

政治連結與銀行貸款利率

林俊良·張元*

(收稿日期：108 年 07 月 28 日；第一次修正：108 年 11 月 06 日；
接受刊登：108 年 11 月 22 日)

摘要

本研究根據 2004~2012 年台灣上市非金融產業公司的資料檢驗是否公司政治連結(political connection)程度愈高，愈能夠獲得較低的銀行貸款利率，以致於使公司有較低廉的銀行資金借貸成本。實務上企業具有特定政治傾向是相當普遍的現象，例如公司聘請政治人物進入董事會或擔任高階管理者、在選舉時公開表態支持特定候選人，亦或給予政黨政治獻金等，可以推測企業之所以尋求政治連結，或許是因政治連結給公司帶來助益，使公司有較佳的財務績效或較低的營運風險。既有研究已經指出公司政治連結對於公司將產生助益但也會產生成本，然而對於公司政治連結是否可以在金融市場上取得較低資金成本的討論相對較少，特別是台灣地區受政府政策主導的官股銀行在銀行資金借貸市場上佔有重要地位，台灣的公司是否能夠在政治上與政黨或政治人物有所連結進而取得較為低廉的銀行貸款資金，便成為一個有趣的議題並成為本研究的主要研究動機。另外本研究在量化公司的政治連結程度上亦有所創新，透過在台灣地區發行的報紙中，使用文字搜尋（公司名稱、董事長姓名、政黨名稱、執政黨之總統姓名與在野黨之黨主席姓名）的方式並統計特定公司與特定政黨交疊之政治新聞筆數以建構公司政治連結的衡量指標。本研究的基本實證結果發現，較高程度的整體政治連結對應著較低的銀行貸款利率，而考慮採用兩階段估計以矯正公司樣本需求政治連結的選擇偏誤問題、進一步使用分量迴歸估計以分析不同利率水準下政治連結的效應、以政治連結變數落遲項進行估計以降低同期相關謬誤等穩健性測試，實證結果皆仍然支持公司政治連結有助於降低銀行貸款利率的觀點。

關鍵詞彙：政治連結，銀行貸款利率

壹·緒論

本研究利用台灣上市非金融產業公司於 2004 至 2012 年的資料，檢驗公司政治連結與其銀行貸款成本之間的關係。金融市場上出現公司具有特定的政治傾向的情形是相當普遍的，企業的政治傾向主要透過例如企業遊說政府政策之決定、政治獻金、公司聘請政治人物進入董事會或管理高層或者是企業主於選舉期間表態支持特定政黨或候選人等方式呈現出來，這種企業與政府或政治

* 作者簡介：林俊良，國立彰化師範大學財務金融技術系碩士；張元，國立彰化師範大學財務金融技術學系教授（通訊作者）。

的互動現象統稱為企業的政治連結或政治關聯(political connection)。¹參考 Houston, Jiang, Lin and Ma (2014)、Kang and Zhang (2011)，美國的上市公司在 1990 年時有 31.5% 公司擁有政治連結的董事，而在 2007 年擁有政治連結董事的公司比例增加到 54.5%；《今日美國》(USA Today)雜誌也發現財星前 1000 大公司中有政治連結董事之公司的比例由 1992 年的 39% 增加至 2000 年的 55%。這顯示了隨著時間經過，具政治連結的公司比例逐漸增加。

已有許多既有研究探討企業的政治連結所產生的利益以及成本，就利益而言，Agrawal and Knoeber (2001)指出企業若擁有良好的政治關係，有助於使其站在相對較有利的競爭位置，例如政府可能會透過管制(如執照數限制)及優惠租稅而使既得利益的企業擁有龐大的好處；Johnson, La Porta, López-de-Silanes and Shleifer (2000)與 Guriev (2004)亦指出具有政治連結的企業通常有助於簡化行政流程，獲得優先辦理的好處；Claessens, Erik and Luc (2008)、Francis, Huang, Khurana and Pereira (2009)與 Faccio (2010)指出企業經營發生困難時，有良好政治關係的企業較有機會獲得政府援助，而當政府有類似像基礎建設、外包業務與優惠政策等資源分配時，具政治連結的企業也較容易從中獲得好處(Bertrand et al., 2006；Ang and Boyer, 2007；Goldman, Tallis, Kareiva and Daily, 2008；Yuan, 2011)。

在政治連結的成本上，企業不專注於本業經營而將資源移轉用於建立政治關係甚或追求自身利益，將產生代理成本(agency cost)而對公司營運績效產生負面影響(Fisman, 2001；Fan, Wong and Zhang, 2007)。政治連結公司有可能在選舉期間雇用較多勞工而使薪酬開支增加並降低企業績效(Bertrand, Kramert, Schoar and Thesmar, 2006；Faccio and Parsley, 2009；Menozzi, Urtiaga and Vannoni, 2012)。企業所結交的政治人物或政黨有可能在身體狀況不佳或政黨輪替時對企業產生負面影響，例如Fisman (2001)利用印尼的資料發現，與蘇哈托有較強政治連結的企業容易因蘇哈托總統病況訊息的公告而使股價產生負向變動，Faccio and Parsley (2009)則發現當公司總部座落於政治人物的故

¹ 舉台灣本土的例子來看，統一集團高清愿總裁，曾經任職中國國民黨中常委，在 2008 年總統大選時接受馬英九、蕭萬長的聘請，擔任台南市競選總部榮譽主委，即顯示他與國民的政治聯結關係；另外鴻海集團董事長郭台銘也曾在 2012 年總統大選時公開表態支持國民黨總統候選人。

鄉，則該政治人物的非預期死亡會降低企業價值。²其他關於企業政治連結的研究相當豐富，請讀者參考He and Tian (2017)、Jia, Mao and Yuan (2019)、Schoenherr (2019)、Tihanyi et al. (2019)與等研究。³

本研究由企業是否能透過擁有政治關係而在金融市場借貸時產生利益，也就是是否愈高程度的政治連結可使企業有愈佳的貸款條件，例如愈低的貸款成本。之所以評估公司向銀行貸款之成本是否受到公司政治連結所影響的主要原因包括，第一、銀行扮演金融中介的角色，由於銀行對於資金需求者之資訊搜集有其專業性以及規模與範疇經營，銀行在放款時會評估公司的各項有形與無形以及有利與不利的條件來作為放款條件的設定，若企業的政治連結對公司來說是有正面助益的，則平均來說政治連結程度較高的公司將傾向獲得較優沃的貸款條件包括較低的銀行貸款利率，反之亦然，因此由銀行的角度來評估政治連結對公司的影響，將能了解政治連結對公司究竟是好還是壞。第二、台灣地區的間接金融(*director finance*)比重近年來始終介於 75%~80%之間，同時輔以債券市場發行餘額佔經濟體系中整體資金借貸餘額僅佔相對較小之比重(也就是債券市場相對不發達)，⁴可知台灣的企業對於銀行或金融中介之資金來源是相當倚重的。企業能夠以較低的利率取得銀行貸款資金，將有助於降低資金成本中的大部份的債務資金成本，對於增進公司績效亦有一定程度的幫助。第三、台灣地區政府持股佔大多數的所謂官股銀行佔全體國內銀行之比重達始終處於 50~60%，而官股銀行中的董事與高階管理階層許多是政府部門中官派

² 企業透過各種方式尋求政治連結，背後的主要原因除了企業主本身對政治有興趣的可能性外，主要原因是政府或政治人物掌握了經濟體系中某一部分資源移動的控制權，與政府或政治人物的關係良好，企業將較有機會分享到這些資源或其他益處。然而在一個民主社會裡，執政黨不會永遠都只是一黨，舉例來說台灣在近二十年來也已經歷了三次的政黨輪替。如果一家公司與特定政黨的連結在該政黨由執政變為在野的情況下，這個連結將有可能成為負擔而帶來不良的影響。舉例來說，前台泥董事長辜振甫，生前接受記者訪問，回答辜家幾經政權更替，都能屹立不搖的問題時，他說：「沒有政治關係，你也保不住，但是，政治，是用來保護的，不要想用政治去賺錢，若因此而掉進去就麻煩了」。又例如 2014 年台北市長選舉時，鴻海集團執行長公開表態支持國民黨候選人連勝文，然而最後由無黨籍候選人柯文哲當選，柯文哲當選後成立廉政委員會調查鴻海出資成立的「三創數位公司」所投資的 BOT 案「三創數位生活園區」是否有評選委員獨厚鴻海、北市府賤租、空橋假動工、本業竟是停車場等不法情事，這對鴻海集團的形象即產生了負面影響。

³ 尚有許多關於政治連結的研究是有趣的，例如 Francis et al. (2009)發現政治連結企業之初次公開發行(IPO)時有較高的承銷價格；Faccio, Masulis and McConnell (2006)利用 35 個國家的資料發現具有政治連結的企業，獲得政府援助的機會較高；Faccio (2006)蒐集 47 個國家的資料，發現有政治連結的公司股價呈現顯著上揚的趨勢；Chen, Shen, and Lin (2014)與 Shen and Lin (2016)利用台灣的上市公司，分析政治連結與公司融資限制的關聯性，他們發現公司與執政黨的政治連結有助降低融資限制並有助於增加公司投資支出。類似的研究如 Goldman, Rocholl, and So (2009)、Ferguson and Voth (2008)與 Calomiris, Fisman, and Wang (2010)。

⁴ 請參考中央銀行網站中關於金融統計之直接金融-間接金融流/存量之統計數據
<https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=1077&CtNode=524&mp=1>

的代表，企業與政府或政治人物的關係良好，有助於企業特別是向官股銀行貸款時取得有利的地位，進而而較高的機會取得較低的貸款利率。⁵

公司的政治連結程度為何會影響企業向銀行貸款的利率水準，本研究提出兩個可能主要原因，首先、政治連結會影響企業的營運成果與營運風險，這牽涉到政治連結企業未來收益的高低水準以及變異程度，銀行在審查貸款之信用或違約風險時，必定將公司政治連結所可能產生的正向或負向影響納入分析。如果大多數銀行將企業政治連結評估為有助於增進價值或有助於降低經營風險，則平均來說銀行會給予政治連結程度較高的企業相對較低的銀行貸款利率，反之亦然。誠如前述，在台灣地區的政治體制與金融體系中，較高程度的政治連結程度傾向對應較低的銀行貸款利率。其次，銀行有可能為了追求自身利益而貸款給那些政治關係良好的企業，銀行有可能透過貸款給具有政治連結的企業進而建立自身的政治連結，當銀行在一國為高度管制產業或業務申設都需經政府特許的金融體系中，銀行透過放款給具政治連結的公司將有助於強化自身與政府與政治人物之間的連帶關係(Butler, Fauver, and Mortal, 2009)。

學術上，部分研究業已指出企業的政治連結會影響其銀行貸款條件如貸款利率等，例如Khwaja and Mian (2005)、Sapienza (2004)以及黃玉麗、沈中華與林昆立(2012)等。⁶本研究與既有研究不同之處即本文的潛在研究貢獻包括，首先，本研究利用台灣地區的資料進行分析的原因在於台灣為一開發中國家並朝向已開發國家轉型的經濟體系，在近二十年來也進行了三次的政黨輪替，如同前述台灣地區各公司的資金借貸仍相當仰賴銀行貸款資金，而官股行庫更是佔了銀行放款資金一半以上的比重，企業與政府或政治人物的關係是否有助於企業取得較低成本的貸款條件在台灣的金市場中便成為一有趣的議題。

其次，大部分研究在量化公司的政治連結程度時，採用公司董、監事或高階管理階層是否（曾）為政治人物（包括議員與官員），例如Faccio et al.

⁵ 關於企業是否偏好向官股銀行貸款，可參考以下的報導 (<https://money.udn.com/money/story/5613/4053416>)。

⁶ Sapienza (2004)採用個別貸款契約的資料發現企業由官股銀行獲得的貸款利率顯著地低於來自私有銀行之貸款利率。另外，政黨官股銀行所在地影響力愈大，企業由官股銀行所獲得的貸款利率愈低。Khwaja and Mian (2005)利用 1996-2002 巴基斯坦超過 90,000 家公司的銀行借貸資料發現，具政治連結企業的貸款金額較不具政治連結企業的貸款金額多 45%，但貸款違約率相對則高 50%，有趣的是政治連結企業的這種優惠貸款現象傾向發生於企業向官股銀行的借貸中。黃玉麗、沈中華與林昆立(2012)利用台灣上市公司的資料，估計政治關聯(係)對債務資金成本的影響。他們當企業的董事長或總經理有政黨傾向時(無論政黨傾向為國民黨或民進黨)，皆可取得較低的債務資金成本，亦獲得中華信評機構縮給予之較佳的評等等級。

(2006)、Ferguson and Voth (2008)、Boubakri et al. (2008)與Braun and Raddatz (2010)等定義企業的董事長、CEO或大股東是國會議員、部長，或是公司高階經理與政府官員或政黨有緊密關係時即為政治關聯企業；Do, Lee and Nguyen (2015)指出若公司的董事和某一政治家具有相同的教育背景則表示該公司具有政治關聯。翁慈青與紀信義(2014)以及張元與林瑞文(2016)判斷公司董事是否為政治人物來定義公司的政治連結程度，而黃玉麗、沈中華與林昆立(2012)定義範圍更為廣泛，除設置政治連結的代理變數包括董事長與總經理的政黨傾向、是否擔任公職或政治任命於民間企業以及對政黨的政治獻金等。⁷本研究與張元與王佩滢(2015)以及張元與李盈佳(2016)類似，利用立法院的新聞知識管理系統資料庫(<http://npl.ly.gov.tw/www/loginNews.jsp>)，使用文字搜尋的方式，在所有台灣地區發行的報紙中去搜尋並統計公司名稱/董事長姓名與政黨名稱/總統（黨主席）姓名所交集的政治新聞筆數，作為企業政治連結程度的量化指標。雖然文字探勘(text-mining)的技術已廣為應用在財務金融研究中(Han, 2012；Lewis and Young, 2019)，但在政治連結議題上的應用研究則相對缺乏，本研究則採用類似文字探勘的方式來量化公司的政治連結程度。

第三、既有研究如 Goldman et al. (2009)以美國公司為樣本進行研究，發現 2000 年美國總統大選共和黨宣佈勝選，親共和黨之公司獲得正向報酬，親民主黨之公司則獲得負向報酬，表明了正確的政治連結（與執政黨有政治連結）確實對公司價值有正面影響，不正確的政治連結（與在野黨有政治連結）將對公司價值產生不利影響。張琬喻與張凱雯(2011)亦發現在台灣 2008 年總統大選時國民黨勝選，偏向國民黨的公司產生正向股票報酬，偏向民進黨的公司產生負向股票報酬。本研究資料期間為 2004-2012 年，前四年為民進黨執政而後五年為國民黨執政，這允許本研究檢驗在民進黨執政期間，公司與民進黨以及公司與國民黨政治連結對於銀行貸款利率是否有所差異，以及在國民黨執政期間，公司與國民黨以及公司與民進黨政治連結對銀行貸款利率是否有所差異。

第四、關於計量估計時的改進，本研究與既有研究不同處在於既有研究大多欠缺考量樣本的非隨機指派(non-random assigned)問題，也就是某些公司

⁷ 黃玉麗、沈中華與林昆立(2012)亦是利用國內上市公司的資料探討政治關聯（係）對債務資金成本的影響。本研究與其相異之處除了政治關聯的量化方式不一樣之外，其量化公司之債務資金成本的方式是採用利息費用佔附息負債之比率以及中華信評機構給予上市公司的長期發行體信用評等等級兩個變數來作為代理變數，本文則是採用公司向銀行貸款之利率水準來當作代理變數。由於公司向銀行之貸款歸類於私有債(private debt)而不是公開債(public debt)，因此黃玉麗、沈中華與林昆立(2012)中的債務資金成本所涵蓋的範圍相對於本研究來說是較廣的，本研究中的銀行貸款利率僅能對應至銀行貸款成本也就是私有債的成本而不包括公開債的成本。感謝匿名審稿者對於此部分說明的要求。

樣本基於公司特性與所處環境，對於政治連結的需求與其他公司相異，進而使得研究樣本中政治連結程度不同的企業其背景條件亦有相當大的差異，如此將無法高政治連結對應低貸款利率的原因歸因於政治連結或公司樣本背景之差異所導致。本研究透過 Heckman (1979)兩階段估計(two-stage estimation)，將影響公司需求政治連結的因素加以排除，以降低估計政治連結對銀行貸款利率影響的內生性自我選擇偏誤(self-selection bias)。另外，本研究另外考量採用分量迴歸估計，評估獲得不同高低水準銀行貸款利率的公司樣本其政治連結對貸款利率的影響是否有所差異，也就是否高貸款利率水準公司其政治連結對利率之影響與低貸款利率水準公司其政治連結對利率之影響有所差異。此個關於計量估計上的設定，相較於既有研究而言能夠更精確也更多元地估計政治連結對銀行貸款利率的影響。

本研究章節安排如後，下一節整理既有研究中關於政治連結的定義與衡量方式，並探討公司政治連結影響銀行貸款利率的推論並形成待檢驗的假說；第 3 節為變數、實證模型、公司樣本與資料；第 4 節為實證結果與討論；第 5 節為結論與後續研究建議。

貳·文獻回顧與假說發展

一、政治連結之定義

政治連結又稱政治關聯(political connection)。本文歸納既有研究發現，衡量企業政治關聯程度的方法包括由公司董監事、CEO 或高階管理者與政府、政黨與政治人物之間關係的緊密程度來衡量，可以由公司在政治上的活動如政治獻金的捐贈來衡量，也可以透過公司股價與政黨或政治人物起落的連結緊密性或公司設立的地點等方式進行衡量。

首先、由公司高層即董監事或高階管理者是否具政治關聯的衡量方法來看，Khwaja and Mian (2005)認為若是企業董事參與政治上的選舉，則認定此企業具有政治關聯；Faccio (2006)與 Faccio, Masulis and McConnell (2006)認為當企業出現至少一位大股東為國會議員或政治人物時，該公司即為政治關聯公司；Fan, Wong and Zhang (2007)針對中國的企業定義政治關聯，他們認為當企業總裁現任或曾任職中央、地方政府或中國軍方，該公司即具有政治關聯；Boubakri, Cosset and Saffar (2008)考慮公司董事、監事與高階管理者如總經理

與副總經理等的從政資歷以定義公司是否具政治關聯；Ferguson and Voth (2008)將企業主管或董事會成員與執政黨之間的密切關係定義公司具有政治關聯；戚務君(2012)指出在中國，公司董事長或高階主管現任或曾任政府官員（包含中央與地方）或軍職時即表示公司具政治關聯；Do, Lee and Nguyen (2015)將政治關聯定義為公司董事和某一政治家具有相同的教育背景；翁慈青與紀信義(2014)根據董事成員是否擔任過中央政府官員、民意代表及相關政黨工作等特性，來衡量公司董事會是否具政治背景。紀信義、翁慈青、廖芝嫻與黃馨儀(2017)考量公司大股東、最高階主管或董事成員是否擔任過中央政府官員、民意代表及相關政黨工作等以量化政治關聯，而張元與林瑞文(2017)則考量銀行業之董事會成員中是否出現現任或卸任立委或政府內閣官員來衡量銀行的政治關聯程度。

其次，既有研究採用公司的其他政治傾向特徵來衡量政治關聯程度，有採用公司股價走勢判斷政治關聯程度者，例如 Leuz and Oberholzer-Gee (2006)認為當總統公佈身體狀況不佳，公司股價將出現負向報酬，負向累積報酬愈大表示公司的政治關聯程度愈高；採公司設立地點判斷政治關聯的研究，Faccio and Parsley (2009)以公司註冊地區是否與政府官員的生活地區或出生地點相同來定義公司是否具政治關聯；另外，Goldman, Rocholl and So (2011)採用企業在選舉期間對政府的捐款，衡量公司是否存在政治關聯以及政治關聯的強度。

另外，黃玉麗、沈中華與林昆立(2012)設置三組政治關聯代理變數，包括董事長與總經理的政黨傾向、董事長與總經理是否擔任公職或政治任命於民間企業以及對政黨的政治獻金，來建構企業的政治關聯程度。張元與王沛潔(2015)以及張元與李盈佳(2016)利用立法院的新聞知識管理資料庫，以公司政治新聞的筆數來衡量政治關聯程度之高低，在計算新聞筆數上，使用文字搜尋的方式，搜集關於公司名稱、公司董事長姓名、政黨名稱、執政黨總統/在野黨黨主席姓名的政治新聞數目以作為公司政治關聯程度的代理變數，新聞筆數愈多表示政治關聯程度愈高。

二、政治連結與銀行貸款成本的關聯性

銀行給予資金需求者的貸款利率高低決定於資金需求者還款的可能性，而許多既有研究證實了公司政治連結影響著企業的營運狀況與風險，包括企業

未來收益的高低水準以及其變異程度。⁸首先，政治連結對影響公司營運的成果。Chang and Wong (2004)發現具政治關係的大股東在參與公司決策時能引進政府部門與政黨決策的訊息與影響，有利企業績效的提升。Lin et al. (2008)利用中國民營企業的資料發現公司與中國共產黨愈親密，公司績效愈佳。Mu and Jiang (2018)利用 2011-2015 年間中國公開發行公司的資料發現政治關聯公司的財務績效傾向較佳。Wong and Hooy (2018)發現公司董事的政治關聯能為公司帶來正向績效改善。然而，Chen, Fan and Wong (2004)所提出的掠奪之手 (grabbing hand) 模型指出具政治關聯的董事長上任後會使企業所追求的方向不再是以股東價值最大化為目標而是會考慮政府的利益以及政府政策的方向，進而使企業的績效降低。Bertrand et al. (2006)指出由於選舉期間具有政治關聯的管理者通常會運用其在公司內的權力來滿足政治家所期望的目標，例如提供較多的工作職位，這將使勞動成本增加並使企業績效下降。Saeed, Belghitar and Clark (2016)發現那些具政治關聯的公司平均的資產報酬率與股東報酬率較不具政治關聯的公司低 17% 與 15%。紀信義、翁慈青、廖芝嫻與黃馨儀(2017)利用台灣上市櫃公司的資料發現具有政治連結的公司，會計績效或市場績效皆顯著較差。

第二，政治連結對影響公司營運的風險。當公司遇到如金融危機或重大總體經濟負面事件發生時，政治關聯程度較佳的公司較有可能獲得政府的援助 (Faccio, Masulis and McConnell, 2006)，使得公司的違約可能性降低。然而，Fisman (2001)以雅加達股市交易所的集團企業作為研究對象，發現那些與蘇哈托總統有關係的企業容易因蘇哈托總統病況的訊息，使股票價格產生負向變動。Faccio and Parsley (2009)發現若公司總部座落於政治人物的故鄉，則政治人物非預期死亡訊息的發佈，會使企業的價值降低。Gul and Bliss (2012)利用馬來西亞 2001 至 2004 年期間前 500 大上市公司的資料進行研究，發現在馬來西亞具政治關聯的公司，被認為具有較高的風險。

第三、政治聯結有助於公司在公開的金融市場中進行借貸也就是增加融資管道的暢通。根據翁慈青與紀信義(2014)，臺灣 DRAM 大廠力晶公司由於

⁸ Houston, Jiang, Lin and Ma (2014)採用美國 2003 至 2008 年的資料發現，董事會成員有政治關係的公司，有助於增加公司價值、降低銀行所面臨的監督成本與借貸風險，進而降低銀行對這些公司所要求的利率。Sapienza (2004)與 Khwaja and Mian (2005)認為政治關聯的企業較容易獲得政府的奧援，使其面臨財務艱困的機率較低，違約的可能性較低，而使銀行給予這些公司較低的貸款利率。黃玉麗、沈中華與林昆立(2012)以臺灣上市公司為樣本，指出當企業的董事長與總經理具政治偏好，無論是偏好國民黨抑或是民進黨，其取得資金的成本將會相對較為低廉，同時可獲得較佳的中華信評機構之評等等級。

經營不善而面臨資金上的壓力，原董事長黃崇仁於 2012 年 11 月 12 日宣布請辭，並由前經濟部部長陳瑞隆接任，希望藉由陳瑞隆資歷豐厚與政商人脈帶領力品度過難關；同年 12 月 6 日，由接任力品董座的前經濟部部長陳瑞隆出面力挺下，全體債權銀行團會議同意力品公司總債權餘額高達 447.8 億元紓困案，這案例顯示企業的政治關係良好將有助於其取得銀行資金。若是企業進行非正式的借貸管道例如民間借貸，資金成本必定相對高於銀行貸款。

第四，銀行有可能為了追求自身利益而貸款給那些政治關係良好的企業或給予其較優渥的貸款條件。銀行有可能追求自身的利益而貸款給那些具有政治關聯的企業，因為銀行有可能透過貸款給具有政治關聯的企業而獲得額外的好處，畢竟這些公司與政府與政治人物的關係良好(Butler, Fauver and Mortal, 2009)，放款給這些公司，銀行有可能在法規變革或業務限制上得到好處或先機，也有可能在政府發行債券時得到承銷權或者是當金融機構本身出現銀行危機時，與政治人物關係良好將有助於獲得政府援助或政策優惠。銀行也有可能透過貸款給具有政治關聯的企業進而建立自身的政治聯結，當銀行在一國為高度管制產業或業務申請與核准都需經政府特許的金融體系中，銀行透過放款給具政治聯結的公司將有助於強化自身與政府與政治人物之間的連帶關係。

綜合以上觀點，雖然並非所有的研究皆表明政治關聯是有利於企業的，但本研究基於台灣地區各公司的資金借貸仍相當仰賴銀行貸款資金，而官股行庫更是佔了銀行放款資金一半以上的比重，企業與政府或政治人物的關係良好有助於獲得優渥貸款條件的可能性是相當大的，因此基於上述理由，本研究的待檢驗的假說為：

假說：政治關聯與公司之銀行貸款利率呈負向關聯；政治關聯程度愈高，公司之銀行貸款利率愈低。

參·變數、實證模型與資料

一、變數

(一)被解釋變數-銀行貸款利率

銀行貸款利率的高低是企業債務資金成本重要決定因素之一，已經有非常多的既有研究探討影響公司向銀行貸款時所付出成本之高低的決定因素(Chen, Shen and Lin, 2014)，舉例來說，Kroszner and Strahan (1999)針對每個銀

