	<u>336 (20.31)</u>	<u>1,654</u>
合計	<u>845 (7.85)</u>	<u>2,041 (18.96)</u>	<u>10,763</u>

表 2 實證樣本各變數之敘述性統計量與單變量分析

Panel A 全體樣本 (n = 10,763)							
變數	平均數	標準差	最小值	最大值	第一分位數	中位數	第三分位數
<i>TQ</i>	1.454	0.850	0.544	5.414	0.933	1.185	1.641
<i>ROE</i>	0.048	0.201	-0.877	0.512	0.001	0.072	0.155
<i>POLITICAL_</i> <i>TOPMGT</i>	0.040	0.197	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000
<i>POLITICAL_</i> <i>BOARD</i>	0.190	0.393	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000
<i>POLITICAL_</i> <i>RATIO</i>	0.031	0.070	0.000	0.600	0.000	0.000	0.000
<i>POLITICAL_</i> <i>GOV_RATIO</i>	0.009	0.039	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>POLITICAL_</i> <i>ELE_RATIO</i>	0.021	0.060	0.000	0.500	0.000	0.000	0.000
<i>POLITICAL_</i> <i>PARTY_RATIO</i>	0.002	0.015	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
<i>DONATION</i>	0.077	0.266	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000
<i>FR</i>	0.145	0.249	0.000	1.529	0.000	0.036	0.196
<i>SIZE</i>	14.864	1.350	12.082	18.740	13.907	14.691	15.658
<i>ADRD</i>	0.048	0.083	0.000	0.563	0.004	0.022	0.054
<i>GROWTH</i>	0.137	0.672	-0.719	5.583	-0.119	0.036	0.215
<i>CGIUP</i>	0.465	0.499	0.000	1.000	0.000	0.000	1.000

註 1：TQ 變數的有效樣本為 9,530 個。

註 2：變數說明參考附錄。

二、相關性分析

表 3 為各變數間之相關係數，由表中可以看出至少一大股東或最高階主管具政治連結 (*POLITICAL_TOPMGT*) 以及至少一董事具政治連結 (*POLITICAL_BOARD*) 二變數，不管是與公司會計績效 (*ROE*) 或與市場績效 (*TQ*) 皆呈顯著負相關，顯示具政治連結之公司會有較差之績效。表 3 中多數相關係數絕對值未超過 0.2，故自變數間之共線性問題並不嚴重。其中相關係數最高者為 *POLITICAL_BOARD* 與 *POLITICAL_TOPMGT*，為 0.422，然此二變數未在本文之同一條迴歸模型中出現，故亦無共線性之疑慮。

三、實證結果

表 4 為政治連結背景對公司市場績效 (*TQ*) 與會計績效 (*ROE*) 之迴歸結果。第 (1) 欄與第 (2) 欄之應變數為市場績效指標，第 (1) 欄結果顯示 *POLITICAL_TOPMGT* 的係

表 3 相關係數表

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1)TQ	1.000									
(2)ROE	0.243*** (0.000)	1.000								
(3)POLITICAL_ TOPMGT	-0.023** (0.028)	-0.024** (0.028)	1.000							
(4)POLITICAL_ BOARD	-0.019* (0.052)	-0.020** (0.047)	0.422*** (0.000)	1.000						
(5)DONATION	-0.021** (0.044)	-0.029*** (0.003)	0.163*** (0.000)	0.173*** (0.000)	1.000					
(6)FR	-0.143*** (0.000)	-0.269*** (0.000)	0.042*** (0.000)	0.062*** (0.000)	0.080*** (0.000)	1.000				
(7)SIZE	0.071*** (0.000)	0.200*** (0.000)	0.009 (0.332)	0.121*** (0.000)	0.193*** (0.000)	0.192*** (0.000)	1.000			
(8)ADRD	0.206*** (0.000)	-0.198*** (0.000)	-0.018* (0.060)	-0.005 (0.955)	-0.063*** (0.000)	-0.067*** (0.000)	-0.279*** (0.000)	1.000		
(9)GROWTH	0.129*** (0.000)	0.183*** (0.000)	0.004 (0.690)	0.012 (0.205)	-0.004 (0.682)	0.017* (0.082)	-0.008 (0.433)	0.014 (0.159)	1.000	
(10)CGIUP	0.054*** (0.000)	0.050*** (0.000)	0.002 (0.801)	0.012 (0.213)	0.014 (0.152)	0.018* (0.065)	0.001 (0.954)	0.006 (0.541)	0.028*** (0.003)	1.000

註 1：括號內為 p 值，雙尾檢定。Pearson 相關係數值。***, **, * 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

註 2：變數說明參考附錄。

數為 -0.108 (t 值 = -2.33)，表示當至少一大股東或高階主管具政治連結關係時對市場績效產生負面影響；第 (2) 欄結果顯示 *POLITICAL_BOARD* 的係數為 -0.049 (t 值 = -2.34)，亦即至少一位董事具政治連結關係的公司，其市場績效顯著較差。第 (3) 欄與第 (4) 欄則是使用會計績效指標為應變數，結果顯示 *POLITICAL_TOPMGT* 的係數為 -0.018 (t 值 = -2.25)，*POLITICAL_BOARD* 的係數為 -0.008 (t 值 = -1.77)。由實證結果可知，無論採用何種政治連結定義，當大股東或最高階主管或董事成員具政治關係時，公司的市場績效與會計績效皆顯著較無政治連結的公司為差⁵。

控制變數與公司績效之關聯大部分皆符合預期方向，實證結果說明如下：有政治獻金之公司，無論是會計績效或市場績效皆較無政治獻金之公司為差。負債比率亦與公司績效呈顯著負相關。另外，公司規模 (*SIZE*) 越大、廣告研發費用率 (*ADRD*) 愈高、銷貨成長率 (*GROWTH*) 愈高，公司會有較好之績效；最後，公司治理有效性 (*CGIUP*) 有提高之公司，其績效較佳，亦與過去文獻相符。

伍、敏感性測試

一、不同政治背景型態之影響

由於前述分析結果顯示，無論政治連結的定義是以 *POLITICAL_TOPMGT* 或 *POLITICAL_BOARD* 衡量，結果皆相同，考量 *POLITICAL_BOARD* 的定義較為廣泛（亦即 *POLITICAL_TOPMGT* 為 *POLITICAL_BOARD* 的一部份），本文在敏感性分析的部分皆採用董事成員是否具有政治連結的定義；然而 *POLITICAL_BOARD* 為一虛擬變數，可能無法捕捉到政治連結程度對公司績效的影響，為此，本節以董事具政治背景人數佔董事會席次之比例 (*POLITICAL_RATIO*) 作為政治連結程度的代理變數。實證結果顯示（未編表），*POLITICAL_RATIO* 之係數呈顯著為負，因此當具有政治連結的董事成員佔董事會的比重愈大時，愈容易對公司績效產生負向的影響。

