

政治不確定性與企業投資：來自臺灣總統大選的證據

鍾宇軒* 王嘉汝**

摘要：本研究乃探討 1994 年至 2016 年間臺灣總統大選產生之政治不確定性與企業投資水準間之關聯性。實證結果顯示，相較於非選舉年度，企業整體投資水準在選舉年度顯著為低，其中，企業的資本支出投資水準較低，而非資本支出投資水準則相對較高。再者，本研究亦發現總統大選年度發生政黨輪替時，僅能補捉到企業之資本支出水準較高；而中央政府與企業總部之地方政府形成一致政府時，與企業整體投資水準則具顯著正向關係。故本研究突顯企業在面對政治不確定性時，會採取彈性的投資策略來對投資支出進行配置。

關鍵詞：政治不確定性、資本支出投資、非資本支出投資

* 國立中正大學會計與資訊科技學系助理教授（通訊作者）

** 合作金庫商業銀行專員

作者由衷的感謝戚務君教授（領域主編）、蘇裕惠教授、劉正田教授、黃劭彥教授與廖麗凱助理教授，及2018穩懋當代會計碩士論文獎研討會與2017會計理論與實務研討會參與學者提供之寶貴意見，並特別感謝二位匿名審查委員的建議，使得本研究能夠更臻完備。鍾宇軒對於科技部研究計畫（106-2410-H-194 -104-）所提供之部分補助謹致謝忱。

107 年 03 月收稿

108 年 12 月接受

三審接受

DOI: 10.6675/JCA.202011_21(2).01

Political Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from Taiwan Presidential Elections

Yu-Hsuan Chung* Chia-Ju Wang**

Abstract: This study investigates the relationship between political uncertainty and the corporate investments level during Taiwan presidential elections from year 1994 to 2016. The empirical results indicate that compared with non-election years, overall investment level of business during election years is significantly lower. The investments reduction results from the lower level of capital expenditure investments and the higher level of non-capital expenditure investments. Furthermore, when ruling party affiliation switches during a presidential election year, this study only finds the level of corporate capital expenditure becomes higher. When the ruling party in the central government is the same as that of the local city where the corporate headquarters is located, the relationship between capital expenditure and overall corporate investment level is significantly positive. Therefore, this study highlights that firms may adopt flexible investment strategies to allocate investment expenditure when facing political uncertainty.

Keywords: political uncertainty, capital investments, non-capital investments

* Assistant Professor, Department of Accounting and Information Technology, National Chung Cheng University (Corresponding author)

** Bank Teller, Taiwan Cooperative Bank

We gratefully acknowledge the comments and suggestions of Wuchun Chi (Area Editor), Yu-Hui Su, Cheng-Tien Liu, Shaio-Yan Huang, Li-Kai Liao and participants at the 2018 WIN JCA Master Thesis Award Seminar, and 2017 Accounting Theory and Practice Conference. Special thanks also go to the anonymous referee of this paper. Yu-Hsuan Chung acknowledges partial financial support (106-2410-H-194-104-) from The Ministry of Science and Technology (MOST) of Taiwan.

Submitted March 2018

Accepted December 2019

After 3 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.202011_21(2).01

壹、緒論

企業進行投資的主要目的乃在對於資產配置及資源應用做妥善的控制，並謹慎地作出投資決策，以獲取最大利益。然而，企業的投資通常會隨著整體經濟狀況而有所起伏，尤其當企業面臨政府政權更迭導致的高度政治與經濟政策不確定性之環境下，將可能造成企業投資決策的改變，並影響投資行為（Huntington, 1968; Huntington and Dominguez, 1975）。過去研究指出，經濟與政治具有一定的關聯性，國家經濟發展會因執政者採行之政策而有所變化，使得企業會依據經濟市場波動，而改變對產品之供給，亦會間接影響企業所屬產業之競爭力，致使企業投資行為與走向有所轉變（王麗惠，2006；俞振華與蔡佳泓，2011）。再者，政治為影響企業投資之重要因素，乃因政治人物具有影響政策發展方向的實質作用，亦是導致政治與經濟不確定與不穩定的來源之一，因而促使投資者會調整對於未來總體經濟政策的預期（Goodell and Vähämaa, 2013），尤其是當政府政策或國家領導人更換的情形下則更趨明顯（Julio and Yook, 2012）。然而，最容易造成政治與經濟環境產生較為劇烈變動的時期，通常為一國舉行「選舉」的時候，由於在選舉競爭過程中，企業必須考量未來受到經濟發展政策的可能走向、當選者政見與宣示內容等影響，以評估並因應企業未來投資決策¹（楊以彬，2016）。故此，本研究將藉由選舉產生的政治不確定性探討對於企業投資支出方面的影響。

Nordhaus (1975)曾透過政治景氣循環理論² (political business cycle)，指出候選人往往為了取得執政權，會藉由選民資訊不對稱的情況下，於選前推出利多政策，以建立未來經濟發展榮景，並爭取選民對其能力之認同；相對的，相關政策也有可能導致企業形成錯誤投資決策。Julio and Yook (2012)表示世界各國大選與企業投資是息息相關的，在控制相關經濟因素的影響後，發現選舉年之企業投資相較於非選舉年之企業投資行為平均減少約 4.8%，研究提供了政治不確定性會影響企業投資的初始證據。然而，過去有關政治不確定性環境下企業投資行為之研究，多聚焦於已

¹ 舉例而言，蘋果日報（2014/11/25）的「郭董率百老闆挺胡 綠罵過分」報導中指出：「...鴻海集團董事長郭台銘稱讚胡志強已規劃好中部五都的產業藍圖...郭台銘表示，雖他不是台中的選民，沒有投票權，但有投資權、納稅權，他承諾，只要土地問題解決，未來一定會在台中擴大投資，以行動力挺胡志強...」及東森新聞雲（2014/11/25）的「公開力挺胡志強 郭台銘：若連任會加碼投資台中」報導中指出：「...鴻海集團董事長郭台銘，不但喊出『我一定會來台中投資』，選公開力挺市長候選人胡志強，甚至表示若胡成功連任，會再加碼投資台中...」。

² 所謂「政治景氣循環」(political business cycle) 主要為於選舉周期與經濟波動間存在均衡訊號過程 (equilibrium signaling process)，即為探討政黨為了成為選舉勝利一方，於選前如何利用選民無法了解預算結構與資訊不對稱的情況下，塑造未來經濟榮景以增加選民對其能力之肯定。近年來，學者也關心是否有「政策循環」(policy cycle) 情況的存在，研究執政者是否會為了爭取連任，而採用選舉性之財政政策或貨幣政策，藉由推出政策利多，造成選民財政幻覺，進而增強自身支持度與政黨聲望。

開發市場或以政治環境較為成熟之歐美國家進行分析 (Julio and Yook, 2012, 2016; An, Chen, Luo, and Zhang, 2016; Gulen and Ion, 2016; Jens, 2017; Narayan, Narayan, and Tran, 2017; Atanassov, Julio, and Leng, 2019)。但是，新興民主國家政黨體系之不穩定程度通常較高，且普遍存在較高的選舉浮動性³及不穩定性之現象，較容易產生以黨領政的政治環境 (楊以彬, 2016)⁴。陳文俊 (2003) 進一步指出臺灣政經環境因歷史背景特殊，選民有較為強烈的政治意識型態 (political ideologies)⁵，故政治不確定性的影響程度相對較高。緣此，本研究將聚焦以單一新興市場國家—臺灣—之總統大選作為政治不確定性因素 (選舉效果)，探討與企業投資之關聯性。

另一方面，臺灣從 1996 年第九屆總統大選開放公民直選後，訂定每四年定期舉行選舉，迄今共計舉辦過六次，其中曾發生過三次政黨輪替，顯示我國總統大選已具備政治景氣循環的效果，但政黨輪替通常亦會產生前後執政黨方向與政策不同而形成的政治不確定性。另一方面，各縣市首長與中央執政機關之間，也有可能因總統大選的結果，形成地方與中央由相同政黨執政的一致政府 (unified government)⁶或由不同政黨執政之分治政府 (divided government)⁷狀態，使得中央與地方間政策導向與執行上可能產生歧異的政治不確定性問題。因此，本研究亦將進一步考量總統大選產生之輪替效果及權力效果，檢測對於企業投資水準之影響。

一般而言，選舉及政黨間的競爭關係是不可避免的問題，而選舉產生的政治不確定性所導致的政經環境變化，很有可能對於個體企業的投資行為產生影響。本研究乃透過總統大選的政治不確定性，觀察與分析企業投資水準是否會受到政治環境因素的影響而有所改變。另外，在進一步考量企業投資水準可以區分為「資本支出投資」與「非資本支出投資」的情況下，由於資本支出投資通常金額龐大且存續期間較長，其功能主要在為企業未來創造直接效益與價值 (Brailsford and Yeoh, 2004;

³ Diamond, Linz, and Lipset (1989)指出，政黨體系之制度化是促使民主鞏固的關鍵要素之一，政黨體系穩定性為透過政黨選舉競爭形成，對民主政治發展極為重要，故政黨體系穩定與否，繫於選舉競爭之浮動性高低。

⁴ 楊以彬 (2016) 歸納出新興民主國家相較西方民主國家的政黨體系，發掘三點現象：(1)在選舉競爭型態上，新興民主國家政黨體系普遍存在較高選舉浮動性，以致缺乏穩定性與規律性。(2)新興民主國家之主要政黨，依然普遍缺乏與公民及社會團體等利益關係人，在意識型態或政策議題方面之緊密連結，致使利益關係人對政黨在民主社會不可或缺角色或正當性有所疑慮。(3)新興民主國家政黨之組織結構、權力運作至提名機制等程序，大多還存有濃厚個人主義與恩庇主義，使得政黨在個人至上或菁英主導之領導模式制約下，仍存在個人化、派系化或邊際化之傾向。

⁵ 政治意識型態乃為提供人民認知能力、歷史良知、評價能力與行為取向等作用 (Mullins, 1972)；且透過政治社會學角度可以將意識型態之五項政治功能區分為：(1)提供認知架構、(2)個人與群體行動與評價之規範準則、(3)處理衝突管理與整合、(4)自我認同，及(5)個人與群體生活之動力 (Christenson, Engel, Jacobs, Rejai, and Waltzer, 1981)。

⁶ 關於「unified government」一詞，我國學者翻譯詞彙甚多，如「單一政府」、「一黨政府」或「一致政府」等。

⁷ 關於「divided government」一詞，我國學者翻譯詞彙甚多，如「分立政府」、「分裂政府」或「分治政府」等。

Faurel, 2008; Bushman, Piotroski, and Smith, 2011)，而非資本支出投資的效用則通常與企業維持現有競爭力有關 (Lev and Sougiannis, 1996)，故本研究亦檢測政治不確定性對於企業「資本支出投資水準」與「非資本支出投資水準」的影響。實證結果發現，(1)總統大選之政治不確定性與企業投資水準間具有關聯性，明確而言，企業整體投資水準在總統大選年度相較於非總統大選年度顯著為低，其中，企業的資本支出投資水準較低，而非資本支出投資水準則相對較高。(2)當總統大選年度發生政黨輪替時，僅能補捉到企業之資本支出水準顯著為高；而當總統當選人與企業總公司所在地縣市首長為同一政黨情況下，則發現企業整體投資水準為高。(3)本研究在增額性分析方面，探討總統大選政治不確定性與企業投資水準變動的關聯性，發現企業在總統大選年度會調降資本支出投資，而在總統大選後一年度降低非資本支出投資。(4)本研究亦發現企業於總統大選年度之大陸投資意願會降低且投資水準較低，但若總統大選由國民黨總統候選人當選，則企業對於大陸的投資意願及投資水準較高。另外，研究進一步發現有提供總統大選當選者政治獻金時，雖會促使企業調增其非資本支出投資，但受到政黨輪替的政治不確定性因素影響時，仍可能會減少非資本支出投資。

本文具有以下特色與貢獻：第一、Courtney, Kirkland, and Viguerie (1997)指出在不確定性的環境下，有些企業主管會採取做連續性的小額有限投資，來規避可能遭遇到的高風險。另一些企業主管則會採取彈性的投資策略，以讓公司可以快速因應不斷變遷的市場環境。故處在高度不確定的環境，傳統策略規劃模式不一定適合此種不穩定的商場環境，企業仍需仰賴高階管理者對於公司面臨不確定的等級判斷，以敲定最適當的策略。本研究以臺灣「總統大選」作為不確定性的標的，探討公司可能採行投資水準之方向，將可以作為檢視與觀察政治不確定因素，對於企業高階管理者採行的投資策略之應變作為。第二、過去已有些許研究發現政治或經濟政策不確定性會顯著影響公司的投資或研發支出 (Julio and Yook, 2012; Gulen and Ion, 2016; Atanassov et al., 2019)，然而，就本文所知，目前我國探討總統大選政治不確定性對於企業投資影響的文章甚少，本文除了透過「選舉、輪替與權力效果」的政治不確定性條件，分析企業「投資水準」與「投資變動」的情形外，亦進一步的納入企業「對大陸投資」及「政治獻金」因素的影響，將能夠較全面地提供企業利害關係人瞭解政經總體環境變化對於企業個體投資行為之實質影響效果。第三、當前文獻針對政治不確定性的研究，主要會採用以「選舉」(Julio and Yook, 2012, 2016; Jens, 2017) 或其他的政經不確定指標 (例如：經濟政策不確定性 (economic policy uncertainty) 或選擇權隱含波動率 (option-implied volatility) (Baker, Bloom, and Davis, 2016; Gulen and Ion, 2016; Stein and Wang, 2016) 進行探討，但大多仍聚焦於跨國或歐美樣本的分析。然而，由於各國的法律制度與經濟環境仍具有一定的差異性，尤其是國家政局與選舉制度在不同國家仍有其特殊性，本文參考 Jens (2017) 的作法，採用關注單一市場國家的樣本，並改以透過長期性總統大選政治循

環進行檢視，研究結果可以更直接地的瞭解一國政治不確定性的影響，亦可以減少其他地緣政治與經濟變化因素波動的影響，進而補足相關文獻。

貳、文獻探討與假說發展

一、臺灣政治環境之沿革

自 1987 年解除戒嚴後，臺灣政治活動隨著黨禁與報禁之解除，政治環境氛圍由封閉至開放，使得人民要求政治民主化觀念日漸高漲，其中，自 1996 年起我國總統、副總統依中華民國憲法增修條文改為公民直接選舉後，奠定臺灣政治以民為本的基礎，也彰顯我國正式由間接民主轉為直接民主的過程。相較於早期國民大會間接民主代議制度下選出總統當選者，現今則為人民可直接藉由投票來支持特定候選人及其政黨，除充分展現個人民主意識外，也可以作為對其所提出之未來執政方向與政策之認同。過去研究指出在我國施行公民直選後，經濟或意識型態的投票行為愈趨明顯，且可區分為回顧型投票（retrospective voting）與前瞻性投票（prospective voting），前者主要根據過去表現事實為參考依據投票，後者則是按照參選者之政見投票（黃智聰與程小綾，2005）。Downs (1957)所提出的政黨政治模型，表示選民不會直接參與公共決策之決定，而是透過投選票方式選擇偏好之政黨；因此，政黨為了獲取選票極大化以取得執政權，無論是執政黨或在野黨之候選人，皆會在選前提出有利之政策與主張，以尋求中間選民之認同，故總統候選人提出之政策與願景會左右大選之結果（王銘駿、陳宜伶、吳昭億與黃巧雯，2015）。其中，通常選民較為重視之政策走向，又以經濟相關政策為重（俞振華與蔡佳泓，2011）。綜上所述，總統大選對於政經環境與政策方向會有一定程度的改變，故企業與經濟選民也必須要面對政治不確定性的潛在影響。

二、政治不確定性的影響

組織理論與策略管理研究一致認為，環境改變是影響企業管理決策之重要因素（Salancik and Pfeffer, 1978）。其中，環境不確定性之定義乃為對於未來可能發生之事件無法用機率來呈現之模糊狀態（Duncan, 1972; Pennings and Tripathi, 1978; Salancik and Pfeffer, 1978）；或此狀態是因現有資訊缺乏因果關係而無法準確預測某一決策可能結果為何所致（Lawrence and Lorsch, 1967; Hickson, Hinings, Lee, Schneck, and Pennings, 1971; Schmidt and Cummings, 1976）；也可以解釋為來自於環境之複雜程度、動態程度與各項環境變數的變化頻率（Duncan, 1972）。再者，Miller (1992)研究將環境不確定性分成三類，分別為一般環境不確定性、產業環境不確定性⁸與組織環境不確定性⁹，其中，一般環境的不確定性，又可以再區分為政治不確

⁸ 產業環境不確定性分為投入市場不確定性、產品市場不確定性與競爭不確定性。

定性、政府政策不確定性、社會不確定性、自然不確定性與總體經濟不確定性。而對於「政治不確定性」的定義中，其來源可能為出自於戰爭、革命、政變或民主選舉等造成政治環境改變，且一般主要與政權轉變有關（Engelbrecht-Wiggans, Shubik, and Stark, 1983），以反映出潛在或實際政治環境改變之威脅與機會（Ting, 1988）。另一方面，Hambrick and Lei (1985)研究曾指出企業在面對不確定性時，常常會忽略與低估不確定性環境下可能帶來決策有誤之風險，以致企業必須承擔不確定性之影響。故企業高階管理人員在高度不確定的環境，應思考傳統策略規劃模式可能不適用目前的商場環境，並應改為採用嚴謹且有系統的新模式來辨視不確定性的等級，以因應未來不確定的情境，而制定較為正確的策略方向（Courtney et al., 1997）。

