

國立臺灣師範大學管理學院  
高階經理人企業管理碩士在職專班

碩士論文

Executive Master of Business Administration  
College of Management  
National Taiwan Normal University  
Master's Thesis

政治獻金對公司股價報酬之影響

The Impact of Political Contributions on Stock Returns



Lin, Yi-Hung

指導教授：蔡蒔銓 博士

Advisor : Tsai, Shih-Chuan, Ph.D.

中國民國 110 年 6 月

June 2021

## 謝辭

首先要感謝指導教授蔡蒔銓博士，研究期間還經歷了 COVID-19，停課與遠距上課讓學習與研究增添了難度。政治獻金對於股票的異常報酬一直是藏在我心裡未替自己解答的一個題目，初次提出此題目就獲得教授完全支持，並且給了研究方向與做法，在研究的過程總是把我們當成很成熟的學生來教導，總是以開放式問題與發想慢慢讓我們自己找出問題與答案，也透過收集資訊與深入了解參考文獻後解開了多年的疑惑，日後自己的投資策略更謙卑與務實做法，金融市場並不是自己想像中的這麼容易。

特別要感謝育晟與一起奮鬥的同學，育晟提供統計這方面的協助與解惑，也透過第三人的觀點讓自己發現盲點並也因為此次研究更深入了解統計這門學問。一起奮鬥的同學是堅持下去的力量來源，途中因為工作的關係想放棄過好幾次，同學總是在一旁勉勵一起畢業。

最後感謝周遭的親朋好友，能讓我再多挪出一點時間去完成學業與課業，也透過這次在台師大學習的經驗，更珍惜時間的運用與提升效率。也期許自己往後還有機會，可以研究自己架設的問題並小心求證出結果。

林奕宏

國立臺灣師範大學管理學院  
高階經理人企業管理碩士在職專班

民國一一〇年六月

## 摘要

台灣每當選舉將至，政黨與企業關係就備受議論，總統對於整體產業和國家未來走向有顯著影響力，受到人民關注的程度也較高，故欲探討總統選舉之政治獻金是否對企業股價異常報酬率有顯著影響。

本研究樣本時間至 2020 年台灣總統選舉，過去文獻觀察政治獻金少有將捐款公司之子公司、相關企業納入考慮。然而多數上市櫃公司於政治捐獻時往往不僅透過母公司，亦可能以關係企業為名進行捐獻，若遺漏考量非母公司捐獻數額則無法窺見政治獻金實則對公司股票價格之影響。本研究透過子公司關聯性比對，將政治獻金帳戶中各捐款公司數額歸類於其母公司，計算出上市櫃公司實際累計捐款金額，藉以確實探究政治獻金對於個別公司異常股票報酬之影響。

綜合迴歸結果可以發現，當企業政治捐獻至當選政黨時，政治獻金越高對於公司股票之累積異常報酬率有顯著的正向影響，對於市值大、中、小之公司亦是如此，若捐款至當選政黨之金額前 25% 之公司，不同市值大小的公司呈現不同結果，對於市值大公司有負向影響，市值中和小公司則為正向影響，政治獻金對公司股價異常報酬在市值中小企業較為顯著。

關鍵詞：政治獻金、政商關係、事件研究法

## Abstract

As election times approach in Taiwan, the relationship between political parties and enterprises becomes controversial. The president has a significant influence on the overall industry and the future direction of the country, and receives a higher degree of attention from the people. Therefore, this study aims to explore whether political contributions for the presidential election have a significant impact on the abnormal stock returns for enterprises.

The sampling period of this study covers the 2020 presidential election in Taiwan. Past political donation related literatures rarely took the subsidiaries or affiliates of the donation company into consideration. However, when most listed or over-the-counter companies make political donations, they often donate through the parent company and under the name of affiliated companies as well. If the contribution amounts from non-parent companies are omitted, there is no way to observe the actual impacts that political contributions have on the companies' stock prices. In this study, the researcher has compared the relevance of subsidiaries by attributing their political contribution donation amounts to their parent companies in order to calculate the actual cumulative donation amounts made by listed or over-the-counter companies.

The goal is to explore the true impacts that political contributions have on the abnormal stock returns of individual companies. The comprehensive regression results indicated that when corporate political donations are made to the elected party, higher political donations have a significant positive impact on the cumulative abnormal stock returns of companies. This applies to companies with large, medium, or small market capitalization. For companies with donation amounts ranking among the top 25% of those received by the elected party, different market capitalization scales yield different results. The impacts tend to be negative for large market capitalization companies but positive for medium or small market capitalization companies. Political contributions tend to have more significant impacts in terms of abnormal stock returns for medium or small market capitalization companies.

Keywords: Political donation, Political-Business Relations, Event Research Method

# 目次

第壹章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 研究架構	4
第四節 研究流程	5
第貳章 文獻回顧	6
第一節 政商關係對企業績效與報酬影響	6
第二節 政治獻金對企業股價報酬影響	8
第參章 資料與研究方法	11
第一節 資料來源	11
第二節 研究假說	13
第三節 事件研究法	14
第四節 變數說明	16
第五節 迴歸模型設定	19
第肆章 實證結果	22
第一節 敘述統計量	22
第二節 迴歸結果	27
第三節 穩健性測試	32
第伍章 結論與建議	38
第一節 研究結論	38
第二節 未來研究建議	39
參考文獻	40

## 表次

表 3-1 總統選舉日期和結果.....	14
表 4-1 敘述統計量 - 政治獻金.....	23
表 4-2 不分市值-平均異常報酬率檢定.....	25
表 4-3 市值大公司-累積異常報酬率 T 檢定 .....	25
表 4-4 市值中公司-累積異常報酬率 T 檢定 .....	26
表 4-5 市值小公司-累積異常報酬率 T 檢定 .....	26
表 4-6 不分市值-迴歸結果.....	28
表 4-7 區分市值-迴歸結果.....	29
表 4-8 僅捐當選政黨-累積異常報酬率 T 檢定-不分市值.....	33
表 4-9 僅捐當選政黨-累積異常報酬率 T 檢定-市值大.....	33
表 4-10 僅捐當選政黨-累積異常報酬率 T 檢定-市值中 .....	34
表 4-11 僅捐當選政黨-累積異常報酬率 T 檢定-市值小 .....	34
表 4-12 不分市值-迴歸結果(僅捐勝選政黨).....	35
表 4-13 區分市值-迴歸結果(僅捐勝選政黨).....	36

## 圖次

圖 1-1 研究流程圖 .....	5
-------------------	---



# 第壹章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

隨著資訊媒體的發達與民主制度的成熟，根據聯合報 2018 年的報導，參選議員選舉最少也要花費 500 萬，參選縣市長則至少要 1.5 億，導致每當選舉隨著時間將至，政黨與企業關係之互動就會被社會大眾提及與議論，國外研究 Ansolabehere and Snyder(1999)、Grier and Munger(1991)、Romer and Snyder(1994) 都認為對政策較有影響力的立委比起其他立委還要容易募得資金。因選舉帶來的高花費導致貪汙不分藍綠、新聞層出不窮，從李登輝時代至現今蔡英文執政的政府均有貪汙相關新聞，尤其是在選舉期間總有重大案件被爆出，所以政商關係很容易有對價關係出現，國外學者 Lovett, Simmons and Kali(1999)更是直接將政商關係和貪汙畫上等號。陳信憲與陳雯香(2010)研究中也利用量化方式研究出政治獻金與政商關係呈現正相關。

劉鳳珍(1995)也提到對企業的經營者而言，現今社會的企業經營就是包含「政經一體」，企業必須兼顧公共政策的制定與市場因素，才可能會有競爭優勢，而「Get into politics or get out of business」更完美詮釋現代社會中的企業影響政策企圖心。

對於打算參選的人而言，選舉所需的經費與資源往往非一般民眾可以負擔的起，所以面對籌募競選龐大開銷的壓力，往往最重要就是尋求競選經費，故亞歷山大(Herbert E. Alexander)比喻「金錢對於政治，猶如母乳對於嬰兒般重要」，特別是台灣地區政黨選舉競爭激烈且媒體發達，社會很容易關注到政府與企業之間的關係。假設企業遊說政府的行政部門或透過官僚施壓所面臨的問題，在成效不佳或不夠保密的情況下，有一種政治投資方式就是透過選舉時可運用的政治獻金支持候選人當選，用投資報酬率和經濟效益來評估，可以說是最容易

