

The Relationship between Corporate Political Donations and Government-Controlled Banks' Loan Rates: Evidence from Presidential Elections of Taiwan

公司政治獻金與公股銀行貸款合約利率：來自臺灣總統大選之證據

Yu-Hsuan Chung, Department of Accounting and Information Technology, National Chung Cheng University

鍾宇軒 / 國立中正大學會計與資訊科技學系

Ying-Ling Zeng, BankTaiwan Life Insurance

曾映綾 / 臺銀人壽

Received 2018/9, Final revision received 2023/5

Abstract

Firms make political donations to establish political connections. This study investigates the effect of firms' presidential campaign donations on government-controlled bank loan rates in Taiwan by examining listed firms' loan contracts in post-presidential election periods. The results reveal that firms that make political donations benefit from banks offering lower loan interest rates. Furthermore, this study finds that firms that donate to the presidential election winner obtain preferential treatment with lower loan rates. The findings show that firms' ability to establish political connections through campaign donations helps shape an advantage contract for government-controlled bank loans.

【Keywords】 political donations, government-controlled banks' loans, loan rates

摘要

企業可以透過政治獻金建立政治連結。本研究藉由臺灣上市櫃公司在總統大選後的貸款合約，探討企業於總統大選提供政治獻金與公股銀行貸款合約利率的關聯性。本研究結果顯示從事政治獻金捐贈的公司可以獲得較低的貸款合約利率。再者，本研究發現企業向總統大選當選人提供政治獻金捐贈，亦能夠得到優惠的貸款合約利率。整體而言，本研究彰顯了企業透過政治獻金而形成的政治連結有益於企業獲得較佳之公股銀行貸款合約。

【關鍵字】 政治獻金、公股銀行貸款、貸款利率

壹、緒論

由於政府對於企業所屬產業相關法律與規範的制定具一定裁量權，因而會影響企業後續政策導向或產業發展方向，尤其是一國的選舉過程，會讓企業需要面對較高程度的政治不確定性風險 (Imai and Shelton, 2011)，故公司通常會對於政府政策及其程序的問題較為關注，並藉由選舉來評量企業可能面臨的潛在政治不確定 (Bird, Karolyi, and Ruchti, 2023)。一般而言，在選舉的競爭條件下，不同政黨的管理哲學和政策走向存在一定的差異性，故企業需要考量未來可能的經濟發展和政策制定走向，以評估企業個體爾後的策略因應方針 (楊以彬, 2016)。因此，公司為了減緩選舉產生的政治不確定性，會意圖透過支持特定候選人而從事政治活動參與，以間接地促使政治人物推動有利公司的政策 (Ovtchinnikov, Reza, and Wu, 2020)。故企業的競爭力除了本身的基本條件和技術以外，與政府取得或維持良好關係，亦是成就企業競爭版圖的一大助力 (李宗榮, 2016)¹。

再者，商業意圖與政治人物建立關聯²，乃因許多企業會有動機干預政府的決策，以使政府政策朝向對企業有利之方向 (Ovtchinnikov and Pantaleoni, 2012)，進而能夠有助於企業的成長與發展。例如，過去相關研究曾指出政治連結有助於提升企業價值與績效 (Qi, Roth, and Wald, 2010; Borisova, Fotak, Holland, and Megginson, 2015; 張元與李盈佳, 2016; Maaloul, Chakroun, and Yahyaoui, 2018)，將建立政治關聯視為是一種政治資本的投資 (Akey, 2015)。然而，另亦有相關文獻表示政治連結不一定對企業有幫助 (Aggarwal, Meschke, and Wang, 2012; Hadani and Schuler, 2013; 張元與王沛濂, 2015)，反因存在政治成本 (Bertrand, Kramarz, Schoar, and Thesmar, 2018) 而突顯公司存在潛在代理問題 (Aggarwal et al., 2012)。Belghitar, Clark, and Saeed (2019) 即指出政治連結從資源基礎而論，有利於帶動外部資源的流

1 舉例而言，姚惠珍 (2014) 在「企業政治獻金：選情明朗偌大邊選情膠著都不捐」報導中表示：「…但每到選舉期間，捐贈政治獻金金額多寡，仍透露出企業家的好惡。而在選情明朗時，企業家『偌大邊』態勢明顯，…選情膠著時，多數企業家隔岸觀火，不僅捐贈金額縮水，甚至藍綠都不押，省下一筆費用，以免賠了夫人又折兵。…該是押寶兩黨或是藍綠之間選邊站，對企業家來說須縝密盤算，如果斥鉅資卻押錯寶，白花錢事小，得罪未來執政者麻煩才大。…」。

2 舉例而言，林子鈞 (2018) 在「為什麼川普願意親自參加郭台銘新廠動土典禮？魚水共生的兩人，已經站在同一條船上」報導中表示：「…鴻海董事長郭台銘將再度與美國總統川普同台，郭台銘在美國設 8K 面板廠獲得鉅額獎勵，川普則有這筆經濟政績奮戰期中選舉，兩人魚幫水、水幫魚，各有政治與經濟斬獲。…『華爾街日報』報導，富士康是實實在在獲得可能高達 40 億美元 (約 1,200 億臺幣) 投資優惠…，以 100 億美元 (約 3,000 億臺幣) 投資換來近半的相關獎勵與優惠，郭台銘早就多次肯定川普招商引資的做法，而這也正是他口中曾說『政治必須要替經濟服務』的最好事例。…」。

入；然就代理理論來看，則會因存在嚴重的代理問題而損害公司治理，造成股東損失。綜上，「政治連結」對於公司政策制定或經營活動的影響，在目前理論或實證的討論中，仍未有明確的定論。

考量選舉參選人從事政治活動需要仰賴企業捐贈政治獻金以供應選舉活動之進行，但為避免民選政治發展受到金權政治的負面影響，臺灣政府為促進政治獻金來源透明化及公開化，於 2004 年 3 月 18 日正式經立法院三讀通過「政治獻金法」，並於 2004 年 3 月 31 日公布後施行。政治獻金法的主要目的，在促進民眾與企業的政治參與，以活絡政治活動的發展及增加政治進程的公平性與公正性³。明確而言，選舉過程中的「政治獻金」通常可視為企業向特定政治集團傳遞特定訊息的一種方式，為企業從事政治行動主義的體現。雖然我國對於營利事業之政治獻金設有門檻，但企業對於特定候選人所提供之有限政治獻金的多寡，其功能並不在於反映實質成本效益，很有可能是考量未來能夠從政治資源上獲得潛在益處（例如：政治補助、政治資金或公共工程合約），進而形成一種商業與政治的交換對價 (*quid pro quo*) 關係 (Tahoun, 2014)。緣此，本研究將藉由企業於總統大選期間提供的政治獻金，探討公司是否能因此在選後獲得較優惠的公股銀行貸款條件，以檢視企業透過政治獻金的投入所建立的政治連結之作用。

當企業有資金需求時，發行股票向市場募資的方式容易受到市場機制的影響，然若透過向銀行舉債獲取資金，貸款銀行則會非常重視企業風險評估的結果，又以「公股銀行貸款」的債務條件最容易受到政治因素影響⁴；故本研究聚焦探討企業的

3 例如，政治獻金法第二條第一項定義：「政治獻金指對從事競選活動或其他政治相關活動之個人或團體，無償提供之動產或不動產、不相當對價之給付、債務之免除或其他經濟利益…」。再者，針對總統大選的政治獻金捐贈程序中，第十二條即規定，總統、副總統擬參選人可自現任總統、副總統任期屆滿前 1 年起，至次屆選舉投票日前 1 日止收受政治獻金，相關的政治獻金資料，則必須向監察院提供政治獻金會計報告書以供查閱，進而達政治獻金透明公開化之目的。

4 根據過去實務上相關報導，黃有容 (2019) 在「企業捐政治獻金民進黨回饋降放款利率」報導中，顯示「…據傳 8 大公股行庫接到「上級」指示，指定企業只要捐贈政治獻金給特定…人物，就可以調降放款利率「回饋」…」。另一方面，依據陳瑞安 (2018) 在「裕隆城、政治獻金與公股銀行聯貸案的金錢搬運」專文中，顯示「翻開 2016 年立委選舉的政治獻金資料，裕隆是所有企業中，捐獻政治獻金第二名的一家企業…因為公股是這些建商在大型開發案的融資提供者，在「裕隆城」開發案的參貸銀行…建商與政治人物、還有公股，早已形成關係綿密的利益集團，建商找政客喬地，公股銀行幫忙借錢給建商，政客則為他們提供保護，消除障礙」。由於企業提供政治獻金予政治人物，使得政治人物可以透過關係與人脈，亦或是政策制定或預算供給，間接地影響公股銀行，而要求公股銀行提供優惠的借貸方案予有關聯之企業；但不可否認地是 [不置可否用以形容不表示意見，與此處文意不合] 企業透過政治獻金捐贈政治人物需要揭露，而形成兩者間具有明確關聯，然公股銀行在貸款方案上如何決定卻可能存在許多隱晦不明 (檯面下) 之作法；但從上述相關報導中可以發現公股銀行會潛在受到政治關聯之影響。

公股銀行債務融資活動。過去國外的實證研究發現，從事政治連結的企業，較容易取得政府持股之公股銀行所提供的優惠貸款條件之合約 (Sapienza, 2004; Dinç, 2005; Khwaja and Mian, 2005)⁵，且可以藉由捐贈總統大選政治獻金或遊說等方式來進行政策風險管理 (Bradley, Pantzalis, and Yuan, 2016)。因此，在企業有債務資金需求的前提下，本研究探討選舉過程中，公司有提供總統候選人政治獻金與其獲得公股銀行優惠貸款條件之關聯性，以檢視商業與政治連結間可能存在的對價交換關係⁶。

臺灣自 1996 年舉行第九屆總統、副總統選舉開始，改由人民以直接選舉且每隔四年定期舉辦，政治獻金捐贈便逐漸成為總統候選人的競選資金重要來源。在施行「政治獻金法」後，則可以透過查閱監察院所發布的政治獻金會計報告書，取得各企業營利事業的捐贈明細，故本研究以 2008 年、2012 年及 2016 年的臺灣上市櫃公司為研究對象，檢測這三次總統大選過程中有捐贈政治獻金之企業在總統當選人正式上任且掌握人事任命權之後，可否取得較具優惠條件之公股銀行貸款合約。本研究採用 Heckman (1979) 提出的兩階段模型分析，且在控制影響企業捐贈政治獻金因素及影響企業選擇長短期貸款合約的因素後，發現當企業有捐贈總統大選政治獻金，特別是捐贈給總統當選人政治獻金，企業能夠獲得較低的公股銀行貸款合約利率；本研究也發現從事政治獻金捐贈之企業的中期與長期公股銀行貸款合約利率較低；但單就提供總統當選人政治獻金之企業，本研究僅捕捉到其中期貸款合約方面可以取得較低之公股銀行貸款合約利率。

承上，臺灣政體主要是藉由選舉及政黨競爭來鞏固民主化的發展進程，企業於選舉過程中所捐贈的政治獻金，通常被視為是建構政治連結的管道之一，亦是反映企業意圖影響政府政策的一種政治籌碼。透過本研究之實證結果發現企業於總統大選的政治獻金捐贈對其貸款合約條件有所裨益；此結果具有以下的貢獻與管理意涵。第一、Lux, Crook, and Woehr (2011) 指出企業的主要政治活動為提供政治獻金與進行遊說，而這些政治活動主要目的乃在企圖影響政治官員對公司產生有利行為。其中，相較於遊說，選舉中提供政治獻金被視為是較直接的一種方式用來建立政治網絡 (Akey, 2015)；乃因企業捐贈政治獻金是企業考量成本效益後的政治行動，較一

5 舉例而言，陳彥甫 (2017) 在「慶富獵雷艦詐貸弊案懶人包一次看懂」報導中表示：「...慶富為了籌措國造獵雷艦案所需資金，與一銀、合庫、華銀、台企銀、台銀、土銀、彰銀、農業金庫與中國輸出入銀行等九家金融機構進行聯合貸款，並由一銀擔任主辦銀行，以 2% 以上的利率貸款 205 億新臺幣。...」。

6 Tahoun (2014) 表示政治人物與企業間存在一種交換對價 (quid pro quo) 關係，可視為一種無形的合約，企業可以透過政治捐獻與支持特定政治人物而得到好處；尤其是當政治人物擁有企業股權時，通常更容易獲得企業的政治獻金，主要原因即是捐獻者有相關的財務需求誘因，而需要運用政治人物價值來獲得益處（例如：政府合約）。

般個人的零星捐獻更為具體且實在（李宗榮，2016）。但是，王鼎銘（2007）亦進一步闡述政治獻金具雙面特性，一方面可以滿足人民的政治參與並平衡政黨或候選人間的財力差距；但也可能涉及利益交換，而影響政治運作。因臺灣於 2004 年施行「政治獻金法」⁷後，政治人物對於獲取之政治獻金應向監察院進行申報，且監察院須依法公開會計報告書供人查閱，並公開於電腦網路。故提供本研究得以直接獲取企業政治獻金資料之管道，以補捉企業與政治人物之間藉由政治獻金所形成的政治連結，進而觀察對於企業債務貸款合約之作用。

第二、由於企業與政府之間的政商共生關係會影響總體經濟環境與個體公司營運，故當企業藉由提供政治獻金以求能獲得壟斷或管制利潤之尋租行為所形成的政商恩庇與互惠時，將會反映出政治關聯對企業的實際影響。先前文獻對於「政治連結」的討論，主要聚焦以聘任政治人物擔任企業的高階管理人員或董事成員（Faccio, Masulis, and McConnell, 2006; 張琬瑜與張凱雯，2011; Boubakri, Guedhami, Mishra, and Saffar, 2012; 翁慈青與紀信義，2014; Chakravarty and Rutherford, 2017）為主。而在探討政治關聯對於銀行貸款合約或企業債務成本的影響文獻中，Sapienza (2004) 主要以公股銀行董事長的政治派別與該省份投票記錄結果形成的政治權力進行分析；Chen, Shen, and Lin (2014) 與 Yeh, Shu, and Chiu (2013) 則以臺灣上市櫃公司為研究對象，藉由公司「政治傾向」與「政治任命」作為政治連結的代理變數⁸。其次，林俊良與張元 (2021) 則是透過報紙文字搜索統計公司與特定政黨交疊之政治新聞作為衡量政治關聯的代理變數。然而，相較於上述研究的政治連結方式，企業提供政治獻金更為直接且具體，故在目前檢視政治獻金與公司貸款合約條件或債務成本關聯性研究相對缺乏下 (Shen, Lin, and Wang, 2015; Chkir, Gallali, and Toukabri, 2020; DeBoskey, Li, Lobo, and Luo, 2021)，本研究實證結果可以提供總統大選選舉過程中，企業政治獻金對公司債務具有影響之證據。

第三、政治獻金客觀上可以作為直接檢視企業政治行動主義的一種代理衡量指標 (Ovtchinnikov et al., 2020)，除可以評估企業從事政治連結去影響政府政策與干

7 江朝聖 (2016) 的研究指出臺灣企業政治獻金之規範跟國外不同，我國「政治獻金法」對於企業（營利事業）的政治獻金有清楚的申報規範及限額制度；在英國，政府主管機關是強制公司必須在其年報中揭露政治獻金；美國則沒有強制揭露的規範。

8 Chen et al. (2014) 與 Yeh et al. (2013) 用以衡量公司政治連結之「政治傾向」與「政治任命」變數包含：(1) 公司是否由政黨創立或營運、(2) 政黨是否為企業大股東之一、(3) 公司高階經理人曾公開支持政黨總統候選人，個人及員工曾參與總統競選，或被媒體報導支持某個政黨、(4) 公司大股東與高階經理人曾擔任政府要職、(5) 高階經理人是否曾加入政黨或任職某一政黨之要職、(6) 高階經理人曾被任命於政治組織或企業等。

預之作用外⁹ (Kroszner and Stratmann, 1998; Cooper, Gulen, and Ovtchinnikov, 2010; Bradley et al., 2016; Jiang, Kumar, and Law, 2016; Wellman, 2017)，也有助於提供企業實務與政府監管單位從政治獻金視角，瞭解政商關係的形成與影響。再者，本研究採用 Heckman (1979) 之方法分別控制企業捐贈政治獻金及企業選擇長短期貸款合約的自我選擇偏誤後，探討企業提供政治獻金予總統大選候選人（當選人）對公股銀行貸款合約利率之影響，除了能夠檢視企業在政治連結與債務資金期限需求的決定因素外，更可以瞭解受到政治作用力影響較大公股銀行之放款行為與企業政治獻金之關聯。

最後，公股銀行或民營銀行於資金市場中均扮演著財務中介的角色，對於貸款合約之條件設定均會考量企業個體之特性。然而，不同於民營銀行，政府持股的公股銀行一般會被視為是國營企業的一環，會有迎合政府政策或滿足政治人物個人目標的傾向 (Sapienza, 2004)。再者，Arifin, Hasan, and Kabir (2020) 表示公司的債務合約最容易受到政治人物干預，尤其是企業的政治連結對於銀行而言是一種非商務性的考量，但卻有助於公司增加債務合約的協議能力，以交涉更具優惠之信用條件。故藉由本研究發現企業於總統大選提供政治獻金的政治連結，會對公股銀行貸款合約具一定裨益之結果，將延伸先前研究發現公司政治參與對債務合約具關聯性的結果 (Shen et al., 2015; Chkir et al., 2020; DeBoskey et al., 2021)。另外，本研究進一步區分，對純公股與泛公股銀行之公司貸款合約分別進行分析，及額外對於民營銀行貸款合約之探討，則可用以觀察公司於總統大選提供政治獻金形成的政治關聯，對於不同屬性銀行貸款合約所產生之影響差異。

本研究第貳節為文獻探討與研究假說，將透過企業進行政治獻金捐贈作為政治連結的角度，論析商業與政治關係之作用，再進一步推論企業提供總統大選政治獻金與公股銀行貸款利率的關聯性。第參節為研究設計，將說明研究樣本來源與模型之設定。第肆節為本研究主要實證結果，第伍節與第陸節進行穩健性及增額性測試。最後，第柒節為本研究之結論與建議。

9 舉例而言，李佳穎 (2016) 在「政治獻金民進黨 1.9 億奪冠企業愛捐國民黨、綠黨入不敷出」報導中表示：「...正逢選舉年，政治獻金的捐贈可作為政黨支持度的指標，也將影響選舉資源運用及分配，曾有政治學者說，「金錢對於政治就像母乳對於嬰兒般重要」。然而，利益團體經常利用政治獻金捐贈，企圖影響候選人政見，或扭曲競選過程。...」。

貳、文獻探討與研究假說

一、政治獻金

企業提供政治獻金之目的，乃期望藉由政治活動的參與，以獲得未來公司所需的政治資源及發展機會，亦或是可以提早從政治人物獲得政治相關訊息來減緩營運風險與不確定性，以累積潛在的競爭優勢 (Pfeffer and Salancik, 1978)。Aggarwal et al. (2012) 表示在公司沒有政治偏好的前提下，公司向政黨或其候選人提供政治獻金的主要原因，即是期望能夠影響政治的進程，以受惠於後續之立法措施或監管決策，實現政治後果所帶來的經濟利益。李宗榮 (2016) 曾分析臺灣第七屆立法委員政治獻金專戶之數據，研究發現規模愈大、家族控制比率愈大，以及家族在市場中地位較高的企業，愈傾向捐贈政治獻金；但相對地大型企業也較容易受制於政府政策的影響，例如：經政府允許的營運特許權、限制市場進入規範、及具條件的政府合約等。故在政府組織發生變動時，大型企業會更具有誘因去從事各種政治活動 (Pfeffer, 1972; Hansen and Mitchell, 2000)，以進一步降低政治不確性。然而，Stratmann (2005) 則指出企業的政治獻金雖有助於候選人強化選舉優勢，但對於後續之政策影響，力道仍顯得薄弱，即提供政治獻金給候選人的企業形式上雖能夠更頻繁地藉由相關管道接觸政治人物，但實質上並不一定能夠在對企業較為嚴苛或不利的政策議題上發揮影響力 (Kroszner and Stratmann, 1998; Cooper et al., 2010)。

另一方面，企業捐贈政治獻金有助於獲取即時的或政策資訊，而得以讓公司即時產生相應策略，以減緩政治不確定性的衝擊。Wellman (2017) 的研究指出企業捐獻政治獻金予國會議員，較可以透過管道取得立法過程中的有關資訊，來減緩政治不確定性的負面結果，並減少資訊不對稱程度，進而有助於企業制定延遲投資或獲取租稅優惠的相關決策 (Brown, Drake, and Wellman, 2015)。Bradley et al. (2016) 則進一步表示企業可藉由提供總統大選政治獻金，或是以遊說方式來管理政策風險，以降低公司之債務資金成本。其次，企業政治獻金也能夠作為企業面臨政治威脅的一種緩衝機制，或是作為建立企業與政府官員間的連接橋樑，以對公司財務績效產生正向作用 (Meznar and Nigh, 1995; Blumentritt, 2003)。Claessens, Feijen, and Laeven (2008) 則表示在選舉中提供政治獻金的企業，在選後會有較高的股票報酬，且較易在選舉後增加銀行融資，彰顯出企業是可以藉由政治投資來作為後續獲得融資貸款的一種管道。

過去，臺灣也有少數文獻曾對於企業政治獻金進行討論。張琬喻與張凱雯 (2011) 曾探討不同政治色彩的企業關係網絡對公司價值的影響，該研究以 2008 年總統大選作為分析事件，並在區分企業的政治獻金為提供藍營政黨（國民黨、新黨與親民黨）及其總統候選人，或綠營政黨（民進黨與台聯黨）及其總統候選人後，實

證發現捐贈獻金給勝選黨或兩黨都捐之企業，股票異常報酬顯著高。陳信憲與陳雯香 (2010) 則指出有捐贈政治獻金或只捐贈政治獻金給總統當選人政黨之企業，會有顯著的正向股票異常報酬。鍾宇軒與王嘉汝 (2020) 則發現在總統大選的政治不確定性環境下，企業提供總統當選人政治獻金，有可能產生與國家未來政治及經濟權力掌控者的互利交換機制，因而可以獲得即時的政治訊息來強化企業的投資決策。

相對地，企業從事政治獻金亦有可能產生潛在負面效應，Aggarwal et al. (2012) 藉由「政治投資」及「代理問題」的角度，發現美國自 1991 年至 2004 年間曾捐贈政治候選人政治獻金之企業，雖有助於其獲得政府合約，然代理問題仍然存在；此乃因當企業經理人有政治傾向時，會更容易產生特權消費 (Perquisites Consumption) 問題，使得股東無法確實監督，反而加重代理問題並損害公司報酬。Hadani and Schuler (2013) 指出企業從事政治活動並無助於提升企業的市場績效與會計績效，即使公司有董事會政治關聯，董事也無助於市場評價。再者，黃玉麗、沈中華與林昆立 (2012) 研究政治關聯對債務資金成本的影響，則發現有捐獻政治獻金企業的利息成本並未較低，也對於公司的信用評等無所助益。另一方面，若將政治獻金視為政治偏好（意識形態）的代理變數時，Francis, Hasan, Sun, and Wu (2016) 發現企業執行長個人的政治獻金捐贈較高，會使得公司從事較多的租稅規避行為。Jiang et al. (2016) 則發現分析師個人政治獻金捐贈之偏好，為傾向捐贈於美國共和黨候選人時，分析師的財務預測會趨近保守且盈餘預測修正偏離幅度較小。

綜合上述文獻可以瞭解到，企業透過政治獻金捐贈確實有助於建立與政治人物的關係，並能夠藉由此種「政治連結」以獲取政治資源與資訊，不僅有助於企業制定相關因應措施，同時可降低潛在的政治風險。然而，不可否認地是政治獻金也有可能導致代理問題加劇，或產生政治成本而無法抵銷潛在經濟利益，因而無助於企業的政治投資效益。故此，在企業從事政治獻金捐贈尚無法定論其將產生明確的正向或負向影響之前提下，本研究將透過企業的「公股銀行貸款合約」來觀察，公司透過政治獻金捐贈於總統候選人或當選人，能否帶來潛在的政治裨益效果。