行貸款契約的特徵資料發現，那些高槓桿與規模較小的公司其貸款利率較高，其他非利率項目的貸款條件也相對較差；Benmelech, Garmaise and Moskowitz (2005)發現如果公司有較高的清算價值，則有助於獲得較低的銀行貸款利率，貸款的期限亦相對較長；Bharath, Sunder and Sunder (2008)與 Daniels and Ramirez (2008)發現會計報導與透明度較佳的公司，可獲得較低的銀行貸款利率以及較優惠的貸款條件。

在銀行貸款利率上，本研究分別採用公司向銀行貸款的最低利率（一家公司若向多家銀行貸款，則取每家銀行給予該公司之最低利率的平均數）、最高利率（一家公司若向多家銀行貸款，則取每家銀行給予該公司之最高利率的平均數）及平均利率（一家公司若向多家銀行貸款，則取每家銀行給予該公司之各個利率的平均數）作為銀行貸款成本的量化指標，利率愈高即表示公司的銀行貸款成本愈高。之所以採用最高與最低利率的原因是最高利率可能隱含公司向銀行貸款時缺乏抵押品或是貸款為較長期的貸款，因此銀行向公司收取較高的利率，反之亦然。

本研究針對特定公司的銀行貸款利率進行分析，由於一家公司在特定期間內通常向許多家銀行貸款，而本文並非如Chen, Shen and Lin (2014)使用每筆公司向銀行貸款的交易契約資料，而是考慮一家公司來自多家銀行貸款的平均利率水準。⁹舉例來說，若特定公司在某一年度向五家銀行貸款，每一家銀行給與該特定公司的貸款利率中有最高者（可能缺乏抵押品）也有最低者（可能以高價值之資產進行抵押），我們將此五家銀行給予該公司所有最低的利率進行平均，可得到該公司在特定年度的最低利率(*RATE_MIN*)；同理將此五家銀行給予該公司所有最高的利率進行平均，可得到該公司在特定年度的最高利率(*RATE_MAX*)，將此五家銀行給予該公司所有利率進行平均，即可得到該公司在特定年度的平均利率(*RATE_AVG*)。較高的利率表示銀行的銀行貸款資金成本較高。

(二)主要解釋變數-政治關聯

本研究利用立法院國會圖書館的新聞知識管理系統資料庫 (<http://nplnews.ly.gov.tw/>)，以字串搜尋的方式，在台灣地區發行的所有報紙新聞中，逐筆判斷並統計特定公司的政治關聯新聞筆數，作為政治關聯程度的代理變數。第一步先選定要查詢的期間（針對 2004 年至 2012 年的每一年），第

⁹ 本研究並未取得一家公司在特定期間向若干家銀行進行若干個貸款契約的個別利率水準資料，也因此無法得知每家銀行的名稱，因此我們並無法針對一家公司的貸款是來自官股銀行抑或是民營銀行。這是本文的研究限制之一，感謝匿名審稿人的提醒。

二步分別在搜尋字串中輸入上市公司名稱(以其在臺灣證券交易所之交易名稱為準,例如台泥)、公司董事長姓名、政黨名稱(國民黨與民進黨)、總統(當特定政黨為執政黨時期)或黨主席姓名(若特定政黨為在野黨時期)。如此交叉搜尋所出現的新聞中,逐筆判斷其是否為政治關聯新聞並加以統計,¹⁰即可得到若干個衡量公司政治關聯程度的變數。新聞筆數愈多表示公司的政治關聯程度愈強。¹¹

跟隨張元與王沛濂(2015)以及張元與李盈佳(2016),本研究以下列步驟建構特定公司在特定年度之政治關聯指標,首先,分別判斷並統計一家公司在特定年度中之若干政治關聯新聞筆數,分別為『公司名稱』與『國民黨』有關的政治新聞筆數(X_1);『公司名稱』與『國民黨之總統/黨主席姓名』有關的政治新聞筆數(X_2);『董事長姓名』與『國民黨』有關的政治新聞筆數(X_3);『董事長姓名』與『國民黨總統/黨主席姓名』有關的政治新聞筆數(X_4);『公司名稱』與『民進黨』有關的政治新聞筆數(X_5);『公司名稱』與『民進黨總統/黨主席姓名』有關的政治新聞筆數(X_6);『董事長姓名』與『民進黨』有關的政治新聞筆數(X_7);一家公司在特定年度中之『董事長姓名』與『民進黨總統/黨主席姓名』有關的政治新聞筆數(X_8)。

其次,我們加總 X_1 與 X_2 可得到公司在特定年度中之公司名稱與國民黨整體(包括政黨名稱與該政黨之總統/黨主席姓名的政治關聯新聞筆數(FNK)),也就是公司在特定年度中『公司名稱』與『國民黨』和『公司名稱』與『國民黨總統/黨主席姓名』相互關聯之新聞筆數;加總 X_3 與 X_4 可以得到公司在特定年度中之公司董事長姓名與國民黨整體的政治關聯程度(BCK),也就是公司在特定年度中『公司董事長姓名』與『國民黨』和『公司董事長姓名』與『國民黨總統/黨主席姓名』相互關聯之新聞筆數。加總 X_1 、 X_2 、 X_3 與 X_4 (即加總 FNK 與 BCK) 可以到公司在特定年度中之公司整體與國民黨的政治關聯($FNBCK$)。另外,設置虛擬變數 $FNBCK_D$,當 $FNBCK$ 大於 0 時(只要有一筆以上的新聞)等於 1,否(沒有任何一則新聞)則為 0。

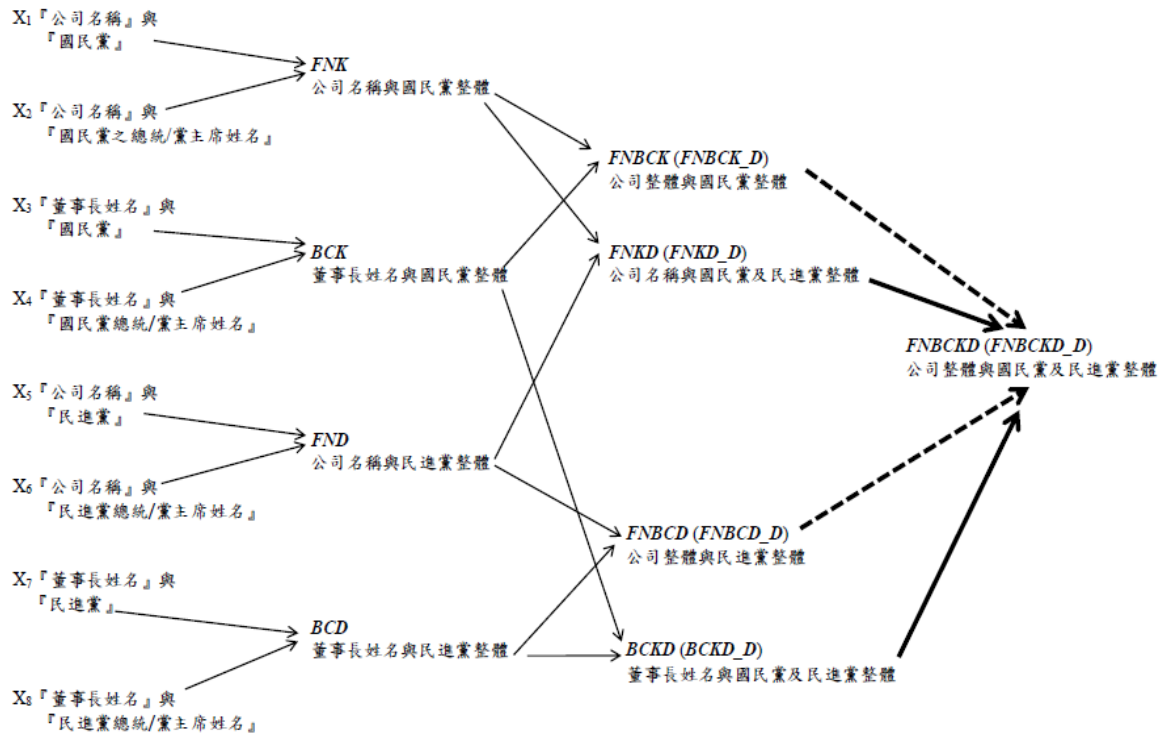
¹⁰ 其中判定特定新聞是否為政治關聯新聞的準則如下為,判斷具有政治關聯的公司包括第一、政治獻金,第二、董事會成員或高層曾與國民黨或民進黨有明顯互動或信心喊話,第三、董事長過去曾是該黨派的成員,第四、公司高層或董事會成員過去曾擔任政府官員,第五、公司高層或董事會成員過去曾擔任國民黨及民進黨之民意代表,第六、公司高層或董事會成員過去曾被政府指派於民間企業擔任職位,第七、公司高層或董事會成員過去曾受聘於總統國策顧問團,第八、大陸經貿考察團向公司簽訂採購合約,第九、企業家的出生背景,包括省籍、血親、姻親等,第十、同鄉與地緣關係。

¹¹ 由於相同的新聞事件有可能來自不同的報紙即不同記者的解讀,相同的新聞事件有可能出現不同的標題以及差異性的報導內容,因此以新聞筆數的多寡來衡量政治關聯將有重覆計算的風險。

加總 X_5 與 X_6 可得到公司在特定年度中之公司名稱與民進黨整體(包括政黨名稱與該政黨之總統/黨主席姓名的政治關聯新聞筆數(FND), 也就是公司在特定年度中『公司名稱』與『民進黨』和『公司名稱』與『民進黨總統/黨主席姓名』相互關聯之新聞筆數; 加總 X_7 與 X_8 可以得到公司在特定年度中之公司董事長姓名與民進黨整體的政治關聯程度(BCD), 也就是公司在特定年度中『公司董事長姓名』與『民進黨』和『公司董事長姓名』與『民進黨總統/黨主席姓名』相互關聯之新聞筆數。加總 X_5 、 X_6 、 X_7 與 X_8 (即加總 FND 與 BCD) 可以到公司在特定年度中之公司整體與民進黨的政治關聯($FNBCD$)。另外, 設置虛擬變數 $FNBCD_D$, 當 $FNBCD$ 大於 0 時 (只要有一筆以上的新聞) 等於 1, 否 (沒有任何一則新聞) 則為 0。

加總 X_1 , X_2 , X_5 與 X_6 , 即加總 FNK 與 FND , 得到一家公司在特定年度中之該公司名稱的整體 (同時與國民黨及民進黨有關) 政治關聯程度($FNKD$), 另外, 設置虛擬變數 $FNKD_D$, 當 $FNKD$ 大於 0 時等於 1, 否則為 0。加總 X_3 , X_4 , X_7 與 X_8 , 即加總 BCK 與 BCD , 得到一家公司在特定年度中之該公司董事長姓名的整體 (同時與國民黨及民進黨有關) 政治關聯程度($BCKD$), 另外, 設置虛擬變數 $BCKD_D$, 當 $BCKD$ 大於 0 時等於 1, 否則為 0。加總 X_1 , X_2 ... 與 X_8 , 即加總 FNK 、 BCK 、 FND 與 BCD , 得到一家公司在特定年度中之該公司整體 (包括公司名稱與董事長姓名) 的政治關聯 (同時與國民黨及民進黨有關) 程度($FNBCKD$), 另設置虛擬變數 $FNBCKD_D$, 當 $FNBCKD$ 大於 0 時等於 1, 否則為 0。本研究政治關聯變數的建構過程請參閱下圖一。

本文使用到的政治關聯變數首先為 $FNBCKD$ (及所衍生出的 $FNBCKD_D$), 接著為 $BCKD$ 與 $FNKD$ (及其所衍生出的 $BCKD_D$ 與 $FNKD_D$), 接著為 $FNBCK$ 與 $FNBCD$ (及其所衍生出的 $FNBCK_D$ 與 $FNBCD_D$), 最後為 FNK 、 BCK 、 FND 與 BCD 。此階層式定義的變數, 一方面可評估公司的整體政治關聯情形($FNBCKD$), 另外亦可考量到企業本身($FNKD$)的政治關聯程度有時可能與董事長($BCKD$)不同, 企業整體與國民黨($FNBCK$)及民進黨($FNBCD$)之政治關聯程度亦有可能相異, 而公司名稱的政黨傾向不同(FNK 與 FND)以及公司董事長的政黨傾向亦有所不同(BCK 與 BCD)。



圖一 政治關聯變數的建構

本文使用到的政治關聯變數首先為 *FNBCKD*（及所衍生出的 *FNBCKD_D*），接著為 *BCKD* 與 *FNKD*（及其所衍生出的 *BCKD_D* 與 *FNKD_D*），再接著為 *FNBCK* 與 *FNBCD*（及其所衍生出的 *FNBCK_D* 與 *FNBCD_D*），最後為 *FNK*、*BCK*、*FND* 與 *BCD*。建構這些階層式定義的變數，一方面可整體地評估公司的整體政治關聯情形(*FNBCKD*)，另一方面亦可考量到企業本身(*FNKD*)的政治關聯程度有時可能與董事長(*BCKD*)不同，企業整體與國民黨(*FNBCK*)及民進黨(*FNBCD*)之政治關聯程度亦有可能相異，而公司名稱的政黨傾向不同(*FNK* 與 *FND*)以及公司董事長的政黨傾向亦有所不同(*BCK* 與 *BCD*)。

(三)控制變數

公司規模(*SIZE*)較大的公司較能夠承受現金流量的負面衝擊，相較於小規模的公司，違約風險較小，公司規模以總資產取自然對數作為代理變數。Goss and Roberts (2011)指出，市價淨值比(*MTB*)隱含公司的成長機會，市價淨值比愈高時，公司的成長機會愈大，以普通股權益市值除普通股帳面價值衡量之。當公司有較高的負債比率(*DEBT*)時，會被銀行視為有較高的違約風險，因而

要求更高的貸款利率，或是要求更嚴格的貸款條件，負債比率定義為總負債除以股東權益。息前稅前盈餘佔總資產 (*EBITTA*) 之比率愈高，企業的獲利能力愈高，未來償債能力也愈好，違約風險相對較低，可取得較低銀行的貸款利率。參考 Altman's (1968) *Z-score (ZSCORE)* 之計算以衡量公司的違約風險，*Z-score* 較高時代表公司違約的機率較低。*Z-score* 之計算主要考慮公司的變現能力、獲利能力、財務結構、償債能力與銷售能力等方面綜合反映企業的財務狀況，其計算公式： $Z\text{-score} = 1.2*Z_1 + 1.4*Z_2 + 3.3*Z_3 + 0.6*Z_4 + 0.99*Z_5$ ，其中 Z_1 為 [(流動資產-流動負債)/總資產]，營運資金相對於總資產之比重愈高，無法償債的風險愈低，用以反映公司的短期償債能力； Z_2 定義為 (保留盈餘/總資產)，反應公司在特定年度中所積累的利潤，以作為未來償債能力的基礎； Z_3 為 (息前稅前盈餘/總資產)，衡量企業在未考慮稅與利息支付之前，其資產所能夠創造盈餘的能力； Z_4 定義為 (普通股市值/總負債)，用以反映股東所提供的資本與債權人提供的資本的相對關係，亦反映企業的基本財務結構是否穩定； Z_5 定義為 (銷售額/總資產)，衡量企業利用資產進行銷售的能力，愈高表示資產的使用效率愈高。¹²

Yermack (1996) 提出董事會規模將影響公司價值，本文認為董事會規模將透過影響公司價值進而影響公司向銀行貸款之利率水準，而董事會規模 (*BOARD*) 以董事會董事總人數進行衡量。Jensen and Meckling (1976) 指出管理階層的持股比率愈高，管理者的決策將更為謹慎，與股東的利益也會愈趨一致，有效降低代理問題，提高企業績效，而經理人持股比率 (*MANA HOLD*) 定義為公司經理人或集團經理人持股數除以公司流通在外股數。董監事持股質押比率 (*PLE DGE*) 將透過影響董監事進行管理監督與管理諮詢上的誘因而影響公司績效與銀行貸款利率，董監事持股質押比率定義為董監持股質押股數/董監持股數。機構投資人具有投資分析的專業與進行外部監督的誘因，因而有助於公司提升績效並降低銀行貸款利率，而機構投資人持股比率 (*INST HOLD*) 定義為機構投資人 (包括政府機構持股、本國金融機構持股、本國信託基金持股、本國公司法人持股、本國其他法人持股、僑外金融機構持股、僑外法人持股與僑外信託基金) 持股數除以公司流通在外股數。董事會的獨立性對公司績效與其他營運成果的研究已相當豐富，本文以獨立董事比率 (*INDIR*) 控制董事會獨立性對銀行貸款利率的影響，定義為獨立董事席次占董事會總席次之比例。

¹² 本研究 *ZSCORE* 之計算過程中牽涉到許多財務比率以及每個財務比率之權數，然而不同產業的公司其在計算 *ZSCORE* 時的權數並是不相同的，同時隨時間經過下亦有許多學者提出了修正，然而本研究目前仍採用 Altman's (1968) 原始版本的權數。此為本研究的一個研究限制之一，感謝匿名審稿者的指正。

另外，本文在迴歸方程式中考慮設置產業別虛擬變數(**INDUSTRY**)，用以控制公司身處不同產業對銀行貸款利率的影響。因公司樣本分布於 18 個產業，故設置 17 個產業虛擬變數。¹³而本研究之資料期間為 2004 至 2012 年，共 9 年，故設置 8 個年度虛擬變數(**YEAR**)，用以控制年度或總體經濟表現對銀行貸款利率的影響。

表一 變數英文縮寫與定義

變數名稱	英文代號	定義(單位)
被解釋變數－銀行貸款利率		
最低利率	<i>RATE_MIN</i>	特定公司在特定年度年來自所有貸款銀行給予之最低貸款利率的平均數(單位：百分比)
最高利率	<i>RATE_MAX</i>	特定公司在特定年度年來自所有貸款銀行給予之最高貸款利率的平均數(單位：百分比)
平均利率	<i>RATE_AVG</i>	特定公司在特定年度年來自所有貸款銀行給予之貸款利率的平均數(單位：百分比)
主要解釋變數－公司的政治連結		
公司名稱與國民黨的政治關聯	<i>FNK</i>	公司名稱與國民黨相關聯之政治新聞筆數
公司董事長姓名與國民黨的政治關聯	<i>BCK</i>	公司董事長姓名與國民黨相關聯之政治新聞筆數
公司名稱與民進黨的政治關聯	<i>FND</i>	公司名稱與民進黨相關聯之政治新聞筆數
公司董事長姓名與民進黨的政治關聯	<i>BCD</i>	公司董事長姓名與民進黨相關聯之政治新聞筆數
公司名稱及董事長姓名與國民黨的政治關聯	<i>FNBCK</i>	公司名稱和董事長姓名與國民黨相關聯之政治新聞筆數，等於 <i>FNK + BCK</i> 。
公司名稱和董事長姓名是否與國民黨有政治關聯	<i>FNBCK_D</i>	當公司名稱和董事長姓名與國民黨相關聯之政治新聞筆數 <i>FNBCK</i> 大於 1 筆時， <i>FNBCK_D</i> 之值等於 1，當公司名稱和董事長姓名完全沒有任何與國民黨相關聯之政治新聞時， <i>FNBCK_D</i> 之值為 0。
公司名稱和董事長姓名與民進黨的政治關聯	<i>FNBCD</i>	公司名稱和董事長姓名與民進黨相關聯之政治新聞筆數，等於 <i>FND + BCD</i> 。
公司名稱和董事長姓名是否與民進黨有政治關聯	<i>FNBCD_D</i>	當公司名稱和董事長姓名與民進黨相關聯之政治新聞筆數 <i>FNBCD</i> 大於 1 筆時， <i>FNBCD_D</i> 之值等於 1，當公司名稱和董事長姓名完全沒有任何與民進黨相關聯之政治新聞時， <i>FNBCD_D</i> 之值為 0。

¹³ 參考台灣經濟新報資料庫，本研究將公司樣本分為 18 個產業類別(不包括金融產業公司)，分別為水泥工業、食品工業、塑膠工業、紡織工業、電機機械、電器電纜、化學生技醫療、玻璃陶瓷、造紙工業、鋼鐵工業、橡膠工業、汽車工業、電子工業、建材營造、航運、觀光、貿易百貨、油電燃氣綜合與其他。本研究設置 17 個產業虛擬變數時，以油電燃氣綜合與其他產業公司樣本為參考組(reference group)。另外，本研究的資料期間為 2004-2012 共 9 年，設置 8 個年度虛擬變數時，以 2012 年的公司樣本為參考組。

表一 變數英文縮寫與定義 (續)

變數名稱	英文代號	定義 (單位)
公司名稱與國民黨和民進黨的政治關聯	<i>FNKD</i>	公司名稱與國民黨和民進黨相關聯之政治新聞筆數，等於 $FNK + FND$ 。
公司名稱是否與國民黨和民進黨有政治關聯	<i>FNKD_D</i>	當公司名稱與國民黨和民進黨相關聯之政治新聞筆數 $FNKD$ 大於 1 筆時， $FNKD_D$ 之值等於 1，當公司名稱完全沒有任何與國民黨和民進黨相關聯之政治新聞時， $FNKD_D$ 之值為 0。
公司董事長姓名與國民黨和民進黨的政治關聯	<i>BCKD</i>	公司董事長姓名與國民黨和民進黨相關聯之政治新聞筆數，等於 $BCK + BCD$ 。
公司董事長姓名是否與國民黨和民進黨有政治關聯	<i>BCKD_D</i>	當公司董事長姓名與國民黨和民進黨相關聯之政治新聞筆數 $BCKD$ 大於 1 筆時， $BCKD_D$ 之值等於 1，當公司董事長姓名完全沒有任何與國民黨和民進黨相關聯之政治新聞時， $BCKD_D$ 之值為 0。
公司名稱和董事長姓名與國民黨和民進黨的政治關聯	<i>FNCKD</i>	公司名稱和董事長姓名與國民黨和民進黨相關聯之政治新聞筆數
公司名稱和董事長姓名是否與國民黨和民進黨有政治關聯	<i>FNCKD_D</i>	當公司名稱和董事長姓名與國民黨和民進黨相關聯之政治新聞筆數 $FNCKD$ 大於 1 筆時， $FNCKD_D$ 之值等於 1，當公司名稱和董事長姓名完全沒有任何與國民黨和民進黨相關聯之政治新聞時， $FNCKD_D$ 之值為 0。
控制變數		
公司規模	<i>SIZE</i>	總資產取自然對數 (單位：千元新台幣取自然對數)
市價淨值比	<i>MTB</i>	普通股市值/普通股帳面價值
負債淨值比	<i>DEBT</i>	負債總額/股東權益 (單位：百分比)
息前稅前盈餘/總資產	<i>EBITTA</i>	息前稅前盈餘/總資產 (單位：百分比)
破產風險指標(Altman's Z-score)	<i>ZSCORE</i>	$ZSCORE = 1.2 * [(流動資產 - 流動負債 / 總資產)] + 1.4 * (保留盈餘 / 總資產) + 3.3 * (稅前息前淨利 / 資產總額) + 0.6 * (權益市值 / 總負債) + 0.99 * (銷貨收入 / 資產總額)$
機構投資人持股比率	<i>INSTHOLD</i>	(政府機構持股+本國金融機構持股+本國信託基金持股+本國公司法人持股+本國其他法人持股+僑外金融機構持股+僑外法人持股+僑外信託基金持股)/流通在外股數 (單位：百分比)
董監事持股質押比率	<i>PLEDGE</i>	董監事質押股數/董監事持股數 (單位：百分比)
經理人持股比率	<i>MANAHOLD</i>	經理人持股數/流通在外股數 (單位：百分比)
董事會規模	<i>BOARD</i>	董事總人數 (單位：人)
獨立董事比率	<i>INDR</i>	獨立董事人數/董事總人數 (單位：百分比)
產業虛擬變數	<i>INDUSTRY</i>	產業虛擬變數向量。依據證券交易所交易代碼，公司樣本分為 18 個產業，設置 17 個產業虛擬變數
年度虛擬變數	<i>YEAR</i>	年度虛擬變數向量。資料期間為 2004 年至 2012 年共 9 年，設置 8 個年度別虛擬變數