另外，企業中可能同時存在曾經擔任不同政治職務者，亦或是同一個人擁有多個政治背景，而此現象可能造成實證結果不夠穩健，因此，本文更進一步將政治背景區分為中央政府官員 (*POLITICAL_GOV_RATIO*)、民意代表 (*POLITICAL_ELE_RATIO*) 及

5 考量過去所建立的政治連結，其影響可能與現在所建立的政治連結有所不同，本研究亦將 *POLITICAL_TOPMGT* 及 *POLITICAL_BOARD* 侷限於「現在」有擔任中央政府官員、民意代表或政黨黨職之政治相關職務者，亦即剔除「過去」有擔任政治相關職務者（包含卸任後才至公司擔任董事或高階主管者）。另外，考量到該政治連結之董事或經理人可能是過去在任時曾給予公司好處，所以於卸上官職之後公司聘任為董事以為後謝，故其政治背景對公司未來績效也許並無影響，故本文亦進一步將 *POLITICAL_TOPMGT* 及 *POLITICAL_BOARD* 侷限於「過去」有擔任中央政府官員、民意代表或政黨黨職之政治相關職務者，亦即剔除「現在」有擔任政治相關職務者，根據此樣本所進行測試之實證結果與表 4 之結果雷同。

政黨黨職 (*POLITICAL_PARTY_RATIO*) 等不同的政治背景型態佔董事會的比例，藉此探討不同政治背景之企業對公司績效的影響。實證結果顯示，不論是擔任中央政府官員、民意代表與政黨工作之董事比例之董事比例愈高，對公司無論是會計績效或市場績效皆產生顯著的負向影響。

表 4 政治背景對公司績效影響之分析

	預期符號	(1) $TQ_{i,t+1}$	(2) $TQ_{i,t+1}$	(3) $ROE_{i,t+1}$	(4) $ROE_{i,t+1}$
<i>POLITICAL_TOPMGT</i>	+/-	-0.108*** (-2.33)		-0.018** (-2.25)	
<i>POLITICAL_BOARD</i>	+/-		-0.049*** (-2.34)		-0.008* (-1.77)
<i>DONATION</i>	?	-0.064** (-1.97)	-0.064** (-1.98)	-0.010* (-1.71)	-0.011* (-1.68)
<i>FR</i>	?	-0.443*** (-12.64)	-0.443*** (-12.65)	-0.263*** (-36.88)	-0.262*** (-36.78)
<i>SIZE</i>	+	0.053*** (8.02)	0.013*** (2.15)	0.033*** (23.56)	0.033*** (23.60)
<i>ADRD</i>	+	2.208*** (19.51)	2.217*** (19.58)	0.390*** (17.85)	0.389*** (17.79)
<i>GROWTH</i>	+	0.205*** (14.20)	0.205*** (14.21)	0.058*** (22.26)	0.058*** (22.29)
<i>CGIUP</i>	+	0.039*** (3.36)	0.037*** (3.37)	0.007*** (3.15)	0.007*** (3.17)
<i>YEAR</i>		省略	省略	省略	省略
<i>INDUSTRY</i>		省略	省略	省略	省略
<i>CONSTANT</i>	?	1.397*** (13.84)	1.383*** (13.68)	-0.389*** (-18.66)	-0.390*** (-18.70)
<i>N</i>		9,530	9,530	10,763	10,763
Adjusted R^2		0.077	0.077	0.198	0.198

註 1：括號內為 t 值；***，**，* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

註 2：變數說明參考附錄。

二、政權轉換與董事個人政治色彩之影響

前一節將政治連結依照董事所擔任之政治職務進行區分，此節考慮政黨替換與董事個人政治色彩是否對公司績效有不同影響（張琬喻與張凱雯，2011）。本文認為政治連結關係對於公司之影響並非在數日窗期內反映於公司績效上，亦即此影響應具有

遞延之效果，加上 2008 年台灣正處於金融風暴，為避免使用 2008 年作為政權轉換之虛擬變數會包含過多的雜訊 (Noise)，本研究未採用事件研究法，而是以 2008 年總統大選作為政權轉換之區分標準，設置兩個虛擬變數，若樣本期間為 2005 至 2007 年，則 $DDPTIME = 1$ ，若樣本期間為 2009 至 2011 年，則 $KMTIME = 1$ ，將這兩個變數加入主要模型。此外，依照董事之政黨傾向區分為泛民進黨成員 (POL_DDP) 及泛國民黨成員 (POL_KMT)，泛國民黨成員係指具有國民黨、親民黨或新黨黨籍之中央政府官員、政黨黨員及民意代表，而泛民進黨成員則係指具民進黨或台聯黨黨籍之中央政府官員、政黨黨員及民意代表⁶。欲探討董事之政黨傾向非為執政黨時，此政治連結關係對公司績效是否有所影響。原主要模型中之 $POLITICAL_BOARD$ 改為 POL_DDP 及 POL_KMT ，並加入 $POL_DDP*KMTIME$ 以及 $POL_KMT*DDPTIME$ 二個交乘項⁷，實證結果列於表 5。

結果顯示，若董事個人之政治色彩為泛民進黨 (POL_DDP) 時，則無論是民進黨執政期間或國民黨執政期間，該政治背景與公司績效並無顯著關聯。另一方面， TQ 對 POL_KMT 的迴歸係數顯著為負 (t 值 = -1.93)，表示在國民黨執政期間，當董事個人政治色彩是屬於泛國民黨時，政治背景對公司績效有負面影響；而 $POL_KMT*DDPTIME$ 的係數卻顯著為正，顯示當政權轉換為民進黨執政時，政治背景與公司績效的負向關係有顯著弱化。此結果可能來自於當董事政治色彩與執政黨不同時，入主政府之新成員較無法透過連結關係對企業做直接控制或介入經營，不會有攫取之手的可能性，也更加印證當董事之政治傾向屬於執政黨時，對公司績效有負向影響。

三、內生問題

本文主要測試都將公司特質視為董事會政治關係與公司績效的外生變數，然而 Agrawal and Knoeber (2001) 指出公司本身的特質與公司政治關係存在內生性問題，因此本研究將採用工具變數、配對樣本及 Difference-in-difference (DID) 來控制內生性因素對本研究實證結果的影響。