二、政治連結與銀行貸款合約

企業為了實現經營目標會產生資金需求以供營運使用，債務資金乃是企業考量籌資方式、條件、成本和風險後所做出的理性決策。Kumar (2020) 表示受到政治干預的銀行，很有可能會因被要求貸款予某一群借款人，而擠壓其他產業部門的貸款，且在提供不當貸款予某一群借款人後，最終可能導致後續違約資助計畫發生。明確而言，受到政治干預的銀行的成本，可能會超出銀行提供的優惠貸款條件，致使錯誤資源配置發生，進而造成整體生產力與經濟成長不佳。Gad, Nikolaev, Tahoun, and van Lent (2022) 則表明公司層級的政治風險，會對公司公有與私人債務合約成本與

流動性產生影響，尤其是借款人的政治風險會影響其信貸的供給與貸款訂價，故借貸雙方可以透過政治行動主義及貸款合約設計來減緩政治風險的影響。再者，銀行一般較為偏好的貸款條件為較高的利率與手續費、較短的到期日、貸款金額較小，以及提供擔保品之貸款等，故公司治理較差之企業中，若經理人及大股東具有控制力且為顧及私人利益時，才可能會有意願接受銀行嚴格之貸款合約 (Lin, Tsai, and Hasan, 2018)。然而，為了避免銀行的嚴格貸款合約或潛在的政治風險，公司為了能夠獲得符合所需且適足的資金，很有可能會透過與政治人物建立政治連結來獲取優惠貸款條件，尤其是當企業有意向較容易受到政治因素影響的公股銀行尋求貸款或得到財務紓困時，更會有動機去強化其政治關聯 (Sapienza, 2004; Dinç, 2005; Yeh et al., 2013; Blau, Brough, and Thomas, 2013; Houston, Jiang, Lin, and Ma, 2014; Brown et al., 2015)。

過去許多文獻指出，政治連結對銀行貸款合約具有正面的助益。Sapienza (2004) 發現從事政治連結的企業可獲得較低的貸款合約利率，且可獲取的貸款金額較多，但後續違約的發生機率卻也相對較高 (Khwaja and Mian, 2005)。Dinç (2005) 則表示新興市場國家在選舉年度，公股銀行貸款合約金額會顯著較民營銀行多，主要原因是政府官員會為了保有政治權力，利用公股銀行提供貸款資金予其支持者。再者，Chen et al. (2014) 發現具政治連結的臺灣企業可以得到公股銀行的優惠貸款利率，且在選舉年較容易得到較低的公股銀行貸款利率。Yeh et al. (2013) 亦進一步發現相較於短期擔保銀行貸款合約，政治連結企業最能夠影響公股銀行三年以上的非擔保貸款合約，尤其在執政黨輪替時，更能夠獲得銀行較為優惠的貸款合約條件。此外，Houston et al. (2014) 表示政治關聯企業的貸款合約成本較低，乃因政治連結會被銀行視為一種隱性保險，而減少對貸款公司的監督成本與信用風險，且較有願意提供較多的貸款資金與優惠條件，以強化與政治人物的關係。Chen, Liao, Lin, and Yen (2018) 則發現在金融海嘯期間，從事政治連結的公股銀行執行長會利用政治權力來影響及要求放寬銀行貸款條件，以從中獲得私人利益，但相對地也增加了銀行財務風險。

相反地，先前實證另顯示，政治連結對於企業的銀行貸款合約具有負面作用。Fraser, Zhang, and Derashid (2006) 研究發現進行政治連結企業之財務槓桿較高，容易導致有較高違約風險。Chen, Chen, and Wei (2009) 則表示政治連結企業會因較嚴重的代理問題而造成公司治理不佳，故在無法有效提升公司績效和價值的條件下，使得企業財務狀況繼續惡化，而債權人的放款風險增加時，也會使得債權人要求較高的利息作為補償 (翁慈青與紀信義, 2014)。再者，Pan and Tian (2020) 發現公司的政治關聯會干擾銀行的資本配置活動，反而減弱了公司與銀行間的關係，進而影響銀行的貸款決策。此外，Bliss and Gul (2012) 則是發現政治關聯公司通常會被

銀行視為高風險企業，故貸款銀行會對這類公司收取較高利息作為風險補償機制。

再者，Francis, Hasan, and Zhu (2014) 表示政治環境變動所導致的政治不確定性會增加企業貸款的成本，主要是身為借款供應者的銀行具有偵知未來政治風險的資訊優勢，故會要求政治風險較高的貸款企業支付較高的貸款利率。Kim (2019) 的研究則進一步發現政治不確定性會導致企業融資成本增加，選舉時期與非選舉時期的貸款利率會有所差別，尤其是在發生近似投票結果（當選人與第二高票候選人的差距不大時）時，在金融發展較不完備的國家，其借款人會將政治不確定性成本轉嫁給貸款人，造成較大的貸款利率差異。Saffar, Wang, and Wei (2019) 發現公司層級的政治不確定性會造成企業被要求承擔較高的銀行貸款成本，此尤其對資訊不對稱較高或公司財務條款較嚴格的公司影響甚大，除需面對更多的貸款合約條件外，亦可能被收取較高的貸款利差；特別是在經濟政策不確定性增加的選舉年度，銀行會透過貸款利率的增加作為借款人面臨選舉不確定性之補償 (Kim and Nguyen, 2023)。

三、企業捐贈政治獻金之政治關聯對銀行貸款合約之影響

由於政治人物能夠影響與干預公股銀行的活動與政策導向，乃因政治人物可以透過與監管機構及銀行三者間的互動，而藉由各種監督、獎勵和懲罰機制來影響銀行的行動 (Yue, Zhang, and Zhong, 2022)，故銀行考量其存在資訊揭露不對稱及成本遞延 (Deferability of Costs) 的特殊環境下，會有意圖對具政治連結企業提供較佳之政治租 (Political Rents) (Dinç, 2005; Chen et al., 2014)。尤其是企業於總統大選透過政治獻金捐獻而建立與政治人物間的政治關聯，可被視為是一種政治風險的管理政策 (Bradley et al., 2016; Chkir et al., 2020)。根據過去探討政治獻金與貸款合約或債務成本的相關研究，Shen et al. (2015) 發現公司向政黨或候選人提供政治獻金的政治連結，能夠產生減緩公司治理不佳的替代作用，進而獲取較佳的優惠貸款合約。Chkir et al. (2020) 則表示美國選舉期間向主要政黨（民主黨或共和黨）提供政治獻金之企業所形成的政治關聯，公司選後的債務比率較高且債務成本（利息支出）較低，顯示有進行政治連結之企業，較能夠抵消高財務槓桿對其債務成本產生之負面影響。DeBoskey et al. (2021) 則藉由企業政治獻金與支出的資訊揭露情形作為反映政治透明度的指標，發現政治透明度愈高公司之債務成本較低，乃因債權人通常在企業公司治理和政治活動中屬於被動角色，故會較重視企業從事政治活動風險的不確定性。

另一方面，Kim and Nguyen (2023) 曾利用美國州長選舉對各州的潛在經濟政策不確定性衝擊進行分析，發現選舉年的公司私有貸款合約會有較多的或有訂價準備 (Contingency-pricing Provisions) 及財務條件設定，以讓借款人（銀行）能夠完善監督貸款人（公司），該研究表明貸款利差並不一定會受到選舉影響，乃因選舉的

不確定性屬於暫時性影響且和合約效率有關。因此，本研究推論企業有提供總統大選政治獻金進行政治連結時，較能夠獲得公股銀行較低的貸款合約利率；倘若企業將政治連結作為用以操縱高財務槓桿的管道，其所導致的違約風險與代理問題，反而會被銀行要求較高的風險補貼。明確而言，選舉過程中提供「政治獻金」可被視為是企業向特定政治集團傳遞特定訊號的一種方式，雖捐贈的政治獻金多寡有其限制，但仍具有影響獲取政治資源與資訊的作用。然而，公司藉由提供總統大選政治獻金進行政治連結之行為如同雙面刃，一方面可能會使得企業較容易獲取公股銀行提供的優惠貸款合約條件（貸款利率較低）；但另一方面，也可能在銀行評估企業存在有較高政治風險成本的情形下，反而要求較多風險補償，而不願提供較佳優惠貸款合約條件（貸款利率較高）。故本研究在不設定企業捐贈總統大選政治獻金與公股銀行貸款合約利率之關聯性的預期方向下，建立假說 1 如下：

假說 1：在其它條件不變情形下，企業於總統大選捐贈政治獻金與公股銀行貸款合約利率具有關聯性。

Claessens et al. (2008) 指出在選舉中提供當選人政治獻金的公司，在選舉結果產生後會有較高的股票報酬，顯示政治獻金是一種展現政治偏好的方式，而能夠在後續年度獲得銀行融資上的裨益。Chen et al. (2014) 表示與執政黨建立政治連結的企業，較容易得到公股銀行優惠貸款，乃因企業支持的候選人當選並成為執政黨後，可以透過相關政策制定或促進產業經濟之方式，提供政治互惠予具政治關聯的企業。Belghitar et al. (2019) 則發現有政治連結的公司，會有較具優勢的財務決策（較高的債務槓桿、較長的債務合約、持有較多的超額現金，及有較高的應計管理），且在與較具權力或選舉中獲勝的政治人物及其政黨進行連結時更為明顯。再者，Yeh et al. (2013) 表示與長期執政之政黨連結的企業，較可以獲得長期無擔保的公股銀行貸款合約；相反地，在發生政治輪替後，與剛上任且執政經驗較短的執政黨連結的企業，只能夠獲取短期無擔保的公股銀行貸款合約。

另外，Francis et al. (2014) 指出企業的銀行貸款合約會反映各方的資訊不對稱，政治環境的變動除會對公司產生影響外，也是銀行評估企業貸款合約條件的評估標的。由於總統可以透過制定議程或提名部會和相關機構之官員，而對經濟及商業環境的政策產生主導作用 (Arikan, Kara, Masli, and Xi, 2023)，故本研究推論企業透過在總統大選中提供政治獻金，而與勝選並取得執政權的總統當選人形成政治連結時，會較容易取得優惠的公股銀行貸款合約條件（貸款利率較低）；但考量企業可能因與新任執政者的連結期間較短，或在實務上受到政治循環產生政治環境變動的影響，反而有可能導致銀行考量政治風險，而要求較高的風險補貼，使得公司無法取得較佳的公股銀行貸款合約條件（貸款利率較高）。故本研究在不設定企業捐贈

總統大選當選人政治獻金與企業貸款合約利率條件關聯性的預期方向下，建立假說 2 如下：

假說 2：在其它條件不變下，企業於總統大選捐贈給當選人政治獻金與公股銀行貸款合約利率具有關聯性。

參、研究設計

一、樣本來源

本研究主要以臺灣上市櫃公司作為研究對象，樣本期間聚焦於我國總統大選年度之 2008 年、2012 年及 2016 年共計 3 年，並以公司的個別貸款合約觀察值進行分析。由於本研究乃探討總統大選政治獻金與公股銀行貸款合約利率之關係，故政治獻金之資料乃取自「監察院公職人員財產申報處政治獻金查閱專區」，且透過手動蒐集各次總統大選政治獻金會計報告書中總統、副總統擬參選人政治獻金專戶中「營利事業捐贈收入」之部分¹⁰。另一方面，本研究從「臺灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, 簡稱 TEJ)」獲取個別公股銀行貸款合約利率，再自臺灣銀行網站之「新臺幣存(放)款牌告利率」獲取一個月至未滿三個月之定期存款利率作為無風險利率，進而求算本研究應變數之公股銀行貸款合約利率差 (*SPREAD*)。

其次，本研究進一步參照金融監督管理委員會銀行局之公告，對本國銀行進行公股銀行（包含純公股銀行與泛公股銀行）的彙整，在排除屬於專業銀行的中國輸出入銀行¹¹及根據「公營事業移轉民營條例」第三條規定「公營事業為政府獨資或合營者，或是政府與人民合資經營，且政府資本超過百分之五十」及「公營事業移轉民營條例施行細則」第十一條規定「政府持有之股份或出資額，低於已發行股數或資本總額百分之五十，可稱為公營事業轉為民營形態」之不符公股銀行條件之銀

10 本研究樣本期間包含總統、副總統擬參選人第 12 屆至第 14 屆的資料，並可以區分為：「第 12 任總統、副總統擬參選人馬英九、蕭萬長政治獻金專戶」、「第 12 任總統、副總統擬參選人謝長廷、蘇貞昌政治獻金專戶」、「第 13 任總統、副總統擬參選人馬英九、吳敦義政治獻金專戶」、「第 13 任總統、副總統擬參選人蔡英文、蘇嘉全政治獻金專戶」、「第 13 任總統、副總統擬參選人宋楚瑜、林瑞雄政治獻金專戶」、「105 年總統、副總統擬參選人朱立倫、王如玄政治獻金專戶」、「105 年總統、副總統擬參選人蔡英文、陳建仁政治獻金專戶」、「105 年總統、副總統擬參選人宋楚瑜、徐欣瑩政治獻金專戶」以及「105 年總統、副總統擬參選人洪秀柱政治獻金專戶」。

11 中國輸出入銀行之功能主要是為了產業轉型、促進貿易出口而設置之專業銀行，配合經濟與貿易政策，負責辦理專業性中長期的輸入與輸出融資、保證以及輸出保險等業務。

行後，本研究最終以我國純公股銀行與泛公股銀行（民營化之公股銀行）¹²之 8 家公股銀行的企業貸款合約為主要分析樣本。另外，本研究亦從臺灣經濟新報社資料庫的「上市櫃公司基本資料庫 (TEJ Company DB)」、「上市櫃公司財務資料庫 (TEJ Finance DB)」與「TEJ 股價資料庫」及「TEJ 公司治理」蒐集公司特性、財務及公司治理等資料。

本研究在蒐集研究年度存在於公開資訊觀測站且有向本國銀行借款之上市櫃公司之貸款合約樣本後，共計獲得 29,903 筆貸款合約觀察值。在刪除公司特性變數遺漏觀察值 23 筆，及企業總統大選政治獻金捐贈及長短期貸款（第一階段）相關變數遺漏觀察值 4,680 筆後，獲得我國上市櫃公司的公股與民營銀行貸款合約觀察值，共計 25,200 筆。其中，再刪除向民營銀行借款之貸款合約 10,641 筆後，共計公股銀行貸款合約觀察值 14,559 筆（見表 1 Panel A）。另一方面，考量本研究的分析聚焦在總統當選人上任且掌握人事任命權之就職日（即總統大選當年度之 5 月 20 日）後的觀察值，再刪除缺少貸款合約日期、利率及不符合前述期間的觀察值後，最終共計以 6,814 筆觀察值進行實證分析。

表 1 Panel B 為總統當選人就職後的公股銀行貸款合約觀察值於各個總統大選年度（2008 年第十二屆、2012 年第十三屆與 2016 年第十四屆）之樣本分配，表中可以觀察到數據顯示，1,703 家上市櫃公司的 6,814 筆公股銀行貸款合約觀察值中，分別有 20.60% 的純公股銀行（計有 1,404 筆）與 79.40% 的泛公股銀行（計有 5,410 筆）。表 1 Panel C 則為總統當選人就職後公股銀行貸款合約觀察值的產業樣本分配，無論是純公股銀行或泛公股銀行的貸款合約，以資訊電子工業所佔的銀行貸款合約觀察值比例最高，分別是純公股銀行佔 39.17% 及泛公股銀行佔 43.07%。

二、研究模型

由於企業對於總統大選提供政治獻金與否，以及選擇長短期的貸款合約均屬一種選擇性行為，為了控制自我選擇偏誤問題，本研究採用 Heckman (1979) 提出的兩階段模型，先於第一階段分別以 Logistic 模型檢測影響企業捐贈政治獻金因素 (Aggarwal et al., 2012; Brown et al., 2015; Ovtchinnikov et al., 2020)，及依據 Yeh et al. (2013) 指出政府控制銀行提供三年或更長期限的無抵押貸款時，可視為是政治人物透過政治關係影響銀行貸款合約的最有利方式，而另以 Ordered Logistic 模型檢測影響企業選擇長期（3 年以上）、中期（1 年以上，3 年以下）與短期（1 年以

12 我國財政部對銀行之持股概況為：對臺灣銀行及臺灣土地銀行為 100% 持有，屬於「純公股銀行」；而部分持有的合作金庫商業銀行、彰化商業銀行、第一商業銀行、兆豐國際商業銀行、臺灣中小企業銀行、華南商業銀行之股份，則視為「泛公股銀行」。

表 1 研究樣本

Panel A 公股銀行貸款合約金額篩選表									
項目		樣本數							
向本國銀行借款之上市櫃公司合約樣本 (2008 年、2012 年及 2016 年)		29,903							
減：									
(1) 刪除公司特性變數遺漏之觀察值		(23)							
(2) 刪除第一階段估計影響企業總統大選政治獻金捐贈及長短期貸款迴歸模型變數遺漏之觀察值		(4,680)							
小計 (公股銀行及民營銀行貸款合約總樣本數)		25,200							
減：									
(3) 向民營銀行借款之上市櫃公司觀察值		10,641							
小計 (公股銀行貸款合約總樣本數)		14,559							
減：									
(4) 刪除缺少貸款合約起始月 / 日資料之觀察值		(2,840)							
(5) 刪除利率資料有所遺漏之觀察值		(237)							
(6) 排除總統大選年度就職日 (5/20) 前貸款合約觀察值		(4,668)							
總計 (公股銀行貸款合約總樣本數 - 總統就任後)		6,814							

Panel B 總統大選年度									
年度	純公股 銀行	純公股銀行 百分比	泛公股 銀行	泛公股銀行 百分比	公股銀行 總樣本數	公股銀行總樣本數 百分比	上市櫃公司 (家數)	上市櫃公司 家數	上市櫃公司 百分比
2008	522	37.18%	2,029	37.50%	2,551	37.44%	540	31.71%	
2012	492	35.04%	1,716	31.72%	2,208	32.40%	622	36.52%	
2016	390	27.78%	1,665	30.78%	2,055	30.16%	541	31.77%	
總計	1,404	100%	5,410	100%	6,814	100.00%	1,703	100%	

Panel C 產業									
產業代碼	產業	純公股 銀行	純公股銀行 百分比	泛公股 銀行	泛公股銀行 百分比	公股銀行 總樣本數	公股銀行 總樣本數 百分比	上市櫃 公司 (家數)	上市櫃 公司 家數
M11	水泥工業	12	0.85%	41	0.76%	53	0.78%	9	0.53%
M12	食品工業	26	1.85%	122	2.26%	148	2.17%	37	2.17%
M13	塑膠工業	32	2.28%	152	2.81%	184	2.70%	43	2.52%
M14	紡織纖維	132	9.40%	358	6.62%	490	7.19%	86	5.05%
M15	電機機械	102	7.26%	412	7.62%	514	7.54%	138	8.10%
M16	電器電纜	23	1.64%	131	2.42%	154	2.26%	26	1.53%
M17	化學、生技與醫療	79	5.63%	388	7.17%	467	6.85%	128	7.52%
M18	玻璃陶瓷	3	0.21%	33	0.61%	36	0.53%	5	0.29%
M19	造紙工業	45	3.21%	126	2.33%	171	2.51%	17	1.00%
M20	鋼鐵工業	143	10.19%	463	8.56%	606	8.89%	80	4.70%
M21	橡膠工業	11	0.78%	25	0.46%	36	0.53%	12	0.70%
M22	汽車工業	4	0.28%	29	0.54%	33	0.48%	6	0.35%
M23	資訊電子工業	550	39.17%	2,330	43.07%	2,880	42.27%	817	47.97%
M25	建材營建	92	6.55%	289	5.34%	381	5.59%	106	6.22%
M26	航運業	31	2.21%	71	1.31%	102	1.50%	28	1.64%
M27	觀光事業	4	0.28%	26	0.48%	30	0.44%	15	0.88%
M29	貿易百貨	25	1.78%	90	1.66%	115	1.69%	36	2.11%
M32	文化創意業	1	0.07%	16	0.30%	17	0.25%	7	0.41%
M33	農業科技	0	0.00%	1	0.02%	1	0.01%	1	0.06%
M34	電子商務	1	0.07%	0	0.00%	1	0.01%	1	0.06%
M97	油電燃氣業	7	0.50%	25	0.46%	32	0.47%	10	0.59%
M99	其他	81	5.77%	282	5.21%	363	5.33%	95	5.58%
總計		1,404	100.00%	5,410	100.00%	6,814	100.00%	1,703	100.00%

下) 貸款之因素¹³，再分別估計出兩項 Mill's 反比率 (Inverted Mill's Ratio)，分別為 IMR_DO 與 IMR_SL ，再將它們代入第二階段方程式中。此外，為避免模型估計結果受到研究變數極端值的影響，本研究對連續變數進行最大及最小各 1% 的溫賽化 (Winsorized) 處理。實證模式如下所示，後續的變數定義除必要說明外，相關控制變數定義請詳見附錄一。

(一) 影響企業總統大選提供政治獻金因素之 Logistic 模型 (第一階段)

$$\begin{aligned} \text{Logit}[\text{Pr}(DO_{i,t} = 1)] &= \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 MB_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 GROW_{i,t} \\ &+ \alpha_6 RD_{i,t} + \alpha_7 RETVOL_{i,t} + \alpha_8 EM_{i,t} + \alpha_9 DUALITY_{i,t} \\ &+ \alpha_{10} BOARD_SIZE_{i,t} + \alpha_{11} BOARD_OWN_{i,t} + \alpha_{12} CEO_OWN_{i,t} \\ &+ \alpha_{13} INSTI_OWN_{i,t} + \alpha_{14} INDIRECTOR_{i,t} + \alpha_{15} PLEDGE_{i,t} \\ &+ \sum SESSION \& INDUSTRY INDICATORS + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

上式中：

$DO_{i,t}$ = i 公司於第 t 年總統大選捐贈政治獻金的虛擬變數，有捐贈政治獻金之企業為 1，其他為 0。

(二) 影響企業選擇長短期貸款因素之 Ordered Logistic 模型 (第一階段)

$$\begin{aligned} \text{Logit} \left[\text{Pr}(SML_{i,t,c} = y_i^*) \right] & \begin{cases} y_i = 1 \text{ for } y_i^* \leq \mu_S \text{ (Short-term loan)} \\ y_i = 2 \text{ for } \mu_S < y_i^* \leq \mu_M \text{ (Medium-term loan)} \\ y_i = 3 \text{ for } \mu_M < y_i^* \leq \mu_L \text{ (Long-term loan)} \end{cases} \\ &= \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 MB_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} \\ &+ \alpha_5 GROW_{i,t} + \alpha_6 RD_{i,t} + \alpha_7 CGI_{i,t} + \alpha_6 COLL_{i,t} \\ &+ \alpha_7 DIV_{i,t} + \sum SESSION \& INDUSTRY INDICATORS + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

上式中：

$SML_{i,t,c}$ = i 公司於第 t 年之第 c 筆長短期貸款合約的名目次序變數，公司選擇長期借款 (3 年以上) 為 3、中期借款 (1 年以上，3 年以下) 為 2 與短期借款 (1 年以下) 為 1。