說明：

本表整理變數的中文名稱、英文縮寫與簡要定義。

二、計量模型

本研究主要以多重迴歸估計公司政治關聯程度對企業之銀行貸款利率的影響。另外，Barako, Hancock and Izan (2006)發現董事會中獨立董事的比例愈高，自願性揭露程度較佳而公司治理健全度較佳，Lang and Lundholm (1993)表示公司規模愈大，資訊產生及傳播的成本愈低，因此大規模公司傾向提供較多資訊。本研究認為董事會的獨立性愈高，公司政治關聯的益處愈傾向發酵於公司營運上而不是滿足於公司高層的私人利益，因此有助於降低銀行貸款利率；公司的規模愈大，提供於金融市場上的訊息愈多，公司政治關聯愈容易被金融市場上評價，追求私人立益產生的代理成本愈小，因此規模較大的公司之政治關聯更有助於降低銀行貸款利率。基於這些原因，本研究在迴歸方程式中考慮政治關聯與公司規模之交乘項以及政治關聯與獨立董事比例之交乘項。待估計迴歸方程式為：

$$\begin{aligned}
 \text{RATE}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{PC}_{i,t} + \beta_2 \text{PC}_{i,t} \cdot \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{PC}_{i,t} \cdot \text{INDR}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} \\
 & + \beta_5 \text{MTB}_{i,t} + \beta_6 \text{DEBT}_{i,t} + \beta_7 \text{EBITTA}_{i,t} + \beta_8 \text{ZSCORE}_{i,t} + \beta_9 \text{INSTHOLD}_{i,t} \\
 & + \beta_{10} \text{PLEDGE}_{i,t} + \beta_{11} \text{MANAHOLD}_{i,t} + \beta_{12} \text{BOARD}_{i,t} + \beta_{13} \text{INDR}_{i,t} \\
 & + \sum \delta \text{INDUSTRY} + \sum \xi \text{YEAR} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中 **RATE** 為銀行貸款利率向量，分別為最低利率(*RATE_MIN*)、最高利率(*RATE_MAX*)與平均利率(*RATE_AVG*)；**PC** 為政治關聯變數向量，分別為公司名稱與國民黨的政治關聯(*FNK*)、公司董事長姓名與國民黨的政治關聯(*BCK*)、公司名稱與民進黨的政治關聯(*FND*)、公司董事長姓名與民進黨的政治關聯(*BCD*)、公司名稱及董事長姓名與國民黨的政治關聯(*FNBCK*)、公司名稱和董事長姓名是否與國民黨有政治關聯(*FNBCK_D*)、公司名稱和董事長姓名與民進黨的政治關聯(*FNBCD*)、公司名稱和董事長姓名是否與民進黨有政治關聯(*FNBCD_D*)、公司名稱與國民黨和民進黨的政治關聯(*FNKD*)、公司名稱是否與國民黨和民進黨有政治關聯(*FNKD_D*)、公司董事長姓名與國民黨和民進黨的政治關聯(*BCKD*)、公司董事長姓名是否與國民黨和民進黨有政治關聯(*BCKD_D*)、公司名稱和董事長姓名與國民黨和民進黨的政治關聯(*FNBCKD*)、公司名稱和董事長姓名是否與國民黨和民進黨有政治關聯進行衡量(*FNBCKD_D*)；**SIZE** 為公司規模、**MTB** 為市價對帳面價值比率、**DEBT** 負債淨值比、**EBITTA** 息前稅前盈餘除以總資產、**ZSCORE** 為 Altman 破產風險指

標 *Z-score*、*INSTHOLD* 機構投資人持股比率、*PLEDGE* 董監事持股質押比率、*MANAHOLD* 經理人持股比率、*BOARD* 為董事會規模、*INDR* 獨立董事比率，而 *INDUSTRY* 與 *YEAR* 分別為產業虛擬變數向量及年度虛擬變數向量。

迴歸的估計採用最小平方準則，而當被解釋變數為二元變數(Binary Variable)時(包括 *FNBACK_D*、*FNBCD_D*、*FNKD_D*、*BCKD_D* 與 *FNBACKD_D*)，則採用線性機率模型(Linear Probability Model)進行估計。估計迴歸時，又可分為模型(1)與模型(2)，模型(1)表示迴歸方程式中並未包括 17 個產業虛擬變數與 8 個年度虛擬變數，模型(2)則包括這些虛擬變數。

三、公司樣本與資料

研究公司樣本為臺灣證券交易所上市非金融產業公司共 761 家公司，資料期間為 2004-2012 年，資料型態為追蹤資料(panel data)。本文定義前 4 年即 2004-2007 為民進黨執政時期，後 5 年則為國民黨執政時期。樣本公司之財務變數與公司治理變數的資料來自於台灣經濟新報資料庫，政治關聯變數之建構則仰賴於立法院新聞知識管理系統資料庫。

肆·實證結果

一、敘述統計與相關分析

表二報告本研究公司樣本的產業分布，其中分表 A 為樣本公司在臺灣證券交易所 18 個產業中的分佈情形（以公司家數進行統計與百分比之計算），分表 B 與分表 C 分別為各產業內樣本公司的平均政治關聯程度與平均貸款利率[以公司-年(firm-year)之樣本點進行統計與計算]。觀察表二發現，定義範圍最大的政治關聯衡量指標，公司名稱和董事長姓名與國民黨和民進黨的政治關聯(*FNBACKD*)，最高者為汽車業的 14.65，其中依據公司董事長姓名所計算出來的政治關聯程度(*BCKD*)平均為 8.60，依據公司名稱所計算出來的政治關聯程度(*FNKD*)平均為 6.05，有趣的是，公司名稱/董事長姓名與國民黨之政治關聯程度(*FNBACK*)平均為 13.12，公司名稱/董事長姓名與民進黨之政治關聯程度(*FNBCD*)平均僅為 1.53，由此可推論在汽車產業中，公司整體與國民黨的政治互動是明顯較多的。另外，我們亦發現就 18 個產業的平均狀況來說，公司名稱/董事長姓名與國民黨之政治關聯程度(*FNBACK*)平均為 2.78，高於公司名稱/

董事長姓名與民進黨之政治關聯程度(*FNBCD*)平均值(1.04)，可知平均來說公司整體與國民黨有較高程度的政治互動。

在銀行貸款利率的部分，就平均貸款利率(*RATE_AVG*)來說，造紙產業的平均利率最低(1.96%)，其次為汽車產業的 2.06%，最高者為電器電纜產業的 2.71%，次高者為玻璃產業的 2.70%，可能的解釋原因是造紙與汽車產業大多擁有龐大的土地資產，因此可作為銀行貸款的抵押，使該產業的公司平均來說可獲得較低的貸款利率；另外電器電纜與玻璃產業的產業成長與前景相對較低（資料期間平均息前稅前折舊前之資產報酬率為 6.64%與 7.72%，低於所有樣本的 9.26%），可以解釋為何其貸款利率相對較高。有趣的是，18 個產業之貸款利率高低（包括最低利率、最高利率與平均利率），與產業所相對應之平均政治關聯的相關係數分別為-0.5266、-0.5213 與-0.5345，且皆達到 5%之顯著水準，表示就產業別來看，較高程度的政治關聯對應著較低的銀行貸款利率。

表三報告變數的敘述統計量，包括平均數、標準差、最小值、中位數與最大值，包括分表 A 為所有樣本，共 6,849 個公司-年(*firm-year*)樣本點，分表 B 為具有政治關聯之公司樣本(*FNBCKD_D* 等於 1)，共 964 個樣本點，分表 C 為不具有政治關聯之公司樣本(*FNBCKD_D* 等於 0 或缺乏 *FNBCKD* 資料者)，有 5,885 個。首先，比較具政治關聯與不具政治關聯樣本發現，前者的平均貸款利率(*RATE_AVG*)為 2.1288%，後者為 2.3641%，且兩者之間的平均數差異達到 1%的顯著水準，表示具有政治關聯公司樣本的平均利率顯著低於不具有政治關聯公司樣本的平均利率，政治關聯公司享有顯著較低的銀行貸款成本，平均來說大約低了 23.5 個基點(*Basis Point*)。敘述統計的結果與先前樣本分布的結果相一致，平均來說，政治關聯公司享有較低的銀行貸款利率。

另外，比較分表 B 與分表 A 之各變數的平均數可知，若干控制變數在兩組樣本間是有顯著差異的，平均來說，政治關聯公司的規模較大，市價對帳面價值比較高，負債比率較低，息前稅前盈餘佔總資產之比率較高，破產風險指標 *Altman Z-score* 與不具政治關聯公司接近，機構投資人持股比率較高，董監事持股質押比率較高，經理人持股比率較低，董事會規模較大而獨立董事比率較低。

表四報告變數之間的 *Pearson* 積差相關係數（下三角）與 *Spearman* 等級相關係數（上三角）。首先，觀察矩陣下三角元素中，定義最廣的政治關聯變數(*FNBCKD*)與三個銀行貸款利率變數的相關係數分別為（-0.0396、-0.0356 與-0.0415），雖然負相關的係數不大，但皆達到 5%的統計顯著水準，表示當一家公司之公司名稱與董事長姓名與國內兩個主要政黨的關聯新聞筆數愈

多，平均來說會有較低的銀行貸款利率，與先前的結果一致。其次，政治關聯變數 *BCKD* 以及 *FNCK* 與三個銀行貸款利率變數的相關係數皆為負且統計顯著，表示董事長與兩黨的政治關聯、公司名稱/董事長與國民黨之間的政治關聯程度愈高，平均來說，公司的銀行貸款利率愈低。

第三，觀察矩陣上三角元素中，政治關聯變數 *FNCKD*、*BCKD*、*FNKD* 以及 *FNCK* 與三個銀行貸款利率變數的相關係數皆為負且皆達到 5% 的統計顯著水準，表示公司名稱/董事長與兩主要政黨的政治關聯或與國民黨的政治關聯程度愈高，銀行貸款利率愈低。第四，公司名稱/董事長與民進黨的政治關聯與銀行貸款利率呈顯著正向關聯（分別為 0.0368、0.0501 與 0.0452），表示銀行傾向會給予那些與民進黨有較高政治關聯程度的公司較高的貸款利率。張元與林瑞文(2016)利用台灣公開發行銀行的資料發現，與民進黨政治關聯（以銀行董事會是否出現現任或卸任之內閣閣員或立場委員作為判斷依據）的銀行傾向有較高經營風險的證據，可以作為輔助解釋目前這點發現。

表二 公司樣本的產業分布

分表 A. 樣本公司的產業分佈			分表 B. 各產業樣本公司的平均政治關聯程度					分表 C. 各產業樣本公司的平均貸款利率		
產業名稱	公司家數	佔所有公司之百分比	<i>FNBCK</i>	<i>FNBCD</i>	<i>FNBCKD</i>	<i>BCKD</i>	<i>FNKD</i>	<i>RATE_MIN</i>	<i>RATE_MAX</i>	<i>RATE_AVG</i>
水泥	7	0.93	4.38	2.33	6.71	4.49	2.22	2.00	2.23	2.12
食品	20	2.67	5.49	0.70	6.19	3.98	2.20	2.15	2.49	2.32
塑膠	21	2.80	4.21	1.53	5.74	1.81	3.93	2.12	2.26	2.20
紡織	47	6.27	2.17	0.71	2.88	2.70	0.18	2.37	2.56	2.46
電機	37	4.93	0.47	0.75	1.22	0.64	0.58	2.27	2.64	2.46
電器電纜	14	1.87	0.97	0.18	1.15	0.18	0.97	2.53	2.90	2.71
化學	25	3.33	2.4	2.94	5.37	3.83	1.54	2.15	2.38	2.26
玻璃	4	0.53	2.09	0.72	2.81	0.78	2.04	2.43	2.96	2.70
造紙	7	0.93	1.05	1.22	2.27	0.54	1.73	1.89	2.05	1.96
鋼鐵	29	3.87	0.96	1.79	2.74	1.58	1.16	2.42	2.77	2.60
橡膠	10	1.33	1.02	0.13	1.16	0.73	0.42	2.42	2.68	2.56
汽車	5	0.67	13.13	1.53	14.65	8.60	6.05	1.95	2.18	2.06
資訊電子	373	49.73	1.35	0.40	1.75	1.06	0.69	2.16	2.49	2.32
營建	40	5.33	0.19	0.19	0.39	0.17	0.22	2.62	2.80	2.70
航運	19	2.53	2.85	1.28	4.14	2.68	1.46	2.17	2.52	2.34
觀光	8	1.07	0.03	0.25	0.29	0.00	0.29	2.08	2.31	2.20
貿易百貨	10	1.33	3.21	1.25	4.46	3.99	0.47	2.08	2.41	2.24
其他	74	9.88	4.02	0.88	4.90	2.53	2.33	2.35	2.39	2.37
總計(平均)	761	100	(2.78)	(1.04)	(3.82)	(2.24)	(1.58)	(2.21)	(2.50)	(2.36)
與 <i>FNBCKD</i> 之 Pearson 相關係數								-0.5226**	-0.5113**	-0.5345**

說明：

本表報告樣本公司的產業分布狀況。分表 A 是以公司家數進行統計，分表 B 與分表 C 是以公司-年(firm-year)之樣本點進行統計。表格最下列之數字，無括號者為上方所有數字之總合，有括號者為上方所有數字的算術平均。最下方列為政治關聯變數(*FNBCKD*)與貸款利率(分別為 *RATE_MIN*、*RATE_MAX* 與 *RATE_AVG*)之 Pearson 相關係數，星號標記表示相關係數達到 5% 之顯著水準。

表三 敘述統計量

	分表 A. 全樣本					分表 B. 具政治關聯公司(FNBCKD_D 等於 1)					分表 C. 不具政治關聯公司(FNBCKD_D 等於 0)				
	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
RATE_AVG	2.3558	1.2431	0.0100	2.1850	25.500	2.1288	1.1284	0.0100	1.9400	6.4700	2.3641	1.2733	0.0100	2.1600	25.500
FNBCKD	2.6263	15.552	0.0000	0.0000	715.00	16.539	35.974	1.0000	6.0000	715.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
BCKD	1.5931	9.2600	0.0000	0.0000	202.00	10.033	21.347	0.0000	2.0000	202.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
FNKD	1.0331	10.070	0.0000	0.0000	650.00	6.5062	24.568	0.0000	2.0000	650.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
FNCK	1.9012	13.267	0.0000	0.0000	715.00	11.973	31.443	0.0000	4.0000	715.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
FNCD	0.7251	7.4649	0.0000	0.0000	298.00	4.5664	18.267	0.0000	0.0000	298.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
SIZE	15.626	1.3214	6.8800	15.490	21.260	17.010	1.5216	12.340	16.830	21.260	15.497	1.0754	11.120	15.430	20.330
MTB	1.6333	1.4981	0.0500	1.2700	41.320	1.7008	1.2590	0.1900	1.3500	12.280	1.5944	1.5366	0.0500	1.2300	41.320
DEBT	87.759	242.42	0.0000	56.595	11451	81.403	77.343	0.5100	63.400	850.37	89.576	274.20	0.1300	54.7700	11451
EBITTA	0.0581	0.1606	-8.8100	0.0600	1.0100	0.0677	0.0949	-0.8400	0.0600	0.5400	0.0527	0.1702	-8.8100	0.0600	1.0100
ZSCORE	1.4029	1.2228	-30.080	1.3800	9.3900	1.3789	0.9715	-2.9600	1.2150	6.5200	1.3602	1.2277	-30.080	1.3600	8.4200
INSTHOLD	39.740	22.701	0.0000	36.655	100.00	54.537	22.859	0.9700	56.515	100.00	36.774	21.488	0.0000	33.5000	98.130
PLEDGE	10.341	18.834	0.0000	0.0000	99.970	13.318	19.494	0.0000	2.4050	96.380	10.381	19.113	0.0000	0.0000	99.970
MANAHOLD	1.0766	2.1590	0.0000	0.3000	23.140	0.5428	1.2996	0.0000	0.1300	14.520	1.1396	2.2757	0.0000	0.3300	23.140
BOARD	7.1275	2.4165	0.0000	7.0000	28.000	8.1359	2.8396	3.0000	7.0000	19.000	6.9501	2.3105	0.0000	7.0000	21.000
INDR	0.1225	0.1599	0.0000	0.0000	0.7500	0.0922	0.1416	0.0000	0.0000	0.7500	0.1191	0.1600	0.0000	0.0000	0.6000

說明：

本表報告變數的基本敘述統計量，包括平均數、標準差、最小值、中位數與最大值。資料期間為 2004 至 2012 年。變數之定義與計算請參考表 1。所有樣本資料（分表 A）共 6,849 個公司-年(firm-year)樣本點，其中具政治關聯之公司（FNBCKD_D 等於 1）樣本（分表 B）有 964 個樣本點，不具政治關聯之公司（FNBCKD_D 等於 0 或缺乏 FNBCKD 資料者）樣本（分表 C）則有 5,885 個。

表四 相關係數矩陣

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
(1) <i>RATE_MIN</i>	1.0000	0.8784**	0.9494**	-0.0928**	-0.0991**	-0.0773**	-0.1268**	0.0368**	-0.2010**	-0.2037**	0.2031**	-0.1691**	-0.1761**	-0.1575**	0.0734**	-0.0494**	-0.1101**	-0.1134**
(2) <i>RATE_MAX</i>	0.6528**	1.0000	0.9760**	-0.0646**	-0.0717**	-0.0621**	-0.1010**	0.0501**	-0.1479**	-0.2092**	0.2140**	-0.1739**	-0.1590**	-0.1704**	0.0534**	-0.0371**	-0.0999**	-0.1152**
(3) <i>RATE_AVG</i>	0.9168**	0.9004**	1.0000	-0.0790**	-0.0859**	-0.0713**	-0.1151**	0.0452**	-0.1738**	-0.2103**	0.2118**	-0.1732**	-0.1673**	-0.1691**	0.0606**	-0.0439**	-0.1069**	-0.1150**
(4) <i>FNCKD</i>	-0.0396**	-0.0356**	-0.0415**	1.0000	0.8202**	0.8053**	0.8965**	0.5761**	0.3792**	0.0691**	0.0215**	0.0582**	-0.027**	0.2867**	0.0864**	-0.1150**	0.1782**	-0.0476**
(5) <i>BCKD</i>	-0.0487**	-0.0437**	-0.0511**	0.7853**	1.0000	0.4746**	0.7617**	0.4917**	0.3025**	0.0668**	0.0084**	0.0561**	-0.0111**	0.2690**	0.0451**	-0.1094**	0.1669**	-0.0357**
(6) <i>FNKD</i>	-0.0180**	-0.0162**	-0.0189**	0.8222**	0.2933**	1.0000	0.7108**	0.4876**	0.3493**	0.0643**	0.0224**	0.0486**	-0.0185**	0.1992**	0.0964**	-0.0756**	0.1327**	-0.0336**
(7) <i>FNBC</i>	-0.0404**	-0.0382**	-0.0433**	0.8776**	0.6059**	0.7981**	1.0000	0.2751**	0.3509**	0.0677**	0.0173**	0.0539**	-0.0249**	0.2662**	0.0735**	-0.1012**	0.1656**	-0.0356**
(8) <i>FNBCD</i>	-0.0100**	-0.0054**	-0.0087**	0.5236**	0.5593**	0.2944**	0.0511**	1.0000	0.2331**	0.0413**	0.008**	0.0634**	-0.0025**	0.1717**	0.0737**	-0.0609**	0.1270**	-0.0555**
(9) <i>SIZE</i>	-0.1666**	-0.1531**	-0.1761**	0.2095**	0.1523**	0.1834**	0.1789**	0.1186**	1.0000	0.1183**	0.0827**	0.1841**	0.0620**	0.4210**	0.1815**	-0.1136**	0.3084**	-0.0228**
(10) <i>MTB</i>	-0.0410**	-0.0485**	-0.0489**	0.0129**	0.0045**	0.0158**	0.0124**	0.0049**	0.0132**	1.0000	-0.0389**	0.5765**	0.3521**	0.3071**	-0.0666**	0.0642**	0.0466**	0.1423**
(11) <i>DEBT</i>	0.1006**	0.1005**	0.1105**	-0.0022**	-0.0007**	-0.0028**	0.0001**	-0.0064**	-0.0073**	0.1241**	1.0000	-0.2780**	-0.1601**	-0.0528**	0.0490**	-0.0011**	-0.0618**	-0.0201**
(12) <i>EBITTA</i>	-0.0884**	-0.1106**	-0.1087**	0.0168**	0.0170**	0.0103**	0.0034**	0.0289**	0.1112**	0.0056**	-0.1074**	1.0000	0.6766**	0.2734**	-0.0451**	0.1392**	0.0412**	0.1243**
(13) <i>ZSCORE</i>	-0.1027**	-0.0958**	-0.1091**	-0.0013**	-0.0004**	-0.0017**	-0.0053**	0.0066**	0.0839**	0.0812**	-0.1858**	0.6974**	1.0000	0.1200**	-0.1550**	0.2347**	0.0330**	0.1961**
(14) <i>INSTHOLD</i>	-0.1023**	-0.1330**	-0.1284**	0.1431**	0.1316**	0.1000**	0.1183**	0.0879**	0.4264**	0.2334**	-0.0164**	0.1483**	0.1172**	1.0000	0.0142**	-0.1070**	0.2126**	0.0525**
(15) <i>PLEDGE</i>	0.0746**	0.0548**	0.0704**	0.0399**	0.0142**	0.0486**	0.0489**	-0.0038**	0.1342**	-0.1159**	0.0400**	-0.0649**	-0.1448**	-0.0155**	1.0000	-0.0330**	0.0493**	-0.1754**
(16) <i>MANAHOLD</i>	-0.0052**	0.0005**	-0.0028**	-0.0501**	-0.0480**	-0.0331**	-0.0413**	-0.0309**	-0.1782**	0.0019**	-0.0213**	0.0506**	0.1102**	-0.1008**	-0.0261**	1.0000	-0.0659**	0.2378**
(17) <i>BOARD</i>	-0.0439**	-0.0754**	-0.0649**	0.0997**	0.0838**	0.0769**	0.0701**	0.0831**	0.3410**	-0.0033**	-0.0290**	0.0309**	0.0230**	0.2403**	0.0056**	-0.1378**	1.0000	0.1041**
(18) <i>INDR</i>	-0.0561**	-0.0837**	-0.0762**	-0.0238**	-0.0444**	0.0041**	-0.0141**	-0.0245**	-0.0680**	0.1756**	-0.0473**	0.1137**	0.2259**	0.0419**	-0.1532**	0.1121**	-0.0224**	1.0000

說明：

本表報告變數之間的 Pearson 積差相關係數(Pearson Correlation Coefficient) (下三角元素) 與 Spearman 等級相關係數(Spearman Rank Correlation Coefficient) (上三角元素)。星號標記表示相關係數至少達到 5% 之顯著水準。資料期間為 2004 至 2012 年，所有資料共 6,849 個公司-年(firm-year)樣本點。變數之定義與計算請參考表 1。

二、迴歸估計結果

(一)全樣本分析

在全樣本下(2004~2012年)，表五報告政治關聯對銀行貸款利率的迴歸估計結果，其中貸款利率以最低貸款利率作為代理變數。觀察 14 個政治關聯變數的估計係數發現，大部分的估計係數為負，而當政治連結變數採用 *FNCKD_D*、*FNKD_D*、*FNCK_D*、*FNCKD*、*FNCKD_D* 與 *FND* 時，估計係數為負的情形達到了統計顯著性，顯示只要公司名稱/董事長姓名與兩黨有政治關聯、公司名稱與兩黨有政治關聯、公司名稱/董事長姓名與國民黨有政治關聯、公司名稱/董事長姓名與民進黨有政治關聯時，銀行所給予公司的最低利率是顯著較低的，而公司名稱/董事長姓名與民進黨的政治關聯新聞筆數以及公司名稱與民進黨的政治關聯新聞筆數愈多時，銀行所給予公司的最低利率亦顯著較低。

另外就交乘項的估計係數來看，當政治關聯變數採用 *FNCKD_D*、*FNCKD_D*、*FNKD_D*、*FNCK_D*、*FNCKD_D* 與 *FND* 衡量時，部分獨立董事比率(*INDR*)資產規模(*SIZE*)與政治關聯變數交乘項的估計係數顯著為正，表示雖然政治關聯有降低銀行貸款利率的傾向，但公司董事會獨立性愈高的公司以及規模愈大的公司，將會減緩公司因政治關聯所帶來降低銀行貸款利率的好處。本文的解釋是，政治關聯雖然有助於公司被銀行評以較佳的信用條件或其他有利信用的評價，以致於使其享有較低的銀行貸款成本，但亦有可能具政治關聯的公司會因為與政治人物的較近距離而使其追求非公司利潤極大的目標，或將此資金使用於非利潤極大之投資項目，因此當公司董事會的獨立性愈高時，將會壓縮公司本身或公司高層人士與政治上的牽連，以致於在降低銀行貸款利率的程度上，較董事會獨立性較低的公司來得小。

另外，大規模的公司其所面對的經營風險較大與成長性相對較低，大規模的公司追逐政治關聯，有可能在政治不穩定(例如政黨輪替)時，受政治與金融市場的擾動較大，因此大規模公司的政治關聯產生的成本將大於其利益，以致於降低了公司政治關聯在降低銀行貸款利率上的效果。

就控制變數的估計結果來看，表五中大部分的證據顯示，資產規模(*SIZE*)、市價對帳面價值比(*MTB*)、破產風險指標 Altman's Z-score (*ZCORE*)與獨立董事比率(*IDR*)的估計係數顯著為負，負債比率(*DEBT*)與董監事持股質押比率(*PLEDGE*)的估計係數顯著為正，表示當公司的規模愈大、市場上評價

的成長機會愈高、破產風險愈小以及獨立董事比率愈高時，銀行傾向給予其較低的貸款利率；當公司的負債比率愈高而董事監事質押其愈多持有之股份時，銀行在貸款評估將傾向給予該公司較差的評價，以至於要求較高的貸款利率。整體來說，控制變數的估計結果符合一般財務直覺。

觀察表五的各個迴歸估計結果的配適程度(*goodness-of-fit*)指標，發現調整後判定係數落於 5%~30% 之間，而估計之迴歸模型整體顯著性(*overall significance of estimated regression model*)的 F 檢定結果皆達統計顯著性 (p 值皆小於 0.05)，表示迴歸模型設定在解釋銀行貸款利率上有達到整體的顯著性。

表六報告政治關聯對銀行貸款利率的迴歸估計結果，其中貸款利率以最高貸款利率作為代理變數。觀察 14 個政治關聯變數的估計係數發現，當政治關聯變數為 *FNKD*、*FNKD_D*、*FNBCD*、*FNBCD_D*、*FNK*、*FND* 與 *BCD* 的估計係數大多為負且統計顯著，表示公司名稱與兩黨有政治關聯、公司名稱/董事長姓名與民進黨有政治關聯時，銀行貸款的利率顯著較低，而公司名稱與兩黨的政治關聯新聞愈多、公司名稱/董事長姓名與兩黨的政治關聯新聞愈多、董事長與民進黨的政治關聯新聞愈多時，銀行貸款利率愈低。交乘項的估計結果較缺乏一致性，部份證據支持獨立董事比率有助於增強公司政治關聯在降低銀行貸款利率上的好處，有的證據卻顯示將減少這個好處，因此本研究將無法針對交乘項的估計結果作出定論。控制變數的估計結果則較具一致性，與表五相類似，皆與一般財務直覺相符合。

