

## 政治關聯、管理者能力與公司績效之關聯性

陳美惠\* 林宜君\*\* 黃北豪\*\*\* 周右昇\*\*\*\*

**摘要：**政治和商業兩者彼此關係密不可分，企業為了創造績效以達永續經營目的，會透過政治尋租來進行政商連結，而捐贈政治獻金便是其中一種方式。本文以2004年至2012年間臺灣證券交易所上市櫃公司為研究樣本，同時探討管理者能力與政治關聯對公司績效之影響，公司績效變數的衡量採股東權益報酬率、資產報酬率及每股盈餘，而政治關聯則是以公司是否有捐獻政治獻金作為判斷依據。經採用傾向分數配對法修正公司捐獻政治獻金與否的自我選擇偏誤所衍生的內生性問題後之實證結果發現，有政治關聯公司的績效表現較無政治關聯公司的績效表現好，且公司的管理者能力愈好時，整體的績效表現愈佳；進一步檢視發現，透過捐獻政治獻金所建立的政治關聯會削弱管理者能力之提升對公司績效產生的正面效果。本文之研究結果除可彌補相關文獻之不足外，亦可作為企業未來在權衡經營管理者能力與投資政治關係連結上之參考。

**關鍵詞：**政治關聯、管理者能力、公司績效

---

\* 國防大學管理學院財務管理學系副教授

\*\* 國立中山大學企業管理學系博士

\*\*\* 國立中山大學企業管理學系副教授

\*\*\*\* 國防大學管理學院財務管理學系碩士

作者感謝兩位匿名審查教授提供之寶貴建議。

107年06月收稿

108年04月接受

四審接受

DOI: 10.6675/JCA.201911\_20(2).02

## The Relationship among Political Connections, Managerial Ability, and Firm's Performance

Mei-Hui Chen<sup>\*</sup> Yi-Chun Lin<sup>\*\*</sup>  
Pei-How Huang<sup>\*\*\*</sup> Yu-Sheng Chou<sup>\*\*\*\*</sup>

**Abstract:** Business and politics are closely intertwined. To create sustainable performance for continuing business developments, firms will establish business-politics connections through rent-seeking, and political contribution is one such means. Using Taiwan Stock Exchange listed firms from 2004 to 2012, this study explores the effects of managerial ability and political connections on firm performance. Firm performance are measured by *ROE*, *ROA* and *EPS* respectively, while political connection is measured by political contributions. Using the propensity-score matching approach, after adjusting for the endogeneity issue derived from self-selection bias in political contribution activities, the empirical results show that firms with political connections perform better than those without political connections. The higher the firm's managerial ability, the better the performance. In addition, political connections established through political contributions mitigate managerial ability advancement, which in turn has a positive effect on firm performance. The study supplements current literature findings on political connections, and also serves as good empirical evidence referral in understanding the trade-off between a firm's managerial ability and political contributions.

**Keywords:** political connections, managerial ability, firm performance

---

\* Associated Professor, Department of Financial Management, National Defense University

\*\* Ph. D. Student, Department of Business Administration, National Sun Yat-sen University

\*\*\* Associated Professor, Department of Business Administration, National Sun Yat-sen University

\*\*\*\* Master's Degree, Department of Financial Management, National Defense University

We appreciate the valuable comments and suggestions from two anonymous reviewers.

Submitted June 2018

Accepted April 2019

After 4 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.201911\_20(2).02

## 壹、緒論

政治對經濟的影響一向是投資人心中的隱憂，當一國經濟力強大以後，有些企業就會開始尋求透過政治力來捍衛其利益，由此可知政治與經濟間存在者密切的關係。企業尋求政治關係之連結，在政治經濟學中稱為「尋租」(rent seeking)，或「競租」。企業基於自利的動機，會透過政治尋租來進行政商連結。然而，政黨政治的運作及競爭是需要資金的挹注，且全世界各國政府也都提供這類資金挹注給予受贈者的一個合法管道，故企業主便透過捐贈政治獻金的方式建立了介入政治權力的途徑(郭俊偉，2010)，因而與政黨或政府建立了密切的政治關係。徐瑞希(1991)在其所著《政商關係解讀》一書中提及，政治投資為臺灣企業開拓政治關係的主要途徑之一，這亦是利益團體積極尋求接觸的管道之一(王鼎銘與侯萱瑩，2006)。學者Faccio(2006)在其研究中指出，企業與當地政府建立良好關係現象是普遍存在於世界各國，且該學者定義的政治關聯是指公司的大股東或是高階管理人員與政府有密切關係者<sup>1</sup>。過去針對企業建立政治關聯之相關文獻中，對於政治關聯的定義有兩種，一種是以企業在選舉期間有對政黨進行現金捐贈行為者，另一種則是以公司的高階經理人或者大股東與政府機關或政治人物有關係連結者，其中又以後者之研究為大宗。企業在透明的產業環境下從事公開競爭行為或活動，本文主要在探討擁有高能力管理者對公司績效產生的正面效果，是否會受到公司有無政治關聯的影響；而企業政治關係存在與否，是以公司於選舉期間是否有捐贈現金給政黨來認定。

學理上對企業發展政治關聯之看法，持正反意見者都有；而探討政治關聯之經濟後果的實證研究，也大多沒有得到一致性的結論。贊成企業尋租連結政治者，主要是延伸資源依賴理論(resource dependence theory)觀點<sup>2</sup>，強調當企業面對動態競爭營運環境時，意識到其營運過程必須依賴政府政策或者管制方能更加順暢；因此，資源依賴觀點認為企業政治尋租動機可以為企業創造經濟效益(Baysinger, 1984)。例如，公司大股東或是高階管理人員與政府間有關係，使得他們與政府進行溝通的管道較容易，故有機會獲得政府的採購契約(Goldman, Rocholl, and So, 2013)、得到政府的援助或補助(De Soto, 1990; Sapienza, 2004; Faccio, Masulis, and McConnell, 2006; Francis, Huang, Khurana, and Pereira, 2009; Faccio, 2010)、享有較低的稅率(Agrawal and Knoeber, 2001; Adhikari, Derashid, and Zhang, 2006; Faccio, 2006; Faccio and Parsley, 2009)等。

<sup>1</sup> 企業與政治建立關係，又稱為「政治關聯度」，亦有學者稱為「政商關係」、「政治關係」或「政治關聯」。

<sup>2</sup> 資源依賴理論最早由學者Kotter(1977)所提出，認為當一個組織或機構必須依賴其他組織或機構所提供的外部資源時，此種依賴勢必會促成組織主動去建構與其他組織間之關係連結力。

前述政府採購契約之獲得、政府援助或補助之獲得及享有較低的稅率等好處，都是與政府有直接關聯。其次，公司的董事或高階主管具備政治背景有助於提高他們在市場上的能見度，故公司可以因政治關聯得到一些與政府非直接關聯的好處，例如籌措資金較容易且貸款條件較優渥（De Soto, 1990; Agrawal and Knoeber, 2001; Sapienza, 2004; Khwaja and Mian, 2005; Bai, Lu, and Tao, 2006; Charumilind, Kali, and Wiwattanakit, 2006; Faccio, 2006; Leuz and Oberholzer-Gee, 2006; Claessens, Feijen, and Laeven, 2008; Chen, Shen, and Lin, 2014; Houston, Jiang, Lin, and Ma, 2014; Shen, Lin, and Wang, 2015; Shen and Lin, 2016）、公司價值的提升（Roberts, 1990; Faccio, 2006; Knight, 2006; Francis et al., 2009; Goldman, Rocholl, and So, 2009）、較低的資金成本（黃玉麗、沈中華與林昆立，2012；Guedhami, Pittman, and Saffar, 2014）、較高的市佔率（Faccio, 2006; Leuz and Oberholzer-Gee, 2006; Agrawal and Knoeber, 2001）及公司績效的提升（Li, Meng, Wang, and Zhou, 2008; Hu and Leung, 2012; Su and Fung, 2013; Ding, Jia, Wu, and Zhang, 2014）等。但也因為源自於公司董事或高階主管具備政治背景的政治關聯，也會在公司經營上看到正面的效果；例如，財務報導舞弊風險較低（劉若蘭與李旻育，2017）。

相反地，對企業尋租連結政治持負面意見者，主要是以經濟與公共選擇研究上的「理性選擇（rational choice）」角度切入，認為民主制度下的選舉造就了選民對公共代理人有搭便車（free-rider）現象（Olson, 1965），例如當政府的政治權力分配在公共資源中呈現不公平情況時，有可能造就了政府貪腐的機會（Rose-Ackerman, 1978, 1999）；換言之，政治貪腐成為一種委託代理問題，企業努力建立政治關係後，其與政府官僚間之賽局行為的結果衍生出了政府貪腐現象，故學者李沃牆（2014）提出政治關係是貪污腐敗的根源之一的觀點；因此，政治關聯也有可能為企業帶來負面經濟後果。例如，因公司董事或高階主管的過去政治背景，使其高層與政府部門或機關的關係較好，此時承受自政府監管機關之壓力相對較不敏感，故這類公司的盈餘品質較低（Shleifer and Vishny, 1994; Chaney, Faccio, and Parsley, 2011; Borisova, Brockman, Salas, and Zagorchev, 2012）；或是公司承受自有政治關聯之管理高層壓力的非必要支出，致使績效惡化（紀信義、翁慈青、廖芝嫻與黃馨儀，2017；Bertrand, Kramarz, Schoar, and Thesmar, 2004; Fan, Wong, and Zhang, 2007; Boubakri, Cosset, and Saffar, 2008; Menozzi, Urriaga, and Vannoni, 2012）；甚或是增加股利發放政策的不確定性（張元與李盈佳，2016）等。

企業有完善的公司治理機制，目的在於防範或減少代理成本的發生，當投資人因擔憂公司董事或高階主管的政治背景將損其獨立性時，或是認為這類公司的高政治依存度，將會把資源用於維持政治關係上進而影響公司營運績效，故將造成這類公司的價值降低（Fisman, 2001）。值得一提的是，政治關聯對公司價值產生之正負影響有可能同時存在；例如，與選舉期間贏得選舉之政黨有關係的公司價值會增加，相對的與選舉期間輸掉選舉之政黨有關係的公司價值會下降（張琬瑜與張凱雯，

2011；沈中華、朱浩民與王佑鈞，2014），或是因為政治人物過世時，與此政治人物政黨有關的公司市場價值將會有所減損（Fisman, 2001; Faccio and Parsley, 2009）。

前面所述與政治關聯相關的實證研究，都是以公司的董事、高階經理人或者大股東與政府機關或政治人物有關係來定義政治關聯，本文則是以企業是否有對政黨進行現金捐贈行為作為判斷的依據。過去亦有探討企業透過政治獻金建立之政治連結對其產生效益的相關研究；例如，市場上的股票呈現正的異常報酬（Knight, 2006; Claessens et al., 2008; Cooper, Gulen, and Ovtchinnikov, 2010）、公司價值增加（Roberts, 1990）等。學者 Goldman, Rocholl, and So (2009) 在其研究中提及，政治捐款可能代表的是公司的一種政治偏好，而並非衡量了政治力對企業的實質影響。國內學者李宗榮（2016）於其檢視影響台灣企業集團從事政治獻金的因素研究中強調，企業願意參與政治獻金活動的一個顯而易見的理由是，企業會預設未來的成本效益原則來考慮政治行動，這樣的邏輯也接近組織研究中資源依賴理論的看法；該作者於其較早期的研究中也指出，台灣企業早期所處的環境是主要的資源都掌握在公部門手中，故跟公部門形成各式的對應（co-optation）手段可以達到抵銷這種資源控管的力量，而透過政治獻金來鞏固這種影響的機會更會是一個符合其利益的對應機制。基本上，公司從事尋租的政治關聯就是基於自利動機，就一個以追求股東利益極大化為導向的公司而言，政治尋租的政治獻金是成本支出性質，而其最終經濟後果所產生效益是好或壞，仍需有更多的實證研究所提供的新證據來加以探討，本文研究動機主要是以企業是否有對政黨進行現金捐贈行為作為判斷政治關聯的依據，就是為了能發現新證據。

2008年的美國金融海嘯衝擊了全球金融市場，造成臺灣當時前一百大企業集團2008年上半年的獲利比2007年衰退了約21.56%，業績衰退集團數高達69家（譚瑾瑜，2008）；此衝擊讓全球企業意識到永續發展的重要性，而永續發展必須以好的績效為根基。由於公司的組織運作、業務推展、各項計畫決策及永續發展均是由管理者來主導，故管理者能力的優劣與公司績效的好壞是息息相關的。學者Hambrick and Mason於1984年提出的高層理論（upper echelons perspectives），主張可以根據高階團隊的特性去預測企業的策略選擇與其後果；且Carmeli and Tishler (2004)的研究發現，管理者能力與公司表現有關；Chemmanur and Paeglis (2005)指出，擁有高品質與好聲譽的管理團隊之公司，可以吸引更多的投資者，故能力好的管理者在面對投資機會時，會盡力去獲得更多有用的資訊來作出更好的投資決策，以達到最佳投資效益（Chemmanur, Paeglis, and Simonyan, 2009）。奧地利經濟學家Schumpeter (1912)提出企業家精神是經濟生產要素之一，可謂開啟後續學者對公司管理者能力的概念更加深入的探討。後續研究者更指出，當公司領導者具備企業家精神，除了可以為公司創造績效，還可以使公司有能力的應付其所處產業環境的不確定性因素，並能更進一步帶動經濟成長（Douhan, Eliasson, and Henrekson, 2007）。

回顧過去探討管理者能力或是管理團隊特性對公司影響的相關實證研究結果，大多透過不同的管理者能力代理變數進行實證分析，且也都得到對公司影響是正面的一致性結論。例如，提升公司績效、增加公司價值 (Yung and Chen, 2018)、降低公司營運失敗的風險 (Krishnan and Wang, 2015)、使盈餘品質上升 (Demerjian, Lev, Lewis, and McVay, 2013; García-Meca and García-Sánchez, 2018; Gul, Khedmati, Lim, and Navissi, 2018)、抑制盈餘管理行為 (Huang and Sun, 2017)、增加公司的信用評等之等級 (Bonsall, Holzman, and Miller, 2017; Cornaggia, Krishnan, and Wang, 2017)、增加公司股利發放的機會 (Jiraporn, Leelailai, and Tong, 2016)、降低財報重編可能性 (Gul et al., 2018)、降低財報舞弊可能性 (Wang, Chen, Chin, and Zheng, 2017)、提供較高品質的財務報告 (García-Meca and García-Sánchez, 2018)、遏制避稅行為 (Koester, Shevlin, and Wangerin, 2017)、減少審計公費支出 (Krishnan and Wang, 2015)、降低會計師對公司出具繼續經營疑慮審計意見之機率 (Krishnan and Wang, 2015)、增加股利的發放 (Jiraporn et al., 2016)、增加投資效率 (Gan, 2019) 等。基於前述的一致性結論，本文可以合理推論，企業家精神不單是企業生產要素，也是公司績效驅動主要力量之一，由於公司管理者必須具備發現投資機會、獲得所需資源、說服投資者參與及承擔經營風險等能力，故管理者能力是適合用來詮釋企業家精神，與企業家精神同義。有別於前述文獻，本文依循Demerjian, Lev, and McVay (2012)提出的資料包絡分析法 (Data Envelopment Analysis, DEA) 與Tobit迴歸分析等兩階段模型估算臺灣上市櫃公司的管理者能力分數，並參考Demerjian et al. (2013) 之作法產生本文的管理者能力變數值，檢視其對公司績效的影響。

雖然政治關聯可以為企業帶來好處，但是企業的尋租過程也是必須付出成本的。由於政治與經濟是密不可分，公司基於社會網絡及營運上考量，當公司擁有能力強的管理者時，他們本身尋求政治關聯誘因勢必較低。故本文推論，當管理者的能力足以達到提升或改善公司績效的目標時，公司對於政治尋租的誘因動機就會較薄弱，故此時公司所進行的政治捐獻活動可視為是公司建立社會網絡的一種行為，其目的是希望當其他企業主們企圖透過政治捐贈來達成他們影響政府決策過程一目的時，公司本身也能擁有與其他企業主一樣的影響力。截至目前為止，國內學術對這個問題的實證研究相對缺乏，故本文將進一步去瞭解，管理者能力對公司績效產生的正面效果，是否會受到公司有無透過政治獻金建立其政治關聯的影響。