的捷徑，但使用這樣的方式，政黨與企業間許多時候太過親密的關係會讓人直接聯想到「黑金政治」或「金權政治」。

為了杜絕金權政治對民主體制所造成的負面影響，許多民主國家因此設立專法，用透明與公開的方式來規範政治捐獻，「陽光五法」就是台灣政府長期力推的專法，在西元 2004 年 3 月 18 日政治獻金法終於完成三讀通過，並施行於西元 2004 年 4 月 2 日。西元 2004 年 12 月第六屆立法委員選舉是我國首次在政治獻金法立法後的全國選舉。台灣的政治獻金法不僅規範民選公職參選人收受政治獻金只能於法定期間內，也規範捐贈者有捐款上限，不能毫無上限的捐獻。在台灣的政治獻金法的規範下，對於政治捐獻的收受、募集、運用及申報都有一定的規範。於西元 2008 年 2 月 16 日開放於一般民眾查詢歷年各政黨選舉與候選人政治獻金專戶的收支狀況，以達到透明與公開化的政治獻金專法。

綜合上面所述，政商關係的好壞似乎有可能直接或間接影響企業的發展，但以往如何判斷企業的政商關係是比較抽象且難以量化，但在西元 2008 年政治獻金法開放查詢後，提供了企業一個公開且合法支持偏好的正當管道。Goldman, Rocholl and So(2008)在文章裡引用了在西元 2000 年美國總統選舉中 S&P500 指數裡的企業對支持政黨的政治獻金數據，作為企業與政黨的關聯性因素之一，來探討在選後有無對企業價值產生影響。

目前國內股東的財富議題與政商關係的討論，大多用卸任官員擔任企業高階管理人員，但是對於政治選舉事件對企業價值的影響與政治獻金的相關探討比例較低，而探討政治獻金之相關文獻亦多以個別公司為主，未將其關係企業、子公司納入考量，本研究利用子公司比對系統，將政治捐獻清單中各個公司歸類至其所屬母公司，計算一公司實際捐獻數額，進而觀察在選舉事件下，企業對政黨捐獻金額對於股價異常報酬是否有顯著影響。

## 第二節 研究目的

由於上述的研究動機與背景，企業與政黨有關聯的情況變得越來越普遍，企業對於支持政黨的行動方案即透過政治獻金來表彰。

本研究利用三個不同的事件：

1. 2012年1月14日台灣第十三任期總統選舉。
2. 2016年1月16日台灣第十四任期總統選舉。
3. 2020年1月11日台灣第十五任期總統選舉。

分別來探討各上市、上櫃企業的股價在選舉前後是否會因捐獻政治獻金而有影響。過去政治捐獻相關文獻多以監察院公佈捐款帳戶中之上市櫃公司捐獻數額作為樣本，而實際上除了母公司捐獻外，上市櫃公司亦可能藉由子公司、相關企業之名進行政治捐獻，若未將其一併計入惟無法完整觀察政治捐獻的影響，本研究利用子公司比對系統將捐款帳戶中各個資料對應至母公司、集團，並將上市櫃公司實際捐款數額重新累計，藉以觀察政治獻金對股價異常報酬率之影響。

本研究主要目有三：

1. 觀察政治獻金對股價異常報酬率之影響。
2. 觀察同時捐獻兩黨之行為對股價異常報酬率之影響。
3. 觀察捐獻數額為捐款公司中相對較高對於股票異常報酬率之影響。

### 第三節 研究架構

本文欲討論事件發生下股市是否有異常報酬，其研究架構一共分為五章，各章內容概述如下：

#### 第一章 諸論

說明本文的研究背景與動機、研究目的和研究架構與流程。

#### 第二章 文獻回顧

本章共分兩個部份：

第一節說明政商關係對企業績效與報酬影響之文獻；

第二節回顧政治獻金對企業報酬影響的文獻。

#### 第三章 研究方法

表述研究樣本與資料的選取標準與來源，在其說明變數定義與檢定做說明。

#### 第四章 實證結果與分析

依據第三章所定義的研究方法，解釋實證分析並說明結果。

#### 第五章 結論

歸納與彙整出實證結果並總結。

#### 第四節 研究流程

依照研究背景與動機，歸納出本文之研究目的，進而參考相關文獻探討，建構出研究架構與假設，之後再透過資訊收集與彙整後提出研究方法，最後再依照研究方法與模型設定進行資訊之處理實證分析與結論。



圖 1-1 研究流程圖

## 第貳章 文獻回顧

### 第一節 政商關係對企業績效與報酬影響

選舉的事件遍及全球，國內外均有研究針對政商關係對企業的績效與報酬之影響相關文獻，採用事件研究法的 Faccio, Masulis and McConnell(2006)，透過 35 個國家在西元 1997 年至西元 2002 年公開上市的 450 間企業的樣本數，探討企業家跨足政治圈或是政治家跨足企業圈對企業報酬的影響，發現當企業家跨足政治圈的時候就會增加該企業之績效與報酬。Faccio(2006)還指出當國家貪腐程度較高或是法律的執行系統越差時，該國家的企業大股東或是高階主管任職於公家相關職務的情況越多，另外還有發現政商關係良好可以替企業帶來實質利益，但政商關係良好的企業績效(ROA)卻比無良好政商關係的企業差。

Faccio and Parsley(2009)，利用全球各個國家的政治家的突發性死亡作為政商關係研究的變數，討論此事件發生時對其所任職企業或政治家出生地的企業報酬影響，結論是企業與突發性死亡政治家有地緣性的情況下，該企業報酬率下跌接近 2%。

Jayachandran(2006)，研究事件為西元 2001 年美國參議員 Jim Jeffords 從原本的共和黨轉變至民主黨，觀察先前向 Jim Jeffords 進行政治捐獻的公司市值有無變化，結果顯示當 Jeffords 公佈轉換黨派後，在當週先前捐獻政治獻金的公司市值會隨著捐款金額呈現等比例變動，民主黨公司每捐贈 250,000 美金的公司市值會上升 0.4%，而共和黨公司則會下降 0.8%。Goldman, Rocholl and So(2009)透過「事件研究法」利用美國 2000 年總統大選與企業提名具有政黨色彩任職董事對企業報酬的影響當作變數，發現當年共和黨贏得選舉後與該黨政商關係良好之企業呈顯明顯正向異常報酬，且董事會提名具有政黨色彩比起無政黨色彩的董事對企業也有著正向異常報酬，但當企業細分捐給民主黨與共和黨時，統計檢定則是無明顯相關。

Shon(2004)把企業透過產業分類，觀察政治獻金對美國企業報酬的影響，實證發現布希贏得西元 2000 年美國總統大選後，那些給共和黨較多的政治獻金產業公司呈現顯著正報酬。

Duchin and Sosyura (2012)，探討企業與政府投資標的的關係和政治關係，研究樣本為西元 2008 年到西元 2009 年的金融危機下的企業，因此事件觸發了美國史上最大的投資計畫，研究發現設定控制其他因素下，獲得政府的資助的企業較有政商關係。

陳佳斌(2002)利用 100 家上市公司為樣本來研究擁有政治關係董事會對於企業績效的影響，用西元 1999 年為基準點前後各一年的 EPS、ROA、ROE 以及 Tobin 為參考企業績效變數，結果發現企業規模越大，政商關係的重要性越高，而其董事會具有政治董事的人數也越多，但該企業的績效也會越差。由此可推斷政商關係是影響企業價值一個重要元素。

張琬喻(2005)，透過「事件研究法」探討政治圈跨界至企業圈的影響，結論是當政治圈跨界至企業圈時，會降低該企業的市場價值進而影響到股東權益。

曹吟華(2008)，研究樣本為 2005 年台灣 1000 大企業上市、上櫃之公司。實證分析結果政商關係良好的公司，這些公司績效(代理變數為股東權益報酬率、資產報酬率及市價淨值比)顯著低於其他同業公司，舉債比例也顯著高於其它同業。