13 Ahn and Choi (2009) 曾指出短期貸款較能夠緩解債務融資的代理問題，長期貸款則會增加銀行的監督動機。Do (2021) 則表示短期債務會有較高頻率更新與再融資的可能性，導致公司的風險會提高。

考量企業於總統大選從事政治獻金活動，屬於一種政治避險或因應未來政治資源需求之目的而建構的政治連結方式，本研究假說 1 探討企業捐贈總統大選政治獻金對於公股銀行貸款合約條件的影響，將以企業公股銀行貸款合約利率與無風險利率¹⁴的「銀行貸款利率差 (*RATE_SPREAD*)」作為應變數，並透過總統大選當選人就任後之企業公股銀行貸款合約為樣本，使用最小平方法 (*Ordinary Least Squares; OLS*) 之穩健 (*Robust*) 迴歸模型校正殘差異質性，且控制總統大選屆數 (年度) 與產業的固定效果後，分析公司從事捐贈政治獻金與否對公股銀行貸款利率差 (*SPREAD*) 之影響。其次，本研究將公股銀行貸款合約再區分為「純公股銀行」及「泛公股銀行」貸款合約，進一步檢視企業捐贈政治獻金與否對純公股銀行貸款利率差 (*GBI_SPREAD*) 與泛公股銀行貸款利率差 (*GB0_SPREAD*) 之影響。另外，本研究亦參考 Yeh et al. (2013) 將貸款合約區分為「短期貸款 (1 年以下)」、「中期貸款 (1 年以上，3 年以下)」與「長期貸款 (3 年以上)」，分別檢視企業捐贈政治獻金與否對於短期貸款合約利率差 (*SHORT_SPREAD*)、中期貸款合約利率差 (*MEDIUM_SPREAD*) 或長期貸款合約利率差 (*LONG_SPREAD*) 之影響，並建立主要迴歸模型如下：

$$\begin{aligned} \text{RATE_SPREAD}_{i,t,c} = & \beta_0 + \beta_1 \text{DO}_{i,t} + \beta_2 \text{CGI}_{i,t} + \beta_3 \text{COLL}_{i,t} + \beta_4 \text{ZSCO}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{ICR}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_7 \text{LEV}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} \\ & + \beta_9 \text{GROW}_{i,t} + \beta_{10} \text{TOBIN}_{i,t} + \beta_{11} \text{RD}_{i,t} + \beta_{12} \text{DIV}_{i,t} \\ & + \beta_{13} \text{AMT}_{i,t,c} + \beta_{14} \text{DAYS}_{i,t,c} + \beta_{15} \text{COLLATERAL}_{i,t,c} \\ & + \beta_{16} \text{IMR_DO}_{i,t} + \beta_{17} \text{IMR_SL}_{i,t} \\ & + \sum \text{SESSION \& INDUSTRY INDICATORS} + \varepsilon_{i,t} \quad (3) \end{aligned}$$

14 由於臺灣國庫券之發行為不定期與不定量發行，在沒有明確與完整的國庫券利率可供使用的情形下，且考量本研究以「公股銀行」作為主要探討的對象，故本研究以臺灣銀行三個月定期存款牌告利率作為無風險利率的代理衡量標的。

上式中：

$RATE_SPREAD_{i,t,c}$ = i 公司於第 t 年第 c 筆總統大選當選人就任後之銀行貸款合約利率差之統稱，以企業的個別銀行貸款合約利率與無風險利率之差額進行衡量。其中，以 $SPREAD$ 表公股銀行的貸款合約利率差，並進一步區分 GBI_SPREAD 表純公股銀行貸款合約利率差（包含：臺灣銀行及臺灣土地銀行），以及 $GB0_SPREAD$ 表泛公股銀行貸款合約利率差（包含：合作金庫商業銀行、彰化商業銀行、第一商業銀行、兆豐國際商業銀行、臺灣中小企業銀行以及華南商業銀行）。另外，按公股銀行貸款合約期限，則可區分為 $SHORT_SPREAD$ 表短期貸款合約利率差、 $MEDIUM_SPREAD$ 表中期貸款合約利率差或 $LONG_SPREAD$ 表長期貸款合約利率差。

此外，為了進一步瞭解當企業於總統大選中捐贈政治獻金於總統當選人時，是否可以促進政治連結更加穩固，而讓企業的公股銀行貸款合約條件更具裨益，以達到一種政治互惠作用 (Dinç, 2005; Yeh et al., 2013; Chen et al., 2014; Belghitar et al., 2019)，本研究將針對企業捐贈政治獻金給總統當選人對公股銀行貸款利率差 ($RATE_SPREAD$) 的影響進行分析，也觀察企業捐贈政治獻金予總統當選人與否，對純公股銀行貸款利率差 (GBI_SPREAD) 與泛公股銀行貸款利率差 ($GB0_SPREAD$) 之影響，以及與短期貸款合約利率差 ($SHORT_SPREAD$)、中期貸款合約利率差 ($MEDIUM_SPREAD$) 或長期貸款合約利率差 ($LONG_SPREAD$) 的關聯性，並建立迴歸模型如下：

$$\begin{aligned}
 RATE_SPREAD_{i,t,c} = & \beta_0 + \beta_1 DOWIN_{i,t} + \beta_2 CGI_{i,t} + \beta_3 COLL_{i,t} \\
 & + \beta_4 ZSCO_{i,t} + \beta_5 ICR_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} \\
 & + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 GROW_{i,t} + \beta_{10} TOBIN_{i,t} + \beta_{11} RD_{i,t} \\
 & + \beta_{12} DIV_{i,t} + \beta_{13} AMT_{i,t,c} + \beta_{14} DAYS_{i,t,c} \\
 & + \beta_{15} COLLATERAL_{i,t,c} + \beta_{16} IMR_DO_{i,t} + \beta_{17} IMR_SL_{i,t} \\
 & + \sum SESSION \& INDUSTRY INDICATORS + \varepsilon_{i,t} \circ
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

上式中：

$DOWIN_{i,t}$ = i 公司第 t 年總統大選捐贈於總統當選人政治獻金的虛擬變數，僅有捐贈於當選人政治獻金之企業為 1，其他為 0。

本研究之控制變數乃參考過去相關文獻（倪衍森與陳冠宇，2005；陳瑞斌、翁慈青與朱全斌，2009；Qi et al., 2010；張琬瑜與張凱雯，2011；黃玉麗等，2012；Yeh et al., 2013；Chen et al., 2014；張元與葉清雄，2014；Bradley et al., 2016；Chakravarty and Rutherford, 2017；林俊良與張元，2021；鍾惠民、邱敬賢、李怡樺與洪均旻，2021）所使用之變數，以控制影響企業公股銀行貸款合約條件之因素。在企業特性變數方面，當企業規模 (*SIZE*) 愈大，面臨的破產風險愈小，故能夠獲得較佳之公股銀行貸款合約 (Chen et al., 2014; Houston et al., 2014)。當企業負債比率 (*LEV*) 愈高時，表示公司的破產風險相對較高，一般較不容易獲得較佳的公股銀行貸款合約 (Yeh et al., 2013; Chen et al., 2014; Houston et al., 2014)。再者，Faccio et al. (2006) 發現有政治連結公司的績效 (*ROA*) 較差，且翁慈青與紀信義 (2014) 指出從事政治連結的公司會被認為公司治理較差，在難以有效提高公司績效的情形下，將惡化企業財務狀況並增加債權人放款風險，故債權人會要求較高的利息作為補償。由於銷貨成長率 (*GROW*) 可用以觀察公司的獲利前景及違約風險 (Sapienza, 2004; 黃玉麗等，2012)，故當企業銷貨成長率愈高，較可能獲取較佳的銀行貸款合約。Tobin's Q 被視為是市場對企業之評價指標之一 (*TOBIN*)，該值愈小代表企業未來的成長性愈低，銀行可能會趨向減少貸款且可能給予較差的貸款合約條件 (Chen et al., 2014)。另一方面，研究發展費用率 (*RD*) 雖可用以衡量企業產業創新的投入，但研究發展費用反映出公司所累積的無形資產愈多時，可能會降低企業獲取較佳銀行貸款合約 (Yeh et al., 2013)。股利發放率 (*DIV*) 則為公司賺取獲利中所分配給股東之部分，可作為檢視公司盈餘留存與發放之情形，進而會影響公司外部債務融資之需求條件。

在企業公司治理結構方面，由於企業償債能力與固定資產擔保能力 (*COLL*) 具正向關聯性，故會影響企業取得銀行貸款合約之條件 (Yeh et al., 2013; Chen et al., 2014)。財務危機分數 (*ZSCO*) 則可用以衡量一家公司的財務狀況 (Altman, 1968)，並用來預測公司破產發生之可能性，進而對公股銀行的貸款合約產生作用。利息保障倍數 (*ICR*) 愈高，則通常代表債權人愈有保障且公司償債能力較佳 (黃玉麗等，2012)，故會有較低的債務資金成本，並有助於企業獲取較佳的公股銀行貸款合約條件。公司治理指數 (*CGI*) 則是依據 Yeh et al. (2013) 的研究，透過董事會結構、所有權結構以及關係人交易等三面向來評估企業的整體公司治理狀況。其中，因亞洲國家企業大多是由家族成員透過金字塔股權結構或交叉持股方式達到控制 (Claessens, Djankov, and Lang, 2000)，使得家族成員在董事會中所佔的比例不低，且在現金流量權與控制權偏離程度較大的情形下，容易產生控制股東與小股東間的核心代理問題，進而影響企業的公司治理與價值。再者，公司治理指數亦著重於銷售、採購、貸款合約及擔保四面向的關係人交易，將可用來檢視企業的公司治理穩當與否。最後，本研究依據 Houston et al. (2014) 與 Lin et al. (2018) 的方式，也分別控制貸款

合約之貸款金額 (*AMT*) 與貸款期限長度 (*DAYS*) 等貸款條件，並分別取其自然對數；模式中也同時納入貸款合約是否為擔保貸款 (*COLLATERAL*) (Yeh et al., 2013)，以控制對於貸款合約利率條件之影響。

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計量

表 2 Panel A 與 Panel B 為探討總統大選年度（包含：2008 年、2012 年及 2016 年）影響企業選擇政治獻金捐贈或長短期貸款相關因素之敘述性統計量。首先，Panel A 為針對整體銀行貸款合約樣本（包含公股銀行與民營銀行）研究變數之敘述性統計分析。表中顯示企業於總統大選年度的貸款合約中，約有 3.15% 的銀行貸款合約是為有從事政治獻金捐獻公司所擁有（*DO* 的平均數為 0.0315、標準差為 0.1748）。Panel B 則為針對公股銀行貸款合約樣本（包含純公股銀行與泛公股銀行）研究變數之敘述性統計分析，表中顯示約有 3.06% 貸款合約之企業有提供總統大選政治獻金。整體而言，Panel A 與 Panel B 中各變數之分配相似。

另外，本研究考量總統當選人需於就任後且掌握人事任命權才對公股銀行具實質影響力，表 2 Panel C 為本研究針對影響總統當選人就任後之相關變數敘述性統計分析，結果顯示總統當選人就任後之當年度公股銀行貸款合約中，公股銀行貸款利率平均數為 0.6081，且約有 2.39% 公股銀行貸款合約之所屬企業於選舉過程中提供政治獻金，以及約有 1.54% 公股銀行貸款合約之所屬企業僅捐贈政治獻金予總統當選人。再者，總統當選人就任後之公股銀行貸款平均金額為新臺幣 149,318 千元，平均貸款期限約為 415 天，且約有 43.32% 的公股銀行貸款會要求企業提供擔保。

二、單變量分析

（一）影響貸款企業從事政治獻金捐贈之因素

本研究將貸款合約樣本依企業有捐贈與無捐贈政治獻金區分兩組，對其進行影響企業於總統大選提供政治獻金捐贈因素的單變量差異分析，結果彙整於表 3。不論樣本是整體銀行貸款合約 (Panel A)、公股銀行貸款合約 (Panel B) 樣本，或是總統當選人就任後之公股銀行貸款合約 (Panel C)，Panel A、Panel B 與 Panel C 等三個表中數據顯示，有捐贈政治獻金之企業在公司特性方面，公司規模 (*SIZE*) 較大、公司價值 (*MB*) 較高，以及員工人數 (*EM*) 相對較多。而獲利能力 (*ROA*) 與營收成長率 (*GROW*) 較佳，且負債比率 (*LEV*)、股票報酬波動性 (*RETVOL*) 與研究發展費用 (*RD*) 較低的公司，亦會較有提供政治獻金的動機。在公司治理方面，則可以觀察到董事會規模 (*BOARD_SIZE*) 愈大且公司董監質押比 (*PLEDGE*) 較多的企業，提供總

表 2 敘述性統計量

Panel A 影響企業捐贈總統大選政治獻金或長短期貸款之因素 (整體銀行樣本 = 公股銀行 + 民營銀行)						
	樣本數	平均數	標準差	25%	中位數	75%
DO	25,200	0.0315	0.1748	0.0000	0.0000	0.0000
公司特性變數						
SIZE	25,200	15.6862	1.4600	14.6269	15.5070	16.6154
LEV(%)	25,200	45.7261	15.0355	35.3500	45.0500	54.8500
MB(%)	25,200	1.3142	0.8546	0.7430	1.0696	1.5712
ROA(%)	25,200	3.0126	7.6349	0.5500	3.5500	7.1600
GROW(%)	25,200	4.2984	31.4932	-11.3100	1.3700	14.2100
RD(%)	25,200	2.2219	3.4984	0.0000	0.8850	2.9200
RETVOL	25,200	2.5532	0.9021	1.9277	2.4662	3.0111
EM	25,200	6.3181	1.5751	5.3083	6.3154	7.3172
影響企業總統大選變數						
DUALITY	25,200	0.3026	0.4594	0.0000	0.0000	1.0000
BOARD_SIZE	25,200	2.2281	0.2168	2.0794	2.1972	2.3026
BOARD_OWN(%)	25,200	22.0045	13.9703	11.7400	18.4100	28.8000
CEO_OWN(%)	25,200	1.1257	1.8711	0.0500	0.3600	1.3400
INSTL_OWN(%)	25,200	38.2837	22.2965	19.9700	35.1500	53.8050
INDIRECTOR(%)	25,200	14.9914	13.2772	0.0000	20.0000	25.0000
PLEDGE(%)	25,200	11.5550	19.1478	0.0000	0.0000	17.9000
影響企業選擇長短期貸款變數						
CGI	25,200	3.0278	1.6200	2.0000	3.0000	4.0000
COLL(%)	25,200	40.2007	22.4205	21.9262	38.6408	57.2486
DIV	25,200	0.3864	0.4169	0.0000	0.3279	0.6733
Panel B 影響企業捐贈總統大選政治獻金或長短期貸款之因素 (公股銀行樣本 = 純公股銀行 + 泛公股銀行)						
	樣本數	平均數	標準差	25%	中位數	75%
DO	14,559	0.0306	0.1721	0.0000	0.0000	0.0000
公司特性變數						
SIZE	14,559	15.5945	1.4718	14.5365	15.3721	16.4827
LEV(%)	14,559	45.8346	15.2489	35.2600	44.9900	55.1200
MB(%)	14,559	1.3163	0.8546	0.7468	1.0748	1.5719
ROA(%)	14,559	2.7587	7.8619	0.1200	3.3600	7.0100
GROW(%)	14,559	3.9785	30.8555	-11.5500	1.3400	14.1800
RD(%)	14,559	2.2363	3.5778	0.0000	0.8100	2.8900
RETVOL	14,559	2.5807	0.9203	1.9411	2.4812	3.0623
EM	14,559	6.2143	1.5624	5.1648	6.2025	7.1854
影響企業總統大選變數						
DUALITY	14,559	0.3079	0.4616	0.0000	0.0000	1.0000
BOARD_SIZE	14,559	2.2276	0.2191	2.0794	2.1972	2.3026
BOARD_OWN(%)	14,559	22.2819	13.9155	12.2200	18.7500	28.9200
CEO_OWN(%)	14,559	1.1121	1.8766	0.0500	0.3600	1.3200
INSTL_OWN(%)	14,559	37.6048	22.4336	19.3500	34.4900	53.1100
INDIRECTOR(%)	14,559	14.6991	13.2464	0.0000	20.0000	25.0000
PLEDGE(%)	14,559	11.4811	19.2465	0.0000	0.0000	17.7900
影響企業選擇長短期貸款變數						
CGI	14,559	3.1239	1.6378	2.0000	3.0000	4.0000
COLL(%)	14,559	41.6758	22.3680	24.0044	40.3097	58.4838
DIV	14,559	0.3730	0.4112	0.0000	0.3067	0.6667
Panel C 影響總統當選人就任後公股銀行貸款利率之相關變數						
	樣本數	平均數	標準差	25%	中位數	75%
SPREAD	6,814	0.6081	0.8536	0.1375	0.5538	1.1100
企業總統大選提供政治獻金與否變數						
DO	6,814	0.0239	0.1528	0.0000	0.0000	0.0000
DO_WIN	6,814	0.0154	0.1232	0.0000	0.0000	0.0000
影響銀行貸款利率變數						
CGI	6,814	3.0898	1.6634	2.0000	3.0000	4.0000
COLL(%)	6,814	39.3046	21.8764	21.1080	38.1412	55.7894
ZSCO	6,814	1.0829	0.8845	0.5939	0.9985	1.4813
ICR	6,814	30.6506	120.2950	1.2600	7.0450	19.8500
SIZE	6,814	15.4144	1.3927	14.3844	15.2738	16.2560
LEV(%)	6,814	44.3319	14.5630	34.6100	43.6600	53.1800
MB(%)	6,814	2.8991	7.5844	0.7400	3.3850	6.7800
ROA(%)	6,814	4.2977	30.2315	-11.2300	1.9900	14.1800
GROW(%)	6,814	1.1754	0.4841	0.8701	1.0327	1.3197
TOBIN	6,814	2.2435	3.6733	0.0000	0.7300	2.9200
DIV	6,814	0.3917	0.4165	0.0000	0.3163	0.6849
AMT	6,814	10.7137	1.6604	9.9035	10.8198	11.7361
DAYS	6,814	5.3114	1.1395	4.5109	5.2040	5.9026
COLLATERAL	6,814	0.4332	0.4956	0.0000	0.0000	1.0000

註：變數定義請參照附錄一。

表 3 單變量分析：貸款企業政治獻金捐贈因素

Panel A 企業總統大選政治獻金捐贈與否之銀行貸款合約相關因素差異分析 (N=25,200)								
	捐贈政治獻金之企業			無捐贈政治獻金之企業			Difference	
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數檢定 (t 值)	中位數檢定 (z 值)
SIZE	16.7799	16.2992	1.7385	15.6506	15.4592	1.4361	1.1293***	0.8400***
LEV(%)	43.1615	44.9200	12.1173	45.8096	45.1500	15.1139	-2.6481***	-0.2300***
MB(%)	1.4445	1.2444	0.7753	1.3100	1.0642	0.8567	0.1345***	0.1802***
ROA(%)	5.4016	4.8200	6.8682	2.9347	3.4400	7.6461	2.4669***	1.3800***
GROW(%)	15.0486	10.6000	30.8023	3.9482	1.0400	31.4544	11.1004***	9.5600***
RD(%)	1.3482	0.4400	1.8767	2.2503	0.9000	3.5351	-0.9021***	-0.4600***
RETVOL	2.4056	2.4328	0.7211	2.5580	2.4674	0.9070	-0.1524***	-0.0346
EM	7.2936	7.3796	1.2952	6.2863	6.2785	1.5732	1.0073***	1.1011***
DUALITY	0.2792	0.0000	0.4489	0.3033	0.0000	0.4597	-0.0241	0.0000
BOARD_SIZE	2.3988	2.3026	0.2813	2.2225	2.1972	0.2121	0.1763***	0.1054***
BOARD_OWN(%)	19.8818	19.7800	11.8496	22.0736	18.4000	14.0288	-2.1918***	1.3800
CEO_OWN(%)	0.6688	0.2100	1.2954	1.1406	0.3700	1.8851	-0.4718***	-0.1600***
INSTL_OWN(%)	37.6975	28.8900	21.0401	38.3028	35.3100	22.3364	-0.6053	-6.4200***
INDIRECTOR(%)	5.7362	0.0000	8.8782	15.2929	20.0000	13.2884	-9.5567***	-20.0000***
PLEDGE(%)	18.0837	3.1800	24.4418	11.3424	0.0000	18.9133	6.7413***	3.1800***
n	795			24,405				
Panel B 企業總統大選政治獻金捐贈與否之公股銀行貸款合約相關因素差異分析 (N=14,559)								
	捐贈政治獻金之企業			無捐贈政治獻金之企業			Difference	
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數檢定 (t 值)	中位數檢定 (z 值)
SIZE	16.6993	16.2479	1.7630	15.5597	15.3542	1.4481	1.1396***	0.8937***
LEV(%)	42.0112	39.2400	12.8373	45.9552	45.1150	15.3036	-3.9440***	-5.8750***
MB(%)	1.4994	1.4525	0.7696	1.3105	1.0682	0.8565	0.1889***	0.3843***
ROA(%)	6.5826	5.8400	6.7902	2.6381	3.3100	7.8634	3.9445***	2.5300***
GROW(%)	19.3243	15.0900	28.5226	3.4946	0.9000	30.8031	15.8297***	14.1900***
RD(%)	0.9964	0.2200	1.5687	2.2754	0.8600	3.6162	-1.2790***	-0.6400***
RETVOL	2.3990	2.4652	0.6978	2.5865	2.4819	0.9259	-0.1875***	-0.0167
EM	7.2579	7.1601	1.2831	6.1814	6.1759	1.5592	1.0765***	0.9842***
DUALITY	0.3034	0.0000	0.4602	0.3081	0.0000	0.4617	-0.0047	0.0000
BOARD_SIZE	2.3941	2.3026	0.2860	2.2223	2.1972	0.2146	0.1718***	0.1054***
BOARD_OWN(%)	20.7898	21.5600	11.3525	22.3290	18.7200	13.9864	-1.5392**	2.8400***
CEO_OWN(%)	0.5936	0.1400	1.2109	1.1284	0.3600	1.8915	-0.5348***	-0.2200***
INSTL_OWN(%)	38.6484	31.9200	22.2834	37.5719	34.5800	22.4383	1.0765	-2.6600
INDIRECTOR(%)	4.4193	0.0000	8.1444	15.0232	20.0000	13.2468	-10.6039***	-20.0000***
PLEDGE(%)	16.5590	1.4100	24.4780	11.3210	0.0000	19.0373	5.2380***	1.4100***
n	445			14,114				
Panel C 企業總統大選政治獻金捐贈與否於總統任職後之公股銀行貸款合約相關因素差異分析 (N=6,814)								
	捐贈政治獻金之企業			無捐贈政治獻金之企業			Difference	
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數檢定 (t 值)	中位數檢定 (z 值)
SIZE	15.9947	15.9293	1.4301	15.4002	15.2456	1.3888	0.5945***	0.6837***
LEV(%)	45.0313	48.9100	12.4005	44.3148	43.4800	14.6123	0.7165	5.4300***
MB(%)	1.5370	1.4525	0.8426	1.3159	1.0610	0.8438	0.2211***	0.3915***
ROA(%)	6.3504	4.8200	5.8520	2.8145	3.3300	7.6026	3.5359***	1.4900***
GROW(%)	21.9220	15.0900	32.3466	3.8658	1.6000	30.0509	18.0562***	13.4900***
RD(%)	0.6444	0.0600	1.2719	2.2827	0.7600	3.7041	-1.6383***	-0.7000***
RETVOL	2.5284	2.5875	0.7543	2.5875	2.4808	0.9617	-0.0591	0.1067
EM	6.7036	6.7833	1.2472	6.0667	6.0379	1.4824	0.6369***	0.7454***
DUALITY	0.3374	0.0000	0.4743	0.3076	0.0000	0.4615	0.0298	0.0000
BOARD_SIZE	2.2802	2.3026	0.2242	2.2190	2.1972	0.2177	0.0612***	0.1054***
BOARD_OWN(%)	23.0132	19.7800	12.4962	22.8332	19.3800	14.1779	0.1800	0.4000***
CEO_OWN(%)	0.8199	0.1800	1.4655	1.1243	0.3600	1.8457	-0.3044**	-0.1800***
INSTL_OWN(%)	37.2807	36.1900	22.2410	37.6857	34.9100	22.5655	-0.4050	1.2800
INDIRECTOR(%)	5.4313	0.0000	9.5141	15.0297	20.0000	13.1752	-9.5984***	-20.0000***
PLEDGE(%)	21.5807	3.1800	29.2587	10.8528	0.0000	18.2751	10.7279***	3.1800**
n	163			6,651				
Panel D 總統大選捐贈政治獻金企業於總統當選人任職後之公股銀行貸款合約相關因素差異分析 (N=163)								
	純公股銀行貸款合約			泛公股銀行貸款合約			Difference	
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數檢定 (t 值)	中位數檢定 (z 值)
SIZE	16.2815	15.9293	1.3842	15.9045	16.0865	1.4378	0.3770	-0.1572
LEV(%)	43.3159	44.9800	11.2631	45.5708	50.3150	12.7323	-2.2549	-5.3350
MB(%)	1.3580	1.2016	0.5247	1.5933	1.5006	0.9147	-0.2353	-0.2990
ROA(%)	6.0285	4.8200	5.2413	6.4516	4.8200	6.0477	-0.4231	0.0000
GROW(%)	16.8536	13.6600	24.3149	23.5161	15.0900	34.4194	-6.6625	-1.4300
RD(%)	1.0933	0.0400	1.7672	0.5031	0.0600	1.0401	0.5902**	-0.0200
RETVOL	2.4511	2.4652	0.3756	2.5528	2.5875	0.8386	-0.1017	-0.1223
EM	6.8170	6.8112	1.3026	6.6679	6.7649	1.2325	0.1491	0.0463
DUALITY	0.3846	0.0000	0.4929	0.3226	0.0000	0.4694	0.0620	0.0000
BOARD_SIZE	2.2917	2.3026	0.2354	2.2765	2.3026	0.2214	0.0152	0.0000
BOARD_OWN(%)	22.5574	22.5400	10.7677	23.1565	19.7800	13.0292	-0.5991	2.7600
CEO_OWN(%)	0.5356	0.0600	1.1166	0.9094	0.1800	1.5524	-0.3738	-0.1200
INSTL_OWN(%)	40.6872	41.8200	23.6353	36.2094	36.1900	21.7734	4.4778	5.6300
INDIRECTOR(%)	4.7461	0.0000	10.6327	5.6467	0.0000	9.1705	-0.9006	0.0000
PLEDGE(%)	28.1136	18.5000	30.4220	19.5260	0.0000	28.7018	8.5876	18.5000*
n	39			124				