企業是否投入政治捐獻的活動去建立其政治連結，往往與企業本身所具備的條件或特性有關聯；例如，公司規模、獲利狀況、成長機會、經營風險及地理區域等。國內學者李宗榮 (2016) 對台灣企業集團2008年立委選舉的政治獻金進行實證分析的結果發現，企業家族的能見度高，愈傾向從事政治獻金活動。國外學者Cooper et al. (2010) 在探討政治獻金與股票報酬間關聯性時也指出，公司的規模、營業收入淨額、員工數、部門別數、帳面價值對市值比、負債比率、現金流量、市場集中度、市占率、市占率的平方、是否為受特別監管的產業、產業產出中購自政府部門的數量、產業中從事政

治活動的公司家數、有加入公會的員工比例等是影響公司從事政治活動的關鍵因素。因此，企業是否投入這類政治活動去建立政治連結是屬於個體意願之行為，在實務上很難進行實驗性研究，且前述會影響企業這類個體行為之條件或特性，也可能與公司績效間有關係，這時候公司績效表現的好與不好便無法被清楚地被認定為是純粹的政治關聯所導致的，抑或是受到公司所具備的條件或特性所影響。

本文以2004年至2012年之上市櫃公司為研究對象，有別於過去有關之研究大多數是採公司的董監事、CEO、大股東或高階管理者與政府或政治人物有密切關係來定義政治關聯的方式，本文以公司是否捐獻政治獻金作為判斷政治關聯的依據，並採用傾向分數配對法（propensity score matching method, PSM）來修正公司捐獻政治獻金與否的自我選擇偏誤所帶來的內生性問題。其次，依循學者Demerjian et al. (2012)提出的DEA與Tobit迴歸分析等兩階段模型估算出台灣上市櫃公司的各年管理者能力分數。實證結果發現：(1)有政治關聯公司的績效表現較無政治關聯公司的績效表現好；(2)公司的管理者能力愈好時，其整體的績效表現愈佳；(3)擁有高能力管理者對公司績效產生的正面效果，會受到其透過政治獻金所建立之政治關聯的影響而被削弱。

本文預期有以下幾點貢獻：(1)自從學者Demerjian et al. (2012)提出衡量管理者能力分數方法後，雖然陸續有學者透過實證分析探討管理者能力對公司經營過程的影響，但這方法應用在臺灣上市櫃公司之實證研究並不多，故本文應用此方法的實證結果，可以彌補臺灣學術界此方面文獻之不足；(2)本文以公司是否捐獻政治獻金作為判斷政治關聯之依據進行實證分析，檢視政治關聯、管理者能力與公司績效間關聯性之結果發現，可以對有關之文獻提供新的實證證據；(3)基於從事政治獻金或是提升管理者能力等活動上必然支付成本概念下，本文的實證結果具備實務管理意涵，可以供主管機關在制定提升公司管理人員能力相關規劃，及公司進行尋租之政治捐贈目的改變決策時的參考。

本文共分五節，第壹節為緒論，第貳節為文獻回顧與研究假說之建立，第參節為研究設計，包括變數操作型定義與衡量、實證模型之建立、以及資料來源、研究期間與樣本選取等，第肆節為實證分析，最後為結論與建議。

## 貳、文獻回顧與研究假說之建立

本節回顧之文獻包括政治關聯與公司績效間關聯性，管理者能力與公司績效間關聯性，以及政治關聯、管理者能力與公司績效間關聯性等，並且建立本文的研究假說。

### 一、政治關聯與公司績效

企業之尋租行為（rent-seeking）涉及政府資源的分配與企業競爭的誘因，學者Tullock (1967)指出，企業透過花費成本從事非生產性活動爭取收入的行為，是一種

偏離正常生產競爭的行為，此即所謂的尋租。Krueger (1974)是最早提出尋租概念的學者，她指出公司會利用資源透過政治過程去獲得自己的租金收益。通常尋租之進行主要是以金錢、資產、聘任顧問或是擔任公司管理重要職位等方式進行政治交易，透過賄絡、政治獻金捐贈或是擔任公司職位等進行政治連結。自古以來，政治和商業兩者彼此關係密不可分。徐瑞希 (1991) 在《政商關係解讀》一書中分析了臺灣企業開拓政治關係，主要是經由出生標記、企業協會組織、政治投資，及公關和遊說等四個主要途徑來取得政治關係。

過去與政治關聯相關之研究中，對政治關聯的定義主要可以分為兩大類：(1)公司的董事長、CEO、大股東或高階管理者與政府或政治人物有密切關係，或是現在或過去有從政者（張元與林瑞文，2017；張琬喻，2005；張琬喻與張凱雯，2011；黃玉麗等人，2012；翁慈青與紀信義，2014；紀信義等人，2017；劉若蘭與李旻育，2017；Schipper, 1989；Shleifer and Vishny, 1994；Leuz, Nanda, and Wysocki, 2003；Faccio, 2006；Boubakri et al., 2008；Ferguson and Voth, 2008；Goldman et al., 2009；Chaney et al., 2011；Borisova et al., 2012）；(2)企業於選舉期間贊助候選人或政黨競選經費者（劉書彬與吳重禮，2001；王鼎銘與侯萱瑩，2006；彭懷真，2009；沈中華等人，2014；Ang and Boyer, 2007；Claessens et al., 2008；Cooper et al., 2010）。亦有學者透過公司政治新聞的筆數來衡量政治關聯程度，以關鍵字搜尋上市公司名稱/董事長人名與政黨名稱/黨主席（總統）人名，在知識管理資料庫中之交互相關的新聞筆數來衡量公司的政治關聯程度（張元與王沛濛，2015；張元與李盈佳，2016）。

以往探討政治關聯對公司績效影響之觀點正反皆有。對政治關聯持正面觀點之學者，以公司之董事長、CEO、大股東或高階管理者與政府或政治人物有密切關係，或是現在或過去有從政者為政治關聯判斷依據之文獻發現，此類尋租行為之政治活動是有助於改善或是提高公司績效。例如，Li et al. (2008)透過訪問企業所有人方式了解公司的政治關聯背景，以過去是否曾經為人民代表大會或是中國人民政治商會（Chinese People's Political Consultative Conference, CPPCC）的會員作為政治關聯的判斷依據，以會計績效指標資產報酬率（return on assets, ROA）及股東權益報酬率（return on equity, ROE）衡量公司績效；實證結果發現，當公司擁有政治連結時，有助降低外在環境的不確定性，提升公司在市場上之競爭地位，進而增加公司的價值或改善經營績效，而此效果在法律保護不健全、市場發展程度較低的地區是更為顯著的。Su and Fung (2013)以會計績效指標 ROA 及市場績效指標 Tobin's Q 衡量公司績效時得出，政治關聯與公司績效間呈顯著的正向關聯，支持政治關聯會提升公司績效之假說；當其進一步檢測其政治關聯效果是源自於與中央政府的政治連結，或是源自於與地方政府的政治連結時發現，這兩種政治連結的效果是相似的。Ding et al. (2014)與 Hu and Leung (2012)亦皆以中國上市公司為研究對象，也得到與 Su and Fung (2013)一致性的結果。

相反的，持負面觀點主張之學者認為，企業努力建立政治關係之目的，主要是為了謀求自己經濟利益或者政治資本，或是因為企業本身內部營運有所缺陷，因此

尋求政治連結來緩解內部不效率部分，這類的政治連結的經濟後果將導致公司較差的經營績效。例如，Bertrand et al. (2004)之實證結果顯示，法國具備政治關聯之公司為達其政治目的，因為於選舉期間僱用超額員工導致薪資支出大幅增加，此舉影響到公司獲利而使績效惡化。Fan et al. (2007)之研究發現，中國 CEO 有政治連結的公司之經營績效，相對於不具政治關聯公司的之經營績效來得差。Boubakri et al. (2008)以中國新私有化公司為研究對象，實證結果發現，政治力介入企業私有化將不利股東財富的極大化。Menozzi et al. (2012)的實證結果顯示，義大利上市公共事業公司的董事會成員具政治關聯者，公司績效的表現是較差的。國內學者紀信義等人 (2017) 以 2005 年至 2011 年之台灣上市櫃公司為研究對象，以大股東、最高階主管或董事成員是否擔任過中央政府官員、民意代表及相關政黨工作等特性作為判斷公司政治背景之依據；該研究之實證結果發現，具有政治背景之公司，無論是會計績效 (ROE) 或市場績效 (Tobin's Q) 皆顯著較差。

學者 Baysinger (1984)以資源依賴理論觀點指出，當企業必須依賴政府之政策或者管制等進行營運時，企業就會透過積極參與政治活動來達成其目的；而企業會願意投入政治活動以取得連結，是因為意識到政府政策有可能會影響其企業的營運 (Schuler and Rehbein, 1997)。Keim and Baysinger (1988)以代理理論為基礎，探討在政商關係中，由於企業是主理人，政府為代理人，故政府面對的是眾多及不斷新進的委託人 (即企業)，在政府資源為有限的情況下，政治活動連結便成為委託人必須要去從事的活動，如此方能爭取到代理人的支持。綜上所述，政商關係之政治連結係受到資源有限及產業競爭所驅使，且企業會進行政治捐贈政治活動的尋租行為就是基於自利動機，就一個以追求股東利益極大化為導向的公司而言，政治尋租的政治獻金是視為公司的成本支出。所以，本文以企業是否有對政黨進行現金捐贈行為作為判斷政治關聯的依據，探討其與公司績效間之關聯性。

如前一節所述，過去以企業是否有對政黨進行現金捐贈行為作為判斷依據之文獻是較少，且這些研究之議題大多聚焦在股票市場上的表現 (Roberts, 1990; Knight, 2006; Claessens et al., 2008; Cooper et al., 2010)。以往研究尋租之經濟實證結果正負面皆有證據發現，但是不可否認過去發現的證據為正面多於負面，如貸款或籌資成本的降低、企業價值的上升、股票異常報酬為正、企業獲得紓困資金及獲得採購合約等，都是公司尋求非生產性活動產生之經濟租金。其次，國內學者李宗榮 (2016) 以 2006 年台灣最大的 503 個民營企業集團為分析對象，整合 2008 年第七屆立委選舉的政治獻金帳戶資訊後，檢視台灣企業集團從事政治獻金的影響因素之結果發現，約有 60% 的大型集團在政治獻金活動上活躍，遠高於中小型集團，充分顯示大型家族企業集團是台灣的政治獻金活動中的主導力量；且企業集團的規模越大，成立的時間越久，則其對於選舉進行捐獻的可能性就越高，意味著這些企業集團有潛在可以動用的資源，當資源越多時，其進行政治捐獻的傾向就愈高。作者同時強調，

企業願意參與政治獻金活動的一個顯而易見的理由是，企業會預設未來的成本效益原則來考慮政治尋租行動，這樣的邏輯也接近組織研究中資源依賴理論的看法；即企業為了減低經營環境中的不確定性，其所採用的對應策略之一就是政治獻金，藉以保有其對外環境的聯繫，以鞏固攸關其生存資源的確保。

李宗榮（2007）指出，由於台灣企業早期所處的經營環境是資源大多掌握在公部門手中，故企業跟公部門形成各式的對應手段可以達到抵銷公部門控管資源的力量，而透過政治獻金來鞏固企業影響公部門的機會更會是一個符合公司利益的對應機制。雖然，國內學者紀信義等人（2017）之實證證據顯示，具有政治背景之公司的會計績效（ROE）或市場績效（Tobin's Q）皆顯著較差；但是，本文與該文相較是有所區隔：(1)在研究設計上，本文是以企業是否有對政黨進行現金捐贈行為作為判斷依據，而非以公司之董事長、CEO、大股東或高階管理者與政府或政治人物有密切關係，或是現在或過去有從政者為政治關聯判斷依據；(2)在議題上，本文以政治尋租與經營管理者能力是企業主的兩種重要資源角度出發，且培育有能力的管理者是企業成功的首要任務，故本文先個別檢視政治關聯及管理者能力對公司績效的影響，再進一步檢視政治關聯如何影響管理者能力與公司績效間的關係。綜上所述，建立本文的第一個研究假說 H1：

H1：公司透過政治獻金建立政治連結的尋租行為會提升公司績效。

## 二、管理者能力與公司績效

管理者能力強，除了可以強化公司競爭優勢，還可以槓桿公司的營運資源，控管好公司所必須面對的風險，故管理者能力實屬於公司的無形資產。過去受限於管理者能力資料的不可取得，或是無適當的模型可以用來估算管理者能力，故學術上與管理者能力相關的研究，大多是尋找適合的代理變數。例如，Milbourn (2003)認為，聲譽高的CEO可以被認定為專家，故他（她）們在報章媒體上的曝光率是高於其他CEO；所以，該研究中以CEO被媒體引用的次數來作為管理者能力的代理變數。Malmendier and Tate (2009)指出，一般被知名商管雜誌選出的超級明星CEO，都具備有高所得、得獎次數多、易受到大眾矚目及高媒體曝光率等特性，故可以推論這類CEO在公司應該是擁有權力及能力。Dyreng, Hanlon, and Maydew (2010)的實證發現，高階主管本身的能力是可以讓公司產生稅頓效果。Carter, Franco, and Tuna (2010)及Fee and Hadlock (2003)的研究顯示，高階主管的天賦能夠影響其下一份工作的薪酬溢價，該研究以這些主管受雇於其他公司的績效來衡量其天賦，例如產業調整的資產報酬率及股票報酬率。Switzer and Bourdon (2011)以公司內部治理為焦點，探討高階管理者特質與公司營運績效間之關係，實證發現，當管理團隊成員具有會計師頭銜比例愈高時，公司的營運績效愈好，表示管理團隊取得證照的比例高低就代表該團隊管理的能力。Chemmanur and Paeglis (2005)探討公司管理特質、IPO公司之上

市費用、機構投資人投資意願等與其營運績效之關係；該研究結果顯示，管理者教育水準與IPO公司的營運績效之間存在正向關係，意味著管理團隊的教育水準（知識資源）決定管理者能力的高低。國內學者林秀鳳與李建然（2008）研究管理者特性對企業績效影響的實證結果發現，擁有管理專業教育背景比例較大的管理團隊，公司獲利性較佳。

因為公司是由一系列契約組成（Jensen and Meckling, 1976），企業則是由各種生產要素彼此間連結契約所組成，而管理者能力在生產過程中發揮特殊的作用，促使公司做出高品質的決策，且這些高品質的決策有助於公司價值與表現的提升（Hayes and Schaefer, 1999; Leverty and Grace, 2012）。奧地利經濟學家Schumpeter (1934)針對企業生產要素進一步延伸提出了「企業家精神」的概念，並指出人力資本僅是在公司正常營運過程中必備的因素之一；但就企業競爭角度而論，管理者擁有創新能力才是公司永續生存的生產要素。換言之，企業擁有具創新精神之管理者，方能使公司不僅在競爭激烈的環境中能創造價值，同時能幫助企業達成追求永續經營的目標；Douhan et al. (2007)之研究發現即支持了Schumpeter (1934)強調企業家精神是經濟生產要素之一的論點。

自從Demerjian et al. (2012)提出經由DEA與Tobit迴歸分析等兩階段模型估算管理者能力分數後，開啟學者陸續投入與管理者能力相關議題之實證研究，大多數實證結果之證據顯示，好管理者能力對公司影響為正面的一致性結論。從回顧的文獻中可知，以美國上市公司為研究對象之文獻較多，主要是因為管理者能力分數之數據可以自學者Demerjian之網站上下載；但是，據本文所知，即使Demerjian et al. (2012)的方法被提出後，國內有關管理者能力之相關研究依舊付之闕如。國內學者林秀鳳與李建然（2008）在其研究中考慮了管理團隊的質與量的特性變數，經檢測各種管理團隊特性變數與公司績效間關聯性結果顯示，除了管理專業背景外，其他的特性變數之結果較無法收斂，作者提出結果無法收斂之可能原因，係因管理團隊之能力並無法完全用管理專業背景來取代。