周明徹(2005)，利用 1999 年至 2003 年在台灣上市企業裡，任職重要企業關係人的政商關係作為基準，用來代表企業的政商關係，並透過無形價值定價法及市價淨值比法來衡量對企業的價值有無影響，結論是與執政黨有相關的企業對經營有正面幫助，而與在野黨有關的企業則較不明確。再把企業經營區分為經營階層(董事長與總經理)與非經營階層(董監事與大股東)，發現執政黨關係與企業的經營階層對企業的報酬影響更明顯，另外在西元 2000 年台灣總統大選中，台灣第一次經歷政黨輪替，在執政期間中發現，不論是企業中經營階層與非經營階層，只要與執政黨有關係的，都有正向顯著影響，由此可證，企業有執政黨的政商關係是比較有利，相反公司如是與在野黨有關係則顯示有負向影響，比較對企業報酬不利。

## 第二節 政治獻金對企業股價報酬影響

上述政商關係可能對企業的績效或報酬造成影響外，許多文獻也顯示企業的政治獻金對於政黨或是政治家也是一項影響企業股價報酬的重要變數。也因如此，各國均設立相關法律去規範政治獻金，本研究探討重點為政治獻金是否會替該捐獻企業造成股價異常報酬。

Fisman(2001)，用蘇哈托依存指數(Suharto Dependency Index)探討印度尼西亞企業與當權者的政治依存度對企業股價帶來多少的超額報酬。實證結果發現政治依存度高的企業受總統蘇哈托身體狀況傳聞的影響，相較政治依存度低的企業損失了比較多的公司股價。

Knight(2006)，探討西元 2000 年美國總統大選。實證結果發現，當年布希贏得總統大選，因政見而受惠的公司股價平均異常報酬為 3%，反之因高爾政見受惠的公司股價平均異常報酬為-6%，兩者之間達顯著差額，另外還發現若公司為政見發展重點的產業，此類型公司的政治獻金金額明顯較大。

Foerster and Schmitz(1997)，研究西元 1957 年至西元 1996 年間美國總統大選，對美國股市與其他十七個國家股市間的關係。實證結果發現，美國總統選舉後的第二年在美國股票市場上有顯著的負報酬，對其他十七個國家而言，在美國總統選舉後的第二年這些國家的股票市場呈現負報酬(-0.66%)，選後第一、三與四年則存在正報酬(11.68%)，另外還發現，美金在大選後第二年常有貶值的情況。

Claessens, Feijen and Laeven (2008)，研究樣本為西元 1998 年和西元 2002 年的巴西選舉的政治獻金紀錄，研究發現企業捐贈的政治獻金與股價呈現正向異常報酬。而且捐贈到勝選的候選人，則對企業股價有更大的正向異常報酬。

Cooper (2010)研究美國企業政治獻金記錄，發現當企業有從事政治獻金的行為，企業股價將產生正向異常報酬。Huber and Kirchler (2013)研究樣本為西元 1992 年到西元 2004 年間美國總統選舉政治獻金紀錄，觀察企業捐獻政治獻金在選後其股價有無異常報酬。研究發現當企業的政治獻金或捐贈給當選的候選人之比例較高時，在選舉後兩年其企業股價會出現正向的異常報酬。

Goldman(2013)研究樣本為美國上市企業，研究政府採購契約的分配是否會因為企業董事會的政商關係有影響，研究發現企業董事會與勝選黨派有政治關係著，在選完後企業接到政府的採購契約明顯增加。

林佑聰(2003) 透過「事件研究法」研究台灣第一屆至第五屆立法委員選舉任職上市上櫃企業重要職務的參選者一共 100 筆，探討選舉後的結果與政商關係相關性並且觀察股票市場是否有無產生異常報酬，分析結果當企業裡有重要職務主管參選立委選舉當選時，會有股市慶祝行情，反之落選時有落選行情，且發現如為企業家跨入政治圈會改變投資人交易的行為，讓市場表現出負的異常報酬，另外如是政治家跨入企業圈，此事件並不會去影響投資人行為，所以股市不會發生有異常報酬率。

陳雯香(2010)，以台灣上市企業西元 2004 年至西元 2008 年具有政治獻金為研究樣本，與美國政治獻金企業做比較，透過事件研究法和多元迴歸分析檢視政治獻金與企業股票報酬之關聯。結論顯示台灣的政治獻金企業的特性為規模較大、舉債程度也高、市價淨值較低以及比前期報酬較高的特性。多元迴歸分析後，政治獻金與企業股價報酬呈現出正相關，在依照企業政治獻金的對象代表該企業的偏好哪一個政黨，並把企業分成兩派為藍綠，結果顯示同時捐獻給兩黨的企業股票報酬率較高。

張凱雯(2010)，用西元 1984 年至西元 2008 年台灣上市企業做為研究，用企業董事個人政治色彩來代表企業政治立場，將所有企業分為泛藍、泛綠或其他類，以西元 2008 總統大選與公司聘任具政治背景董事之宣告作為研究，透過多元迴歸分析與事件研究法，來討論政商關係因不同政黨色彩對企業價值有無影響。結論發現，西元 2008 年藍營贏得總統大選後，具有泛藍董事的企業有慶祝行情，顯著正向異常報酬產生在股票市場上，反之泛綠的企業有落選行情，顯著負向異常報酬產生在股票市場上。

由政治獻金方面來看，藍營與綠營都有企業捐贈的累積報酬異常顯著大於只有給藍營之企業。在董事有政治背景進入董事會之宣告效果這方面，結果顯示當企業宣布具有泛藍色彩擔任董事時，企業股價就出現顯著正向異常報酬；反之企業宣布具有泛綠色彩任董事，則沒有顯著的異常報酬發生在企業股價上。

陳雯香(2010)張凱雯(2010)均指出，在台灣，若企業同時捐款給兩個政黨的狀況下，會比只單獨捐贈給單一政黨的股票報酬率來的高。透過前述兩則文獻可得知，在台灣選舉後有提供政治獻金的企業多在事件後具有正向的異常報酬，且同時捐贈兩黨的企業會更有顯著的異常報酬。

黃維本(2002) 使用事件研究法探討各國選舉事件是否對股價指數有所影響。研究樣本國家包括台灣、韓國、日本、新加坡、泰國、菲律賓、印尼、馬來西亞、印度、紐西蘭、澳大利亞、墨西哥、祕魯、智利、加拿大、美國等十六個國家。實證結果發現選舉前後皆有正向的股價異常報酬，而且事件期越接近選舉日前後，其異常報酬越為顯著，且發現較低度經濟自由的國家，其股價異常報酬程度大於經濟自由度高的國家。

林立妤(2018)，事件期以西元 2004 年至西元 2016 年的 4 個選舉年度，樣本為台灣上市與上櫃企業共 2,518 個，使用追蹤資料固定效果模型分析與橫斷面分析，發現政治獻金確實會為企業帶來正向的異常報酬。

林坤助(2012)，以台灣上市公司之股票作為研究對象，並且分為兩類，以股本大小區分後各取前 50 名，以 2006 年至 2012 年區間之選舉作為研究事件，發現較大資本額的上市公司股票有較多異常報酬及累積異常報酬存在。

## 第參章 資料與研究方法

本研究主要關注於政治獻金與股價超額報酬間之關係，欲透過政治獻金的金額及方向確認股價報酬率走勢變化，觀察政治獻金是否對於股價是否有超額報酬顯著影響。

### 第一節 資料來源

在政治獻金部份的資料來源使用天下雜誌整理自監察院公佈之政治獻金資料，並將其用於零時政府支持的開源專案—開放集團的子公司關聯性比對將捐款公司列表中的各間公司所屬之母集團進行定位。

其所使用的資料是從公開資訊觀測站以及台灣公司網站所提供，其中包含了除了上市上櫃公司外，也包含了興櫃及其公開發行合併財報、董監事持股餘額明細...等資料，統編以及公司名稱對照資料，公司股票及名稱之對照表格，除了上述資料外，也以財務報表中的三項：

1. 列入合併財務報表之子公司
2. 被投資公司名稱、所在地區...等相關資訊
3. 轉投資大陸地區之事業相關資訊

上述表格中的投資公司與被投資公司資料，另外同時也加入董監事持股餘額明細資料。對於各間公司的母集團認定採取以下三個步驟進行判斷：

1. 先將所有主要公司資料整理在一張報表上，觀察所謂投資公司有沒有出現在其他主要公司中，如果也在其他主要公司中的話，就視其為同一集團，也會以各間公司的持股比率來作為標註標準，倘若持股比例大於百分之50，以此作為標準認定為同一集團，百分之20到百分之50間標註為具有控制能力，百分之20以下則為投資。
2. 其中有部份的企業使用投資公司進行全盤掌控的控股作業或是利用傳統常見的基金會實行控股作業，本研究之資料來源再將此段取得之資料合併到董監事的持股明細當中，同時也把作為董事的法人當成投資公司，排除了IB和政府單位，使用完整的索引方式找尋比對。