統大選政治獻金的意願較高；反之，董監持股 (*BOARD_OWN*) 與經理人持股 (*CEO_OWN*) 較多，與獨立董事比 (*INDIRECTOR*) 較高的企業，則不傾向從事總統大選政治獻金捐贈。

表 3 Panel D 則針對總統當選人正式就任後純公股與泛公股銀行之有捐贈政治獻金企業的貸款合約相關因素進行差異分析（共計 163 筆觀察值），表中顯示純公股銀行與泛公股銀行的公司特性變數與公司治理變數差異並不大，僅發現向純公股銀行進行貸款企業之平均研究發展費用 (*RD*) 較向泛公股銀行進行貸款企業為高；且向純公股銀行貸款企業之公司董監質押比 (*PLEDGE*) 中位數顯著高於向泛公股銀行貸款的企業。

（二）總統大選捐贈政治獻金企業之公股銀行貸款合約利率

圖 1 為對總統大選當選人就任後之公股銀行貸款合約（共計 6,814 筆觀察值）利率差 (*SPREAD*) 進行差異分析，透過圖 A 可以發現，捐贈總統大選政治獻金企業的公股銀行貸款利率平均數顯著低於無捐贈政治獻金企業 ($0.3723 < 0.6139$, t 值 = 3.57, p 值 $< 1\%$)，表示企業捐贈政治獻金建立的政治連結，有助於企業獲取公股銀行貸款合約優惠條件 (Dinç, 2005; Yeh et al., 2013; Chen et al., 2014; Belghitar et al., 2019)。進一步檢視公股銀行長短期貸款合約利率，在區分「短期貸款（1 年以下）」、「中期貸款（1 年以上，3 年以下）」與「長期貸款（3 年以上）」後，發現不同期限長度之貸款合約利率間具有差異 (ANOVA 分析結果之 F 值 = 184.79, p 值 $< 1\%$)，且中期與長期的貸款合約利率相較短期貸款合約為低；亦可以觀察到有捐贈總統大選政治獻金企業的公股銀行長短期貸款合約利率均較無捐贈企業為低。圖 B 對總統大選期間有捐贈政治獻金企業（共計 163 筆觀察值）樣本進行分析，結果發現捐贈總統當選人政治獻金企業的公股銀行貸款利率平均數顯著低於未（非僅）捐贈總統當選人政治獻金企業 ($0.2157 < 0.6559$, t 值 = 4.76, p 值 $< 1\%$)；而不同期限長度之貸款合約利率間亦具有差異 (ANOVA 分析結果之 F 值 = 40.96, p 值 $< 1\%$)，相較於短期貸款，中期與長期的貸款合約利率較低。圖 C 為對捐贈總統大選政治獻金企業的長短期貸款合約利率進行分析，並分別對純公股銀行與泛公股銀行檢視，結果可以觀察到無論在純公股銀行或泛公股銀行，長期貸款合約利率均較短期貸款合約利率明顯為低。

三、相關係數分析

本研究分別以整體銀行貸款合約及公股銀行貸款合約樣本，透過 Pearson 相關係數檢視變數間的相關性，未製表的結果彙整顯示公司員工人數 (*EM*) 與公司規模 (*SIZE*) 的相關係數呈顯著正向關係（相關係數分別為 0.6525 與 0.6637）。在總統當

圖 A 企業捐贈總統大選政治獻金之公股銀行貸款合約利率差異 (N=6,814)

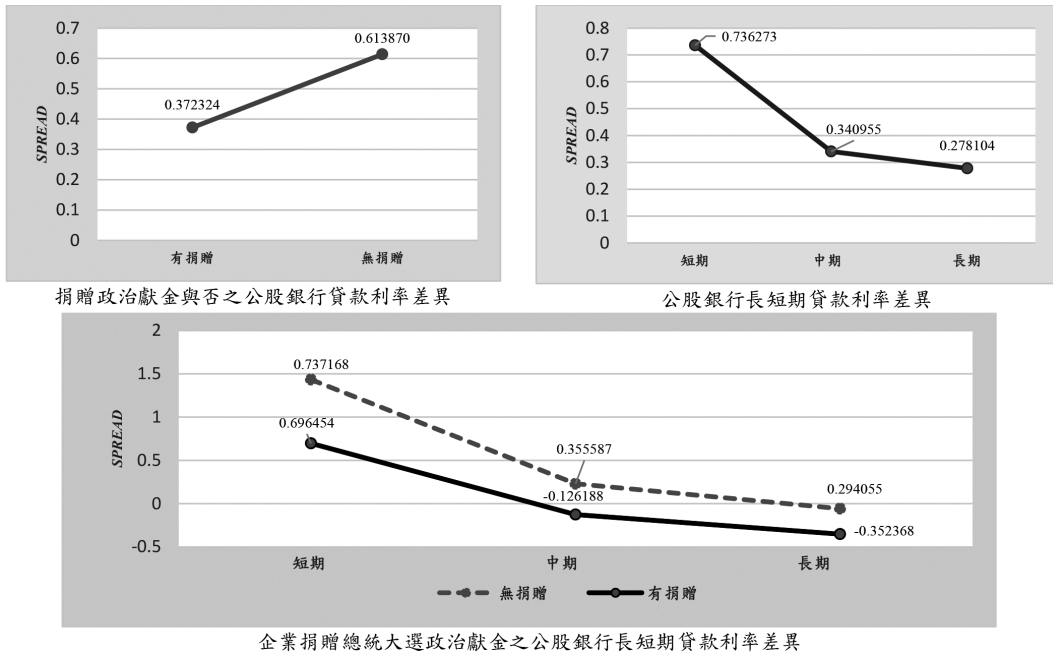


圖 B 企業捐贈總統當選人政治獻金與否之公股銀行貸款合約利率差異 (N=163)

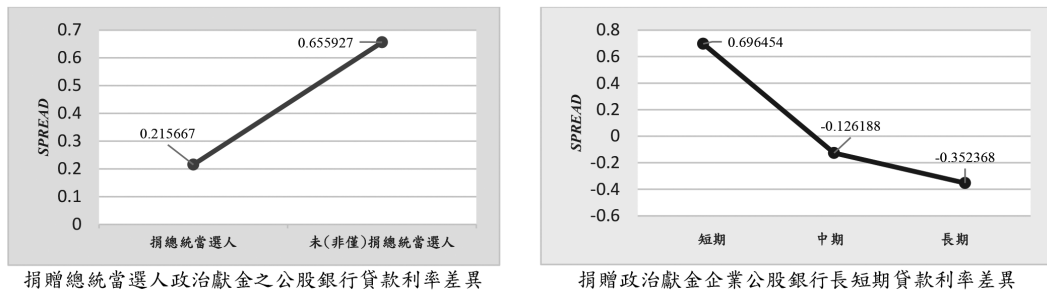
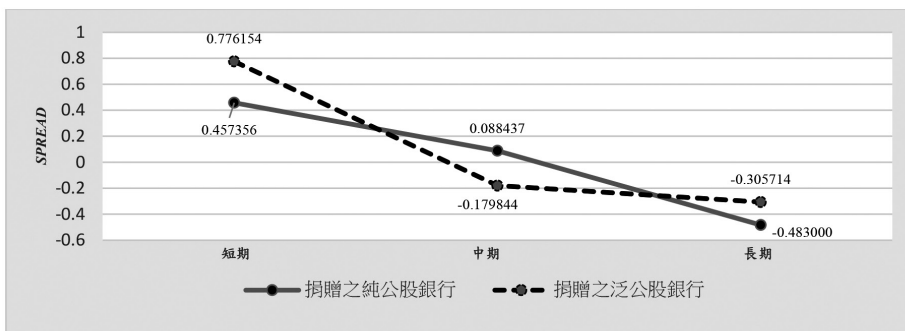


圖 C 捐總統大選捐贈政治獻金企業之純公股銀行與泛公股銀行長短期貸款合約利率差異



捐總統大選捐贈政治獻金企業之純公股 (N=39) 與泛公股 (N=124) 銀行長短期貸款利率差異長短期貸款利率差異

圖 1 單變量分析：捐贈總統大選政治獻金之企業公股銀行貸款利率

選人就任後之公股銀行貸款合約樣本中，則顯示捐贈政治獻金企業 (*DO*) 與公股銀行貸款利率差 (*SPREAD*) 的相關係數呈顯著負相關 (相關係數為 -0.0437)；有捐贈總統當選人政治獻金企業 (*DOWIN*) 與公股銀行貸款利率差 (*SPREAD*) 相關係數也呈顯著負相關 (相關係數為 -0.0583)，表示企業捐贈政治獻金與取得較低公股銀行貸款合約利率具相關性。至於其他數據顯示變數間不論正負向之相關係數均小於 0.6 ，代表各個變數大多獨立，未存在重大相關性。

另外，本研究在後續進行迴歸模型分析時，也進一步報導變異數膨脹因素 (*Variance Inflation Factor; VIF*)，結果顯示本研究變數間的 *VIF* 值皆小於 5 ，故共線性問題並不嚴重。

四、迴歸分析

本研究探討企業總統大選政治獻金之捐贈對公股銀行貸款合約利率之影響，並藉由公股銀行貸款利率差 (*SPREAD*) 作為代理變數，以捕捉政治獻金與企業獲取公股銀行貸款合約條件的關係。考量企業的政治獻金捐贈與否，及向公股銀行進行貸款期限的長短¹⁵，均為企業的選擇性行為。故為了控制自我選擇偏誤問題，本研究採用 Heckman (1979) 提出的兩階段模型，先於第一階段分別以 Logistic 模型檢測影響企業捐贈政治獻金之因素，及以 Ordered Logistic 檢測影響企業選擇長期 (3 年以上)、中期 (1 年以上，3 年以下) 與短期 (1 年以下) 貸款之因素後，估計出兩項 Mill's 反比率，再進一步納入第二階段迴歸模型檢測企業捐贈總統大選政治獻金與公股銀行貸款合約利率間的關聯性。

(一) 影響企業總統大選政治獻金捐贈因素

表 4 為影響企業總統大選政治獻金捐贈因素之 Logistic 迴歸模型，分別透過全體銀行貸款合約樣本 (Column (1)) 與公股銀行貸款合約樣本 (Column (2)) 估計後的模型解釋能力為 31.57% 與 34.26% ，在顯著水準為 1% 下，模型解釋力皆達統計顯著。其中就公司特性控制變數估計結果顯示，公司規模 (*SIZE*) 愈大、企業成長性 (*MB*) 愈大，且企業營收成長率 (*GROW*) 愈高及員工人數 (*EM*) 愈多的企業，較有提供總統大選政治獻金之傾向；然而，負債比率 (*LEV*)、獲利能力 (*ROA*)、研究發展費用率 (*RD*) 及股票日報酬標準差 (*RETVOL*) 愈大的企業，則較無意願於總統大選提

15 非常感謝審查委員之意見，由於企業對於短期與長期的資金需求不同，向銀行申請長短期貸款亦為非隨機的，故為進一步解決自我選擇偏誤的潛在內生性問題，本研究依據 Yeh et al. (2013) 的方式區隔公股銀行貸款合約為長期 (3 年以上)、中期 (1 年以上，3 年以下) 與短期貸款合約 (1 年以下)，並透過 Ordered Logistic 模型捕捉影響企業選擇長短期貸款之因素 (第一階段)，而衡量一 Mill's 反比率納入第二階段迴歸模型進行控制。

表 4 影響企業總統大選政治獻金捐贈之因素

	Column (1)		Column (2)	
	銀行貸款合約樣本 (公股銀行及民營銀行) (y=DO)		公股銀行貸款合約樣本 (y=DO)	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	-10.5075*** (-14.4813)	0.0000	-8.8520*** (-8.0448)	0.0000
<i>SIZE</i>	0.3936*** (8.4776)	0.0000	0.2988*** (4.3031)	0.0000
<i>LEV(%)</i>	-0.0118*** (-4.0365)	0.0001	-0.0113** (-2.5463)	0.0109
<i>MB(%)</i>	0.3398*** (5.7469)	0.0000	0.3830*** (4.0378)	0.0001
<i>ROA(%)</i>	-0.0188** (-2.0864)	0.0369	-0.0014 (-0.0912)	0.9273
<i>GROW(%)</i>	0.0129*** (8.8238)	0.0000	0.0172*** (9.9270)	0.0000
<i>RD(%)</i>	-0.0601*** (-2.7764)	0.0055	-0.1357*** (-3.5538)	0.0004
<i>RETVOL</i>	-0.3965*** (-6.7680)	0.0000	-0.4659*** (-5.8243)	0.0000
<i>EM</i>	0.1695*** (4.2640)	0.0000	0.2432*** (4.4902)	0.0000
<i>DUALITY</i>	0.1893** (2.0868)	0.0369	0.1786 (1.4934)	0.1353
<i>BOARD_SIZE</i>	1.7228*** (12.0472)	0.0000	1.5080*** (7.8104)	0.0000
<i>BOARD_OWN(%)</i>	0.0079** (2.2271)	0.0259	0.0069 (1.3840)	0.1664
<i>CEO_OWN(%)</i>	-0.1366*** (-4.8180)	0.0000	-0.1805*** (-4.2476)	0.0000
<i>INSTI_OWN(%)</i>	-0.0352*** (-11.1144)	0.0000	-0.0354*** (-7.6822)	0.0000
<i>INDIRECTOR(%)</i>	-0.0221*** (-4.7595)	0.0000	-0.0337*** (-5.0009)	0.0000
<i>PLEDGE(%)</i>	0.0049** (2.3452)	0.0190	0.0040 (1.3897)	0.1646
Session indicators	Included		Included	
Industry indicators	Included		Included	
Sample size	25,200		14,559	
χ^2 -stat	1,327.7218***		803.3959***	
p-value	0.0000		0.0000	
Pseudo R^2	0.3157		0.3426	

註：表內為使用 Logistic 迴歸模型之結果，其中 * 為 p 值 <0.1 的顯著水準，** 為 p 值 <0.05 的顯著水準，*** 為 p 值 <0.01 的顯著水準。變數定義請參照附錄一。

供政治獻金。上述結果與 Aggarwal et al. (2012) 的研究結果相近，公司規模較大且權益市值較高的企業會有傾向增加政治投資，而進行政治獻金捐贈 (Ovtchinnikov et al., 2020)，尤其是提供政治獻金的企業通常會有較多的現金且有較少的槓桿問題。而研發支出較低的可能原因，則是公司可能在將資源著重投入政治投資時，會減少使用現金於研發或實物資本。另外，Brown et al. (2015) 也表示擁有更多財務資源（例如：員工人數較多）、較高成長機會（例如：市值較大、銷售成長高）及存在組織冗餘（例如：財務槓桿）均是影響企業從事政治捐贈活動行為 (Hillman, Keim, and Schuler, 2004) 的重要因素。

考量 Yeh et al. (2013) 與 Shen et al. (2015) 均表示企業的公司治理與其從事政治連結具有關聯性。故本研究將納入相關公司治理變數檢視對企業於總統大選提供政治獻金之影響，估計結果顯示董事長兼任總經理之雙重性 (*DUALITY*) 與董事會規模 (*BOARD_SIZE*) 愈大，以及董監持股比 (*BOARD_OWN*) 與董監質押比 (*PLEDGE*) 愈高者，提供總統大選政治獻金的可能性較高；而經理人持股比 (*CEO_OWN*)、機構投資人持股比 (*INSTI_OWN*)、獨立董事比例 (*INDIRECTOR*) 愈高者，則愈不傾向進行政治獻金捐贈。上述結果近似 Liang and Renneboog (2017) 的研究，其指出董事長兼任總經理之雙重性與股權計畫（例如：毒丸防禦 (Poison Pill) 或反收購機制）會影響公司治理的執行，並有增強管理當局權力作用，使得公司作出政治獻金捐贈的決策。Shen et al. (2015) 表示有從事政治連結公司之董監質押比較高、董事長兼任總經理之雙重性可能性較大，且獨立董事比例通常較低，突顯出公司治理較差的企業會藉由從事政治連結活動，以替代公司治理不佳的影響。最後，本研究將透過公股銀行貸款合約樣本估計式 (1) 影響企業總統大選政治獻金捐贈因素的 Mill's 反比率 (*IMR_DO*)，納入第二階段迴歸模型進行探討。

（二）影響企業選擇長短期貸款之因素

Yeh et al. (2013) 指出政府控制的銀行若提供企業三年或更長期的無抵押貸款，為政治人物藉由政治關係影響銀行貸款合約的最有利方式。然而，代理問題通常伴隨著銀行貸款時間長度而增加，使得銀行會提高監督的誘因 (Ahn and Choi, 2009)。相對的，短期債務雖可以避免管理當局犧牲其他利害關係人的自利動機，卻會有較高頻率更新與再融資情形，因而存在較高風險。表 5 為探討影響企業選擇長短期貸款因素之 Ordered Logistic 迴歸模型，其中全體銀行貸款合約樣本 (Column (1)) 與公股銀行貸款合約樣本 (Column (2)) 估計後的模型解釋能力分別為 1.03% 及 1.44%，在顯著水準為 1% 下，模型解釋力皆達統計顯著。就公司特性控制變數估計結果顯示，公司規模 (*SIZE*) 愈大、企業成長性 (*MB*) 愈大、企業營收成長率 (*GROW*) 愈高，且投入研發費用 (*RD*) 愈多的公司，會較偏向選擇長期性的貸款。就公司治理

表 5 影響企業選擇長短期貸款之因素

	Column (1)		Column (2)	
	銀行貸款合約樣本 (公股銀行及民營銀行) (y=SML)		公股銀行貸款合約樣本 (y=SML)	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT_1</i>	2.1763*** (13.5299)	0.0000	2.9178*** (13.5515)	0.0000
<i>INTERCEPT_2</i>	3.1592*** (19.5585)	0.0000	3.7597*** (17.3827)	0.0000
<i>SIZE</i>	0.1172*** (12.4325)	0.0000	0.1408*** (11.2002)	0.0000
<i>LEV</i> (%)	-0.0046*** (-4.9694)	0.0000	-0.0013 (-1.1154)	0.2647
<i>MB</i> (%)	0.0976*** (6.1492)	0.0000	0.1008*** (4.9042)	0.0000
<i>ROA</i> (%)	-0.0009 (-0.4453)	0.6561	0.0038 (1.4128)	0.1577
<i>GROW</i> (%)	0.0022*** (5.5455)	0.0000	0.0019*** (3.5867)	0.0003
<i>RD</i> (%)	0.0080** (2.0637)	0.0390	0.0192*** (3.8776)	0.0001
<i>CGI</i>	0.0578*** (6.9424)	0.0000	0.0670*** (6.0458)	0.0000
<i>COLL</i> (%)	0.0079*** (13.6631)	0.0000	0.0088*** (11.3791)	0.0000
<i>DIV</i>	-0.1527*** (-4.6147)	0.0000	-0.1574*** (-3.5241)	0.0004
Session indicators	Included		Included	
Industry indicators	Included		Included	
Sample size	25,200		14,559	
χ^2 -statastic	525.0548***		421.1148***	
p-value	0.0000		0.0000	
Pseudo R^2	0.0103		0.0144	

註：表內為使用 ordered logistic 迴歸模型之結果，* 為 p 值 <0.1 的顯著水準，** 為 p 值 <0.05 的顯著水準，*** 為 p 值 <0.01 的顯著水準。變數定義請參照附錄一。

相關因素變數估計結果發現，公司治理 (*CGI*) 較佳、公司擔保價值比率 (*COLL*) 高、股利發放率 (*DIV*) 較低的企業，會偏向選擇長期性貸款合約。上述結果中，公司治理變數係數為正的結果與 Yeh et al. (2013) 不一致。Yeh et al. (2013) 指出公司治理較佳企業因能夠選擇其他替代性財務資源，故不一定會選擇長期優惠貸款合約，但 Tosun and Senbet (2020) 探討公司董事會獨立性與債務期限結構關聯性時，卻發現公司治理機制愈強的公司反而較會持有長期債務。其次，公司擔保價值比率較高會促使公司選擇長期貸款，則與 Yeh et al. (2013) 一致。本研究以公股銀行之貸款合約樣本估計式 (2) 求出影響企業選擇長短期貸款因素的 Mill's 反比率 (*IMR_SL*) 後，納入第二階段迴歸方程式進行後續分析。

(三) 企業總統大選政治獻金捐贈與否對公股銀行貸款合約利率之影響

表 6 Panel A 分析企業總統大選政治獻金捐贈與否對公股銀行貸款合約利率之影響，並分別以公股銀行 (Column (1))、純公股銀行 (Column (2))、泛公股銀行 (Column (3)) 的貸款利率差作為應變數的迴歸模型估計結果。表中數據顯示解釋力介於 11.48%~16.12% 間，且在顯著水準 1% 以下皆達統計顯著。其中本研究發現相較於無捐贈總統大選政治獻金之公司，有捐贈總統大選政治獻金公司 (*DO*) 可以獲取較低的公股銀行貸款合約利率 (利差較小)，當公司有從事總統大選政治獻金捐贈時，預期公股銀行貸款合約利率可減少約 20.59%¹⁶，顯見企業捐贈政治獻金具有一定的經濟效益。另本研究進一步發現有捐贈總統大選政治獻金的公司可以顯著獲得較低泛公股銀行 (*GB0*) 的貸款合約利率¹⁷。上述結果支持本研究假說 1，並與 Shen et al. (2015) 及 Chkir et al. (2020) 的研究發現相似。

從實務面角度而言，純公股銀行與泛公股銀行本質上具有差異。純公股銀行主要功能在於迎合政府政策以穩定金融市場，隸屬政府單位的一部分且較無政治風險，但在必須遵守國營事業法、政府採購法與審計法之規範下，通常會有較多的監管規定與限制，也需面對較嚴謹的公務防弊條件，因而使得純公股銀行較可能不會積極地迎合政治人物而給予政治關聯企業較佳的優惠貸款合約。然而，泛公股銀行則是具備半公半私的特性，雖其經營方式趨向民營化，但在需要面對市場競爭環境下，可能受因政府持股或為最大股東而被執政政府的控制與影響，

且由於這類銀行較不受到相關法規的監督，人事決定權又掌握於執政政府的情

16 此計算為企業提供政治獻金與否導致公股銀行貸款合約利率變化比例之半彈性估計結果。

17 本研究有針對企業捐贈總統大選政治獻金與否對純公股與泛公股銀行貸款合約利率的影響進行跨式係數差異檢定，結果顯示兩組係數間並無顯著差異 (χ^2 值 = 4.11, p 值 = 0.1280)。

