

政治關聯與銀行放款資金成本

蕭育仁與陳柏碩¹

摘要

本文根據 Faccio (2006) 所定義之政治關聯，蒐集 1997~2002 年間 23 個國家資料，分析政治關聯對銀行放款資金成本的影響效果。實證結果首先發現有政治關聯的公司，其銀行放款資金成本比無政治關聯的公司要來的低，說明對銀行而言，有政治關聯公司的授信風險相對沒有政治關聯的公司較低。其次，我們也發現當國家的民主程度越高、言論自由度越高和股票市場流動性越佳，政治關聯對於減少銀行放款資金成本的效果越明顯，此與 Boubakri, Guedhami, Mishra and Saffar (2012) 探討政治關聯與權益資金成本的結論不一致，因此，我們認為債權人與股東在面對不同國家特徵下，對於企業政治關聯價值的看法截然不同。

關鍵字：政治關聯，銀行放款資金成本。

¹蕭育仁，國立東華大學財務金融學系助理教授(通訊作者: yujen@mail.ndhu.edu.tw)；陳柏碩，國立東華大學財務金融學系碩士生。

一、前言

政治關聯 (political connection) 的存在對於企業是否具有價值，一直是近年許多文獻關注的議題²，特別是對募集資金成本的影響性為何，但是根據過去文獻的研究發現，結論似乎仍舊相當分歧。例如，在權益資金成本的部分：Boubakri, Guedhami, Mishra and Saffar (2012) 發現政治關聯能獲得較低的權益資金成本，但是 Ben-Nasr, Boubakri and Cosset (2012) 觀察國家所有權和政治特徵，對於私有化³企業的影響，發現當政府在公司的所有權(政治干預)所占持股比率增加會使權益資金成本上升。在債務資金成本的部分：除了 Faccio (2010) 發現有政治關聯之企業能優先獲得貸款外，Bliss and Gul (2012) 以馬來西亞為實證對象，指出審計機構和貸款者認為有政治關聯之公司其風險較高，因此所需的債務成本也較高。不過，黃玉麗、沈中華和林昆立 (2011) 以臺灣為實證對象，發現企業的董事長或總經理有政黨傾向，能使取得債務資金的成本下降；Qi, Roth and Wald (2010) 亦發現政治權利越強其公司債券資金成本越低。

就我們所知，目前鮮少有文獻針對銀行放款資料，探討政治關聯與銀行放款資金成本之間關聯性的研究。事實上，目前全球企業籌措資金的方式，間接金融的占比仍舊遠遠超過直接金融，Ivashina (2009) 提出過去 20 年裡聯貸市場 (syndicated loan market) 一直是全世界企業融資的最大來源。Nini, Smith, and Sufi (2009) 指出，即便是資本市場發展最完善的美國，仍有 80% 上市公司透過銀行取得融資信貸資金，僅 15% 的公司會選擇發行公司債⁴，這些證據與數據說明企業籌募資金時，仍舊相當依賴銀行信貸 (Kashyap, Rajan and Stein, 2002；Gatev and Strahan, 2006) 取得資金。基於上述原因，本篇研究主要說明並探討政治關聯

²例如，Goldman, Rocholl, and So., (2009) 認為政治關聯能為公司帶來「額外」異常報酬的好處；Faccio, Masulis and McConnell (2006) 發現政治關聯較能得到政府財政的援助。Roberts (1990) 研究發現有政治關聯董事會的美國公司，其企業價值平均而言會增加。相反地，Faccio (2010) 認為政治關聯會損害公司價值，其績效也普遍表現不佳。而 Liang, Xu and Jiraporn (2013) 則發現中國銀行董事會政治連接程度和其績效有顯著負向影響。

³這裡指的是國營企業民營化，也就是政府將持有權益轉讓於私有企業。

⁴以台灣為例，根據中央銀行提供數據顯示，2013 年臺灣間接金融金額約為 36.1 兆，直接金融金額為 9.4 兆，其比例分為 79.3% 及 20.7%。

對銀行放款資金成本的影響效果的重要性。

藉由 Faccio (2006) 提供之政治關聯性公司資料，本研究期間為 1997~2002 年，包含 23 個國家，總觀測筆數為 14,454 筆，我們實證研究的主要結果有以下兩點。第一，本研究發現政治關聯確實對企業向銀行貸款的資金成本提供了有利的價值。換句話說，有政治關聯之企業其銀行放款資金成本低於沒有政治關聯之企業。第二，參考 Boubakri et al., (2012) 本文也納入了四個國家特徵變數，包含：言論自由程度、清廉程度、股票市場流動性和民主程度，來探討政治關聯與銀行放款資金成本，是否會隨著不同國家特徵而產生不同的結果。