3. 接著在表格中的內容逐一分析，拆分為各個不同集團，同時加入部份網路蒐集資訊搭配主觀判斷，對於不同集團或是應當為同一集團之公司，透過從公開資訊觀測站所提供的股東間關係表，再以手動比對逐一添加資料。

而使用公司的股票價格資料來源為 TEJ 台灣經濟新報資料庫中的股價資料庫中調整股價，股票股價將於除權息時改變股票價格，而使用還原股價則能夠反映真實情況，因此選用調整股價進行計算。



## 第二節 研究假說

Goldman, Rocholl and So(2009) 透過「事件研究法」利用美國 2000 年總統發現大選後與勝選黨政商關係良好之企業呈顯明顯正向異常報酬。張凱雯(2010) 用西元 1984 年至西元 2008 年台灣上市企業做研究樣本，透過多元迴歸分析與事件研究法，來討論政商關係對企業價值的影響，發現 2008 年偏泛藍董事的企業有勝選慶祝行情，呈現顯著正向異常報酬，反之泛綠企業有落選行情，呈現顯著負向異常報酬，陳雯香(2010)以 2004 年至 2008 年台灣上市企業為研究樣本，發現政治獻金與企業股票報酬呈現出正相關與，而同時捐獻給兩黨的企業股票報酬率較高，綜合先前相關文獻研究之結果，提出以下假說：

**假說一：企業提供政黨政治獻金對該企業股價有正向異常報酬率**

**假說二：企業同時捐款給兩政黨對該企業股價有正向異常報酬率**

**假說三：企業捐贈政治獻金金額排名比較高，對該企業股價有正向異常報酬率**



### 第三節 事件研究法

本研究主要採取事件研究法觀察公司所捐獻之政黨確認當選後，公司股價是否有異常正報酬率之產生，而觀察的選舉分別為 2012、2016、2020 三次之中華民國總統選舉，總統選舉時向來為各個政黨表述方針及理念的事件，相較於單純地方縣市首長選舉而言，總統大選的結果對於整體產業和國家未來走向，有著顯著更大的影響力，受到全體人民關注的程度也較高，因此選用總統選舉之結果作為觀察事件。而三者事件日分別訂如表 1 示，三次的選舉日期皆在各選舉年的一月份，而三次的選舉結果分別為 2012 年由國民黨取得總統選舉勝利，而 2016 和 2020 年則皆為民進黨取得勝選。本研究使用之事件研究法將需要定義事件日，我們將事件日設定為總統選舉投票日，並觀察於確認勝選後一段時間，對勝選政黨捐獻政治獻金之公司股價是有異常報酬率之產生。

表 3-1 總統選舉日期和結果

選舉年份	選舉日期	選舉結果
2012	2012/1/14	國民黨
2016	2016/1/16	民進黨
2020	2020/1/11	民進黨

本研究主要採用事件研究法進行研究，在研究分析資訊內涵的研究中，時常對於異常報酬率進行解釋檢定。事件研究法即便在操作的內容和步驟雖然仍然存在眾多分支，但在基本的概念和邏輯上仍可以認為是一致的。通常在使用事件研究法進行研究時會以下列四個步驟操作：1. 事件日期之制訂 2. 定義及估計異常報酬率 3. 檢定異常報酬率 4. 陳述對於檢定結果進行剖析。

事件研究法需對於事件日、事件期及估計期先行定義，事件日是否能準確的認定，亦為事件研究法之要點。

1. 事件日：事件日指市場接收到該消息的時點，本研究使用總統選舉投票日當天作為事件日，觀察自勝選後，捐獻政治獻金於獲勝政黨之公司股價是否有異常報酬之產生。
2. 事件期：亦指事件日前 10 個交易日到事件日發生後 20 個交易日作事件期，本研究以關注捐獻至勝選政黨公司股票之異常報酬的變化，觀察是否有異常酬率之產生。
3. 估計期間：指一段期間內股票價格將不因研究事件影響，透過該期間建立模型以預期合理股票價格，一般來說，日資料之頻率通常以 100 至 300 天作為估計期間，本研究將以事件期前 120 個交易日作為估計期間，透過該段期間之股價資料建立模型。

事件研究法在進行研究時需要先計算股票的理論報酬率，接著再以實際報酬率和理論報酬率兩者來計算出異常報酬率，也就是認為受到事件影響的部分，而在計算理論報酬率上有數個不同的計算方式，本篇採取計算理論報酬率的方式為市場模式，以市場模式建立對於股票報酬率的估計模型。

普遍常用到的市場模式(Market Model)，單因子模型(Single Index Model)，其也是後來延伸出廣為人知的資本資產訂價模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM)，利用市場報酬作為解釋資產報酬率的自變數。

$$R_i = \alpha + \beta R_m + e_t$$

當利用了市場模式搭配了估計期間的觀察值進行迴歸分析後，配適出了個別股票的相關模型，接著再以事件期間的市場報酬率代入，並計算事件期間個別股票的理論報酬率，並用事件期間的實際報酬率和理論報酬率間的差異作為前文中所提及之異常報酬率。

以事件宣告日當天為事件期，以累積異常報酬(CAR) 當作應變數，主要自變數為政治獻金，公司市值、波動度和月營收增長率作控制變數，其自變數變動的時間隨應變數來調整，探討各自變數與異常報酬間的相關性。

## 第四節 變數說明

### 一、異常報酬( $AR_{i,t}$ )

$$E(R_{i,t}) = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}R_{m,t} + e_{i,t}$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

$AR_{i,t}$ : 異常報酬率

$R_{i,t}$ : 第 i 檔股票第 t 期之實際報酬率

$E(R_{i,t})$ : 第 i 檔股票第 t 期之預期報酬率

一般來說，計算事件或資訊發生時該股票所產生的異常報酬率時，事件研究模式會先建構在沒有發生研究者想要研究的事件或資訊下，也就是先設定一段估計期間，推估出 i 股票的預期報酬率模式，文獻通常會利用 Sharpe (1964) 發展的資本資產定價模型(CAPM)，或是市場模式等其他資本資產定價模型做為股票預期模式的處理，並依此估計出此股票的預期報酬率，再以事件或資訊發生時的實際報酬率，減去所估計出來的預期報酬率，作為這個事件異常報酬率 (Abnormal Returns,  $AR_{i,t}$ )

### 二、累積異常報酬率( $CAR_{i,t}$ )

$$CAR_{i,(t1,t2)} = \sum_{k=t1}^{t2} AR_{i,k}$$

即依該股票自 t1 期至 t2 期異常報酬率之和。將兩時點間之異常報酬率進行加總，得出累積異常報酬率。

t1: 計算累積異常報酬率起始點

t2: 計算累積異常報酬率終點

### 三、平均累積異常報酬( $ACAR_{(t1,t2)}$ )

$$ACAR_{(t1,t2)} = \frac{CAR_{i,(t1,t2)}}{n}$$

$n$ :捐款至勝選政黨公司家數

在第  $t1$  期至  $t2$  期間捐款至勝選政黨公司股票累積異常報酬率之平均。

### 四、政治獻金(Donation, $Donation_{i,t}$ )

$$Donation_{i,t}$$

以政治獻金金額作為解釋變數，為捐款至勝選政黨公司之總捐款金額(如捐兩黨則兩黨合計)，以佰萬為單位。

### 五、市值(Market Cap, $MarketCap_{i,t}$ )

$$\ln(MarketCap_{i,t})$$

將有進行政治獻金公司於事件期之市場價值取對數處理，作為迴歸模型之控制變數。

### 六、波動度(Volatility, $Volatility_{i,t}$ )

$$Volatility_{i,t} = \ln \left( \frac{P_{i,t}^{high}}{P_{i,t}^{low}} \right)$$

$P_{i,t}^{high}$ :第  $i$  檔股票與第  $t$  期之最高價

$P_{i,t}^{low}$ :第  $i$  檔股票與第  $t$  期之最低價

公式如上所示，波動率是使用 Chang et al. (2010)所提出之方法進行估計，利用該估計方法搭配事件期當日的最高價( $P_{i,t}^{high}$ )減去最低價( $P_{i,t}^{low}$ )再取對數處理，可有效率的估計出波動率。