況下，反而較有為政治人物或為政策服務的現象，故對於有政治關聯的公司給予較具優惠之貸款合約條件。

表 6 Panel B 進一步將企業的公股銀行貸款合約區分為短期貸款合約 (Column (1))、中期貸款合約 (Column (2)) 與長期貸款合約 (Column (3))，檢視企業總統大選政治獻金捐贈與否對不同期限公股銀行貸款合約利率影響的迴歸模型估計結果。表中數據顯示解釋力介於 14.37%~16.83% 間，且在顯著水準 1% 以下皆達統計顯著。本研究發現有政治獻金捐贈之企業，中期與長期貸款可獲得顯著較低的公股銀行貸款合約利率。這樣的結果與 Yeh et al. (2013) 與 Chen et al. (2014) 的研究發現相似。另外，就實務面來說，企業短期貸款的債務成本較容易控制，且授信額度較低，公司取得貸款通常較為便捷，企業對於流動資金的運用也較為靈活，故公司可能較不需要仰賴透過政治獻金捐贈產生的政治連結來獲取短期貸款合約。然而，銀行一般對於企業的中長期貸款會較重視風險管理且有較謹慎的審核機制，以避免潛在的信用與違約風險。尤其是企業的政治連結對於公股銀行的中長期貸款合約來說，可能存在一種隱性保險價值，因而反映對於企業銀行貸款合約條件之影響 (Houston et al., 2014)。

在控制變數部分，綜合表 6 Panel A 與 Panel B 的結果顯示，透過政治獻金捐贈而產生政治關聯的企業發生財務危機 (ZSCO) 機率愈低時，公司會獲得較低的公股銀行貸款利率。公司規模 (SIZE) 愈大、營收成長率 (GROW) 較高、研發支出比率 (RD) 較多及獲得較多貸款合約金額 (AMT) 之企業，亦均與公股銀行貸款利率呈顯著負向關係，表示這類公司較能夠得到優惠貸款合約條件。然而，負債比率 (LEV) 愈高之政治關聯企業，其貸款合約利率則顯著較無政治關聯企業高。

(四) 企業總統大選政治獻金捐贈給當選人與否對公股銀行貸款合約利率之影響

表 7 Panel A 為探討企業總統大選政治獻金捐贈給當選人與否對公股銀行貸款合約之影響，並分別以公股銀行 (Column (1))、純公股銀行 (Column (2))、泛公股銀行 (Column (3)) 的貸款利率差作為應變數的迴歸模型估計結果。表中數據顯示解釋力介於 11.46%~16.15% 間，且在顯著水準 1% 以下皆達統計顯著。表中實證結果支持假說 2，顯示有捐贈總統當選人政治獻金 (DOWIN) 之企業確實可以獲得較低之公股銀行貸款合約利率。當公司捐贈總統當選人政治獻金時，預期公股銀行貸款合約利率可減少約 31.61%，表示有捐贈政治獻金給總統當選人可獲得較佳公股銀行貸款條件。其中有捐贈總統大選當選人政治獻金之公司，顯著能夠獲得較低泛之公股銀

表 6 企業總統大選政治獻金捐贈與否對公股銀行貸款利率之影響

	Y=RATE SPREAD						Y=GB0_SPREAD					
	Column (1)			Column (2)			Column (1)			Column (3)		
	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF
INTERCEPT	3.0246*** (11.3205)	0.0000		3.5458*** (5.8151)	0.0000		2.6573*** (9.0334)	0.0000		2.6573*** (9.0334)	0.0000	
DO	-0.0973* (-1.7868)	0.0740	1.0526	-0.0792 (-0.7272)	0.4672	1.0682	-0.1189* (-1.8878)	0.0591	1.0509	-0.1189* (-1.8878)	0.0591	1.0509
CGI	0.0033 (0.4439)	0.6572	1.8928	0.0085 (0.4883)	0.6254	1.9333	0.0077 (0.9318)	0.3515	1.8976	0.0077 (0.9318)	0.3515	1.8976
COLL(%)	-0.0011 (-1.4581)	0.1449	2.7511	-0.0045** (-2.5604)	0.0106	3.3041	-0.0001 (-0.1021)	0.9187	2.6615	-0.0001 (-0.1021)	0.9187	2.6615
ZSCO	-0.0791*** (-5.6089)	0.0000	1.7203	-0.1496*** (-4.3710)	0.0000	1.8303	-0.0610*** (-3.9494)	0.0001	1.7130	-0.0610*** (-3.9494)	0.0001	1.7130
ICR	-0.0004*** (-4.5100)	0.0000	1.1953	-0.0000 (-0.2560)	0.7980	1.1823	-0.0005*** (-4.6453)	0.0000	1.2046	-0.0005*** (-4.6453)	0.0000	1.2046
SIZE	-0.0802*** (-5.8751)	0.0000	3.9914	-0.1226*** (-3.8449)	0.0001	4.3490	-0.0597*** (-3.9913)	0.0001	3.9087	-0.0597*** (-3.9913)	0.0001	3.9087
LEV(%)	0.0061*** (7.1042)	0.0000	1.3946	0.0061*** (3.0762)	0.0021	1.5849	0.0065*** (6.8967)	0.0000	1.3673	0.0065*** (6.8967)	0.0000	1.3673
ROA(%)	-0.0034 (-1.5785)	0.1145	2.3452	-0.0077 (-1.5821)	0.1139	2.6028	-0.0015 (-0.6173)	0.5371	2.3125	-0.0015 (-0.6173)	0.5371	2.3125
GROW(%)	-0.0016*** (-3.3834)	0.0007	1.3174	-0.0021* (-1.7629)	0.0781	1.3656	-0.0015*** (-2.9040)	0.0037	1.3114	-0.0015*** (-2.9040)	0.0037	1.3114
TOBIN	0.0560** (2.3994)	0.0164	1.5332	-0.0052 (-0.0924)	0.9264	1.6998	0.0675*** (2.6391)	0.0083	1.5117	0.0675*** (2.6391)	0.0083	1.5117
RD(%)	-0.0137*** (-3.9533)	0.0001	1.6821	-0.0141* (-1.7901)	0.0737	1.7115	-0.0121*** (-3.1656)	0.0016	1.6886	-0.0121*** (-3.1656)	0.0016	1.6886
DIV	-0.1575*** (-5.6564)	0.0000	1.5427	0.0018 (0.0273)	0.9782	1.5942	-0.2094*** (-6.8336)	0.0000	1.5389	-0.2094*** (-6.8336)	0.0000	1.5389
AMT	-0.0900*** (-12.1247)	0.0000	1.6305	-0.0410** (-2.3106)	0.0210	1.7357	-0.1011*** (-12.5682)	0.0000	1.6087	-0.1011*** (-12.5682)	0.0000	1.6087
DAYS	-0.0606*** (-7.3899)	0.0000	1.1231	-0.0806*** (-4.2909)	0.0000	1.2056	-0.0543*** (-5.9661)	0.0000	1.1114	-0.0543*** (-5.9661)	0.0000	1.1114
COLLATERAL	0.1495*** (6.9235)	0.0000	1.1790	0.0485 (0.9545)	0.3400	1.2614	0.1768*** (7.4161)	0.0000	1.1696	0.1768*** (7.4161)	0.0000	1.1696
IMR_DO	0.0031 (0.3632)	0.7164	1.9312	-0.0026 (-0.1281)	0.8981	1.8842	0.0065 (0.6812)	0.4958	1.9523	0.0065 (0.6812)	0.4958	1.9523
IMR_SL	-7.0402** (-2.0066)	0.0448	5.0253	-16.7713* (-1.9021)	0.0574	5.6843	-2.7750 (-0.7336)	0.4632	4.9470	-2.7750 (-0.7336)	0.4632	4.9470
Session & Industry indicators	Included			Included			Included			Included		
Sample size	6,814			1,404			5,410			5,410		
F-stat.	66.5221***			10.5349***			58.3685***			58.3685***		
p-value	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Adjusted R ²	0.1501			0.1148			0.1612			0.1612		

Panel B 總統大選政治獻金捐贈與否對公股銀行長短期貸款利率之影響

	Y=RATE_SPREAD								
	Column (1)		Column (2)		Column (3)				
	Y=SHORT_SPREAD	Y=MEDIUM_SPREAD	Y=LONG_SPREAD	Y=SHORT_SPREAD	Y=MEDIUM_SPREAD	Y=LONG_SPREAD			
	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF
INTERCEPT	1.5982*** (4.8134)	0.0000		2.0751** (2.5257)	0.0117		1.4538 (1.6058)	0.1087	
DO	-0.0217 (-0.3371)	0.7361	1.0469	-0.2621** (-2.4668)	0.0138	1.0815	-0.2278** (-1.9843)	0.0476	1.0907
CGI	0.0039 (0.4637)	0.6429	1.9413	0.0292 (1.4702)	0.1417	2.0684	-0.0691*** (-3.5262)	0.0004	1.9250
COLL(%)	0.0002 (0.2158)	0.8292	2.9007	-0.0030* (-1.8500)	0.0645	2.7934	-0.0019 (-1.0007)	0.3173	2.8280
ZSCO	-0.0638*** (-3.9303)	0.0001	1.7767	-0.1492*** (-4.6523)	0.0000	1.6260	-0.1685*** (-3.8540)	0.0001	1.9762
ICR	-0.0002** (-2.3347)	0.0196	1.2560	-0.0006*** (-2.8570)	0.0043	1.1625	-0.0002 (-1.0255)	0.3055	1.2146
SIZE	-0.0572*** (-3.4537)	0.0006	3.9919	-0.0843** (-2.5649)	0.0104	4.5236	-0.0762** (-2.1885)	0.0289	3.9975
LEV(%)	0.0056*** (5.5526)	0.0000	1.3878	0.0061*** (2.9968)	0.0028	1.5988	0.0057** (2.4201)	0.0158	1.4437
ROA(%)	-0.0012 (-0.4682)	0.6397	2.3802	-0.0006 (-0.1056)	0.9159	2.1968	0.0002 (0.0335)	0.9733	2.7559
GROW(%)	-0.0027*** (-4.7658)	0.0000	1.3769	-0.0004 (-0.4688)	0.6393	1.2615	0.0010 (0.8536)	0.3936	1.3258
TOBIN	0.1287*** (4.7357)	0.0000	1.5412	-0.0706 (-1.1966)	0.2317	1.5029	-0.0267 (-0.4968)	0.6195	1.8099
RD(%)	-0.0138*** (-3.4326)	0.0006	1.7731	-0.0233** (-2.4566)	0.0142	1.5015	-0.0023 (-0.2698)	0.7874	1.6840
DIV	-0.1452*** (-4.5737)	0.0000	1.5816	-0.2143*** (-3.0154)	0.0026	1.5852	-0.0492 (-0.7340)	0.4632	1.4629
AMT	-0.0808*** (-9.4400)	0.0000	1.6720	-0.0332** (-1.9745)	0.0485	1.4175	-0.0260 (-0.9566)	0.3391	1.8807
DAYS	0.1425*** (10.3618)	0.0000	1.1149	-0.0232 (-0.2888)	0.7728	1.2159	0.0275 (0.3035)	0.7616	1.1320
COLLATERAL	0.1822*** (7.4324)	0.0000	1.1551	0.1058** (1.9825)	0.0476	1.1856	0.1016 (1.5393)	0.1242	1.2792
IMR_DO	-0.0021 (-0.2183)	0.8272	1.9754	0.0294 (1.2658)	0.2058	2.0148	0.0425* (1.8159)	0.0698	1.7941
IMR_SL	-6.4575 (-1.5799)	0.1142	5.4934	-2.5878 (-0.2946)	0.7684	4.6822	-9.4468 (-1.0506)	0.2938	4.5638
Session & Industry indicators	Included			Included			Included		
Sample size	4,727			1,317			770		
F-stat.	53.0824***			16.0311***			12.6762***		
p-value	0.0000			0.0000			0.0000		
Adjusted R ²	0.1683			0.1530			0.1437		

註：表內為使用 OLS 校正殘差異質性之穩健回歸模型結果，* 為 p 值 < 0.1 的顯著水準，** 為 p 值 < 0.05 的顯著水準，*** 為 p 值 < 0.01 的顯著水準。變數定義請參照附錄一。

表 7 企業總統大選政治獻金捐贈給當選人與否對公股銀行貸款合約利率之影響

	Y=RATE_SPREAD						Y=GB0_SPREAD					
	Column (1)			Column (2)			Column (2)			Column (3)		
	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF
INTERCEPT	3.0125*** (11.2668)	0.0000		3.5533*** (5.8110)	0.0000		2.6434*** (8.9840)	0.0000		2.6434*** (8.9840)	0.0000	
DOWIN	-0.1369** (-2.3766)	0.0175	1.0382	0.0119 (0.1047)	0.9166	1.0590	-0.1925*** (-2.8786)	0.0040		-0.1925*** (-2.8786)	0.0040	1.0342
CGI	0.0034 (0.4494)	0.6532	1.8928	0.0079 (0.4512)	0.6519	1.9332	0.0078 (0.9375)	0.3485		0.0078 (0.9375)	0.3485	1.8974
COLL(%)	-0.0011 (-1.4239)	0.1545	2.7521	-0.0045** (-2.5613)	0.0105	3.3052	-0.0000 (-0.0589)	0.9530		-0.0000 (-0.0589)	0.9530	2.6625
ZSCO	-0.0789*** (-5.5977)	0.0000	1.7203	-0.1491*** (-4.3674)	0.0000	1.8294	-0.0608*** (-3.9385)	0.0001		-0.0608*** (-3.9385)	0.0001	1.7130
ICR	-0.0004*** (-4.5171)	0.0000	1.1954	-0.0000 (-0.2414)	0.8093	1.1825	-0.0005*** (-4.6575)	0.0000		-0.0005*** (-4.6575)	0.0000	1.2045
SIZE	-0.0798*** (-5.8380)	0.0000	3.9948	-0.1234*** (-3.8581)	0.0001	4.3608	-0.0592*** (-3.9577)	0.0001		-0.0592*** (-3.9577)	0.0001	3.9106
LEV(%)	0.0060*** (7.0414)	0.0000	1.3952	0.0062*** (3.0823)	0.0021	1.5871	0.0065*** (6.8179)	0.0000		0.0065*** (6.8179)	0.0000	1.3672
ROA(%)	-0.0034 (-1.5796)	0.1142	2.3452	-0.0077 (-1.5833)	0.1136	2.6030	-0.0015 (-0.6154)	0.5383		-0.0015 (-0.6154)	0.5383	2.3126
GROW(%)	-0.0016*** (-3.4001)	0.0007	1.3162	-0.0021* (-1.7844)	0.0746	1.3673	-0.0015*** (-2.9310)	0.0034		-0.0015*** (-2.9310)	0.0034	1.3097
TOBIN	0.0558** (2.3956)	0.0166	1.5326	-0.0054 (-0.0946)	0.9246	1.7007	0.0672*** (2.6312)	0.0085		0.0672*** (2.6312)	0.0085	1.5103
RD(%)	-0.0136*** (-3.9380)	0.0001	1.6818	-0.0142* (-1.7982)	0.0724	1.7113	-0.0120*** (-3.1461)	0.0017		-0.0120*** (-3.1461)	0.0017	1.6879
DIV	-0.1582*** (-5.6847)	0.0000	1.5430	0.0013 (0.0201)	0.9839	1.5940	-0.2102*** (-6.8679)	0.0000		-0.2102*** (-6.8679)	0.0000	1.5393
AMT	-0.0896*** (-12.0665)	0.0000	1.6329	-0.0413** (-2.3307)	0.0199	1.7360	-0.1004*** (-12.4801)	0.0000		-0.1004*** (-12.4801)	0.0000	1.6117
DAYS	-0.0605*** (-7.3761)	0.0000	1.1233	-0.0808*** (-4.2958)	0.0000	1.2065	-0.0542*** (-5.9525)	0.0000		-0.0542*** (-5.9525)	0.0000	1.1114
COLLATERAL	0.1501*** (6.9518)	0.0000	1.1769	0.0507 (0.9986)	0.3182	1.2573	0.1773*** (7.4364)	0.0000		0.1773*** (7.4364)	0.0000	1.1681
IMR_DO	0.0032 (0.3744)	0.7081	1.9285	-0.0018 (-0.0904)	0.9280	1.8807	0.0064 (0.6807)	0.4961		0.0064 (0.6807)	0.4961	1.9500
IMR_SL	-6.9758** (-1.9884)	0.0468	5.0274	-16.9945* (-1.9241)	0.0545	5.6942	-2.7082 (-0.7164)	0.4738		-2.7082 (-0.7164)	0.4738	4.9478
Session & Industry indicators	Included			Included			Included			Included		
Sample size	6,814			1,404			5,410			5,410		
F-stat.	67.3176***			10.4699***			59.2331***			59.2331***		
p-value	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Adjusted R ²	0.1502			0.1146			0.1615			0.1615		

Panel B 總統大選政治獻金捐贈於當選人與否對公股銀行長短期貸款利率之影響

	Y=RATE_SPREAD											
	Column (1)			Column (2)			Column (3)			Column (3)		
	Y=SHORT_SPREAD	Y=MEDIUM_SPREAD	Y=LONG_SPREAD	Y=SHORT_SPREAD	Y=MEDIUM_SPREAD	Y=LONG_SPREAD	Y=SHORT_SPREAD	Y=MEDIUM_SPREAD	Y=LONG_SPREAD	Y=SHORT_SPREAD	Y=MEDIUM_SPREAD	Y=LONG_SPREAD
	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF	Coefficient (t-value)	p-value	VIF
INTERCEPT	1.5678*** (4.7262)	0.0000		1.9980** (2.4428)	0.0147		1.6389* (1.8214)	0.0689		1.6389* (1.8214)	0.0689	
DOWIN	-0.0928 (-1.3453)	0.1786	1.0306	-0.1776* (-1.7028)	0.0888	1.0717	-0.1461 (-1.1373)	0.2558	1.0833	-0.1461 (-1.1373)	0.2558	1.0833
CGI	0.0047 (0.5596)	0.5758	1.9435	0.0288 (1.4586)	0.1449	2.0677	-0.0701*** (-3.6066)	0.0003	1.9236	-0.0701*** (-3.6066)	0.0003	1.9236
COLL(%)	0.0002 (0.2688)	0.7881	2.9084	-0.0029* (-1.8244)	0.0683	2.7926	-0.0021 (-1.1003)	0.2715	2.8281	-0.0021 (-1.1003)	0.2715	2.8281
ZSCO	-0.0633*** (-3.9117)	0.0001	1.7766	-0.1444*** (-4.5152)	0.0000	1.6258	-0.1731*** (-3.9527)	0.0001	1.9762	-0.1731*** (-3.9527)	0.0001	1.9762
ICR	-0.0002** (-2.3229)	0.0202	1.2563	-0.0005*** (-2.7642)	0.0058	1.1622	-0.0002 (-1.0433)	0.2972	1.2146	-0.0002 (-1.0433)	0.2972	1.2146
SIZE	-0.0554*** (-3.3564)	0.0008	3.9986	-0.0827** (-2.5331)	0.0114	4.5229	-0.0808** (-2.3373)	0.0197	4.0015	-0.0808** (-2.3373)	0.0197	4.0015
LEV(%)	0.0055*** (5.5285)	0.0000	1.3871	0.0061*** (3.0457)	0.0024	1.6015	0.0055** (2.3689)	0.0181	1.4450	0.0055** (2.3689)	0.0181	1.4450
ROA(%)	-0.0012 (-0.4937)	0.6215	2.3800	-0.0009 (-0.1741)	0.8619	2.1970	0.0000 (0.0048)	0.9962	2.7564	0.0000 (0.0048)	0.9962	2.7564
GROW(%)	-0.0027*** (-4.7022)	0.0000	1.3763	-0.0005 (-0.5447)	0.5861	1.2595	0.0010 (0.8648)	0.3875	1.3270	0.0010 (0.8648)	0.3875	1.3270
TOBIN	0.1274*** (4.6896)	0.0000	1.5411	-0.0690 (-1.1798)	0.2383	1.5041	-0.0427 (-0.7886)	0.4306	1.8070	-0.0427 (-0.7886)	0.4306	1.8070
RD(%)	-0.0137*** (-3.4081)	0.0007	1.7728	-0.0235*** (-2.4960)	0.0127	1.5025	-0.0035 (-0.4155)	0.6779	1.6840	-0.0035 (-0.4155)	0.6779	1.6840
DIV	-0.6011 (-9.3678)	0.0000	1.5828	-0.2142*** (-3.0221)	0.0026	1.5851	-0.0423 (-0.6307)	0.5284	1.4629	-0.0423 (-0.6307)	0.5284	1.4629
AMT	-0.0802*** (-9.3678)	0.0000	1.6759	-0.0327* (-1.9500)	0.0514	1.4181	-0.0264 (-0.9799)	0.3275	1.8789	-0.0264 (-0.9799)	0.3275	1.8789
DAYS	0.1418*** (10.3215)	0.0000	1.1150	-0.0154 (-0.1927)	0.8472	1.2160	0.0224 (0.2493)	0.8032	1.1344	0.0224 (0.2493)	0.8032	1.1344
COLLATERAL	0.1798*** (7.3505)	0.0000	1.1528	0.1033* (1.9423)	0.0523	1.1858	0.1100* (1.6778)	0.0938	1.2776	0.1100* (1.6778)	0.0938	1.2776
IMR_DO	-0.0031 (-0.3277)	0.7431	1.9740	0.0326 (1.4125)	0.1580	2.0079	0.0421* (1.8262)	0.0682	1.7859	0.0421* (1.8262)	0.0682	1.7859
IMR_SL	-6.0671 (-1.4914)	0.1359	5.5051	-2.5960 (-0.2968)	0.7667	4.6827	-11.0695 (-1.2298)	0.2191	4.5637	-11.0695 (-1.2298)	0.2191	4.5637
Session & Industry indicators	Included			Included			Included			Included		
Sample size	4,727			1,317			770			770		
F-stat	52.3549***			15.2598***			12.1743***			12.1743***		
p-value	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Adjusted R ²	0.1666			0.1491			0.1438			0.1438		

註：表內為使用 OLS 校正殘差異質性之穩健回歸模型結果，* 為 p 值 < 0.1 的顯著水準，** 為 p 值 < 0.05 的顯著水準，*** 為 p 值 < 0.01 的顯著水準。變數定義請參照附錄一。

行的貸款合約利率¹⁸，結果與表 6 一致。另一方面，Panel B 檢視企業總統大選政治獻金捐贈於當選人與否對短期貸款合約 (Column (1))、中期貸款合約 (Column (2)) 與長期貸款合約 (Column (3)) 利率的影響，表中數據顯示解釋力介於 14.38%~16.66% 間，且在顯著水準 1% 以下皆達統計顯著。實證結果發現提供總統大選當選人政治獻金企業，在中期貸款合約可取得較低之公股銀行貸款合約利率。

從實務角度論析上述結果，很有可能的兩個原因為：短期貸款之債務成本通常較低，且銀行較容易進行風險控制，故企業較無需求藉由捐贈政治獻金予當選人來獲得較佳短期貸款合約利率。其次，考量臺灣總統大選 4 年選舉乙次，對於公司的公股銀行長期貸款合約而言，貸款期限很有可能接近或含蓋下一任總統大選時期，在無法確知是否會產生政治環境變動的情形下，將使得貸款公司與借款公股銀行均需要面臨潛在的政治不確定性，因而導致透過捐贈政治獻金予當選人之政治連結企業，其長期貸款合約利率無明顯效果。上述結果符合 Francis et al. (2014)，其指出政治環境變動可能會對於企業貸款合約帶來額外的成本，尤其是貸款合約會反映各方之間的資訊不對稱，其中即包含借款銀行對於公司於政治條件下之評估。又，本研究突顯企業提供總統大選政治獻金予當選人，對於公司獲取較佳銀行貸款合約具有部分裨益之效果，相關結果接近 Yeh et al. (2013) 與 Belghitar et al. (2019) 的研究。此外，在控制變數方面，結果與表 6 大致相同。

伍、敏感性分析

一、企業總統大選政治獻金捐贈金額多寡對公股銀行貸款合約利率之影響

表 8 Panel A 為企業總統大選政治獻金捐贈多寡對公股銀行貸款合約利率之影響的敏感性分析結果¹⁹。Panel A 中數據顯示捐贈總統大選政治獻金愈多 (*DOAMT*) 之企業，可以獲得較低的公股銀行貸款合約利率，當公司捐贈總統大選政治獻金每