「政治不確定性」最為直接的觀察時期，為一國舉行選舉的過程。由於選民可能會受到歷史因素與認知結構的作用，因而產生政治的意識型態¹⁰（陳文俊，2003；Mullins, 1972；Christenson et al., 1981），並反應於對單一候選人或政黨的選擇，以影響未來政策的制定方向（Erikson and Wright Jr., 1980；Erikson, Wright Jr., and McIver, 1989）。雖然，定期公開的選舉競爭，是一個國家具有真實民主內涵與競爭政治體系的展現，但也間接的體現出政黨的浮動性與勢力的消長。一般而言，選舉競爭愈激烈而導致的不穩定政治環境，較容易大幅度增加國家治理失靈之風險，並使國家領導者或其行政團隊與選民較不易達成政治共識（Dunleavy and Margetts, 1995），故在民主政治中，政策競賽與政黨輪替會是常態現象（Downs, 1957）¹¹，但在新舊政黨替代率較高的狀況下，政治不確定性也相對較高（楊以彬，2016）。再者，中央與地方行政權間的互動關係，可能因不同政黨的政策導向不同，而形成另一種政治不確定性，吳重禮（2007）即指出在「一致政府」的架構下，基於意識形態一致性或是選舉課責理由，較具有政策協調及意見折衝的功能，而「分立政府」體制，則容易產生政黨間的意識形態差距，而形成政策的對立立場衝突。

三、總統大選政治不確定性與企業投資

政府的經濟政策是企業創造經濟價值之重要因素，乃因投資為企業營運之重要一環，但投資產生之績效有很大部分會受到總體環境的影響，故當大環境有所改變時，企業個體與組織的價值鏈都將有可能受到牽連。換言之，企業經營及存續與否與環境變化之間具一定的緊密關聯性（Daft, Sormunen, and Parks, 1988）。Milliken

⁹ 組織環境不確定性分為營運不確定性（含勞工不確定性、投入供給不確定性與生產不確定性）、責任不確定性、研發不確定性、信用不確定性與行為不確定性。

¹⁰ 政治意識型態是選民對於政治態度與行為之重要因素，研究發現其會影響選民之政黨偏好與議題立場，同時也為選民投票選擇的重要因素之一（陳文俊，2003）。

¹¹ Downs (1957)指出基於政策競賽與政黨合作兩項原因，將造成政黨輪替。前者為執政黨與在野黨為拉攏中間選民，提出之政綱都會儘量接近中位數投票者偏好，而產生政策競賽；後者為在政黨政治中，少數選民服從多數選民為民主政治基本法則，票決結果往往會犧牲少數民眾之利益，因此，若在野黨能結合少數政黨或利益團體為聯盟，並提出有力主張，將有可能打敗執政黨，取得執政權。

(1987)指出環境不確定性對企業組織影響程度是無法預料的，因其缺乏兩者之間的因果關係資訊，以致於難以預測外在環境可能之變化。Duncan (1972)表示企業對環境變化之因應策略是無法預知的，應視企業投資本身是否有效率地被利用。就台灣的實務環境而言，由於景氣需要靠投資帶動，許多企業執行長在面對未來經濟發展時，大多會採取樂觀態度，但是，企業的投資則會相對採取較保守姿態，以面對潛在的勞動法規、企業經營成本、環保標準及能源等相關問題，使得產生後續的投資停滯（李登輝，2012）。再者，任何修法或政策的提出都具有其目的性，而修法決策隨著選舉結果亦會有所改變。由此可知，企業投資必須因應政府或政黨推行之政策走向而改變，尤其是總統大選時期又是未來政策方向出台的最佳時機，將很有可能形成推動企業投資決策發生轉向及改變的動因。

Julio and Yook (2012)認為世界各國總統大選與企業投資循環是患難與共的，其研究在控制相關經濟因素變化後，發現選舉年相對於非選舉年，企業投資平均減少約 4.8%，Julio and Yook (2016)亦發現政治不確定會影響跨境資金的流動，而對於外國投資產生阻礙。An et al. (2016)的研究則進一步表示政治轉換會導致企業顯著降低投資，且企業投資波動會隨政治轉換而增加，進而使得盈利下降，然而，Atanassov et al. (2019)卻指出政治不確定性反而會刺激企業的研究發展支出投資，且選舉年相對於非選舉年份，企業研究發展支出投資平均增加了 4.6%，證明了政治不確定性的影響程度取決於投資的性質與產品市場競爭的程度。再者，McNichols and Stubben (2008)研究表示投資決策取決於對投資收益之期望與對企業未來成長或市場需求之預期，當一國舉行選舉時，市場會因對於未來當選者執政方向與政策方針等不確定性而產生不同的決策模式（Erikson and Wright Jr., 1980; Erikson et al., 1989）。因此，本研究推論選舉產生之政治不確定性是潛在影響市場經濟發展的重要因素之一，將會對企業的投資行為產生影響（Durnev, 2010; Julio and Yook, 2012），當企業為了因應政治不確定性這項外生因素的影響時，將會對於投資的方向與金額水準有所調整。因此，本研究在不對於政治不確定性與企業投資關係設定影響方向符號的前題下，預期相較於未舉行總統大選之年度，舉行總統大選年度的政治不確定性會致使企業對於未來政策導向與經濟走向產生無法預測性，使得企業將可能改變其在不同投資標的之水準，而提出假說如下：

H1：政治不確定性與企業投資水準具關聯性。

由於企業投資之行為可能會因投資策略與目的不同，而產生投資決策的變化（Hirshleifer, 1965; Slovic, 1972; Hill and Snell, 1988; Hitt, Hoskisson, and Kim, 1997; Gulen and Ion, 2016），其中，企業的新興投資有可能會投入在不同的項目上，例如：資本支出、商業收購或研究發展支出（Chung, Wright, and Kedia, 2003; Brailsford and Yeoh, 2004; Faurel, 2008）。故本研究依循先前的研究（Richardson, 2006; Biddle, Hilary, and Verdi, 2009），將投資進一步區分為資本支出投資（Julio and Yook, 2012;

An et al., 2016; Gulen and Ion, 2016; Jens, 2017; Narayan et al., 2017) 與非資本支出投資 (Atanassov et al., 2019) 進行探討。在資本支出方面，資本支出投資乃企業投入於欲長期使用之營運資本產能，其具有對企業潛在經濟績效持續改善的作用，且預期為企業創造價值與未來效益之項目 (Brailsford and Yeoh, 2004; Faurel, 2008; Bushman et al., 2011)。由於資本投資之投入通常金額龐大且存續期間較長，當政治人物與相關監管單位頻頻做出改變企業現行營運環境之決策時，將可能會造成部分企業在面臨長期決策時，必須考量不確定性因素可能致使企業財務績效產生的負面影響，甚至後續企業經營也有可能受到重大衝擊 (Gulen and Ion, 2016)。

另一方面，在非資本支出方面，Burgelman (1985)認為企業可透過研發創新與收購支出來提升企業自身價值，即企業將會投入較多資源於研究發展活動或收購行動中 (Hill and Snell, 1988; Hitt et al., 1997; Brailsford and Yeoh, 2004)，其中，研究發展活動為企業內部提升自身企業公司價值之活動，而收購行動是企業由外部管道取得相關知識、技術，以移轉或彌補內部研究發展活動創新之不足，進而提升企業自身價值的策略 (Franko, 1989; Hitt, Hoskisson, Ireland, and Harrison, 1991)。因此，在不確定性的環境下，企業有可能需要透過增加研究發展支出投資與收購支出投資，以維持產業的競爭力。但是，由於非資本支出投入金額很有可能成為沉沒成本，故較可能使得企業採取保守政策，或藉由延期投資或等待市場資訊較為明確後再進行投資。故此，本研究進一步推論相較於未舉行總統大選之年度，企業於舉行總統大選年度會考量政治不確定性的因素，而分別對於企業資本支出投資水準 (Julio and Yook, 2012; An et al., 2016; Gulen and Ion, 2016; Jens, 2017; Narayan et al., 2017) 與非資本支出投資水準 (Atanassov et al., 2019) 進行評估與調整，而提出假說如下：

H1-1：政治不確定性與企業資本支出投資水準具關聯性。

H1-2：政治不確定性與企業非資本支出投資水準具關聯性。

四、總統大選結果之政治不確定性對企業投資的影響

有鑑於臺灣為新興市場國家，其政黨體系相較於西方傳統民主國家的不穩定性較高 (楊以彬, 2016)，容易引發政策競賽，並使單一政黨較不易永久執政 (Downs, 1957)。尤其在我國自 1996 年總統大選改為公民直選後，已發生過三次政黨輪替，民主化程度的政治景氣循環雖趨於穩定，但政治環境因大選政黨輪替而產生的改變，亦伴隨著另一種「輪替」的政治不確定性。再者，由於中央 (總統大選) 與地方首長選舉時間並未一致，故總統大選當選者與目前企業總部所在地之縣市首長為不同政黨時，將形成「分立政府」的狀態，使得中央與地方的施政理念與政策方向可能有所差異；相對的，若中央與地方首長均由同一政黨執政，則會形成「一致政府」，雖然一致政府較容易使得中央與地方相互配合，但也可能造成地方為依循中央政策而容易變更相關政策與方針。因而形成了一種「權力」分散或集中的政治不

確定性。因此，本研究除了從「選舉」的政治不確定性進行探討對於企業投資水準的影響外（假說1），將進一步就總統大選結果產生之「輪替效果」（假說2）與「權力效果」（假說3）之政治不確定性分析對企業投資行為的影響。

（一）輪替效果之政治不確定性對企業投資的影響

黃智聰與程小綾（2005）表示當中央政府執政黨為保有政治版圖時，會對原執政縣市選舉過程採用擴張性財政或貨幣政策，以營造經濟榮景，故從社會經濟假說而言，選民對國家整體經濟情況之認知才是主導選民投票抉擇的關鍵因素，選民會在經濟繁榮時支持執政黨，而在經濟惡化時改投在野黨。因此，經濟投票是潛在影響政黨輪替的重要因素。Calcagno and Escaleras (2007)則指出政府的年度績效與經濟發展和公共政策有關，當選舉發生政黨輪替時，由於執政當局的政治不穩定性（political instability），將對於政府的年度績效產生負向影響。再者，王智盛（2017）分析2016年臺灣總統大選政黨輪替後，因臺灣執政黨無法突破的「九二共識」囚徒困境賽局（prisoner's dilemma）及大陸堅持「一中原則」的膽小鬼賽局（chicken game），導致了兩岸陷入「冷和低盪期」而產生交流中斷或減少的僵局。此外，Lee, Yen, and Lee (2019)透過政黨輪替探討台灣企業政治關聯性與股票報酬的關係，研究發現不同的執政黨會影響現有的貿易條件，進而影響股票市場，這個結果與競合賽局中的創造理性決策有關，若執政黨能夠與鄰國的外交與經濟保持良好關係，將有助於國家的經濟發展與出口價值。

Chen, Liu, and Hsu (2016)則表示臺灣國際政治地位具有特殊性，使得臺灣總統大選存在不確定性，而較難以評估當前的國際政治與經濟地位，研究以政黨輪替後的主要三大指數股票型證券投資信託基金（簡稱為指數股票型基金）之風險與報酬進行分析，結果發現在新執政黨確定後，在初期時股票市場和指數股票型基金之價格均會有所上升，但卻也相對帶來了後續的市場風險價值惡化，突顯了當執政黨不能夠回應投資者的預期時，將產生後續選舉結果的逆選擇。本研究根據 Kelly, Pástor, and Veronesi (2016)及 Pástor and Veronesi (2012)曾指出國家總統大選或政府政策改變時，會存在較高的政治不確定性，進而會對於資本市場或經濟環境有所影響的條件下，推論當總統大選發生政黨輪替之政治不確定性時，由於中央執政發生實質的轉換，將增加企業面臨潛在的政治不確定性影響，公司有可能在投資水準上產生改變，因而提出假說如下（不預設方向符號）：

H2：政黨輪替產生的輪替效果之政治不確定性與企業投資水準具關聯性

（二）權力效果之政治不確定性對企業投資的影響

楊婉瑩（2003）曾透過行政與立法的一致性政府與分立性政府進行探討，指出傳統定義的分立政府容易形成立法停滯，而一致政府則為較有效的統治模式，但由於對立政黨之間的競合關係較為複雜，政治行為者通常會考量面臨不同資源分配的

結果，而產生彼此合作或衝突的選擇。吳重禮（2007）表示在「一致政府」的架構下，基於意識形態一致性或是選舉課責理由，會較具政策協調及意見折衝功能，而能夠強化政策制定能力；相對的，在「分立政府」的體制下，不同政黨間則容易會有意識形態的差距，或政策立場的對立衝突，致使政府施政困難，進而影響國家總體經濟之發展。再者，Dai and Ngo (2020)指出當公司產業較容易受到政治影響時，政治不確定性效應在執政者對於議會機關具有控制能力（legislature control）或執政黨恩庇者（patronage）關係較弱時會更加明顯，這主要是因為在政治權利（political power）的設定中，當執政黨又能夠控制議會時，政策制定的成本較低，也較容易操作及干擾政策之變動，而當政黨恩庇者（外部贊助及支持者）較弱時，執政黨也較能夠改變相關政策的方向。另外，鮑彤（2016）曾以臺灣選區重新劃分議題進行分析，指出無論是握有行政權、立法權或地方執政權，國民兩政黨均較不易取得對其最有利的重劃版本，乃因在不同的層級下，分立政府（例如：行政權與立法權之分立，或縣市首長與地方議會的分立）均會影響協商的結果。本研究主要聚焦於中央（總統當選人）與地方政府（縣市首長）的執政黨為分立或一致的政治環境條件下，推論中央（總統）與企業總部所在地之地方（縣市長）執政首長為同一政黨成員的「一致性政府」，會使得中央執政的總統當選人及其政黨較具權力效果，但值得注意的是此種政治不確定性較容易發生政策制定成本低而恣意改變調整的情形。相對而言，若中央（總統）與地方（縣市長）的執政首長為不同政黨的「分立政府」，在總統當選人「權力效果」範圍限縮下，則較容易產生理念與政策的差異與對立衝突，因而產生另一種政治不確定性。故無論中央與企業總部所在地之地方政府間為「一致政府」或「分立政府」，均可能會產生潛在的政治不確定性，而對企業的投資水準產生影響。本研究提出假說如下（不預設方向符號）：

H3：總統大選當選人（中央政府）與公司所在地縣市首長（地方政府）形成一致或分立政府的權力效果之政治不確定性與企業投資水準具關聯性

參、研究方法

一、樣本來源與期間

本研究以 1994 年至 2016 年的上市櫃企業作為樣本，並依照中華民國憲法增修條文與選舉罷免法相關規定舉行之六次總統大選，及參考各次選舉公報與中央選舉委員會選舉公告事項後，作為選舉、輪替與權力效果「政治不確定性」之設定。另外，企業投資與財務資料，以及相關控制變數則取自台灣經濟新報（Taiwan Economic Journal，簡稱 TEJ）資料庫之「上市櫃公司財務資料庫（TEJ Finance）」與「證券市場面資料庫（TEJ Equity）」，而總體經濟概況資訊則獲取自行政院主計總處與中華民國統計資訊網。

本研究為探討總統大選產生之政治不確定性對於企業投資水準之影響，樣本之篩選乃聚焦以 2016 年底尚存續於公開資訊觀測站之上市櫃企業，共計 1,653 家企業作為研究對象，並在減除第一上市註冊地非臺灣地區（例如：英屬開曼群島或大陸地區等區域）之 112 家企業，排除金融保險、證券與投資信託等產業之 59 家企業，與在臺發行海外存託憑證（Depository Receipts）之 2 家企業後，以 1,480 家企業進行探討（見表 1 之 Panel A）。再者，本研究以上述之 1,480 家上市櫃企業為基礎，進一步回溯彙整 1994 年至 2016 年相關企業之資料，共計獲得 20,912 筆觀察值，再剔除投資、財務與控制變數資料有所缺漏不全之樣本後，最終以 20,858 筆觀察值（見表 1 之 Panel B）進行分析。

另一方面，本研究首先透過圖 1 初步檢視企業總投資水準（*INV*）、資本支出投資水準（*Capex*）及非資本支出投資水準（*Non-Capex*）在研究期間的 23 年中，各總統大選年度的變化趨勢，圖中可以發現企業的資本支出投資水準（*Capex*）在總統大選年度的波動較為明顯，而非資本支出投資水準（*Non-Capex*）則呈現平穩上升的現象。其中，總投資水準（*INV*）則為資本支出投資與非資本支出投資交互作用的結果，其波動有較大程度可能是受到企業資本支出投資水準的影響。