七、週轉率(Turnover,  $Turnover_{i,t}$ )

$$Turnover_{i,t} = \frac{Volume_{i,t}}{OutstandingShares_{i,t}}$$

透過加入週轉率作為控制變數對於個股之流動性進行捕捉，計算方式為個股成交量除於在外流通股數。

$Volume_{i,t}$ :第 i 檔股票於第 t 期之成交量

$OutstandingShares_{i,t}$ :第 i 檔股票餘地 t 期之流通在外股數

八、月營收增長率(Revenue growth,  $Rev\_growth_{i,t}$ )

$$Rev\_growth_{i,t}$$

考量公司經營績效對於異常報酬率影響，加入上個月的營收增長率來作為控制變數。



## 第五節 迴歸模型設定

本研究除了進行事件研究法對於總統選舉後捐款公司股票之異常報酬率進行探討外，同樣也進行迴歸分析，觀察政治獻金對於異常報酬率之影響。由於本研究資料彙集了時間序列(time series)與橫斷面(cross sectional)兩項特性，屬於追蹤資料(panel data)，傳統上使用的普通最小平方法(ordinary least squares；OLS)來處理資料時，只能單獨的考慮到橫斷面資料或是時間序列資料，若資料的型態為橫斷面與時間序列並存的時候，橫斷面的異質與干擾變化，使用最小平方法對各參數估計就會產生偏誤且不一致，基於以上原因，本研究須進而使用固定效果模型(fixed effect model)，加入時間效果(Time Effect)和個別效果(Individual Effect)進而得到更穩健之迴歸結果。

固定效果模型又叫作虛擬變數模型(least square dummy variable model)，此模型可以同時兼具橫斷面資料與時間序列資料，此模型允許每家上市股票之間有差異性的存在，並且以虛擬變數的方式來表現，來捕捉個別股票之個別效果，而時間效果則在每個時點加上虛擬變數，如此一來也能夠捕捉時間效果，避免迴歸結果因樣本時點影響到穩健性問題。

本篇研究迴歸模型先篩選出各次總統選舉有捐款至勝選政黨之股票，再以其捐款金額作為主要解釋變數觀察事件期間對於累積異常報酬率之影響。

### 模型一、單因子模型

首先建立單因子模型，觀察政治獻金對於異常報酬率之影響，觀察政治獻金是否會產生異常報酬率。

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 Donation_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，

$CAR_{i,t}$ : 累積異常報酬率

$Donation_{i,t}$ : 政治獻金(佰萬)

$i$ : 個別股票

$t$ : 事件期末

### 模型二、加入控制變數

接著加入控制變數進而觀察政治獻金對於異常報酬率之影響。

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 Donation_{i,t} + \beta_2 \ln(MarketCap_{i,t}) + \beta_3 Volatility_{i,t} + \beta_4 Turnover_{i,t} + \beta_5 Rev\_growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，

$\ln(MarketCap_{i,t})$ : 市值取對數

$Volatility_{i,t}$ : 波動度

$Turnover_{i,t}$ : 週轉率

$Rev\_growth_{i,t}$ : 月營收增長率

### 模型三、加入兩黨皆捐之虛擬變數

接著加入虛擬變數進而觀察同時捐款兩政黨對於異常報酬率之影響。

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 Donation_{i,t} + \beta_2 D^{Both} + \beta_3 \ln(MarketCap_{i,t}) + \beta_4 Volatility_{i,t} + \beta_5 Turnover_{i,t} + \beta_6 Rev\_growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，

$D^{Both}$ : 虛擬變數，如果該公司同時捐款兩政黨為 1，否則為 0

模型四、加入捐贈金額排名高於 75%公司之虛擬變數。

再來則是加入捐贈金額高 75%公司之虛擬變數進而觀察對於個別股票累積異常報酬率之影響。

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 Donation_{i,t} + \beta_2 D^{High} + \beta_3 \ln (MarketCap_{i,t}) + \beta_4 Volatility_{i,t} + \beta_5 Turnover_{i,t} + \beta_6 Rev\_growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，

$D^{High}$ : 虛擬變數，如果該公司捐款至當選政黨金額高於 75%之公司為 1，否則為 0。



## 第肆章 實證結果

本研究主要以事件研究法關注在總統選舉時對於勝選政黨捐獻政治獻金是否會使捐款公司之股票報酬率有異常報酬率之產生，以 2012、2016 和 2020 共三次總統選舉政治獻金捐款公司為研究對象。

### 第一節 敘述統計量

首先看表 4-1 敘述統計量的結果，在資料處理上本研究先以監察院公佈之政治獻金捐款帳戶明細中的公司資料並以統編對比上市櫃公司找出捐款公司，並再以子公司溯源方式找到相關上市公司為其母集團加以統計，在各次的總統選舉期間，在捐款公司數量上，除了 2012 年總統選舉之國民黨統計資料外，其餘同時捐獻國民黨和民進黨之公司數量皆大於僅捐獻一政黨之公司數量，顯見商界不願偏頗一方，而是選擇兩政黨皆有捐款，而以平均數而言，除了 2020 總統選舉之國民黨統計資料外，兩黨皆捐款之平均數皆高於僅捐款予一黨之平均數，就觀察平均而言，兩黨皆捐之公司在捐款額度上相對僅捐一黨公司來得高，從最大值也能觀察到同樣的情況，兩黨皆捐之公司最大值高於僅捐一黨公司之最大值，且不論是 2012、2016 或是 2020 皆是如此，不過也能發現到標準差也相對來得大，表示兩黨皆捐之公司的政治獻金變異較大，而從中位數來觀察能發現到兩黨皆捐和僅捐一黨之公司間較無明顯差異，多位於同樣水平。

表 4-1 敘述統計量 - 政治獻金

		<u>國民黨</u>		<u>民進黨</u>	
		僅捐一黨	兩黨皆捐	僅捐一黨	兩黨皆捐
<b>2012</b>	平均數	995,417	1,743,136	471,111	743,451
	標準差	875,499	4,722,585	234,544	1,282,072
	最小值	250,000	100,000	240,000	10,000
	25 分位數	500,000	300,000	300,000	200,000
	中位數	650,000	700,000	500,000	462,550
	75 分數	1,225,000	1,100,000	500,000	715,000
	最大值	5,000,000	30,005,000	1,000,000	8,500,000
	公司家數	72	59	9	52
<b>2016</b>	平均數	1,147,813	1,283,594	723,148	1,026,269
	標準差	2,080,336	3,022,243	852,490	2,205,578
	最小值	300,000	100,000	220,000	50,000
	25 分位數	410,000	200,000	300,000	275,000
	中位數	500,000	500,000	500,000	500,000
	75 分數	1,000,000	1,012,500	712,500	800,000
	最大值	12,000,000	20,000,000	5,000,000	16,700,000
	公司家數	32	64	42	67
<b>2020</b>	平均數	955,897	931,217	589,189	1,242,321
	標準差	730,756	1,835,092	478,234	4,347,598
	最小值	300,000	50,000	220,000	50,000
	25 分位數	500,000	200,000	300,000	287,500
	中位數	1,000,000	550,000	500,000	600,000
	75 分數	1,000,000	1,000,000	700,000	1,000,000
	最大值	4,000,000	14,000,000	3,000,000	33,000,000
	公司家數	39	58	37	56

接著我們透過市場模式和捐款公司於估計期之報酬率觀察值進行迴歸，建立模型後再以事件期之市場報酬率對於事件期之公司股票報酬率進行估計，計算理論報酬率，並以實際報酬率和理論報酬率之差得出異常報酬率。

先看到表 4-2，表中之公司皆有捐贈政治獻金至當次總統選舉勝選政黨，可以發現到在 2012 年和 2020 年時各個時點的累積異常報酬率， $ACAR_{(-10,20)}$  為正且顯著，可以認為在 2012 和 2020 年時對於成功捐贈至當選政黨之公司股票有慶祝行情的出現，即便 2012 年之  $ACAR_{(-10,20)}$  為負，但檢定解果並不顯著，而在 2016 年時捐款至勝選政黨之公司股票累積異常報酬率在各個時點多為負，並無認為的慶祝行情出現，推測因為政黨輪替之故，影響投資人情緒，消彌了捐贈於當選政黨公司股票之慶祝行情。