18 本研究進一步對捐贈總統當選人政治獻金對純公股與泛公股銀行貸款合約利率的影響進行跨式係數差異檢定，結果顯示兩組係數具顯著差異 (χ^2 值 = 8.33, p 值 = 0.0156)，表示公司捐贈總統當選人政治獻金，可於泛公股銀行獲得較低的貸款合約利率。

19 依據政治獻金法第十七條規定「營利事業對同一政黨每年捐贈總額，不得超過新臺幣三百萬元。營利事業對不同政黨每年捐贈總額，不得超過新臺幣六百萬元」。再者，政治獻金第十八條亦進一步規定「營利事業對同一擬參選人每年捐贈總額，不得超過新臺幣一百萬元。營利事業對不同擬參選人每年捐贈總額，合計不得超過新臺幣二百萬元。」。其中，值得注意的是我國規範企業（營利事業）的政治獻金上限乃是以「年度」為主，但我國總統大選投票日期之設定，仍可能致使企業政治獻金有跨年度分次捐贈之情形，故就實務上而言，企業可以在當屆總統大選的前一年與當年度從事分別兩次的政治獻金捐贈。

增加 1%，公股銀行貸款合約利率降低約 0.66%²⁰，表示企業捐贈政治獻金對於獲得公股銀行優惠貸款條件具有一定的效益 (Column (1))。Panel B 則進一步發現提供較多政治獻金捐贈之企業，其獲得公股銀行中期 (Column (2)) 與長期 (Column (3)) 貸款合約利率顯著較低。上述結果均與表 6 一致，表示企業提供總統大選政治獻金愈多，實質上有助於公司在銀行貸款合約利率上取得較為優惠之條件。

表 8 Panel C 與 Panel D 則聚焦分析企業提供總統當選人政治獻金多寡對公股銀行貸款合約利率之影響，表中顯示提供總統當選人政治獻金 (*DOWINAMT*) 愈多的企業，能夠取得較低的公股銀行貸款合約利率，當公司捐贈總統當選人政治獻金每增加 1%，預期公股銀行貸款合約利率降低約 1.03%，顯見捐贈總統當選人政治獻金可幫助企業獲取較佳公股銀行貸款利率 (Column (1))。再者，表中僅發現企業於總統大選提供政治獻金愈多予當選人，在中期 (Column (2)) 貸款合約上會有顯著較低的公股銀行貸款合約利率。故本研究穩健地發現，企業提供總統當選人較多政治獻金，對於企業獲得較佳銀行貸款合約條件有裨益效果。

二、企業總統大選政治獻金捐贈與否與公股銀行擔保貸款

Chen et al. (2014) 表示企業的貸款合約除了考量貸款利率與金額外，應進一步從多元角度考量貸款合約條件，此乃因當公司的貸款合約利率較低時，較可能會被要求抵押品或其他的合約限制條件。因此，考量銀行放款合約涉及許多的層面，銀行除透過調整貸利差外，也可藉由其他非利差方式進行檢視（鍾惠民等，2021），本研究為檢視政治連結對於貸款合約其他條款（例如：貸款金額、擔保要求）的影響，將依據 Yeh et al. (2013) 以臺灣總統大選為研究事件，發現公司與較長（較短）期執政政黨具有政治關聯時，較容易獲得長期（短期）且非擔保之銀行貸款。因此，表 9 將探討企業提供總統大選政治獻金對公股銀行擔保貸款之影響，設定應變數為企業公股銀行貸款是否為擔保貸款之虛擬變數 (*COLLATERAL*)，定義有擔保貸款之合約時值為 1，否則值為 0。

表 9 Panel A 結果顯示，有提供總統大選政治獻金企業之公股銀行無擔保貸款的可能性較高 (Column (1))，且無論是純公股銀行 (Column (2)) 或泛公股銀行 (Column (3)) 均有一致的結果。Panel B 顯示提供總統大選政治獻金企業所獲得的短期公股銀行貸款 (Column (1))，被要求提供擔保品的可能性較低。再者，Panel C 進一步探討企業提供總統當選人政治獻金對於擔保貸款合約之影響，結果顯示當企業捐贈總統

20 此計算為企業提供政治獻金金額每增加變動 1% 引起公股銀行貸款合約利率變動程度之彈性估計結果。

表 8 企業總統大選政治獻金多寡對公股銀行貸款利率之影響

Panel A 總統大選政治獻金捐贈多寡對公股銀行 (純公股或泛公股) 貸款利率之影響						
	Y=RATE_SPREAD					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=SPREAD		Y=GB1_SPREAD		Y=GB0_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	3.0245***	0.0000	3.5459***	0.0000	2.6571***	0.0000
<i>DOAMT</i>	-0.0071*	0.0890	-0.0056	0.4814	-0.0087*	0.0726
<i>IMR_DO</i>	Included		Included		Included	
<i>IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	6,814		1,404		5,410	
F-stat.	66.5304***		10.5421***		58.3726***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.1501		0.1148		0.1612	

Panel B 總統大選政治獻金捐贈多寡對公股銀行長短期貸款利率之影響						
	Y=RATE_SPREAD					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=SHORT_SPREAD		Y=MEDIUM_SPREAD		Y=LONG_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	1.5844***	0.0000	2.0292**	0.0133	1.6480*	0.0671
<i>DOAMT</i>	-0.0011	0.8228	-0.0208***	0.0075	-0.0166*	0.0531
<i>IMR_DO</i>	Included		Included		Included	
<i>IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	4,727		1,317		770	
F-stat.	52.5520***		15.4912***		12.7692***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.1665		0.1507		0.1449	

Panel C 總統大選政治獻金捐贈於當選人多寡對公股銀行 (純公股或泛公股) 貸款利率之影響						
	Y=RATE_SPREAD					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=SPREAD		Y=GB1_SPREAD		Y=GB0_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	3.0130***	0.0000	3.5521***	0.0000	2.6439***	0.0000
<i>DOAMT</i>	-0.0099**	0.0238	0.0004	0.9588	-0.0138***	0.0071
<i>IMR_DO</i>	Included		Included		Included	
<i>IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	6,814		1,404		5,410	
F-stat.	67.31582***		10.4819***		59.1883***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.1502		0.1146		0.1615	

Panel D 總統大選政治獻金捐贈於當選人多寡對公股銀行長短期貸款利率之影響

	Y=RATE_SPREAD					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=SHORT_SPREAD		Y=MEDIUM_SPREAD		Y=LONG_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	1.5701***	0.0000	1.9984**	0.0147	1.6423*	0.0684
<i>DOAMT</i>	-0.0062	0.2474	-0.0131*	0.0886	-0.0113	0.2530
<i>IMR_DO</i>	Included		Included		Included	
<i>IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	4,727		1,317		770	
F-stat.	52.3457***		15.2798***		12.1872***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.1666		0.1491		0.1438	

註：表內為使用 OLS 校正殘差異質性之穩健迴歸模型結果，* 為 p 值 < 0.1 的顯著水準，** 為 p 值 < 0.05 的顯著水準，*** 為 p 值 < 0.01 的顯著水準。變數定義請參照附錄一。

當選人政治獻金，確實較能夠獲得無擔保要求的公股銀行貸款合約 (Column (1))，但在純公股與泛公股銀行貸款合約子樣本中卻未發現有類似結果。Panel D 的估計結果與 Panel C 類似，提供總統當選人政治獻金之企業，較可能獲得短期公股銀行無擔保貸款合約 (Column (1))。這很有可能是因為在實務上，銀行對於中期與長期貸款合約之審核通常會較為謹慎，而對企業會有較嚴謹的風險評估，故對中長期貸款合約通常會要求一定的擔保價值。

三、企業總統大選政治獻金捐贈與否與公股銀行貸款期限

Do (2021) 表示短期債務雖較能夠減緩管理當局的個人利益誘因，但短期債務的還款或展期風險會較長期債務為高；而長期貸款則會增加銀行對於公司的監督動機 (Ahn and Choi, 2009)。由於 Yeh et al. (2013) 與 Chen et al. (2014) 曾以公司的政黨關係或高階主管政治背景作為政治連結衡量，發現兩者皆與取得較長期貸款期限具關聯性。故本研究考量政治關聯對企業銀行貸款合約期限具一定作用前提下，在表 10 Panel A 探討企業提供總統大選政治獻金對公股銀行貸款期限之影響。本研究設定應變數為公股銀行貸款合約天數取自然對數進行分析，結果發現提供總統大選政治獻金企業，在泛公股銀行能夠取得顯著較長的貸款期限 (Column (3))。Panel B 則顯示提供總統大選政治獻金企業較可以在短期公股銀行貸款合約獲得較長貸款期限 (Column (1))。Panel C 分析企業提供總統當選人政治獻金與貸款合約期限之關係，發現企業捐贈總統當選人政治獻金較有助於取得較長公股銀行貸款期限 (Column (1))，但在純公股與泛公股方面均無統計上顯著差異。Panel D 結果也顯示公司對總統當選人提供政治獻金，能夠取得較長的短期公股銀行貸款期限 (Column (1))，卻

表 9 企業總統大選政治獻金捐贈對公股銀行擔保貸款之影響

Panel A 企業總統大選政治獻金捐贈與否對公股銀行（純公股或泛公股）擔保貸款之影響						
	Y=D_COLLATERAL					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=COLLATERAL		Y=GB1_COLLATERAL		Y=GB0_COLLATERAL	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
INTERCEPT	1.5378**	0.0360	-0.2254	0.8979	2.1894***	0.0077
DO	-0.7088***	0.0005	-0.9463**	0.0386	-0.6055***	0.0077
IMR_DO	Included		Included		Included	
IMR_SL	Included		Included		Included	
Controls	Included		Included		Included	
Session & Industry indicators	Included		Included		Included	
Sample size	6,814		1,404		5,410	
χ^2 -statastic	874.4532***		222.1272***		692.9054***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Pseudo R ²	0.1272		0.1712		0.1235	
Panel B 企業總統大選政治獻金捐贈與否對公股銀行長短期擔保貸款之影響						
	Y=D_COLLATERAL					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	短期貸款（1 年以內）		中期貸款（1 年以上，3 年以下）		長期貸款（3 年以上）	
	Y=SHORT_COLLATERAL		Y=MEDIUM_COLLATERAL		Y=LONG_COLLATERAL	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
INTERCEPT	4.4247***	0.0000	0.2852	0.8849	-7.6896**	0.0115
DO	-1.0234***	0.0001	0.0887	0.8297	-0.3822	0.5993
IMR_DO	Included		Included		Included	
IMR_SL	Included		Included		Included	
Controls	Included		Included		Included	
Session & Industry indicators	Included		Included		Included	
Sample size	4,727		1,317		770	
χ^2 -statastic	567.6176***		150.7491***		132.1830***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Pseudo R ²	0.1199		0.1298		0.1997	
Panel C 企業總統大選政治獻金捐贈於當選人與否對公股銀行（純公股或泛公股）擔保貸款之影響						
	Y=D_COLLATERAL					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=COLLATERAL		Y=GB1_COLLATERAL		Y=GB0_COLLATERAL	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
INTERCEPT	1.4948**	0.0418	-0.3105	0.8598	2.1618***	0.0086
DOWIN	-0.4552*	0.0747	-0.6132	0.2138	-0.3704	0.2121
IMR_DO	Included		Included		Included	
IMR_SL	Included		Included		Included	
Controls	Included		Included		Included	
Session & Industry indicators	Included		Included		Included	
Sample size	6,814		1,404		5,410	
χ^2 -statastic	872.6272***		220.2453***		691.7673***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Pseudo R ²	0.1260		0.1692		0.1226	

Panel D 企業總統大選政治獻金捐贈於當選人與否對公股銀行長短期擔保貸款之影響						
	Y=D_COLLATERAL					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	短期貸款 (1 年以下)		中期貸款 (1 年以上, 3 年以下)		長期貸款 (3 年以上)	
	Y=SHORT_COLLATERAL		Y=MEDIUM_COLLATERAL		Y=LONG_COLLATERAL	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
INTERCEPT	4.3242***	0.0000	0.2461	0.9005	-7.8197**	0.0101
DOWIN	-0.9673**	0.0166	0.2551	0.5808	0.3777	0.6453
IMR_DO	Included		Included		Included	
IMR_SL	Included		Included		Included	
Controls	Included		Included		Included	
Session & Industry indicators	Included		Included		Included	
Sample size	4,727		1,317		770	
χ^2 -statastic	563.6474***		150.6367***		133.1507***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Pseudo R ²	0.1183		0.1300		0.0000	

註：表內為使用 Logistic 迴歸模型之結果，* 為 p 值 <0.1 的顯著水準，** 為 p 值 <0.05 的顯著水準，*** 為 p 值 <0.01 的顯著水準。變數定義請參照附錄一。

無法獲取較長的長期公股銀行貸款期限 (Column (3))，這很有可能原因與臺灣總統大選為 4 年選舉乙次，倘若發生政治更替情況，將可能導致銀行面臨後續的另一種政治不確定性，故企業捐贈政治獻金形成的政治連結對短期貸款期限條件較有助益。

四、於總統當選人任職前後期間企業提供總統大選政治獻金與公股銀行貸款利率之關係

表 11 為探討總統當選人正式就任前後，企業提供總統大選政治獻金對公股銀行貸款利率之影響是否具有差異。本研究設定總統大選就任前後時期之虛擬變數 (POST)，定義總統當選人就任後之時期值為 1，否則為 0；並在式 (3) 與式 (4) 中加入此虛擬變數及其與企業有提供總統大選政治獻金之交乘項 (DO * POST)，重新檢測提供總統大選政治獻金企業與公股銀行貸款利率的關係。Panel A 的結果發現總統當選人正式就任前，提供政治獻金的企業確實較能得到較低的公股銀行貸款合約利率 (Column (1))。然而，企業於總統當選人正式就任後所獲得的公股銀行貸款利率卻較就任前為高²¹。這可能的原因是總統大選當選人正式就任後，總體環境的政

21 非常感謝審查委員之意見，本研究為了解有提供政治獻金之企業在總統當選人就任後的公股銀行貸款合約率是否有顯著高於總統當選人就任前所獲得的公股銀行貸款利率，透過 POST 與交乘項 (DO * POST) 的迴歸估計係數相加進行檢測之 F 值 =6.13 (p 值 <5%)，顯見捐贈總統大選政治獻金企業在總統當選人就任後所獲得的公股銀行貸款利率，會高於就任前。

表 10 企業總統大選政治獻金捐贈對公股銀行貸款期限影響

Panel A 企業總統大選政治獻金捐贈與否對公股銀行（純公股或泛公股）貸款期限之影響						
	Y=DAYS					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=DAY		Y=GB1_DAY		Y=GB0_DAY	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	2.8974***	0.0000	1.2182	0.1686	3.3629***	0.0000
<i>DO</i>	0.1196	0.1295	0.0429	0.8018	0.1539*	0.0820
<i>IMR_DO</i>	Included		Included		Included	
<i>IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	6,814		1,404		5,410	
<i>F</i> -stat.	47.6110***		17.8331***		33.7461***	
<i>p</i> -value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted <i>R</i> ²	0.1133		0.1699		0.1022	

Panel B 企業總統大選政治獻金捐贈與否對公股銀行長短期貸款期限之影響						
	Y=DAYS					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	短期貸款（1年以下）		中期貸款（1年以上，3年以下）		長期貸款（3年以上）	
	Y=SHORT_DAY		Y=MEDIUM_DAY		Y=LONG_DAY	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	5.7133***	0.0000	5.0065***	0.0000	6.9461***	0.0000
<i>DO</i>	0.1547**	0.0297	-0.0229	0.6791	-0.0908	0.1320
<i>IMR_DO</i>	Included		Included		Included	
<i>IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	4,727		1,317		770	
<i>F</i> -stat.	42.6934***		20.2250***		6.0475***	
<i>p</i> -value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted <i>R</i> ²	0.1172		0.1662		0.0956	

Panel C 企業總統大選政治獻金捐贈於當選人與否對公股銀行（純公股或泛公股）貸款期限之影響

	Y=DAYS					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y= DAY		Y=GB1_ DAY		Y=GB0_ DAY	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	2.9130***	0.0000	1.2590	0.1559	3.3757***	0.0000
<i>DOWIN</i>	0.1853*	0.0616	0.2203	0.2476	0.1910	0.1001
<i>IMR_DO</i>	Included		Included		Included	
<i>IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	6,814		1,404		5,410	
F-stat.	47.8024***		17.8722***		33.7872***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.1134		0.1705		0.1022	

Panel D 企業總統大選政治獻金捐贈於當選人與否對公股銀行長短期貸款期限之影響

	Y=DAYS					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	短期貸款 (1 年以下)		中期貸款 (1 年以上, 3 年以下)		長期貸款 (3 年以上)	
	Y=SHORT_ DAY		Y=MEDIUM_ DAY		Y=LONG_ DAY	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	5.7424***	0.0000	5.0069***	0.0000	6.9400***	0.0000
<i>DOWIN</i>	0.2313**	0.0233	-0.0314	0.6139	-0.1422**	0.0372
<i>IMR_DO</i>	Included		Included		Included	
<i>IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	4,727		1,317		770	
F-stat.	42.5603***		20.2374***		6.1965***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.1174		0.1663		0.0975	

註：表內為使用 OLS 校正殘差異質性之穩健迴歸模型結果，* 為 p 值 <0.1 的顯著水準，** 為 p 值 <0.05 的顯著水準，*** 為 p 值 <0.01 的顯著水準。變數定義請參照附錄一。

表 11 於總統當選人任職前後期間企業提供總統大選政治獻金與公股銀行貸款利率之關係

Panel A 於總統當選人任職前後期間提供總統大選政治獻金對公股銀行貸款利率之影響						
	Y=RATE_SPREAD					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=SPREAD		Y=GB1_SPREAD		Y=GB0_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	2.1867***	0.0000	2.7642***	0.0000	1.8483***	0.0000
<i>DO</i>	-0.1761**	0.0223	-0.3100**	0.0343	-0.1634*	0.0530
<i>POST</i>	0.1181***	0.0000	-0.0248	0.6223	0.1572***	0.0000
<i>DO×POST</i>	0.1116	0.2318	0.2504	0.1615	0.0891	0.3924
<i>IMR_DO/IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	11,482		2,482		9,000	
<i>F</i> -stat.	84.6973***		12.5593***		76.5250***	
<i>p</i> -value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted <i>R</i> ²	0.1297		0.0836		0.1452	

Panel B 於總統當選人任職前後期間提供總統大選政治獻金予總統當選人對公股銀行貸款利率之影響						
	Y=RATE_SPREAD					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=SPREAD		Y=GB1_SPREAD		Y=GB0_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
<i>INTERCEPT</i>	2.1792***	0.0000	2.7669***	0.0000	1.8412***	0.0000
<i>DOWIN</i>	-0.1360*	0.0884	-0.3075**	0.0357	-0.1186	0.1796
<i>POST</i>	0.1204***	0.0000	-0.0262	0.6024	0.1603***	0.0000
<i>DO×POST</i>	-0.0036	0.9703	0.3108*	0.0901	-0.0714	0.5149
<i>IMR_DO/IMR_SL</i>	Included		Included		Included	
<i>Controls</i>	Included		Included		Included	
<i>Session & Industry indicators</i>	Included		Included		Included	
Sample size	11,482		2,482		9,000	
<i>F</i> -stat.	85.3469***		12.5309***		77.3049***	
<i>p</i> -value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted <i>R</i> ²	0.1297		0.0835		0.1453	

Panel C 於總統當選人任職前後期間提供總統大選政治獻金金額對公股銀行貸款利率之影響

	Y=RATE_SPREAD					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=SPREAD		Y=GB1_SPREAD		Y=GB0_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
INTERCEPT	-0.6446	0.6618	-4.0950	0.2327	-0.7163	0.6741
DOAMT	0.0829	0.2180	0.1523	0.4306	0.0622	0.4210
POST	2.3391**	0.0166	0.8559	0.7652	2.6113**	0.0140
DOAMT×POST	-0.1737**	0.0219	-0.0670	0.7509	-0.1912**	0.0206
IMR_DO/IMR_SL	Included		Included		Included	
Controls	Included		Included		Included	
Session & Industry indicators	Included		Included		Included	
Sample size	272		50		222	
F-stat.	9.4831***		9.3914***		7.8954***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.3021		0.4792		0.2943	

Panel D 於總統當選人任職前後期間提供總統大選政治獻金予總統當選人金額對公股銀行貸款利率之影響

	Y=RATE_SPREAD					
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=SPREAD		Y=GB1_SPREAD		Y=GB0_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
INTERCEPT	-1.9159	0.2472	0.0727	0.9870	-2.1106	0.2572
DOWINAMT	-0.0335***	0.0011	0.0207	0.4941	-0.0380***	0.0009
POST	1.3394*	0.0869	-0.0001	1.0000	1.6298*	0.0669
DOWINAMT×POST	-0.1018*	0.0959	0.0022	0.9894	-0.1210*	0.0850
IMR_DO	Included		Included		Included	
IMR_SL	Included		Included		Included	
Controls	Included		Included		Included	
Session & Industry indicators	Included		Included		Included	
Sample size	272		50		222	
F-stat.	10.9876***		7.4782***		9.2882***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.3248		0.4772		0.3236	

註：表內為使用 OLS 校正殘差異質性之穩健迴歸模型結果，* 為 p 值 <0.1 的顯著水準，** 為 p 值 <0.05 的顯著水準，*** 為 p 值 <0.01 的顯著水準。變數定義請參照附錄一。

治與經濟不確定性已逐漸趨緩，故可能銀行提供較低貸款利率予有政治連結企業的壓力變小。交乘項 $DO * POST$ 係數為正的不顯著，表示雖然在總統大選當選人任職前後，都發現政治連結反映在貸款利率上的效果，但這兩期間的效果差異沒有達到統計上的顯著。

Panel B 進一步檢視捐贈總統當選人政治獻金企業與總統大選當選人任職後時期之交乘項 ($DOWIN * POST$) 與公股銀行貸款利率的關係，僅發現純公股銀行的估計結果 (Column (2)) 與 Panel A 相似；總統大選當選人就任後，有捐贈總統當選人政治獻金之企業的純公股銀行貸款利率較高，理由可能是其本身就屬於政府百分之百持股的銀行，除了較容易受到公共監督外，政治關聯成本可能較無法被其他效益抵銷 (Bertrand et al., 2018)，使得銀行發生資本錯誤配置的可能性增加 (Pan and Tian, 2020)，反而降低企業取得優惠貸款合約條件。

Panel C 與 Panel D 分析提供總統大選政治獻金金額 ($DOAMT$) 及提供總統當選人政治獻金金額 ($DOWINAMT$) 多寡，對總統就任前後的公股銀行貸合約利率之影響，結果顯示提供總統當選人政治獻金金額 ($DOWINAMT$) 愈多時，確實較能夠在總統就任前獲得較低的公股銀行貸款合約利率 (Column (1))，此結果主要是存在於泛公股銀行貸款合約樣本中 (Column (3))。同時交乘項 $DOAMT * POST$ 與 $DOWINAMT * POST$ 係數均為負的顯著，表示雖然總統大選當選人任職後政治連結反映在貸款利率上為正面效果，但企業在總統大選捐贈政治獻金金額愈多，確實在選後會因公司政治投資支出較高而獲得銀行貸款合約條件之反饋，此發現與 Panel A 與 B 之結果不同。

五、總統大選政治獻金與長短期貸款對公股銀行貸款利率之影響

為檢測總統大選政治獻金與長短期貸款對公股銀行貸款利率的影響，本研究另透過捐贈總統大選政治獻金企業與中期或長期貸款合約之交乘項 ($DO * MEDIUM$ 與 $DO * LONG$) 分析對公股銀行貸款利率的影響，未製表的結果顯示有提供總統大選政治獻金企業所獲得的公股銀行中期或長期貸款利率較短期貸款利率為低的程度，較無提供總統大選政治獻金企業所獲得的中期或長期貸款利率較短期貸款利率為低的程度較大。本研究亦進一步分析，提供總統當選人政治獻金與長短期貸款對公股銀行貸款利率之影響，結果顯示在泛公股銀行的樣本中，有提供總統大選當選人政治獻金企業所獲得的公股銀行中期貸款利率較短期貸款利率為低的程度，較無提供總統大選政治獻金企業所獲得的中期或長期貸款利率較短期貸款利率為低的程度為大。上述結果突顯出公司藉由捐贈總統大選政治獻金所建立的政治關聯，對於取得泛公股銀行較具優惠的中長期貸款合約有所助益。