表 1 樣本篩選表

Panel A 政治不確定性變數企業家數（以 2016 底資料為基準）	
2016 年底上市櫃公司總家數	1,653
減：	
(1) 第一上市之註冊地為非臺灣地區（例如：英屬開曼群島或大陸地區等區域）	(112)
(2) 刪除金融、保險與證券產業公司家數	(59)
(3) 在臺發行海外存託憑證（Depository Receipts，簡稱：DR 公司）之企業觀察值	(2)
總計	1,480
Panel B 樣本篩選	
上市櫃公司（1994 年至 2016 年）觀察值筆數	20,912
減：	
(1) 投資相關變數遺漏之觀察值	(18)
(2) 控制變數遺漏之觀察值	(36)
總計	20,858

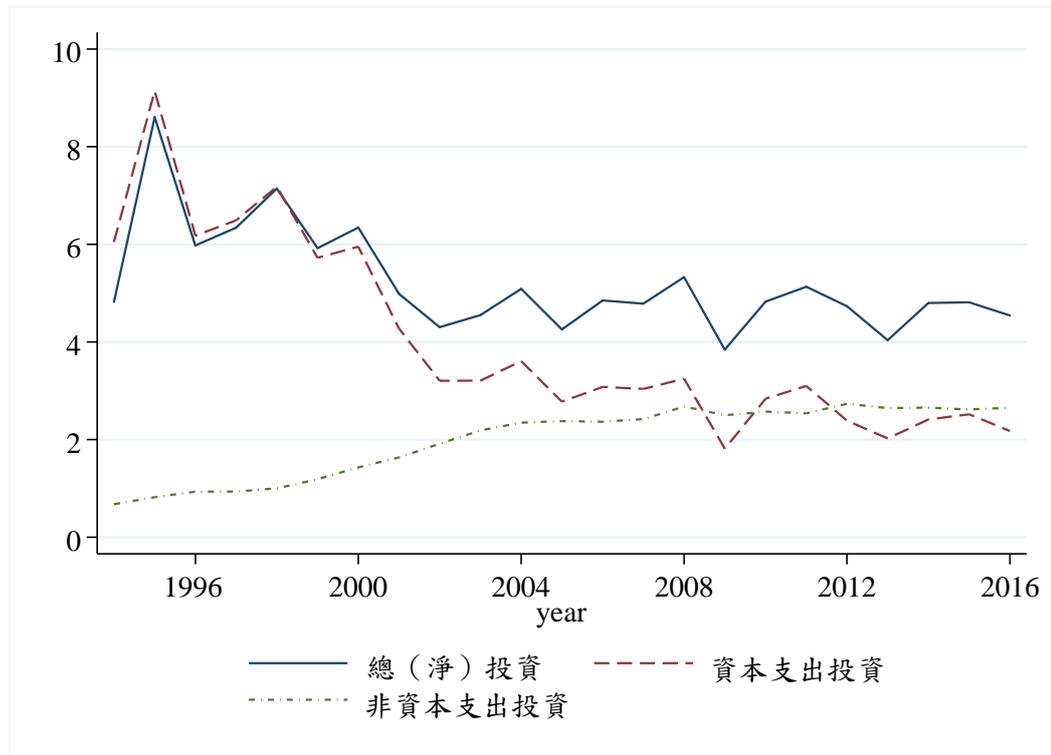


圖 1 企業投資水準歷年變化圖

二、投資變數衡量

1. 投資（淨額）水準（*INV*）

投資為企業發展與存續之重要標的，由於投資決策仰賴對於投資收益的期望，即為對未來成長或產品需求之預期（McNichols and Stubben, 2008），並主要可以區分為「資本支出投資」與「非資本支出投資」。因此，本研究參考 Chen, Xie, and Zhang (2017)、Lara, Osma, and Penalva (2016)及 Cheng, Dhaliwal, and Zhang (2013)依循 Biddle et al. (2009)研究衡量企業投資的計算方式，透過企業整體「淨投資」的概念來評估企業的投資水準，再進一步將企業總投資水準區分資本支出投資水準與非資本支出投資水準進行探討。其中，企業總投資水準之衡量方式如下：

$$\text{投資 (INV)} = \frac{(\text{研發費用支出} + \text{資本支出} + \text{收購支出} - \text{出售不動產、廠房及設備現金收現部分})}{\text{資產總額}} \times 100 \quad (1)$$

2. 資本支出投資水準（*Capex*）

資本支出投資乃主要配合企業所需，而用於長期使用之營運資本產能規劃上，包含建築物、貴重儀器設備等固定資產支出的增加，亦包含專利權、商標權、著作權、土地使用權與特許權等無形資產的支出，或其他增加其他非流動資產之支出（郭

振雄與何怡澄，2010；林煜恩、池祥萱、鄭家興與魏麗榕，2015；Brailsford and Yeoh, 2004; Biddle et al., 2009)。由於財務報表上，資本支出無明確的會計項目，所以本研究援引Brailsford and Yeoh (2004)與Biddle et al. (2009)的方式，以企業每年度購建固定資產、無形資產變動和其他非流動資產變動來作為該年度企業之資本支出，衡量方法如下：

$$\begin{aligned} \text{資本支出投資水準}(Capex) &= \frac{\text{資本支出}}{\text{資產總額}} \times 100 \\ &= \frac{\text{固定資產建購支出} + \Delta\text{無形資產} + \Delta\text{非流動資產}}{\text{資產總額}} \times 100 \end{aligned} \quad (2)$$

3. 非資本支出投資水準 (Non-Capex)

非資本支出投資為企業無法估計是否具未來經濟效益的一種投資 (Chen, Hope, Li, and Wang, 2011)，但非資本支出投資較有助於企業潛在經濟績效持續改善 (Lev and Sougiannis, 1996)，並可以強化企業的競爭力。然而，在非資本支出投資不易明確量化 (Roll, 1986; Porter, 1989; Faurel, 2008) 的前題下，本研究亦參考 Brailsford and Yeoh (2004)與 Biddle et al. (2009)的研究，將非資本支出投資設定為企業研究發展支出與收購支出之加總，乃因研究發展支出為企業內部提升自身企業公司價值之投資¹²，而收購支出為企業由外部管道取得相關知識、技術，以移轉或彌補內部研究發展活動創新不足之方式，較可以減少企業人員內部推廣新產品之流程時間 (Franko, 1989; Hitt et al., 1991)。本研究之非資本支出投資水準衡量方法如下：

$$\text{非資本支出投資水準}(Non-Capex) = \frac{(\text{研發支出} + \text{收購支出})}{\text{資產總額}} \times 100 \quad (3)$$

三、研究模型

本研究乃探討政治不確定性與企業投資水準的關聯性，但由於每一年度個別企業會受整體環境與自身企業狀況的影響，為了減緩殘差異質性的問題，本研究採用「二個維度」(two-way cluster)之集區迴歸模型¹³，透過控制「年度」與「個別企

¹² 對於非資本支出投資的「研究支出」方面，本文並未對於「外購」或「內建」之差異影響進行區分，主要是因為從研發支出的觀點上，無論企業「外購取得」或「自行研創」，均存在無法證實未來是否可以產生經濟效益流入的「不確定性」，以及使用研發結果需透過一段期間才得以進一步產生效益的「遞延效果」影響。尤其要辨視出外購取得之研發技術是否已確實達使用狀態，或是為被應用於企業繼續研發計畫之進行，有衡量因子獲取上的限制，故本研究在衡量非資本支出投資時，將納入以整體研發支出進行估計。

¹³ 過去研究針對殘差同質性的檢定，主要是藉由檢定各係數間的殘差是否同質。當存在異質性問題時，過去的作法會透過「White 檢定 (當殘差是未知時)」或「加權最小平方法 (當殘差是已知的)」進行調整。但 Gow, Ormazabal, and Taylor (2010)指出會計的研究變數，大多建構於跨時間之橫斷面 (over time and in cross-section) 資料，即會受到「年度環境」及「公司個體」的影響。故在不同的

業」兩個維度構面進行殘差調整，再分別以選舉、輪替與權力效果進行檢測政治不確定性對於企業投資水準的影響。其中，本研究設定之應變數包含企業投資相關變數 ($I_{i,t}$)，分別代表企業總投資水準 ($INV_{i,t}$)、資本支出投資水準 ($Capex_{i,t}$) 與非資本支出投資水準 ($Non-Capex_{i,t}$)，將透過個別迴歸模型進行分析。

(一) 選舉效果

Julio and Yook (2012, 2016)、Goodell and Vähämaa (2013)與 Durnev (2010)等研究曾指出總統選舉是產生政治不確定性的來源之一，並可能影響企業的投資與資金流動方向。由於我國總統大選為每四年舉行一次，故本研究參照 Julio and Yook (2012) 分別設定選舉前一年度 ($Elec_pre$)、當年度 ($Elec$) 與次一年度 ($Elec_post$) 三項虛擬變數的作法，以探討政治不確定性對企業投資水準之影響，迴歸模型之設定如下所示 (相關變數之操作型定義，請參考附錄一)：

$$I_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Elec_pre_{i,t} + \beta_2 Elec_{i,t} + \beta_3 Elec_post_{i,t} + \beta_4 TOC_{i,t} + \beta_5 PB_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} \\ + \beta_7 GW_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t} + \beta_9 Age_{i,t} + \beta_{10} Size_{i,t} + \beta_{11} TB_{i,t} + \beta_{12} RealGDP_growth_t \\ + \beta_{13} CPI_growth_t + \beta_{14} I_pre_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中，

$I_{i,t}$ = 表示 i 企業在第 t 年之企業投資水準，其中分別為總投資水準 ($INV_{i,t}$)、資本支出投資水準 ($Capex_{i,t}$) 與非資本支出投資水準 ($Non-Capex_{i,t}$)。
(詳細之操作型定義，請參考附錄一)

(二) 輪替效果

當總統大選年度發生政黨輪替時，企業較可能需要面臨未來執政方向與政策方針的改變 (Pástor and Veronesi, 2012; Chen et al., 2016; Kelly et al., 2016; Lee et al., 2019)，因而會產生「輪替」的政治不確定性，使得企業將可能會對於投資水準有所調整，並改變資本支出與非資本支出的投資水準。故本研究將聚焦於總統大選年度的觀察值，並設定一虛擬變數為當總統大選當年度發生政黨輪替 (Alt) 其值為 1，其他為 0，以建構輪替效果與企業投資水準之關聯性迴歸模型如下 (相關變數之操作型定義，請參考附錄一)：

$$I_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Alt_{i,t} + \beta_2 TOC_{i,t} + \beta_3 PB_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 GW_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t} \\ + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \beta_9 TB_{i,t} + \beta_{10} RealGDP_growth_t + \beta_{11} CPI_growth_t \\ + \beta_{12} I_pre_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

年度時點與個別公司本身有所差異的情況下，為控制估計殘差的潛在異質性，可採用「二個維度」的方式進行殘差異質性之調整。

(三) 權力效果

楊婉瑩 (2003) 指出一致政府為較有效的統治模式，但對立政黨間仍具有競合關係，故在政治行為上會有彼此合作或衝突的情形。吳重禮 (2007) 則表示「一致政府」較具政策協調及意見折衝功能，而「分立政府」則在意識形態的差距或政策立場對立的情形下，使得執政容易受到限制。因此，本研究透過總統大選當選者與企業總公司所在地縣市首長之政黨相同與否進行區分，並定義當總統大選中獲取執政權之政黨與企業總公司所在地之縣市首長為同一政黨而形成一致政府時，中央與地方間溝通將會更有效率，政策執行力也較為一致，但地方政府政策在迎合中央政府的過程中，將容易改變原有政策方針與方向；而當中央（總統）與地方（縣市長）的執政首長為不同政黨而形成分立政府時，總統當選人的權力影響範圍較可能無法延伸，導致在理念與政策的差異下產生對立衝突。故本研究將設定一虛擬變數為當企業總公司所在地之縣市首長政黨與總統大選當選者同政黨（City）時其值為 1，其他為 0，並建構權力效果與企業投資水準之關聯性迴歸模型如下（相關變數之操作型定義，請參考附錄一）：

$$\begin{aligned}
 I_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 City_{i,t} + \beta_2 TOC_{i,t} + \beta_3 PB_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 GW_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t} \\
 & + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \beta_9 TB_{i,t} + \beta_{10} RealGDP_growth_t + \beta_{11} CPI_growth_t \\
 & + \beta_{12} I_pre_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{6}$$

上述相關變數之設定中，下標 i 與 t 分別代表 i 企業於第 t 年的數據，後續為使本文內容較為精簡，相關變數定義除必要說明外，將會省略下標。本研究的相關控制變數中，淨值週轉率（TOC）為一年期間內企業運用股東所投入資本之使用效率，淨值週轉率過高代表企業自有資本較少，代表其安定力較弱，反之，太低則表示其企業營業額太少或自有資本太多，其效率可能較低（Wang, Wei, and Song, 2017）。股價淨值比（PB）則為用以衡量企業未來成長機會的指標（王麗惠，2006；林煜恩等人，2015；Atanassov et al., 2019），當股價淨值比大於 1 時，表示企業可以藉由現有資產與新投資資產獲得超額報酬，即企業未來營運活動之績效將有所提升改善；反之，當企業營運不佳時，則可能會使投資人對於企業評價降低，間接造成企業在投資上的改變（Chen et al., 2011）。負債比率（LEV）則可用以觀察企業向債權人舉債所獲取資金的情形（An et al., 2016; Lara et al., 2016; Shroff, 2017; Wang et al., 2017; Atanassov et al., 2019），負債比率較高的企業，其償還負債之壓力相對較大，企業也通常較不願意投資於需要長期間才可回收之項目，反之，當企業負債比率較低時，在財務負擔較輕的情形下，則會有較多的投資可能性（Black, Legoria, and Sellers, 2000）。銷貨成長率（GW）則是展現企業未來發展的潛力，故當銷貨成長率提高時，將帶動公司價值的上升（An et al., 2016; Gulen and Ion, 2016）。現金持有（Cash）乃用以評量企業在正常營運下所需持有之現金，當企業現金持有越少，

企業面臨之風險將越高，因而可能影響企業投資之意願 (Biddle et al., 2009; An et al., 2016)。

再者，相較於成立時間較短之企業，企業成立年數 (*Age*) 較為悠久之企業會為了增加市場競爭力，而有較高的投資意願 (Biddle et al. 2009; An et al., 2016; Wang et al., 2017; Atanassov et al., 2019)；企業規模 (*Size*) 則可以作為組織複雜程度的代理變數，當企業組織越複雜時，發生組織僵固的可能性愈高，進而影響企業後續的投資意願 (Biddle et al., 2009; An et al., 2016; Narayan et al., 2017; Atanassov et al., 2019)。Tobin's Q (*TB*) 為衡量企業於資本市場的價值，當 Tobin's Q 比率越高則表示企業未來成長性高，企業會較有意願增加額外投資 (Black et al., 2000; Gulen and Ion, 2016; Wang et al., 2017; Wellman, 2017)。另一方面，考量總體經濟因素之影響，本研究分別納入實質國內生產毛額成長率 (*RealGDP_growth*) 來衡量我國總體經濟成長的情形，以觀察一特定期間內 (通常以一年為單位)，本國或外國人所生產之最終財貨與勞務，並以基準年市場價格進行調整，以觀察期間內不同年度的國內實質產出量之變化 (An et al., 2016; Julio and Yook, 2016; Wang et al., 2017; Wellman, 2017)。消費者物價指數年增率 (*CPI_growth*) 則是反映一國國內一般消費物價的平均水準，可以用來衡量通貨膨脹的情形 (李偉銘、吳淑貞與黃啟泰, 2015; Robichek and Cohn, 1974)。當消費者物價指數年增率趨勢持續上升時，代表物價水準持續上揚，但指數過高時將形成惡性通貨膨脹，容易傷害總體經濟和消費；反之，物價水準持續下跌或過低時，則可能顯示景氣正逐漸蕭條，並影響企業的投資水準。

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計量

表 2 為企業投資水準與相關變數之敘述統計量，表中顯示企業總投資佔資產總額 (*INV*) 平均值為 4.8903% (標準差=7.9182)，其中資本支出投資水準 (*Capex*) 平均值為 3.2202% (標準差=5.8644)，非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 平均值為 2.3084% (標準差=3.8866)，故平均而言，企業的資本支出投資水準大於非資本支出投資水準。在政治不確定性代理變數方面，在研究的 23 年期間，每四年的總統選舉年度 (*Elec*) 發生政黨輪替 (*Alt*) 的平均值為 15.36% (標準差=0.3605)，結果與台灣政黨通常平均執政兩屆 (8 年) 而發生政黨輪替之政治鐘擺現象相符¹⁴。總統大選當選之政黨與其企業總公司所在地縣市首長為同一政黨 (*City*) 平均值則為 55.14% (標準差=0.4974)，可以發現企業總公司所在地縣市首長與總統大選當選人

¹⁴ 台灣於本研究期間共發生 3 次政黨輪替，分別為 2000 年、2008 年與 2016 年，而政黨輪替可歸因為選民心理的「政治鐘擺」情緒效應，主要為選民會存在於政黨間進行政治制衡調整的傾向，乃因人民通常不願一黨持續獨大，故會在選舉週期中如同鐘擺向左右擺動而選擇不同政黨執政。

政黨為同一政黨 (*City*) 之比例甚高。一般而言，地方選舉 (例如：縣市長選舉) 通常可以作為總統大選的前置因素，由於地方選舉可以作為民意的觀察指標並影響總統大選之布局，且中央與地方行政首長為同一政黨時，獲得財政資源與中央補助款的機率較高，故較易形成垂直式的一致政府。