接著將各次總統選舉有捐獻政治獻金至當選政黨之公司市值大小進行分類，分類的方法採取 Chen et al. (2014) 將樣本之股票按照股票市值分類為 10 個十分位數；十分項裡的 1、2、3 和 4 定義為小型股票 (small stocks)，十分項裡的 5、6 和 7 定義為中型股 (mid-cap stocks)，而十分項裡 8、9 和 10 定義為大型股票 (large stocks)，分析不同市值之公司對股利宣告時之不同的異常報酬反應。

從表 4-3 中可看到在 2012 年市值大之公司累積異常報酬率的檢定皆為不顯著，和表 4-4 中的中市值公司和表 4-5 中的小市值公司呈現不同的情況，而在 2016 和 2020 年總統選舉時，市值大之公司在累積異常報酬率上皆顯著為負，而看到表 4-5 中市值小之捐款公司在 2012 和 2020 年  $ACAR_{(-10,20)}$  顯著為正，相較於市值中和市值大之公司，市值小之捐款公司有較明確的慶祝行情。

表 4-2 不分市值-平均異常報酬率檢定

年份	變數	平均數	標準差	t 值	p 值
2012	$ACAR_{(-5,5)}$	0.008	0.023	3.992***	0.000
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.002	0.022	-1.009	0.315
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.007	0.019	3.951***	0.000
2016	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.007	0.012	-6.179***	0.000
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.006	0.018	-3.269***	0.002
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.001	0.016	0.432	0.667
2020	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.001	0.008	-0.949	0.345
	$ACAR_{(-10,10)}$	0.008	0.018	4.196***	0.000
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.004	0.011	3.177***	0.002

表 4-3 市值大公司-累積異常報酬率 t 檢定

年份	變數	平均數	標準差	t 值	p 值
2012	$ACAR_{(-5,5)}$	0.002	0.023	0.728	0.47
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.002	0.019	-0.6	0.551
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.003	0.017	1.005	0.32
2016	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.007	0.012	-3.526***	0.001
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.008	0.018	-2.431**	0.02
	$ACAR_{(-10,20)}$	-0.001	0.009	-0.57	0.572
2020	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.001	0.008	-0.314	0.757
	$ACAR_{(-10,10)}$	0.002	0.018	0.583	0.566
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.006	0.008	3.508***	0.002

表 4-4 市值中公司-累積異常報酬率 t 檢定

年份	變數	平均數	標準差	t 值	p 值
	$ACAR_{(-5,5)}$	0.005	0.017	1.768*	0.086
2012	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.006	0.014	-2.561**	0.015
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.009	0.018	3.044***	0.004
	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.007	0.013	-2.852***	0.008
2016	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.004	0.013	-1.752*	0.091
	$ACAR_{(-10,20)}$	-0.001	0.012	-0.261	0.796
	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.003	0.008	-2.149**	0.039
2020	$ACAR_{(-10,10)}$	0.004	0.014	1.709*	0.097
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.002	0.012	0.716	0.479

表 4-5 市值小公司-累積異常報酬率 t 檢定

年份	變數	平均數	標準差	t 值	p 值
	$ACAR_{(-5,5)}$	0.02	0.024	4.845***	0.000
2012	$ACAR_{(-10,10)}$	0.002	0.029	0.348	0.730
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.01	0.021	2.891***	0.007
	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.008	0.011	-4.351***	0.000
2016	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.006	0.022	-1.579	0.124
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.003	0.022	0.873	0.389
	$ACAR_{(-5,5)}$	0.001	0.008	0.682	0.499
2020	$ACAR_{(-10,10)}$	0.014	0.019	4.532***	0.000
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.004	0.011	2.235**	0.032

## 第二節 迴歸結果

再來看到迴歸結果的部份，首先先看到表 4-6，以捐款數額作為解釋變數，累積異常報酬率作為被解釋變數，觀察政治獻金對於捐款公司股票異常報酬率之影響，看到欄位(1)的部份，在單因子模型下的結果發現，政治獻金對於捐款公司股票數額有顯著的正向影響，推測除了因捐款公司有餘韻進行政治捐款外，同時也和當選政黨維持良好互動，瞭解公司內部情況之投資人便賦予更高的評價，從而對股價累計異常報酬率有正向影響，而表 4-7 將公司依市值拆分為大中小之後，在政治獻金對於累積異常報酬率同樣有正向且顯著之影響。

到了欄位(2)加入了週轉率、市值、波動度和月營收增長率作為控制變數後，政治獻金同樣呈現顯著的正向影響，但市值大、中、小和市值中型公司也呈現同樣結果。而接著看到欄位(3)，加入了是否同時捐款兩政黨的虛擬變數，在表 4-6 不分公司市值的迴歸結果顯示，同時捐款予兩政黨相對於僅捐款當選政黨之公司，累積異常報酬率是有顯著的負向影響的，且在市值大、中、小之公司都呈現一致的結果。

而欄位(4)則是加入了捐款至當選政黨之金額大於百分之 75 以上之企業虛擬變數，從表 4-6 整體迴歸結果來看為正向影響，但並不顯著，而對於市值大公司來說，捐款金額高於百分之 75 的政黨以上，對於累積異常報酬率有負向的影響，而市值中型和小型公司則是呈現相反的結果，如果捐款至當選政黨金額高於 75% 以上，中、小型公司捐款相對於其它市值相近之公司更高時，則對於累積異常報酬率有正向的影響。

綜合迴歸結果可以發現到，當一公司進行政治捐獻且捐款至當選政黨時，政治獻金越高對於公司股票之累積異常報酬率有顯著的正向影響，對於市值大、中、小之公司亦是如此，而同時捐款兩政黨之公司相較於僅捐當選政黨之公司在累積異常報酬率的表現上有負向的影響，且將公司市值拆分討論後也呈現一致的結果，若捐款至當選政黨之金額大於百分之 75 以上之企業，不同市值大小的公司呈現不同的結果，對於市值大公司有負向影響，對市值中和小公司則為正向影響。

表 4-6 不分市值-迴歸結果

	(1)	(2)	(3)	(4)
$Donation_{i,t}$	0.001*** (2.880)	0.001* (1.658)	0.0002 (0.512)	0.001 (1.360)
$D^{Both}$			-0.034*** (-14.828)	
$D^{High}$				0.004 (1.295)
$Turnover_{i,t}$		0.016*** (15.540)	0.017*** (16.295)	0.016*** (15.566)
$\ln(MarketCap_{i,t})$		0.015*** (5.311)	0.015*** (5.186)	0.015*** (5.342)
$Volatility_{i,t}$		0.392*** (8.592)	0.381*** (8.450)	0.391*** (8.566)
$Rev\_growth_{i,t}$		0.0003 (0.143)	0.001 (0.242)	0.0004 (0.154)
$R^2$	0.1%	5.9%	8.2%	5.9%
Adjusted $R^2$	-3.2%	2.7%	5.0%	2.7%

註: \* $p < 0.1$ ; \*\* $p < 0.05$ ; \*\*\* $p < 0.0$

表 4-7 區分市值-迴歸結果

A. 市值大公司				
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Donation_{i,t}$	0.001**	0.001	0.001	0.001**
	(2.082)	(1.489)	(1.110)	(2.376)
$D^{Both}$			-0.024***	
			(-5.370)	
$D^{High}$				-0.026***
				(-3.999)
$Turnover_{i,t}$		0.032***	0.032***	0.032***
		(9.380)	(9.453)	(9.247)
$\ln(MarketCap_{i,t})$		-0.015***	-0.018***	-0.018***
		(-2.824)	(-3.406)	(-3.460)
$Volatility_{i,t}$		0.421***	0.439***	0.418***
		(3.634)	(3.813)	(3.620)
$Rev\_growth_{i,t}$		0.009	0.011	0.009
		(0.501)	(0.584)	(0.504)
$R^2$	0.2%	6.8%	7.9%	7.4%
Adjusted $R^2$	-5.7%	1.2%	2.3%	1.8%