首先，Agrawal and Knoeber (2001) 發現基於行業特性，某些特定產業較會產生具有政治關係的董事會，因此本文援引 Laeven and Levine (2009) 及 Lin, Ma, Malatesta, and Xuan (2011)，計算每一產業政治連結公司佔該產業全體公司數的比率，以此比率作為

6 樣本篩選根據下列原則：1. 董事會成員同時具有泛國民黨與泛民進黨成員，予以剔除；2. 董事會成員雖具政治聯結但無法歸屬某一政黨或無資料歸屬者，予以剔除；3. 在樣本期間政治連結關係已改變者，例如在總統大選前或選後才具有政治連結，或總統大選前後其政治連結的政黨屬性改變等，予以剔除。

7 作者感謝匿名評審之建議，加入探討政黨輪替後，董事之個人政治色彩不同是否影響公司之績效表現，使本文內容更加豐富。

衡量的工具變數⁸，實證結果顯示（未編表）*POLITICAL_TOPMGT* 及 *POLITICAL_BOARD* 之係數皆顯著為負 ($p < 0.05$)，與表 4 結果相符。

表 5 政權轉換與個人政治色彩對公司績效之影響

	預期符號	(1) $TQ_{i,t+1}$	(2) $ROE_{i,t+1}$
<i>POL_KMT</i>	?	-0.054* (-1.93)	-0.011 (-1.85)
<i>POL_DDP</i>	?	-0.032 (-0.66)	-0.012 (-0.96)
<i>KMTTIME</i>	?	0.092* (1.89)	0.020* (1.91)
<i>DDPTIME</i>	?	-0.073 (-1.42)	-0.013 (1.50)
<i>POL_DDP*KMTTIME</i>	?	-0.013 (-1.23)	0.028 (1.55)
<i>POL_KMT*DDPTIME</i>	?	0.030* (1.75)	0.036* (1.83)
<i>DONATION</i>	?	-0.070** (-2.18)	-0.002 (-0.38)
<i>FR</i>	?	-0.413*** (-11.95)	-0.267*** (-37.30)
<i>SIZE</i>	+	0.013* (1.97)	0.035*** (25.02)
<i>ADRD</i>	+	1.929*** (16.95)	-0.412*** (-18.41)
<i>GROWTH</i>	+	0.199*** (13.87)	0.055*** (21.15)
<i>CGIUP</i>	+	0.058*** (2.87)	0.033** (2.40)
<i>YEAR</i>		省略	省略
<i>INDUSTRY</i>		省略	省略
<i>CONSTANT</i>	?	0.685*** (4.28)	-0.491*** (-14.09)
<i>N</i>		8,786	8,786
Adjusted R^2		0.127	0.218

註 1：括號內為 t 值；***，**，* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

註 2：變數說明參考附錄。

8 Reiss and Wolak (2007) 及 Larcker and Rusticus (2010) 認為，會計研究要選用適當的工具變數並不容易，但只要能選出工具變數係與內生變數產生高度相關，而與殘差無關，則以工具變數處理內生性問題不失為好方法。本文採用各產業政治連結的比率作為工具變數係屬適當，因各產業政治連結的比率與 *POLITICAL* 相關（達 $p < 0.01$ ），但與公司績效關聯性低，經過第一階段處理產生之 *POLITICAL* 預測值，可適宜捕捉董事政治背景與公司績效之關係。

再者，參考 Boubakri, Cosset, and Saffar (2012) 之研究，本文使用 Near Neighbor 的方式，亦即透過下式估計一個預期值：

$$\text{Pro(Political)} = \kappa_0 + \kappa_1 \text{AGE}_t + \kappa_2 \text{SIZE}_t + \kappa_3 \text{LEV}_t + \kappa_4 \text{BM}_t + \kappa_5 \text{CROSS}_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

其中應變數為虛擬變數，當公司具有政治關係者為 1，否則為 0，而自變數分別為公司成立年數 (*AGE*)、公司規模 (*SIZE*)、負債比率 (*LEV*)、公司帳面價值市值比 (*BM*) 及是否海外上市 (*CROSS*) 等。本文從第 (3) 式可得到每個樣本的預測值，再按照配對方式，亦即一個具有政治關係的樣本（預期值）配對一個不具有政治關係且相鄰近預期值的樣本，以此萃取出合適之配對樣本，並將該樣本群放入模型 (1) 及 (2) 測試。實證結果顯示（未編表），具有政治關係之企業，尤其是具有中央政黨官員及民意代表經驗者，會產生較差的市場績效與會計績效。

最後，本研究以 Difference-in-difference 之方法，將樣本劃分為二：(1) 若公司董事會改組後，從不具政治關係董事會 (Non-connected Board) 變成為具政治關係的董事會 (Connected Board)，本文把該群樣本視為實驗組；(2) 若公司董事會改組後，其董事會仍然維持不具政治關係董事會 (Non-connected Board)，則該群樣本為控制組⁹。接著透過下列模型來檢測：

$$\begin{aligned} TQ(ROE)_{i,t+1} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{POST}_{i,t} + \gamma_2 \text{CHANGE}_{i,t} + \gamma_3 \text{POST}_{i,t} * \text{CHANGE}_{i,t} + \gamma_4 \text{FR}_{i,t} + \\ & \gamma_5 \text{SIZE}_{i,t} + \gamma_6 \text{ADR}_{i,t} + \gamma_7 \text{GROWTH}_{i,t} + \gamma_8 \text{CGIUP}_{i,t} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (4)$$

其中 POST 為董事會成員改選變數，改選前為 0，改選後為 1；CHANGE 為如果董事會成員經改選後，由無政治連結的董事會，變成具有政治連結的董事會，則設為 1；若改選後仍維持無政治連結的董事會，則設為 0。而 γ_3 之係數即為本文關心的重點，在排除時間效果與經濟環境之變動後，將可以檢測出董事會改選後始產生政治連結關係時，對於公司績效的真實影響效果。實證結果顯示（未編表）， γ_3 之係數均顯著為負，表示原未具政治連結的公司，在董事會改選後，具有政治連結的董事參與公司經營，將對公司績效產生負面的影響。

9 其樣本篩選根據下列原則：1. 找出與實驗組規模相近之控制組樣本進行配對；2. 實驗組與控制組公司在改選前、後都需要有連續三年的樣本；3. 在樣本期間政治連結關係已改變者，例如具有政治關係的董事於在任期間辭職者，則不納入。