表 2 敘述性統計量

	平均數	標準差	第一四分位數	中位數	第三四分位數
Panel A 投資變數					
<i>INV</i>	4.8903	7.9182	0.6235	3.1742	7.6263
<i>Capex</i>	3.2202	5.8644	0.1466	1.4575	4.6173
<i>Non-Capex</i>	2.3084	3.8866	0.0000	0.8588	2.7319
Panel B 政治不確定性變數與相關控制變數					
<i>Elec</i>	0.2771	0.4476	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Alt</i>	0.1536	0.3605	0.0000	0.0000	0.0000
<i>City</i>	0.5514	0.4974	0.0000	1.0000	1.0000
<i>TOC</i>	1.4663	1.3775	0.6500	1.0900	1.7600
<i>PB</i>	1.6807	1.2519	0.8800	1.3200	2.0500
<i>LEV</i>	37.0563	16.8698	24.2100	36.2200	48.2600
<i>GW</i>	7.1322	36.2611	-10.1000	2.7150	17.1800
<i>Cash</i>	0.2342	0.2002	0.0772	0.1738	0.3392
<i>Age</i>	26.8698	12.2379	17.0000	25.0000	35.0000
<i>Size</i>	15.1817	1.2973	14.2699	15.0118	15.9182
<i>TB</i>	0.8138	0.1087	0.7595	0.8355	0.8921
<i>RealGDP_growth</i>	3.6895	3.6865	1.5000	4.0200	5.6200
<i>CPI_growth</i>	1.1267	1.1383	0.1700	1.2000	1.8000
<i>N</i>	20,858				

變數之相關定義，請詳見附錄一。

另一方面，研究分析之 23 年期間的相關控制變數中，可以觀察到企業規模 (*Size*) 平均數為 15.1817 (標準差=1.2973) 與企業負債比率 (*LEV*) 平均數為 37.0563% (標準差=16.8698)。再者，淨值週轉率 (*TOC*) 平均數為 1.4663 次 (標準差=1.3775)，銷貨成長率 (*GW*) 平均數為 7.1322% (標準差=36.2611)，股價淨值比 (*PB*) 平均數為 1.6807 (標準差=1.2519)，顯示企業具備以自有資本獲取營收的能力，且反映企業於市場存在一定價值，但 Tobin'Q (*TB*) 為 0.8138% (標準差=0.1087) 則顯示企業的資本投資需求較不活絡，這可能與企業在經營達一定期間後 (成立年數 (*Age*) 平均數為 26.8698 年 (標準差=12.2379))，會著重在維持穩健營運上而減少投資需求，亦與企業手頭持有現金部位 (現金持有 (*Cash*) 平均數為 0.2342% (標

準差=0.2002))之可用資金有關。此外，實質 GDP 成長率 (*RealGDP_growth*) 平均數為 3.6895% (標準差=3.6865) 可用以觀察國內「生產面」的相關產業經濟活動變化，並反映出我國平均經濟成長維持在 3% 以上，屬於較具經濟活力的國家。消費者物價指數年增率 (*CPI_growth*) 平均數為 1.1267% (標準差=1.1383) 則可以用來檢視「需求面」的國民消費能力改變及政府貨幣政策表徵，平均而言我國的物價波動年增率尚屬平穩。

二、單變量分析

表 3 為總統大選政治不確定性 (包含選舉、輪替與權力效果) 之企業投資水準單變量分析。其中，Panel A 為探討全體樣本 (共計 20,858 筆觀察值) 於選舉年與非選舉年企業投資水準之差異分析 (選舉年為 5,780 筆觀察值，非選舉年為 15,078 筆觀察值)，表中顯示選舉年總投資水準 (*INV*) 平均數 5.0873 大於非選舉年平均數 4.8147，故平均而言企業投資水準在總統大選年度呈現增加的現象，這很有可能是企業面臨總統大選的政治不確定性情形下，仍會評估投資風險與溢酬並進行調整。Panel C 以選舉年樣本 (共計 5,780 筆觀察值) 檢視總統當選人與企業總公司所在地縣市首長為同一政黨與否之比較差異分析 (同一政黨為 3,430 筆觀察值，非同一政黨為 2,350 筆觀察值)，表中顯示企業總投資水準 (*INV*)、資本支出投資水準 (*Capex*) 與非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 之平均數在總統大選結果形成總統當選者與企業總公司所在地首長為同一政黨 (一致政府) 時均顯著大於非同一政黨 (分立政府)，可能原因為當企業總部所在地之首長與總統當選者為同一政黨時，可以預期企業總公司所在地方政府容易獲得中央政府的支持與資源，故企業會較有意願增加投資水準。Panel B 檢視選舉年發生政黨輪替的影響 (發生政黨輪替年度為 3,203 筆觀察值，未發生政黨輪替年度為 2,577 筆觀察值)，則未捕捉到企業投資水準於發生政黨輪替年度與未發生政黨輪替年度具有顯著差異。

在相關控制變數方面，表中發現總統大選之選舉年、發生政黨輪替或總統當選人與企業總公司所在地縣市首長同一政黨時，企業的股價淨值比 (*PB*) 與銷貨成長率 (*GW*) 較低，且實質 GDP 成長率 (*RealGDP_growth*) 也較為趨緩，顯示政治不確定性因素會限縮企業市場價值與營收成長，進而帶動經濟成長也有減緩的情形。反之，則可以觀察到企業的現金持有 (*Cash*) 與消費者物價指數年增率 (*CPI_growth*) 較高，表示政治不確定性因素會使得企業持有較多現金部位，但消費者物價指數為高則會相對減少現金價值，而使得貨幣購買力下降。另一方面，企業的負債比率 (*LEV*) 於總統大選之選舉年較高，顯示在選舉年度企業可能有以舉債方式籌資，以發揮財務槓桿的功能；然而，在發生政黨輪替或總統當選人與企業總公司所在地縣市首長為同一政黨的情形下則較低，表示企業在不同的政治不確定性因素下，會採取不同的資本結構策略。

表 3 單變量分析與差異比較

變數	選舉年			非選舉年			Difference	
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數 t檢定	中位數 Z檢定
<i>INV</i>	5.0873	3.2283	7.9418	4.8147	3.1522	7.9080	0.2726**	0.0761*
<i>Capex</i>	3.2581	1.4008	5.8765	3.2057	1.4849	5.8599	0.0524	-0.0841
<i>Non-Capex</i>	2.4159	0.9003	4.0554	2.2672	0.8427	3.8192	0.1487	0.0576*
<i>TOC</i>	1.4647	1.0800	1.3960	1.4670	1.0900	1.3703	-0.0023	-0.0100
<i>PB</i>	1.4419	1.1000	1.1279	1.7723	1.4000	1.2846	-0.3304***	-0.3000***
<i>LEV</i>	37.4412	36.8200	17.1842	36.9087	35.9700	16.7460	0.5325**	0.8500**
<i>GW</i>	6.1779	1.6250	35.8416	7.4980	3.1500	36.4152	-1.3201**	-1.5250***
<i>Cash</i>	0.2447	0.1852	0.2041	0.2301	0.1700	0.1985	0.0146***	0.0152***
<i>Age</i>	27.2211	26.0000	12.4007	26.7351	25.0000	12.1726	0.4860**	1.0000**
<i>Size</i>	15.1695	15.0034	1.3054	15.1864	15.0164	1.2942	-0.0169	-0.0130
<i>TB</i>	0.8154	0.8383	0.1101	0.8132	0.8346	0.1082	0.0022	0.0037**
<i>RealGDP_growth</i>	3.4549	2.0600	3.5433	3.7794	4.0200	3.7361	-0.3245***	-1.9600***
<i>CPI_growth</i>	2.0465	1.6100	0.8309	0.7742	0.7900	1.0388	1.2723***	0.8200***
<i>N</i>		5,780			15,078			

表 3 單變量分析與差異比較 (續)

變數	政黨輪替				未政黨輪替				Difference	
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	t檢定	Z檢定
<i>INV</i>	5.1519	3.1264	7.9450	5.0071	3.3308	7.9387	0.1448	-0.2044		
<i>Capex</i>	3.2451	1.2992	5.9079	3.2743	1.5643	5.8384	-0.0292	-0.2651		
<i>Non-Capex</i>	2.4408	0.9051	4.0930	2.3850	0.8947	4.0088	0.0558	0.0104		
<i>TOC</i>	1.3798	1.0300	1.3388	1.5701	1.1500	1.4574	-0.1903 ^{***}	-0.1200 ^{***}		
<i>PB</i>	1.3280	0.9800	1.1558	1.5834	1.2700	1.0758	-0.2554 ^{***}	-0.2900 ^{***}		
<i>LEV</i>	37.0215	36.0500	17.4798	37.9628	37.6400	16.7983	-0.9413 ^{**}	-1.5900 ^{**}		
<i>GW</i>	3.5208	0.0100	34.5170	9.4804	4.5000	37.1656	-5.9596 ^{***}	-4.4900 ^{***}		
<i>Cash</i>	0.2549	0.2014	0.2042	0.2320	0.1655	0.2033	0.0229 ^{***}	0.0359 ^{***}		
<i>Age</i>	27.9797	26.0000	12.4837	26.2782	25.0000	12.2338	1.7015 ^{***}	1.0000 ^{***}		
<i>Size</i>	15.1882	15.0263	1.3157	15.1464	14.9771	1.2923	0.0418	0.0492		
<i>TB</i>	0.8178	0.8428	0.1116	0.8124	0.8332	0.1081	0.0054 [*]	0.0096 ^{***}		
<i>RealGDP_growth</i>	1.9948	1.5000	1.8290	5.2697	2.0600	4.2500	-3.2749 ^{***}	-0.5600 ^{***}		
<i>CPI_growth</i>	2.1319	1.4000	1.0383	1.9402	1.9300	0.4339	0.1917 ^{***}	-0.5300 ^{***}		
<i>N</i>										
		3,203			2,577					

表 3 單變量分析與差異比較 (續)

變數	總統與企業總公司所在地首長是否同一政黨 (權力效果)				總統與企業總公司所在地首長非同一政黨				Difference	
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	t檢定	Z檢定
<i>INV</i>	5.5457	3.5130	7.9588	4.4184	2.7503	7.8710	1.1273 ^{***}	0.7627 ^{***}		
<i>Capex</i>	3.3733	1.4842	5.8485	3.0901	1.2840	5.9145	0.2832 [*]	0.2002 ^{**}		
<i>Non-Capex</i>	2.6677	1.1177	4.2297	2.0484	0.5507	3.7575	0.6193 ^{***}	0.5670 ^{***}		
<i>TOC</i>	1.4716	1.0900	1.3841	1.4545	1.0700	1.4134	0.0171	0.0200 ^{**}		
<i>PB</i>	1.3882	1.0600	1.1296	1.5202	1.1900	1.1211	-0.1320 ^{***}	-0.1300 ^{***}		
<i>LEV</i>	36.7596	36.0550	17.1033	38.4361	38.1000	17.2571	-1.6765 ^{***}	-2.0450 ^{***}		
<i>GW</i>	4.8059	0.6100	35.7572	8.1803	3.2550	35.8781	-3.3744 ^{***}	-2.6450 ^{***}		
<i>Cash</i>	0.2604	0.2015	0.2084	0.2219	0.1595	0.1954	0.0385 ^{***}	0.0420 ^{***}		
<i>Age</i>	26.7157	25.0000	12.1315	27.9587	27.0000	12.7502	-1.2430 ^{***}	-2.0000 ^{***}		
<i>Size</i>	15.1247	14.9302	1.3101	15.2350	15.1088	1.2960	-0.1103 ^{***}	-0.1786 ^{***}		
<i>TB</i>	0.8139	0.8354	0.1089	0.8175	0.8411	0.1118	-0.0036	-0.0057 ^{***}		
<i>RealGDP_growth</i>	2.6508	2.0600	2.7873	4.6287	2.0600	4.1502	-1.9779 ^{***}	0.0000 ^{***}		
<i>CPI_growth</i>	2.2252	1.9300	0.8750	1.7856	1.6100	0.6828	0.4396 ^{***}	0.3200 ^{***}		
<i>N</i>		3,430			2,350					

1. ^{*} 為 p 值 <0.1 , ^{**} 為 p 值 <0.05 , ^{***} 為 p 值 <0.01 顯著。

2. 變數之相關定義, 請詳見附錄一。

三、相關係數分析

表 4 為變數間的 Pearson 相關係數分析結果，表中顯示企業總投資水準 (*INV*) 與資本支出投資水準 (*Capex*) 之相關係數為 0.7670，與非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 相關係數為 0.5369，均呈顯著正向關係。再者，選舉年 (*Elec*)、總統大選政黨輪替 (*Alt*) 及總統大選當選人與企業總公司所在地縣市首長為同一政黨之一致性政府 (*City*) 變數均與企業總投資水準 (*INV*) 及非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 呈顯著正向關係。然而，企業總公司所在地縣市首長為同一政黨之一致性政府 (*City*) 變數則與資本支出投資水準 (*Capex*) 呈顯著負向關係。另一方面，其他相關財務與總體經濟控制變數之相關係數均小於 0.6，故表示各變數間大多具有獨立性且共線性問題並不嚴重。

四、實證結果

(一) 總統大選 (選舉效果) 之政治不確定性對企業投資水準之影響

表 5 乃以總統大選作為政治不確定性年度，並依據 Julio and Yook (2012) 的作法，透過檢測大選前一年度 (*Elec_pre*)、當年度 (*Elec*) 與後一年度 (*Elec_post*) 的方式，探討對於企業投資水準的影響。在納入相關控制變數與企業前一年度投資水準 (*I_pre*)¹⁵ 後，實證結果顯示我國企業在總統選舉前一年度 (*Elec_pre*) 的總投資水準 (*INV*) 為高，但面對總統選舉政治不確定性的當年度 (*Elec*) 與後一年度 (*Elec_post*)，總投資水準 (*INV*) 相較於其他年度為低，此結果雖與本研究單變量分析 (表 3) 之結果不盡相同，但與 Julio and Yook (2012) 的研究一致，表示我國企業面對政治不確定性，企業的整體投資水準為低。

再者，進一步從資本支出投資水準 (*Capex*) 與非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 進行分析後，可以發現我國企業在總統大選的政治不確定性影響下，資本支出投資水準 (*Capex*) 與非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 呈現不同方向的結果。其中，在總統大選前一年度 (*Elec_pre*)，僅發現企業的資本支出投資水準 (*Capex*) 為高。但在選舉當年度 (*Elec*) 則企業的資本支出投資水準 (*Capex*) 顯著為低，結果類似於 Kim and Kung (2017) 的研究指出，當企業面臨經濟或政治事件的不確定性時，企業對於投資的調降，會反映於資產的可再運用性 (*asset redeployability*) 方面，乃因可再運用性較低的資產投資會影響到企業的清算價值，而促使企業在不確定性環境下的投資決策更加謹慎。

¹⁵ 感謝審查委員之意見，因考量投資水準變數具時間序列模式 (*time series pattern*) 的特性，本研究進一步納入前一年的投資水準 (*I_pre*) 作為迴歸分析之控制變數。

表 4 Pearson 相關係數分析

	INV	Capex	Non-Capex	Elec	Alt	City	TOC	PB	LEV	GW	Cash	Age	Size	TB	Receiv_growth	CPI_growth
INV	1.0000															
Capex	0.7670** (0.0000)	1.0000														
Non-Capex	0.5369*** (0.0000)	0.0018 (0.8000)	1.0000													
Elec	0.0154** (0.0260)	0.0040 (0.5634)	0.0171** (0.0134)	1.0000												
Alt	0.0141** (0.0421)	0.0018 (0.7941)	0.0145** (0.0362)	0.6879*** (0.0000)	1.0000											
City	0.0305*** (0.0000)	-0.0215*** (0.0019)	0.0699*** (0.0000)	0.0523*** (0.0000)	0.0339*** (0.0000)	1.0000										
TOC	-0.0118* (0.0871)	-0.0234*** (0.0007)	-0.0049 (0.4760)	-0.0007 (0.9141)	-0.0268*** (0.0001)	-0.0097 (0.1613)	1.0000									
PB	0.2268*** (0.0000)	0.1447*** (0.0000)	0.2274*** (0.0000)	-0.1181*** (0.0000)	-0.1200*** (0.0000)	-0.0010 (0.8870)	0.1457*** (0.0000)	1.0000								
LEV	-0.0988*** (0.0000)	0.0199*** (0.0040)	-0.1836*** (0.0000)	0.0141** (0.0413)	-0.0009 (0.8991)	-0.0656*** (0.0000)	0.4639*** (0.0000)	-0.0347*** (0.0000)	1.0000							

表 4 Pearson 相關係數分析 (續)