六、總統大選政治獻金捐贈與公股銀行貸款利率（傾向分數配對）

本研究另透過傾向分數配對 (Propensity Score Matching; PSM) 方式，以 Logistic 迴歸估計本研究模型 (1)，再藉由估計獲得的傾向分數，採 1 對 1 最近相鄰 (Nearest Neighbor) 不重覆配對樣本方式，對有捐贈總統大選政治獻金企業配對無捐贈政治獻金企業後，重新檢視企業總統大選政治獻金捐贈與否對公股銀行貸款合約利率之影響，配對後共變項平衡 (Covariate Balancing) 結果 (χ^2 值 = 20.37, p 值 > 10%) 不顯著，表示本研究經傾向分數配對已減緩樣本間差異，未製表的結果顯示有捐贈總統大選政治獻金公司確實可以獲取較低的公股銀行貸款合約利率，且發現有進行政治獻金捐贈之企業，短期與長期貸款有較低的公股銀行貸款合約利率，結果與表 6 大致近似。另外，透過配對樣本重新檢測有捐贈總統大選政治獻金給當選人企業對公股銀行貸款合約利率之影響，配對後共變項平衡 (Covariate Balancing) 結果 (χ^2 值 = 18.62, p 值 > 10%)²² 不顯著，但實證結果卻較無法穩健發現顯著影響。

陸、增額性測試

一、控制政治獻金潛在經濟利益變數之總統大選政治獻金與公股銀行貸款合約利率

考量企業的政商關係優勢，會反映在公司享有的經濟特權與優惠方面 (李宗榮, 2011)，本研究為了避免政府對於企業的其他經濟利益或政治資源配置，可能潛在對於企業從事公股銀行貸款有所影響，進一步納入「政府補助 (GOVSUB)」與「政府特許權 (GIVRIG)」作為控制變數重新進行分析。未製表的結果顯示均與表 6 與表 7 一致，表示考量受惠政府給予的其他經濟利益或資源配置變數後，並不影響原來的實證結果。

二、政府對泛公股銀行持股與企業總統大選政治獻金捐贈對公股銀行貸款合約利率之影響

由於相較於純公股銀行為政府 100% 持股，政治人物對泛公股銀行之影響有可能受因政府持股大小之作用 (鍾宇軒與鍾慧芬, 2021)，本研究另聚焦泛公股銀行的樣本，並納入政府對泛公股銀行之持股變數進行分析。未製表的結果顯示：政府持股較高的泛公股銀行會強化捐贈總統大選政治獻金企業與銀行貸款利率之負向關

22 在總統大選捐贈政治獻金企業配對無捐贈政治獻金企業的分析中，可以發現配對的 pseudo $R^2=0.049$ 小於未配對的 pseudo $R^2=0.300$ ；在總統大選捐贈當選人政治獻金企業配對無捐贈當選人政治獻金企業的結果中，可以發現配對的 pseudo $R^2=0.064$ 小於未配對的 pseudo $R^2=0.306$ 。上述兩組配對檢測結果均符合共變項平衡檢定，接受配對後兩組已無顯著差異性。

聯性。其次，本研究發現捐贈總統當選人政治獻金與政府對泛公股銀行持股交乘項與短期銀行貸款利率具顯著負向關係。然而，檢測捐贈總統當選人政治獻金與政府對泛公股銀行持股對銀行貸款利率或不同貸款期間貸款利率之影響，則未發現顯著效果。

三、集團所屬企業之總統大選政治獻金與公股銀行貸款合約利率

集團通常被政府視為是經濟優勢團體，對維持國家經濟發展具有一定貢獻（鍾喜梅與葉家豪，2010），本研究考量集團可以藉由分支企業來捐贈總統大選政治獻金²³，故將聚焦以集團所屬企業樣本進行分析，共計有 3,802 筆觀察值。未製表的結果顯示集團所屬企業有捐贈總統大選政治獻金或捐贈於總統當選人可以獲取較低的公股銀行貸款合約利率，且在中期貸款合約較能取得較低的公股銀行貸款合約利率，分析結果與原實證結果大致相同。

四、總統大選政治獻金捐贈與否對民營銀行貸款合約利率之影響

Khwaja and Mian (2005) 指出具有政治關聯的公司獲得公有銀行優惠貸款的可能性較高，但民營銀行較不存在政治偏頗的問題，因而通常不傾向對企業提供政治性優惠貸款合約。Shen et al. (2015) 表示相較於民營銀行，公股銀行較容易受到政治因素影響，而對具有政治關聯的公司提供支援 (Chen et al., 2014)。鍾宇軒與鍾慧芬 (2021) 則指出民營銀行通常要面對市場競爭且盈虧自負，對於官商分際更為重視，故民營銀行貸款合約較不會受到政治因素之干擾。本研究於表 12 檢測企業捐贈總統大選政治獻金或提供總統大選當選人政治獻金對於民營銀行貸款合約利率之影響，以排除遺漏變數後的 5,153 筆觀察值進行分析，其中有 119 筆為有捐贈政治獻金的企業貸款合約觀察值。實證結果無法捕捉到提供總統大選政治獻金企業可以獲得民營銀行較低貸款合約利率之顯著效果，此結果與 Khwaja and Mian (2005) 的研究近似。

23 舉例而言，林倖妃與陳貞樺 (2020) 在「解密企業政治獻金：50 大集團最愛誰？」文中，表示「監察院近期釋出 2020 年立委選舉的政治獻金細目，項目包含個人捐贈、人民團體捐贈等，其中「營利事業捐贈」是指一般企業所捐贈的資金，也是候選人主要的政治獻金來源之一……法律規定單一企業捐贈同一候選人不得超過 100 萬元，就算捐給不同人，總額也以 200 萬元為上限，但近三屆立委選舉（2012 年、2016 年、2020 年）的「營利事業捐贈」累積金額就高達 25 億 1755 萬……臺灣 50 大集團中，高達 30 個集團曾投入立委政治獻金中。投注金額最多的集團為徐旭東領軍的遠東集團……遠東集團投入在近三屆立委選舉的政治獻金，高達 1 億 3340 萬，是第二名裕隆集團（5753.5 萬）兩倍多……藍綠兩黨誰得勢，誰獲得的政治獻金就會比較多……對企業來說，捐款也是種投資，容易出現西瓜偎大邊的效應。」

表 12 企業總統大選政治獻金捐贈與否對民營銀行貸款利率之影響

Panel A 企業總統大選政治獻金捐贈與否對民營銀行貸款利率之影響			
Y=PB_RATE_SPREAD			
	Coefficient	(t-value)	p-value
INTERCEPT	1.4464***	(3.8261)	0.0001
DO	0.0760	(1.2786)	0.2011
IMR_DO / IMR_SL	Included		
Controls	Included		
Session & Industry indicators	Included		
Sample size	5,153		
F-stat.	51.6164***		
p-value	0.0000		
Adjusted R ²	0.1595		

Panel B 企業總統大選政治獻金捐贈與否對民營銀行長短期貸款利率之影響						
Y=PB_RATE_SPREAD						
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	短期貸款 (1 年以下)		中期貸款 (1 年以上, 3 年以下)		長期貸款 (3 年以上)	
	Y=SHORT_SPREAD		Y=MEDIUM_SPREAD		Y=LONG_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
INTERCEPT	0.7721	0.1178	0.4590	0.5890	1.3720	0.2871
DO	0.0928	0.2210	0.0635	0.5838	0.1993	0.1813
IMR_DO / IMR_SL	Included		Included		Included	
Controls	Included		Included		Included	
Session & Industry indicators	Included		Included		Included	
Sample size	3,271		1,328		554	
F-stat.	36.7879***		14.1436***		8.6178***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.1696		0.1531		0.1826	

Panel C 企業總統大選政治獻金捐贈於當選人與否對民營銀行貸款利率之影響			
Y=PB_RATE_SPREAD			
	Coefficient	t-value	p-value
INTERCEPT	1.4211***	(3.7459)	0.0002
DOWIN	-0.0722	(-0.9537)	0.3403
IMR_DO / IMR_SL	Included		
Controls	Included		
Session & Industry indicators	Included		
Sample size	5,153		
F-stat.	51.2832***		
p-value	0.0000		
Adjusted R ²	0.1594		

Panel D 企業總統大選政治獻金捐贈於當選人與否對民營銀行長短期貸款利率之影響						
Y=PB_RATE_SPREAD						
	Column (1)		Column (2)		Column (3)	
	Y=SHORT_SPREAD		Y=MEDIUM_SPREAD		Y=LONG_SPREAD	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
INTERCEPT	0.7137	0.1499	0.4379	0.6057	1.5518	0.2248
DOWIN	-0.1287	0.2572	0.0704	0.5900	0.0784	0.6299
IMR_DO / IMR_SL	Included		Included		Included	
Controls	Included		Included		Included	
Session & Industry indicators	Included		Included		Included	
Sample size	3,271		1,328		554	
F-stat.	36.32052***		14.1706***		8.3585***	
p-value	0.0000		0.0000		0.0000	
Adjusted R ²	0.1691		0.1527		0.1821	

註：表內為使用 OLS 校正殘差異質性之穩健迴歸模型結果，* 為 p 值 < 0.1 的顯著水準，** 為 p 值 < 0.05 的顯著水準，*** 為 p 值 < 0.01 的顯著水準。變數定義請參照附錄一。

柒、結論

考量公股銀行業務本身具有公共性與外部性，除必須配合政府的社會政策需求及整體市場的資金配置外，受到政府或政治人物的影響程度通常較高，且亦要扮演政商關係中觸媒的角色。本研究以企業總統大選捐贈政治獻金作為公司從事政治連結之代理變數，探討企業捐贈總統大選政治獻金或捐贈於總統當選人對公股銀行貸款合約利率之影響。由於目前文獻尚缺乏分析企業捐贈政治獻金獲取優惠債務條件之明確證據，本研究聚焦以臺灣上市櫃公司在總統大選後的公股銀行貸款合約樣本進行分析。在控制影響企業捐贈政治獻金因素及影響企業選擇長短期貸款因素的自我選擇偏誤問題後，實證結果發現：企業捐贈總統大選政治獻金或捐贈給當選人，有助於公司取得較低的公股銀行貸款利率。最後，本研究僅聚焦以企業（營利事業）捐贈總統大選政治獻金進行分析，乃因個人資料保護法施行後，實務上無法取得與辨識企業高階主管個人的政治獻金捐贈情形，建議未來研究可以進一步就不同政治獻金來源（例如：民意代表或政黨的政治獻金捐贈）作探討。此外，企業籌措資金方式尚有其他方式，建議未來研究可以檢視政治獻金對其他資金籌措方式之影響。最後，企業尚有其他管道從事政治連結或政治行動主義，建議未來研究可以檢測不同政治關聯方式對於企業執行活動或制定決策之作用。

The Relationship between Corporate Political Donations and Government-Controlled Banks' Loan Rates: Evidence from Presidential Elections of Taiwan

Yu-Hsuan Chung, Department of Accounting and Information Technology, National Chung Cheng University

Ying-Ling Zeng, BankTaiwan Life Insurance

1. Purpose and Objective

Firms' political contributions during elections are usually regarded as a way to send signals to a specific political group, resulting in incentives for corporate political activism. Although firms' limited political contributions may not reflect the actual benefits they receive, firms can expect future political resources and feedback, such as political grants, government subsidies, or governmental contracts. Thus, firms and politicians form political connections by establishing a non-contractible quid pro quo relationship (Tahoun, 2014). Prior research has discovered that firms engaged in political connections are more likely to receive loan contracts with preferential covenants from government-controlled banks (Sapienza, 2004; Dinç, 2005; Khwaja and Mian, 2005). This paper further focuses on Taiwan's presidential elections and investigates whether firms engaged in political donations during presidential elections experience effects in their debt loan rate spread from the government-controlled banks following the election.

2. Research Design

Using a sample of listed firms in Taiwan during the 2008, 2012, 2016 presidential elections, this study examines whether government-controlled banks would respond to a firm that makes political donations during the presidential election by reducing its loan covenants and decreasing interest rates after the election. Based on Heckman's two-stage model, in the first stage we use logistic regression and ordered logistic regression to model firms' likelihood of making political donations and to determine firms' preferences in choosing between long-term and short-term loan contracts, respectively. To capture

unobservable information, this study identifies two inverse Mills ratios, IMR_DO and IMR_SL . Meanwhile, in the second stage, this study regresses the political donations (DO) or firms' donations to the candidate who wins the presidential elections ($DOWIN$) on the loan rate spread of government-controlled banks ($RATE_SPREAD$), including the inverse Mills ratio estimated by an OLS regression from the first stage.

First stage:

Model 1: Determinants of corporate political donations (logistic regression)

$$\begin{aligned} \text{Logit}[\text{Pr}(DO_{i,t} = 1)] &= \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 MB_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 GROW_{i,t} \\ &+ \alpha_6 RD_{i,t} + \alpha_7 RETVOL_{i,t} + \alpha_8 EM_{i,t} + \alpha_9 DUALITY_{i,t} \\ &+ \alpha_{10} BOARD_SIZE_{i,t} + \alpha_{11} BOARD_OWN_{i,t} + \alpha_{12} CEO_OWN_{i,t} \\ &+ \alpha_{13} INSTI_OWN_{i,t} + \alpha_{14} INDIRECTOR_{i,t} + \alpha_{15} PLEDGE_{i,t} \\ &+ \sum SESSION \& INDUSTRY INDICATORS + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (1)$$

Model 2: Determinants of corporate long-term versus short-term bank loans (ordered logistic regression)

$$\begin{aligned} \text{Logit} \left[\text{Pr}(SML_{i,t,c} = y_i^*) \right] &\begin{cases} y_i = 1 \text{ for } y_i^* \leq \mu_S \text{ (Short - term loan)} \\ y_i = 2 \text{ for } \mu_S < y_i^* \leq \mu_M \text{ (Medium - term loan)} \\ y_i = 3 \text{ for } \mu_M < y_i^* \leq \mu_L \text{ (Long - term loan)} \end{cases} \\ &= \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 MB_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} \\ &+ \alpha_5 GROW_{i,t} + \alpha_6 RD_{i,t} + \alpha_7 CGI_{i,t} + \alpha_6 COLL_{i,t} \\ &+ \alpha_7 DIV_{i,t} + \sum SESSION \& INDUSTRY INDICATORS + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (2)$$

Second Stage:

To examine the effect of making corporate political donations during presidential elections on the loan interest rate spread at government-controlled banks, this study uses two indicators as a stand-in for independent variables: (1) DO : an indicator that equals one when firms make political donations during presidential elections and zero otherwise; and (2) $DOWIN$: an indicator that equals one when firms donate to the presidential candidate who wins and zero otherwise. The government-controlled banks' loan rate spread ($RATE_SPREAD$)

SPREAD) is a dependent variable representing the difference between government-controlled banks' loans and risk-free interest rates.

1. The effect of corporate political donations on government-controlled bank loan rate spread after presidential elections

$$\begin{aligned}
 RATE_SPREAD_{i,t,c} = & \beta_0 + \beta_1 DO_{i,t} + \beta_2 CGI_{i,t} + \beta_3 COLL_{i,t} + \beta_4 ZSCO_{i,t} \\
 & + \beta_5 ICR_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_9 GROW_{i,t} + \beta_{10} TOBIN_{i,t} + \beta_{11} RD_{i,t} + \beta_{12} DIV_{i,t} \\
 & + \beta_{13} AMT_{i,t,c} + \beta_{14} DAYS_{i,t,c} + \beta_{15} COLLATERAL_{i,t,c} \\
 & + \beta_{16} IMR_DO_{i,t} + \beta_{17} IMR_SL_{i,t} \\
 & + \sum SESSION \& INDUSTRY INDICATORS + \varepsilon_{i,t}. \quad (3)
 \end{aligned}$$

2. The effect of firms' donations to the winner of the presidential election on the government-controlled bank loans rate spread after presidential elections

$$\begin{aligned}
 RATE_SPREAD_{i,t,c} = & \beta_0 + \beta_1 DOWIN_{i,t} + \beta_2 CGI_{i,t} + \beta_3 COLL_{i,t} \\
 & + \beta_4 ZSCO_{i,t} + \beta_5 ICR_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} \\
 & + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 GROW_{i,t} + \beta_{10} TOBIN_{i,t} + \beta_{11} RD_{i,t} \\
 & + \beta_{12} DIV_{i,t} + \beta_{13} AMT_{i,t,c} + \beta_{14} DAYS_{i,t,c} \\
 & + \beta_{15} COLLATERAL_{i,t,c} + \beta_{16} IMR_DO_{i,t} + \beta_{17} IMR_SL_{i,t} \\
 & + \sum SESSION \& INDUSTRY INDICATORS + \varepsilon_{i,t}. \quad (4)
 \end{aligned}$$

3. Findings

As mentioned earlier, this study utilizes Heckman (1979) two-stage model for its analysis. In the first stage, we control the determinants affecting corporate political donations and the choice between long-term and short-term loan contracts. In the second stage, the empirical results reveal that firms that make political donations or donate to the presidential candidate winner get lower bank loan interest rates from the government-controlled bank after the elections. Furthermore, this study discovers that firms engaged in political donations obtain lower bank loan interest rates on medium-term or long-term government-controlled bank loan contracts.

4. Limitations

(1) This study only focuses on corporate political donations during the presidential elections because after the implementation of Personal Data Protection Act, information about individual level political donations became unavailable in Taiwan. We suggest future researchers examine the impact of other corporate political donation channels such as parties or legislators.

(2) Firms can engage in political connections or activism in many ways. Future research could investigate the effects of other types of political connections on corporate debt covenants.

5. Contributions

(1) According to Lux, Crook, and Woehr (2011), corporate political activities such as political donations and lobbying seek to persuade politicians to have pro-firm policies and behaviors. Akey (2015) states that political donations during elections are a more direct way to establish a political connection. In 2004, Taiwan's government enacted the "Political Donations Act" to require politicians to declare their political donations to the Control Yuan. The Control Yuan must collate political donations accounting reports for inquiry and publicize them over the Internet. Thus, it provides this study with an appropriate research setting to corporate political donation data to capture the political connection between business and politics, demonstrating the effects of political connections on corporate loan contracts through political donations.

(2) Prior research on political connection issues concentrates on hiring politicians as corporate senior managers or directors (Faccio, Masulis, and McConnell, 2006; Jang and Chang, 2011; Boubakri, Guedhami, Mishra, and Saffar, 2012; Chakravarty and Rutherford, 2017). However, corporate political donations can be used as a proxy for corporate political activism (Ovtchinnikov, Reza, and Wu, 2020) to assess how corporate political connections influence government policies and interventions through political donations (Kroszner and Stratmann, 1998; Cooper, Gulen, and Ovtchinnikov, 2010; Bradley, Pantzalis, and Yuan, 2016; Jiang, Kumar, and Law, 2016; Wellman, 2017). This study fills the gap in the literature by expanding on the relationship between political connections and

corporate loan contract terms or debt costs (Shen, Lin, and Wang, 2015; Chkir, Gallali, and Toukabri, 2020; DeBoskey, Li, Lobo, and Luo, 2021).

(3) Politics and business have a symbiotic relationship that affects the macroeconomic environment and the microeconomics of corporate operations. This study suggests that firms provide political donations because rent-seeking leads to political patronage and reciprocity, and proves that political connections reflect the effect on corporate bank loans in Taiwan. Unlike private banks, government-controlled banks generally serve the needs of politicians and government policies (Sapienza, 2004). According to Arifin, Hasan, and Kabir (2020), politicians are most likely to interfere with firms' debt loan contracts. Although corporate political connections are a non-commercial consideration for banks, they assist firms in increasing the negotiating power of bank loan contract covenants. This study further considers different types of loan contracts among government-controlled, partially government-controlled, and private banks, reflecting the influence of political connections formed by the firm's political donations in the presidential election on different natures of bank loan contracts.

References

- 王鼎銘，2007，台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卷2期：121-144。(Wang, Ding-Ming. 2007. The political contribution act and an empirical analysis of campaign contribution data. *Journal of Electoral Studies*, 14 (2): 121-144.)
- 江朝聖，2016，由公司治理觀點論公司政治捐贈之法律規範，*管理與法遵*，1卷1期：61-89。(Chiang, Chao-Sheng. 2016. The regulations of corporate political contribution -- Corporate governance perspective. *Journal of Management and Compliance*, 1 (1): 61-89.)
- 李宗榮，2011，臺灣企業集團間親屬網絡的影響因素，*臺灣社會學刊*，46期：115-166。(Lee, Zong-Rong. 2011. Determinants of kinship networks in Taiwanese business groups. *Taiwanese Journal of Sociology*, 46: 115-166.)
- _____，2016，企業權力與民主：台灣企業集團2008年立委選舉的政治獻金分析，*台灣社會學*，31期：99-139。(Lee, Zong-Rong. 2016. Corporate power and democracy: An analysis of business groups' campaign contribution in the 2008 legislator election. *Taiwanese Sociology*, 31: 99-139.)
- 李佳穎，2016，政治獻金：民進黨1.9億奪冠、企業愛捐國民黨、綠黨入不敷出，<https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/1026>，搜尋日期：2023年4月28日。(Li, Jia-Ying. 2016. *The Democratic Progressive Party obtains the most political donations with 190 million. Businesses are willing to donate to the Kuomintang Party; however, the Green Party cannot make ends meet.* <https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/1026>. Accessed April, 28, 2023.)
- 林子鈞，2018，為什麼川普願意親自參加郭台銘新廠動土典禮？魚水共生的兩人，已經站在同一條船上，<https://buzzorange.com/techorange/2018/06/29/trump-and-terry/>，搜尋日期：2023年5月1日。(Lin, Zi-Jun. 2018. *Why is Trump willing to personally attend the groundbreaking ceremony of Terry Guo's new factory? They are already standing in the same boat.* <https://buzzorange.com/techorange/2018/06/29/trump-and-terry/>. Accessed May. 1, 2023.)
- 林俊良與張元，2021，政治連結與銀行貸款利率，*輔仁管理評論*，28卷2期：55-122。(Lin, Jyun-Liang, and Chang, Yuan. 2021. Political connection and bank loan rates of firms. *Fu Jen Management Review*, 28 (2): 55-122.)
- 林倖妃與陳貞樺，2020，解密企業政治獻金：50大集團最愛誰？，*天下雜誌*。<https://www.cw.com.tw/article/5101312> (Lin, Hsing-Fay, and Chen, Chen-Hua.)

2020. The decryption of corporate political donations: Who is the favorite of the top 50 group companies?. *CommonWealth Magazine*. <https://www.cw.com.tw/article/5101312>)
- 姚惠珍，2014，企業政治獻金：選情明朗假大邊，選情膠著都不捐，*風傳媒*，<https://www.storm.mg/article/22025>，搜尋日期：2023年4月27日。(Yao, Hui-Chen. 2014. Corporate political donations: When the election is not clear, do not donate. *The Storm Media*. <https://www.storm.mg/article/22025>. Accessed April, 27, 2023.)
- 倪衍森與陳冠宇，2005，負債成本與財務變數之關連性研究——以台灣上市傳統產業為例，*企業管理學報*，64期：53-78。(Ni, Yen-Sen, and Chen, Kuan-Yu. 2005. The relationship between cost of debt and financial statements-An example of listing stocks of the traditional industry in TSE. *Journal of Business Administration*, 64: 53-78.)
- 翁慈青與紀信義，2014，董事會政治背景與企業信用風險之關係，*證券市場發展季刊*，26卷2期：43-89。(Weng, Tzu-Ching, and Chi, Hsin-Yi. 2014. Political connection and credit risk. *Review of Securities and Futures Markets*, 26 (2): 43-89.)
- 張元與王沛滢，2015，政治關聯與盈餘品質，*兩岸金融季刊*，3卷4期：33-73。(Chang, Yuan, and Wang, Pei-Ying. 2015. Political connection and earnings quality. *Cross-Sreait Banking and Finance*, 3 (4): 33-73.)
- 張元與李盈佳，2016，公司的股利政策與政治關聯程度有關嗎？，*財金論文叢刊*，24期：69-105。(Chang, Yuan, and Lee, Ying-Chia. 2016. Is corporate dividend policy associated with political connection?. *Journal of Financial Review*, 24: 69-105.)
- 張元與葉清雄，2014，忙碌董事、風險承擔與債務資金成本，*兩岸金融季刊*，2卷3期：1-54。(Chang, Yuan, and Yeh, Ching-Shiong. 2014. Directors with multiple board appointments, risk taking and cost of debt. *Cross-Sreait Banking and Finance*, 2 (3): 1-54.)
- 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.)
- 陳彥甫，2017，慶富獵雷艦詐貸弊案懶人包一次看懂，*經濟日報*。<https://money>.