綜上所述，基於Jensen and Meckling (1976)與Schumpeter (1934)等學者們強調管理者能力或企業家精神在公司經營過程中重要性之論點，以及Douhan et al. (2007)、Hayes and Schaefer (1999)、Leverty and Grace (2012)及林秀鳳與李建然（2008）等學者們的實證發現，本文可以合理推論，擁有具創新精神之管理者能力，將會在公司的營運過程中發揮特殊的作用，提升了公司績效。因此，臺灣企業經營提升管理者能力事務是否亦對公司績效產生正面影響，本文將用實證方法去檢測。故提出本文的第二個研究假說H2：

H2：管理者能力愈好時，公司績效表現愈佳。

### 三、管理者能力、政治關聯與公司績效

企業提昇競爭力的最重要關鍵是知識與執行力，而經營人才是確保企業競爭力的最佳方案。也就是說，公司除了將生產要素進行最佳配置外，強化公司人力資本內生性的成長及配置效益 (allocation efficiency)<sup>3</sup>，方是公司技術創新主要來源。企業主們處在這個講求創新與速度的經濟環境中，無時無刻都要將經營人才視為營運的重心。台灣企業家郭台銘曾經說過：「外面的人都只看到我一個人站在舞台前，其實我背後有一群非常優秀的團隊與專業經理人」<sup>4</sup>，這句話意味為了能夠延續企業的高績效與高成長，如何打造有能力的管理者是企業成功的首要任務。因此，公司會在有限資源中尋求能產生最佳效益的資源配置組合，而政治尋租與經營管理者能力可視為是公司的兩種有限資源。

再者，具備企業家精神的管理者必定有能力達到提升或改善公司績效的目標，故對擁有具備企業家精神特質之管理者的公司而言，由於尋租行為是屬於公司的經營成本之一，故以企業資源基礎理論來看，公司管理者可以直接透過本體無形資產的競爭力進行資源槓桿以強化公司競爭力，這時候的政治尋租動機也許就變弱了<sup>5</sup>。誠如之前緒論所述，公司或是企業財團捐贈現金給政黨之目的之一，是希望在選舉結束後，公司或企業仍擁有對政府提出滿足其利益需求的籌碼，所以，本文進一步檢視，企業主在以提升公司績效為目標下，管理者能力對公司績效產生的正面效果，是否會受到公司透過政治獻金建立其政治關聯的影響。有鑑於過去並未有相關研究同時考慮管理者能力與政治關聯對公司績效的影響，故本文針對此問題不做方向預期，並據此建立第三個研究假說H3：

H3：管理者能力對公司績效產生的正面效果，會受到公司透過政治獻金建立其政治關聯的影響。

<sup>3</sup> Lucas (1990)提出人力資本內生性成本理論，指出國家經濟成長主要端賴於技術的革新，而技術的革新能力則取決於個體企業的人力資本存量(stock)及內生性成長(endogenous growth)。換言之，生產要素中的勞動投入過程，除了包含員工的教育與培訓等形成人力資本外，在公司資本累積過程中，也因為研究開發與發明創新等技術進步，逐漸將生產要素內生化。因此，公司將因為內生技術進步的存在而受益，並展現出公司的收入遞增及成長率持續成長。

<sup>4</sup> 晉麗明，2006年11月5日，企業決勝的關鍵—經營人才、打造競爭力團隊，獵才月刊，引用自<http://hunter.104.com.tw/edm/BEP00-00001-934/01.htm>。

<sup>5</sup> 就企業資源分配角度，策略學派主要分為兩大學派。一派主要由產業經濟學觀點出發，以Porter為代表，該理論強調公司核心競爭力建立端賴公司必須了解外在環境，以SWOT及鑽石經濟模型進行效益分析，以找出公司效率最大化之資源配置；但此理論卻無法說明小型企業的生存之道。因此，Wernerfelt (1984)提出資源基礎理論(resource-based view)觀點，指出公司資源可以分為有形資源(現金及廠房設備等)及無形資源(例如人力資本、供應商網絡、專利權及員工向心力等)；該理論基本上是反對Porter觀點，強調企業核心競爭力的建立不是靠了解外在環境或是靠爭取外在資源即可，而是建立在公司現有的資源下去進行資源槓桿延伸，如此方能實現自己的核心競爭力。也就是說，依據資源基礎觀點的解釋，任何一家公司都有其獨特能力(unique)，故即使是小型企業，也有可能以其獨特能力而表現優於市場；這表示公司的核心競爭力是可以累積及強化。

## 參、研究設計

本節首先詳述變數操作型定義與衡量，其次依政治關聯與管理者能力對公司績效之影響建立本文之實證模型，最後敘述研究期間與樣本資料來源。

### 一、變數操作型定義與衡量

#### (一)依變數之衡量

本文依過去相關文獻（洪榮華、陳香如與王玉珍，2005；呂素蓮、李國榮與蔡柏彥，2013；Ding et al., 2014）採用股東權益報酬率（*ROE*）、資產報酬率（*ROA*）與每股盈餘（earnings per share, *EPS*）等三種會計基礎的績效指標來衡量公司績效，各變數之操作型定義如下：

##### 1. 股東權益報酬率（*ROE*）

為衡量公司會計績效變數，其值等於繼續營業部門稅前純益除以本期股東權益總額與前期股東權益總額之平均。

##### 2. 資產報酬率（*ROA*）

為衡量公司會計績效變數，其值等於繼續營業單位損益與利息支出乘以1減去稅率後之值，再除以本期股東權益總額與前期股東權益總額之平均。

##### 3. 每股盈餘（*EPS*）

為衡量公司財務績效變數，其值等於稅後淨利除以流通在外的普通股股數。

#### (二)主要檢測變數之衡量

本文主要的檢測變數為政治關聯與管理者能力，各變數之操作型定義如下：

##### 1. 政治關聯（*PC*）

採用黃玉麗等人（2012）、Jayachandran（2006）、Knight（2006）、Claessens et al.（2008）、Goldman et al.（2009）、Cooper et al.（2010）的衡量方式，若公司有透過政治獻金建立政治連結者，則令 *PC* 值為 1，否則為 0。

##### 2. 管理者能力（*MA*）

本文依循學者Demerjian et al.（2012）提出以DEA與Tobit迴歸分析等兩階段模型來估算臺灣上市櫃公司的管理者能力。首先，以同產業中的公司-年為決策單位（decision making unit, DMU），建立生產前緣線，當某個DMU之產出與投入的組合落在此前緣線上時，則視此DMU相對於其他DMU是較有效率；換言之，落於邊界內的其他DMU之產出與投入組合，是被視為相對無效率單位。最有效率之DMU的相對效率值為1，故無效率單位的相對效率值小於1，此即Charnes, Cooper, and Rhodes（1978）提出的CCR-DEA模式。

Demerjian et al. (2012)認為，管理團隊在購買或是汰除資產設備的決策上有很高的權限，且有能力的管理團隊可以作出有效率的採購決策，因此在計算效率值時，投入要素以可獲得的資產（含有形及無形的資產）為考量，其所建立CCR-DEA模式的目標函數如下：

$$\max \theta = \frac{Sale}{v_1 CoGS + v_2 SG \& A + v_3 PPE + v_4 OpsLease + v_5 R\&D + v_6 Goodwill + v_7 OtherIntan} \quad (1)$$

上式中，*Sale*表銷貨收入；*CoGS*表銷貨成本；*SG&A*表銷管費用，同時亦包含難以認列的其他資產，包括訓練成本及資訊科技服務等；*PPE*表淨資產、廠房及設備，為資產負債表上所列的固定資產科目，包括土地、廠房及設備；*OpsLease*表淨營運租賃費用，以未來5年租賃支付金額的折現值計算；*R&D*表淨研發費用，以5年期研發費用衡量；*Goodwill*表商譽，指資產負債表上併購企業成本大於確認的各項可辨認資產、負債公允價值淨額的差額；*OtherIntan*則表其他無形資產，指資產負債表上收購且資本化的無形資產（*OtherIntan*=無形資產-商譽），包含客戶名單、專利成本和著作權等；前述銷貨收入、銷貨成本及銷管費用等屬流量變數，其餘5項投入要素為存量變數。最後，式中 $v_1, v_2, v_3, v_4, v_5, v_6, v_7$ 分別表示各投入項之權重。

其次，令前階段透過CCR-DEA模式計算出來的效率值為依變數，取公司特性變數為自變數，再估計下面的Tobit迴歸模型：

$$\begin{aligned} Firm\ Efficiency_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \ln(Total\ Assets)_i + \alpha_2 Market\ Share_i \\ & + \alpha_3 Free\ Cash\ Flow\ Indicator_i + \alpha_4 \ln(age)_i \\ & + \alpha_5 Business\ Segment\ Concentration_i \\ & + \alpha_6 Foreign\ Currency\ Indicator_i + Year_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (2)$$

上式中， $\ln(Total\ Assets)$ 表取自然對數後的期末資產總額；*Market Share*表市占率，為公司年銷貨收入佔該公司所屬同業銷貨收入總和的比例；*Free Cash Flow Indicator*表現金流量指標，當公司現金流量為非負數時，則令其值為1，否則為0； $\ln(Age)$ 表取自然對數後的公司成立年數；*Business Segment Concentration*表業務部門集中度，以單一部門銷售額佔所有部門銷售總額的比例計算；*Foreign Currency Indicator*表外幣換算調整指標，當公司財務報告中有外幣換算調整數值時，則令其值為1，否則為0。

將估計上面的Tobit迴歸模型後所得之殘差輸出，此殘差值就定義為管理者能力分數。這階段作法的概念是假設前階段求出的相對效率值有源自公司特性及管理者能力兩部分，故把源自於公司特性所產生的效率值自前階段求出的相對效率值中扣除後，剩下的殘差就是源自管理者能力的效率值，並命名為管理者能力分數(MAScore)，此數值愈高表示管理者能力愈強。本文再援引Demerjian et al. (2013)之作法，求此分

數於每年各產業中的十分位等級數，並將其轉換為介於 0~1 的數值，該轉換後數值在跨不同產業及年時較具可比較性，也可以減緩因原始分數存在極端值而影響後續的實證分析；轉換成的數值即是本文採用的管理者能力衡量值，以 *MA* 表示之。

### (三)控制變數之衡量

參考學者紀信義等人 (2017)、Goldman et al. (2009)與Su and Fung (2013)等學者之研究，本文採用的控制變數有公司規模、負債比率、銷售成長率、自由現金流量、持股比率、產業別與年度別虛擬變數，分別說明如下：

#### 1. 公司規模 (*Size*)

通常規模較大的公司已處於成熟階段，故有能力去應變未來產業的變化，營運上愈能達到規模經濟，績效就會較高；因此，本文以取自然對數後的年底總資產作為衡量公司規模之變數，並預期公司規模與公司績效呈正相關 (Demsetz and Lehn, 1985)。

#### 2. 負債比率 (*Lev*)

公司負債比率愈高表示公司資金來自長期負債的比重愈大，代理成本愈大 (Jensen and Meckling, 1976)。因此，本文以總負債除以總資產衡量負債比率，用來控制財務槓桿對公司獲利能力之影響，但不預期其對公司績效影響之方向。

#### 3. 銷售成長率 (*Growth*)

公司主要績效來源為其銷貨收入，營收成長率愈高，表示公司的成長力道強勁，故本文以銷售成長率控制銷貨對績效之影響，並預期其對公司績效影響之方向為正。

#### 4. 自由現金流量 (*FCF*)

當企業存在大量的自由現金流量時，管理者有可能會選擇有利於維護自身利益而忽略股東利益，因而誘發代理成本問題 (Jensen, 1986)，進而影響公司績效；但是，原則上若公司存在自由現金流量時，也表示公司可運用的資金愈多，故若管理者運用得當，則投資邊際效率高，應該營運績效會高。故本文將自由現金流量加入實證模型中控制，但不預期其對公司績效影響之方向。

#### 5. 持股比率 (*Top*)

根據利益收斂假說認為，內部管理人持股比例與公司資產使用效率呈正相關 (Singh and Davidson, 2003)，意謂此時內部管理人與股東利益會趨於一致，較不會進行傷害股東權益的行為，可以降低公司代理問題 (Jensen and Meckling, 1976)，故本文將董事、經理人持股比率加入實證模型中控制，並預期其對公司績效影響之方向為正。

#### 6. 產業別虛擬變數 (*Industry*)

為了控制不同產業別對公司績效的影響，本文最終進行實證分析之樣本分屬20個產業類別，故設置19個產業虛擬變數，以控制產業效果。

#### 7. 年度別虛擬變數 (Year)

為了控制不同年別對公司績效的影響，本文最終進行實證分析之樣本期間為2005~2012年，故設置7個年虛擬變數控制年度效果。

## 二、實證模型之建立

本文採用傾向分數配對法來修正公司捐獻政治獻金與否的自我選擇偏誤所衍生的內生性問題，係因企業是否投入這類政治活動去建立政治連結是屬於個體意願之行為，且前面一節所定義之控制變數中的公司規模、銷售成長率與負債比率屬公司本身所具備的條件或特性，也可能與公司績效間有關係，這時候公司績效表現的好與不好便無法被清楚地被認定為是純粹的管理者能力或是政治關聯所導致的。雖然，Heckman (1979)所提出的自我選擇模式 (self-selection model) 也可以用來解決因自我選擇偏誤所衍生的內生性問題，但此模式適合用於導致產生自我選擇偏誤之影響因素為無法觀察得到的情況；其次，在其兩階段模式的估計過程中，還必須同時顧及變數排除限制 (exclusion restrictions) 及存在高共線性問題 (Lennox, Francis, and Wang, 2012) 等，故本文偏好採用傾向分數配對法來修正公司捐獻政治獻金與否的自我選擇偏誤所衍生的內生性問題。

依據Shipman, Swanquist, and Whited (2017)建議採用傾向分數配對法進行會計實證研究時，用來進行選取配對樣本的第一條模式中所考慮的變數，不應該含有被第二條複迴歸模式所排除在外的變數，且建議用來估計平均效應 (Average Treatment Effect, ATE) 之模式，也應該要將用來進行配對樣本選取的所有變數納入該模式中當控制變數。故本文進行實證分析的首要步驟，為建立下面的Probit模式計算每個樣本公司於各年的傾向分數：

$$P(PC_i = 1) = F(\beta_0 + \beta_1 Size_i + \beta_2 Growth_i + \beta_3 Lev_i + \beta_4 FCF_i + \beta_6 Top_i + \varepsilon_i) \quad (3)$$

上式中的變數：*Size*為公司規模；*Growth*為銷售成長率；*Lev*為負債比率；*FCF*為自由現金流量；*Top*為持股比率。其次，採最近鄰近配對法 (Nearest Neighbor Matching) 並設定帶寬 (caliper) 之值為0.01，針對有進行捐獻政治獻金之每個樣本 (實驗組)，以抽出不放回法在其所屬年度之產業中，選取傾向分數與其最接近之未進行捐獻政治獻金樣本 (對照組) 形成1:1的配對<sup>6</sup>，再以*t*檢定進行共變元平衡 (covariate balance) 檢測，以檢視傾向分數法配對後的品質。

<sup>6</sup> Austin (2010)探討透過傾向分數進行實驗組與對照組之1:m之配對結果對ATE估計之影響；該研究之模擬結果發現，ATE估計之變異性會隨著m愈大而愈增加，而採最近鄰近法形成之1:1或1:2配對樣本的ATE估計均方誤差 (mean squared error) 為最小。

本文探討台灣上市櫃公司之政治關聯、管理者能力與公司績效間的關係，參考紀信義等人(2017)之作法，考量透過政治獻金建立的政治連結與企業經營提升管理者能力對公司績效之影響應有時間上的落差，故公司績效變數採  $t$  期，主要檢測變數及其他控制變數則採  $t-1$  期。所以，檢測本文研究假說 H1 的實證模型如下：