四、利用政治連結者之動機

雖然本文發現董事具有政治連結時對公司績效會產生負面影響，然而公司在聘任這些具有政治連結董事時，可能基於不同動機，誠如之前文獻所述，企業可利用董事之政治關係幫助企業取得銀行貸款、爭取租稅優惠等，因此若公司面臨較高之未來投資機會、有較多未來融資需求、或是欲進行租稅規避等，都可能提高利用政治連結的可能性，而在這些動機下產生之政治連結不一定對公司績效有負面影響，因此本文在此節分析當企業具有特定誘因時，政治連結對績效的影響為何。本研究考量三種動機：未來投資機會、未來融資需求以及租稅目的。

本文以普通股市值對帳面價值比衡量 (*MB*) 未來投資機會，並以中位數區分樣本為高投資機會群以及低投資機會群，並針對主要解釋變數設置三個虛擬變數：有政治連結董事且未來投資機會高 (*POL_BD_MBH*)、有政治連結董事且未來投資機會低 (*POL_BD_MBL*)、無政治連結且未來投資機會高 (*NONPOL_BD_MBH*)。未來融資需求 (*FIN*) 係以公司在下一期是否有進行現金增資或發行公司債來衡量，亦設置三個虛擬變數：有政治連結董事且未來有融資需求 (*POL_BD_FINI*)、有政治連結董事且未來無融資需求 (*POL_BD_FIN0*)、無政治連結且未來有融資需求 (*NONPOL_BD_FINI*)。最後，本文參考黃美祝 (2010) 之研究，以財稅差異金額大小衡量公司的租稅管理行為，具體衡量方式為營利事業帳載財務會計所得扣除申報課稅所得除以當年度營收淨額 (*BTDR*)，並以中位數進行區分，*BTDR* 大 (小) 於中位數者視為租稅管理程度較高 (低)，設置三個虛擬變數：有政治連結董事且避稅程度高 (*POL_BD_TAXH*)、有政治連結董事且避稅程度低 (*POL_BD_TAXL*)、無政治連結且避稅程度高 (*NONPOL_BD_TAXH*)。因此，考量這三種動機後，原主要模型中之 *POLITICAL_BOARD* 分別以上述三個虛擬變數取代，進行迴歸測試，實證結果列於表 6。

表 6 第 (1) (2) 欄結果顯示，有政治連結董事之公司，無論未來投資機會高或低，與公司績效皆呈顯著負相關 (*POL_BD_MBH* < 0, *POL_BD_MBL* < 0)，而 *NONPOL_BD_MBH* 的係數則顯著為正，表示即使公司基於未來投資機會而聘任有政治連結之董事，其績效仍較無政治連結者為差。表 6 之第 (3) (4) 欄結果顯示，*POL_BD_FINI* 的係數顯著為負，表示有政治連結且有未來融資需求之公司，其會計績效與市場績效皆較差；反之，同樣有未來融資需求但無政治連結者，其與績效間為顯著正相關 (*NONPOL_BD_FINI* > 0)，顯示當公司有未來融資需求時，聘任政治連結董事對績效仍產生負面影響。表 6 之第 (5) (6) 欄結果顯示，*POL_BD_TAXH* 的係數顯著為負 ($p < 0.01$)，代表有政治連結且避稅程度高之公司，與績效呈顯著負相關。綜言之，無論公司是基於未來投資機會、未來融資需求或租稅目的而利用政治連結，本節實證結果顯示，有政治連結董事之公司績效皆較無政治連結之公司為差。

表 6 不同政治連結動機與公司績效之關聯性

	預期 符號	未來投資機會		未來融資需求		租稅目的	
		$TQ_{i,t+1}$	$ROE_{i,t+1}$	$TQ_{i,t+1}$	$ROE_{i,t+1}$	$TQ_{i,t+1}$	$ROE_{i,t+1}$
<i>POL_BD_MBH</i>	+/	-0.037* (-1.77)	-0.010* (-1.66)				
<i>POL_BD_MBL</i>	+/	-0.080*** (-3.16)	-0.041*** (-4.79)				
<i>NONPOL_BD_MBH</i>	+/	0.124*** (7.68)	0.012*** (4.34)				
<i>POL_BD_FIN1</i>	+/			-0.158*** (-3.93)	-0.021** (-2.50)		
<i>POL_BD_FIN0</i>	+/			-0.032 (-1.26)	-0.008 (-1.62)		
<i>NONPOL_BD_FIN1</i>	+/			0.177*** (8.06)	-0.014*** (-3.00)		
<i>POL_BD_TAXH</i>	+/					-0.160*** (-4.57)	-0.048*** (-6.67)
<i>POL_BD_TAXL</i>	+/					-0.030 (-1.13)	-0.014** (-2.47)
<i>NONPOL_BD_TAXH</i>	+/					-0.131*** (-6.66)	-0.049*** (12.08)
<i>DONATION</i>	?	0.019 (0.66)	0.004 (0.59)	0.031 (0.95)	0.005 (0.71)	0.026 (0.81)	0.003 (0.43)
<i>FR</i>	?	-0.307*** (-10.03)	0.245*** (34.00)	-0.491*** (-13.93)	-0.259*** (-36.01)	-0.419*** (-11.96)	-0.255*** (-35.90)
<i>SIZE</i>	+	0.016*** (2.77)	0.035*** (25.49)	0.050*** (5.06)	0.033*** (23.65)	0.012*** (5.34)	0.032*** (22.99)
<i>ADRD</i>	+	1.568*** (15.79)	0.388*** (16.64)	2.177*** (19.29)	0.386*** (17.62)	2.353*** (20.56)	0.347*** (15.80)
<i>GROWTH</i>	+	0.094*** (7.42)	0.046*** (15.55)	0.190*** (13.12)	0.059*** (22.52)	0.199*** (13.79)	0.056*** (21.61)
<i>CGIUP</i>	+	0.048*** (4.52)	0.004*** (5.28)	0.138*** (8.45)	0.101*** (10.16)	0.406*** (9.39)	0.061*** (9.16)
<i>YEAR</i>		省略	省略	省略	省略	省略	省略
<i>INDUSTRY</i>		省略	省略	省略	省略	省略	省略
<i>CONSTANT</i>	?	1.270*** (14.41)	-0.478*** (-23.08)	1.371*** (13.62)	-0.388*** (-18.63)	1.470*** (14.48)	-0.359*** (-17.25)
<i>N</i>		9,499	9,499	9,530	10,763	9,530	10,763
Adjusted R^2		0.302	0.264	0.084	0.198	0.082	0.210