	<i>INV</i>	<i>Capex</i>	<i>Non-Capex</i>	<i>Elec</i>	<i>Alt</i>	<i>City</i>	<i>TOC</i>	<i>PB</i>	<i>LEV</i>	<i>GW</i>	<i>Cash</i>	<i>Age</i>	<i>Size</i>	<i>TB</i>	<i>RealGDP_growth</i>	<i>CPI_growth</i>
<i>GW</i>	0.0977 ^{***} (0.0000)	0.1151 ^{***} (0.0000)	0.0015 (0.8323)	-0.0163 ^{**} (0.0186)	-0.0424 ^{***} (0.0000)	-0.0280 ^{***} (0.0001)	0.1583 ^{***} (0.0000)	0.2220 ^{***} (0.0000)	0.0789 ^{***} (0.0000)	1.0000						
<i>Cash</i>	0.1450 ^{***} (0.0000)	0.0278 ^{***} (0.0000)	0.2290 ^{***} (0.0000)	0.0326 ^{***} (0.0000)	0.0442 ^{***} (0.0000)	0.1181 ^{***} (0.0000)	-0.1874 ^{***} (0.0000)	0.1958 ^{***} (0.0000)	-0.4115 ^{***} (0.0000)	-0.0505 ^{***} (0.0000)	1.0000					
<i>Age</i>	-0.2811 ^{***} (0.0000)	-0.1517 ^{***} (0.0000)	-0.3030 ^{***} (0.0000)	0.0178 ^{**} (0.0103)	0.0386 ^{***} (0.0000)	-0.0001 (0.9852)	-0.1478 ^{***} (0.0000)	-0.2213 ^{***} (0.0000)	0.0402 ^{**} (0.0000)	-0.0951 ^{***} (0.0000)	-0.1633 ^{***} (0.0000)	1.0000				
<i>Size</i>	-0.0277 ^{***} (0.0001)	0.0627 ^{***} (0.0000)	-0.1758 ^{***} (0.0000)	-0.0058 (0.4015)	0.0021 (0.7598)	-0.0388 ^{***} (0.0000)	-0.0035 (0.6123)	-0.0535 ^{***} (0.0000)	0.1649 ^{**} (0.0000)	0.0469 ^{**} (0.0000)	-0.1136 ^{***} (0.0000)	0.2694 ^{***} (0.0000)	1.0000			
<i>TB</i>	0.0357 ^{***} (0.0000)	0.0797 ^{***} (0.0000)	-0.0590 ^{**} (0.0000)	0.0090 (0.1923)	0.0157 ^{**} (0.0234)	-0.0211 ^{***} (0.0023)	-0.5407 ^{***} (0.0000)	-0.1581 ^{***} (0.0000)	-0.3951 ^{***} (0.0000)	-0.1042 ^{**} (0.0000)	0.0806 ^{**} (0.0000)	0.0192 ^{***} (0.0056)	0.0117 [*] (0.0919)	1.0000		
<i>RealGDP_growth</i>	0.0250 ^{***} (0.0003)	0.0707 ^{***} (0.0000)	-0.0313 ^{***} (0.0000)	-0.0394 ^{***} (0.0000)	-0.1958 ^{***} (0.0000)	-0.1123 ^{***} (0.0000)	0.0635 ^{***} (0.0000)	0.0856 ^{***} (0.0000)	0.0275 ^{***} (0.0001)	0.1935 ^{***} (0.0000)	-0.0613 ^{***} (0.0000)	-0.0485 ^{***} (0.0000)	0.0119 [*] (0.0858)	-0.0224 ^{***} (0.0012)	1.0000	
<i>CPI_growth</i>	0.0380 ^{***} (0.0000)	0.0691 ^{***} (0.0000)	-0.0086 (0.2118)	0.5003 ^{***} (0.0000)	0.3761 ^{***} (0.0000)	0.0684 ^{***} (0.0000)	0.0397 ^{***} (0.0000)	-0.0447 ^{***} (0.0000)	0.0019 (0.7786)	0.0278 ^{**} (0.0001)	0.0108 (0.1203)	-0.0100 (0.1488)	0.0057 (0.4065)	0.0081 (0.2442)	0.3063 ^{***} (0.0000)	1.0000

1. 表中為Pearson相關係數結果，其中^{*}為 p 值 <0.1 ，^{**}為 p 值 <0.05 ，^{***}為 p 值 <0.01 顯著。

2. 變數之相關定義，請詳見附錄一。

表 5 總統大選之政治不確定性對企業投資之影響

變數	<i>Y=INV</i>	<i>Y=Capex</i>	<i>Y=Non-Capex</i>
	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	0.1338 (0.1043)	-4.5528*** (-4.1599)	2.7910*** (7.6058)
<i>Elec_pre</i>	0.6991*** (2.6289)	1.1157*** (3.0172)	-0.0825 (-1.2457)
<i>Elec</i>	-2.3084*** (-3.9437)	-2.7917*** (-4.5685)	0.2526*** (3.0842)
<i>Elec_post</i>	-0.8722* (-1.6496)	1.0125** (2.0270)	-0.7460*** (-5.7378)
<i>TOC</i>	-0.1584** (-2.3816)	-0.1781*** (-3.1634)	-0.0474*** (-2.6016)
<i>PB</i>	0.7031*** (11.2047)	0.3693*** (7.1444)	0.1898*** (6.9502)
<i>LEV</i>	-0.0082* (-1.6953)	0.0204*** (5.0874)	-0.0072*** (-3.5368)
<i>GW</i>	0.0069*** (3.1050)	0.0089*** (4.6655)	-0.0040*** (-5.1833)
<i>Cash</i>	1.1351*** (2.8216)	0.4561 (1.5617)	0.4224*** (3.1203)
<i>Age</i>	-0.0721*** (-9.8927)	-0.0351*** (-5.9710)	-0.0153*** (-6.7847)
<i>Size</i>	0.2563*** (3.7332)	0.2712*** (4.0878)	-0.0511*** (-3.1995)
<i>TB</i>	1.0979 (1.4991)	2.8978*** (6.0426)	-0.9664*** (-3.7446)
<i>RealGDP_growth</i>	-0.0892*** (-2.7430)	0.0394 (1.3876)	-0.0493*** (-8.2962)
<i>CPI_growth</i>	0.9730*** (6.9797)	1.0687*** (7.0961)	-0.0354** (-2.5644)
<i>I_pre</i>	0.3667*** (18.3992)	0.3112*** (15.8926)	0.7025*** (22.8910)
Year indicators	Included	Included	Included
Industry indicators	Included	Included	Included
Sample size	20,858	20,858	20,858
F-stat.	90.2619***	55.6756***	308.3178***
p-value	0.0000	0.0000	0.0000
Adjusted R ²	0.2671	0.2062	0.6013

1. 表中為使用二維集區 (two-way cluster) 控制殘差異質性之迴歸模型進行檢測的 *t* 檢定機率值，其中*為 *p* 值<0.1，**為 *p* 值<0.05，***為 *p* 值<0.01 顯著。

2. 變數之相關定義，請詳見附錄一。

然而，選舉當年度 (*Elec*) 的非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 顯著為高，則與 Atanassov et al. (2019) 的結果一致，即企業於選舉年度會有增加非資本支出投資的傾向。上述結果隱含企業對於總統大選產生的政治不確定性在資本支出與非資本支出投資上可能存在不同決策方向的彈性，企業似乎會投入於較為短期的非資本支出投資，即企業在面臨政治環境的不穩定時，會傾向以維持當前市場競爭優勢為主。但值得注意的是，在總統大選後一年度 (*Elec_post*)，當選舉產生的政治不確定性因素已逐步消除後，企業資本支出投資水準 (*Capex*) 相對提高，而非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 則相對為低。

另一方面，在相關控制變數對投資水準的影響方面，可以發現股價淨值比 (*PB*) 及企業前一年度投資水準 (*I_pre*) 均與企業總投資水準 (*INV*)、資本支出投資水準 (*Capex*) 及非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 呈顯著正向影響，然而淨值週轉率 (*TOC*) 則與投資水準呈顯著負相關。其次，表中呈現銷貨成長率 (*GW*) 較高、企業成立年數 (*Age*) 較短、企業規模 (*Size*) 較大及消費者物價指數年增率 (*CPI_growth*) 較高時，企業的總投資水準 (*INV*) 與資本支出投資水準 (*Capex*) 較高，而非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 則會較低。其次，負債比率 (*LEV*) 愈高，企業的總投資水準 (*INV*) 與非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 較低，資本支出投資水準 (*Capex*) 則顯著為高。

(二) 總統大選政黨輪替 (輪替效果) 之政治不確定性對企業投資水準之影響

表 6 為探討總統大選政黨輪替之政治不確定性對企業投資水準影響，透過以總統大選年為樣本的 5,780 筆觀察值，檢測政黨輪替變數 (*Alt*) 對於企業投資水準變數之影響。實證結果顯示在納入相關控制變數與企業前一年度投資水準 (*I_pre*) 後，企業在面對總統大選年度發生政黨輪替 (*Alt*) 之政治不確定性情況下，管理階層很有可能對於未來政策走向較無明確預期方向。然而，表中僅有補捉到企業的資本支出投資水準 (*Capex*) 相較總統大選非政黨輪替年度為高，可能的原因為企業會有意圖等待市場資訊更為明朗後再做進一步的調整，且資本支出投資若無法配合日後新政府政策的走向，企業尚可以透過變賣或出售資本支出來減少後續的投資損失 (Calcagno and Escaleras, 2007; Wang et al., 2017; Dai and Ngo, 2020)。在相關控制變數方面，研究發現股價淨值比 (*PB*) 及企業前一年度投資水準 (*I_pre*) 均與企業投資水準呈顯著正向關係，而公司成立年度 (*Age*) 則呈反向關係。其中，企業規模 (*Size*) 較大公司之總投資水準 (*INV*) 與資本支出投資水準 (*Capex*) 較高，而非資本支出投資水準 (*Non-Capex*) 則會較低。

表 6 總統大選政黨輪替效果之政治不確定性對企業投資水準的影響

變數	<i>Y=INV</i>	<i>Y=Capex</i>	<i>Y=Non-Capex</i>
	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	-0.1323 (-0.0514)	-3.9630* (-1.8838)	2.5940*** (2.7517)
<i>Alt</i>	0.4808 (1.6399)	0.7069** (2.1405)	-0.0529 (-0.9761)
<i>TOC</i>	0.0035 (0.0307)	-0.0789 (-0.6958)	0.0038 (0.1142)
<i>PB</i>	0.5418*** (5.3427)	0.2176*** (2.9384)	0.2246*** (4.9272)
<i>LEV</i>	-0.0122 (-1.3177)	0.0170*** (2.9540)	-0.0083* (-1.6530)
<i>GW</i>	0.0062 (1.3072)	0.0084* (1.9310)	-0.0033*** (-3.6647)
<i>Cash</i>	1.4442** (2.0044)	0.2142 (0.4590)	0.7034*** (3.0609)
<i>Age</i>	-0.0764*** (-7.2495)	-0.0443*** (-4.4531)	-0.0178*** (-3.9225)
<i>Size</i>	0.3298*** (3.0726)	0.3606*** (3.6105)	-0.1078*** (-3.5998)
<i>TB</i>	2.2153* (1.6822)	2.8650*** (3.4035)	-0.3831 (-0.7668)
<i>RealGDP_growth</i>	0.0003 (0.0063)	0.1368*** (3.1934)	-0.0307*** (-3.6834)
<i>CPI_growth</i>	0.1548 (1.2397)	0.1635 (1.1360)	0.0628** (2.2561)
<i>I_pre</i>	0.3930*** (13.0519)	0.3199*** (11.1494)	0.7390*** (13.2759)
Industry indicators	Included	Included	Included
Sample size	5,708	5,708	5,708
F-stat.	37.4265***	18.7509***	145.5195***
p-value	0.0000	0.0000	0.0000
Adjusted R ²	0.2699	0.1870	0.6083

1. 表中為使用二維集區 (two-way cluster) 控制殘差異質性之迴歸模型進行檢測的 *t* 檢定機率值，其中*為 *p* 值<0.1，**為 *p* 值<0.05，***為 *p* 值<0.01 顯著。
2. 變數之相關定義，請詳見附錄一。

(三)總統當選人與企業總公司所在地縣市首長為同一政黨（權力效果）之政治不確定性對企業投資水準之影響

表 7 為探討總統大選當選人與企業總公司所在地縣市首長為同一或不同政黨產生「一致政府」或「分立政府」之政治不確定性對企業投資水準的影響，本研究聚焦以總統大選之選舉年樣本（5,780 筆觀察值），檢測一致政府變數（*City*）與企業不同投資水準標的之關聯性。實證結果顯示當總統當選人與企業總公司所在地縣市首長為同一政黨成員時，中央與地方政府政黨的本位主義與理念方針，較有可能使得地方政府容易向中央爭取到所需資源，對於企業而言較有益處。故企業在面對一致政府（*City*）的政治不確定性時，其總投資水準（*INV*）相較於總統大選結果後形成分立政府為高，這個結果可能的原因為企業認知到總部會因一致政府而較易獲得後續中央政府優先資源分配與助益¹⁶。另外，在企業相關特性控制變數方面，結果則與表 6 大致相同。

五、增額性分析

(一)總統大選之政治不確定性與企業投資變動的影響

表 8 Panel A 乃探討總統大選政治不確定性對於企業投資變動的影響，本研究分別以總統大選前一年度（*Elec_pre*）、當年度（*Elec*）與後一年度（*Elec_post*）來檢測企業在總統大選不確定性年度的總投資水準變動（ ΔINV ）、資本支出投資水準變動（ $\Delta Capex$ ）與非資本支出投資水準變動（ $\Delta Non-Capex$ ）情形。在排除衡量投資水準變動相關變數之缺漏值後，以 19,360 筆觀察值進行分析。結果顯示企業面對總統大選的政治不確定時，不論是在大選當年度或是前後年度，其總投資水準均未發生顯著的變動。而在總統大選當年度，公司管理當局會顯著調降其資本支出投資水準（ $\Delta Capex$ ），且在總統大選後一年，顯著調降其非資本支出投資水準（ $\Delta Non-Capex$ ）。此結果與表 5 企業資本支出投資水準（*Capex*）於總統大選當年度呈負向顯著關係結果一致。明確而言，企業相較於總統大選前一年度，會在總統大選當年度減少資本支出投資；而非資本支出投資水準變動（ $\Delta Non-Capex$ ）則可以間接地補充表 5 企業於總統大選後一年度非資本支出投資水準（*Non-Capex*）所呈現的負向關係。

¹⁶ 根據中央通訊社（2018/11/10）的「力挺魏明谷 賴清德：縣長換人影響能源轉型」的報導中，指出「行政院長賴清德強調，當縣長最難的就是規劃出未來發展方向，縣長換人會對台灣能源轉型造成很大影響...中央 4 年下來在彰化縣投入建設經費達新台幣 1400 億，中央與地方同一政黨，建設才不會中斷。」藉由上述的單例佐證，即可知道中央與地方縣市首長的政黨本位主義，對於地方企業發展扮演著舉足輕重的影響。

表 7 總統大選權力效果之政治不確定性對企業投資水準的影響

變數	<i>Y=INV</i>	<i>Y=Capex</i>	<i>Y=Non-Capex</i>
	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	-0.0280 (-0.0109)	-3.6257* (-1.7022)	2.5241*** (2.6764)
<i>City</i>	0.5740** (2.2604)	0.3919 (1.4851)	0.0928 (1.4622)
<i>TOC</i>	-0.0083 (-0.0724)	-0.0965 (-0.8634)	0.0053 (0.1606)
<i>PB</i>	0.5389*** (4.9310)	0.2103*** (2.9263)	0.2256*** (4.9316)
<i>LEV</i>	-0.0116 (-1.2889)	0.0177*** (3.0611)	-0.0083* (-1.6831)
<i>GW</i>	0.0060 (1.2389)	0.0083* (1.8173)	-0.0033*** (-3.6441)
<i>Cash</i>	1.3790* (1.9289)	0.1575 (0.3412)	0.6961*** (3.0404)
<i>Age</i>	-0.0764*** (-7.0049)	-0.0447*** (-4.5435)	-0.0176*** (-3.8762)
<i>Size</i>	0.3360*** (3.0649)	0.3689*** (3.6764)	-0.1084*** (-3.6315)
<i>TB</i>	2.2552* (1.7182)	2.8666*** (3.4201)	-0.3719 (-0.7544)
<i>RealGDP_growth</i>	-0.0131 (-0.3849)	0.1013*** (2.9371)	-0.0239*** (-3.3869)
<i>CPI_growth</i>	0.0963 (0.7377)	0.1428 (0.9231)	0.0465* (1.7783)
<i>I_pre</i>	0.3927*** (13.1878)	0.3213*** (11.4484)	0.7391*** (13.3256)
Industry indicators	Included	Included	Included
Sample size	5,708	5,708	5,708
F-stat.	37.7668***	18.7275***	145.2019***
p-value	0.0000	0.0000	0.0000
Adjusted R ²	0.2703	0.1850	0.6084

1. 表中為使用二維集區 (two-way cluster) 控制殘差異質性之迴歸模型進行檢測的 *t* 檢定機率值，其中*為 *p* 值<0.1，**為 *p* 值<0.05，***為 *p* 值<0.01 顯著。