$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PC_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 Growth_{i,t-1} + \alpha_4 Lev_{i,t-1} + \alpha_5 FCF_{i,t-1} + \alpha_6 Top_{i,t-1} + Industry\ dummies + Year\ dummies + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PC_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 Growth_{i,t-1} + \alpha_4 Lev_{i,t-1} + \alpha_5 FCF_{i,t-1} + \alpha_6 Top_{i,t-1} + Industry\ dummies + Year\ dummies + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$EPS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PC_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 Growth_{i,t-1} + \alpha_4 Lev_{i,t-1} + \alpha_5 FCF_{i,t-1} + \alpha_6 Top_{i,t-1} + Industry\ dummies + Year\ dummies + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

上面式(4)~(6)中， $ROE$  為股東權益報酬率； $ROA$  為資產報酬率； $EPS$  為每股盈餘； $PC$  為政治關聯虛擬變數；其餘變數同前述式(3)之定義。本文預期假設在其他條件不變下，公司透過政治獻金建立政治連結的尋租行為是會提升公司之績效，故式(4)~(6)中的係數 $\alpha_l$ 的預期符號為正。

檢測本文研究假說 H2 的實證模型如下：

$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MA_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 Growth_{i,t-1} + \alpha_4 Lev_{i,t-1} + \alpha_5 FCF_{i,t-1} + \alpha_6 Top_{i,t-1} + Industry\ dummies + Year\ dummies + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MA_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 Growth_{i,t-1} + \alpha_4 Lev_{i,t-1} + \alpha_5 FCF_{i,t-1} + \alpha_6 Top_{i,t-1} + Industry\ dummies + Year\ dummies + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$EPS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MA_{i,t-1} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \alpha_3 Growth_{i,t-1} + \alpha_4 Lev_{i,t-1} + \alpha_5 FCF_{i,t-1} + \alpha_6 Top_{i,t-1} + Industry\ dummies + Year\ dummies + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

上面式(7)~(9)中， $MA$  為管理者能力；其餘變數同前述(4)~(6)之定義。本文預期假設在其他條件不變下，管理者能力愈好時，公司績效表現愈佳，故式(7)~(9)中的係數 $\alpha_l$ 的預期符號為正。

本文研究假說 H3 檢視管理者能力對公司績效產生的正面效果，是否會受到公司透過政治獻金建立其政治關聯的影響；故將管理者能力 ( $MA$ ) 及其與政治關聯的交乘項 ( $MA \times PC$ ) 導入式(4)~(6)中，故檢測本文研究假說 H3 的實證模型如下：

$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MA_{i,t-1} + \alpha_2 PC_{i,t-1} + \alpha_3 MA_{i,t-1} \times PC_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} + \alpha_5 Growth_{i,t-1} + \alpha_6 Lev_{i,t-1} + \alpha_7 FCF_{i,t-1} + \alpha_8 Top_{i,t-1} + Industry\ dummies + Year\ dummies + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$\begin{aligned}
ROA_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 MA_{i,t-1} + \alpha_2 PC_{i,t-1} + \alpha_3 MA_{i,t-1} \times PC_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} \\
& + \alpha_5 Growth_{i,t-1} + \alpha_6 Lev_{i,t-1} + \alpha_7 FCF_{i,t-1} + \alpha_8 Top_{i,t-1} \\
& + Industry\ dummies + Year\ dummies + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \tag{11}$$

$$\begin{aligned}
EPS_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 MA_{i,t-1} + \alpha_2 PC_{i,t-1} + \alpha_3 MA_{i,t-1} \times PC_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} \\
& + \alpha_5 Growth_{i,t-1} + \alpha_6 Lev_{i,t-1} + \alpha_7 FCF_{i,t-1} + \alpha_8 Top_{i,t-1} \\
& + Industry\ dummies + Year\ dummies + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \tag{12}$$

上面式(10)~(12)中各變數同前式(4)~(9)之定義，且對式中的係數 $\alpha_3$ 符號不做預期。

### 三、資料來源、研究期間與樣本選取

本文以臺灣證券交易所上市櫃公司為研究對象，因我國上市櫃公司財務報告於2012年以前為採行一般公認會計原則（Generally Accepted Accounting Principles, GAAP），於2013年起改採用國際會計準則（International Financial Reporting Standards, IFRS），為顧及新舊會計準則間的財務報告表達方式可能存在之差異性，故研究期間為2004至2012年；其次，考量金融、保險與證券業財務資料的特殊性，及其政治連結程度較一般產業高出許多，故分析時將其排除（紀信義等人，2017）。所有用來計算管理者能力之財務報表資料及主要實證分析中研究變數資料，皆取自臺灣經濟新報 Taiwan Economic Journal (TEJ) 資料庫。主要檢測變數政治關聯是以公司是否有透過政治獻金建立政治連結為判斷依據，政治獻金資料係透過查閱監察院財產申報處之政治獻金會計報告書後手動整理而得，此部分資料為研究期間內之五個主要政黨的政治獻金專戶<sup>7</sup>，包含與總統大選、直轄市市長選舉及縣市長選舉有關的五個主要政黨所提名參選人之「擬參選人政治獻金專戶」資料<sup>8</sup>。

研究期間2004至2012年內原共計有19,081筆觀察值，樣本中因金融、保險及證券業產業特性不同於其他產業，故刪除樣本859筆，並刪除實證模型中之任一變數及計算管理者能力值所需變數缺漏之樣本計6,274筆後，此時計有樣本數11,948筆；最後，由於實證模型之公司績效變數與主要檢測變數及其他控制變數之期數為相差一期，故最後用來進行傾向分數配對之總樣本數為10,662筆。接著將相同年度與相同產業樣本公司之PC、Size、Growth、Lev、FCF及Top等變數資料代入式(3)中求出傾向分數，採最近鄰近配對法並設定帶寬之值為0.01，在考量公司績效分別

<sup>7</sup> 此處所指的五大黨分別為國民黨、民進黨、親民黨、台聯黨及無黨團結聯盟，主要是依據2004、2008及2012年等三屆立法委員選舉結果統計得出，此五黨派擁有的國會席次佔前五名。

<sup>8</sup> 本文研究期間所經歷的中央級選舉有2004年3月20日的第十一屆總統選舉、2008年3月22日的第十二屆總統選舉、2012年1月14日的第十三屆總統選舉；省市級選舉有2006年12月9日的第四屆直轄市長選舉、2010年12月27日的第五屆直轄市長選舉；縣市級選舉有2005年12月3日的第十五屆縣市長、第七屆新竹市長選舉、2009年12月5日的第十六屆縣市長、第八屆新竹市長、嘉義市長選舉。

為 *ROE*、*ROA* 與 *EPS* 時，透過抽出不放回法形成的一筆政治關聯樣本配對一筆無政治關聯樣本之配對數，則分別為 443 對、439 對及 444 對<sup>9</sup>。下面表 1 為政治關聯樣本的產業分佈，不論是針對全部樣本或是配對樣本，皆以電子工業之上市櫃公司有透過政治獻金捐獻建立其政治連結之比例為最高（全部樣本為 1.28%，配對樣本為 14.46%~14.98%），其次為建材營造業（全部樣本為 0.60%，配對樣本為 7.09%~7.29%）、化學生技醫療業（全部樣本為 0.40%，配對樣本為 4.84%~4.90%）及其他（全部樣本為 0.34%，配對樣本為 4.05%~4.10%）等，而汽車及文化創意業所佔的比率最低（全部樣本為 0.01%，配對樣本為 0.11%）；整體而言，各產業別中皆有政治關聯樣本。

## 肆、實證分析

本節包括敘述性統計分析、相關係數分析及實證結果分析。

### 一、敘述性統計分析

本文研究變數之未進行配對前全體樣本之敘述統計量如表 2 所示。Panel A 中數據顯示，以會計績效而言，全體樣本的股東權益報酬率（*ROE*）平均值為 4.3%（中位數為 6.7%）、標準差為 19.8%，與學者紀信義等人（2017）之結果相似；資產報酬率（*ROA*）平均值為 3.6%（中位數為 4.2%）、標準差為 9.4%，與學者呂素蓮等人（2013）之結果相似；經比較其標準差可知，臺灣上市櫃公司的會計績效指標 *ROE* 之變異性相較 *ROA* 之變異性為大；此外，全體樣本的每股盈餘（*EPS*）平均值為 1.482 元（中位數為 1.08 元）、標準差為 3.03 元，與學者李馨蘋、戚靜玫與程心瑤（2014）之結果相似。進一步觀察主要的檢測變數，全體樣本中平均而言，約有 4.3% 的樣本有透過政治獻金建立其政治連結，管理者能力分數（*MAScore*）平均值為 -0.001（中位數為 -0.002）、標準差為 0.070，顯示研究期間內各公司管理者之能力變異性為大<sup>10</sup>。經先將各年各產業內的 *MAScore* 轉換成十分位等級，再將其轉換為介於 0~1 數值後的管理者能力 *MA* 平均值為 0.551（中位數為 0.600）、標準差為 0.284，其分配與 Krishnan and Wang (2015) 之結果非常相近<sup>11</sup>。

<sup>9</sup> 本文係採用 STATA 套裝軟體之 *psmatch2* code 對有政治關聯樣本進行配對，不論公司績效變數為 *ROE*、*ROA* 或 *EPS*，第一階段皆透過式(3)估計每個樣本公司會為有政治關聯或無政治關聯的傾向分數，第二階段再透過 *psmatch2* code 進行配對，這時候在該語法中必須指定當下欲進行配對時有興趣的依變數為何，因此當指定公司績效變數為 *ROE*、*ROA* 或 *EPS* 時，將會得到不同的配對樣本數。

<sup>10</sup> 截至目前為止，國內尚無實證研究有採用 Demerjian et al. (2012) 的 DEA-Tobit 兩階段模型估算國內上市櫃公司的管理者能力。經將本文估算出來的管理者能力分數與 Demerjian et al. (2013) 的管理者能力分數相較，其管理者能力分數之平均值為 0.00、中位數 -0.01，與本文估算之結果相較，皆呈微右偏，且皆有超過 50% 的樣本之管理者能力分數是為負。

<sup>11</sup> 此即在 Krishnan and Wang (2015) 文中的變數 *MABILITYR*，其平均值為 0.549、標準差為 0.274、Q1 為 0.300、中位數為 0.600、Q3 為 0.800。

表 1 政治關聯樣本之分佈

| 產業     | 全樣本   |       |     |      | ROE 配對樣本 |     |     |       | ROA 配對樣本 |     |     |       | EPS 配對樣本 |     |     |       |
|--------|-------|-------|-----|------|----------|-----|-----|-------|----------|-----|-----|-------|----------|-----|-----|-------|
|        | 合計    | PC    |     | %    | 合計       | PC  |     | %     | 合計       | PC  |     | %     | 合計       | PC  |     | %     |
|        |       | 0     | 1   |      |          | 0   | 1   |       |          | 0   | 1   |       |          | 0   | 1   |       |
| 水泥工業   | 55    | 44    | 11  | 0.10 | 18       | 7   | 11  | 1.24  | 18       | 7   | 11  | 1.25  | 18       | 7   | 11  | 1.24  |
| 食品工業   | 188   | 177   | 11  | 0.10 | 26       | 15  | 11  | 1.24  | 26       | 15  | 11  | 1.25  | 26       | 15  | 11  | 1.24  |
| 塑膠工業   | 211   | 187   | 24  | 0.23 | 39       | 15  | 24  | 2.71  | 39       | 15  | 24  | 2.73  | 39       | 15  | 24  | 2.70  |
| 紡織工業   | 420   | 401   | 19  | 0.18 | 36       | 17  | 19  | 2.14  | 36       | 17  | 19  | 2.16  | 36       | 17  | 19  | 2.14  |
| 電機機械   | 540   | 517   | 23  | 0.22 | 48       | 26  | 22  | 2.48  | 47       | 26  | 21  | 2.39  | 47       | 26  | 21  | 2.36  |
| 電器電纜   | 122   | 115   | 7   | 0.07 | 13       | 7   | 6   | 0.68  | 14       | 7   | 7   | 0.80  | 14       | 7   | 7   | 0.79  |
| 化學生技醫療 | 714   | 671   | 43  | 0.40 | 66       | 23  | 43  | 4.85  | 66       | 23  | 43  | 4.90  | 66       | 23  | 43  | 4.84  |
| 玻璃陶瓷   | 41    | 35    | 6   | 0.06 | 9        | 3   | 6   | 0.68  | 9        | 3   | 6   | 0.68  | 9        | 3   | 6   | 0.68  |
| 造紙工業   | 54    | 46    | 8   | 0.08 | 10       | 2   | 8   | 0.90  | 11       | 3   | 8   | 0.91  | 11       | 3   | 8   | 0.90  |
| 鋼鐵工業   | 305   | 286   | 19  | 0.18 | 36       | 17  | 19  | 2.14  | 36       | 17  | 19  | 2.16  | 35       | 17  | 18  | 2.03  |
| 橡膠工業   | 89    | 78    | 11  | 0.10 | 15       | 4   | 11  | 1.24  | 15       | 4   | 11  | 1.25  | 15       | 4   | 11  | 1.24  |
| 汽車工業   | 43    | 42    | 1   | 0.01 | 6        | 5   | 1   | 0.11  | 6        | 5   | 1   | 0.11  | 6        | 5   | 1   | 0.11  |
| 電子工業   | 6,084 | 5,948 | 136 | 1.28 | 325      | 195 | 130 | 14.67 | 320      | 193 | 127 | 14.46 | 327      | 194 | 133 | 14.98 |
| 建材營造   | 528   | 464   | 64  | 0.60 | 93       | 30  | 63  | 7.11  | 94       | 30  | 64  | 7.29  | 93       | 30  | 63  | 7.09  |
| 航運     | 181   | 172   | 9   | 0.08 | 21       | 13  | 8   | 0.90  | 20       | 12  | 8   | 0.91  | 22       | 14  | 8   | 0.90  |

表 1 政治關聯樣本之分佈 (續)

| 產業    | 全樣本    |        |     |      | ROE 配對樣本 |     |     |       | ROA 配對樣本 |     |     |       | EPS 配對樣本 |     |     |       |
|-------|--------|--------|-----|------|----------|-----|-----|-------|----------|-----|-----|-------|----------|-----|-----|-------|
|       | 合計     | PC     |     | %    | 合計       | PC  |     | %     | 合計       | PC  |     | %     | 合計       | PC  |     | %     |
|       |        | 0      | 1   |      |          | 0   | 1   |       |          | 0   | 1   |       |          | 0   | 1   |       |
| 觀光    | 131    | 124    | 7   | 0.07 | 10       | 3   | 7   | 0.79  | 10       | 3   | 7   | 0.80  | 10       | 3   | 7   | 0.79  |
| 貿易百貨  | 186    | 172    | 14  | 0.13 | 25       | 11  | 14  | 1.58  | 22       | 10  | 12  | 1.37  | 24       | 11  | 13  | 1.46  |
| 文化創意業 | 103    | 102    | 1   | 0.01 | 2        | 1   | 1   | 0.11  | 2        | 1   | 1   | 0.11  | 2        | 1   | 1   | 0.11  |
| 油電燃氣業 | 90     | 87     | 3   | 0.03 | 9        | 6   | 3   | 0.34  | 9        | 6   | 3   | 0.34  | 9        | 6   | 3   | 0.34  |
| 其他    | 537    | 501    | 36  | 0.34 | 79       | 43  | 36  | 4.06  | 78       | 42  | 36  | 4.10  | 79       | 43  | 36  | 4.05  |
| 合計    | 10,622 | 10,169 | 453 | 4.27 | 886      | 443 | 443 | 50.00 | 878      | 439 | 436 | 50.00 | 888      | 444 | 444 | 50.00 |

上表中全樣本、ROE 配對樣本、ROA 配對樣本及 EPS 配對樣本之欄位「%」，為各該類樣本下之各種產業別中有政治關聯（即 PC=1）樣本家數佔該類樣本總家數之百分比。例如，全樣本下的電子工業中有 136 家公司有政治關聯，約佔全樣本總家數 10,622 之 1.28%；ROE 配對樣本的電子工業中有 130 家公司有政治關聯，約佔該配對樣本總家數 866 之 14.67%，餘可類推。