註 1：括號內為 t 值；***，**，* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

註 2：變數說明參考附錄。

五、其他測試

為使研究結果更為穩健而具有說服力，本研究亦進行若干其他測試，然基於篇幅限制並使文章更為精簡，此節之實證結果並未列表呈現。茲說明如下：第一，樣本期間歷經金融海嘯危機，可能使績效產生結構性的改變，因此本研究將樣本分為金融海嘯發生前與發生後，分別為 2005 至 2007 年以及 2009 至 2011 年，並將 2008 年刪除，再進行主要迴歸測試，實證結果與主要結果雷同，亦即無論在金融海嘯發生前或發生後，具有政治連結之公司，其績效皆較差。

第二，政府或政黨可能基於重大公共政策及推動國家經濟發展之考量下，入股某些企業，成為其股東或為法人董事，並在董事會上占有舉足輕重的角色，政府或政黨雖為董事，但必須指定一位自然人擔任法人董事代表，該董事本就為了政府政策利益發聲，企業之營運也圍繞著政府政策運轉，而政黨控制的公司也可能會為了配合執政的目的，而配合政府執行某些政策。為了避免此種政治背景關係影響迴歸結果，本文將政府持股企業從樣本刪除後進行實證¹⁰，結果顯示，在排除政府與政黨控制的樣本後，當公司具有政治關聯時，公司的價值與績效會受到一定程度的侵害，此結果與前述表 4 之發現相符。

第三，本文發現具有政治連結之公司其績效較差，本節進一步探討此負向關係究竟是透過何種管道而產生，是否因具有政治連結之董事，其專業知識程度普遍較為不足，導致無法發揮監督的功能。本研究參考過去文獻 (Mehran, 1995)，以公司年報中所揭露之董事專業經驗為依據，將具政治連結董事是否具財務及會計、法律及商學等三項經歷納入研究，收集每一位政治連結董事成員背景經歷資料，如果董事具備其中一項資格就給予 1 分，每位董事最高可得 3 分，該值愈高表示董事專業知識愈充足。再將有政治連結董事之公司，依照樣本中位數，分為董事專業知識高與董事專業知識低兩群，分別設置兩個虛擬變數，*POL_BD_EXPH* 與 *POL_BD_EXPL*，取代原本的 *POLITICAL_BOARD* 變數，進行主要迴歸模型。實證結果（未編表）顯示，有政治連結董事之公司，無論董事之專業知識高或低，皆與績效呈顯著負相關（亦即 *POL_BD_EXPH* 與 *POL_BD_EXPL* 的係數皆顯著為負），表示具政治背景之董事，即使專業知識程度高，其政治關聯性仍會對公司績效產生負面影響。

10 樣本受到中央政府部門（經濟部、財政部、交通部及退輔會）控制的公司計有 231 個樣本，而受國民黨控制的公司計有 35 個樣本，合計共排除公司由政府或政黨所控制的樣本為 266 個樣本。

陸、研究結論

過去國外已有許多文獻探討政治關係企業對公司價值之影響，然而台灣目前卻鮮少相關政治背景文獻。Rajan and Zingales (1998) 的研究認為，東亞的經濟體制是屬於關係基礎體制，Faccio (2006) 則認為，在法律系統較薄弱的國家中，對公司而言，政治連結關係是有價值的，台灣雖為民主法治國家，但特殊的經濟環境，政治力介入企業經營時有所聞，故政治關係具有一定的影響力。

透過初步的樣本分析可發現，企業內部之政治關係逐年增加，由董事成員至少有一位具有政治背景之定義看來，從 2005 年的 16.61% 一路增加到 2011 之 20.31%，可見政治關係之董事特性在企業中所扮演的角色已不容忽視，故本文欲協助資本市場參與者瞭解企業之政治關聯對企業之績效影響為何。

本文實證結果發現，台灣經濟環境中，若政治力介入企業經營，平均而言，其績效表現顯著較差，此結果與 Shleifer and Vishney (2002) 所指的攫取之手 (Grabbing Hand) 較吻合，政治背景對於企業經營的幫助仍小於其政治尋租之效果。本文更進一步將具有政治背景之董事會區分為不同之政治背景型態—中央政府官員、政黨黨職及民意代表者，結果發現，以中央政府官員及民意代表為主之董事會，其公司有顯著較差的市場績效及會計績效。據此，本文建議，企業內部在聘僱公司董事及高階主管時應審慎考慮其政治背景對於公司未來之影響，避免因董事或高階主管之政治關係而增加公司內部之代理成本，進而影響公司經營績效。

本研究仍存在幾點限制：第一，過去研究發現當經濟環境差時，政府無法有效率的幫助企業，故企業的績效表現會較差 (Johnson and Mitton, 2003)；本文未考慮產業生命週期以及整體經濟環境對於本研究之影響，故未能指出政治連結是否在景氣循環抑或公司生命週期之不同階段，對於公司有不同的影響，建議後續研究可以將此二因素分別納入考量。第二，文章中雖有分析公司利用政治連結的動機，但可能並不完善，例如公司可能利用政治連結來防止主管機關調查是否有掏空或舞弊之情事，然此類公司目前皆已下市或解散，並不包含於樣本中。第三，本文僅以公司董事、大股東或高階主管是否擔任政治相關職務來定義是否有政治連結，但政治連結的形式可能有很多種，例如公司與政府單位間的互動網絡可能來自於財團長期的政商友好關係，或公司內部總經理以及董事個人與政要官員的友誼 (Friendship)，或是透過政治人物親屬開的公司來建立政治連結，然本文僅能依賴公開可得的資訊來源（各級政府機關或各政黨網站上所公布的資料、中華民國行憲政府職名錄、公職人員之派令等），手工辨認公司與政府之政治關係並力求周詳，仍未能將上述之友誼關係納入衡量，故研究結果之推論可能受此侷限。

Political Connection and Firm Performance

Hsin-Yi Chi, Professor, Department of Accounting, National Chung Hsing University

Tzu-Ching Weng, Associate Professor, Department of Accounting, Feng Chia University

Chih-Hsien Liao, Associate Professor, Department of Accounting, National Taiwan University

Hsin-Yi Huang, Ph.D. Candidate, Graduate Institute of Accounting, National Taiwan University

1. Purpose/Objective

The incentive for corporations to become politically connected has been recognized among economists for many years (Faccio, 2006). The value of political connections can take various forms, including preferential treatment by government-owned enterprises, lighter taxation, preferential treatment in competition for government contracts, relaxed regulatory oversight of the company in question, and many other forms. From this perspective, the government plays the role of a “helping hand”. On the other hand, however, political connections may help the government and affiliated politicians to extract political benefits at the expense of the wealth maximization of stakeholders in the firm. This view is called a “grabbing hand” of the government (Shleifer and Vishny, 2002). Building upon the two perspectives, this paper examines how political connections affect firm performance.