表七報告政治關聯對銀行貸款利率的迴歸估計結果，其中貸款利率以平均貸款利率作為代理變數。觀察政治關聯變數的估計係數發現，部分負向係數達到統計顯著水準，表示較高程度的政治關聯傾向對應著較低的銀行貸款利率。唯一例外者為政治關聯變數為 *BCK* 且採模型(1)進行估計時，表示公司董事長與國民黨政治關聯程度較高時，銀行將給予該公司較高的貸款利率。由於目前是採用全樣本作為估計的根據，當本文後續將全文本切割為民進黨執政時期之樣本以及國民黨執政時期之樣本時，即可嘗試解釋公司董事長與國民黨有政治關聯時，為何被要求較高的銀行貸款利率。最後，與表六相似，交乘項的估計結果不穩定，但控制變數的估計結果符合一般推論，而迴歸估計的模型設定配適妥當。

表五 政治關聯對銀行貸款利率（最低利率）的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數：RATE_MIN													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	4.8306*** (15.6)	3.6194*** (10.5)	5.3286*** (15.3)	4.1048*** (10.8)	4.7770*** (15.4)	3.5537*** (10.4)	4.8663*** (14.5)	3.7399*** (10.4)	4.8967*** (16.0)	3.6765*** (10.7)	5.3240*** (16.1)	4.1304*** (11.2)	4.8728*** (15.4)	3.6483*** (16.4)
<i>FNCKD</i>	-0.0025 (-0.34)	-0.0094 (-1.03)												
<i>FNCKD_D</i>			-1.5145** (-2.51)	-1.7050*** (-3.31)										
<i>BCKD</i>					0.0115 (1.15)	-0.0041 (-0.41)								
<i>BCKD_D</i>							-0.2700 (-0.40)	-0.8147 (-1.49)						
<i>FNKD</i>									-0.0200 (-1.06)	-0.0205 (-1.02)				
<i>FNKD_D</i>											-2.3987*** (-3.66)	-2.7829*** (-4.83)		
<i>FNCK</i>													0.0051 (0.39)	-0.0099 (-0.91)
<i>PC*INDR</i>	-0.0083 (-1.52)	-0.0038 (-0.59)	0.4909 (1.31)	0.6168 (2.04)	-0.0029 (-0.36)	0.0008 (0.10)	0.6576 (1.49)	0.8422 (2.37)	-0.0260 (-1.70)	-0.0113 (-0.72)	-0.1033 (-0.27)	-0.1378 (-0.43)	-0.0043 (-0.40)	-0.0050 (-0.61)
<i>PC*SIZE</i>	0.0001 (0.31)	0.0005 (0.97)	0.0884** (2.42)	0.0987*** (3.20)	-0.0009 (-1.48)	0.0000 (0.01)	0.0083 (0.20)	0.0416 (1.27)	0.0013 (1.10)	0.0013 (1.03)	0.1422*** (3.61)	0.1653*** (4.84)	-0.0004 (-0.47)	0.0006 (0.91)
<i>SIZE</i>	-0.1634*** (-7.23)	-0.1343*** (-7.98)	-0.1940*** (-7.88)	-0.1635*** (-8.88)	-0.1600*** (-7.07)	-0.1301*** (-7.75)	-0.1652*** (-6.90)	-0.1412*** (-7.97)	-0.1674*** (-7.49)	-0.1381*** (-8.26)	-0.1934*** (-8.19)	-0.1647*** (-9.23)	-0.1603*** (-7.09)	-0.1364*** (-8.07)
<i>MTB</i>	-0.0394** (-2.06)	-0.0126 (-0.65)	-0.0401** (-2.10)	-0.0128 (-0.66)	-0.0401** (-2.09)	-0.0131 (-0.68)	-0.0397** (-2.07)	-0.0125 (-0.65)	-0.0396** (-2.07)	-0.0128 (-0.66)	-0.0407** (-2.14)	-0.0136 (-0.70)	-0.0392** (-2.05)	-0.0125 (-0.64)
<i>DEBT</i>	0.0005*** (3.09)	0.0004*** (3.32)	0.0005*** (3.07)	0.0004*** (3.29)	0.0005*** (3.10)	0.0004*** (3.32)	0.0005*** (3.09)	0.0004*** (3.31)	0.0005*** (3.09)	0.0004*** (3.32)	0.0005*** (3.07)	0.0004*** (3.29)	0.0005*** (3.10)	0.0004*** (3.32)
<i>EBITTA</i>	0.0392 (0.15)	-0.3939* (-1.79)	0.0753 (0.28)	-0.3615 (-1.63)	0.0426 (0.16)	-0.3892* (-1.77)	0.0363 (0.14)	-0.3859* (-1.75)	0.0412 (0.15)	-0.3918* (-1.78)	0.0841 (0.31)	-0.3528 (-1.59)	0.0314 (0.12)	-0.3910* (-1.77)
<i>ZSCORE</i>	-0.0871*** (-2.81)	-0.1003*** (-4.04)	-0.0859*** (-2.77)	-0.0987*** (-3.98)	-0.0877*** (-2.83)	-0.1008*** (-4.07)	-0.0867*** (-2.80)	-0.0997*** (-4.03)	-0.0871*** (-2.81)	-0.1001*** (-4.03)	-0.0891*** (-2.86)	-0.1020*** (-4.08)	-0.0869*** (-2.80)	-0.1000*** (-4.04)
<i>INSTHOLD</i>	-0.0023* (-1.93)	-0.0024* (-1.93)	-0.0023** (-1.98)	-0.0025** (-1.99)	-0.0022* (-1.83)	-0.0023* (-1.85)	-0.0021* (-1.82)	-0.0024* (-1.90)	-0.0023** (-1.97)	-0.0024* (-1.95)	-0.0024** (-2.02)	-0.0026** (-2.03)	-0.0023* (-1.93)	-0.0024** (-1.96)
<i>PLEDGE</i>	0.0056*** (4.49)	0.0040*** (3.71)	0.0057*** (4.58)	0.0041*** (3.80)	0.0055*** (4.45)	0.0039*** (3.65)	0.0056*** (4.49)	0.0040*** (3.72)	0.0056*** (4.50)	0.0040*** (3.71)	0.0057*** (4.60)	0.0041*** (3.83)	0.0056*** (4.49)	0.0040*** (3.71)
<i>MANAHOLD</i>	-0.0123 (-1.59)	-0.0063 (-1.02)	-0.0130* (-1.68)	-0.0067 (-1.08)	-0.0122 (-1.57)	-0.0062 (-1.01)	-0.0122 (-1.57)	-0.0060 (-1.01)	-0.0125 (-1.61)	-0.0063 (-1.02)	-0.0137* (-1.76)	-0.0077 (-1.25)	-0.0121 (-1.56)	-0.0062 (-1.01)
<i>BOARD</i>	0.0165 (0.96)	0.0173 (1.04)	0.0150 (0.87)	0.0156 (0.95)	0.0169 (0.98)	0.0176 (1.06)	0.0169 (0.98)	0.0171 (1.03)	0.0159 (0.92)	0.0169 (1.02)	0.0144 (0.84)	0.0148 (0.90)	0.0165 (0.95)	0.0173 (1.04)

解釋變數	被解釋變數：RATE_MIN													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
INDR	-0.4012** (-2.51)	0.1787 (1.01)	-0.5118*** (-2.92)	0.0627 (0.33)	-0.4187*** (-2.62)	0.1687 (0.96)	-0.4887*** (-2.90)	0.0860 (0.47)	-0.3952** (-2.48)	0.1802 (1.02)	-0.4422*** (-2.62)	0.1566 (0.85)	-0.4054** (-2.53)	0.1780 (1.01)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.0548	0.3027	0.0560	0.3045	0.0552	0.3031	0.0552	0.3035	0.0549	0.3027	0.0565	0.3050	0.0550	0.3026
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告在全樣本下(2004-2012年)政治關聯對銀行貸款利率(最低利率: RATE_MIN)的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以 FNBACKD、FNBACKD_D、BCKD、BCKD_D、FNKD、FNKD_D 與 FNBACK 作為代理變數。變數之定義與計算請參考表 1。資料期間由 2004 至 2012 年。括號內為估計係數之 *t* 值(採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)，而 *、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表五 政治關聯對銀行貸款利率（最低利率）的迴歸估計結果（續）

解釋變數	被解釋變數：RATE_MIN													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	4.9692*** (14.5)	4.0196*** (10.7)	4.9165*** (16.5)	3.5958*** (10.8)	5.3326*** (18.0)	3.7762*** (11.4)	4.8679*** (15.9)	3.6913*** (10.7)	4.7250*** (15.2)	3.5821*** (10.4)	4.9306*** (16.6)	3.6155*** (10.9)	4.9012*** (16.5)	3.5859*** (10.8)
FNBC_D	-1.2931** (-2.05)	-1.5696*** (-3.01)												
FNBCD			-0.0237 (-1.25)	-0.0260* (-1.84)										
FNBCD_D					-1.9789** (-1.99)	-2.0320** (-2.28)								
FNK							-0.0227 (-0.80)	-0.0342 (-1.42)						
BCK									0.0353* (1.94)	0.0051 (0.40)				
FND											-0.0801 (-0.99)	-0.1338** (-2.13)		
BCD													-0.0248 (-1.02)	-0.0075 (-0.58)
PC*INDR	0.4115 (1.06)	0.5903 (1.98)	0.0060 (0.35)	0.0069 (0.54)	0.3895 (0.54)	0.1430 (0.23)	-0.0320 (-1.39)	-0.0215 (-1.18)	0.0151 (1.09)	0.0105 (0.91)	0.0296 (0.44)	0.0591 (1.16)	0.0016 (0.08)	-0.0082 (-0.55)
PC*SIZE	0.0669* (1.76)	0.0910*** (2.91)	0.0014 (1.20)	0.0012 (1.63)	0.1382** (2.35)	0.1189** (2.27)	0.0015 (0.82)	0.0022 (1.45)	-0.0025** (-2.29)	-0.0005 (-0.64)	0.0046 (1.07)	0.0068** (2.09)	0.0015 (0.99)	0.0000 (0.06)
SIZE	-0.1710*** (-7.03)	-0.1586*** (-8.64)	-0.1688*** (-7.72)	-0.1333*** (-8.24)	-0.1946*** (-9.02)	-0.1434*** (-9.09)	-0.1656*** (-7.40)	-0.1391*** (-8.29)	-0.1564*** (-6.91)	-0.1319*** (-7.79)	-0.1695*** (-7.79)	-0.1342*** (-8.33)	-0.1679*** (-7.67)	-0.1329*** (-8.19)
MTB	-0.0399** (-2.08)	-0.0123 (-0.64)	-0.0394** (-2.06)	-0.0127 (-0.65)	-0.0401** (-2.13)	-0.0134 (-0.69)	-0.0395** (-2.07)	-0.0129 (-0.67)	-0.0401** (-2.09)	-0.0127 (-0.66)	-0.0396** (-2.07)	-0.0126 (-0.65)	-0.0394** (-2.06)	-0.0129 (-0.66)
DEBT	0.0005*** (3.08)	0.0004*** (3.30)	0.0005*** (3.09)	0.0004*** (3.32)	0.0005*** (3.08)	0.0004*** (3.32)	0.0005*** (3.09)	0.0004*** (3.32)	0.0005*** (3.10)	0.0004*** (3.32)	0.0005*** (3.09)	0.0004*** (3.32)	0.0005*** (3.09)	0.0004*** (3.32)
EBITTA	0.0476 (0.18)	-0.3697* (-1.67)	0.0330 (0.12)	-0.3796* (-1.72)	0.0232 (0.09)	-0.3829* (-1.73)	0.0444 (0.17)	-0.3836* (-1.74)	0.0244 (0.09)	-0.3973* (-1.80)	0.0333 (0.12)	-0.3868* (-1.75)	0.0350 (0.13)	-0.3744* (-1.70)
ZSCORE	-0.0868*** (-2.81)	-0.0987*** (-3.99)	-0.0865*** (-2.79)	-0.1011*** (-4.06)	-0.0839*** (-2.70)	-0.1003*** (-4.03)	-0.0873*** (-2.81)	-0.1005*** (-4.05)	-0.0873*** (-2.82)	-0.1002*** (-4.05)	-0.0867*** (-2.79)	-0.1008*** (-4.05)	-0.0866*** (-2.79)	-0.1014*** (-4.08)
INSTHOLD	-0.0020* (-1.74)	-0.0025** (-2.00)	-0.0023** (-1.97)	-0.0024* (-1.91)	-0.0026** (-2.23)	-0.0024** (-1.96)	-0.0023** (-1.97)	-0.0024* (-1.95)	-0.0021* (-1.80)	-0.0024* (-1.91)	-0.0023** (-1.96)	-0.0024* (-1.95)	-0.0023** (-1.98)	-0.0023* (-1.89)
PLEDGE	0.0056*** (4.54)	0.0040*** (3.78)	0.0056*** (4.54)	0.0039*** (3.69)	0.0056*** (4.55)	0.0041*** (3.79)	0.0056*** (4.49)	0.0040*** (3.69)	0.0055*** (4.43)	0.0039*** (3.68)	0.0056*** (4.55)	0.0040*** (3.72)	0.0056*** (4.53)	0.0039*** (3.67)
MANAHOLD	-0.0125 (-1.60)	-0.0063 (-1.01)	-0.0123 (-1.59)	-0.0062 (-1.01)	-0.0134* (-1.72)	-0.0068 (-1.10)	-0.0124 (-1.60)	-0.0063 (-1.03)	-0.0120 (-1.55)	-0.0061 (-0.99)	-0.0123 (-1.59)	-0.0062 (-1.02)	-0.0123 (-1.59)	-0.0061 (-1.00)
BOARD	0.0160 (0.93)	0.0161 (0.97)	0.0162 (0.94)	0.0180 (1.08)	0.0129 (0.75)	0.0160 (0.97)	0.0160 (0.92)	0.0170 (1.02)	0.0165 (0.96)	0.0173 (1.04)	0.0159 (0.92)	0.0173 (1.04)	0.0165 (0.96)	0.0182 (1.09)

解釋變數	被解釋變數：RATE_MIN													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
INDR	-0.5000*** (-2.90)	0.0821 (0.44)	-0.4172*** (-2.64)	0.1738 (0.99)	-0.3917** (-2.43)	0.1723 (0.97)	-0.3953** (-2.48)	0.1812 (1.03)	-0.4270*** (-2.66)	0.1669 (0.95)	-0.4191*** (-2.65)	0.1694 (0.97)	-0.4159*** (-2.63)	0.1765 (1.01)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.0563	0.3041	0.0548	0.3031	0.0598	0.3033	0.0548	0.3028	0.0559	0.3027	0.0549	0.3029	0.0547	0.3032
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告在全樣本下(2004-2012年)政治關聯對銀行貸款利率(最低利率:RATE_MIN)的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以FNBACK_D、FNBCD、FNBCD_D、FNK、BCK、FND與BCD作為代理變數。變數之定義與計算請參考表1。資料期間由2004至2012年。括號內為估計係數之t值(採White之一致性穩健標準誤計算而得),而*、**與***分別表示估計係數在10%、5%與1%的顯著水準下顯著異於零。

表六 政治關聯對銀行貸款利率（最高利率）的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數：RATE_MAX													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	4.1607*** (14.7)	2.5162*** (11.0)	4.5238*** (13.5)	2.8294*** (10.4)	4.1013*** (14.5)	2.4467*** (10.7)	4.1504*** (13.1)	2.6061*** (10.3)	4.2381*** (15.1)	2.5830*** (11.3)	4.4417*** (14.0)	2.7369*** (10.7)	4.0844*** (14.4)	2.5183*** (11.0)
<i>FNCKD</i>	-0.0015 (-0.21)	-0.0055 (-0.82)												
<i>FNCKD_D</i>			-0.7116 (-1.09)	-0.7393 (-1.43)										
<i>BCKD</i>					0.0208 (1.55)	0.0080 (0.81)								
<i>BCKD_D</i>							0.5486 (0.74)	0.0496 (0.09)						
<i>FNKD</i>									-0.0331* (-1.76)	-0.0286* (-1.70)				
<i>FNKD_D</i>											-1.3213* (-1.84)	-1.5223*** (-2.66)		
<i>FNCK</i>													0.0112 (0.72)	-0.0012 (-0.10)
<i>PC*INDR</i>	-0.0177*** (-2.94)	-0.0119*** (-2.15)	0.5811 (1.56)	0.7384 (2.67)	-0.0165 (-1.36)	-0.0117 (-1.16)	0.8619* (1.94)	1.0840*** (3.36)	-0.0486*** (-3.14)	-0.0302** (-2.27)	-0.1071 (-0.27)	-0.0596 (-0.20)	-0.0109 (-0.81)	-0.0105 (-1.06)
<i>PC*SIZE</i>	0.0001 (0.30)	0.0004 (0.89)	0.0412 (1.05)	0.0418 (1.35)	-0.0013 (-1.55)	-0.0006 (-0.95)	-0.0386 (-0.88)	-0.0072 (-0.21)	0.0021* (1.82)	0.0019* (1.76)	0.0761* (1.77)	0.0877*** (2.59)	-0.0007 (-0.72)	0.0001 (0.20)
<i>SIZE</i>	-0.0862*** (-4.44)	-0.0598*** (-3.82)	-0.1086*** (-4.87)	-0.0786*** (-4.42)	-0.0825*** (-4.25)	-0.0553*** (-3.54)	-0.0852*** (-4.02)	-0.0648*** (-3.84)	-0.0909*** (-4.71)	-0.0639*** (-4.10)	-0.1012*** (-4.78)	-0.0723*** (-4.24)	-0.0813*** (-4.19)	-0.0602*** (-3.84)
<i>MTB</i>	-0.0255 (-1.21)	0.0005 (0.03)	-0.0261 (-1.24)	0.0002 (0.01)	-0.0260 (-1.23)	0.0002 (0.01)	-0.0258 (-1.22)	0.0005 (0.03)	-0.0260 (-1.23)	0.0000 (0.00)	-0.0265 (-1.26)	0.0001 (0.01)	-0.0253 (-1.20)	0.0007 (0.04)
<i>DEBT</i>	0.0004*** (3.67)	0.0003*** (4.56)	0.0004*** (3.65)	0.0003*** (4.54)	0.0004*** (3.67)	0.0003*** (4.56)	0.0004*** (3.67)	0.0003*** (4.54)	0.0004*** (3.66)	0.0003*** (4.56)	0.0004*** (3.65)	0.0003*** (4.52)	0.0004*** (3.67)	0.0003*** (4.56)
<i>EBITTA</i>	-0.5304** (-2.01)	-0.7427*** (-3.07)	-0.5103* (-1.93)	-0.7270*** (-3.01)	-0.5271** (-2.00)	-0.7387*** (-3.06)	-0.5364** (-2.03)	-0.7364*** (-3.04)	-0.5285** (-2.00)	-0.7419*** (-3.07)	-0.5080 (-1.92)	-0.7227*** (-3.07)	-0.5390** (-2.04)	-0.7383*** (-3.06)
<i>ZSCORE</i>	-0.0423 (-1.58)	-0.0765*** (-3.80)	-0.0412 (-1.54)	-0.0752*** (-3.73)	-0.0431 (-1.61)	-0.0774*** (-3.84)	-0.0426 (-1.59)	-0.0766*** (-3.80)	-0.0426 (-1.59)	-0.0764*** (-3.80)	-0.0439 (-1.64)	-0.0784*** (-3.88)	-0.0422 (-1.58)	-0.0765*** (-3.80)
<i>INSTHOLD</i>	-0.0045*** (-4.39)	-0.0039*** (-4.47)	-0.0046*** (-4.47)	-0.0040*** (-4.58)	-0.0044*** (-4.28)	-0.0039*** (-4.37)	-0.0045*** (-4.36)	-0.0040*** (-4.56)	-0.0045*** (-4.40)	-0.0039*** (-4.48)	-0.0045*** (-4.43)	-0.0040*** (-4.54)	-0.0045*** (-4.38)	-0.0040*** (-4.51)
<i>PLEDGE</i>	0.0032*** (3.44)	0.0017** (2.27)	0.0033*** (3.53)	0.0018** (2.33)	0.0032*** (3.40)	0.0017** (2.19)	0.0032*** (3.44)	0.0017** (2.29)	0.0032*** (3.47)	0.0017** (2.29)	0.0033*** (3.54)	0.0018** (2.35)	0.0032*** (3.42)	0.0017** (2.24)
<i>MANAHOLD</i>	-0.0055 (-0.62)	-0.0007 (-0.10)	-0.0057 (-0.63)	-0.0005 (-0.07)	-0.0052 (-0.58)	-0.0005 (-0.07)	-0.0051 (0.57)	-0.0002 (-0.03)	-0.0058 (-0.65)	-0.0009 (-0.13)	-0.0062 (-0.69)	-0.0014 (-0.20)	-0.0052 (-0.58)	-0.0005 (-0.07)
<i>BOARD</i>	-0.0075 (-0.81)	-0.0028 (-0.36)	-0.0079 (-0.84)	-0.0032 (-0.42)	-0.0070 (-0.75)	-0.0024 (-0.31)	-0.0064 (-0.69)	-0.0024 (-0.32)	-0.0082 (-0.89)	-0.0033 (-0.43)	-0.0081 (-0.87)	-0.0038 (-0.50)	-0.0074 (-0.79)	-0.0027 (-0.35)

解釋變數	被解釋變數：RATE_MAX													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
INDR	-0.6938*** (-5.53)	-0.2713** (-2.53)	-0.8222*** (-6.10)	-0.4073*** (-3.58)	-0.7127*** (-5.66)	-0.2817*** (-2.62)	-0.8084*** (-6.18)	-0.3921*** (-3.53)	-0.6890*** (-5.50)	-0.2716** (-2.53)	-0.7435*** (-5.64)	-0.3041*** (-2.71)	-0.7034*** (-5.60)	-0.2762** (-2.57)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.0577	0.4272	0.0579	0.4282	0.0580	0.4274	0.0578	0.4282	0.0581	0.4275	0.0576	0.4278	0.0581	0.4272
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告在全樣本下(2004-2012年)政治關聯對銀行貸款利率(最高利率: RATE_MAX)的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以 FNCKD、FNCKD_D、BCKD、BCKD_D、FNKD、FNKD_D 與 FNCK 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。括號內為估計係數之 *t* 值(採 White 之一致性穩健標準誤計算而得), 而 *、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表六 政治關聯對銀行貸款利率（最高利率）的迴歸估計結果（續）

解釋變數	被解釋變數：RATE_MAX													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	4.1075*** (12.7)	2.7135*** (10.4)	4.2999*** (12.8)	2.5405*** (11.5)	4.7095*** (17.0)	2.6954*** (14.0)	4.1896*** (15.0)	2.5761*** (11.3)	4.0278*** (14.2)	2.4584*** (10.7)	4.3154*** (15.8)	2.5658*** (11.7)	4.2780*** (15.7)	2.5219*** (11.4)
FNBC_D	-0.2258 (-0.33)	-0.3851 (-0.71)												
FNBCD			-0.0380* (-1.93)	-0.0378*** (-3.21)										
FNBCD_D					-1.7025* (-1.71)	-1.7279** (-2.08)								
FNK							-0.0339 (-1.09)	-0.0392* (-1.74)						
BCK									0.0565*** (2.64)	0.0264 (1.61)				
FND											-0.1000 (-1.19)	-0.1613*** (-3.22)		
BCD													-0.0460** (-2.04)	-0.0225 (-1.54)
PC*INDR	0.4878 (1.24)	0.6872** (2.35)	0.0051 (0.29)	0.0075 (0.71)	0.6883 (0.98)	0.5107 (0.91)	-0.0550 (-2.09)	-0.0401** (-2.28)	0.0071 (0.36)	0.0016 (0.10)	0.0164 (0.25)	0.0571 (1.44)	0.0011 (0.05)	-0.0075 (-0.51)
PC*SIZE	0.0033 (0.08)	0.0210 (0.65)	0.0023* (1.91)	0.0020*** (3.12)	0.1237** (2.10)	0.1010** (2.08)	0.0022 (1.12)	0.0025* (1.81)	-0.0037*** (-2.70)	-0.0016 (-1.55)	0.0060 (1.33)	0.0086*** (3.25)	0.0028** (2.03)	0.0010 (1.18)
SIZE	-0.0820*** (-3.77)	-0.0717*** (-4.15)	-0.0949*** (-5.04)	-0.0614*** (-4.06)	-0.1204*** (-6.39)	-0.0702*** (-4.61)	-0.0878*** (-4.55)	-0.0635*** (-4.08)	-0.0776*** (-3.99)	-0.0560*** (-3.58)	-0.0958*** (-5.09)	-0.0627*** (-4.14)	-0.0936*** (-4.97)	-0.0605*** (-3.99)
MTB	-0.0258 (-1.22)	0.0010 (0.06)	-0.0258 (-1.22)	0.0001 (0.01)	-0.0267 (-1.28)	-0.0009 (-0.05)	-0.0258 (-1.22)	0.0000 (0.00)	-0.0261 (-1.23)	0.0006 (0.04)	-0.0260 (-1.23)	0.0001 (0.01)	-0.0257 (-1.22)	0.0000 (0.00)
DEBT	0.0004*** (3.67)	0.0003*** (4.54)	0.0004*** (3.65)	0.0003*** (4.56)	0.0004*** (3.66)	0.0003*** (4.56)	0.0004*** (3.66)	0.0003*** (4.56)	0.0004*** (3.68)	0.0003*** (4.56)	0.0004*** (3.66)	0.0003*** (4.56)	0.0003*** (3.66)	0.0003*** (4.56)
EBITTA	-0.5410** (-2.05)	-0.7362*** (-3.04)	-0.5423** (-2.05)	-0.7371*** (-3.04)	-0.5515** (-2.09)	-0.7352*** (-3.04)	-0.5243** (-1.99)	-0.7321*** (-3.03)	-0.5445** (-2.06)	-0.7440*** (-3.08)	-0.5426** (-2.05)	-0.7445*** (-3.07)	-0.5395** (-2.04)	-0.7306*** (-3.02)
ZSCORE	-0.0425 (-1.60)	-0.0755*** (-3.75)	-0.0416 (-1.56)	-0.0770*** (-3.82)	-0.0389 (-1.46)	-0.0767*** (-3.80)	-0.0429 (-1.60)	-0.0770*** (-3.83)	-0.0430 (-1.61)	-0.0771*** (-3.83)	-0.0418 (-1.56)	-0.0767*** (-3.81)	-0.0416 (-1.56)	-0.0775*** (-3.85)
INSTHOLD	-0.0043*** (-4.17)	-0.0041*** (-4.59)	-0.0045*** (-4.42)	-0.0039*** (-4.42)	-0.0048*** (-4.73)	-0.0040*** (-4.49)	-0.0045*** (-4.41)	-0.0039*** (-4.48)	-0.0043*** (-4.24)	-0.0039*** (-4.46)	-0.0045*** (-4.40)	-0.0039*** (-4.48)	-0.0045*** (-4.43)	-0.0039*** (-4.39)
PLEDGE	0.0032*** (3.48)	0.0017** (2.31)	0.0033*** (3.52)	0.0017** (2.25)	0.0033*** (3.51)	0.0018** (2.37)	0.0032*** (3.45)	0.0017** (2.26)	0.0031*** (3.36)	0.0017** (2.21)	0.0033*** (3.55)	0.0017** (2.31)	0.0033*** (3.50)	0.0017** (2.22)
MANAHOLD	-0.0051 (-0.57)	-0.0003 (-0.04)	-0.0057 (-0.63)	-0.0008 (-0.11)	-0.0065 (-0.73)	-0.0011 (-0.16)	-0.0057 (-0.63)	-0.0009 (-0.12)	-0.0049 (-0.55)	-0.0002 (-0.03)	-0.0056 (-0.63)	-0.0008 (-0.11)	-0.0056 (-0.63)	-0.0007 (-0.09)
BOARD	-0.0067 (-0.72)	-0.0029 (-0.37)	-0.0077 (-0.83)	-0.0021 (-0.27)	-0.0108 (-1.16)	-0.0035 (-0.46)	-0.0081 (-0.87)	-0.0031 (-0.41)	-0.0073 (-0.78)	-0.0026 (-0.34)	-0.0081 (-0.88)	-0.0029 (-0.38)	-0.0073 (-0.79)	-0.0018 (-0.23)