- udn.com/money/story/5641/2634655 (Chen, Yen-Pu. 2017. The case of Qingfu coastal minehunter loan-fraud scandal for dummies. *Economic Daily News*. <https://money.udn.com/money/story/5641/2634655>)
- 陳信憲與陳雯香，2010，政治獻金對台灣公司股票報酬之影響，*臺灣銀行季刊*，62卷2期：275-287。(Chen, H. Bryan, and Chen, Wen-Xiang. 2010. The effects of political contributions on Taiwan corporate stock return. *Quarterly Journal of the Bank of Taiwan*, 62 (2): 275-287.)
- 陳瑞安，2018，裕隆城、政治獻金與公股銀行聯貸案的金錢搬運，<https://www.peopledmedia.tw/news/df41ec14-e99c-4600-b058-0df85182b358>，搜尋日期：2023年5月3日。(Chen, Rui-An. 2018. *Yulon City political donations and transfer of money in the case of syndicated loans from government-controlled banks*. <https://www.peopledmedia.tw/news/df41ec14-e99c-4600-b058-0df85182b358>. Accessed May, 3, 2023.)
- 陳瑞斌、翁慈青與朱全斌，2009，揭露水準對於信用評等與負債資金成本之影響，*財務金融學刊*，17卷2期：71-110。(Chen, Jui-Pin, Weng, Tzu-Ching, and Zhuo, Quan-Bin. 2009. The effect of disclosure level on credit rating and cost of debt capital. *Journal of Financial Studies*, 17 (2): 71-110.)
- 黃玉麗、沈中華與林昆立，2012，政治關聯（係）與債務資金成本，*管理學報*，29卷2期：155-185。(Huang, Yu-Li, Shen, Chung-Hua, and Lin, Kun-Li. 2012. Political connection and the cost of debt. *Journal of Management*, 29 (2): 155-185.)
- 黃有容，2019，企業捐政治獻金，民進黨回饋降放款利率，*中時新聞網*。<https://www.chinatimes.com/amp/realtimenews/20191217000551-263101> (Huang, Yu-Jun. 2019. Business political donations, Democratic Progressive Party feedback by lowering lending rates. *China Times*. <https://www.chinatimes.com/amp/realtimenews/20191217000551-263101>)
- 楊以彬，2016，臺灣與南韓「政黨選舉競爭穩定性」的比較分析：「選舉浮動性」的測量，*長庚人文社會學報*，9卷1期：115-150。(Yang, I-Pin. 2016. Comparative analysis on the stability of political party electoral competition in Taiwan and South Korea: Measuring the electoral volatility. *Chang Gung Journal of Humanities and Social Sciences*, 9 (1): 115-150.)
- 鍾宇軒與王嘉汝，2020，政治不確定性與企業投資：來自臺灣總統大選的證據，*當代會計*，21卷2期：133-184。(Chung, Yu-Hsuan, and Wang, Chia-Ju.

2020. Political uncertainty and corporate investment: Evidence from Taiwan presidential elections. *Journal of Contemporary Accounting*, 21 (2): 133-184.)
- 鍾宇軒與鍾慧芬，2021，立法委員持股對企業獲取公股銀行貸款有助益嗎？，*會計評論*，72 卷 4 期：119-177。(Chung, Yu-Hsuan, and Chung, Hui-Fen. 2021. Do stock ownership by members of the legislature benefit firms to get government-controlled banks' loans?. *Journal of Accounting Review*, 72 (4): 119-177.)
- 鍾惠民、邱敬賢、李怡樺與洪均旻，2021，組織資本及銀行貸款之研究 - 管理者能力之角色探討，*臺大管理論叢*，31 卷 2 期：63-100。(Chung, Hui-Min, Chiu, Jun-Mao, Li, Yi-Hua, and Hung, Chun-Min. 2021. Research of Organization Capital and Bank Loan Contracts: The Role of Managerial Ability. *NTU Management Review*, 31 (2): 63-100.)
- 鍾喜梅與葉家豪，2010，家族連結、政商關係與多角化擴張：台灣家族集團的跨時分析，*組織與管理*，3 卷 1 期：67-106。(Chung, Hsi-Mei, and Yeh, Chia-Hao. 2010. The role of family linkage and political linkage on diversification decision over time: An empirical study in Taiwan's family business groups. *Journal of Organization and Management*, 3 (1): 67-106.)
- Aggarwal, R. K., Meschke, F., and Wang, T. Y. 2012. Corporate political donations: Investment or agency?. *Business and Politics*, 14 (1): 1-38.
- Ahn, S., and Choi, W. 2009. The role of bank monitoring in corporate governance: Evidence from borrowers' earnings management behavior. *Journal of Banking and Finance*, 33 (2): 425-434.
- Akey, P. 2015. Valuing changes in political networks: Evidence from campaign contributions to close congressional elections. *The Review of Financial Studies*, 28 (11): 3188-3223.
- Altman, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23 (4): 589-609.
- Arifin, T., Hasan, I., and Kabir, R. 2020. Transactional and relational approaches to political connections and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, 65, Article 101768. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101768>
- Arikan, M., Kara, M., Masli, A., and Xi, Y. 2023. Political euphoria and corporate disclosures: An investigation of CEO partisan alignment with the president of the United States. *Journal of Accounting and Economics*, 75 (2-3), Article

101552. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2022.101552>

- Belghitar, Y., Clark, E., and Saeed, A. 2019. Political connections and corporate financial decision making. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53 (4): 1099-1133.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., and Thesmar, D. 2018. The cost of political connections. *Review of Finance*, 22 (3): 849-876.
- Bird, A., Karolyi, S. A., and Ruchti, T. G. 2023. How do firms respond to political uncertainty? Evidence from U.S. gubernatorial elections. *Journal of Accounting Research*. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12482>
- Blau, B. M., Brough, T. J., and Thomas, D. W. 2013. Corporate lobbying, political connections, and the bailout of banks. *Journal of Banking and Finance*, 37 (8): 3007-3017.
- Bliss, M. A., and Gul, F. A. 2012. Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36 (5): 1520-1527.
- Blumentritt, T. P. 2003. Foreign subsidiaries' government affairs activities: The influence of managers and resources. *Business and Society*, 42 (2): 202-233.
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., and Megginson, W. L. 2015. Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, 118 (1): 168-191.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., and Saffar, W. 2012. Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 18 (3): 541-559.
- Bradley, D., Pantzalis, C., and Yuan, X. 2016. Policy risk, corporate political strategies, and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, 40: 254-275.
- Brown, J. L., Drake, K., and Wellman, L. 2015. The benefits of a relational approach to corporate political activity: Evidence from political contributions to tax policymakers. *The Journal of the American Taxation Association*, 37 (1): 69-102.
- Chakravarty, S., and Rutherford, L. G. 2017. Do busy directors influence the cost of debt? An examination through the lens of takeover vulnerability. *Journal of Corporate Finance*, 43: 429-443.
- Chen, H. K., Liao, Y. C., Lin, C. Y., and Yen, J. F. 2018. The effect of the political connections of government bank CEOs on bank performance during the financial crisis. *Journal of Financial Stability*, 36: 130-143.

- Chen, K. C., Chen Z., and Wei, K. J. 2009. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15 (3): 273-289.
- Chen, Y. S., Shen, C. H., and Lin, C. Y. 2014. The benefits of political connection: Evidence from individual bank-loan contracts. *Journal of Financial Services Research*, 45 (3): 287-305.
- Chkir, I., Gallali, M. I., and Toukabri, M. 2020. Political connections and corporate debt: Evidence from two U.S. election campaigns. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 75: 229-239.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2): 81-112.
- Claessens, S., Feijen, E., and Laeven, L. 2008. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88 (3): 554-580.
- Cooper, M. J., Gulen, H., and Ovtchinnikov, A. V. 2010. Corporate political contributions and stock returns. *The Journal of Finance*, 65 (2): 687-724.
- DeBoskey, D. G., Li, Y., Lobo, G. J., and Luo, Y. 2021. Corporate political transparency and the cost of debt. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 57: 111-145.
- Dinç, I. S. 2005. Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77 (2): 453-479.
- Do, T. K. 2021. Financial statement comparability and corporate debt maturity. *Finance Research Letters*, 40, Article 101693. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101693>
- Faccio, M., Masulis, R. W., and McConnell, J. J. 2006. Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 61 (6): 2597-2635.
- Francis, B. B., Hasan, I., and Zhu, Y. 2014. Political uncertainty and bank loan contracting. *Journal of Empirical Finance*, 29: 281-286.
- Francis, B. B., Hasan, I., Sun, X., and Wu, Q. 2016. CEO political preference and corporate tax sheltering. *Journal of Corporate Finance*, 38: 37-53.
- Fraser, D. R., Zhang, H., and Derashid, C. 2006. Capital structure and political patronage: The case of Malaysia. *Journal of Banking and Finance*, 30 (4): 1291-1308.
- Gad, M., Nikolaev, V. V., Tahoun, A., and van Lent, L. 2022. *Firm-level political risk*

- and credit markets (Working Paper Series No.87)*. TRR 266 Accounting for Transparency. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3395266>
- Hadani, M., and Schuler, D. A. 2013. In search of El Dorado: The elusive financial returns on corporate political investments. *Strategic Management Journal*, 34 (2): 165-181.
- Hansen, W. L., and Mitchell, N. J. 2000. Disaggregating and explaining corporate political activity: Domestic and foreign corporations in national politics. *American Political Science Review*, 94 (4): 891-903.
- Heckman, J. J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica*, 47 (1): 153-161.
- Hillman, A. J., Keim, G. D., and Schuler, D. 2004. Corporate political activity: A review and research agenda. *Journal of Management*, 30 (6): 837-857.
- Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C., and Ma, Y. 2014. Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52 (1): 193-243.
- Imai, M., and Shelton, C. A. 2011. Elections and political risk: New evidence from the 2008 Taiwanese presidential election. *Journal of Public Economics*, 95 (7-8): 837-849.
- Jiang, D., Kumar, A., and Law, K. K. 2016. Political contributions and analyst behavior. *Review of Accounting Studies*, 21: 37-88.
- Khwaja, A. I., and Mian, A. 2005. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *The Quarterly Journal of Economics*, 120 (4): 1371-1411.
- Kim, K., and Nguyen, T. 2023. Debt contracting when borrowers face transitory uncertainty: Evidence from U.S. gubernatorial elections. *Management Science*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3427141>
- Kim, O. S. 2019. Does political uncertainty increase external financing costs? Measuring the electoral premium in syndicated lending. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54 (5): 2141-2178.
- Kroszner, R. S., and Stratmann, T. 1998. Interest-group competition and the organization of congress: Theory and evidence from financial services' political action committees. *American Economic Review*, 88 (5): 1163-1187.
- Kumar, N. 2020. Political interference and crowding out in bank lending. *Journal of Financial Intermediation*, 43, Article 100815. <https://doi.org/10.1016/>

j.jfi.2019.02.001

- Liang, H., and Renneboog, L. 2017. Corporate donations and shareholder value. *Oxford Review of Economic Policy*, 33 (2): 278-316.
- Lin, C. Y., Tsai, W. C., and Hasan, I. 2018. Private benefits of control and bank loan contracts. *Journal of Corporate Finance*, 49: 324-343.
- Lux, S., Crook, T. R., and Woehr, D. J. 2011. Mixing business with politics: A meta-analysis of the antecedents and outcomes of corporate political activity. *Journal of Management*, 37 (1): 223-247.
- Maaloul, A., Chakroun, R., and Yahyaoui, S. 2018. The effect of political connections on companies' performance and value: Evidence from Tunisian companies after the revolution. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8 (2): 185-204.
- Meznar, M. B., and Nigh, D. 1995. Buffer or bridge? Environmental and organizational determinants of public affairs activities in American firms. *Academy of Management Journal*, 38 (4): 975-996.
- Ovtchinnikov, A. V., and Pantaleoni, E. 2012. Individual political contributions and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 105 (2): 367-392.
- Ovtchinnikov, A. V., Reza, S. W., and Wu, Y. 2020. Political activism and firm innovation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55 (3): 989-1024.
- Pan, X., and Tian, G. G. 2020. Bank work experience versus political connections: Which matters for bank loan financing?. *International Review of Finance*, 20 (2): 351-382.
- Pfeffer, J. 1972. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17 (2): 218-228.
- Pfeffer, J., and Salancik, G. R. 1978. *The External Control of Organisations: A Resource Dependence Perspective*. New York, NY: Harper & Row.
- Qi, Y., Roth, L., and Wald, J. K. 2010. Political rights and the cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 95 (2): 202-226.
- Saffar, W., Wang, Y., and Wei, K. C. 2019. The effect of firm-level political uncertainty on bank loan contracting. *SSRN*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3354246>
- Sapienza, P. 2004. The effects of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics*, 72 (2): 357-384.
- Shen, C. H., Lin, C. Y., and Wang, Y. C. 2015. Do strong corporate governance firms still

- require political connection, and vice versa?. *International Review of Economics & Finance*, 39: 107-120.
- Stratmann, T. 2005. Some talk: Money in politics. A (partial) review of the literature. In Shughart, W. F., and Tollison, R. D. (Eds.), *Policy Challenges and Political Responses*: 135-156. Boston, MA: Springer.
- Tahoun, A. 2014. The role of stock ownership by US members of congress on the market for political favors. *Journal of Financial Economics*, 111 (1): 86-110.
- Tosun, O. K., and Senbet, L. W. 2020. Does internal board monitoring affect debt maturity?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 54 (1): 205-245.
- Wellman, L. A. 2017. Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, 22 (1): 217-250.
- Yeh, Y. H., Shu, P. G., and Chiu, S. B. 2013. Political connections, corporate governance and preferential bank loans. *Pacific-Basin Finance Journal*, 21 (1): 1079-1101.
- Yue, H., Zhang, L., and Zhong, Q. 2022. The politics of bank opacity. *Journal of Accounting and Economics*, 73 (2-3), Article 101452. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101452>

附錄一

變數	變數定義及說明
一、應變數	
$RATE_SPREAD_{i,t,c}$	= i 公司第 t 年第 c 筆總統大選當選人就任後之銀行貸款合約利率差之統稱，以企業的個別銀行貸款合約利率與無風險利率之差額進行衡量。
$SPREAD_{i,t,c}$	= i 公司第 t 年第 c 筆公股銀行（包含：純公股銀行與泛公股銀行）的貸款合約利率差
$GB1_SPREAD_{i,t,c}$	= i 公司第 t 年第 c 筆純公股銀行（包含：臺灣銀行及臺灣土地銀行）的貸款合約利率差
$GB0_SPREAD_{i,t,c}$	= i 公司第 t 年第 c 筆泛公股銀行（包含：合作金庫商業銀行、彰化商業銀行、第一商業銀行、兆豐國際商業銀行、臺灣中小企業銀行以及華南商業銀行）的貸款合約利率差
$SHORT_SPREAD_{i,t,c}$	= i 公司第 t 年第 c 筆短期（1 年以下）貸款合約利率差
$MIDDLE_SPREAD_{i,t,c}$	= i 公司第 t 年第 c 筆中期（1 年以上，3 年以下）貸款合約利率差
$LONG_SPREAD_{i,t,c}$	= i 公司第 t 年第 c 筆長期（3 年以上）貸款合約利率差
$D_COLLATERAL_{i,t,c}$	= 虛擬變數， i 公司第 t 年第 c 筆的銀行貸款合約為擔保貸款為 1，其他為 0。
$COLLATERAL_{i,t,c}$	= 虛擬變數， i 公司第 t 年第 c 筆的公股銀行（包含：純公股銀行與泛公股銀行）貸款合約為擔保貸款為 1，其他為 0。
$GB1_COLLATERAL_{i,t,c}$	= 虛擬變數， i 公司第 t 年第 c 筆的純公股銀行貸款合約為擔保貸款為 1，其他為 0。
$GB0_COLLATERAL_{i,t,c}$	= 虛擬變數， i 公司在第 t 年第 c 筆的泛公股銀行貸款合約為擔保貸款為 1，其他為 0。
$SHORT_COLLATERAL_{i,t,c}$	= 虛擬變數， i 公司在第 t 年第 c 筆的短期公股銀行貸款合約為擔保貸款為 1，其他為 0。
$MIDDLE_COLLATERAL_{i,t,c}$	= 虛擬變數， i 公司在第 t 年第 c 筆的中期公股銀行貸款合約為擔保貸款為 1，其他為 0。
$LONG_COLLATERAL_{i,t,c}$	= 虛擬變數， i 公司在第 t 年第 c 筆的長期公股銀行貸款合約為擔保貸款為 1，其他為 0。
$DAYS_{i,t,c}$	= i 公司在第 t 年第 c 筆的公股銀行（包含：純公股銀行與泛公股銀行）貸款合約天數取自然對數。
$GB1_DAY_{i,t,c}$	= i 公司在第 t 年第 c 筆的純公股銀行貸款合約天數取自然對數。
$GB0_DAY_{i,t,c}$	= i 公司在第 t 年第 c 筆的泛公股銀行貸款合約天數取自然對數。
$SHORT_DAY_{i,t,c}$	= i 公司在第 t 年第 c 筆的短期公股銀行貸款合約天數取自然對數。
$MIDDLE_DAY_{i,t,c}$	= i 公司在第 t 年第 c 筆的中期公股銀行貸款合約天數取自然對數。
$LONG_DAY_{i,t,c}$	= i 公司在第 t 年第 c 筆的長期公股銀行貸款合約天數取自然對數。
$PB_RATE_SPREAD_{i,t,c}$	= i 公司第 t 年第 c 筆民營銀行貸款合約利率差

二、政治獻金與長短期貸款變數

$DO_{i,t}$	=	i 公司第 t 年總統大選捐贈政治獻金的虛擬變數，有捐贈政治獻金之企業為 1，其他為 0。
$DOAMT_{i,t}$	=	i 公司於第 t 年總統大選捐贈政治獻金金額取自然對數
$DOWIN_{i,t}$	=	i 公司第 t 年總統大選捐贈於總統當選人政治獻金的虛擬變數，僅有捐贈於當選人政治獻金之企業為 1，其他為 0。
$DOWINAMT_{i,t}$	=	i 公司於第 t 年總統大選捐贈於當選人政治獻金金額取自然對數
$SML_{i,t,c}$	=	i 公司於第 t 年第 c 筆企業選擇長短期貸款合約的名目次序變數，公司選擇長期借款（3 年以上）為 3、中期借款（1 年以上，3 年以下）為 2 與短期借款（1 年以下）為 1。

三、公司特性（控制）變數

$SIZE_{i,t}$	=	i 公司第 t 年期初的公司規模，以總資產帳面價值取自然對數衡量。
$LEV_{i,t}$	=	i 公司第 t 年期初的負債比率，以負債總和除以總資產的百分比衡量。
$MB_{i,t}$	=	i 公司第 t 年期初的公司價值，以公司權益市值除以公司權益帳面價值的百分比衡量。
$ROA_{i,t}$	=	i 公司第 t 年期初的公司獲利能力，以淨利除以總資產的百分比衡量。
$GROW_{i,t}(\%)$	=	i 公司第 t 年期初的營收成長率，以本期營業收入淨額與前期營業收入淨額的差額除以前期營業收入淨額的絕對值的百分比衡量。
$RD_{i,t}(\%)$	=	i 公司第 t 年期初的研究發展費用率，以研究發展費用除以營業收入淨額的百分比衡量。

四、其他影響政治獻金捐贈之因素

$RETVOL_{i,t}$	=	i 公司第 t 年期初公司股票日報酬標準差，以股票日報酬取標準差衡量。
$EM_{i,t}$	=	i 公司第 t 年公司員工人數，以員工人數取自然對數衡量。
$DUALITY_{i,t}$	=	i 公司第 t 年公司董事長兼任總經理的虛擬變數，有兼任為 1，其他為 0。
$BOARD_SIZE_{i,t}$	=	i 公司第 t 年公司董事會規模，以董監席次取自然對數衡量。
$BOARD_OWN_{i,t}(\%)$	=	i 公司第 t 年公司董監持股率。
$CEO_OWN_{i,t}(\%)$	=	i 公司第 t 年公司經理人持股率。
$INSTI_OWN_{i,t}(\%)$	=	i 公司第 t 年公司法人持股率。
$INDIRECTOR_{i,t}(\%)$	=	i 公司第 t 年公司獨立董事比，以獨董席次除以董監席次的百分比衡量。
$PLEDGE_{i,t}(\%)$	=	i 公司第 t 年公司董監質押比。

五、其他影響長短期貸款之因素

$CGI_{i,t}$	=	i 公司第 t 年的公司治理指數。根據 Yeh et al. (2013) 的研究，透過董事會結構、所有權結構以及關係人交易等三個構面的十項公司治理指標之總合來衡量企業公司治理指標。
$COLL_{i,t} (\%)$	=	i 公司第 t 年期初的公司擔保價值比率，以固定資產加存貨總和除以總資產的百分比衡量。
$DIV_{i,t}$	=	i 公司第 t 年期初的股利發放率，以每股現金股利除以每股盈餘衡量。

六、其他影響公股銀行貸款利率之因素

$ZSCO_{i,t}$	=	i 公司第 t 年期初的公司財務危機分數，以營運資金乘以 1.2、保留盈餘乘以 1.4、稅前息前淨利乘以 3.3 與銷貨收入乘以 0.999 的總和除以總資產衡量。
$ICR_{i,t}$	=	i 公司第 t 年期初的公司利息保障倍數，以稅前淨利加利息支出總和除以利息支出衡量。
$TOBIN_{i,t}$	=	i 公司第 t 年期初的托賓 Q 比率，以公司年底在外流通總股數乘以年底普通股股價與負債總額的總和除以總資產衡量。
$AMT_{i,t,c}$	=	i 公司在第 t 年第 c 筆的公股銀行貸款合約金額取自然對數。
$GOVSUB_{i,t}$	=	i 公司第 t 年的政府補助款金額加 1 後，取自然對數。
$GOVRIG_{i,t}$	=	i 公司第 t 年的政府特許權（乃指政府授權、允許，且發予執照給民間團體專屬權，以准許其使用、取得或轉讓公有財產）之金額加 1 後，取自然對數。
IMR_DO	=	以 Logistic 模型檢測影響企業捐贈政治獻金因素後，所估計出的 Mill's 反比率。
IMR_SL	=	以 Ordered Logistic 模型檢測影響企業選擇長短期貸款（區分為長期（3 年以上），中期（1 年以上，3 年以下）與短期貸款合約（1 年以下））之因素後，所估計出的 Mill's 反比率。
<i>Session indicators</i>	=	總統大選屆數（年度）之固定效果，分別為總統大選第 12 屆（2008 年）、13 屆（2012 年）及 14 屆（2016 年）。
<i>Industry indicators_{i,t}</i>	=	公司所屬產業之固定效果，為 i 公司第 t 年所屬產業。

Author Biography

*Yu-Hsuan Chung

Yu-Hsuan Chung is an Associate Professor in the Department of Accounting and Information Technology, College of Management, National Chung Cheng University. He received his Ph.D. in Accounting from National Chengchi University. His major research interests include financial accounting, corporate governance, and political issues in accounting.

Ying-Ling Zeng

Ying-Ling Zeng is currently an accountant at BankTaiwan Life Insurance. She received her Master degree from the Department of Accounting, Tunghai University.

*E-mail: jerome@ccu.edu.tw

We gratefully acknowledge the comments and suggestions from the editors and two anonymous referees. Yu-Hsuan Chung also gives special thanks to the partial financial support (106-2410-H-194 -104 -) from the National Science and Technology Council (NSTC) of Taiwan.