---

B. 市值中公司

---

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Donation</i> <sub><i>i,t</i></sub>	0.016*** (7.200)	0.014*** (6.658)	0.012*** (5.142)	-0.003 (-0.972)
<i>D</i> <sup>Both</sup>			-0.007* (-1.900)	
<i>D</i> <sup>High</sup>				0.060*** (9.435)
<i>Turnover</i> <sub><i>i,t</i></sub>		0.023*** (11.147)	0.023*** (11.097)	0.022*** (10.767)
<i>ln (MarketCap)</i> <sub><i>i,t</i></sub>		0.042*** (8.601)	0.042*** (8.586)	0.050*** (10.266)
<i>Volatility</i> <sub><i>i,t</i></sub>		0.414*** (4.951)	0.416*** (4.977)	0.456*** (5.541)
<i>Rev_growth</i> <sub><i>i,t</i></sub>		0.005 (0.388)	0.006 (0.444)	0.009 (0.679)
R <sup>2</sup>	2.0%	13.8%	13.9%	16.7%
Adjusted R <sup>2</sup>	-3.6%	8.7%	8.8%	11.8%

---

C. 市值小公司

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Donation</i> <sub><i>i,t</i></sub>	0.009** (2.155)	0.006 (1.318)	-0.005 (-1.233)	-0.006 (-1.053)
<i>D</i> <sup>Both</sup>			-0.045*** (-10.332)	
<i>D</i> <sup>High</sup>				0.025*** -3.261
<i>Turnover</i> <sub><i>i,t</i></sub>		0.011*** (6.893)	0.013*** (8.154)	0.011*** (7.005)
<i>ln (MarketCap)</i> <sub><i>i,t</i></sub>		0.026*** (5.123)	0.019*** (3.695)	0.028*** (5.451)
<i>Volatility</i> <sub><i>i,t</i></sub>		0.310*** (4.705)	0.281*** (4.329)	0.297*** (4.513)
<i>Rev_growth</i> <sub><i>i,t</i></sub>		0.003 (0.302)	0.0004 (0.037)	0.003 (0.257)
R <sup>2</sup>	0.1%	4.9%	8.1%	5.3%
Adjusted R <sup>2</sup>	-5.2%	-0.2%	3.1%	0.1%

### 第三節 穩健性測試

接著在此節當中，我們將原先有捐贈至勝選政黨即納入樣本的條件，代換成僅捐贈勝選政黨之股票，以更縝密的篩選條件進行估計檢定，觀察結果是否仍和前兩節結果相符。

從表 4-8 的結果觀察到，和有捐獻至勝選政黨即納入樣本的檢定結果類似，於 2012 和 2020 年皆有慶祝行情的產生，兩次選舉之  $ACAR_{(-10,20)}$  皆顯著為正，而 2016 年則也和先前檢定結果相似，結果為負但並不顯著，在篩選出僅捐贈勝選政黨公司股票後，同樣對於有顯著的異常報酬率產生。而表 4-9 至 4-11 則區分市值大小，在表 10 市值大公司的檢定結果亦和先前相同，在 2016 年時有異常報酬率顯著為負，2020 年異常報酬顯著為正。表 4-10 的市值中公司則在 2012 年時先於  $ACAR_{(-10,10)}$  呈現負向顯著，但到了時間增長到了  $ACAR_{(-10,20)}$  後即呈現顯著為正，而 2020 年  $ACAR_{(-10,20)}$  亦呈現較微弱顯著為正的異常報酬率。和先前的檢定結果相似，為區分市值後，市值小公司相對較明確的慶祝行情，2012 和 2016 的異常報酬率平均數皆為正，且相對市值大、中，異常報酬更為顯著。

表 4-8 僅捐當選政黨-累積異常報酬率 t 檢定-不分市值

年份	變數	平均數	標準差	t 值	p 值
2012	$ACAR_{(-5,5)}$	0.008	0.023	3.132***	0.003
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.004	0.019	-1.734*	0.087
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.007	0.019	3.113***	0.003
2016	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.005	0.011	-2.691**	0.01
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.005	0.021	-1.671	0.103
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.002	0.02	0.52	0.606
2020	$ACAR_{(-5,5)}$	0.001	0.008	0.815	0.42
	$ACAR_{(-10,10)}$	0.011	0.019	3.579***	0.001
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.006	0.012	2.847***	0.007

表 4-9 僅捐當選政黨-累積異常報酬率 t 檢定-市值大

年份	變數	平均數	標準差	t 值	p 值
2012	$ACAR_{(-5,5)}$	0.002	0.023	0.343	0.735
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.002	0.014	-0.827	0.417
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.001	0.018	0.315	0.755
2016	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.004	0.011	-1.496	0.157
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.004	0.013	-1.308	0.212
	$ACAR_{(-10,20)}$	-0.003	0.005	-2.267**	0.04
2020	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.001	0.008	-0.259	0.802
	$ACAR_{(-10,10)}$	0.011	0.022	1.459	0.178
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.007	0.009	2.199*	0.055

表 4-10 僅捐當選政黨-累積異常報酬率 t 檢定-市值中

年份	變數	平均數	標準差	t 值	p 值
2012	$ACAR_{(-5,5)}$	0.003	0.014	0.971	0.341
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.009	0.012	-3.774***	0.001
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.009	0.017	2.436**	0.022
2016	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.006	0.014	-1.405	0.19
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.006	0.016	-1.239	0.244
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.003	0.013	0.658	0.526
2020	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.001	0.005	-0.55	0.595
	$ACAR_{(-10,10)}$	0.008	0.014	1.816*	0.099
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.003	0.013	0.756	0.467

表 4-11 僅捐當選政黨-累積異常報酬率 t 檢定-市值小

年份	變數	平均數	標準差	t 值	p 值
2012	$ACAR_{(-5,5)}$	0.023	0.024	4.245***	0
	$ACAR_{(-10,10)}$	0.001	0.028	0.094	0.926
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.012	0.021	2.598**	0.017
2016	$ACAR_{(-5,5)}$	-0.004	0.009	-1.717	0.11
	$ACAR_{(-10,10)}$	-0.006	0.029	-0.764	0.458
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.006	0.031	0.703	0.495
2020	$ACAR_{(-5,5)}$	0.004	0.009	1.532	0.146
	$ACAR_{(-10,10)}$	0.014	0.02	2.752**	0.015
	$ACAR_{(-10,20)}$	0.006	0.012	2.13*	0.05

看完 t 檢定後，接著將迴歸結果也以同樣方式重新篩選樣本，以更嚴謹的條件去觀察政治獻金對於異常報酬率之影響。從表 4-12 中在不分市值下的迴歸結果中發現，加入了控制變數後，政治獻金對於股價異常報酬率有顯著的正向影響，而加入捐贈金額高於 75% 之虛擬變數後，當捐贈金額高於百分之 75% 之股票則對於異常報酬率有顯著的負向影響。在區分市值大小後，政治獻金對於異常報酬率皆有顯著的正向影響，不管是單因子模型的結果或是加上控制變數後，經過僅捐勝選政黨的篩選同樣呈現顯著的正向影響，而在捐獻金額高於 75% 之虛擬變數的情況，市值大和市值中的迴歸結果皆呈現和先前同樣的方向，在市值大公司對於累積異常報酬率有顯著的負向影響，而市值中雖同樣呈現正向但轉為不顯著，至於小公司的方向反轉，原先捐獻較高金額對於累積異常報酬率有顯著的正向影響，但篩選至僅捐獻勝選政黨後，對於異常報酬率則轉為負向影響。

表 4-12 不分市值-迴歸結果(僅捐勝選政黨)

	(1)	(2)	(3)
$Donation_{i,t}$	0.001 (1.000)	0.007*** (4.665)	0.009*** (5.879)
$D^{High}$			-0.015*** (-5.346)
$Turnover_{i,t}$		0.016*** (12.521)	0.016*** (12.479)
$\ln(MarketCap_{i,t})$		-0.008*** (-8.348)	-0.007*** (-8.048)
$Volatility_{i,t}$		0.683*** (8.983)	0.655*** (8.608)
$Rev\_growth_{i,t}$		-0.0001 (-1.460)	-0.0001 (-1.266)
$R^2$	0.0%	10.9%	11.5%
Adjusted $R^2$	0.0%	10.8%	11.4%

Note: \* $p < 0.1$ ; \*\* $p < 0.05$ ; \*\*\* $p < 0.01$

綜合以上穩健性測試結果顯現，當公司對於政黨進行政治捐獻時，將有異常報酬率之產生，而政治獻金捐獻數額將會對公司之累積異常報酬率有顯著的正向影響，即便區分市值後都呈現同樣的結果，亦或者在挑選樣本時不論是有捐至勝選政黨即納入或是選擇僅捐獻至勝選政黨公司之股票，政治獻金對於股票累積異常報酬率皆呈現顯著的正向影響。