2. 變數之相關定義，請詳見附錄一。

表 8 總統大選之政治不確定性與企業投資變動

Panel A 總統大選之政治不確定性對企業投資變動的影響			
變數	$Y=\Delta INV$	$Y=\Delta Capex$	$Y=\Delta Non-Capex$
	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	-0.3037 (-0.3779)	-1.0558 (-1.0031)	-0.3567*** (-3.3083)
<i>Elec_pre</i>	0.1820 (0.6154)	0.1403 (0.5246)	-0.0234 (-0.8387)
<i>Elec</i>	-0.5834 (-1.0607)	-1.3797** (-2.5339)	-0.0073 (-0.1159)
<i>Elec_post</i>	-0.4199 (-1.5146)	-0.1188 (-0.3055)	-0.1658*** (-3.5374)
<i>TOC</i>	0.0997** (2.1780)	0.0755 (1.2876)	-0.0000 (-0.0058)
<i>PB</i>	0.0389 (1.1679)	0.1195** (2.1883)	0.0168** (2.4946)
<i>LEV</i>	-0.0028 (-0.8341)	0.0031 (0.7460)	-0.0002 (-0.5816)
<i>GW</i>	0.0005 (0.3581)	0.0006 (0.2726)	-0.0006*** (-3.7601)
<i>Cash</i>	0.3189 (1.2836)	0.0200 (0.0562)	-0.0031 (-0.1304)
<i>Age</i>	-0.0043 (-0.8394)	-0.0199*** (-3.4268)	-0.0004 (-0.7538)
<i>Size</i>	0.0185 (0.5427)	0.0689** (2.0686)	0.0258*** (4.6196)
<i>TB</i>	0.1098 (0.2357)	-0.3025 (-0.4957)	0.0773 (1.4751)
<i>RealGDP_growth</i>	-0.0316* (-1.8358)	-0.0228 (-1.0287)	-0.0098*** (-3.2503)
<i>CPI_growth</i>	0.2936** (1.9703)	0.4136*** (2.9101)	0.0044 (0.2750)
Year indicators	Included	Included	Included
Industry indicators	Included	Included	Included
Sample size	19,360	19,360	19,360
F-stat.	2.1054***	2.2838***	4.2156***
p-value	0.0000	0.0000	0.0000
Adjusted R ²	0.0024	0.0027	0.0074

表 8 總統大選之政治不確定性與企業投資變動 (續)

Panel B 總統大選政黨輪替效果之政治不確定性對企業投資變動的影響			
	$Y=\Delta INV$	$Y=\Delta Capex$	$Y=\Delta Non-Capex$
變數	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	-0.5927 (-0.5626)	-2.7244* (-1.8077)	-0.4628*** (-3.2997)
<i>Alt</i>	0.3901** (2.4927)	0.2200 (0.9780)	0.0196 (1.0488)
<i>Alt_post</i>	-0.2275 (-0.8914)	-1.1453*** (-2.9515)	0.0332 (1.0843)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included
Sample size	9,731	9,731	9,731
F-stat.	1.7446***	2.4820***	4.2028***
p-value	0.0058	0.0000	0.0000
Adjusted R ²	0.0016	0.0046	0.0047
Panel C 總統大選權力效果之政治不確定性對企業投資變動的影響			
	$Y=\Delta INV$	$Y=\Delta Capex$	$Y=\Delta Non-Capex$
變數	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	-0.7688 (-0.7191)	-3.6386** (-2.3882)	-0.4050*** (-2.8544)
<i>City</i>	0.0274 (0.1917)	0.4105** (2.1165)	0.0343** (2.3836)
<i>City_post</i>	0.0112 (0.0703)	0.2579 (1.1681)	-0.0540*** (-3.7098)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included
Sample size	9,731	9,731	9,731
F-stat.	1.4604**	2.2025***	4.3211***
p-value	0.0452	0.0001	0.0000
Adjusted R ²	0.0006	0.0038	0.0062

表 8 總統大選之政治不確定性與企業投資變動 (續)

Panel D 總統大選之政治不確定性對企業投資增減變數的影響		
變數	<i>Y=INVDOWN</i>	<i>Y=INVUP</i>
	Coefficient (z -value)	Coefficient (z -value)
<i>INTERCEPT</i>	-1.9176 ^{***} (-5.6538)	-1.3998 ^{***} (-4.0509)
<i>Elec_pre</i>	-0.0117 (-0.1846)	0.0103 (0.1593)
<i>Elec</i>	-0.0378 (-0.5382)	-0.0016 (-0.0220)
<i>Elec_post</i>	0.1280 ^{**} (1.9660)	0.1582 ^{**} (2.3832)
<i>Control Variables</i>	Included	Included
Sample size	19,360	
F-stat.	209.3791 ^{***}	
p-value	0.0000	
Adjusted R ²	0.0070	
變數	<i>Y = CapexDOWN</i>	<i>Y = CapexUP</i>
	Coefficient (z -value)	Coefficient (z -value)
<i>INTERCEPT</i>	0.5581 [*] (1.7230)	0.9285 ^{***} (2.8340)
<i>Elec_pre</i>	0.0163 (0.2709)	0.0559 (0.9171)
<i>Elec</i>	0.0759 (1.1449)	0.1253 [*] (1.8649)
<i>Elec_post</i>	0.1026 [*] (1.6580)	0.1226 [*] (1.9513)
<i>Control Variables</i>	Included	Included
Sample size	19,360	
F-stat.	149.0868 ^{***}	
p-value	0.0000	
Adjusted R ²	0.0045	

表 8 總統大選之政治不確定性與企業投資變動 (續)

變數	$Y=Non-CapexDOWN$	$Y=Non-CapexUP$
	Coefficient (z-value)	Coefficient (z-value)
<i>INTERCEPT</i>	-4.6255*** (-8.5677)	-5.7328*** (-9.7419)
<i>Elec_pre</i>	0.1289 (1.2378)	0.0400 (0.3547)
<i>Elec</i>	0.1564 (1.3616)	0.0524 (0.4202)
<i>Elec_post</i>	0.1200 (1.1052)	0.0684 (0.5849)
<i>Control</i>	Included	Included
<i>Variables</i>		
Sample size	19,360	
F-stat.	90.3210***	
p-value	0.0000	
Adjusted R ²	0.0067	

1. Panel A 至 Panel C 為表中為使用二維集區 (two-way cluster) 控制殘差異質性之迴歸模型進行檢測的 t 檢定機率值, 其中*為 p 值 <0.1 , **為 p 值 <0.05 , ***為 p 值 <0.01 顯著。Panel D 為 Multinomial logit 迴歸模型進行檢測 (以相關投資變數相較於前一年未上升或下降之企業作為比較基礎組別) 的 z 檢定機率值, 其中*為 p 值 <0.1 , **為 p 值 <0.05 , ***為 p 值 <0.01 顯著。
2. Panel A 與 Panel D 之樣本均以排除投資變動有遺漏變數之 1995 年至 2016 年間總體樣本, 共計 19,360 筆觀察值進行分析; 而 Panel B 與 Panel C 則僅聚焦於總統大選年度及其次一年度樣本, 共計 9,731 筆觀察值。
3. 變數之相關定義, 請詳見附錄一。

再者, 表 8 Panel B 與 Panel C 則是聚焦探討總統大選當年度發生「輪替效果」與「權力效果」對企業投資變動的影響 (共計 9,731 筆觀察值)。表 8 Panel B 探討總統大選政黨輪替之政治不確定性與企業投資變動的關聯性, 發現企業面對總統大選產生政黨輪替的政治不確定性時, 總投資水準變動 (ΔINV) 會有向上調增的情形, 但在總統大選發生政黨輪替的次一年度 (*Alt_post*), 則顯示企業的資本支出投資水準變動 ($\Delta Capex$) 會顯著的降低, 這很有可能是在市場資訊已趨於明朗後, 企業在無法配合新政府政策的方向前題下, 可能從事變賣或出售資本支出 (Calcagno and Escaleras, 2007; Wang et al., 2017; Dai and Ngo, 2020) 的情形。另一方面, 表 8 Panel C 探討總統大選權力效果之政治不確定性對企業投資變動的影響, 結果發現總統大選當選者與企業總公司所在地首長政黨相同形成一致政府時, 企業會有調增資本支出投資水準 ($\Delta Capex$) 或非資本支出投資水準 ($\Delta Non-Capex$) 的現象, 這很有可能

為企業預期未來會較易獲得政府優先資源分配與幫助，因而提高相關投資的水準。但是，在次一年度 (*City_post*)，企業的非資本支出投資水準變動 ($\Delta Non-Capex$) 則會顯著降低，則很有可能是當總統大選結果產生的政治不確定性逐漸減緩後，企業即不需要再投入較多的非資本支出投資來維持產業競爭力。

此外，表 8 Panel D 則是本研究考量企業投資政策改變，而使用 Multinomial logit 的多項選擇模型重新進行分析的結果，本研究將先設定各年度企業投資水準 ($INV_{i,t}$) 大於 (小於) 當年度的產業中位數 ($Median_INV_{i,t}$) 投資水準者，為高 (低) 投資水準組別後，再比較企業當年度與前一年度的投資水準為上升 (由低投資水準組變為高投資水準組)、不變 (維持高投資水準組或低投資水準組) 或下降 (由高投資水準組變為低投資水準組)，以區分企業兩年度投資水準政策為三個組別，分別為 (1) 投資政策為由少變多、(2) 投資政策未改變、以及 (3) 投資政策為由多變少。本研究在以投資政策維持不變組作為比較基礎的前題下，分別以總統大選前一年度 (*Elec_pre*)、當年度 (*Elec*) 與後一年度 (*Elec_post*) 來檢測政治不確定性對企業總投資政策下降或上升 (*INVDOWN* 及 *INVUP*)、資本支出投資政策下降或上升 (*CapexDOWN* 及 *CapexUP*) 與非資本支出投資政策下降或上升 (*Non-CapexDOWN* 及 *Non-CapexUP*) 的影響。

實證分析結果顯示 (表 8 Panel D)，在總統大選的後一年度 (*Elec_post*)，由於總統大選的政治不確定性因素已減緩，企業總投資及資本支出投資政策的上升 (*INVUP* and *CapexUP*) 與下降 (*INVDOWN* and *CapexDOWN*) 機率均呈現顯著的影響，表示總統大選後，企業對於資本支出投資政策的變化調整較為明顯。其中，較為特別的是在總統大選當年度 (*Elec*)，相較於投資政策沒有改變的企業，資本支出投資政策上升 (*CapexUP*) 企業的機率為正向顯著，顯示總統大選當年度，資本支出投資採上升政策 (*CapexUP*) 企業的機率，仍相較投資政策未改變及投資政策為由多變少的企業為高。上述結果提供另一層面的思考，即當企業採取「見機行事」的彈性策略時，在暫緩執行較大金額的投資案並等待情勢明朗的過程中，卻也需要注意可能會為競爭者提供一個搶進入市機會 (Courtney et al., 1997)。故企業面對政治不確定性的環境，雖會降低投資金額水準，但仍可能會增加保留投資意願，而採取漸進式的投資，以待不確定性環境較為明確時，再選擇適當的投資策略。

(二) 總統大選之政治不確定性對企業大陸投資之影響

由於臺灣為小型開放型經濟體，在面臨全球化競爭與區域經濟整合的趨勢下，企業西進投入大陸經濟市場發展與交流已日趨密集，仰賴地理位置之便利與歷史人文背景相近，目前台灣企業主要可依據「公開發行公司從事大陸地區投資處理要點」與「在大陸地區從事投資或技術合作許可辦法」等相關規定，向經濟部投資審議委員會報備核准，或累計投資金額在主管機關公告之限額以下透過申報方式，以前往大陸進行投資。企業國際投資之思維必須較為謹慎且保持彈性，除了考量外國的相

關法規與制度外，亦必須評估投資政策的趨勢與政治不確定因素的影響。王漢國（2015）認為兩岸政策攸關於台灣前途發展，包含有形與無形的政策元素，亦會影響整個地緣政治與戰略格局。其以 2016 年總統大選前兩黨政策展望之分析發現，國民黨採行的是「求同尊異」的穩健開放交流關係，民進黨則是偏向「維持現狀」的維護台灣民主基調，故在不同政黨的理念與方針有所差異之下，應要思考如何避免潛在的「黑天鵝（The Black Swan）效應」。呂秋遠（2000）表示國民黨屬性偏向「摺客政黨」，而民進黨則偏向「使命政黨」，且兩黨的政黨理念雖有一定程度之差異，但其財經政策在考量我國資本市場以散戶為主體的情形下，會因市場結構關係可能引起的質變而趨同，即當政黨理念遭逢政治現實之挑戰，為了照顧資本市場選民的需求與保護未來選票，即可能會發生不得不的選擇，故外在環境對於執政黨的政策制訂過程具有相當大的影響作用。由於台灣企業對大陸的投資很容易受到兩岸政治事件或政黨意識型態的影響，故總統大選產生的政治不確定性，很有可能會影響企業對於大陸的投資。因此，本研究將透過臺灣總統大選產生之政治不確定性，探討對於台灣企業大陸投資之影響。

由於臺灣自 2000 年起對於上市櫃公司財報揭露的規定修改後，才得以獲得企業對大陸投資之資料，故表 9 乃透過 2000 年至 2016 年間台灣企業面臨總統大選產生的政治不確定性來檢視對企業大陸投資影響之結果。其中，本研究將分別透過企業從事大陸投資與否（*CINVD*）、大陸投資比例（*CINV*）、增加大陸淨投資與否（*CINVP*）與大陸淨投資比例（*CNINV*）進行分析。Panel A 實證結果發現總統大選之政治不確定性確實會造成台灣企業於總統大選前一年度（*Elec_pre*）、當年度（*Elec*）與後一年度（*Elec_post*）對於大陸投資意願（*CINVD*）及淨投資（*CINVP*）均為較低，且總統大選當年度（*Elec*）與後一年度（*Elec_post*）的大陸投資比例（*CINV*）與大陸淨投資比例（*CNINV*）也顯著降低，顯示臺灣總統大選對於經濟政策與兩岸政策的調整，會是企業評估投資的重要因素之一。

另一方面，由於大陸是台灣地緣經濟的重要市場，但我國不同政黨對於兩岸經濟發展政策卻有所不同，Lee et al. (2019)指出中國是台灣出國貿易的主要對象，且國民黨相較於民進黨更強調中國市場的重要性，研究結果發現當國民黨贏得總統大選時，與國民黨有政治關聯的企業，其出口率與股票市場報酬呈正相關，反之則否，故此結果突顯出不同政黨執政在出口率上會有一種「不對稱效果（asymmetric effect）」。另一方面，許志嘉（2003）指出政黨輪替執政是民主常態，也是政治民主化發展的重要過程，然而，當新任總統有新的大陸政策方向與基調時，兩岸關係發展自然會產生影響。該研究就 2000 年台灣政黨輪替後的貿易金額進行分析，結果發現台商大陸投資的民間交流仍有持續成長的傾向，似乎不一定會受到政治僵局影響，而呈現一種上冷下熱的互動關係。蔡昕俞（2013）則表示台灣的兩個主要政黨最大的差異，乃在於國家認同與統獨議題，兩黨的政治光譜與經濟政策差異其實並不明顯，因此難以從經濟實質面觀察到一黨派性之效果。

表 9 總統大選年度對企業大陸投資之影響

Panel A 總統大選之政治不確定性對企業大陸投資的影響				
變數	$Y=CINVD$	$Y=CINV$	$Y=CINVP$	$Y=CNINV$
	Coefficient (z-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (z-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	-2.7658*** (-11.2023)	0.1761 (0.3200)	-2.6307*** (-10.5309)	-0.1997 (-0.3704)
<i>Elec_pre</i>	-0.1915** (-2.2462)	-0.1119 (-0.8899)	-0.2113** (-2.4313)	-0.1245 (-0.9833)
<i>Elec</i>	-2.4378*** (-7.4711)	-0.3226*** (-2.9685)	-2.3603*** (-7.0963)	-0.3045*** (-2.6306)
<i>Elec_post</i>	-0.5284*** (-5.0823)	-0.2760*** (-2.6111)	-0.6296*** (-5.9247)	-0.2869** (-2.4682)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included	Included
Year indicators	Included	Included	Included	Included
Industry indicators	Included	Included	Included	Included
Sample size	14,002	14,002	14,002	14,002
Chi ² -test / F-stat.	1,799.5670***	2.8638***	1,700.4649***	3.1977***
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Pseudo R ²	0.0938		0.0909	
Adjusted R ²		0.0025		0.0028
Panel B 總統大選政黨輪替效果之政治不確定性對企業大陸投資的影響				
變數	$Y=CINVD$	$Y=CINV$	$Y=CINVP$	$Y=CNINV$
	Coefficient (z-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (z-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	-3.5650*** (-17.0856)	0.2040 (0.3621)	-3.5830*** (-16.9790)	-0.1469 (-0.2710)
<i>Elec</i>	-0.7468*** (-5.0092)	-0.1052 (-1.4033)	-0.3452** (-2.2339)	-0.1298* (-1.7239)
<i>Elec</i> × <i>K</i>	0.3421*** (5.0823)	0.2795*** (3.0917)	0.4077*** (5.9247)	0.2690*** (2.8327)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included	Included
Year indicators	Included	Included	Included	Included
Industry indicators	Included	Included	Included	Included
Sample size	14,002	14,002	14,002	14,002
Chi ² -test / F-stat.	1,799.5670***	3.2140***	1,700.4649***	3.4690***
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Pseudo R ²	0.0938		0.0909	
Adjusted R ²		0.0021		0.0019