表 2 未進行配對前全體樣本敘述統計量

| Panel A 全體樣本敘述統計量 (n=10,662) |        |       |        |        |        |        |        |
|------------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Variable                     | 平均數    | 標準差   | P1     | Q1     | 中位數    | Q3     | P99    |
| <i>ROE</i>                   | 0.043  | 0.198 | -0.805 | 0.002  | 0.067  | 0.144  | 0.398  |
| <i>ROA</i>                   | 0.036  | 0.094 | -0.284 | 0.004  | 0.042  | 0.085  | 0.253  |
| <i>EPS</i>                   | 1.482  | 3.030 | -5.730 | 0.030  | 1.080  | 2.670  | 12.050 |
| <i>PC</i>                    | 0.043  | 0.202 | 0.000  | 0.000  | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>MA</i>                    | 0.551  | 0.284 | 0.100  | 0.300  | 0.600  | 0.800  | 1.000  |
| <i>MAScore</i>               | -0.001 | 0.070 | -0.178 | -0.005 | -0.002 | 0.001  | 0.292  |
| <i>Size</i>                  | 15.163 | 1.435 | 12.494 | 14.156 | 14.977 | 15.967 | 19.446 |
| <i>Lev</i>                   | 0.421  | 0.183 | 0.069  | 0.282  | 0.422  | 0.549  | 0.872  |
| <i>Growth</i>                | 0.098  | 0.392 | -0.626 | -0.098 | 0.048  | 0.212  | 1.780  |
| <i>Top</i>                   | 0.199  | 0.115 | 0.000  | 0.119  | 0.180  | 0.261  | 0.561  |
| <i>FCF</i>                   | -0.003 | 0.120 | -0.452 | -0.043 | 0.014  | 0.061  | 0.251  |

  

| Panel B 有政治關聯樣本與無政治關聯樣本之差異性比較 |                 |       |       |       |                    |       |       |       |              |         |
|-------------------------------|-----------------|-------|-------|-------|--------------------|-------|-------|-------|--------------|---------|
| Variable                      | 有政治關聯樣本 (n=453) |       |       |       | 無政治關聯樣本 (n=10,169) |       |       |       | Diff.in Mean | t-test  |
|                               | Mean            | Q1    | Med.  | Q3    | Mean               | Q1    | Med.  | Q3    |              |         |
| <i>ROE</i>                    | 0.101           | 0.037 | 0.094 | 0.158 | 0.040              | 0.001 | 0.066 | 0.143 | 0.061        | 9.21*** |
| <i>ROA</i>                    | 0.059           | 0.025 | 0.052 | 0.093 | 0.035              | 0.003 | 0.041 | 0.085 | 0.024        | 7.04*** |

表 2 未進行配對前全體樣本敘述統計量 (續)

| Variable        | 有政治關聯樣本 (n=453) |        |        |        | 無政治關聯樣本 (n=10,169) |        |        |        | Diff.in | t-test               |
|-----------------|-----------------|--------|--------|--------|--------------------|--------|--------|--------|---------|----------------------|
|                 | Mean            | Q1     | Med.   | Q3     | Mean               | Q1     | Med.   | Q3     | Mean    |                      |
| <i>EPS</i>      | 2.334           | 0.510  | 1.770  | 3.450  | 1.443              | 0.020  | 1.060  | 2.630  | 0.891   | 5.83 <sup>***</sup>  |
| <i>MA</i>       | 0.551           | 0.300  | 0.600  | 0.700  | 0.549              | 0.300  | 0.600  | 0.800  | 0.002   | 0.17                 |
| <i>MA</i> Score | 0.001           | -0.024 | -0.004 | 0.004  | -0.001             | -0.005 | -0.002 | 0.001  | 0.002   | 0.40                 |
| <i>Size</i>     | 16.256          | 15.210 | 16.180 | 17.114 | 15.114             | 14.123 | 14.925 | 15.898 | 1.142   | 16.52 <sup>***</sup> |
| <i>Lev</i>      | 0.464           | 0.355  | 0.467  | 0.573  | 0.420              | 0.279  | 0.420  | 0.548  | 0.044   | 5.52 <sup>***</sup>  |
| <i>Growth</i>   | 0.157           | -0.040 | 0.073  | 0.267  | 0.096              | -0.100 | 0.046  | 0.210  | 0.061   | 3.22 <sup>***</sup>  |
| <i>Top</i>      | 0.211           | 0.126  | 0.191  | 0.280  | 0.199              | 0.119  | 0.180  | 0.260  | 0.012   | 2.15 <sup>*</sup>    |
| <i>FCF</i>      | 0.018           | -0.025 | 0.024  | 0.068  | -0.003             | -0.045 | 0.013  | 0.061  | 0.021   | 4.49 <sup>***</sup>  |

1. 各連續變數之前後 1% 觀測值皆經過 winsorization 處理。

2. <sup>\*\*\*</sup>、<sup>\*</sup>分別表示 1%、10% 的雙尾顯著水準。

3. 變數定義：*ROE*：股東權益報酬率；*ROA*：資產報酬率；*EPS*：每股盈餘；*PC*：政治關聯；*MA*：管理者能力；*MA*Score：管理者能力分數；*Size*：公司規模；*Lev*：負債比率；*Growth*：銷售成長率；*Top*：持股比率；*FCF*：自由現金流量。

控制變數之敘述統計量方面，公司規模 (*Size*) 的平均數為 15.163 (中位數為 14.977)、負債比率 (*Lev*) 之平均數為 42.1% (中位數為 42.2%)、銷售成長率 (*Growth*) 之平均數為 9.8% (中位數為 4.8%)、董事、經理人持股比率 (*Top*) 之平均數為 19.9% (中位數為 18.0%)、自由現金流量 (*FCF*) 之平均數為 -0.3% (中位數為 1.4%)。今進一步將全體樣本區分為有政治關聯 ( $n=453$ ) 與無政治關聯 ( $n=10,169$ ) 等兩組樣本後，由 Panel B 的平均數差異檢定顯示，有透過政治獻金建立政治關聯樣本的 *ROE*、*ROA* 及 *EPS* 等績效變數之平均值分別為 10.1%、5.9% 及 2.334 元，是顯著高於無政治關聯樣本之績效表現；其次，具政治關聯樣本之公司規模較大 (平均數為 16.256)、負債比率較高 (平均數為 46.4%)、銷售成長率較高 (平均數為 15.7%)、董事、經理人持股比率較高 (平均數為 21.1%)，自由現金流量亦較高 (平均數為 1.8%)。

本文採用傾向分數配對法來修正公司捐獻政治獻金與否的自我選擇偏誤所衍生的內生性問題，使用最近鄰近配對法並設定帶寬之值為 0.01，透過抽出不放回法對每一筆政治關聯樣本找到一筆無政治關聯樣本形成配對，接著以 *t* 檢定對其進行共變元平衡檢測以檢視配對樣本品質。表 3 為彙整公司績效分別為 *ROE*、*ROA* 與 *EPS* 時，得出有政治關聯與無政治關聯配對樣本的敘述統計量及 PSM 共變元平衡檢測結果。表中數據顯示，形成配對樣本中的有政治關聯樣本的 *ROE*、*ROA* 及 *EPS* 等績效變數之平均值皆顯著高於無政治關聯樣本之績效平均值；其次，以 *t* 檢定對納入式(3)中作為進行配對樣本選取的 *Size*、*Lev*、*Growth*、*Top* 與 *FCF* 等變數進行共變元平衡檢測結果皆為統計上不顯著，顯示形成的有政治關聯與無政治關聯配對樣本在這些變數上有相似的分配，故認定此兩群體之分配具平衡性。

表 3 PSM 配對樣本敘述統計量

| Panel A 以 <i>ROE</i> 衡量公司績效之配對樣本敘述統計量及 PSM 共變元平衡檢測 ( $n=886$ ) |                     |        |        |        |                     |        |        |        |        |         |
|--|---------------------|--------|--------|--------|---------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Variable   | 有政治關聯樣本 ( $n=443$ ) |        |        |        | 無政治關聯樣本 ( $n=443$ ) |        |        |        | Diff.  | t-test  |
|  | Mean                | Q1     | Med.   | Q3     | Mean                | Q1     | Med.   | Q3     |        |         |
| <i>ROE</i>   | 0.105               | 0.038  | 0.096  | 0.160  | 0.054               | 0.011  | 0.075  | 0.145  | 0.051  | 5.12*** |
| <i>MA</i>  | 0.551               | 0.300  | 0.600  | 0.700  | 0.544               | 0.300  | 0.500  | 0.800  | 0.007  | 0.40    |
| <i>MA</i> Score  | 0.001               | -0.024 | -0.004 | 0.004  | -0.005              | -0.017 | -0.002 | 0.002  | 0.006  | 1.16    |
| <i>Size</i>  | 16.256              | 15.210 | 16.180 | 17.088 | 16.199              | 15.108 | 15.976 | 17.118 | 0.057  | 0.56    |
| <i>Lev</i>   | 0.462               | 0.351  | 0.466  | 0.571  | 0.469               | 0.344  | 0.477  | 0.588  | -0.007 | -0.62   |
| <i>Growth</i>  | 0.161               | -0.037 | 0.076  | 0.267  | 0.165               | -0.062 | 0.063  | 0.234  | -0.005 | -0.16   |
| <i>Top</i>   | 0.212               | 0.130  | 0.193  | 0.280  | 0.202               | 0.122  | 0.182  | 0.268  | 0.010  | 1.32    |
| <i>FCF</i>   | 0.018               | -0.025 | 0.025  | 0.068  | 0.025               | -0.014 | 0.023  | 0.070  | -0.007 | -1.14   |

表 3 PSM 配對樣本敘述統計量 (續)

| Panel B 以 ROA 衡量公司績效之配對樣本敘述統計量及 PSM 共變元平衡檢測 (n=878) |                 |        |        |        |                 |        |        |        |        |         |
|---|-----------------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Variable  | 有政治關聯樣本 (n=439) |        |        |        | 無政治關聯樣本 (n=439) |        |        |        | Diff.  | t-test  |
|   | Mean            | Q1     | Med.   | Q3     | Mean            | Q1     | Med.   | Q3     |        |         |
| ROA   | 0.060           | 0.025  | 0.052  | 0.092  | 0.035           | 0.008  | 0.042  | 0.078  | 0.025  | 5.04*** |
| MA  | 0.552           | 0.300  | 0.600  | 0.700  | 0.546           | 0.300  | 0.500  | 0.800  | 0.005  | 0.30    |
| MAScore   | 0.002           | -0.024 | -0.004 | 0.004  | -0.005          | -0.018 | -0.002 | 0.002  | 0.007  | 1.27    |
| Size  | 16.265          | 15.234 | 16.180 | 17.134 | 16.202          | 15.123 | 15.977 | 17.118 | 0.063  | 0.62    |
| Lev   | 0.464           | 0.355  | 0.467  | 0.574  | 0.473           | 0.356  | 0.479  | 0.588  | -0.009 | -0.80   |
| Growth  | 0.153           | -0.037 | 0.073  | 0.267  | 0.169           | -0.061 | 0.063  | 0.236  | -0.016 | -0.55   |
| Top   | 0.212           | 0.130  | 0.193  | 0.280  | 0.203           | 0.123  | 0.183  | 0.268  | 0.009  | 1.20    |
| FCF   | 0.019           | -0.025 | 0.025  | 0.068  | 0.023           | -0.015 | 0.022  | 0.068  | -0.004 | -0.72   |

  

| Panel C 以 EPS 衡量公司績效之配對樣本敘述統計量及 PSM 共變元平衡檢測 (n=888) |                 |        |        |        |                 |        |        |        |        |         |
|---|-----------------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Variable  | 有政治關聯樣本 (n=444) |        |        |        | 無政治關聯樣本 (n=444) |        |        |        | Diff.  | t-test  |
|   | Mean            | Q1     | Med.   | Q3     | Mean            | Q1     | Med.   | Q3     |        |         |
| EPS   | 2.243           | 0.510  | 1.765  | 3.410  | 1.585           | 0.165  | 1.415  | 2.790  | 0.658  | 3.36*** |
| MA  | 0.547           | 0.300  | 0.600  | 0.700  | 0.547           | 0.300  | 0.550  | 0.800  | 0.000  | 0.01    |
| MAScore   | 0.001           | -0.024 | -0.004 | 0.004  | -0.005          | -0.017 | -0.002 | 0.002  | 0.007  | 1.20    |
| Size  | 16.262          | 15.222 | 16.172 | 17.135 | 16.194          | 15.106 | 15.976 | 17.115 | 0.068  | 0.66    |
| Lev   | 0.464           | 0.355  | 0.467  | 0.573  | 0.471           | 0.355  | 0.478  | 0.583  | -0.007 | -0.63   |
| Growth  | 0.149           | -0.041 | 0.072  | 0.258  | 0.168           | -0.061 | 0.064  | 0.235  | -0.019 | -0.66   |
| Top   | 0.210           | 0.124  | 0.191  | 0.276  | 0.202           | 0.122  | 0.182  | 0.267  | 0.008  | 1.11    |
| FCF   | 0.019           | -0.025 | 0.024  | 0.068  | 0.023           | -0.015 | 0.022  | 0.068  | -0.004 | -0.72   |

1. 各連續變數之前後 1% 觀測值皆經過 winsorization 處理。

2. \*\*\* 表示 1% 的雙尾顯著水準。

3. 變數定義請參考表 2。

## 二、相關係數分析

表 4 為本文配對樣本後變數間的相關係數矩陣，右上方為 Spearman 相關係數，左下方為 Pearson 相關係數。表中數據顯示，股東權益報酬率 (ROE)、資產報酬率 (ROA) 及每股盈餘 (EPS) 與政治關聯 (PC) 皆呈顯著正相關，顯示政治關聯有助於提升

公司績效，符合假說H1的預期；同時，這三個績效變數與管理者能力（*MA*）間亦呈顯著正相關，顯示管理者能力愈好的公司會有愈佳的績效表現，符合假說H2的預期；雖然，政治關聯（*PC*）與管理者能力（*MA*）間呈弱相關且不顯著，然本文假說H3建立之目的，旨在檢測管理者能力對公司績效產生的正面效果，是否會受到公司有無透過政治獻金建立其政治關聯的影響，故其間相關性與此假說並無直接關聯。在控制變數方面，*Size*、*Growth*、*FCF* 與三個績效變數間都呈顯著正向關係，顯示規模愈大、成長力道愈強、擁有愈多的現金流量的公司，績效較好；*Lev*與*ROA*間呈顯著負向關係，顯示負債比率愈高公司之資產報酬率是較低。觀察表中所有自變數彼此間最大相關係數之絕對值小於0.27，表示兩兩變數間的相關程度並不高，故可以初步判斷本文後續實證分析中的共線性問題應該不大。