解釋變數	被解釋變數：RATE_MAX													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
INDR	-0.8040*** (-6.02)	-0.3781*** (-3.37)	-0.7299*** (-5.87)	-0.2956*** (-2.77)	-0.7124*** (-5.67)	-0.3101*** (-2.88)	-0.6917*** (-5.52)	-0.2727*** (-2.54)	-0.7257*** (-5.76)	-0.2863*** (-2.66)	-0.7301*** (-5.87)	-0.2999*** (-2.81)	-0.7291*** (-5.86)	-0.2927*** (-2.75)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.0582	0.4277	0.0576	0.4276	0.0644	0.4278	0.0579	0.4275	0.0592	0.4273	0.0579	0.4275	0.0573	0.4276
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告在全樣本下(2004-2012年)政治關聯對銀行貸款利率(最高利率：RATE_MAX)的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以 FNBCD、FNBCD、FNBCD、FNK、BCK、FND 與 BCD 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。括號內為估計係數之 *t* 值(採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)，而 *、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表七 政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	4.4951*** (16.6)	3.0693*** (12.7)	4.9263*** (15.7)	3.4691*** (12.7)	4.4386*** (16.4)	3.0017*** (12.5)	4.5083*** (15.0)	3.1746*** (12.2)	4.5669*** (17.1)	3.1313*** (13.1)	4.8677*** (16.6)	3.4360*** (13.2)	4.4331*** (16.4)	3.0807*** (12.8)
FNCKD	-0.0020 (-0.31)	-0.0075 (-1.02)												
FNCKD_D			-1.1141* (-1.85)	-1.2213** (-2.55)										
BCKD					0.0161 (1.51)	0.0019 (0.23)								
BCKD_D							0.1358 (0.20)	-0.3851 (-0.74)						
FNKD									-0.0266 (-1.47)	-0.0246 (-1.39)				
FNKD_D											-1.8623*** (-2.84)	-2.1520*** (-4.10)		
FNCK													0.0082 (0.61)	-0.0055 (-0.54)
PC*INDR	-0.0131** (-2.51)	-0.0079 (-1.45)	0.5325 (1.50)	0.6747** (2.56)	-0.0099 (-1.10)	-0.0056 (-0.75)	0.7557 (1.79)	0.9623 (3.10)	-0.0375* (-2.54)	-0.0208 (-1.50)	-0.1094 (-0.30)	-0.1029 (-0.37)	-0.0077 (-0.68)	-0.0078 (-0.99)
PC*SIZE	0.0001 (0.34)	0.0004 (1.01)	0.0649* (1.78)	0.0703** (2.45)	-0.0011* (-1.66)	-0.0003 (-0.61)	-0.0149 (-0.37)	0.0173 (0.56)	0.0017 (1.52)	0.0016 (1.42)	0.1093*** (2.78)	0.1265*** (4.07)	-0.0005 (-0.64)	0.0004 (0.60)
SIZE	-0.1247*** (-6.60)	-0.0971*** (-6.63)	-0.1512*** (-7.16)	-0.1211*** (-7.49)	-0.1212*** (-6.39)	-0.0927*** (-6.34)	-0.1252*** (-6.12)	-0.1030*** (-6.59)	-0.1291*** (-6.89)	-0.1010*** (-6.96)	-0.1473*** (-7.35)	-0.1185*** (-7.68)	-0.1207*** (-6.39)	-0.0983*** (-6.71)
MTB	-0.0324* (-1.77)	-0.0060 (-0.37)	-0.0330* (-1.81)	-0.0064 (-0.39)	-0.0330* (-1.80)	-0.0065 (-0.40)	-0.0326* (-1.78)	-0.0060 (-0.37)	-0.0327* (-1.79)	-0.0064 (-0.39)	-0.0335* (-1.84)	-0.0068 (-0.42)	-0.0322* (-1.76)	-0.0059 (-0.36)
DEBT	0.0005*** (3.49)	0.0004*** (4.17)	0.0005*** (3.47)	0.0004*** (4.14)	0.0005*** (3.50)	0.0004*** (4.18)	0.0005*** (3.49)	0.0004*** (4.16)	0.0005*** (3.49)	0.0004*** (4.18)	0.0005*** (3.48)	0.0004*** (4.14)	0.0005*** (3.49)	0.0004*** (4.17)
EBITTA	-0.2429 (-0.99)	-0.5673*** (-2.66)	-0.2148 (-0.87)	-0.5432** (-2.54)	-0.2396 (-0.98)	-0.5629*** (-2.64)	-0.2474 (-1.01)	-0.5602*** (-2.62)	-0.2410 (-0.98)	-0.5658*** (-2.65)	-0.2093 (-0.85)	-0.5368** (-2.51)	-0.2511 (-1.03)	-0.5637*** (-2.64)
ZSCORE	-0.0648** (-2.51)	-0.0886*** (-4.57)	-0.0637** (-2.47)	-0.0872*** (-4.49)	-0.0656** (-2.55)	-0.0893*** (-4.61)	-0.0648** (-2.52)	-0.0883*** (-4.55)	-0.0650** (-2.52)	-0.0885*** (-4.56)	-0.0667*** (-2.58)	-0.0904*** (-4.64)	-0.0647** (-2.51)	-0.0885*** (-4.56)
INSTHOLD	-0.0034*** (-3.41)	-0.0031*** (-3.46)	-0.0034*** (-3.48)	-0.0032*** (-3.56)	-0.0033*** (-3.30)	-0.0031*** (-3.36)	-0.0033*** (-3.33)	-0.0032*** (-3.49)	-0.0034*** (-3.44)	-0.0032*** (-3.48)	-0.0034*** (-3.48)	-0.0033*** (-3.57)	-0.0034*** (-3.40)	-0.0032*** (-3.50)
PLEGDE	0.0043*** (4.52)	0.0028*** (3.59)	0.0044*** (4.62)	0.0028*** (3.68)	0.0043*** (4.47)	0.0027*** (3.50)	0.0043*** (4.52)	0.0028*** (3.60)	0.0043*** (4.54)	0.0028*** (3.60)	0.0044*** (4.64)	0.0029*** (3.71)	0.0043*** (4.51)	0.0028*** (3.57)
MANAHOLD	-0.0090 (-1.12)	-0.0035 (-0.56)	-0.0094 (-1.17)	-0.0037 (-0.58)	-0.0087 (-1.09)	-0.0034 (-0.54)	-0.0086 (-1.08)	-0.0031 (-0.50)	-0.0092 (-1.14)	-0.0036 (-0.58)	-0.0100 (-1.24)	-0.0046 (-0.73)	-0.0087 (-1.08)	-0.0034 (-0.54)
BOARD	0.0044 (0.40)	0.0072 (0.73)	0.0035 (0.32)	0.0062 (0.63)	0.0049 (0.44)	0.0075 (0.76)	0.0052 (0.47)	0.0073 (0.74)	0.0038 (0.34)	0.0068 (0.69)	0.0031 (0.28)	0.0054 (0.55)	0.0045 (0.40)	0.0072 (0.73)
INDR	-0.5482*** (-4.42)	-0.0480 (-0.42)	-0.6675*** (-4.98)	-0.1738 (-1.44)	-0.5664*** (-4.56)	-0.0583 (-0.52)	-0.6491*** (-5.00)	-0.1550 (-1.32)	-0.5429*** (-4.39)	-0.0475 (-0.42)	-0.5934*** (-4.56)	-0.0752 (-0.64)	-0.5551*** (-4.47)	-0.0510 (-0.45)

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.0661	0.4318	0.0669	0.4335	0.0665	0.4332	0.0664	0.4329	0.0663	0.4320	0.0670	0.4336	0.0663	0.4317
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告在全樣本下(2004-2012年)政治關聯對銀行貸款利率(平均利率: RATE_AVG)的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以 FNCKD、FNCKD_D、BCKD、BCKD_D、FNKD、FNKD_D 與 FNCK 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。括號內為估計係數之 *t* 值(採 White 之一致性穩健標準誤計算而得), 而 *、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表七 政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）的迴歸估計結果（續）

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	4.5382*** (14.9)	3.3673*** (12.6)	4.6079*** (17.7)	3.0700*** (13.2)	5.0211*** (19.3)	3.2385*** (13.9)	4.5283*** (17.0)	3.1315*** (13.1)	4.3760*** (16.2)	3.0217*** (12.6)	4.6228*** (17.8)	3.0926*** (13.4)	4.5893*** (17.6)	3.0558*** (13.2)
FNBCK_D	-0.7574 (-1.19)	-0.9741 (-1.96)												
FNBCD			-0.0309 (-1.63)	-0.0319*** (-2.62)										
FNBCD_D					-1.8466* (-1.92)	-1.8783** (-2.31)								
FNK							-0.0283 (-1.00)	-0.0366* (-1.70)						
BCK									0.0458** (2.57)	0.0157 (1.37)				
FND											-0.0911 (-1.14)	-0.1480*** (-2.79)		
BCD													-0.0354 (-1.54)	-0.0150 (-1.20)
PC*INDR	0.4474 (1.21)	0.6388** (2.37)	0.0055 (0.32)	0.0070 (0.63)	0.5332 (0.78)	0.3187 (0.56)	-0.0436* (-1.85)	-0.0308* (-1.87)	0.0109 (0.73)	0.0059 (0.55)	0.0233 (0.36)	0.0580 (1.33)	0.0011 (0.05)	-0.0082 (-0.58)
PC*SIZE	0.0351 (0.92)	0.0558* (1.87)	0.0019 (1.59)	0.0016** (2.45)	0.1313*** (2.31)	0.1100** (2.30)	0.0018 (1.03)	0.0024* (1.75)	-0.0031*** (-2.80)	-0.0011 (-1.53)	0.0054 (1.25)	0.0078*** (2.77)	0.0022 (1.50)	0.0005 (0.74)
SIZE	-0.1265*** (-6.10)	-0.1151** (-7.25)	-0.1318*** (-7.18)	-0.0974*** (-6.89)	-0.1574*** (-8.68)	-0.1069** (-7.66)	-0.1266** (-6.76)	-0.1013** (-6.98)	-0.1169** (-6.41)	-0.0939** (-6.41)	-0.1326** (-7.25)	-0.0985** (-6.99)	-0.1307** (-7.11)	-0.0967** (-6.82)
MTB	-0.0327* (-1.79)	-0.0057 (-0.35)	-0.0325* (-1.78)	-0.0063 (-0.39)	-0.0333* (-1.85)	-0.0072 (-0.44)	-0.0325* (-1.78)	-0.0065 (-0.40)	-0.0330* (-1.80)	-0.0061 (-0.37)	-0.0327* (-1.79)	-0.0062 (-0.38)	-0.0324* (-1.77)	-0.0065 (-0.40)
DEBT	0.0005*** (3.49)	0.0004*** (4.15)	0.0005*** (3.48)	0.0004*** (4.18)	0.0005*** (3.48)	0.0004*** (4.17)	0.0005*** (3.49)	0.0004*** (4.18)	0.0005*** (3.50)	0.0004*** (4.17)	0.0005*** (3.48)	0.0004*** (4.17)	0.0005*** (3.48)	0.0004*** (4.18)
EBITTA	-0.2441 (-1.00)	-0.5520*** (-2.58)	-0.2520 (-1.03)	-0.5573*** (-2.61)	-0.2615 (-1.07)	-0.5582*** (-2.61)	-0.2373 (-0.97)	-0.5568*** (-2.61)	-0.2574 (-1.05)	-0.5696*** (-2.67)	-0.2519 (-1.03)	-0.5647*** (-2.64)	-0.2496 (-1.02)	-0.5515*** (-2.59)
ZSCORE	-0.0648** (-2.52)	-0.0873*** (-4.50)	-0.0642** (-2.49)	-0.0893*** (-4.60)	-0.0615** (-2.39)	-0.0887*** (-4.56)	-0.0653** (-2.53)	-0.0890*** (-4.59)	-0.0653** (-2.54)	-0.0889*** (-4.59)	-0.0644** (-2.50)	-0.0890*** (-4.58)	-0.0643** (-2.49)	-0.0897*** (-4.62)
INSTHOLD	-0.0031*** (-3.18)	-0.0033*** (-3.57)	-0.0034*** (-3.45)	-0.0031*** (-3.43)	-0.0037*** (-3.76)	-0.0032*** (-3.49)	-0.0034*** (-3.45)	-0.0032*** (-3.48)	-0.0031*** (-3.26)	-0.0034*** (-3.45)	-0.0034*** (-3.43)	-0.0032*** (-3.48)	-0.0034*** (-3.46)	-0.0031*** (-3.39)
PLEDGE	0.0044*** (4.57)	0.0028*** (3.65)	0.0044*** (4.59)	0.0027*** (3.55)	0.0044*** (4.59)	0.0028*** (3.68)	0.0043*** (4.52)	0.0028*** (3.57)	0.0042*** (4.44)	0.0027*** (3.53)	0.0044*** (4.61)	0.0028*** (3.61)	0.0044*** (4.57)	0.0027*** (3.53)
MANAHOLD	-0.0088 (-1.10)	-0.0033 (-0.53)	-0.0090 (-1.13)	-0.0035 (-0.56)	-0.0100 (-1.24)	-0.0040 (-0.63)	-0.0091 (-1.13)	-0.0036 (-0.58)	-0.0085 (-1.06)	-0.0032 (-0.51)	-0.0090 (-1.12)	-0.0036 (-0.57)	-0.0090 (-1.13)	-0.0034 (-0.55)
BOARD	0.0046 (0.41)	0.0065 (0.66)	0.0042 (0.38)	0.0079 (0.80)	0.0010 (0.09)	0.0062 (0.62)	0.0039 (0.35)	0.0069 (0.69)	0.0045 (0.41)	0.0073 (0.74)	0.0038 (0.35)	0.0071 (0.72)	0.0045 (0.41)	0.0081 (0.82)
INDR	-0.6526*** (-4.93)	-0.1499 (-1.26)	-0.5745*** (-4.69)	-0.0628 (-0.56)	-0.5528*** (-4.46)	-0.0705 (-0.62)	-0.5443*** (-4.41)	-0.0476 (-0.42)	-0.5771*** (-4.65)	-0.0616 (-0.54)	-0.5756*** (-4.70)	-0.0671 (-0.60)	-0.5734*** (-4.68)	-0.0600 (-0.53)

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.0672	0.4329	0.0660	0.4324	0.0731	0.4326	0.0662	0.4321	0.0676	0.4318	0.0662	0.4322	0.0658	0.4325
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告在全樣本下(2004-2012 年)政治關聯對銀行貸款利率(平均利率：RATE_AVG)的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以 FNBCK_D、FNBCD、FNBCD_D、FNK、BCK、FND 與 BCD 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。括號內為估計係數之 t 值(採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)，而*、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

(二) 民進黨執政時期與國民黨執政時期之樣本

表八報告民進黨執政時期（2004-2007 年）政治關聯對銀行貸款利率的迴歸估計結果，其中貸款利率以平均貸款利率作為代理變數。觀察 14 個政治關聯變數的估計係數發現，幾乎所有的估計係數皆為負，同時相較於表七之全樣本下的估計結果，顯著為負的係數數目大量增加且幅度（絕對值）亦增大，顯示在民進黨執政時期，政治關聯產生降低銀行貸款利率的好處，在統計顯著性以及經濟顯著性(economic significance)上皆相對較大。當政治關聯變數為 *BCK* 且採模型(1)進行估計時，估計係數為正顯著，顯示在民進黨執政時期，公司董事長與國民黨政治關聯程度愈高，傾向被銀行佐以負面解讀，給予該公司較低的貸款評價，反映在較高的貸款利率上。另外，交乘項的估計結果雖仍然出現不一致的情形，但大多數顯示董事會獨立性會降低公司政治關聯在降低銀行貸款利率上的好處，也就是董事會獨立性較高的公司，給定同樣的政治關聯程度，銀行貸款利率降低的幅度較少；類似地，資產規模亦會負向地調節政治關聯在降低取得銀行優惠貸款利率上的益處，小規模的政治關聯公司降低較多的銀行貸款利率，大規模的公司反而降低較少的銀行貸款利率，規模較大的公司其政治連結在降低利率的益處上是相對較小的。

表八 民進黨執政時期政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	3.3239*** (7.54)	4.2963*** (8.41)	3.8559*** (7.60)	5.0774*** (8.77)	3.2515*** (7.33)	4.2002*** (8.22)	3.2870*** (6.79)	4.4731*** (8.12)	3.4230*** (7.81)	4.4164*** (8.65)	3.8825*** (8.16)	5.0132*** (9.17)	3.4579*** (7.88)	4.4613*** (8.85)
FNCKD	-0.0009 (-0.08)	-0.0062 (-0.50)												
FNCKD_D			-2.1991** (-2.42)	-2.7371*** (-3.03)										
BCKD					0.0174 (0.98)	0.0096 (0.84)								
BCKD_D							-0.7664 (-0.75)	-1.7414* (-1.75)						
FNKD									-0.0206 (-0.58)	-0.0379 (-0.92)				
FNKD_D											-3.6471*** (-3.83)	-3.8715*** (-4.04)		
FNCK													-0.0265 (-0.61)	-0.0590 (-1.34)
PC*INDR	-0.0183** (-2.06)	-0.0123 (-1.56)	1.8609** (2.40)	1.8620** (2.55)	-0.0138 (-1.07)	-0.0142 (-1.21)	2.7038*** (2.96)	2.7485*** (3.26)	-0.0338 (-1.03)	-0.0080 (-0.25)	-0.4251 (-0.58)	-0.3046 (-0.43)	-0.0050 (-0.07)	0.0195 (0.29)
PC*SIZE	0.0000 (-0.07)	0.0004 (0.49)	0.1213** (2.21)	0.1591*** (2.92)	-0.0015 (-1.35)	-0.0008 (-1.14)	0.0259 (0.42)	0.0905 (1.51)	0.0013 (0.57)	0.0024 (0.93)	0.2122*** (3.72)	0.2326*** (4.05)	0.0017 (0.61)	0.0038 (1.35)
SIZE	-0.0111 (-0.36)	-0.0507* (-1.73)	-0.0423 (-1.22)	-0.0965** (-2.97)	-0.0067 (-0.21)	-0.0448 (-1.52)	-0.0069 (-0.21)	-0.0586* (-1.87)	-0.0172 (-0.55)	-0.0581** (-1.99)	-0.0446 (-1.35)	-0.0933 (-3.03)	-0.0194 (-0.62)	-0.0615** (-2.13)
MTB	0.0439 (1.54)	0.0040 (0.14)	0.0402 (1.44)	0.0006 (0.02)	0.0416 (1.47)	0.0032 (0.12)	0.0384 (1.39)	-0.0012 (-0.04)	0.0448 (1.56)	0.0034 (0.12)	0.0438 (1.53)	0.0035 (0.12)	0.0449 (1.57)	0.0031 (0.11)
DEBT	0.0006* (1.89)	0.0005 (1.52)	0.0006* (1.82)	0.0005 (1.42)	0.0006* (1.91)	0.0005 (1.54)	0.0006* (1.88)	0.0005 (1.50)	0.0006* (1.88)	0.0005 (1.51)	0.0005* (1.79)	0.0004 (1.41)	0.0006* (1.88)	0.0005 (1.52)
EBITTA	-1.2552*** (-3.57)	-1.4213*** (-4.20)	-1.2278*** (-3.55)	-1.3883*** (-4.22)	-1.2313*** (-3.54)	-1.4025*** (-4.17)	-1.2762*** (-3.63)	-1.4318*** (-4.27)	-1.2684*** (-3.60)	-1.4257*** (-4.23)	-1.2226*** (-3.51)	-1.3837*** (-4.16)	-1.2638*** (-3.60)	-1.4164*** (-4.23)
ZSCORE	0.0272 (0.57)	0.0205 (0.44)	0.0274 (0.58)	0.0220 (0.48)	0.0266 (0.56)	0.0189 (0.41)	0.0283 (0.60)	0.0222 (0.48)	0.0281 (0.59)	0.0213 (0.46)	0.0242 (0.51)	0.0188 (0.41)	0.0288 (0.61)	0.0224 (0.49)
INSTHOLD	-0.0042** (-2.57)	-0.0036** (-2.00)	-0.0042** (-2.56)	-0.0037** (-2.06)	-0.0040** (-2.46)	-0.0034* (-1.91)	-0.0039** (-2.41)	-0.0035* (-1.94)	-0.0044*** (-2.68)	-0.0037** (-2.04)	-0.0043*** (-2.67)	-0.0037** (-2.05)	-0.0044*** (-2.68)	-0.0037** (-2.06)
PLEDGE	0.0038** (2.48)	0.0047*** (3.16)	0.0040*** (2.63)	0.0049*** (3.35)	0.0036** (2.39)	0.0046*** (3.11)	0.0037** (2.47)	0.0047*** (3.21)	0.0038** (2.51)	0.0047*** (3.20)	0.0041*** (2.72)	0.0050*** (3.43)	0.0038** (2.50)	0.0047*** (3.21)
MANAHOLD	0.0038 (0.32)	0.0082 (0.72)	0.0019 (0.16)	0.0055 (0.48)	0.0038 (0.32)	0.0084 (0.74)	0.0035 (0.30)	0.0071 (0.62)	0.0038 (0.32)	0.0081 (0.71)	0.0019 (0.16)	0.0056 (0.49)	0.0037 (0.32)	0.0077 (0.68)
BOARD	-0.0060 (-0.31)	0.0082 (0.43)	-0.0084 (-0.44)	0.0053 (0.28)	-0.0047 (-0.25)	0.0092 (0.48)	-0.0063 (-0.33)	0.0068 (0.36)	-0.0069 (-0.36)	0.0076 (0.40)	-0.0093 (-0.49)	0.0049 (0.26)	-0.0068 (-0.36)	0.0082 (0.43)

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
INDR	0.0014 (0.01)	-0.0319 (-0.11)	-0.2274 (-0.84)	-0.2396 (-0.80)	-0.0264 (-0.10)	-0.0422 (-0.15)	-0.2129 (-0.80)	-0.2266 (-0.77)	0.0056 (0.02)	-0.0404 (-0.14)	-0.0219 (-0.08)	-0.0451 (-0.15)	-0.0139 (-0.05)	-0.0490 (-0.17)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848
調整後判定係數	0.0357	0.1172	0.0402	0.1239	0.0385	0.1181	0.0406	0.1229	0.0345	0.1177	0.0394	0.1224	0.0342	0.1180
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告民進黨執政時期(2004~2007)，政治關聯對銀行貸款利率(平均利率：RATE_AVG)的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以 *FNCKD*、*FNCKD_D*、*BCKD*、*BCKD_D*、*FNKD*、*FNKD_D* 與 *FNCK* 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。括號內為估計係數之 *t* 值(採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)，而 *、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表八 民進黨執政時期政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）的迴歸估計結果（續）