1. Panel A 與 Panel B 乃分別透過二維集區 (two-way cluster) 控制殘差異質性之迴歸模型檢測 (應變數為 *CINV* 或 *CNINV*) 的 *t* 檢定機率值, 或透過 logit 迴歸模型檢測 (*CINVD* 或 *CINVP*) 的 *z* 檢定機率值, 其中 * 為 *p* 值 < 0.1, ** 為 *p* 值 < 0.05, *** 為 *p* 值 < 0.01 顯著。
2. 變數之相關定義, 請詳見附錄一。

一般而言，國民黨相較於民進黨在兩岸經貿政策上，通常被視為投資利多的一方，故本研究進一步透過總統大選輪替的政黨為國民黨與否產生之政治不確定性探討對於企業大陸投資的影響，在納入選舉年度由國民黨總統候選人當選之交乘項 ($Elec \times K$) 後，表 9 Panel B 的結果顯示當總統大選由國民黨成為執政黨 ($Elec \times K$) 時，台灣企業對於大陸投資的意願 ($CINVD$) 及淨投資 ($CINVP$) 較高，且對大陸的投資比例 ($CINV$) 與大陸淨投資比例 ($CNINV$) 均顯著為高，此結果符合實務觀點，即國民黨執政通常較重視兩岸經濟與貿易政策之交流，且對於大陸投資之企業為較有利訊息，使得企業會有較高的大陸投資意向。

(三) 企業於總統大選提供政治獻金對投資變動的影響

Lux, Crook, and Woehr (2011) 指出企業的主要政治活動 (corporate political activity) 有兩種，分別為政治獻金與遊說，而這些政治活動主要之目的即是企圖影響政治官員對公司產生有利的行為。Yan and Chang (2018) 表示公司的政治關聯是一體兩面的，可以是企業資產，亦為負債，透過與具決策權的主要政府 (focal government) 產生政治關聯，企業的意圖即是希望可以獲取後續相關政策制定的好處，並從中獲益來用以提高績效；反之，若企業與具競爭政府 (rival government) 產生政治關聯時，則較有可能損害後續績效。然而，董夢杭與寇家瑜 (2018) 則指出企業的政治連結是一種非市場策略，企業與政治連結對象應是一種動態的雙方互動關係，但政治連結的動態性、時效性短與不確定性，將有可能造成企業無法預期連結能夠有效發揮預期效益的結果，故政治連結亦可能只是企業的社會資源，而並非資產。

由於企業於總統大選時期，有可能會對總統候選人提供政治獻金，以獲取未來可能的政治利益，李宗榮 (2016) 表示政治獻金活動的參與，通常為企業考量成本效益後的政治行動，且不同於一般個人的零星捐獻，企業捐獻更為具體，並較有機會與政治人物維持共生互利關係。張琬喻與張凱雯 (2011) 則指出企業開拓政治關係的途徑之一即為政治投資，而政治獻金即為一種標的，研究指出公司規模愈大者之捐贈金額相對較大，且公司政治獻金會傾向向兩個政黨均進行捐贈。該研究以 2008 年總統大選事件進行分析後，發現兩黨皆捐贈者之股票累積異常報酬會較僅捐予藍營或綠營者為大。再者，Aggarwal, Meschke, and Wang (2012) 亦表示當企業提供的政治獻金行為，能夠影響後續政府的政策時，將有助於增加公司績效，反之，若企業政治獻金屬於管理當局的特權消費行為時，則會存在另一種代理問題，而降低企業的績效。因此，本研究進一步的探討企業提供政治獻金於總統當選人時，是否會影響企業的投資動向。

本研究透過監察院公職人員財產申報處提供的政治獻金查閱專區之影本資料，手動整理與彙集政治獻金會計報告書中各個總統候選人之營利事業捐贈收入，以獲取企業於總統大選期間提供總統候選人的政治獻金資料。然而，由於我國之政治獻金法於 2004 年公布施行，故相關總統大選政治獻金檔案僅能夠取得 2008 年第 12 屆總統大選後的資料，因此，本研究將樣本聚焦在 2008 年、2012 年與 2016 年之總統大選，探討企業於總統大選提供總統當選人政治獻金與否 (PC_WIN)，在政黨輪替效果及權力效果的情況下，對企業相關投資水準及其變動的影響。

透過表 10 之實證結果，本研究補捉到總統大選提供總統當選人政治獻金於政黨輪替 ($Alt \times PC_WIN$) 的政治不確定性情形下，與非資本支出 ($Non-Capex$) 呈負向關係，且會顯著調降非資本支出投資水準 ($\Delta Non-Capex$)¹⁷。明確而言，雖然企業透過提供總統當選人政治獻金 (PC_WIN) 進行政治連結，或許可以藉由與國家未來政治及經濟權力掌控者的互利交換機制獲取後續的相關政治訊息，而調升企業非資本支出的投資 ($\Delta Non-Capex$)，但值得注意的是，檢視提供政治獻金與政黨輪替的政治不確定性交乘變數，可以發現企業仍有調降非資本支出投資水準 ($\Delta Non-Capex$) 的可能。此結果可以進一步補充在考量納入政治獻金於政黨輪替的政治不確定後，對企業的非資本支出確實存在影響。最後，由於許多企業之高階管理階層會以個人方式進行政治獻金捐贈，但在個人資料保護法的要求下，目前尚無法獲得較為明確的資料，再者，我國營利事業的政治獻金亦有限額之規定，將很有可能限縮了本研究分析政治獻金對於企業投資影響結果的完整性。

伍、結論與建議

由於投資為企業財務配置及經營發展的一環，伴隨著整體政經環境的變化，企業為因應潛在的投資風險，較可能會採取不同的投資決策。有鑑於過去探討政治或經濟環境不確定性對於企業投資的研究，均著重在政經體制較為成熟的歐美國家，或透過不同法規體系的區域進行跨國性比較，本研究考量各國的政治主體及選舉制度之特殊性，且新興民主國家的政治競爭通常較為激烈的條件下，聚焦以單一新興民主國家——臺灣——的總統大選產生之政治不確定性，探討與企業投資水準的關聯性。因為企業之投資策略規劃通常會全面性的考量企業個體及總體環境之影響，故本研究以企業面對總統大選導致的總體政經環境不穩定時期之「政治不確定性」，檢視企業投資行為的變化。

¹⁷ 在未製表的分析中，本研究曾進一步以企業「提供總統當選人政治獻金金額 (PC_ant)」多寡於政黨輪替效果及權力效果之政治不確定性，探討對相關投資水準及其變動的影響。其中，總統當選人政治獻金金額 (PC_ant) 以 i 公司第 t 年提供總統大選當選人之政治獻金金額加 1 後取自然對數的方式衡量，相關分析結果與表 10 均為一致。

表 10 總統大選提供當選者政治獻金與否對企業投資之影響

Panel A 提供總統大選當選者政治獻金與否於政黨輪替效果之政治不確定性對企業投資水準的影響			
	$Y=INV$	$Y=Capex$	$Y=Non-Capex$
變數	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	-0.7226 (-0.4383)	-5.4768*** (-4.4941)	2.2004** (3.1611)
<i>Alt</i>	0.3094 (1.3631)	0.2561 (1.5380)	-0.0495 (-0.5254)
<i>PC_WIN</i>	0.6060 (0.4878)	-0.5075 (-0.5572)	0.8425 (1.6350)
<i>Alt* PC_WIN</i>	-1.0695 (-0.7594)	-0.0069 (-0.0067)	-0.9967* (-1.7067)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included
Sample size	3,815	3,815	3,815
F-stat.	107.2046***	61.1287***	502.1683***
p-value	0.0000	0.0000	0.0000
Adjusted R ²	0.2658	0.1701	0.6308
Panel B 提供總統大選當選者政治獻金與否於政黨輪替效果之政治不確定性對企業投資變動的影響			
	$Y=\Delta INV$	$Y=\Delta Capex$	$Y=\Delta Non-Capex$
變數	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	-1.4016 (-1.0270)	-2.2453 (-1.2142)	-0.1162 (-0.6547)
<i>Alt</i>	0.4790** (2.5483)	0.1757 (0.6954)	-0.0095 (-0.3976)
<i>PC_WIN</i>	2.6153** (2.5443)	1.1720 (0.8490)	0.5184*** (3.9460)
<i>Alt* PC_WIN</i>	-2.5421** (-2.1816)	-0.4618 (-0.2951)	-0.5372*** (-3.6071)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included
Sample size	3,815	3,815	3,815
F-stat.	1.9408**	1.7608**	7.1519***
p-value	0.0257	0.0435	0.0000
Adjusted R ²	0.0030	0.0026	0.0205

表 10 總統大選提供當選者政治獻金與否對企業投資之影響 (續)

Panel C 提供總統大選當選者政治獻金與否於權力效果之政治不確定性對企業投資水準的影響			
變數	$Y=INV$	$Y=Capex$	$Y=Non-Capex$
	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	0.7179 (0.3978)	-4.3658*** (-3.2700)	2.0535*** (2.6949)
<i>City</i>	0.7344*** (2.8764)	0.3914** (2.0904)	0.1365 (1.2876)
<i>PC_WIN</i>	0.1626 (0.1585)	0.0156 (0.0208)	-0.2146 (-0.5039)
<i>City * PC_WIN</i>	-0.5700 (-0.4544)	-0.7887 (-0.8573)	0.4284 (0.8227)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included
Sample size	3,815	3,815	3,815
F-stat.	100.2726***	57.1459***	466.1546***
p-value	0.0000	0.0000	0.0000
Adjusted R ²	0.2671	0.1709	0.6306
Panel D 提供總統大選當選者政治獻金與否於權力效果之政治不確定性對企業投資變動的影響			
變數	$Y=\Delta INV$	$Y=\Delta Capex$	$Y=\Delta Non-Capex$
	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)	Coefficient (t-value)
<i>INTERCEPT</i>	0.1179 (0.0788)	-1.3514 (-0.6670)	-0.1769 (-0.9089)
<i>City</i>	-0.1774 (-0.8382)	0.2958 (1.0408)	0.0115 (0.4261)
<i>PC_WIN</i>	-0.1528 (-0.1797)	-0.1995 (-0.1749)	-0.0058 (-0.0534)
<i>City * PC_WIN</i>	1.1958 (1.1506)	1.5242 (1.0927)	0.1622 (1.2197)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included
Sample size	3,815	3,815	3,815
F-stat.	1.5576*	1.8273**	5.8302***
p-value	0.0898	0.0296	0.0000
Adjusted R ²	0.0019	0.0030	0.0174

1. 由於此部分之分析僅能夠包含 2008、2012 與 2016 舉行總統大選年度之觀察值，故表中為採用 White 修正殘差異質性之 OLS 迴歸模型進行檢測的 *t* 檢定機率值，其中*為 *p* 值<0.1；**為 *p* 值<0.05；***為 *p* 值<0.01 顯著。

2. 變數之相關定義，請詳見附錄一。

本研究實證結果發現企業面對總統大選的政治不確定性，整體投資水準在總統大選年度顯著為低，其中，企業資本支出投資水準較低，而非資本支出投資水準相對為高。再者，當總統大選年度發生政黨輪替時，僅能捕捉到企業之資本支出水準顯著為高；而當總統當選人與企業總公司所在地縣市首長為同一政黨情況下，則發現整體投資水準為高。其次，本研究亦進一步發現總統大選年度企業資本支出投資的變動會有調降的現象，但相較於前一年度維持資本支出投資水準的企業，總統大選年度提高資本支出投資機率的企業意願反而較高。另一方面，本研究發現企業於總統大選年度的大陸投資意願會降低，但若是國民黨總統候選人當選，企業的大陸投資傾向與比例較高。此外，本研究也發現有提供總統大選當選人政治獻金的企業，其非資本支出投資變動會有所增加，但在政黨輪替的政治不確定性因素下，則非資本支出投資水準為低且會調降。綜上所述，總統大選的政治不確定性會對於企業投資之投入水準有所影響，尤其在不同的情形下，企業在面臨執政政府的意識型態與經貿政策走向的潛在環境改變，有可能會選擇資本支出投資鞏固未來效益與價值，亦或藉由非資本支出投資維持短期的競爭優勢。

由於政治不確定性之定義範圍較為廣泛，本研究僅以總統大選產生之「選舉效果」、「政黨輪替」或「一致政府」結果形成的政治不確定性進行探討，並未通盤考慮其他造成政治不確定性之面向。由於目前我國從選舉角度探討企業個體回應政治不確定性影響的文章甚少，且除了政治不確定性外，尚有其他衡量不確定性的指標，例如：經濟政策不確定性 (Baker et al., 2016) 或選擇權隱含波動率 (Stein and Wang, 2016)，未來研究可延伸探討不同的不確定性指標對於企業投資的影響。另一方面，本研究只聚焦以企業投資水準作為被解釋變數，並分別對企業增進自身價值的資本支出投資與影響短期競爭效益之非資本支出投資進行分析，建議未來研究可以思考採用其他的投資衡量變數，例如：投資效率 (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Lara et al., 2016)。最後，政治不確定性、中美貿易戰和經濟成長趨緩是近年影響總體環境變化的主要因素 對於企業個體而言，為了因應此種環境不斷變化的需求，企業自身的經營與財務政策也必須同步的調整，建議未來研究可以進一步探究政治不確定性和投資市場間的波動風險對於企業的實質影響。

參考文獻

- 王智盛，2017，臺灣 2016 年政黨輪替後兩岸互動雙層賽局分析，發展與前瞻學報，第 16 期：1-14。
- 王漢國，2015，國民黨與民進黨之兩岸政策展望，全球政治評論，第 51 期：17-25。
- 王銘駿、陳宜伶、吳昭億與黃巧雯，2015，台灣政治循環下股票市場投資組合績效之探討，商管科技季刊，第 16 卷第 2 期：145-179。
- 王麗惠，2006，證券市場績效對公司價值與資本結構之影響－台灣政權輪替前後期間之實證，中山管理評論，第 14 卷第 3 期：639-668。
- 吳重禮，2007，分立政府與經濟表現：1992 年至 2006 年台灣經驗的分析，台灣政治學刊，第 11 卷第 2 期：53-91。
- 呂秋遠，2000，政黨理念與政治現實的碰撞：國民黨與民進黨財經政策之比較，問題與研究，第 39 卷第 11 期：1-29。
- 李宗榮，2016，企業權力與民主：台灣企業集團 2008 年立委選舉的政治獻金分析，台灣社會學，第 31 期：99-139。
- 李偉銘、吳淑貞與黃啟泰，2015，總體經濟變數對臺灣股市之大盤及類股熊市預測表現之探討，經濟研究，第 51 卷第 2 期：171-224。
- 李登輝，2012，後金融海嘯時期台灣經濟該何去何從？，臺灣國際研究季刊，第 8 卷第 2 期：1-14。
- 林煜恩、池祥萱、鄭家興與魏麗榕，2015，產業結構對資本支出的影響：台灣實證，兩岸金融季刊，第 3 卷第 1 期：47-66。
- 俞振華與蔡佳泓，2011，社會公平與經濟發展：台灣民眾的政策意向之初探，社會科學論叢，第 5 卷第 2 期：135-172。
- 張琬喻與張凱雯，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：139-174。
- 許志嘉，2003，政黨輪替後兩岸關係發展，全球政治評論，第 2 期：83-112。
- 郭振雄與何怡澄，2010，非營利醫院的負債融資與營運效率及資本投資效率之關聯性，經濟研究，第 46 卷第 1 期：141-170。
- 陳文俊，2003，藍與綠－台灣選民的政治意識型態初探，選舉研究，第 10 卷第 1 期：41-80。
- 黃智聰與程小綾，2005，經濟投票與政黨輪替－以台灣縣市長選舉為例，選舉研究，第 12 卷第 2 期：45-78。
- 楊以彬，2016，臺灣與南韓「政黨選舉競爭穩定性」的比較分析：「選舉浮動性」的測量，長庚人文社會學報，第 9 卷第 1 期：115-150。
- 楊婉瑩，2003，一致性到分立性政府的政黨合作與衝突：以第四屆立法院為例，東吳政治學報，第十六期：49-95。

- 董夢杭與寇家瑜，2018，再探企業政治連結的價值：企業醜聞中的政商關係，管理學報，第 35 卷第 4 期：481-501。
- 蔡昕俞，2013，台灣總統大選與經濟成長的政治景氣循環－1996-2012，臺灣民主季刊，第 10 卷第 1 期：36-69。
- 鮑彤，2016，政黨政治與選區重劃：臺灣經驗（2005-2007 年），選舉研究，第 23 卷第 1 期：1-37。
- Aggarwal, R. K., F. Meschke, and T. Y. Wang. 2012. Corporate political donations: Investment or agency? *Business and Politics* 14 (1): 1-38.
- An, H., Y. Chen, D. Luo, and T. Zhang. 2016. Political uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 36: 174-189.
- Atanassov, J., B. Julio, and T. Leng. 2019. *The bright side of political uncertainty: The case of R&D*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2648252>.
- Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis. 2016. Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics* 131 (4): 1593-1636.
- Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3): 112-131.
- Black, E. L., J. Legoria, and K. F. Sellers. 2000. Capital investment effects of dividend imputation. *Journal of the American Taxation Association* 22 (2): 40-59.
- Brailsford, T. J., and D. Yeoh. 2004. Agency problems and capital expenditure announcements. *The Journal of Business* 77 (2): 223-256.
- Burgelman, R. A. 1985. Managing corporate entrepreneurship: New structures for implementing technological innovation. *Technology in Society* 7 (2-3): 91-103.
- Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith. 2011. Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business Finance & Accounting* 38 (1-2): 1-33.
- Calcagno, P. T., and M. Escaleras. 2007. Party alternation, divided government, and fiscal performance within US states. *Economics of Governance* 8 (2): 111-128.
- Chen, C. P., Y. S. Liu, and C. W. Hsu. 2016. The effect of the alternation in the ruling party on three-factor risks and returns in ETF: The case of presidential elections in Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade* 52 (4): 797-811.
- Chen, F., O. K. Hope, Q. Li, and X. Wang. 2011. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review* 86 (4): 1255-1288.
- Chen, T., L. Xie, and Y. Zhang. 2017. How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency? *Journal of Corporate Finance* 43: 217-240.