表 4 配對樣本相關係數表

| Panel A 以 <i>ROE</i> 衡量公司績效之相關係數 ( $n=886$ ) |            |           |           |             |            |               |            |            |
|--|------------|-----------|-----------|-------------|------------|---------------|------------|------------|
|  | <i>ROE</i> | <i>PC</i> | <i>MA</i> | <i>Size</i> | <i>Lev</i> | <i>Growth</i> | <i>Top</i> | <i>FCF</i> |
| <i>ROE</i>                                   | 1          | 0.118***  | 0.041     | 0.074**     | -0.008     | 0.217***      | 0.052      | 0.180***   |
| <i>PC</i>                                    | 0.170***   | 1         | 0.015     | 0.029       | -0.031     | 0.034         | 0.046      | -0.009     |
| <i>MA</i>                                    | 0.081**    | 0.014     | 1         | 0.068**     | 0.106***   | 0.088***      | 0.082**    | 0.014      |
| <i>Size</i>                                  | 0.076**    | 0.019     | 0.077**   | 1           | 0.230***   | 0.046         | -0.048     | -0.076**   |
| <i>Lev</i>                                   | -0.051     | -0.021    | 0.126***  | 0.244***    | 1          | 0.132***      | 0.055      | -0.293***  |
| <i>Growth</i>                                | 0.110***   | -0.006    | 0.090***  | -0.004      | 0.070**    | 1             | -0.055     | -0.108***  |
| <i>Top</i>                                   | 0.046      | 0.044     | 0.096***  | -0.025      | 0.086**    | 0.012         | 1          | 0.005      |
| <i>FCF</i>                                   | 0.127***   | -0.038    | 0.021     | -0.045      | -0.249***  | -0.200***     | 0.020      | 1          |
| Panel B 以 <i>ROA</i> 衡量公司績效之相關係數 ( $n=878$ ) |            |           |           |             |            |               |            |            |
|  | <i>ROA</i> | <i>PC</i> | <i>MA</i> | <i>Size</i> | <i>Lev</i> | <i>Growth</i> | <i>Top</i> | <i>FCF</i> |
| <i>ROA</i>                                   | 1          | 0.135***  | 0.023     | 0.026       | -0.215***  | 0.168***      | 0.024      | 0.246***   |
| <i>PC</i>                                    | 0.177***   | 1         | 0.012     | 0.030       | -0.037     | 0.028         | 0.042      | 0.001      |
| <i>MA</i>                                    | 0.058*     | 0.010     | 1         | 0.057*      | 0.097***   | 0.101***      | 0.082**    | 0.025      |
| <i>Size</i>                                  | 0.055**    | 0.021     | 0.066*    | 1           | 0.221***   | 0.044         | -0.054     | -0.065*    |
| <i>Lev</i>                                   | -0.179***  | -0.028    | 0.116***  | 0.237***    | 1          | 0.134***      | 0.043      | -0.285***  |
| <i>Growth</i>                                | 0.050*     | -0.019    | 0.102***  | -0.005      | 0.080**    | 1             | -0.054     | -0.112***  |
| <i>Top</i>                                   | 0.017      | 0.041     | 0.095***  | -0.031      | 0.073**    | 0.018         | 1          | 0.011      |
| <i>FCF</i>                                   | 0.198***   | -0.023    | 0.028     | -0.038      | -0.252***  | -0.175***     | 0.023      | 1          |

表 4 配對樣本相關係數表 (續)

Panel C 以 *EPS* 衡量公司績效之相關係數 ( $n=888$ )

|               | <i>EPS</i>           | <i>PC</i>            | <i>MA</i>            | <i>Size</i>          | <i>Lev</i>            | <i>Growth</i>         | <i>Top</i>           | <i>FCF</i>            |
|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| <i>EPS</i>    | 1                    | 0.100 <sup>***</sup> | 0.074 <sup>**</sup>  | 0.151 <sup>***</sup> | -0.064 <sup>*</sup>   | 0.186 <sup>***</sup>  | 0.053                | 0.195 <sup>***</sup>  |
| <i>PC</i>     | 0.114 <sup>***</sup> | 1                    | 0.001                | 0.031                | -0.032                | 0.022                 | 0.038                | -0.002                |
| <i>MA</i>     | 0.086 <sup>**</sup>  | 0.000                | 1                    | 0.061 <sup>*</sup>   | 0.093 <sup>***</sup>  | 0.102 <sup>***</sup>  | 0.090 <sup>***</sup> | 0.024                 |
| <i>Size</i>   | 0.143 <sup>***</sup> | 0.023                | 0.069 <sup>**</sup>  | 1                    | 0.231                 | 0.043                 | -0.050               | -0.075 <sup>**</sup>  |
| <i>Lev</i>    | -0.045               | -0.022               | 0.112 <sup>***</sup> | 0.247 <sup>***</sup> | 1                     | 0.135 <sup>***</sup>  | 0.045                | -0.291 <sup>***</sup> |
| <i>Growth</i> | 0.101 <sup>***</sup> | -0.022               | 0.104 <sup>***</sup> | -0.005               | 0.081 <sup>*</sup>    | 1                     | -0.053               | -0.106 <sup>***</sup> |
| <i>Top</i>    | 0.033                | 0.038                | 0.101 <sup>***</sup> | -0.027               | 0.075 <sup>**</sup>   | 0.018                 | 1                    | 0.006                 |
| <i>FCF</i>    | 0.133 <sup>***</sup> | -0.023               | 0.030                | -0.049               | -0.261 <sup>***</sup> | -0.172 <sup>***</sup> | 0.023                | 1                     |

1. 本表右上方為 Spearman 相關係數，左下方為 Pearson 相關係數。
2. <sup>\*\*\*</sup>、<sup>\*\*</sup>、<sup>\*</sup> 分別表示 1%、5%、10% 的雙尾顯著水準。
3. 各連續變數之前後 1% 觀測值皆經過 winsorization 處理。
4. 變數定義請參考表 2。

### 三、實證結果分析

#### (一) 政治關聯與公司績效關聯性

表 5 為政治關聯 (*PC*) 對公司績效 *ROE*、*ROA* 與 *EPS* 之迴歸估計結果。表中數據顯示，*PC* 的係數分別為 0.051 ( $t$  值 = 5.08)、0.024 ( $t$  值 = 4.94) 及 0.657 ( $t$  值 = 3.31)，皆呈正向顯著關係，表示透過政治獻金建立政治關聯公司之 *ROE*、*ROA* 與 *EPS*，是較沒有透過政治獻金建立政治關聯公司之績效為佳，分別為 5.1%、2.4% 及 0.657 元。由實證結果可知，無論考慮哪一種績效指標，企業願意透過對政黨進行現金捐贈以取得政治連結，不僅對企業營運績效是有幫助的，且對公司績效提升是具有經濟顯著性，支持學者 Baysinger (1984) 的延升資源依賴理論觀點，故本文假說 H1 獲得實證支持。此結果與支持政治關聯對公司績效有正面效果之研究發現為一致 (Li et al., 2008; Hu and Leung, 2012; Su and Fung, 2013; Ding et al., 2014)。

回顧過去以公司的董事、高階經理人或者大股東與政府機關或政治人物有關係來定義政治關聯之相關研究結果顯示，這類的政治連結對公司績效之正反面影響皆有可能；究其原因，公司聘任有政治背景的董事或高階經理人，或是公司擁有具政治背景的大股東，這兩種情境的背後動機都需要再進一步深入去探討。然而，本文定義的政治關係之連結，是建立在企業透過金錢方式去尋求自己租金收益觀點上；換言之，動機就是尋求租金收益，而假說 H1 獲得實證支持，正好提供這類政治關聯與公司績效間關係的新證據。

控制變數方面的實證結果顯示，規模 (*Size*) 越大與成長力道愈強 (*Growth*) 的公司績效較佳，這些與本文預期及過去文獻之發現相符。其次，負債比率愈高 (*Lev*) 的公司績效愈差，顯示公司資金來自長期負債的比重愈大，代理成本愈大 (Jensen and Meckling, 1976)，故未來面臨償債責任及利息支出亦越高，而導致無法償付債務本息之可能性亦越大，對公司績效有負向影響；自由現金流量 (*FCF*) 愈多的公司之績效愈佳，顯示公司存在愈多自由現金流量時，管理者會選擇對於公司長期穩定和增長的決策，而不是選擇有利於維護自身利益而忽略股東利益的決策<sup>12</sup>，即使公司管理者有自利動機，也會受到董事會及薪酬委員會的制約，故管理者將自由現金流量運用得當，使投資產生的邊際利益提高，創造管理者與股東雙贏的結果，並沒有與自利動機假設衝突，公司之績效會愈佳。

表 5 政治關聯與公司績效之關聯性

| 變數                       | 預期<br>符號 | (1)ROE    |         | (2)ROA    |         | (3)EPS    |         |
|--------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
|                          |          | 係數        | (t 值)   | 係數        | (t 值)   | 係數        | (t 值)   |
| <i>Intercept</i>         | N/A      | -0.116*   | (-1.68) | -0.016    | (-0.47) | -3.742*** | (-2.77) |
| <i>PC</i>                | +        | 0.051***  | (5.08)  | 0.024***  | (4.94)  | 0.657***  | (3.31)  |
| <i>Size</i>              | +        | 0.011***  | (3.31)  | 0.005***  | (3.04)  | 0.330***  | (4.88)  |
| <i>Lev</i>               | ?        | -0.085*** | (-2.71) | -0.089*** | (-5.75) | -1.734*** | (-2.76) |
| <i>Growth</i>            | +        | 0.045***  | (3.82)  | 0.013**   | (2.35)  | 0.787***  | (3.36)  |
| <i>Top</i>               | +        | 0.050     | (1.12)  | 0.019     | (0.90)  | 0.571     | (0.65)  |
| <i>FCF</i>               | ?        | 0.244***  | (4.34)  | 0.147***  | (5.25)  | 5.050***  | (4.49)  |
| <i>Industry</i>          | N/A      | 控制        |         | 控制        |         | 控制        |         |
| <i>Year</i>              | N/A      | 控制        |         | 控制        |         | 控制        |         |
| <i>Adj-R<sup>2</sup></i> |          | 0.121     |         | 0.160     |         | 0.117     |         |
| F-值                      |          | 4.79***   |         | 6.21***   |         | 4.68***   |         |
| <i>n</i>                 |          | 886       |         | 878       |         | 888       |         |

1. \*\*\*、\*\*、\* 分別表示 1%、5%、10% 的雙尾顯著水準。
2. 各連續變數之前後 1% 觀測值皆經過 winsorization 處理。
3. 控制的產業虛擬變數中，在不同模式下係數達統計上顯著的產業主要分佈在塑膠工業、電機機械工業、橡膠工業、建材營造、航運、貿易百貨、油電燃氣業及其他等產業中；控制年度別虛擬變數中，在不同模式下係數達統計上顯著的年度分佈在 2007、2008、2010、2011 及 2012 年中。
4. 變數定義請參考表 2。

<sup>12</sup> Chandler (1977) 提出管理資本主義 (Managerial Capitalism)，該研究調查中指出，美國經濟的成功，端賴於企業資訊透明協助決策，專業經理人也會選擇對於公司長期穩定和增長的決策，而不是短視近利的短期利益自利決策。

## (二) 管理者能力與公司績效關聯性

表6為管理者能力(MA)對公司績效ROE、ROA與EPS之迴歸估計結果；表中數據顯示，MA的係數分別為0.040 (t值= 2.58)、0.020 (t值=2.19)及0.852 (t值=2.36)，皆呈正向顯著關係，表當管理者能力愈好時，對企業營運是有幫助的，故公司的績效愈佳，支持本文假說H2。就經濟顯著性方面，當管理者能力從排序為後25%提昇到前25%時，公司的ROE、ROA與EPS將分別增加2%、1%與0.476元，將其與表2中的ROE、ROA與EPS之平均數(分別為4.3%、3.6%及1.482元)比較可知，管理者能力對公司績效之影響是具有經濟顯著性。本文假說H2獲得實證支持之結果不僅與既有文獻的發現一致(林秀鳳與李建然, 2008; Switzer and Bourdon, 2011; Chemmanur and Paeglis, 2005)，也正好充實管理者能力與公司績效間關聯性的證據。控制變數方面之結果，與表5之結果一致。

表 6 管理者能力與公司績效之關聯性

| 變數                       | 預期<br>符號 | (1)ROE    |         | (2)ROA    |         | (3)EPS    |         |
|--------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
|                          |          | 係數        | (t 值)   | 係數        | (t 值)   | 係數        | (t 值)   |
| <i>Intercept</i>         | N/A      | -0.110    | (-1.58) | -0.014    | (-0.42) | -3.720*** | (-2.74) |
| <i>MA</i>                | +        | 0.040**   | (2.58)  | 0.020**   | (2.19)  | 0.852**   | (2.36)  |
| <i>Size</i>              | +        | 0.022***  | (3.40)  | 0.005***  | (3.17)  | 0.333***  | (4.91)  |
| <i>Lev</i>               | -        | -0.105*** | (-3.29) | -0.098*** | (-6.29) | -2.032*** | (-3.22) |
| <i>Growth</i>            | +        | 0.039***  | (3.28)  | 0.010*    | (1.76)  | 0.674***  | (2.86)  |
| <i>Top</i>               | ?        | 0.041     | (0.90)  | 0.015     | (0.67)  | 0.373     | (0.42)  |
| <i>FCF</i>               | ?        | 0.212***  | (3.73)  | 0.132***  | (4.67)  | 4.583***  | (4.06)  |
| <i>Industry</i>          | N/A      | 控制        |         | 控制        |         | 控制        |         |
| <i>Year</i>              | N/A      | 控制        |         | 控制        |         | 控制        |         |
| <i>Adj-R<sup>2</sup></i> |          | 0.099     |         | 0.140     |         | 0.112     |         |
| <i>F-值</i>               |          | 4.03***   |         | 5.47***   |         | 4.49***   |         |
| <i>n</i>                 |          | 886       |         | 878       |         | 888       |         |

1. \*\*\*、\*\*、\*分別表示 1%、5%、10%的雙尾顯著水準。
2. 各連續變數之前後 1% 觀測值皆經過 winsorization 處理。
3. 控制的產業虛擬變數中，在不同模式下係數達統計上顯著的產業主要分佈在塑膠工業、電機機械工業、橡膠工業、建材營造、航運、貿易百貨、油電燃氣業及其他等產業中；控制年度別虛擬變數中，在不同模式下係數達統計上顯著的年度分佈在 2007、2008、2010、2011 及 2012 年中。
4. 變數定義請參考表 2。

## (三) 政治關聯、管理者能力與公司績效之關聯性

表7為政治關聯(PC)與管理者能力(MA)同時分別對公司績效ROE、ROA與EPS之迴歸估計結果。欄(1)及(2)結果顯示，PC×MA的係數分別為-0.068 (t值=-1.86)

及-0.030 ( $t$ 值=-2.02)，皆呈負向顯著關係，表有政治關聯公司之管理者能力對公司績效 $ROE$ 或 $ROA$ 的正面效果，是顯著低於無政治關聯公司。進一步分析其經濟顯著性可知，平均而言，當管理者能力從排序後25%提昇到前25%時，有政治關聯公司的 $ROE$ 與 $ROA$ 提升的幅度；反而是顯著小於無政治關聯公司之 $ROE$ 與 $ROA$ 提升的幅度，其差異分別為3.4%與1.5%。欄(3)結果顯示， $PC \times MA$ 的係數為-0.109 ( $t$ 值=-0.15)，雖未達統計上顯著；但進一步分析其經濟顯著性可知，當管理者能力從排序後25%提昇到前25%時，有政治關聯公司的 $EPS$ 提升的幅度是小于無政治關聯公司之 $EPS$ 提升的幅度約0.0545元。

綜合上述分析，本文假說H3在公司績效變數為 $ROE$ 與 $ROA$ 時得到實證支持，且發現政治關聯會削弱管理者能力對公司績效的正面效果，並使得有政治關聯公司之管理者能力對公司績效的正面效果顯著小於無政治關聯公司之管理者能力對公司績效的正面效果。其次，就經濟顯著性而言，管理者能力對三個公司績效的正向影響在有與無政治關聯樣本公司上之差異性，亦都具經濟顯著性。所以，本文可以合理推論，公司從事捐贈獻金予政黨類的活動，對其致力於提升管理者能力後而對公司會計績效產生的正面影響產生削弱效果。但是，這並不是呼應紀信義等人(2017)的實證發現，因為本文假說H1在實證上仍支持政治關聯是有助於提升公司績效；本文有別於紀信義等人(2017)的議題出發點，同時考量企業政治尋租與經營管理者能力兩種有限資源，經檢測假說H3的實證發現，對擁有能力強的管理團隊公司決策者而言，可提供其在決定是否要投入這類政治活動去建立政治連結參考用。控制變數方面之結果，與表5之結果一致。

#### (四)敏感性檢測

##### 1. 政治獻金與公司績效之關聯性

本文之政治關聯的定義，係以公司是否有透過政治獻金方式來建立其與政府之連結為判斷依據。此小節將改採政治獻金金額為政治關聯的衡量變數，故定義  $PC\_Donation = \ln(1 + Donation)$ ，其中  $Donation$  表政治獻金的金額(單位：千元)，重新檢測本文假說H1及假說H3後，表8的Panel A的結果顯示  $PC\_Donation$  對 $ROE$ 、 $ROA$ 與 $EPS$ 的影響與表5一致，Panel B的結果顯示  $PC\_Donation \times MA$  對 $ROE$ 、 $ROA$ 與 $EPS$ 的影響與表7一致。