It has been found that political connections help firms to secure favorable regulatory conditions and access to resources such as bank loans (e.g., Agrawal and Knoeber, 2001; Faccio, 2006). Politically connected firms are also more likely to resort to the courts in business disputes (Li et al., 2008). It has also been documented that the quality of earnings reported by politically-connected firms is significantly poorer (Chaney et al., 2011). While Goldman et al. (2009) show a positive abnormal stock return following the announcement of the nomination of a politically-connected individual to the board in the U.S., others find that among China’s newly-privatized firms, those with political connections underperform their non-connected counterparts (Boubakri et al., 2008; Fan et al., 2007). Although studies have examined the implications of political connections in different countries, limited research in Taiwan investigates whether the marginal benefits of connections outweigh the marginal costs. Since the capital markets development as well as the economic and political environment in Taiwan are distinct from those of other countries, we believe it is important to examine this issue using Taiwanese settings. Given the competing theoretical arguments as well as mixed empirical evidence, we think political connections can either enhance or diminish firm performance.

2. Design/Methodology/Approach

Our sample includes publicly-traded companies in Taiwan during fiscal years 2005–2011. In contrast with prior studies, we enlarge the scope of political connections to include the board of directors in addition to large shareholders and top management. More specifically, we adopt two definitions of political connections: (1) *POLITICAL_TOPMGT*, which follows Faccio (2006) to define a firm as “politically connected” if one of the firm’s large shareholders (at least 10% ownership) or top executives (CEO, president, or vice-president) is a member of parliament, an officer of central government, or is closely related to a politician or party; (2) *POLITICAL_BOARD*, which defines a firm as “politically connected” if one of the firm’s directors has served positions related to the parliament, central government, or political parties. Both definitions consider past and current connections.

We use two measures of firm performance: Tobin’s Q (*TQ*) as a measure of market performance and the return on equity (*ROE*) as a measure of accounting performance. Since these effects of political connections on firm performance may not be contemporary, the two performance measures are computed using the next-year value. After controlling political donations (*DONATION*), leverage (*FR*), firm size (*SIZE*), advertising, and R&D expenditures (*ADRD*), sales growth (*GROWTH*), and changes in corporate governance (*CGIUP*), the main empirical models are as follows:

$$\begin{aligned}
 TQ_{i,t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 POLITICAL_TOPMGT_{i,t} (POLITICAL_BOARD_{i,t}) + \\
 & \alpha_2 DONATION_{i,t} + \alpha_3 FR_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 ADRD_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \\
 & \alpha_7 CGIUP + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 ROE_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 POLITICAL_TOPMGT_{i,t} (POLITICAL_BOARD_{i,t}) + \\
 & \beta_2 DONATION_{i,t} + \beta_3 FR_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ADRD_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \\
 & \beta_7 CGIUP + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

3. Findings

The main empirical results of this study support the “grabbing hand” argument that politically-connected firms exhibit weaker accounting and market performance. To enrich our analysis as well as ensure the robustness of the results, we perform several additional tests. First, we calculate the number of politically-connected directors as a percentage of the board, and separate the different types of political connections. The results indicate that firms

have weaker performance when they have higher proportions of directors serving as central government officers or as legislative body representatives. Second, we test whether the documented association varies with transitions between ruling parties or with an individual director's political affiliation. We find that firm performance is negatively related to directors with a KMT affiliation but is not related to directors with a DDP affiliation. In addition, this negative association is moderated when the ruling party switches from KMT to DDP. Third, to resolve the potential endogeneity of political connections, we test our main model using a two-stage instrumental variable approach as well as a difference-in-difference design (DID). The DID design considers the changing status of the board of director's connections after election of new directors. Regardless of the approach taken, the findings are qualitatively similar. Fourth, we consider firms' differential incentives of having political connections, including their future growth opportunities, financing needs, and preferences for tax avoidance. We partition the sample based on these incentives and find that the negative association between firm performance and political connections are consistent across subsamples with high and low incentives. Finally, we find that our results exist both before and after the 2008 financial crisis, after removing government-owned enterprises, and that the results are not sensitive to directors' level of professional knowledge.

4. Research Limitations/Implications

Using Taiwanese sample firms as the context for research, we provide consistent evidence that political connections are negatively associated with firm performance. The findings are informative for capital market participants in making their investment and lending decisions. The results also provide implications for firms' corporate governance practices. In particular, firms should consider the possible negative impact of political connections when hiring or electing top managers and directors.

However, our findings are subject to several limitations and should be interpreted with some caveats. First, this study does not consider the potential differential effects of industrial life cycles as well as the macroeconomic environment. Second, while we consider firms' incentives to become politically connected, the analysis may be incomplete. For example, we do not include firms that use political connections to conduct fraud or to avoid regulatory investigations. Third, due to data limitations, our measures of political connections include only those available from public sources.

These definitions may not be inclusive, since political connections can also be obtained through friendship and social networks that are difficult to measure.

5. Originality/Contribution

We expect our paper to make the following contributions. First, this study augments Jang (2005) event-study approach to examine market reactions to firms' appointments of executives who are also legislators. We enlarge the scope of political connections and consider the effect on long-term performance rather than just the announcement effect. Second, this study further analyzes the influences of different types of political connections as well as considers directors' political affiliations and professional knowledge. Third, we extend prior research that examines firms' incentives to become politically connected. We test and discover that firms with political connections have weaker performance regardless of their incentives. Finally, our study also contributes to the corporate governance literature. Prior literature generally examines various board and manager characteristics, focusing on how composition and ownership structures might affect firm performance. However, none of these studies investigate the political ties of the board of directors and top managers. We believe the findings of our study have important implications to capital market participants as well as corporate practices.