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	3.7600*** (8.21)	4.8436*** (9.15)	3.3446*** (7.64)	4.2511*** (8.36)	3.4629*** (7.11)	4.7117*** (8.41)	3.7043*** (8.47)	4.7103*** (9.26)	3.3083*** (7.53)	4.2590*** (8.43)	3.3832*** (7.72)	4.2995*** (8.46)	3.3224*** (7.59)	4.2269*** (8.31)
<i>FNBACK_D</i>	-1.8414 (-1.62)	-2.7721** (-2.52)												
<i>FNBCD</i>			-0.0447*** (-3.33)	-0.0252** (-1.96)										
<i>FNBCD_D</i>					-2.1818** (-2.09)	-2.5873** (-2.55)								
<i>FNK</i>							-0.1917** (-2.02)	-0.2602*** (-3.16)						
<i>BCK</i>									0.0570** (2.10)	0.0188 (0.62)				
<i>FND</i>											-0.2198*** (-3.69)	-0.1436** (-1.99)		
<i>BCD</i>													-0.0259 (-1.38)	-0.0104 (-0.75)
<i>PC*INDR</i>	2.2440** (2.11)	1.9410* (1.94)	0.0188* (1.65)	0.0068 (0.60)	0.9444 (1.16)	1.0275 (1.33)	0.1161 (0.55)	0.1032 (0.58)	-0.0166 (-0.29)	0.0035 (0.06)	0.0997** (2.34)	0.0685 (1.27)	0.0094 (0.64)	-0.0052 (-0.34)
<i>PC*SIZE</i>	0.1048 (1.54)	0.1628** (2.47)	0.0021*** (2.89)	0.0012* (1.77)	0.1147* (1.86)	0.1496** (2.47)	0.0121** (2.02)	0.0164*** (3.18)	-0.0039** (-2.16)	-0.0013 (-0.64)	0.0112*** (3.57)	0.0075* (1.95)	0.0008 (0.73)	0.0002 (0.32)
<i>SIZE</i>	-0.0375 (-1.17)	-0.0834*** (-2.79)	-0.0126 (-0.40)	-0.0481 (-1.65)	-0.0184 (-0.55)	-0.0750* (-2.37)	-0.0351 (-1.13)	-0.0768*** (-2.66)	-0.0098 (-0.32)	-0.0482* (-1.65)	-0.0142 (-0.46)	-0.0507 (-1.74)	-0.0114 (-0.37)	-0.0468 (-1.60)
<i>MTB</i>	0.0437 (1.54)	0.0033 (0.12)	0.0429 (1.51)	0.0039 (0.14)	0.0417 (1.47)	0.0020 (0.07)	0.0415 (1.46)	-0.0015 (-0.06)	0.0445 (1.55)	0.0043 (0.15)	0.0442 (1.55)	0.0043 (0.16)	0.0423 (1.49)	0.0033 (0.12)
<i>DEBT</i>	0.0006* (1.83)	0.0005 (1.46)	0.0006* (1.90)	0.0005 (1.53)	0.0006* (1.86)	0.0005 (1.46)	0.0006* (1.85)	0.0005 (1.48)	0.0006* (1.89)	0.0005 (1.52)	0.0006* (1.88)	0.0005 (1.52)	0.0006* (1.90)	0.0005 (1.54)
<i>EBITTA</i>	-1.2539*** (-3.60)	-1.4129*** (-4.23)	-1.2226*** (-3.52)	-1.4025*** (-4.17)	-1.2441*** (-3.56)	-1.3983*** (-4.20)	-1.2280*** (-3.53)	-1.3731*** (-4.14)	-1.2667*** (-3.60)	-1.4223*** (-4.21)	-1.2429*** (-3.55)	-1.4126*** (-4.18)	-1.2137*** (-3.50)	-1.3942*** (-4.15)
<i>ZSCORE</i>	0.0279 (0.59)	0.0211 (0.46)	0.0260 (0.55)	0.0192 (0.42)	0.0268 (0.57)	0.0211 (0.46)	0.0247 (0.52)	0.0163 (0.36)	0.0278 (0.59)	0.0203 (0.44)	0.0263 (0.55)	0.0194 (0.42)	0.0253 (0.53)	0.0184 (0.40)
<i>INSTHOLD</i>	-0.0044*** (-2.71)	-0.0037** (-2.06)	-0.0041** (-2.55)	-0.0035* (-1.95)	-0.0041** (-2.53)	-0.0037** (-2.02)	-0.0043*** (-2.67)	-0.0036** (-2.00)	-0.0043*** (-2.62)	-0.0036** (-2.01)	-0.0044*** (-2.68)	-0.0036** (-2.02)	-0.0040** (-2.48)	-0.0034* (-1.91)
<i>PLEDGE</i>	0.0038** (2.55)	0.0048*** (3.28)	0.0037** (2.43)	0.0046*** (3.14)	0.0039*** (2.58)	0.0049*** (3.31)	0.0037** (2.55)	0.0048*** (3.26)	0.0037** (2.45)	0.0046*** (3.17)	0.0037** (2.49)	0.0047*** (3.19)	0.0036** (2.40)	0.0046*** (3.12)
<i>MANAHOLD</i>	0.0032 (0.27)	0.0068 (0.60)	0.0036 (0.31)	0.0082 (0.72)	0.0031 (0.27)	0.0066 (0.58)	0.0031 (0.27)	0.0072 (0.63)	0.0042 (0.36)	0.0086 (0.76)	0.0034 (0.29)	0.0080 (0.71)	0.0038 (0.33)	0.0083 (0.73)
<i>BOARD</i>	-0.0075 (-0.39)	0.0065 (0.34)	-0.0045 (-0.24)	0.0091 (0.48)	-0.0068 (-0.36)	0.0066 (0.35)	-0.0067 (-0.35)	0.0083 (0.44)	-0.0063 (-0.33)	0.0083 (0.44)	-0.0059 (-0.31)	0.0082 (0.43)	-0.0043 (-0.22)	0.0095 (0.50)
<i>INDR</i>	-0.1517 (-0.57)	-0.1586 (-0.54)	-0.0363 (-0.14)	-0.0519 (-0.18)	-0.0942 (-0.35)	-0.1142 (-0.38)	-0.0119 (-0.05)	-0.0368 (-0.13)	-0.0219 (-0.08)	-0.0491 (-0.17)	-0.0390 (-0.15)	-0.0622 (-0.21)	-0.0290 (-0.11)	-0.0446 (-0.15)

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848	1,848
調整後判定係數	0.0385	0.1222	0.0387	0.1181	0.0376	0.1197	0.0371	0.1222	0.0531	0.1169	0.0367	0.1177	0.0390	0.1184
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告民進黨執政時期(2004~2007)，政治關聯對銀行貸款利率（平均利率：RATE_AVG）的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以 FNBACK_D、FNBCD、FNBCD_D、FNK、BCK、FND 與 BCD 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。括號內為估計係數之 *t* 值（採 White 之一致性穩健標準誤計算而得），而 *、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表九 國民黨執政時期政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	4.3061*** (18.4)	3.5733*** (17.4)	4.5993*** (16.3)	3.7976*** (15.4)	4.2351*** (18.5)	3.5275*** (17.5)	4.3579*** (16.9)	3.6764*** (16.2)	4.3754*** (18.7)	3.6134*** (17.6)	4.5692*** (17.3)	3.7414*** (16.0)	4.3036*** (18.4)	3.5758*** (17.4)
FNCKD	0.0001 (0.01)	-0.0029 (-0.20)												
FNCKD_D			-0.2974 (-0.61)	-0.5433 (-1.24)										
BCKD					0.0151 (0.83)	0.0156 (0.91)								
BCKD_D							0.0619 (0.12)	-0.0657 (-0.16)						
FNKD									0.0012 (0.03)	-0.0415 (-1.31)				
FNKD_D											-0.3324 (0.55)	-1.0085* (-1.86)		
FNCK													-0.0018 (-0.11)	-0.0027 (-0.18)
PC*INDR	-0.0020 (-0.21)	0.0031 (0.52)	0.5901** (2.48)	0.4833** (2.55)	0.0025 (0.20)	0.0124 (1.39)	0.5573** (2.14)	0.5336** (2.60)	-0.0092 (-0.55)	-0.0070 (-0.71)	0.7746*** (2.64)	0.3827 (1.64)	-0.0017 (-0.17)	0.0035 (0.59)
PC*SIZE	0.0000 (0.03)	0.0001 (0.13)	0.0191 (0.65)	0.0301 (1.16)	-0.0010 (-0.89)	-0.0011 (-1.13)	-0.0058 (-0.19)	0.0024 (0.10)	0.0002 (0.09)	0.0022 (1.34)	0.0197 (0.55)	0.0550* (1.74)	0.0001 (0.12)	0.0001 (0.11)
SIZE	-0.1409*** (-8.90)	-0.1240*** (-8.66)	-0.1591*** (-8.66)	-0.1374*** (-8.45)	-0.1364*** (-8.78)	-0.1210*** (-8.60)	-0.1438*** (-8.43)	-0.1301*** (-8.54)	-0.1452*** (-9.19)	-0.1264*** (-8.88)	-0.1574*** (-9.04)	-0.1333*** (-8.56)	-0.1408*** (-8.88)	-0.1241*** (-8.65)
MTB	-0.1157*** (-3.25)	-0.0213 (-1.09)	-0.1157*** (-3.26)	-0.0208 (-1.08)	-0.1157*** (-3.24)	-0.0214 (-1.09)	-0.1153*** (-3.25)	-0.0206 (-1.06)	-0.1162*** (-3.25)	-0.0212 (-1.08)	-0.1163*** (-3.27)	-0.0212 (-1.09)	-0.1158*** (-3.25)	-0.0213 (-1.09)
DEBT	0.0005*** (5.24)	0.0003*** (4.97)	0.0005*** (5.21)	0.0003*** (4.96)	0.0005*** (5.25)	0.0003*** (4.97)	0.0005*** (5.24)	0.0003*** (4.97)	0.0005*** (5.22)	0.0003*** (4.97)	0.0005*** (5.21)	0.0003*** (4.95)	0.0005*** (5.24)	0.0003*** (4.97)
EBITTA	-0.2724 (-0.92)	-0.0171 (-0.06)	-0.2507 (-0.85)	-0.0014 (0.00)	-0.2755 (-0.94)	-0.0177 (-0.06)	-0.2638 (-0.89)	-0.0024 (-0.01)	-0.2704 (-0.92)	-0.0086 (-0.03)	-0.2649 (-0.89)	0.0016 (0.01)	-0.2724 (-0.92)	-0.0178 (-0.06)
ZSCORE	-0.1322*** (-6.20)	-0.1562*** (-7.94)	-0.1311*** (-6.15)	-0.1550*** (-7.86)	-0.1325*** (-6.22)	-0.1563*** (-7.97)	-0.1325*** (-6.20)	-0.1559*** (-7.93)	-0.1321*** (-6.18)	-0.1569*** (-7.94)	-0.1320*** (-6.17)	-0.1579*** (-7.91)	-0.1324*** (-6.20)	-0.1561*** (-7.94)
INSTHOLD	-0.0007 (-0.63)	-0.0031*** (-3.47)	-0.0009 (-0.80)	-0.0032*** (-3.57)	-0.0006 (-0.58)	-0.0031*** (-3.45)	-0.0007 (-0.66)	-0.0032*** (-3.55)	-0.0006 (-0.61)	-0.0031*** (-3.50)	-0.0007 (-0.71)	-0.0032*** (-3.61)	-0.0006 (-0.61)	-0.0031*** (-3.48)
PLEDGE	0.0023*** (2.87)	0.0013* (1.77)	0.0023*** (2.90)	0.0013* (1.83)	0.0023*** (2.83)	0.0012* (1.73)	0.0023*** (2.89)	0.0013* (1.85)	0.0023*** (2.87)	0.0013* (1.82)	0.0023*** (2.87)	0.0013* (1.78)	0.0023*** (2.86)	0.0013* (1.77)
MANAHOLD	-0.0062 (-0.85)	-0.0125* (-1.84)	-0.0057 (-0.78)	-0.0121* (-1.76)	-0.0059 (-0.82)	-0.0123* (-1.81)	-0.0059 (-0.81)	-0.0121* (-1.78)	-0.0063 (-0.87)	-0.0128* (-1.87)	-0.0060 (-0.83)	-0.0127* (-1.86)	-0.0062 (-0.85)	-0.0125* (-1.84)
BOARD	0.0068 (0.76)	0.0106 (1.39)	0.0061 (0.69)	0.0098 (1.29)	0.0069 (0.78)	0.0104 (1.37)	0.0068 (0.77)	0.0103 (1.35)	0.0061 (0.68)	0.0105 (1.37)	0.0072 (0.80)	0.0097 (1.27)	0.0069 (0.77)	0.0106 (1.39)
INDR	-0.3284*** (-3.36)	0.0143 (0.17)	-0.4228*** (-3.99)	-0.0650 (-0.75)	-0.3319*** (-3.42)	0.0131 (0.16)	-0.3889*** (-3.79)	-0.0347 (-0.41)	-0.3283*** (-3.38)	0.0209 (0.25)	-0.4175*** (-4.08)	-0.0340 (-0.40)	-0.3310*** (-3.39)	0.0136 (0.16)

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675
調整後判定係數	0.1660	0.4389	0.1686	0.4404	0.1663	0.4392	0.1669	0.4398	0.1664	0.4392	0.1688	0.4406	0.1659	0.4389
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告國民黨執政時期(2008~2012)，政治關聯對銀行貸款利率(平均利率：RATE_AVG)的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以 FNCKD、FNCKD_D、BCKD、BCKD_D、FNKD、FNKD_D 與 FNCK 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。括號內為估計係數之 *t* 值(採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)，而 *、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表九 國民黨執政時期政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）的迴歸估計結果（續）

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
截距項	4.6245*** (16.4)	3.8288*** (15.6)	4.2984*** (19.5)	3.5730*** (15.6)	4.2896*** (19.2)	3.5451*** (18.1)	4.3808*** (18.7)	3.6163*** (17.6)	4.2355*** (18.6)	3.5333*** (17.6)	4.3074*** (19.6)	3.5892*** (18.7)	4.2835*** 19.5	3.5478*** (18.5)
FNBCK_D	-0.4910 (-1.02)	-0.6464 (-1.48)												
FNBCD			0.0312 (0.37)	-0.0072 (-0.08)										
FNBCD_D					1.2781 (1.09)	0.7845 (0.88)								
FNK							0.0059 (0.13)	-0.0366 (-1.12)						
BCK									0.0137 (0.70)	0.0151 (0.85)				
FND											-0.1492 (-0.66)	-0.3422* (-1.88)		
BCD													0.1054 (1.05)	0.1609 (1.60)
PC*INDR	0.5829** (2.34)	0.5621*** (2.86)	-0.0989 (-0.88)	-0.0516 (-0.60)	-0.2233 (-0.39)	-0.3009 (-0.95)	-0.0091 (-0.54)	-0.0057 (-0.56)	0.0045 (0.34)	0.0138 (1.47)	-0.1704 (-0.60)	-0.2352* (-1.71)	-0.2655** (-2.54)	-0.2599** (-2.05)
PC*SIZE	0.0302 (1.05)	0.0359 (1.39)	-0.0007 (-0.13)	0.0004 (0.08)	-0.0668 (-0.98)	-0.0461 (-0.90)	0.0000 (-0.01)	0.0020 (1.15)	-0.0009 (-0.80)	-0.0010 (-1.08)	0.0096 (0.68)	0.0201** (2.01)	-0.0052 (-0.79)	-0.0100* (-1.74)
SIZE	-0.1605*** (-8.77)	-0.1391*** (-8.60)	-0.1405*** (-9.35)	-0.1242** (-9.18)	-0.1404** (-9.27)	-0.1226** (-8.98)	-0.1456** (-9.17)	-0.1266** (-8.86)	-0.1364** (-8.78)	-0.1213** (-8.62)	-0.1410** (-9.39)	-0.1250** (-9.24)	-0.1395** (-9.29)	-0.1228** (-9.07)
MTB	-0.1157*** (-3.26)	-0.0207 (-1.08)	-0.1154*** (-3.24)	-0.0211 (-1.08)	-0.1151*** (-3.24)	-0.0207 (-1.06)	-0.1162*** (-3.25)	-0.0212 (-1.08)	-0.1158*** (-3.24)	-0.0214 (-1.09)	-0.1159*** (-3.25)	-0.0212 (-1.08)	-0.1157*** (-3.24)	-0.0216 (-1.10)
DEBT	0.0005*** (5.20)	0.0003*** (4.96)	0.0005*** (5.23)	0.0003*** (4.97)	0.0005*** (5.24)	0.0003*** (4.97)	0.0005*** (5.22)	0.0003*** (4.97)	0.0005*** (5.25)	0.0003*** (4.97)	0.0005*** (5.23)	0.0003*** (4.96)	0.0005*** (5.24)	0.0003*** (4.98)
EBITTA	-0.2467 (-0.84)	-0.0020 (-0.01)	-0.2781 (-0.94)	-0.0129 (-0.04)	-0.2892 (-0.98)	-0.0195 (-0.06)	-0.2702 (-0.91)	-0.0097 (-0.03)	-0.2771 (-0.94)	-0.0192 (-0.06)	-0.2733 (-0.93)	-0.0147 (-0.05)	-0.2709 (-0.92)	0.0022 (0.01)
ZSCORE	-0.1312*** (-6.15)	-0.1548*** (-7.85)	-0.1311*** (-6.16)	-0.1561*** (-7.96)	-0.1304*** (-6.14)	-0.1555*** (-7.94)	-0.1321*** (-6.18)	-0.1567*** (-7.94)	-0.1325*** (-6.22)	-0.1562*** (-7.97)	-0.1323*** (-6.20)	-0.1561*** (-7.96)	-0.1318*** (-6.18)	-0.1571*** (-7.99)
INSTHOLD	-0.0008 (-0.78)	-0.0032*** (-3.60)	-0.0007 (-0.69)	-0.0031*** (-3.50)	-0.0007 (-0.68)	-0.0031*** (-3.48)	-0.0006 (-0.60)	-0.0031*** (-3.50)	-0.0006 (-0.56)	-0.0031*** (-3.46)	-0.0006 (-0.62)	-0.0031*** (-3.49)	-0.0007 (-0.63)	-0.0031*** (-3.39)
PLEDGE	0.0024*** (2.94)	0.0013* (1.86)	0.0023*** (2.88)	0.0013* (1.78)	0.0023*** (2.86)	0.0013* (1.78)	0.0023*** (2.87)	0.0013* (1.82)	0.0023*** (2.82)	0.0012* (1.73)	0.0023*** (2.87)	0.0013* (1.81)	0.0023*** (2.87)	0.0013* (1.77)
MANAHOLD	-0.0059 (-0.81)	-0.0120* (-1.75)	-0.0063 (-0.87)	-0.0125* (-1.84)	-0.0062 (-0.85)	-0.0124* (-1.83)	-0.0063 (-0.87)	-0.0127* (-1.87)	-0.0060 (-0.82)	-0.0123* (-1.81)	-0.0063 (-0.87)	-0.0127* (-1.87)	-0.0063 (-0.87)	-0.0125* (-1.84)
BOARD	0.0058 (0.65)	0.0095 (1.25)	0.0069 (0.77)	0.0106 (1.39)	0.0073 (0.82)	0.0108 (1.42)	0.0061 (0.68)	0.0106 (1.37)	0.0069 (0.78)	0.0104 (1.37)	0.0067 (0.75)	0.0099 (1.30)	0.0067 (0.75)	0.0104 (1.37)
INDR	-0.4193*** (-3.99)	-0.0709 (-0.83)	-0.3208*** (-3.35)	0.0262 (0.32)	-0.3202*** (-3.32)	0.0303 (0.37)	-0.3286*** (-3.38)	0.0202 (0.25)	-0.3353*** (-3.45)	0.0119 (0.14)	-0.3269*** (-3.40)	0.0291 (0.36)	-0.3222*** (-3.37)	0.0256 (0.32)

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG													
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
Ind.&Year Dummies	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
有效觀察值數目	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675	2,675
調整後判定係數	0.1686	0.4408	0.1666	0.4390	0.1668	0.4391	0.1664	0.4391	0.1663	0.4392	0.1661	0.4393	0.1670	0.4491
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告國民黨執政時期(2008~2012)，政治關聯對銀行貸款利率（平均利率：RATE_AVG）的迴歸估計結果。公司政治關聯變數(PC)分別以 FNBACK_D、FNBCD、FNBCD_D、FNK、BCK、FND 與 BCD 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。括號內為估計係數之 *t* 值（採 White 之一致性穩健標準誤計算而得），而 *、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表九報告國民黨執政時期(2008-2012)政治關聯對銀行貸款利率的迴歸估計結果，其中貸款利率以平均貸款利率作為代理變數。觀察表九發現，除了 *FNKD_D* 與 *FND* 外，大部分政治關聯變數的估計係數皆未達統計顯著水準，顯示除公司名稱與兩黨、公司名稱與民進黨之政治關聯有助於降低銀行貸款利率外，其餘的政治關聯變數皆未與銀行貸款利率有顯著的統計關係，這表示在國民黨執政時期，政治關聯在降低銀行貸款利率上的作用相對受到限制；而與表八之民進黨執政時期之樣本的估計結果比較，即可發現在民進黨執政時期，政治關聯與銀行貸款利率的負向關聯較強烈，而在國民黨執政時期，公司相對較無法透由政治關聯來獲得較優惠的銀行貸款利率。另外，比較表八與表九的估計結果亦可發現(然並未指出統計上係數差異的顯著性)，在民進黨執政時期，公司董事長與國民黨政治將被銀行要求較高的利率，在國民黨執政時期，不論是公司名稱還是董事長姓名與民進黨政治關聯並不會被銀行要求較高的利率，顯示在 2004-2007 年期間，企業與在野黨有所連結將有可能受到金融市場上的負面評價，但是在 2008-2012 年期間，企業與在野黨有所連結並不會導致不良的後果。¹⁴

(三)兩階段估計

目前迴歸的估計結果顯示公司政治關聯與銀行貸款利率呈負向關聯，除了透過政治關聯的利益高於其成本來解釋外，另一種解釋是公司特徵(例如規模、獲利狀況、成長機會、經營風險甚至是地理區域等)促使公司尋求政治關聯，使得政治關聯樣本在這些特徵上顯著地與非政治關聯樣本不同，這種非隨機樣本指派(non-random assignment of samples)將使得估計政治關聯對銀行貸款利率時產生估計偏誤，政治關聯對貸款利率的影響夾雜了驅動樣本尋求政治關聯的力量。

本研究為降低樣本自我選擇的估計偏誤，採用 Heckman (1979) 之兩階段估計(two-stage estimation)進行估計，參考 Chaney, Faccio and Parsley (2011)，第一階段的解釋變數包括前一期公司規劃(*L-SIZE*)、前一期市價對帳面價值比(*L-MTB*)、前一期負債比率(*L-DEBT*)、公司總部是否座落於首都即臺北的虛擬

¹⁴ 本文推測可能的解釋原因是民進黨執政後期，民眾普遍出現對於政府體制內出現貪污的觀感，國民黨則以清廉執政理念取回政權。根據國際透明組織公布的貪腐印象指數，國民黨在 2008 年取回政權後，台灣的排名從 39 名上升至 32 名，因此在國民黨執政時期，政治關聯的效果可能因執政黨的風格理念改變而產生變化，使得公司政治關聯的潛在益處產生改變。

變數(*CITY*)、¹⁵前一期資產報酬率(*L-ROA*)、營業週期(*CYCLE*)與前一期營收成長率(*S-SGR*)，被解釋變數為公司是否具政治關聯(*PC*)的變數，包括 *FNBACKD_D*、*BCKD_D*、*FNKD_D*、*FNBACK_D*與*FNBCD_D*。第二階段的迴歸式與本文內文所述之待估計迴歸式相同，惟多了一個來自第一階段估計結果所計算得出的選擇偏誤調整項(*Lambda*)。兩階段估計是採用最大概似估計法(maximum likelihood estimation)。

在全樣本下，表十報告政治關聯對銀行貸款利率(平均利率：*RATE_AVG*)的 Heckman 兩階段估計結果。首先就第一階段估計結果來看，大部分的證據顯示 *L-SIZE*、*CITY* 與 *L-ROA* 的估計係數顯著為正而 *L-MTB* 的估計係數顯著為負，表示當一家公司的市場規模愈大、公司的總部設在首都、前一期的獲利能力愈佳時以及市場評價的成長機會愈低時，公司尋求政治連結的機率顯著愈高。在估計完第一階段後，得到選擇偏誤調整項 *Lambda*，將其置入第二階段之迴歸方程式成為一新增之解釋變數。而第表十之第二階段的估計結果發現，不論政治關聯變數為何(包括 *FNBACKD_D*、*BCKD_D*、*FNKD_D*、*FNBACK_D* 與 *FNBCD_D*)，其大部分的估計係數皆顯著為負，顯示不論公司是以名稱抑或是以董事長名義所產生的政治連結，以及與國民黨抑或是以民進黨進行政治連結，皆可被金融機構在授信評價時給予較高的評價，反應在較低的利率水準上。在考慮控制的樣本自我選擇偏誤後，政治關聯與銀行貸款利率的負向統計關係仍然存在，政治關聯有助於企業獲得較優惠的利率。

¹⁵ 關於 *CITY* 變數設定是參考 Chaney, Faccio and Parsley (2011) 的研究，主因是一國的公司總部若設置於首都，政治、經濟活動、企業與政府/政黨/政治人物的互動以及這些活動的報導頻率與覆蓋率傾向是相對是較高的。在台灣一般認為中華民國在台灣的首都台北市是政治、經濟與媒體的中心，若企業總部座落於台北市，其被報導出來的政治連結活動之傾向是較高的。此點感謝匿名審稿者的額外說明要求。