##### 2. 政治關聯、管理者能力分數與公司績效之關聯性

本文援引 Demerjian et al. (2013)之作法，求此分數於每年各產業中的十分位等級數，並將其轉換為介於0~1的數值；今改採原始的分數(MAScore)進行本文的假說檢測，表9的Panel A的結果顯示，除了以 $EPS$ 以外，MAScore對 $ROE$ 與 $ROA$ 的影響與表6一致，Panel B的結果顯示  $PC \times MAScore$  對 $ROE$ 、 $ROA$ 與 $EPS$ 的影響與表7相似。

表 7 政治關聯、管理者能力與公司績效

| 變數                       | 預期<br>符號 | (1)ROE    |         | (2)ROA    |         | (3)EPS    |         |
|--------------------------|----------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
|                          |          | 係數        | (t 值)   | 係數        | (t 值)   | 係數        | (t 值)   |
| <i>Intercept</i>         | N/A      | -0.137**  | (-1.99) | -0.028    | (-0.82) | -3.900*** | (-2.87) |
| <i>PC</i>                | +        | 0.088***  | (3.99)  | 0.044***  | (4.06)  | 0.730*    | (1.68)  |
| <i>MA</i>                | +        | 0.072***  | (2.95)  | 0.037***  | (3.06)  | 0.936*    | (1.92)  |
| <i>PC*MA</i>             | -        | -0.068*   | (-1.86) | -0.030**  | (-2.02) | -0.109    | (-0.15) |
| <i>Size</i>              | +        | 0.011***  | (3.21)  | 0.005***  | (2.97)  | 0.320***  | (4.74)  |
| <i>Lev</i>               | -        | -0.091*** | (-2.89) | -0.091*** | (-5.90) | -1.881    | (-2.99) |
| <i>Growth</i>            | +        | 0.041***  | (3.46)  | 0.011*    | (1.94)  | 0.724***  | (3.07)  |
| <i>Top</i>               | ?        | 0.042     | (0.95)  | 0.016     | (0.73)  | 0.410     | (0.47)  |
| <i>FCF</i>               | ?        | 0.244***  | (4.32)  | 0.147***  | (5.24)  | 4.853***  | (4.31)  |
| <i>Industry</i>          | N/A      | 控制        |         | 控制        |         | 控制        |         |
| <i>Year</i>              | N/A      | 控制        |         | 控制        |         | 控制        |         |
| <i>Adj-R<sup>2</sup></i> |          | 0.127     |         | 0.167     |         | 0.122     |         |
| F-值                      |          | 4.80***   |         | 6.17***   |         | 4.61***   |         |
| <i>n</i>                 |          | 886       |         | 878       |         | 888       |         |

1. \*\*\*、\*\*、\* 分別表示 1%、5%、10% 的雙尾顯著水準。
2. 各連續變數之前後 1% 觀測值皆經過 winsorization 處理。
3. 控制的產業虛擬變數中，在不同模式下係數達統計上顯著的產業主要分佈在塑膠工業、電機機械工業、橡膠工業、建材營造、航運、貿易百貨、油電燃氣業及其他等產業中；控制年度別虛擬變數中，在不同模式下係數達統計上顯著的年度分佈在 2007、2008、2010、2011 及 2012 年中。
4. 變數定義請參考表 2。

表 8 敏感性檢測—政治獻金、管理者能力與公司績效關聯性

| Panel A 政治獻金與公司績效        |          |         |          |         |          |         |
|--------------------------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| 變數                       | ROE      |         | ROA      |         | EPS      |         |
|                          | 係數       | (t 值)   | 係數       | (t 值)   | 係數       | (t 值)   |
| <i>PC_Donation</i>       | 0.007*** | (4.73)  | 0.004*** | (4.90)  | 0.107*** | (3.60)  |
| <i>Adj-R<sup>2</sup></i> | 0.117    |         | 0.159    |         | 0.119    |         |
| F-值                      | 4.67***  |         | 6.19***  |         | 4.76***  |         |
| Panel B 政治獻金、管理者能力與公司績效  |          |         |          |         |          |         |
| <i>PC_Donation</i>       | 0.012*** | (3.73)  | 0.006*** | (3.93)  | 0.104    | (0.60)  |
| <i>MA</i>                | 0.068*** | (2.83)  | 0.035*** | (2.94)  | 0.847*   | (1.47)  |
| <i>PC_Donation × MA</i>  | -0.010*  | (-1.78) | -0.005** | (-1.98) | -0.006   | (-0.05) |
| <i>Adj-R<sup>2</sup></i> | 0.157    |         | 0.166    |         | 0.123    |         |
| F-值                      | 4.66***  |         | 6.13***  |         | 4.67***  |         |
| <i>n</i>                 | 886      |         | 878      |         | 888      |         |

1. \*\*\*、\*\*、\* 分別表示 1%、5%、10% 的雙尾顯著水準。
2. 各連續變數之前後 1% 觀測值皆經過 winsorization 處理。
3.  $PC\_Donation = \ln(1 + Donation)$ ，其中 *Donation* 表政治獻金金額；其他變數定義請參考表 2。

表 9 敏感性檢測—政治獻金、管理者能力分數與公司績效關聯性

| Panel A 管理者能力與公司績效       |          |         |                     |         |                    |         |
|--------------------------|----------|---------|---------------------|---------|--------------------|---------|
| 變數                       | ROE      |         | ROA                 |         | EPS                |         |
|                          | 係數       | (t 值)   | 係數                  | (t 值)   | 係數                 | (t 值)   |
| <i>MAScore</i>           | 0.159**  | (2.67)  | 0.071**             | (2.56)  | 0.189 <sup>+</sup> | (1.46)  |
| <i>Adj-R<sup>2</sup></i> | 0.122    |         | 0.171               |         | 0.123              |         |
| F-值                      | 4.83***  |         | 6.63***             |         | 4.81***            |         |
| Panel B 政治獻金、管理者能力與公司績效  |          |         |                     |         |                    |         |
| <i>PC</i>                | 0.028*** | (2.84)  | 0.008*              | (1.84)  | 0.328 <sup>+</sup> | (1.54)  |
| <i>MAScore</i>           | 0.318*** | (2.93)  | 0.144**             | (2.57)  | 0.588**            | (2.30)  |
| <i>PC × MAScore</i>      | -0.221*  | (-1.73) | -0.095 <sup>+</sup> | (-1.49) | -0.533*            | (-1.81) |
| <i>Adj-R<sup>2</sup></i> | 0.131    |         | 0.175               |         | 0.127              |         |
| F-值                      | 4.92***  |         | 6.43***             |         | 4.72***            |         |
| <i>n</i>                 | 886      |         | 878                 |         | 888                |         |

1. \*\*\*、\*\*、\*分別表示 1%、5%、10%的雙尾顯著水準；<sup>+</sup>表示 10%的單尾顯著水準。

2. 各連續變數之前後 1%觀測值皆經過 winsorization 處理。

3. 變數定義請參考表 2。

### 3. 採抽出放回法之傾向分數配對樣本實證結果

本文進行實證分析之樣本係採傾向分數配對法中的最近鄰近配對法，並設定帶寬之值為 0.01，針對有進行捐獻政治獻金之每個樣本，以抽出不放回法在其所屬年度之產業中，選取傾向分數與其最接近之未進行捐獻政治獻金樣本形成 1:1 的配對。學者 Shipman et al. (2017)在其研究中指出，執行傾向分數配對法過程中，對其帶寬或是選擇配對樣本所採用抽樣方法的不同設定，都將會影響到最終形成的配對結果，故有可能會使實證分析產生變化；因此，建議學者們應該要針對此部分進行敏感性測。DeFond, Erkens, and Zhang (2017)特別指出，過去探討四大會計師事務所的審計品質是否會受其客戶特性影響一議題之相關文獻中，大部分的作者都會強調客戶選擇事務所非為一隨機性行為，故此類自我選擇偏誤所衍生的內生性問題不能忽略，而傾向分數配對法是最常被學者們用來解決此類計量問題的方法，其中又以最近鄰近配對法被採用的次數最多；所以，此篇作者們針對最近鄰近配對法中的實驗組與對照組的樣本數比例設定不同，將如何影響實證結果作深入的探討。

基於 Shipman et al. (2017)及 DeFond et al. (2017)等學者們之建議，本小節改採抽出放回法形成新的配對樣本，此法與抽出不放回法的最大差別，在於即使設定為 1:1 的配對條件，但被選中的樣本仍會被放回一開始進行配對選樣的群體中，故有可能會被重複選中，致使最終形成的實驗組與對照組樣本數比例不會是 1:1。經改採抽出放回法後，公司績效為 *ROE*、*ROA* 與 *EPS* 時所形成的有政治關聯樣本與無政治關

聯樣本數之比，分別為 443/411、444/411 及 452/411，而利用這些樣本重新對本文三個假設進行檢測之結果彙整於下面的表 10；表中結果顯示，大致上的發現與表 5~表 7 為一致。

表 10 敏感性檢測—採抽出放回法之傾向分數配對樣本實證結果

| Panel A 政治關聯與公司績效       |                      |         |                      |         |                      |         |
|-------------------------|----------------------|---------|----------------------|---------|----------------------|---------|
| 變數                      | ROE                  |         | ROA                  |         | EPS                  |         |
|                         | 係數                   | (t 值)   | 係數                   | (t 值)   | 係數                   | (t 值)   |
| PC                      | 0.044 <sup>***</sup> | (3.95)  | 0.013 <sup>***</sup> | (2.77)  | 0.500 <sup>**</sup>  | (2.23)  |
| Adj-R <sup>2</sup>      | 0.124                |         | 0.147                |         | 0.138                |         |
| F-值                     | 4.76 <sup>***</sup>  |         | 5.75 <sup>***</sup>  |         | 5.33 <sup>***</sup>  |         |
| Panel B 管理者能力與公司績效      |                      |         |                      |         |                      |         |
| MA                      | 0.050 <sup>**</sup>  | (2.58)  | 0.019 <sup>**</sup>  | (2.21)  | 0.144 <sup>***</sup> | (3.70)  |
| Adj-R <sup>2</sup>      | 0.114                |         | 0.144                |         | 0.147                |         |
| F-值                     | 4.44 <sup>***</sup>  |         | 5.64 <sup>***</sup>  |         | 5.65 <sup>***</sup>  |         |
| Panel C 政治獻金、管理者能力與公司績效 |                      |         |                      |         |                      |         |
| PC                      | 0.093 <sup>***</sup> | (3.88)  | 0.033 <sup>***</sup> | (3.15)  | 0.156 <sup>***</sup> | (3.22)  |
| MA                      | 0.096 <sup>***</sup> | (3.69)  | 0.036 <sup>***</sup> | (3.16)  | 0.232 <sup>***</sup> | (4.47)  |
| PC×MA                   | -0.082 <sup>**</sup> | (-2.16) | -0.034 <sup>**</sup> | (-2.01) | -0.173 <sup>**</sup> | (-2.25) |
| Adj-R <sup>2</sup>      | 0.136                |         | 0.155                |         | 0.158                |         |
| F-值                     | 4.95 <sup>***</sup>  |         | 5.75 <sup>***</sup>  |         | 5.74 <sup>***</sup>  |         |
| n                       | 854                  |         | 855                  |         | 863                  |         |

1. <sup>\*\*\*</sup>、<sup>\*\*</sup> 分別表示 1%、5% 的雙尾顯著水準。
2. 各連續變數之前後 1% 觀測值皆經過 winsorization 處理。
3. 其他變數定義請參考表 2。

#### 4. 加入家族企業控制變數之測試

國內學者李宗榮(2016)對台灣企業集團 2008 年立委選舉的政治獻金進行實證分析的結果發現，通常家族企業集團都具備有一定的規模且能見度高，故大型家族企業集團似乎是台灣政治現金活動中的主導力量；換言之，若未將家族企業因素控制住，將因政治關聯與模式誤差項間存在相關性而違背模式基本假設，此時估計結果將產生偏誤。因此，本文於實證模式(4)~(12)中加入家族企業(Family)虛擬變數加以控制；未列表結果顯示：(1)檢測假說 H1 時，公司績效 ROE、ROA 與 EPS 之迴歸模式中 PC 的係數分別為 0.052 (t 值=5.11, p-值<0.01)、0.024 (t 值=4.99, p-值<0.01) 及 0.666 (t 值=3.15, p-值<0.01)，皆呈正向顯著關係；(2)檢測假說 H2 時，公司績效 ROE、ROA 與 EPS 之迴歸模式中 MA 的係數分別為 0.040 (t 值=2.18, p-值<0.05)、

0.020 (t 值=2.21, p-值<0.05)及 0.854 (t 值=2.37, p-值<0.05), 皆呈正向顯著關係; (3) 檢測假說 H3 時, 公司績效 ROE、ROA 與 EPS 之迴歸模式中 PC×MA 的係數分別為 -0.068 (t 值=-1.86, p-值<0.10)、-0.036 (t 值=-2.04, p-值<0.05)及-0.119 (t 值=-0.17), 僅前兩者呈負向顯著關係。上述結果與表 5~表 7 之發現為一致。

## 伍、結論與建議

企業基於自利的動機, 會透過政治尋租來進行政商連結, 且全世界各國政府也都提供這類資金挹注予受贈者的一個合法管道; 而學者Faccio (2006)在其研究中指出, 企業與當地政府建立良好關係現象是普遍存在於世界各國中。本文以臺灣證券交易所上市櫃公司為研究對象, 研究期間為2004年至2012年, 以企業是否有對政黨進行現金捐贈行為作為判斷政治關聯的依據, 並依循學者Demerjian et al. (2012, 2013)提出的DEA與Tobit迴歸分析等兩階段模型, 估算管理者能力變數值, 探討政治關聯、管理者能力與公司績效間之關聯性。實證結果發現: (1)有政治關聯公司的績效表現較無政治關聯公司的績效表現好; (2)公司的管理者能力愈好時, 公司整體的績效表現愈佳; (3)進一步檢視管理者能力對公司績效產生的正面效果, 是否會受到公司透過政治獻金建立其政治關聯的影響, 結果顯示透過捐獻政治獻金所建立的政治關聯是會削弱管理者能力對公司績效產生的正面影響力。

就作者所知, 本文為第一篇同時探討管理者能力與政治關聯對公司績效影響的研究, 且將學者 Demerjian et al. (2012)提出的衡量管理者能力方法應用在臺灣上市櫃公司之實證研究付之闕如, 加上本文係以公司是否捐獻政治獻金來作為判斷政治關聯之依據進行實證分析, 故實證結果可以對與本議題有關之文獻提供新的實證證據。基於從事政治獻金或是經營管理者能力等活動上都必然有支付成本概念上, 本文實證結果是支持透過政治獻金建立公司與政府連結之作法, 因為實證結果顯示其對公司績效仍是有正面效果; 而就管理者能力而言, 其對企業營運的重要性, 不僅過去相關研究之實證皆得出管理者能力對公司表現有正面效果的一致性結論, 本文採用新的管理者能力衡量方式進行分析所得到的實證證據, 更鞏固了業界視經營人才為營運重心的看法, 且優秀的團隊與專業經理人在企業生產過程中必能發揮特殊的作用, 並促使公司做成高品質的決策來幫助公司價值與表現的提升 (Hayes and Schaefer, 1999; Levertay and Grace, 2012)。

提升公司績效是企業營運的重要目標, 而透過政治獻金建立公司與政府間連結, 也是公司決策者為能擁有影響政府決策, 或是能及時取得政府決策相關訊息所欲進行的尋租活動, 故其在經營管理團隊能力與政治尋租兩者間該如何權衡, 對公司才會有利一問題是該進一步去了解。由於過去並未有相關研究同時考慮管理者能力與政治關聯對公司績效的影響, 故本文在針對此問題所做之假設並無方向預期, 而實證分析之發現傳達出一種訊息, 那就是當公司本身已經有能力強的管理者時,