表 4-13 區分市值-迴歸結果(僅捐勝選政黨)

A. 市值大公司			
	(1)	(2)	(3)
$Donation_{i,t}$	0.004**	0.003*	0.010***
	(2.035)	(1.771)	(4.602)
$D^{High}$			-0.026***
			(-5.201)
$Turnover_{i,t}$		0.014***	0.014***
		(4.195)	(4.336)
$\ln(MarketCap_{i,t})$		0.002	-0.0001
		(0.802)	(-0.058)
$Volatility_{i,t}$		0.082	0.008
		(0.483)	(0.045)
$Rev\_growth_{i,t}$		-0.0003	-0.0003
		(-0.999)	(-0.785)
$R^2$	0.3%	2.7%	4.7%
Adjusted $R^2$	0.2%	2.3%	4.2%

B. 市值中公司			
	(1)	(2)	(3)
$Donation_{i,t}$	0.008*** (3.180)	0.014*** (5.702)	0.012*** (2.993)
$D^{High}$			0.005 (0.791)
$Turnover_{i,t}$		0.016*** (8.393)	0.016*** (8.427)
$\ln (MarketCap_{i,t})$		0.032*** (6.707)	0.031*** (6.385)
$Volatility_{i,t}$		0.472*** (4.082)	0.471*** (4.080)
$Rev\_growth_{i,t}$		-0.0002 (-1.095)	-0.0002 (-1.113)
$R^2$	0.7%	13.0%	13.0%
Adjusted $R^2$	0.6%	12.7%	12.6%
C. 市值小公司			
	(1)	(2)	(3)
$Donation_{i,t}$	0.008** (1.994)	0.010*** (2.684)	0.055*** (9.071)
$D^{High}$			-0.084*** (-9.338)
$Turnover_{i,t}$		0.018*** (9.029)	0.019*** (9.555)
$\ln (MarketCap_{i,t})$		-0.016*** (-3.403)	-0.009* (-1.958)
$Volatility_{i,t}$		1.067*** (8.878)	0.940*** (7.966)
$Rev\_growth_{i,t}$		-0.0002 (-0.953)	-0.0002 (-0.782)
$R^2$	0.2%	15.7%	20.0%
Adjusted $R^2$	0.2%	15.5%	19.7%

## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結論

本研究以三個事件：1. 2012 年 1 月 14 日台灣第十三任期總統選舉。2. 2016 年 1 月 16 日台灣第十四任期總統選舉。3. 2020 年 1 月 11 日台灣第十五任期總統選舉。分別來探討各上市、上櫃企業的股價在選舉前後是否會因為捐獻政治獻金有無影響，且透過事件研究法來探討當事件發生時對於勝選政黨捐獻政治獻金是否會使捐款公司之股票報酬率有異常報酬率之產生，再以市場模式計算理論報酬率，並以實際報酬率和理論報酬率之差得出異常報酬率。綜合迴歸結果可以發現到，當企業政治捐獻至當選政黨時，政治獻金越高對於公司股票之累積異常報酬率有顯著的正向影響，對於市值大、中、小之公司亦是如此，若捐款至當選政黨之金額前 25%以上之企業，不同市值大小的公司呈現不同的結果，對於市值大公司有負向影響，對市值中和小公司則為正向影響，針對此現象可以發現政治獻金對公司股價異常報酬在市值中小企業較為顯著，因為大型企業股本與股價較高，需要花費較多的資金才有辦法拉抬股價導致異常報酬，而中小企業所需運用資金拉抬股價較少，所以較容易有顯著的累積異常報酬。

## 第二節 未來研究建議

由於本研究雖是以監察院公佈政治獻金的檔案當作基準，但只取了營利事業捐贈候選人並無計算到個人，因為也有可能公司董監事透過個人或是親朋好友名義捐贈，因此少算了很多樣本，使得迴歸分析不盡完美，所以會建議往後研究可以在加入個人捐贈的資料，使得政治獻金的資料更為完整做判斷，最後就是可以多加入一些國際因素進來做參考，根據投資家日報(孫慶龍)的研究台灣加權指數與費城半導體指數的連動係數高達 80%，所以可以多加入此變數當作參考。



## 參考文獻

### 一、英文部分

- Ansola-behere, S., & Snyder, J. M. Jr.(1999). Money and institutional power. *Texas Law Review*, 77, 1673-1704
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554-580.
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Ovtchinnikov, A. V. (2010). Corporate political contributions and stock returns. *The Journal of Finance*, 65(2), 687-724.
- Duchin, R., & Sosyura, D. (2012). The politics of government investment. *Journal of Financial Economics*, 106(1), 24-48.
- Faccio, M. (2006), Politically Connected Firms. *American Economic Review*, Vol. 96, No.1, pp.369-386.
- Faccio, M., and Parsley, D. C. (2009). Sudden deaths: Taking stock of political connections. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.44, pp.683-718.
- Faccio, M., R. W. Masulis, and J. J. McConnell. (2006). Political Connections and Corporate Bailouts, *Journal of Finance*, Vol.61 pp.2597-2635.
- Fisman, R., 2001, "Estimating the Value of Political Connections," *The American Economic Review*, Vol.91, No.4, pp.1095-1102.
- Foerster, S. R. and J. J. Schmitz, 1997, "The Transmission of U.S. Election Cycles to International Stock Returns," *Journal of International Business Studies*, Vol.28, pp.1-27.
- Goldman, E., J. Rocholl and J. So. (2008). "Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? *The Review of Financial Studies*, Vol.22, No.6, pp.2331-2360.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2013). Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts. *Review of Finance*, 17(5), 1617-1648.

- Grier, K. B., & Munger, M. C. (1991). Committee assignments, constituent preferences, and campaign contributions. *Economic Inquiry*, 29, 24-43.
- Huber, J., & Kirchler, M. (2013). Corporate campaign contributions and abnormal stock returns after presidential elections. *Public Choice*, 156(1-2), 285-307.
- Jayachandran, S., 2006, "The Jeffords Effect. *Journal of Law and Economics*," Vol.49, pp.397-425.
- Knight, B., 2006, "Are Policy Platforms Capitalized into Equity Prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election," *Journal of Public Economics*, Vol.90, pp.751-773
- Lovett, S., L. Simmons, and R. Kali, 1999, "Guanxi Versus the Market: Ethics and Efficiency," *Journal of International Business Studies*, Vol.30, No.2, pp.231-248.
- Romer, T., & Snyder, J. M. Jr.(1994). An empirical investigation of the dynamics of PAC contributions. *American Journal of Political Science*, 38, 745-769.
- Sharpe, W. F., (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, Vol.19, pp.425-442.
- Shon, J. (2004). Stock returns and campaign contributions: The Bush vs. Gore 2000 Presidential Elections. Working paper Baruch College.

## 二、中文部分

林立好(2018)，*政治獻金、租稅規避與股票報酬*，國立政治大學財政學系碩士學位論文。

林佑聰(2003)，*政商關係與股東財富*，國立臺灣科技大學企業管理系未出版碩士論文。

林坤助(2012)，*選舉事件對臺灣股市影響效果之探討*，國立雲林科技大學財務金融系碩士學位論文。

沈中華、李建然(2000)，*事件研究法－財務與會計實證研究必備*，華泰出版，台北。

曹吟華(2008)，*探討政商關係與公司績效、治理及獲取利益之關係*，國立中山大學財務管理學系研究所碩士學位論文。

張凱雯(2010)，*董事政治關聯及政治獻金對企業價值之影響*，國立臺灣科技大學財務金融研究所未出版碩士論文。

張琬瑜(2005)，*政商網絡的建立必然使企業獲利嗎？*，*管理學報*，22卷，2期，頁155-172。

周明徹(2005)，*政商關對企業價值影響*，清華大學經濟學系碩士學位論文。

黃維本(2002)，*選舉事件對股價指數之影響*，國立高雄第一科技大學金融營運所未出版位論文。

陳信憲、陳雯香(2010)，*政治獻金對台灣公司股票之影響*，商業教育學系會議論文。

陳佳斌(2002)，*董事會之政治腳色：以100家上市公司為例*，中山大學財務管理學系碩士學位論文。

陳雯香(2010)，*政治獻金對台灣公司股票報酬之影響*，國立彰化師範大學商業教育學系未出版碩士論文。

劉鳳珍(1995)，*企業關係與立法委員對財經法案之問政*，東吳大學政治學研究所未出版碩士論文。