- Cheng, M., D. Dhaliwal, and Y. Zhang. 2013. Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and Economics* 56 (1): 1-18.
- Christenson, R. M., A. S. Engel, D. N. Jacobs, M. Rejai, and H. Waltzer. 1981. *Ideologies and Modern Politics*. 3rd Ed. New York: Harper & Row Publishers.
- Chung, K. H., P. Wright, and B. Kedia. 2003. Corporate governance and market valuation of capital and R&D investments. *Review of Financial Economics* 12 (2): 161-172.
- Courtney, H., J. Kirkland, and P. Viguerie. 1997. Strategy under uncertainty. *Harvard Business Review* 75 (6): 67-79.
- Daft, R. L., J. Sormunen, and D. Parks. 1988. Chief executive scanning, environmental characteristics, and company performance: An empirical study. *Strategic Management Journal* 9 (2): 123-139.
- Dai, L., and P. Ngo. 2020. Political uncertainty and accounting conservatism. *European Accounting Review* (forthcoming).
- Diamond, L., J. Linz, and S. M. Lipset. 1989. *Democracy in Developing Countries, Volume 3: Asia*. Boulder, CO: Lynne Rienner.
- Downs, A. 1957. An economic theory of political action in a democracy. *Journal of Political Economy* 65 (2): 135-150.
- Duncan, R. B. 1972. Characteristics of organizational environments and perceived environmental uncertainty. *Administrative Science Quarterly* 17 (3): 313-327.
- Dunleavy, P., and H. Margetts. 1995. Understanding the dynamics of electoral reform. *International Political Science Review* 16 (1): 9-29.
- Durnev, A. 2010. *The real effects of political uncertainty: Elections and investment sensitivity to stock prices*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1549714>.
- Engelbrecht-Wiggans, R., M. Shubik, and R. M. Stark. 1983. *Auctions, Bidding, and Contracting: Uses and theory*. NY: University Press New York.
- Erikson, R. S., and G. C. Wright Jr. 1980. Policy representation of constituency interests. *Political Behavior* 2 (1): 91-106.
- Erikson, R. S., G. C. Wright Jr., and J. P. McIver. 1989. Political parties, public opinion, and state policy in the United States. *American Political Science Review* 83 (3): 729-750.
- Faurel, L. 2008. *Market Valuation of Corporate Investments: Acquisitions Versus R&D and Capital Expenditures*. New York University, Graduate School of Business Administration.
- Franko, L. G. 1989. Global corporate competition: Who's winning, who's losing, and the R&D factor as one reason why. *Strategic Management Journal* 10 (5): 449-474.

- Goodell, J. W., and S. Vähämaa. 2013. US presidential elections and implied volatility: The role of political uncertainty. *Journal of Banking and Finance* 37 (3): 1108-1117.
- Gow, I. D., G. Ormazabal, and D. J. Taylor. 2010. Correcting for cross-sectional and time-series dependence in accounting research. *The Accounting Review* 85 (2): 483-512.
- Gulen, H., and M. Ion. 2016. Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies* 29 (3): 523-564.
- Hambrick, D. C., and D. Lei. 1985. Toward an empirical prioritization of contingency variables for business strategy. *Academy of Management Journal* 28 (4): 763-788.
- Hickson, D. J., C. R. Hinings, C. A. Lee, R. E. Schneck, and J. M. Pennings. 1971. A strategic contingencies' theory of intraorganizational power. *Administrative Science Quarterly* 16 (2): 216-229.
- Hill, C. W. L., and S. A. Snell. 1988. External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries. *Strategic Management Journal* 9 (6): 577-590.
- Hirshleifer, J. 1965. Investment decision under uncertainty: Choice- theoretic approaches. *The Quarterly Journal of Economics* 79 (4): 509-536.
- Hitt, M. A., R. E. Hoskisson, and H. Kim. 1997. International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms. *Academy of Management Journal* 40 (4): 767-798.
- Hitt, M. A., R. E. Hoskisson, R. D. Ireland, and J. S. Harrison. 1991. Effects of acquisitions on R&D inputs and outputs. *Academy of Management Journal* 34 (3): 693-706.
- Huntington, S. P. 1968. *Political Order In Changing Society*. New Haven: Yale University Press.
- Huntington, S. P., and J. I. Dominguez. 1975. Political development. In *Handbook of Political Science, Volume 3: Macropolitical theory*, edited by F. I. Greenstein, and N. W. Polsby. MA: Addison-Wesley.
- Jens, C. E. 2017. Political uncertainty and investment: Causal evidence from U.S. gubernatorial elections. *Journal of Financial Economics* 124 (3): 563-579.
- Julio, B., and Y. Yook. 2012. Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance* 67 (1): 45-83.
- Julio, B., and Y. Yook. 2016. Policy uncertainty, irreversibility, and cross-border flows of capital. *Journal of International Economics* 103: 13-26.
- Kelly, B., L. Pástor, and P. Veronesi. 2016. The price of political uncertainty: Theory and evidence from the option market. *The Journal of Finance* 71 (5): 2417-2480.

- Kim, H., and H. Kung. 2017. The asset redeployability channel: How uncertainty affects corporate investment. *The Review of Financial Studies* 30 (1): 245-280.
- Lara, J. M. G., B. G. Osma, and F. Penalva. 2016. Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics* 61 (1): 221-238.
- Lawrence, P. R., and J. W. Lorsch. 1967. Differentiation and integration in complex organizations. *Administrative Science Quarterly* 12 (1): 1-47.
- Lee, J. S., P. H. Yen, and L. C. Lee. 2019. Political connection and stock returns: Evidence from party alternation in Taiwan. *International Review of Economics and Finance* 63: 128-137.
- Lev, B., and T. Sougiannis. 1996. The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics* 21 (1): 107-138.
- Lux, S., T. R. Crook, and D. J. Woehr. 2011. Mixing business with politics: A meta-analysis of the antecedents and outcomes of corporate political activity. *Journal of Management* 37 (1): 223-247.
- McNichols, M. F., and S. R. Stubben. 2008. Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review* 83 (6): 1571-1603.
- Miller, K. D. 1992. A framework for integrated risk management in international business. *Journal of International Business Studies* 23 (2): 311-331.
- Milliken, F. J. 1987. Three types of perceived uncertainty about the environment: State, effect, and response uncertainty. *Academy of Management Review* 12 (1): 133-143.
- Mullins, W. A. 1972. On the concept of ideology in political science. *American Political Science Review* 66 (2): 498-510.
- Narayan, P. K., S. Narayan, and V. T. Tran. 2017. *Political uncertainty and corporate investment: State-level evidence from Australia*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2907584>
- Nordhaus, W. D. 1975. The political business cycle. *The Review of Economic Studies* 42 (2): 169-190.
- Pástor, L., and P. Veronesi. 2012. Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance* 67 (4): 1219-1264.
- Pennings, J. M., and R. C. Tripathi. 1978. The organization-environment relationship: Dimensional versus typological viewpoints. In *Organization and Environment : Theory, issues and reality*. Edited by L. Karpik. London: Sage Publications.
- Porter, M. E. 1989. From competitive advantage to corporate strategy. *Readings in Strategic Management* Springer: 234-255.
- Richardson, S. 2006. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies* 11: 159-189.

- Robichek, A. A., and R. A. Cohn. 1974. The economic determinants of systematic risk. *The Journal of Finance* 29 (2): 439-447.
- Roll, R. 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business* 59 (2): 197-216.
- Salancik, G. R., and J. Pfeffer. 1978. A social information processing approach to job attitudes and task design. *Administrative Science Quarterly* 23 (2): 224-253.
- Schmidt, S. M., and L. L. Cummings. 1976. Organizational environment, differentiation and perceived environmental uncertainty. *Decision Sciences* 7 (3): 447-467.
- Shroff, N. 2017. Corporate investment and changes in GAAP. *Review of Accounting Studies* 22: 1-63.
- Slovic, P. 1972. Psychological study of human judgment: Implications for investment decision making. *The Journal of Finance* 27 (4): 779-799.
- Stein, L. C. D., and C. C. Y. Wang. 2016. *Economic uncertainty and earnings management*. Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=2746091>.
- Ting, W. 1988. Multinational risk assessment and management: Strategies for investment and marketing decisions. *The International Executive* 30 (2-3): 31-33.
- Wang, Y., Y. Wei, and F. M. Song. 2017. Uncertainty and corporate R&D investment: Evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics and Finance* 47: 176-200.
- Wellman, L. A. 2017. Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies* 22: 217-250.
- Yan, J. Z., and S. J. Chang. 2018. The contingent effects of political strategies on firm performance: A political network perspective. *Strategic Management Journal* 39 (8): 2152-2177.

附錄

變數之操作型定義及衡量方式

一、應變數（企業投資變數）

INV = 為 i 企業在第 t 年之企業投資，衡量公式如下：

$$\text{投資 (INV)} = \frac{(\text{研發費用支出} + \text{資本支出} + \text{收購支出} - \text{出售不動產、廠房及設備現金收現部分})}{\text{資產總額}} \times 100$$

$Capex$ = 為 i 企業在第 t 年之企業資本支出投資，衡量公式如下：

$$\text{資本支出投資 (Capex)} = \frac{\text{資本支出}}{\text{資產總額}} \times 100$$

$Non-Capex$ = 為 i 企業在第 t 年之企業非資本支出投資，衡量公式如下：

$$\text{非資本支出投資 (Non-Capex)} = \frac{(\text{研發支出} + \text{收購支出})}{\text{資產總額}} \times 100$$

二、其他企業投資衡量變數

ΔINV = 為 i 企業在第 t 年之企業投資變動數，衡量公式如下：

$$\text{投資變動數 (}\Delta INV\text{)} = \frac{INV_t - INV_{t-1}}{INV_{t-1}}$$

$\Delta Capex$ = 為 i 企業在第 t 年之企業資本支出投資變動數，衡量公式如下：

$$\text{資本投資變動數 (}\Delta Capex\text{)} = \frac{Capex_t - Capex_{t-1}}{Capex_{t-1}}$$

$\Delta Non-Capex$ = 為 i 企業在第 t 年之企業非資本支出投資變動數，衡量公式如下：

$$\text{非資本投資變動數 (}\Delta Non-Capex\text{)} = \frac{Non-Capex_t - Non-Capex_{t-1}}{Non-Capex_{t-1}}$$

$INVUP$
($INVDOWN$) = 為 i 企業在第 t 年之企業投資 (INV) 相較於前一年為上升至高投資組（下降為低投資組）為 1，其他為 0。衡量方式以該企業投資 (INV) 大於（小於）同年度同產業企業投資中位數者作為高投資組（低投資組），再比較企業投資兩年度的組別的變化，以觀察企業的投資策略為上升 ($INVUP$) 或下降 ($INVDOWN$)。

- CapexUP* (CapexDOWN) = 為 i 企業在第 t 年之企業資本支出投資 (Capex) 相較於前一年為上升至高投資組 (下降為低投資組) 為 1, 其他為 0。衡量方式以該企業資本支出投資 (Capex) 大於 (小於) 同年度同產業企業資本支出中位數者作為高資本支出投資組 (低資本支出投資組), 再比較企業資本支出投資兩年度的組別的變化, 以觀察企業的資本支出投資策略為上升 (CapexUP) 或下降 (CapexDOWN)。
- Non-CapexUP* (Non-CapexDOWN) = 為 i 企業在第 t 年之企業非資本支出投資 (Non-Capex) 相較於前一年為上升至高投資組 (下降為低投資組) 為 1, 其他為 0。衡量方式以該企業非資本支出投資 (Non-Capex) 大於 (小於) 同年度同產業企業非資本支出中位數者作為高非資本支出投資組 (低非資本支出投資組), 再比較企業非資本支出投資兩年度的組別的變化, 以觀察企業的非資本支出投資策略為上升 (Non-CapexUP) 或下降 (Non-CapexDOWN)。

三、企業大陸投資變數

CINVD = 為一虛擬變數, i 公司第 t 年有從事大陸投資為 1, 其他為 0。

CINV = 為 i 公司第 t 年從事大陸投資比例, 衡量公式如下:

$$\text{大陸投資 (CINV)} = \frac{\text{匯出金額}}{\text{大陸投資總額}}$$

CINVP = 為一虛擬變數, i 公司第 t 年有增加大陸淨投資 (匯出金額-收回金額) 者為 1, 其他為 0。

CNINV = 為 i 公司第 t 年從事大陸投資淨額比例, 衡量公式如下:

$$\text{大陸投資淨額 (CNINV)} = \frac{(\text{匯出金額}-\text{收回金額})}{\text{大陸投資總額}}$$

四、政治不確定性變數

Elec_pre = 為一虛擬變數, i 公司第 t 年處於總統大選之前一年度其值為 1 (即為 1995 年、1999 年、2003 年、2007 年、2011 年與 2015 年), 其他為 0。

Elec = 為一虛擬變數, i 公司第 t 年正值為總統大選之當年度其值為 1 (即為 1996 年、2000 年、2004 年、2008 年、2012 年與 2016 年), 其他為 0。

Elec_post = 為一虛擬變數, i 公司第 t 年處於總統大選之次一年度其值為 1 (即為 1997 年、2001 年、2005 年、2009 年、2013 年), 其他為 0。

- Alt* = 為一虛擬變數，i 公司第 t 年之總統大選發生政黨輪替為 1（即為 2000 年、2008 年與 2016 年），其他為 0。
- Alt_post* = 為一虛擬變數，i 公司第 t 年為總統大選發生政黨輪替之次一年度為 1（即為 2001 年與 2009 年），其他為 0。
- City* = 為一虛擬變數，i 公司第 t 年正值總統大選年度，且企業總公司所在地之縣市首長政黨與總統大選當選者同政黨其值為 1，其他為 0。
- City_post* = 為一虛擬變數，i 公司第 t 年為總統大選次一年度，且企業總公司所在地之縣市首長政黨與總統大選當選者同政黨其值為 1，其他為 0。
- K* = 為一虛擬變數，i 公司第 t 為國民黨執政為 1，其他為 0。
- PC_WIN* = 為一虛擬變數，i 公司第 t 為有提供政治獻金予總統大選當選人為 1，其他為 0。

五、控制變數

- TOC* = 為 i 公司在第 t 年之淨值週轉率，衡量公式如下：

$$\text{淨值週轉率 (TOC)} = \frac{\text{營業收入淨額}}{\text{股東權益}}$$
- PB* = 為 i 企業在第 t 年之股價淨值比，衡量公式如下：

$$\text{股價淨值比 (PB)} = \frac{\text{每股股價}}{\text{每股淨值}}$$
- LEV* = 為 i 企業在第 t 年之負債比率，衡量公式如下：

$$\text{負債比率 (LEV)} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}}$$
- GW* = 為 i 企業在第 t 年之銷貨成長率，衡量公式如下：

$$\text{銷貨成長率 (GW)} = \frac{(\text{本年度營業收入} - \text{前一年度營業收入})}{\text{前一年度營業收入}}$$
- Cash* = 為 i 企業在第 t 年之現金持有，衡量公式如下：

$$\text{現金持有 (Cash)} = \frac{(\text{流動資產} - \text{應收帳款} - \text{存貨})}{\text{流動資產}}$$
- Age* = 為 i 企業在第 t 年之企業成立年數，衡量公式如下：

$$\text{企業成立年數 (Age)} = \text{企業第 t 年 (當年度)} - \text{企業成立年度} + 1$$

Size = 為 i 企業在第 t 年之企業規模，衡量公式如下：

$$\text{企業規模 (Size)} = \log(\text{總資產})$$

TB = 為 i 企業在第 t 年之 Tobin's Q，衡量公式如下：

$$\text{Tobin's Q (TB)} = \frac{\text{企業市值} + \text{長短期借款}}{\text{總資產}}$$

RealGDP_growth = 為第 t 年之實質 GDP 成長率，衡量公式如下：

$$\text{實質國內生產毛額成長率 (RealGDP_growth)} = \frac{GDP_t - GDP_{t-1}}{GDP_{t-1}}$$

CPI_growth = 為第 t 年之消費者物價指數年增率，衡量公式如下：

$$\text{消費者物價指數年增率 (CPI_growth)} = \frac{\text{當期臺灣地區消費者物價指數增減數}}{\text{上期臺灣地區消費者物價指數}} \times 100$$

I_pre = 表示 i 企業在第 t-1 年之企業投資水準，其中分別為前一期之總投資水準、資本支出投資水準與非資本支出投資水準。