表十 政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）的 Heckman 兩階段估計結果

Heckman 二階段估計														
第一階段		第二階段		第一階段		第二階段		第一階段		第二階段				
解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	
數	<i>FNCKD_D</i>		<i>RATE_AVG</i>	數	變數		<i>RATE_AVG</i>	數	變數		<i>FNKD_D</i>		<i>RATE_AVG</i>	
			模型(1)	模型(2)			模型(1)	模型(2)				模型(1)	模型(2)	
截距	-4.6785*** (-19.9)	截距	4.1411*** (10.3)	2.7788*** (8.49)	截距	-4.1806 (16.3)	截距	3.9916*** (10.3)	2.6926*** (8.52)	截距	-5.1573** (19.5)	截距	4.0964*** (10.8)	2.8761*** (9.31)
<i>L-SIZE</i>	0.4356*** (22.1)	<i>FNCKD_D</i>	-1.9148** (-2.29)	-1.8178** (-2.73)	<i>L-SIZE</i>	0.3661*** (17.8)	<i>BCKD_D</i>	-0.3522 (-0.32)	-0.6850 (-0.79)	<i>L-SIZE</i>	0.4518*** (20.9)	<i>FNKD_D</i>	-3.1267** (-3.05)	-2.8097** (-3.43)
<i>L-MTB</i>	-0.1782*** (-6.73)	<i>PC*INDR</i>	0.5965 (1.62)	0.8461*** (2.94)	<i>L-MTB</i>	-0.1271** (-4.54)	<i>PC*INDR</i>	0.7264* (1.67)	1.1672*** (3.43)	<i>L-MTB</i>	-0.1904** (-6.20)	<i>PC*INDR</i>	-0.0099 (-0.02)	-0.0147 (-0.04)
<i>L-DEB T</i>	0.0004* (1.95)	<i>PC*SIZE</i>	0.0871** (2.05)	0.0837** (2.49)	<i>L-DEB T</i>	0.0003 (1.51)	<i>PC*SIZE</i>	-0.0018 (-0.04)	0.0199 (0.49)	<i>L-DEB T</i>	0.0003 (1.36)	<i>PC*SIZE</i>	0.1527*** (2.98)	0.1470*** (3.61)
<i>CITY</i>	0.2917*** (5.77)	<i>SIZE</i>	-0.0979** (-3.55)	-0.0741** (-3.36)	<i>CITY</i>	0.1808*** (3.24)	<i>SIZE</i>	-0.0909** (-3.46)	-0.0709** (-3.33)	<i>CITY</i>	0.3086*** (5.49)	<i>SIZE</i>	-0.0955** (-3.70)	-0.0816** (-3.95)
<i>L-ROA</i>	0.0059** (2.14)	<i>MTB</i>	-0.0416** (-2.53)	-0.0094 (-0.70)	<i>L-ROA</i>	0.0054* (1.81)	<i>MTB</i>	-0.040**1 (-2.44)	-0.0081 (-0.60)	<i>L-ROA</i>	-0.0003 (-0.09)	<i>MTB</i>	-0.0428** (-2.60)	-0.0103 (-0.77)
<i>CYCLE</i>	-0.0122 (-0.43)	<i>DEBT</i>	0.0004*** (5.61)	0.0004*** (5.56)	<i>CYCLE</i>	-0.0515 (-1.62)	<i>DEBT</i>	0.0005*** (5.69)	0.0004*** (5.63)	<i>CYCLE</i>	0.0117 (0.37)	<i>DEBT</i>	0.0005*** (5.61)	0.0004*** (5.61)
<i>L-SGR</i>	0.0000 (-0.55)	<i>EBITTA</i>	-0.4129* (-1.72)	-0.5927** (-3.10)	<i>L-SGR</i>	0.0000 (-0.35)	<i>EBITTA</i>	-0.4393* (-1.83)	-0.5992** (-3.13)	<i>L-SGR</i>	-0.0004 (-0.67)	<i>EBITTA</i>	-0.4083* (-1.70)	-0.5812** (-3.04)
		<i>ZSCORE</i>	-0.0485** (-2.05)	-0.0833** (-4.37)			<i>ZSCORE</i>	-0.0486** (-2.05)	-0.0842** (-4.41)			<i>ZSCORE</i>	-0.0531** (-2.24)	-0.0876** (-4.50)
		<i>INSTHOLD</i>	-0.0040** (-4.05)	-0.0036** (-4.51)			<i>INSTHOLD</i>	-0.0041** (-4.07)	-0.0037** (-4.60)			<i>INSTHOLD</i>	-0.0040** (-4.05)	-0.0037** (-4.61)
		<i>PLEDGE</i>	0.0044*** (4.82)	0.0028*** (3.85)			<i>PLEDGE</i>	0.0044*** (4.76)	0.0028*** (3.81)			<i>PLEDGE</i>	0.0044*** (4.82)	0.0029*** (3.91)
		<i>MANAHOL D</i>	-0.0095 (-1.01)	-0.0014 (-0.18)			<i>MANAHOL D</i>	-0.0089 (-0.95)	-0.0010 (-0.14)			<i>MANAHOL D</i>	-0.0099 (-1.05)	-0.0022 (-0.29)

Heckman 二階段估計											
第一階段		第二階段		第一階段		第二階段		第一階段		第二階段	
解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數
	<i>FNCKD_D</i>		<i>RATE_AVG</i>		<i>BCKD_D</i>		<i>RATE_AVG</i>		<i>FNKD_D</i>		<i>RATE_AVG</i>
		模型(1)	模型(2)			模型(1)	模型(2)			模型(1)	模型(2)
	<i>BOARD</i>	0.0079 (0.96)	0.0080 (1.22)		<i>BOARD</i>	0.0087 (1.06)	0.0085 (1.29)		<i>BOARD</i>	0.0079 (0.96)	0.0073 (1.11)
	<i>INDR</i>	-0.7835** (-5.69)	-0.2843** (-2.40)		<i>INDR</i>	-0.7471** (-5.57)	-0.2537** (-2.19)		<i>INDR</i>	-0.7178** (-5.35)	-0.1761 (-1.51)
	Ind.&Year Dummies	NO	YES		Ind.&Year Dummies	NO	YES		Ind.&Year Dummies	NO	YES
	Lambda	0.2446* (1.88)	0.2069** (1.98)		Lambda	0.1473 (0.83)	0.1363 (0.94)		Lambda	0.2920** (2.04)	0.1640 (1.43)
	觀測值數目	4,254	4,254		觀測值數目	4,254	4,254		觀測值數目	4,254	4,254
	Chi-square	319.88	3321.3		Chi-square	314.64	3311.7		Chi-square	319.94	3317.2
	Prob > F-統計量	0.0000	0.0000		Prob > F-統計量	0.0000	0.0000		Prob > F-統計量	0.0000	0.0000

說明：

本表政治關聯對銀行貸款利率（平均利率：*RATE_AVG*）的 Heckman 兩階段估計結果。第一階段的解釋變數包括前一期公司規劃(*L-SIZE*)、前一期市價對帳面價值比(*L-MTB*)、前一期負債比率(*L-DEBT*)、公司總部是否座落於首都即臺北的虛擬變數(*CITY*)、前一期資產報酬率(*L-ROA*)、營業週期(*CYCLE*)與前一期營收成長率(*S-SGR*)，被解釋變數公司是否具政治關聯(*PC*)的變數，分別以 *FNCKD_D*、*BCKD_D* 與 *FNKD_D*。第二階段的迴歸式與本文內文所述之待估計迴歸式相同，惟多了一個來自第一階段估計結果所計算得出的選擇偏誤調整項(Lambda)。變數的定義則請參考表 1。括號內為估計係數之 z 值（兩階段之估計採最大似法）。*、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表十 政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）的 Heckman 兩階段估計結果（續）

Heckman 二階段估計									
第一階段		第二階段			第一階段		第二階段		
解釋變數	被解釋變數 <i>FNBC_D</i>	解釋變數	被解釋變數 <i>RATE_AVG</i>		解釋變數	被解釋變數 <i>FNBCD_D</i>	解釋變數	被解釋變數 <i>RATE_AVG</i>	
			模型(1)	模型(2)				模型(1)	模型(2)
截距	-4.7642*** (-19.2)	截距	3.8748*** (9.61)	2.6852** (8.20)	截距	-3.7159*** (12.2)	截距	4.5126*** (13.5)	2.8295*** (10.3)
<i>L-SIZE</i>	0.4361*** (21.2)	<i>FNBC_D</i>	-1.9608** (-2.03)	-2.0181*** (-2.63)	<i>L-SIZE</i>	0.2752*** (11.8)	<i>FNBCD_D</i>	-2.6469* (-1.73)	0.7741 (1.44)
<i>L-MTB</i>	-0.1793*** (-6.36)	<i>PC*INDR</i>	0.3504 (0.89)	0.6603** (2.15)	<i>L-MTB</i>	-0.1418*** (-3.91)	<i>PC*INDR</i>	0.9250 (1.35)	0.1199** (2.19)
<i>L-DEBT</i>	0.0004 (1.63)	<i>PC*SIZE</i>	0.0826* (1.74)	0.0923** (2.47)	<i>L-DEBT</i>	0.0004 (1.42)	<i>PC*SIZE</i>	0.1463** (2.13)	-0.0798*** (-4.31)
<i>CITY</i>	0.2721*** (5.12)	<i>SIZE</i>	-0.0815*** (-2.97)	-0.0692*** (-3.14)	<i>CITY</i>	0.1691** (2.57)	<i>SIZE</i>	-0.1237*** (-5.40)	-0.0110 (-0.82)
<i>L-ROA</i>	0.0037 (1.28)	<i>MTB</i>	-0.0415** (-2.52)	-0.0087 (-0.65)	<i>L-ROA</i>	0.0091** (2.55)	<i>MTB</i>	-0.0420** (-2.56)	0.0004*** (5.72)
<i>CYCLE</i>	-0.0199 (-0.67)	<i>DEBT</i>	0.0005*** (5.62)	0.0004*** (5.54)	<i>CYCLE</i>	-0.0540 (-1.35)	<i>DEBT</i>	0.0005*** (5.78)	-0.5921*** (-3.10)
<i>L-SGR</i>	0.0000 (-0.48)	<i>EBITTA</i>	-0.4375* (-1.82)	-0.5996*** (-3.13)	<i>L-SGR</i>	0.0000 (-0.16)	<i>EBITTA</i>	-0.4434* (-1.85)	-0.0848*** (-4.44)
		<i>ZSCORE</i>	-0.0495** (-2.09)	-0.0835*** (-4.37)			<i>ZSCORE</i>	-0.0464** (-1.96)	-0.0037*** (-4.62)
		<i>INSTHOLD</i>	-0.0038*** (-3.83)	-0.0036*** (-4.51)			<i>INSTHOLD</i>	-0.0044*** (-4.50)	0.0028*** (3.89)
		<i>PLEDGE</i>	0.0044*** (4.79)	0.0028*** (3.86)			<i>PLEDGE</i>	0.0044*** (4.84)	-0.0017 (-0.23)
		<i>MANAHOLD</i>	-0.0091 (-0.97)	-0.0011 (-0.15)			<i>MANAHOLD</i>	-0.0102 (-1.09)	0.0076 (1.15)
		<i>BOARD</i>	0.0086 (1.05)	0.0087 (1.32)			<i>BOARD</i>	0.0050 (0.60)	-0.1663 (-1.47)
		<i>INDR</i>	-0.7534*** (-5.52)	-0.2465** (-2.09)			<i>INDR</i>	-0.6620*** (-5.10)	0.7741 (1.44)
		Ind.&Year Dummies	NO	YES			Ind.&Year Dummies	NO	YES

Heckman 二階段估計							
第一階段		第二階段		第一階段		第二階段	
解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數	解釋變數	被解釋變數
	<i>FNBCD_D</i>		<i>RATE_AVG</i>		<i>FNBCD_D</i>		<i>RATE_AVG</i>
			模型(1)				模型(1)
			模型(2)				模型(2)
		Lambda	0.2437*	0.2513**		Lambda	0.2565
			(1.65)	(2.12)			(1.02)
		觀測值數目	4,254	4,254		觀測值數目	4,254
		Chi-square	315.08	3303.3		Chi-square	325.76
		Prob > F-統計量	0.0000	0.0000		Prob > F-統計量	0.0000

說明：

本表政治關聯對銀行貸款利率（平均利率：*RATE_AVG*）的 Heckman 兩階段估計結果。第一階段的解釋變數包括前一期公司規劃(*L-SIZE*)、前一期市價對帳面價值比(*L-MTB*)、前一期負債比率(*L-DEBT*)、公司總部是否座落於首都即臺北的虛擬變數(*CITY*)、前一期資產報酬率(*L-ROA*)、營業週期(*CYCLE*)與前一期營收成長率(*S-SGR*)，被解釋變數公司是否具政治關聯(*PC*)的變數，分別以 *FNBCD_D* 與 *FNBCD_D*。第二階段的迴歸式與本文內文所述之待估計迴歸式相同，惟多了一個來自第一階段估計結果所計算得出的選擇偏誤調整項(Lambda)。變數的定義則請參考表 1。括號內為估計係數之 z 值（兩階段之估計採最大概似法）。*、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

(四)政治關聯對銀行貸款利率影響之分量迴歸估計

本文進一步使用分量迴歸(quantile regression)估計，探討在不同的貸款利率(RATE_AVG)分量下，政治關聯對公司之銀行貸款利率的影響為何。普通最小平方方法估計出的係數所代表的涵義為，平均而言，解釋變數對被解釋變數的影響，然而，在不同的銀行貸款利率水準下，政治關聯的影響可能有所差異，也就是說公司政治關聯的益處發生在公司目前處於高利率環境下抑或是低利率環境下，有可能是不同的，這種差異性可透過分量迴歸估計出來。

表十一報告公司政治關聯對其銀行貸款利率（平均利率：RATE_AVG）的分量迴歸估計結果。被解釋變數即平均利率的分量分別設定為 10 分位、25 分位、50 分位、75 分位與 90 分位，公司政治關聯變數分別以 FNBACKD、BCKD、FNKD、FNBACK 與 FNBCD 作為代理變數。首先在政治關聯變數為 FNBACKD 時，負向顯著的係數發生在 10 分位與 25 分位時而並未出現在其他較高的分位數上，這表示公司名稱/董事長姓名與兩黨政治關聯所產生的益處，顯著地發生在低利率的公司身上，這可以解釋為政治關聯產生的好處，對於享有低利率的公司（可能已經是財務體質較健全、授信條件較佳的公司）而言，產生顯著降低的效果，對高利率公司（有可能是財務體質較差、授信條件較弱的公司）則沒有顯著的影響效果。當政治關聯變數為 BCKD 時，負向顯著的係數發生在利率為 10 分位、25 分位、50 分位與 75 分位，並未出現在利率為 90 分位數上，同樣表示在那些目前已經是受困於相對非常高之貸款利率的公司，政治關聯產生不了助益。然而有趣的是，當政治關聯變數為 FNBCD(公司與董事長與民進黨政治關聯程度)時，即使公司目前處於高銀行貸款利率的狀態，估計係數顯著為負，政治關聯的益處還是可以顯著發揮。

表十一 政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）的分量迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG														
	主要解釋變數：FNCKD					主要解釋變數：BCKD					主要解釋變數：FNKD				
	10 分位	25 分位	50 分位	75 分位	90 分位	10 分位	25 分位	50 分位	75 分位	90 分位	10 分位	25 分位	50 分位	75 分位	90 分位
截距項	0.9557** (6.07)	2.1386** (15.2)	3.0420** (16.2)	3.7828** (15.2)	4.3687*** (10.7)	0.9759** (6.24)	2.1570** (16.1)	2.9000** (16.1)	3.6119*** (15.0)	4.4084*** (10.8)	1.0066** (7.09)	2.2284** (16.7)	3.0449** (17.2)	3.7696** (16.6)	4.3616** (10.2)
FNCKD	-0.0007* (-1.72)	-0.0010* (-1.80)	0.0002 (0.21)	0.0001 (0.09)	-0.0005 (-0.50)										
BCKD						-0.0021* (-2.25)	-0.0022* (-2.24)	-0.0026* (-2.00)	-0.0038* (-2.18)	-0.0023 (-0.80)					
FNKD											-0.0005 (-0.86)	0.0008 (1.26)	0.0014** (2.64)	0.0004 (0.66)	-0.0004 (-0.28)
SIZE	-0.0326* (-3.15)	-0.0520* (-5.46)	-0.0969* (-7.83)	-0.1213* (-7.43)	-0.1434** (-5.21)	-0.0319* (-3.12)	-0.0532* (-5.91)	-0.0871* (-7.29)	-0.1097* (-6.94)	-0.1469** (-5.36)	-0.0357* (-3.81)	-0.0581* (-6.45)	-0.0973* (-8.30)	-0.1211** (-8.10)	-0.1425* (-4.94)
MTB	-0.0312* (-3.27)	-0.0143* (-1.71)	-0.0185 (-1.63)	-0.0119 (-0.94)	0.0019 (0.10)	-0.0332* (-3.52)	-0.0155* (-1.94)	-0.0188* (-1.71)	-0.0109 (-0.70)	0.0014 (0.07)	-0.0278* (-3.25)	-0.0152* (-1.90)	-0.0205* (-1.88)	-0.0119 (-1.01)	0.0012 (0.06)
DEBT	0.0002** (2.73)	0.0003* (7.00)	0.0005** (9.22)	0.0013** (29.4)	0.0017*** (30.6)	0.0002* (2.60)	0.0003* (7.48)	0.0005** (9.66)	0.0013** (28.7)	0.0017*** (31.1)	0.0002** (3.68)	0.0004* (8.18)	0.0005** (9.55)	0.0013** (31.5)	0.0017** (29.0)
EBITTA	-0.3928* (-2.37)	-0.6437* (-4.85)	-0.5695* (-3.43)	-0.2009 (-1.03)	-0.3834 (-1.39)	-0.3798* (-2.32)	-0.6579* (-5.25)	-0.5433* (-3.37)	-0.2928 (-1.52)	-0.4204 (-1.53)	-0.4182* (-2.77)	-0.6932* (-5.50)	-0.5474* (-3.44)	-0.2006 (-1.11)	-0.3298 (-1.14)
ZSCORE	-0.0479* (-3.86)	-0.0924* (-7.61)	-0.1141** (-6.86)	-0.1293* (-5.93)	-0.1384** (-4.04)	-0.0530* (-4.38)	-0.0925* (-8.05)	-0.1195** (-7.38)	-0.1270* (-5.92)	-0.1300** (-3.82)	-0.0478* (-4.25)	-0.0872* (-7.52)	-0.1152** (-7.23)	-0.1297* (-6.38)	-0.1422* (-3.97)
INSTHOLD	-0.0016* (-2.67)	-0.0028* (-5.30)	-0.0024* (-3.56)	-0.0034* (-3.89)	-0.0023 (-1.64)	-0.0016* (-2.71)	-0.0027* (-5.28)	-0.0024* (-3.67)	-0.0032* (-3.70)	-0.0023* (-1.67)	-0.0020* (-3.70)	-0.0028* (-5.53)	-0.0025* (-3.82)	-0.0034* (-4.19)	-0.0023 (-1.58)
PLEDGE	0.0017** (2.89)	0.0025** (4.91)	0.0029** (4.59)	0.0033** (4.19)	0.0031** (2.54)	0.0015* (2.64)	0.0024** (5.08)	0.0029** (4.68)	0.0033** (4.29)	0.0029** (2.43)	0.0014** (2.56)	0.0025** (5.21)	0.0028** (4.62)	0.0033** (4.46)	0.0031** (2.40)
MANAHOLD	0.0085 (1.41)	0.0038 (0.72)	-0.0001 (-0.01)	-0.0072 (-0.87)	0.0004 (0.03)	0.0075 (1.28)	0.0032 (0.64)	0.0011 (0.17)	-0.0071 (-0.85)	-0.0027 (-0.22)	0.0089 (1.60)	0.0037 (0.74)	-0.0007 (-0.11)	-0.0071 (-0.89)	0.0022 (0.18)
BOARD	-0.0074 (-1.43)	-0.0082* (-1.77)	0.0069 (1.21)	0.0034 (0.47)	0.0098 (0.84)	-0.0066 (-1.28)	-0.0073* (-1.66)	0.0048 (0.86)	0.0026 (0.37)	0.0118 (1.02)	-0.0073 (-1.55)	-0.0071 (-1.62)	0.0068 (1.25)	0.0036 (0.54)	0.0091 (0.74)

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG														
	主要解釋變數：FNCKD					主要解釋變數：BCKD					主要解釋變數：FNKD				
	10分位	25分位	50分位	75分位	90分位	10分位	25分位	50分位	75分位	90分位	10分位	25分位	50分位	75分位	90分位
INDR	0.0800 (0.91)	0.1412* (1.82)	0.0463 (0.49)	-0.1210 (-1.05)	-0.0934 (-0.54)	0.0713 (0.81)	0.1448** (1.97)	0.0751 (0.81)	-0.1208 (-1.07)	-0.1095 (-0.64)	0.0690 (0.86)	0.1457 (1.97)	0.0513 (0.56)	-0.1178 (-1.09)	-0.1034 (-0.57)
Ind. & Year Dummies	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.2719	0.3115	0.3367	0.3331	0.3433	0.2721	0.3117	0.3369	0.3303	0.3436	0.2717	0.3115	0.3369	0.3332	0.3432

說明：

本表報告公司政治關聯對其銀行貸款利率（平均利率：RATE_AVG）的分量迴歸估計結果。被解釋變數即平均利率的分量分別設定為 10 分位、25 分位、50 分位、75 分位與 90 分位。公司政治關聯變數分別以 FNCKD、BCKD、FNKD、FNCK 與 FNCD 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。*、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表十一 政治關聯對銀行貸款利率（平均利率）之影響的分量迴歸估計結果（續）

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG									
	主要解釋變數：FNBCK					主要解釋變數：FNBCD				
	10 分位	25 分位	50 分位	75 分位	90 分位	10 分位	25 分位	50 分位	75 分位	90 分位
截距項	0.9820 ^{***} (6.87)	2.1637 ^{***} (15.7)	3.0242 ^{***} (17.7)	3.7882 ^{***} (15.5)	4.3611 ^{***} (10.4)	1.0336 ^{***} (6.97)	2.2092 ^{***} (16.0)	2.9974 ^{***} (17.1)	3.7221 ^{***} (17.2)	4.3466 ^{***} (10.4)
<i>FNBCK</i>	-0.0006 (-1.38)	-0.0006 (-0.98)	0.0013 [*] (2.44)	0.0004 (0.58)	-0.0005 (-0.40)					
<i>FNBCD</i>						-0.0006 (-0.88)	-0.0017 ^{**} (-2.15)	-0.0033 ^{**} (-2.56)	-0.0042 ^{**} (-2.06)	-0.0039 ^{**} (-2.41)
<i>SIZE</i>	-0.0324 ^{***} (-3.44)	-0.0535 ^{***} (-5.74)	-0.0981 ^{***} (-8.67)	-0.1218 ^{***} (-7.55)	-0.1429 ^{***} (-5.07)	-0.0382 ^{***} (-3.91)	-0.0572 ^{***} (-6.13)	-0.0945 ^{***} (-8.17)	-0.1176 ^{***} (-8.27)	-0.1410 ^{***} (-5.03)
<i>MTB</i>	-0.0315 ^{***} (-3.60)	-0.0155 [*] (-1.88)	-0.0179 [*] (-1.72)	-0.0115 (-0.91)	0.0020 (0.10)	-0.0316 ^{***} (-3.61)	-0.0152 [*] (-1.84)	-0.0189 [*] (-1.76)	-0.0100 (-0.89)	0.0008 (0.04)
<i>DEBT</i>	0.0002 ^{**} (2.86)	0.0004 ^{**} (7.51)	0.0005 ^{**} (9.96)	0.0013 ^{**} (29.1)	0.0017 ^{**} (29.9)	0.0002 ^{**} (3.64)	0.0004 ^{**} (8.51)	0.0005 ^{**} (9.80)	0.0013 ^{**} (31.6)	0.0017 ^{**} (29.8)
<i>EBITTA</i>	-0.3792 ^{**} (-2.50)	-0.6447 ^{***} (-4.95)	-0.5694 ^{***} (-3.72)	-0.2023 (-1.04)	-0.3738 (-1.32)	-0.4100 ^{***} (-2.63)	-0.6853 ^{***} (-5.25)	-0.5713 ^{***} (-3.63)	-0.2453 (-1.42)	-0.3184 (-1.11)
<i>ZSCORE</i>	-0.0509 ^{***} (-4.49)	-0.0915 ^{***} (-7.63)	-0.1140 ^{***} (-7.45)	-0.1290 ^{***} (-5.89)	-0.1389 ^{***} (-3.97)	-0.0461 ^{***} (-3.97)	-0.0872 ^{***} (-7.27)	-0.1137 ^{***} (-7.22)	-0.1292 ^{***} (-6.65)	-0.1419 ^{***} (-4.02)
<i>INSTHOLD</i>	-0.0019 ^{***} (-3.54)	-0.0028 ^{***} (-5.38)	-0.0024 ^{***} (-3.88)	-0.0034 ^{***} (-3.90)	-0.0023 (-1.60)	-0.0018 ^{***} (-3.27)	-0.0028 ^{***} (-5.29)	-0.0024 ^{***} (-3.74)	-0.0034 ^{***} (-4.40)	-0.0024 [*] (-1.68)
<i>PLEDGE</i>	0.0015 ^{***} (2.67)	0.0025 ^{***} (4.96)	0.0030 ^{***} (5.04)	0.0033 ^{***} (4.13)	0.0031 ^{**} (2.47)	0.0016 ^{***} (2.78)	0.0026 ^{***} (5.14)	0.0029 ^{***} (4.74)	0.0033 ^{***} (4.74)	0.0028 ^{**} (2.28)
<i>MANAHOLD</i>	0.0094 [*] (1.69)	0.0036 (0.70)	0.0002 (0.04)	-0.0070 (-0.84)	0.0009 (0.07)	0.0085 (1.49)	0.0034 (0.66)	0.0004 (0.07)	-0.0078 (-1.05)	-0.0021 (-0.16)
<i>BOARD</i>	-0.0077 (-1.64)	-0.0080 [*] (-1.77)	0.0062 (1.17)	0.0035 (0.48)	0.0094 (0.79)	-0.0062 (-1.28)	-0.0071 (-1.56)	0.0069 (1.27)	0.0040 (0.62)	0.0100 (0.83)
<i>INDR</i>	0.0765 (0.95)	0.1504 (1.97)	0.0451 (0.51)	-0.1213 (-1.04)	-0.0940 (-0.53)	0.0650 (0.79)	0.1499 (1.96)	0.0429 (0.48)	-0.1444 (-1.40)	-0.1068 (-0.59)
Ind. & Year Dummies	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.2717	0.3115	0.3369	0.3332	0.3432	0.2719	0.3115	0.3369	0.3336	0.3437

說明：本表報告公司政治關聯對其銀行貸款利率（平均利率：RATE_AVG）的分量迴歸估計結果。被解釋變數即平均利率的分量分別設定為 10 分位、25 分位、50 分位、75 分位與 90 分位。公司政治關聯變數分別以 *FNBCD*、*BCKD*、*FNKD*、*FNBCK* 與 *FNBCD* 作為代理變數。資料期間由 2004 至 2012 年。*、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