參考文獻

- 吳汶霖，2012，**陳瑞隆背書，力晶紓困案過關**，<https://tw.news.yahoo.com/%E9%99%B3%E7%91%9E%E9%9A%86%E8%83%8C%E6%9B%B8-%E5%8A%9B%E6%99%B6%E7%B4%93%E5%9B%B0%E6%A1%88%E9%81%8E%E9%97%9C-213006868--finance.html>，搜尋日期：2012 年 12 月 7 日。(Wu, Wen-Lin. 2012. *Supported by Ruei-Lung Chen, bail-out of Powerchip approved*. <https://tw.news.yahoo.com/%E9%99%B3%E7%91%9E%E9%9A%86%E8%83%8C%E6%9B%B8-%E5%8A%9B%E6%99%B6%E7%B4%93%E5%9B%B0%E6%A1%88%E9%81%8E%E9%97%9C-213006868--finance.html>. Accessed Dec. 7, 2012.)
- 洪榮華、陳香如與林慧珍，2007，公司治理機制對創新、多角化策略及公司績效之影響－研發密集產業之實證，**中山管理評論**，15 卷 1 期：37-60。(Hung, Jung-Hua, Chen, Hsiang-Ju, and Lin, Hui-Chun. 2007. The impact of corporate governance mechanisms on innovation and diversification strategies as well as on performance: R&D-intensive industry. *Sun Yat-Sen Management Review*, 15 (1): 37-60.)
- 孫克難與劉涵秦，2001，**邊際有效稅率、租稅減免與投資行為－臺灣的實證研究**，台北，台灣：中華經濟研究院。(Sun, Ke-Nan, and Liou, Han-Chin. 2001. *Marginal tax rate, tax breaks and investment behavior—Evidence from Taiwan*. Taipei, Taiwan: Chung-Hua Institution for Economic Research.)
- 張琬瑜，2005，政商網絡的建立必然使企業獲利嗎？，**管理學報**，22 卷 2 期：155-172。doi: 10.6504/JOM.2005.22.02.01 (Jang, Woan-Yuh. 2005. Do business enterprises necessarily profit from the linkages of political network?. *Journal of Management*, 22 (2): 155-172. doi: 10.6504/JOM.2005.22.02.01)
- 張琬瑜與張凱雯，2011，董事政治關聯及政治獻金影響企業價值嗎？，**選舉研究**，18 卷 1 期：139-174。(Jang, Woan-Yuh, and Chang, Kai-Wen. 2011. Do directorate political connections and/or political donations affect firm value?. *Journal of Electoral Studies*, 18 (1): 139-174.)
- 陳瑞斌與許崇源，2007，公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究，**交大管理學報**，27 卷 2 期：55-109。(Chen, Jui-Pin, and Hsu, Chung-Yuan. 2007. A study of association between corporate governance structure and information disclosure. *Chiao Da Management Review*, 27 (2): 55-109.)
- 黃美祝，2010，財稅差異金額大小對國稅局選案查核之影響，**會計評論**，50 期：23-55。doi: 10.6552/JOAR.2010.50.2 (Huang, Mei-Juh. 2010. The effect of book-tax differences on audit selection of national tax administration. *The International*

- Journal of Accounting Studies*, 50: 23-55. doi: 10.6552/JOAR.2010.50.2)
- 楊朝旭與吳幸蓁，2009，資產減損之決定因素與盈餘資訊性後果：論公司治理之角色，
會計評論，48 期：67-114。doi: 10.6552/JOAR.2009.48.3 (Young, Chaur-Shiuh,
and Wu, Shing-Jen. 2009. The determinants and effects on earnings
informativeness of asset impairments: The role of corporate governance. *The
International Journal of Accounting Studies*, 48: 67-114. doi: 10.6552/JOAR.
2009.48.3)
- Acemoglu, D., Golosov, M., and Tsyvinski, A. 2011. Power fluctuations and political
economy. *Journal of Economic Theory*, 146 (3): 1009-1041. doi: 10.1016/j.jet.
2010.11.002
- Agrawal, A., and Knoeber, C. R. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency
problems between managers and shareholders. *The Journal of Financial and
Quantitative Analysis*, 31 (3): 377-397. doi: 10.2307/2331397
- _____. 2001. Do some outside directors play a political role?. *The Journal of Law and
Economics*, 44 (1): 179-199. doi: 10.1086/320271
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director
composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71 (4): 443-
465.
- Bhagat, S., and Black, B. S. 1999. The uncertain relationship between board composition and
firm performance. *The Business Lawyer*, 54 (3): 921-963. doi: 10.2139/ssrn.
11417
- Bliss, M. A., and Gul, F. A. 2012. Political connection and cost of debts: Some Malaysian
evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36 (5): 1520-1527. doi: 10.1016/j.
jbankfin.2011.12.011
- Boubakri, N., Cosset, J. C., and Saffar, W. 2008. Political connections of newly privatized
firms. *Journal of Corporate Finance*, 14 (5): 654-673. doi: 10.1016/j.
jcorpfin.2008.08.003
- _____. 2012. The impact of political connections on firms' operating performance and
financing decisions. *The Journal of Financial Research*, 35 (3): 397-423. doi:
10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x
- Brickley, J. A., and Zimmerman, J. L. 2010. Corporate governance myths: Comments on
Armstrong, Guay, and Weber. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3):
235-245. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.10.002
- Brown, L. D., and Caylor, M. L. 2006. Corporate governance and firm valuation.

- Journal of Accounting and Public Policy*, 25 (4): 409-434. doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005
- Chaney, P. K., Faccio, M., and Parsley, D. 2011. The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51 (1-2): 58-76. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.07.003
- Cheng, S. 2008. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87 (1): 157-176. doi: 10.1016/j.jfineco.2006.10.006
- Cooper, M. J., Gulen, H., and Ovtchinnikov, A. V. 2010. Corporate political contributions and stock returns. *The Journal of Finance*, 65 (2): 687-724. doi: 10.1111/j.1540-6261.2009.01548.x
- Demsetz, H., and Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93 (6): 1155-1177. doi: 10.1086/261354
- Faccio, M. 2006. Politically connected firms. *The American Economic Review*, 96 (1): 369-386. doi: 10.1257/000282806776157704
- _____. 2010. Differences between politically connected and nonconnected firms: A cross-country analysis. *Financial Management*, 39 (3): 905-928. doi: 10.1111/j.1755-053X.2010.01099.x
- Fama, E. F., and Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26 (2): 301-325. doi: 10.1086/467037
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., and Zhang, T. 2007. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84 (2): 330-357. doi: 10.1016/j.jfineco.2006.03.008
- Fich, E. M., and Shivdasani, A. 2006. Are busy boards effective monitors?. *The Journal of Finance*, 61 (2): 689-724. doi: 10.1111/j.1540-6261.2006.00852.x
- Frye, T., and Shleifer, A. 1997. The invisible hand and the grabbing hand. *The American Economic Review*, 87 (2): 354-358.
- Goldman, E., Rocholl, J., and So, J. 2009. Do politically connected boards affect firm value?. *The Review of Financial Studies*, 22 (6): 2331-2360. doi: 10.1093/rfs/hhn088
- Goyal, V. K., and Park, C. W. 2002. Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8 (1): 49-66. doi: 10.1016/S0929-1199(01)00028-1
- Gul, F. A. 2006. Auditors' response to political connections and cronyism in Malaysia. *Journal of Accounting Research*, 44 (5): 931-963. doi: 10.1111/j.1475-679X.2006.00220.x