決策者在決定是否要同時投入這類政治活動去建立政治連結當下，應該要再審慎考量這類的投入是否能發揮其對公司績效應有的預期效益。

過去與政治關聯相關研究，大多是以公司的董事長、CEO、大股東或高階管理者與政府或政治人物有密切關係，或是現在或過去有從政者來作為政治關聯判斷的依據，而政治獻金捐為另一種客觀的政治關聯判定方式，故不僅建立這兩種政治關聯所透過的管道是不同，而且兩者所必須付出的成本與建立動機是不盡相同。所以，在未來研究建議上，可以再更深入去了解這兩種政治關聯對公司績效之影響是否有程度上之差異；甚至可以再將不同政黨的特性納入考慮，探討不同政黨的政治關聯或是尋求連結的政黨數等，是否對公司表現的影響有程度上的差異。其次，管理者能力或是政治關聯何者較具價值攸關性，是否這兩者都可以作為投資人進行投資決策的重要參考指標等，都是未來研究亦可繼續探討之議題。最後，學者 Demerjian et al. (2012)提出的衡量管理者能力方式後，相繼有不少學者開始從事相關議題之研究，然以其作為主要檢測變數時，是否存在相關計量上的問題，仍待後續學者們進一步評估加以釐清，並提出因應對策。

## 參考文獻

- 王鼎銘與侯萱瑩，2006，美國國會選舉政治獻金的探究：政治行動委員會的 Tobit 分析，選舉研究，第 13 卷第 2 期：37-74。
- 呂素蓮、李國榮與蔡柏彥，2013，公司治理對經營績效之影響：以臺灣與大陸市場為例，中原企管評論，第 11 卷第 2 期：79-103。
- 李沃牆，2014，政商關係無明確規範，經濟自由度難提升，財團法人國家政策研究基金會，引用自 <http://www.npf.org.tw/post/1/13150>。
- 李宗榮，2007，在國家權力與家族主義之間：企業控制與臺灣大型企業間網絡再探，台灣社會學，第 13 期：173-242。
- 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。
- 李馨蘋、戚靜玟與程心瑤，2014，智慧資本與公司績效關聯性之研究—以獨立董監事監督效果作為調節變數，全球管理與經濟，第 10 卷第 1 期：18-34。
- 沈中華、朱浩民與王佑鈞，2014，政治關係如何影響公司價值？，管理評論，第 33 卷第 4 期：1-19。
- 林秀鳳與李建然，2008，管理特質對企業績效之影響，中山管理評論，第 16 卷第 4 期：703-742。
- 洪榮華、陳香如與王玉珍，2005，公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點，輔仁管理評論，第 12 卷第 3 期：23-40。
- 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：1-34。
- 徐瑞希，1991，政商關係解讀：臺灣企業實用政治學入門，初版，臺北：遠流。
- 晉麗明，2006，企業決勝的關鍵—經營人才、打造競爭力團隊，獵才月刊，引用自 <http://hunter.104.com.tw/edm/BEP00-00001-934/01.htm>。
- 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：43-89。
- 郭俊偉，2010，站在政治獻金背後「說話」的利益團體—省思美國多元化社會的自由與平等，臺灣民主季刊，第 7 卷第 2 期：77-123。
- 張元與王沛滢，2015，政治關聯與盈餘品質，兩岸金融季刊，第 3 卷第 4 期：33-73。
- 張元與李盈佳，2016，公司的股利政策與政治關聯程度有關嗎？，財金論文叢刊，第 24 期：69-105。
- 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：95-136。
- 張琬喻，2005，政商網絡的建立必然使企業獲利嗎？，管理學報，第 22 卷第 2 期：

155-172。

- 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：139-174。
- 彭懷真，2009，企業敲門磚，弱勢者的黃金磚，財團法人國家政策研究基金會，引用自 <http://www.npf.org.tw/post/1/5620>。
- 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：155-185。
- 劉若蘭與李旻育，2017，董事會政治關聯、客戶重要性對財務報導舞弊之影響，中山管理評論，第 25 卷第 2 期：367-398。
- 劉書彬與吳重禮，2001，從基督教民主聯盟獻金醜聞看德國政黨政治捐獻，問題與研究，第 40 卷第 1 期：29-50。
- 譚瑾瑜，2008，全球金融風暴對全球及台灣經濟的衝擊，財團法人國家政策研究基金會，引用自 <http://www.npf.org.tw/post/2/4920>。
- Adhikari, A., C. Derashid, and H. Zhang. 2006. Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (5): 574-595.
- Agrawal, A., and C. R. Knoeber. 2001. Do some outside directors play a political role? *The Journal of Law and Economics* 44 (1): 179-198.
- Ang, J., and C. Boyer. 2007. Finance and politics: The wealth effects of special interest group influence during the nationalisation and privatisation of conrail. *Cambridge Journal of Economics* 31 (2): 193-215.
- Austin, P. C. 2010. Statistical criteria for selecting the optimal number of untreated subjects matched to each treated subject when using many-to-one matching on the propensity score. *American Journal of Epidemiology* 172 (9): 1092-1097.
- Bai, C. E., J. Lu, and Z. Tao. 2006. Property rights protection and access to bank loans: Evidence from private enterprises in China. *Economics of Transition* 14 (4): 611-628.
- Baysinger, B. D. 1984. Domain maintenance as an objective of business political activity: An expanded typology. *Academy of Management Review* 9 (2): 248-258.
- Bertrand, M., F. Kramarz, A. Schoar, and D. Thesmar. 2004. Politically connected CEOs and corporate outcomes: Evidence from France. Working Paper, University of Chicago Graduate School of Business.
- Bonsall IV, S. B., E. R. Holzman, and B. P. Miller. 2017. Managerial ability and credit risk assessment. *Management Science* 63 (5): 1425-1449.
- Borisova, G., P. Brockman, J. M. Salas, and A. Zagorchev. 2012. Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance* 36

(11): 2917-2934.

- Boubakri, N., J. C. Cosset, and W. Saffar. 2008. Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance* 14 (5): 654-673.
- Carmeli, A., and A. Tishler. 2004. Resources, capabilities, and the performance of industrial firms: A multivariate analysis. *Managerial and Decision Economics* 25 (6-7): 299-315.
- Carter, M. E., F. Franco, and A. Tuna. 2010. Premium pay for executive talent: An empirical analysis. Working paper, Boston College, Boston.
- Chandler Jr., A. D. 1977. *The visible hand: The managerial revolution in American business*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Chaney, P. K., M. Faccio, and D. Parsley. 2011. The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics* 51 (1-2): 58-76.
- Charnes, A., W. W. Cooper, and E. Rhodes. 1978. Measuring the efficiency of decision making units. *European journal of operational research* 2 (6): 429-444.
- Charumilind, C., R. Kali, and Y. Wiwattanakantang. 2006. Connected lending: Thailand before the financial crisis. *Journal of Business* 79 (1): 181- 218.
- Chemmanur, T. J., and I. Paeglis. 2005. Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 76 (2): 331-368.
- Chemmanur, T. J., I. Paeglis, and K. Simonyan. 2009. Management quality, financial and investment policies, and asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (5): 1045-1079.
- 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 (3): 287-305.
- Claessens, S., E. Feijen, and L. Laeven. 2008. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics* 88 (3): 554-580.
- Cooper, M. J., H. Gulen, and A. V. Ovtchinnikov. 2010. Corporate political contributions and stock returns. *The Journal of Finance* 65 (2): 687-724.
- Cornaggia, K. J., G. V. Krishnan, and C. Wang. 2017. Managerial ability and credit ratings. *Contemporary Accounting Research* 34 (4): 2094-2122.
- De Soto, H. 1990. *The Other Path*. Harper and Row, New York.
- DeFond, M., D. H. Erkens, and J. Zhang. 2017. Do client characteristics really drive the big N audit quality effect? New evidence from propensity score matching. *Management Science* 63 (11): 3531-3997.
- Demerjian, P. R., B. Lev, M. F. Lewis, and S. E. McVay. 2013. Managerial ability and

- earnings quality. *The Accounting Review* 88 (2): 463-498.
- Demerjian, P., B. Lev, and S. McVay. 2012. Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science* 58 (7): 1229-1248.
- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93 (6): 1155-1177.
- Ding, S., C. Jia, Z. Wu, and X. Zhang. 2014. Executive political connections and firm performance: Comparative evidence from privately-controlled and state-owned enterprises. *International Review of Financial Analysis* 36: 153-167.
- Douhan, R., G. Eliasson, and M. Henrekson. 2007. Israel M. Kirzner: An outstanding Austrian contributor to the economics of entrepreneurship. *Small Business Economics* 29 (1-2): 213-223.
- Dyreg, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew. 2010. The effects of executives on corporate tax avoidance. *The Accounting Review* 85 (4): 1163-1189.
- Faccio, M. 2006. Politically connected firms. *The American Economic Review* 96 (1): 369-386.
- Faccio, M. 2010. Differences between politically connected and nonconnected firms: A cross-country analysis. *Financial Management* 39 (3): 905-927.
- Faccio, M., and D. C. Parsley. 2009. Sudden deaths: Taking stock of geographic ties. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (3): 683-718.
- Faccio, M., R. W. Masulis, and J. J. McConnell. 2006. Political Connections and corporate bailout. *The Journal of Finance* 61 (6): 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 (2): 330-357.
- Fee, C. E., and C. J. Hadlock. 2003. Raids, rewards, and reputations in the market for managerial talent. *The Review of Financial Studies* 16 (4): 1315-1357.
- Ferguson, T., and H. J. Voth, 2008. Betting on hitler-the value of political connections in NAZI Germany. *Quarterly Journal of Economics* 123 (1): 101-137.
- Fisman, R. 2001. Estimating the value of political connections. *The American Economic Review* 91(4): 1095-1102.
- Francis, J. R., S. Huang, I. K. Khurana, and R. Pereira. 2009. Does corporate transparency contribute to efficient resource allocation? *Journal of Accounting Research* 47 (4): 943-989.
- Gan, H. 2019. Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 52 (4):1085-1118.
- García-Meca, E., and I-M. García-Sánchez. 2018. Does managerial ability influence the

- quality of financial reporting? *European Management Journal* 36 (4): 544-557.
- Goldman, E., J. Rocholl, and J. So. 2013. Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts. *Review of Finance* 17 (5): 1617-1648.
- Goldman, E., J. Rocholl, and J. So. 2009. Do politically connected boards affect firm value? *The Review of Financial Studies* 22 (6): 2331-2360.
- Guedhami, O., J. A. Pittman, and W. Saffar. 2014. Auditor choice in politically connected firms. *Journal of Accounting Research* 52 (1): 107-162.
- Gul, F. A., M. Khedmati, E. K. Y. Lim, and F. Navissi. 2018. Managerial ability, financial distress, and audit fees. *Accounting Horizons* 32 (1): 29-51.
- Hambrick, D. C., and P. A. Mason. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review* 9 (2): 193-206.
- Hayes, R. M., and S. Schaefer. 1999. How much are differences in managerial ability worth? *Journal of Accounting and Economics* 27 (2): 125-148.
- Heckman, J. J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica* 47 (1): 153-161.
- Houston, J. F., L. Jiang, C. Lin, and Y. Ma. 2014. Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research* 52 (1): 193-243.
- Hu, F., and S. C. M. Leung. 2012. Appointment of politically connected top executives and subsequent firm performance and corporate governance: Evidence from China's Listed SOEs. 2012 Financial Markets & Corporate Governance Conference, Bundoora, Australia.
- Huang, X., and L. Sun. 2017. Managerial ability and real earnings management. *Advances in accounting* 39: 91-104.
- Jayachandran, S. 2006. The Jeffords effect. *The Journal of Law and Economics* 49 (2): 397-425.
- Jensen, M. C. 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jiraporn, P., V. Leelalai, and S. Tong. 2016. The effect of managerial ability on dividend policy: How do talented managers view dividend payouts? *Applied Economics Letters* 23 (12): 857-862.
- Keim, G., and B. Baysinger. 1988. The efficacy of business political activity: Competitive considerations in a principal-agent context. *Journal of Management* 14 (2): 163-180.
- 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 (4): 1371-1411.
- Knight, B. 2006. Are policy platforms capitalized into equity prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election. *Journal of Public Economics* 90 (4-5): 751-773.
- Koester, A., T. Shevlin, and D. Wangerin. 2017. The role of managerial ability in corporate tax avoidance. *Management Science* 63 (10): 3147-3529.
- Kotter, J. P. 1977. Power, dependence, and effective management. *Harvard Business Review* 55 (4): 125-136.
- Krishnan, G. V., and C. Wang. 2015. The relation between managerial ability and audit fees and going concern opinions. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 34 (3): 139-160.
- Krueger, A. O. 1974. The political economy of the rent-seeking society. *The American economic review* 64 (3): 291-303.
- Lennox, C. S., J. R. Francis, and Z. Wang. 2012. Selection models in accounting research. *The Accounting Review* 87 (2): 589-616.
- Leuz, C., and F. Oberholzer-Gee. 2006. Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics* 81 (2): 411-439.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. D. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An International comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (3): 505-527.
- Leverly, J. T., and M. F. Grace. 2012. Dupes or incompetents? An examination of management's impact on firm distress. *The Journal of Risk and Insurance* 79 (3): 751-783.
- Li, H., L. Meng, Q. Wang, and L. A. Zhou. 2008. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. *Journal of Development Economics* 87 (2): 283-299.
- Lucas Jr., R. E. 1990. Why Doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review* 80 (2): 92-96.
- Malmendier, U., and G. Tate. 2009. Superstar CEOs. *The Quarterly Journal of Economics* 124 (4): 1593-1638.
- Menozzi, A., M. G. Urtiaga, and D. Vannoni. 2012. Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. *Industrial and Corporate Change* 21 (3): 671-698.
- Milbourn, T. T. 2003. CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of*

- Financial Economics* 68 (2): 233-262.
- Olson, M. 1965. *Logic of collective action: public goods and the theory of groups* (Harvard Economic Studies. V. 124). Harvard University Press.
- Roberts, B. E. 1990. A dead Senator tells no lies: Seniority and the distribution of federal benefits. *American Journal of Political Science* 34 (1): 31-58.
- Rose-Ackerman, S. 1978. *Corruption: A study in political economy*. Cambridge, MA: Academic Press.
- Rose-Ackerman, S. 1999. *Corruption and government: Causes, consequences and reform*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Sapienza, P. 2004. The effects of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics* 72 (2): 357-384.
- Schipper, K. 1989. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3: 91-102.
- Schuler, D. A., and K. Rehbein. 1997. The filtering role of the firm in corporate political involvement. *Business & Society* 36 (2): 116-139.
- Schumpeter, J. A. 1912. *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Duncker & Humblot.
- Schumpeter, J. A. 1934. *The theory of economic development*, translated by R. Opie from the 2nd German edition 1926. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Shen, C. H., and C. Y. Lin. 2016. Political connections, financial constraints and corporate investment. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 47 (2): 343-368.
- Shen, C. H., C. Y. Lin, and Y. C. Wang. 2015. Do strong corporate governance firms still require political connection, and vice versa? *International Review of Economics and Finance* 39: 107-120.
- Shipman, J. E., Q. T. Swanquist, and R. L. Whited. 2017. Propensity score matching in accounting research. *The Accounting Review* 92 (1): 213-244.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1994. Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics* 109 (4): 995-1025.
- Singh, M., and W. N. Davidson III. 2003. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking and Finance* 27 (5): 793-816.
- Su, Z. Q., and H. G. Fung. 2013. Political connections and firm performance in Chinese companies. *Pacific Economic Review* 18 (3): 283-317.
- Switzer, L. N., and J. F. Bourdon. 2011. Management quality and operating performance: Evidence for Canadian IPOs. *International Journal of Business* 16 (2): 133-149.

- Tullock, G. 1967. The welfare costs of tariffs, monopolies, and theft. *Economic Inquiry* 5 (3): 224-232.
- Wang, Z., M. H. Chen, C. L. Chin, and Q. Zheng. 2017. Managerial ability, political connections, and fraudulent financial reporting in China. *Journal of Accounting and Public Policy* 36 (2): 141-162.
- Wernerfelt, B. 1984. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal* 5 (2): 171-180.
- Yung, K., and C. Chen. 2018. Managerial ability and firm risk-taking behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 51 (4): 1005-1032.