(五) 落遲自變數之分析

本研究在進行迴歸估計時，除了 Heckman 的兩階段估計之第一階段外，在所有的模型中，自變數與應變數皆為同期，為避免同期相關謬誤 (contemporaneous correlation fallacy)，本研究考慮將迴歸方程式中的解釋變數設定為被解釋變數的落後一期，即以 t 期的被解釋變數搭配 $t-1$ 期的解釋變數進行估計，並將其結果報告於表十二。

觀察表十二發現，幾乎所有的政治關聯變數的估計係數皆為負，14 個係數中有 5 個達到統計上的顯著性，表示仍出現部分的證據顯示銀行在評估企業的授信條件時，即使參考的是前一期的政治連結情形，仍傾向會給予其較佳的信用評估結果，使得政治關聯公司享有較低的銀行貸款利率，與先前的結果一致。

表十二 政治關聯落後項對銀行貸款利率（平均利率）的影響

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG						
截距項	2.9147*** (13.4)	3.3829*** (13.4)	2.8500*** (13.1)	3.0850*** (13.3)	2.9761*** (13.4)	3.3409*** 16.2	2.9285*** (13.3)
<i>FNCKD</i>	-0.0039 (-0.48)						
<i>FNCKD_D</i>		-1.5843*** (-3.13)					
<i>BCKD</i>			0.0122 (1.13)				
<i>BCKD_D</i>				-0.6660 (-1.16)			
<i>FNKD</i>					-0.0244 (-1.23)		
<i>FNKD_D</i>						-2.2046*** (-3.79)	
<i>FNCK</i>							-0.0028 (-0.23)
<i>PC*INDR</i>	-0.0056 (-0.72)	0.4159 (1.37)	-0.0025 (-0.18)	0.9386*** (2.42)	-0.0194 (-1.17)	-0.1528 (-0.44)	-0.0072 (-0.72)
<i>PC*SIZE</i>	0.0002 (0.46)	0.0933*** (3.06)	-0.0009 (-1.35)	0.0360 (1.05)	0.0015 (1.24)	0.1316*** (3.80)	0.0002 (0.28)
<i>SIZE</i>	-0.0927*** (-6.20)	-0.1207*** (-7.32)	-0.0886*** (-5.94)	-0.1025*** (-6.67)	-0.0965*** (-6.49)	-0.1179*** (-7.48)	-0.0938*** (-6.22)
<i>MTB</i>	-0.0026 (-0.15)	-0.0027 (-0.16)	-0.0032 (-0.19)	-0.0032 (-0.19)	-0.0028 (-0.17)	-0.0028 (-0.17)	-0.0026 (-0.15)
<i>DEBT</i>	0.0003*** (4.48)	0.0003*** (4.43)	0.0003*** (4.49)	0.0003*** (4.46)	0.0003*** (4.48)	0.0003*** (4.40)	0.0003*** (4.49)
<i>EBITTA</i>	-0.5272*** (-2.11)	-0.4957** (-1.98)	-0.5212*** (-2.09)	-0.5145** (-2.06)	-0.5266** (-2.11)	-0.4916** (-1.96)	-0.5208** (-2.09)
<i>ZSCORE</i>	-0.0725*** (-3.70)	-0.0713*** (-3.64)	-0.0737*** (-3.76)	-0.0724*** (-3.70)	-0.0723*** (-3.69)	-0.0734*** (-3.74)	-0.0725*** (-3.70)
<i>INSTHOLD</i>	-0.0027*** (-3.10)	-0.0027*** (-3.18)	-0.0026*** (-3.02)	-0.0027*** (-3.17)	-0.0027*** (-3.13)	-0.0027*** (-3.23)	-0.0027*** (-3.15)
<i>PLEDGE</i>	0.0020*** (2.84)	0.0021*** (2.99)	0.0019*** (2.72)	0.0021*** (2.92)	0.0020*** (2.87)	0.0021*** (2.99)	0.0020*** (2.82)
<i>MANAHOLD</i>	-0.0056 (-0.81)	-0.0065 (-0.93)	-0.0055 (-0.79)	-0.0057 (-0.82)	-0.0058 (-0.84)	-0.0066 (-0.95)	-0.0055 (-0.80)

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG						
<i>BOARD</i>	-0.0005 (-0.07)	-0.0024 (-0.31)	-0.0002 (-0.03)	-0.0010 (-0.14)	-0.0012 (-0.15)	-0.0027 (-0.35)	-0.0007 (-0.09)
<i>INDR</i>	-0.1286 (-1.30)	-0.2107** (-2.03)	-0.1355 (-1.37)	-0.2140** (-2.10)	-0.1277 (-1.29)	-0.1542 (-1.52)	-0.1287 (-1.29)
Ind.& Year Dummies	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.4832	0.4851	0.4835	0.4845	0.4834	0.4853	0.4832
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告政治關聯落後項(落後一年)對銀行貸款利率(平均利率：RATE_AVG)影響的迴歸估計結果。政治關聯變數(PC)以 *FNCKD*、*FNCKD_D*、*BCKD*、*BCKD_D*、*FNKD*、*FNKD_D* 與 *FNCK* 衡量。資料期間為 2004-2012 年。括號內為估計係數 *t* 值(採 White 一致性穩健標準誤計算而得)，*、**與***分別表示估計係數在 10%、5%與 1%的顯著水準下顯著異於零。

表十二 政治關聯落後項對銀行貸款利率（平均利率）的影響（續）

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG						
	3.1352*** (12.5)	2.9273*** (14.0)	3.1996*** (15.5)	2.9710*** (13.7)	2.8788*** (13.2)	2.9560*** (14.2)	2.9026*** (13.8)
截距項							
<i>FNBACK_D</i>	-0.7540 (-1.47)						
<i>FNBCD</i>		-0.0441** (-2.24)					
<i>FNBCD_D</i>			-2.8066*** (-3.22)				
<i>FNK</i>				-0.0347 (-1.37)			
<i>BCK</i>					0.0206 (1.41)		
<i>FND</i>						-0.1899*** (-2.65)	
<i>BCD</i>							-0.0221 (-1.09)
<i>PC*INDR</i>	0.4731 (1.62)	0.0243 (1.25)	0.3165 (0.46)	-0.0303 (-1.51)	0.0029 (0.19)	0.0802 (1.29)	0.0190 (0.78)
<i>PC*SIZE</i>	0.0433 (1.41)	0.0022** (2.13)	0.1652*** (3.22)	0.0022 (1.40)	-0.0013 (-1.39)	0.0099*** (2.64)	0.0008 (0.71)
<i>SIZE</i>	-0.1059*** (-6.37)	-0.0935*** (-6.43)	-0.1090*** (-7.73)	-0.0962*** (-6.44)	-0.0905*** (-6.02)	-0.0950*** (-6.56)	-0.0922*** (-6.31)
<i>MTB</i>	-0.0022 (-0.14)	-0.0033 (-0.19)	-0.0037 (-0.22)	-0.0030 (-0.18)	-0.0027 (-0.16)	-0.0031 (-0.19)	-0.0034 (-0.20)
<i>DEBT</i>	0.0003*** (4.45)	0.0003*** (4.48)	0.0003*** (4.44)	0.0003*** (4.48)	0.0003*** (4.48)	0.0003*** (4.48)	0.0003*** (4.48)
<i>EBITTA</i>	-0.5174** (-2.06)	-0.5113** (-2.05)	-0.5091** (-2.04)	-0.5166** (-2.07)	-0.5243** (-2.10)	-0.5279** (-2.11)	-0.5063** (-2.03)
<i>ZSCORE</i>	-0.0718*** (-3.66)	-0.0737*** (-3.77)	-0.0726*** (-3.71)	-0.0728*** (-3.72)	-0.0733*** (-3.74)	-0.0729*** (-3.73)	-0.0741*** (-3.78)
<i>INSTHOLD</i>	-0.0028*** (-3.19)	-0.0026*** (-3.07)	-0.0027*** (-3.17)	-0.0027*** (-3.13)	-0.0027*** (-3.11)	-0.0027*** (-3.15)	-0.0026*** (-3.04)
<i>PLEDGE</i>	0.0020*** (2.90)	0.0020*** (2.79)	0.0021*** (3.03)	0.0020*** (2.83)	0.0020*** (2.77)	0.0020*** (2.87)	0.0019*** (2.75)
<i>MANAHOLD</i>	-0.0057 (-0.83)	-0.0058 (-0.84)	-0.0067 (-0.96)	-0.0058 (-0.83)	-0.0053 (-0.77)	-0.0058 (-0.84)	-0.0057 (-0.82)
<i>BOARD</i>	-0.0012 (-0.15)	0.0000 (0.00)	-0.0024 (-0.31)	-0.0013 (-0.16)	-0.0005 (-0.06)	-0.0007 (-0.09)	0.0002 (0.03)

解釋變數	被解釋變數：RATE_AVG							
<i>INDR</i>	-0.1959*	-0.1454	-0.1472	-0.1284	-0.1334	-0.1478	-0.1413	
	(-1.89)	(-1.48)	(-1.49)	(-1.29)	(-1.35)	(-1.51)	(-1.44)	
Ind.&Year Dummies	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
有效觀察值數目	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523	4,523
調整後判定係數	0.4838	0.4842	0.4854	0.4834	0.4832	0.4843	0.4841	0.4841
Prob.>F-統計量	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：

本表報告政治關聯落後項(落後一年)對銀行貸款利率(平均利率：RATE_AVG)影響的迴歸估計結果。政治關聯變數(PC)以 *FNBCD_D*、*FNBCD*、*FNBCD_D*、*FNK*、*BCK*、*FND* 與 *BCD* 衡量。資料期間為 2004-2012 年。括號內為估計係數 *t* 值(採 White 一致性穩健標準誤計算而得)，*、**與***分別表示估計係數在 10%、5% 與 1% 的顯著水準下顯著異於零。

伍·結論與建議

一、結論與政策建議

本文根據 2004~2012 年台灣上市公司的資料，檢驗公司政治關聯與銀行貸款利率的關聯性。大量的既有研究指出，政治關聯可以增加公司價值、降低營運及財務風險，以至於享受較低的資金借貸成本；然而，部分研究亦表明政治關聯會惡化公司的訊息不對稱問題與代理成本，且當不再受到政府補助時，公司績效會相對無政治關聯公司更為低落，因此政治關聯公司被視為有較高的風險，導致有較高的資金借貸成本。以台灣的資料檢驗政治關聯是否可以讓公司享有優惠利率的研究相對較少，成為了本文的研究動機之一，而台灣地區的公司仍有相當大的融資需求仰賴銀行貸款資金且銀行放款市場中官股銀行仍佔一半以上的比重，由此可知企業與政府或政治人物的關係良好極有可能影響公司向銀行貸款的有利程度，此成為本研究的主要研究動機；另外，本文在衡量政治關聯程度上，使用文字搜尋的方式並統計特定公司與特定政黨交疊之政治新聞筆數以建構公司政治關聯的衡量指標，亦為政治關聯之實證研究文獻中相對較少被採用的一種嶄新衡量方式；同時，本研究將政治關聯變數詳細分類，並考量到企業本身的政治傾向有時可能與董事長不同，同時檢驗公司與董事長整體合併的政治關聯，以及公司與董事長各別分開的政治關聯，提供一個較詳盡且細微的分析。

本文主要有幾點較為重要的實證結果，首先，全樣本的分析支持政治關聯有助於降低銀行貸款利率的觀點；第二，政治關聯降低銀行貸款利率的利益，在民進黨執政時期較為顯著，在國民黨執政時期較不明顯；第三，公司與在野黨政治關聯所產生的不良影響，在民進黨執政時期較為顯著，在國民黨執政時期較不明顯；第四，考量控制企業攀附政治關係的內生性選擇偏誤後，政治關聯降低銀行貸款利率的效果仍然存在且顯著；第五，政治關聯並非在所有公司上產生降低銀行貸款利率的好處，公司整體的政治關聯僅在體質比較好的公司上發揮作用，但與民進黨政治關聯則有助於那些身處在高利率水準下的公司享受降低利率的好處。本研究基本的實證結果政治關聯的重要實證研究如與黃玉麗、沈中華與林昆立(2012)以及 Houston, Jiang, Lin and Ma (2014)等具一致性。

關於本研究的實證結果的政策意涵，首先，對於投資人來說，具政治關聯的公司享有較低的銀行貸款利率，給定其他條件相同，較低的資金成本隱含較高的獲利，因此給定待選擇投資標的之風險類似，在資金配置優先性上，政治關聯公司應相對較高；第二，對管理階層來說，尋求政治關聯將得以獲得潛在降低銀行資金成本的利益，因此，在一個政治會影響金融市場的環境中生存，與政治人物有所互動是必須考慮的經營策略之一；第三，對政府來說，主管機構必須了解到政治連結企業所取得銀行的低利貸款，其使用是否符合公司治理的精神，畢竟銀行系統的穩定性攸關一國經濟的金融穩定與經濟成長，政治關聯企業的經營穩定將有可能影響到銀行的經營健全度，因此仍因採取審慎的態度去監理那些傾向放款給政治關聯企業的金融機構。

二、研究限制與後續研究建議

本文有若干研究限制，首先，本文以新聞筆數來衡量政治關聯性的強度，欠缺考慮每一筆新聞的內容與類型（包括究竟是正面報導或是負面報導，亦或僅是廣告類），亦無考慮某個政治場合中被多家媒體報導以至於形成多條新聞的重覆計算問題。此外，政治新聞的計算亦未考量新聞媒體有可能具有特定政治立場，而特意報導或隱匿相關新聞之情形，使得政治關聯新聞筆數的判斷產生偏誤。

其次，本文目前僅取得樣本公司在特定年度向各家銀行的貸款利率資料，同時該資料中亦缺乏究竟是哪些銀行貸款給該特定公司，因此將無法區分貸款銀行是官股銀行還是民營銀行，亦無區分有政府與沒有政府持股的企業以及考量各銀行所貸款金額的比重、每筆貸款的貸款條件、貸款期間及是否有抵押品等，這些都是潛在影響貸款利率高低的重要因素，因此在未來的研究可採用銀行貸款契約的資料進行分析。

第三，未來的研究可延長資料期間之搜集，例如可由 2000~2016 年，這段期間涵蓋了民進黨執政的 8 年以及國民黨執政的 8 年，容許研究者分析 2004-2007 年之民進黨續任下公司與民進黨或國民黨政治連結對貸款利率的影響、2008-2012 年國民黨重任的影響以及 2013-2016 年國民黨續任之效應。最後，後續研究或可考慮應用傾向分數配對(Propensity Score Matching；Rosenbaum and Rubin, 1983, 1985a,b)以矯正公司自我選擇成為政治關聯程度較高之樣本所產生的估計偏誤。¹⁶

¹⁶ 以上幾點研究限制與後續研究建議要感謝匿名審稿人的提醒與指正。

參考文獻

- 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*，第 29 卷第 2 期，第 155-185 頁。
- 紀信義、翁慈青、廖芝嫻與黃馨儀，(2017)，董事及高階主管政治連結與公司績效之關聯性，*臺大管理論叢*，第 27 卷第 2 期，第 1-33 頁。
- 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*，第 26 卷第 2 期，第 43-90 頁。
- 戚務君 (2012)，政治關聯性對中國企業的影響，*貨幣觀測與信用評等*，第 95 期，第 33-47 頁。
- 張元與林瑞文 (2017)，銀行的政治關聯對銀行風險的影響，*東吳經濟商學學報*，第 94 期，第 95-136 頁。
- 張元與王沛濛 (2015)，政治關聯與盈餘品質，*兩岸金融季刊*，第 3 卷第 4 期，第 33-73 頁。
- 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*，第 24 期，第 69-105 頁。
- 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*，第 18 卷，第 1 期，第 139-174 頁。
- Agrawal, A. and C. R. Knoeber (2001), "Do Some Outside Directors Play a Political Role", *Journal of Law and Economics*, 44, pp. 179-198.
- Altman, E. I. (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, 23, pp. 189-209
- Ang, J. and C. Boyer. (2007), "Finance and Politics: The Wealth Effects of Special Interest Group Influence During the Nationalization and Privatization of Conrail", *Cambridge Journal of Economics*, 31, pp. 193-215.
- Barako, D. G., P. Hancock. and H. Y. Izan (2006), "Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies", *Corporate Governance*, 14, pp. 107-125.
- Benmelech, E., M. J. Garmaise. and T. J. Moskowitz (2005), "Do Liquidation Values Affect Financial Contracts? Evidence from Commercial Loan Contracts and Zoning Regulation", *Quarterly Journal of Economics*, 120, pp. 1121-1154.
- Bertrand, M., F. Kramarz., A. Schoar. and D. Thesmar (2006), Politicians, Firms and the Political Business Cycle: Evidence from France. Unpublished working paper. University of Chicago.
- Bharath, S., J. Sunder. and S. Sunder (2008), "Accounting Quality and Debt Contracting", *The Accounting Review*, 83, pp. 1-28.
- Boubakri, N., J. C. Cosset. and W. Saffar (2008), "Political Connections of Newly Privatized Firms", *Journal of Corporate Finance*, 14, pp. 654-673.
- Braun, M. and C. Raddatz (2010), "Banking on Politics: When Former High-Ranking Politicians Become Bank Directors", *World Bank Economic Review*, 24, pp. 234-279.

- Butler, A. W., L. Fauver. and S. Mortal (2009), "Corruption, Political Connections, and Municipal Finance", *Review of Financial Studies*, 22, pp. 2673-2705.
- Calomiris, C. W., R. Fisman. and Y. Wang (2010), "Profiting from Government Stakes in a Command Economy: Evidence from Chinese Asset Sales", *Journal of Financial Economics*, 96, pp. 399-412.
- Chaney, P. K., M. Faccio. and D. Parsley (2011), "The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms", *Journal of Accounting and Economics*, 51, pp. 58-76.
- Chen, D. H., Fan, J. P. and Wong, T. J. (2004), Politically-Connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Partially Privatized Firms. Working paper, Chinese University of Hong Kong.
- Chen Y. S., C. H. Shen. and C.Y. Lin (2014), "The Benefits of Political Connection: Evidence from Individual Bank Loan Contracts", *Journal of Financial Services Research*, 45, pp. 287-305.
- Claessens, S., F. Erik. and L. Luc (2008), "Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions", *Journal of Financial Economics*, 88, pp. 554-580.
- Daniels, D. and G. Ramirez (2008), "Information, Credit Risk, Lender Specialization and Loan Pricing: Evidence from the DIP Financing Market", *Journal of Financial Services Research*, 34, pp. 35-59.
- Do, Q. A., Y. T. Lee. and B. D. Nguyen (2015), Political Connections and Firm Value: Evidence from the Regression Discontinuity Design of Close Gubernatorial Elections, Available at SSRN 2190372.
- Faccio, M. (2006), "Politically Connected Firms", *American Economic Review*, 96, pp. 369-386.
- Faccio, M. (2010), "Differences between Politically Connected and Non-connected Firms: A Cross Country Analysis", *Financial Management*, 39, pp. 905-927.
- Faccio, M. and D. C. Parsley (2009), "Sudden Deaths: Taking Stock of Geographic Ties", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, pp. 683-718.
- Faccio, M., R. W. Masulis. and J. J. McConnell (2006), "Political Connections and Corporate Bailouts", *Journal of Finance*, 61, pp. 2597-2635.
- Fan, J. P. H., T. J., Wong and T. Zhang, (2007), "Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms", *Journal of Financial Economics*, 84, pp. 330-357.
- Ferguson, T. and H. J. Voth (2008), "Betting on Hitler-the Value of Political Connections in NAZI Germany", *Quarterly Journal of Economics*, 123, pp. 101-137.
- Fisman, R. (2001), "Estimating the Value of Political Connections", *American Economic Review*, 91, pp. 1095-1102.
- Francis, J., S. Huang., I. Khurana. and R. Pereira (2009), "Does Corporate Transparency Contribute to Efficient Resource Allocation?", *Journal of Accounting Research*, 47, pp. 943-989.
- Goldman, E., J. Rocholl. and J. So (2011), Political Connections and the Allocation of Procurement Contracts, working paper, Indiana University.
- Goss, A. and G. S. Roberts (2011), "The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans", *Journal of Banking and Finance*, 35, pp. 1794-1810.

- Gul, F. A. and M. Bliss (2012), "Political Connection and Cost of Debt: Some Malaysia Evidence", *Journal of Banking and Finance*, 36, pp. 1520-1527.
- Guriev, S. (2004), "Red Tape and Corruption", *Journal of Development Economics*, 73, pp. 489-504.
- Han, Z. (2012), Data and Text Mining of Financial Markets Using News and Social Media. Master Dissertation, School of Computer Science, University of Manchester, UK.
- He, K. P. and G. G. Tian (2017), "Political Connections, Audit Opinions and Auditor Choice: Evidence from the Ousters of Government Officers", *Auditing: a Journal of Practice and Theory*, 36, pp. 91-114.
- Heckman, J. (1979), "Sample Selection Bias as a Specification Error", *Econometrica*, 47, pp. 153-162.
- Houston, J. F., L. Jiang., C. Lin. and Y. Ma (2014), "Political Connections and the Cost of Bank Loans", *Journal of Accounting Research*, 52, pp. 193-243.
- Jensen, M. C. and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jia, N., X. Mao. and R. Yuan (2019), "Political Connections and Directors' and Officers' Liability Insurance-Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, 58, pp. 353-372.
- Johnson, S., R. La Porta, F. López-de-Silanes. and A. Shleifer (2000), "Tunneling", *American Economic Review*, 90, pp. 22-27.
- Kang, J. K., and L. Zhang (2011), From Backroom to Boardroom: Role of Government Directors in Corporate Governance and Firm Performance. Working paper, Nanyang Technological University.
- Khwaja, A. I. and A. Mian (2005), "Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market", *The Quarterly Journal of Economics*, 120, pp. 1371-1411.
- Kroszner, R. S. and P. E. Strahan (1999), "What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions", *Quarterly Journal of Economics*, 114, pp. 1437-1467.
- Lang, M. and R. Lundholm (1993), "Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures", *Journal of Accounting Research*, 31, pp. 246-271.
- Leuz, C. and F. Oberholzer-Gee (2006), "Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia", *Journal of Financial Economics*, 81, pp. 411-439.
- Lewis, C. and S. Young (2019), "Fad or Future? Automated Analysis of Financial Text and its Implications for Corporate Reporting", *Journal Accounting and Business Research*, 49, pp. 587-615.
- Lin, H., Meng, L., Wang, Q. and Zhou, L. A. (2008), "Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms", *Journal of Development Economics*, 87, pp. 283-299.
- Menzio, A., M. G. Urriaga. and D. Vannoni (2012), "Board Composition, Political Connections, and Performance in State-Owned Enterprises", *Industrial and Corporate Change*, 21, pp. 671-698.
- Rosenbaum, P. and D. Rubin (1983), "The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects", *Biometrika*, 70, pp. 41-55.

- Rosenbaum, P. and D. Rubin (1985a), "Constructing a Control Group Using Multivariate Matched Sampling Methods that Incorporate the Propensity", *American Statistician*, 39, pp. 33-38.
- Rosenbaum, P. and D. Rubin (1985b), "The Bias Due to Incomplete Matching", *Biometrics*, 41, pp. 103-116.
- Schoenherr, D. (2019), "Political Connections and Allocative Distortions", *Journal of Finance*, 74, pp. 543-586.
- Shen, C. H. and C. Y. Lin (2016), "Political Connections, Financial Constraints, and Corporate Investment", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47, pp. 343-368.
- Saeed, A. Belghitar, Y. and Clark, E. (2015), "Political Connections and Leverage: Firm-level Evidence from Pakistan", *Managerial and Decision Economics*, 36, pp. 364-383.
- Sapienza, P. (2004), "The Effect of Government Ownership on Bank Lending", *Journal of Financial Economics*, 72, pp. 357-384.
- Tihanyi, L., R. V. Aguilera., P. Heugen., M. van Essen. S. Sauerwald., P. Duran. and R. Turtorea (2019), "State Ownership and Political Connections", *Journal of Management*, 45, pp. 2293-2321.
- Wong, W. Y., and Hooy, C. W. (2018), "Do Types of Political Connection Affect Firm Performance Differently?" *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, pp. 297-317.
- Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185-211.
- Yuan, Q. (2011), Public Governance, Political Connectedness, and CEO Turnover: Evidence from Chinese State-Owned Enterprises. 24th Australasian Finance and Banking Conference 2011 Paper.

Political Connection and Bank Loan Rates of Firms

JYUN-LIANG LIN, YUAN CHANG *

ABSTRACT

Based on data of listed-companies on the Taiwan Stock Exchange (TWSE) covering the period of 2004~2012, this paper examines whether higher firm's political connection enjoys cheaper financing cost on bank loans in terms of lower bank loan rates. Practically, enterprise has a specific political orientation is a common phenomenon, for example, company may hire politician or retired government officials to be board of director or senior management, publicly expressed support for specific candidates during election, or make political contribution to specific politician or party. Existing research has indicated that the political connection brings benefits ranging from better financial performance or lower operating and financial risk, thus may enjoy lower cost of capital. On the contrary, part of existing studies has shown that political connection worsens the problem of asymmetric information and fosters agency cost. When political-connected company no longer receives government subsidies, the performance will be deteriorated more than unpolitical-connected one. Thus, firm's political connection incurs cost in terms of higher risk and higher cost of borrowing funds. To construct measures of political connection, the number of political news is screened and computed from the Parliamentary Library of the Legislative Yuan (News and Knowledge Management System) by the intersection with the name of listed companies, board chair, party, president and party chair. Cost of bank loan is measured by average interest rate, highest interest rate and lowest interest rate. Empirical result generally shows that higher degree of political connection is corresponded to lower interest rates on bank loans. Robustness check under Heckman's two stage estimation to correct for sample selection bias, quantile regression estimation and lagged explanatory variables to address contemporaneous correlation drive similar result. Totally, principal outcome supports the view that banks favor political-connected firms.

Keywords: Political connection, Bank loan rates

* Jyun-Liang Lin, Master. Department of Finance, National Changhua University of Education. Yuan Chang, professor, Department of Finance, National Changhua University of Education, Corresponding author.