- Habib, M., and Ljungqvist, A. 2005. Firm value and managerial incentives: A stochastic frontier approach. *The Journal of Business*, 78 (6): 2053-2094. doi: 10.1086/497040
- Henn, H. G. 1974. *Corporation Law*. St. Paul, MN: West Publishing.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Johnson, S., and Mitton, T. 2003. Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67 (2): 351-382. doi: 10.1016/S0304-405X(02)00255-6
- Kim, C., Pantzalis, C., and Park, J. C. 2012. Political geography and stock returns: The value and risk implications of proximity to political power. *Journal of Financial Economics*, 106 (1): 196-228. doi: 10.1016/j.jfineco.2012.05.007
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3): 375-400. doi: 10.1016/S0165-4101(02)00059-9
- Laeven, L., and Levine, R. 2009. Bank governance, regulation and risk taking. *Journal of Financial Economics*, 93 (2): 259-275. doi: 10.1016/j.jfineco.2008.09.003
- Larcker, D. F., and Rusticus, T. O. 2010. On the use of instrumental variables in accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 49 (3): 186-205. doi: 10.1016/j.jacceco.2009.11.004
- Leuz, C., and Oberholzer-Gee, F. 2006. Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics*, 81 (2): 411-439. doi: 10.1016/j.jfineco.2005.06.006
- Li, H., Meng, L., Wang, Q., and Zhou, L. A. 2008. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. *Journal of Development Economics*, 87 (2): 283-299. doi: 10.1016/j.jdeveco.2007.03.001
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., and Xuan, Y. 2011. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100 (1): 1-23. doi: 10.1016/j.jfineco.2010.10.012
- Mehran, H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38 (2): 163-184. doi: 10.1016/0304-405X(94)00809-F
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. 1988. Management ownership and market

- valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315. doi: 10.1016/0304-405X(88)90048-7
- Rajan, R. G., and Zingales, L. 1998. Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11 (3): 40-48. doi: 10.1111/j.1745-6622.1998.tb00501.x
- Reiss, P. C., and Wolak, F. A. 2007. Chapter 64 structural econometric modeling: Rationales and examples from industrial organization. *Handbook of Econometrics*, 6: 4277-4415. doi: 10.1016/S1573-4412(07)06064-3
- Shivdasani, A. 1993. Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1): 167-198. doi: 10.1016/0165-4101(93)90009-5
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. 2002. *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20: 431-460. doi: 10.1016/0304-405X(88)90053-0
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40 (2): 185-211. doi: 10.1016/0304-405X(95)00844-5

附錄

變數名稱	變數定義
TQ	市場績效指標，定義為（普通股市值 + 特別股清算價值 + 負債帳面價值）／總資產帳面價值。
ROE	會計績效指標，定義為稅後淨利 / 平均股東權益。
POLITICAL_TOPMGT	若至少一個大股東（持有至少 10% 的控制股權）或最高階主管（董事長、總經理、總裁、副總裁）現在或過去有擔任過中央政府官員、民意代表或政黨黨職之政治相關職務者，此變數令為 1，反之為 0。
POLITICAL_BOARD	若董事會至少一位成員現在或過去有擔任過政治相關職務者，此變數令為 1，反之為 0。
POLITICAL_RATIO	當年度具政治連結董事佔全體董事席次比。
POLITICAL_GOV_RATIO	當年度曾擔任政府部門工作董事人數佔全體董事席次比。
POLITICAL_ELE_RATIO	當年度曾擔任民意代表工作董事人數佔全體董事席次比。
POLITICAL_PARTY_RATIO	當年度曾擔任政黨工作董事人數佔全體董事席次比。
DONATION	當企業提供政治獻金給政治人物者，則令為 1，否則為 0。該數據係來自監察院，且從 2005 年起才開始揭露。
POL_KMT	董事會成員傾向泛國民黨為 1，否則為 0。
POL_DDP	董事會成員傾向泛民進黨為 1，否則為 0。
KMTTIME	樣本年度為 2009 到 2011 年（國民黨執政期間）為 1，其餘為 0。
DDPTIME	樣本年度為 2005 到 2007 年（民進黨執政期間）為 1，其餘為 0。
POST	董事會成員改選變數，改選前為 0，改選後為 1。
CHANGE	如果董事會成員經改選後，由無政治連結的董事會，變成具有政治連結的董事會，則設為 1，若由無政治連結的董事會，變成無政治連結的董事會，則設為 0。
POL_BD_MBH	有政治連結董事且未來投資機會高為 1，否則為 0。
POL_BD_MBL	有政治連結董事且未來投資機會低為 1，否則為 0。
NONPOL_BD_MBH	無政治連結且未來投資機會高為 1，否則為 0。
POL_BD_FIN1	有政治連結董事且未來有融資需求者為 1，否則為 0。
POL_BD_FIN0	有政治連結董事且未來無融資需求者為 1，否則為 0。
NONPOL_BD_FIN1	無政治連結且未來有融資需求者為 1，否則為 0。
POL_BD_TAXH	有政治連結董事且避稅程度高者為 1，否則為 0。
POL_BD_TAXL	無政治連結且避稅程度高者為 1，否則為 0。
NONPOL_BD_TAXH	無政治連結且避稅程度高者為 1，否則為 0。
FR	長期負債 / 權益比率。
SIZE	公司規模，取公司年底總資產之自然對數。
ADRD	廣告研發費用率，定義為廣告費及研究發展費用合計數／銷貨淨額。
GROWTH	銷貨成長率，定義為（當期銷貨淨額－前期銷貨淨額）／前期銷貨淨額。
CGIUP	若本期之公司治理綜合指標分數 (CGI _t) 小於下一期 (CGI _{t+1}) 則令為 1，否則為 0。公司治理綜合指標包含董事會規模、總經理兼任董事或董事長、外部董事席次比、獨立董事之設置、獨立監察人之設置、董監持股比率、外部大股東持股比率、機構投資人持股比率、控制權與現金流量權偏離程度等九個變數之百分位數加總。

作者簡介

紀信義

國立中央大學企業管理學博士，現任國立中興大學會計學系教授。主要研究領域為審計與公司治理。

翁慈青

國立政治大學會計學博士，現任逢甲大學會計學系副教授。主要研究領域為財務會計、內部控制與公司治理。

* 廖芝嫻

美國凱斯西儲大學會計學博士，現任國立臺灣大學會計學系副教授。主要研究領域為無形資產、公司治理與經理人薪酬。

黃馨儀

國立臺灣大學會計學研究所博士候選人。

* E-mail: chliao105@ntu.edu.tw