而本文實證研究發現，當國家民主程度越高、言論自由程度越高和股票市場流動性越佳，政治關聯對於降低銀行放款資金成本的效果越明顯。此發現可以間接解釋，Bliss and Gul (2012) 以馬來西亞為實證對象與黃玉麗、沈中華和林昆立 (2011) 以臺灣為實證對象，同樣探討政治關聯與債務資金成本的議題，卻發現實證結論不一致的理由。此外我們的發現與 Boubakri et al. (2012) 探討政治關聯與權益資金成本的結論剛好完全相反，這說明債權人與股東在面對不同國家特徵下，對於企業政治關聯價值的看法截然不同。最後，本研究在考慮內生性的問題下，發現先前的研究成果仍舊相當穩健。

總結來說，本篇之研究主要貢獻如下：第一，就我們所知，本文是第一篇蒐集跨國的資料探討政治關聯與銀行放款資金成本關聯性的研究，不僅由於公司倚賴銀行放款籌措債務資金仍舊居於首位外，本文也藉由跨國性的實證數據，使得本文研究結果的信度與效度更具說服力。第二，本研究提出國家發展的特徵變數，尤其是國家的言論自由程度、股票市場流動性和民主程度，對於探討政治關聯對銀行放款資金成本的影響亦存在重要的差異。最後，我們的研究結果也提供給企業主，在維繫政治關聯時一個新的觀點，除了讓企業主理解政治關聯對其向銀行尋求放款資金成本時的影響力外，政治關聯的價值也會因所處國家發展特徵的差異而有所不同。

除了前言外，本篇論文的架構如下：第二章為文獻探討，第三章為資料及研究方法，第四章為研究結果，最後第五章是結論與建議。

二、文獻探討

2.1 政治關聯與資金成本

一般來說，公司的資金成本可分為權益資金成本與債務資金成本。過去有許多文獻探討政治關聯與權益資金成本之間的關係。Boubakri et al. (2012) 不僅發現政治關聯能獲得較低的權益資金成本，民主程度及人民自由度較低、貪腐程度較高及股票市場較多限制的國家其有政治連結的公司也能減少權益資金成本。但 Ben-Nasr et al. (2012) 以全球觀點觀察國家所有權和政治特徵對於私有化企業的影響，發現政府在公司的所有權(政治干預)所占持股比率增加會使權益資金成本上升。

先前已有許多文獻以跨國的角度探討政治關聯對於權益資金成本的影響，然而有關政治關聯與債務資金成本的研究卻多半著重於單一國家。Bliss and Gul (2012) 研究馬來西亞政治關聯和債務成本之間的關係，發現有政治關聯的公司被審計機構視為市場風險較高的公司。此外有政治關聯的公司與其貸款者收取之貸款利率有正向關係，這也說明貸款人認為這些公司具有高風險。他們也發現有政治關聯的公司其 CEO 有雙重性(公司的董事會主席和 CEO 為同一人)對於貸款人是較為危險的，而這些公司都有較高的利率，且在這之中高達 14.5% 的公司權益價值為負數。Khwaja and Mian (2005) 以巴基斯坦 1996~2002 年間超過 90,000 家的企業為樣本，發現在巴基斯坦擁有政治關聯之公司會有更多機會得到債權融資，即便這些公司顯著有較高的違約率，但它們並不會支付比沒有政治關聯公司的同業更高的利率，而這些現象都發生在國有銀行，私人銀行則不會提供任何政治租金 (political rent) 的好處⁵。Qi et al. (2010) 研究 39 個國家的政治權利與公

⁵政治租金(political rent)係指因為政治權力而產生的租，企業為了尋求政治租來謀取政治私利，

司債券資金成本間的關係，發現政治權利越強其公司債券資金成本越低，且較能獲得較高的信用評等。此外越佳的新聞自由度是降低債券風險、進而減少債券資金成本重要因素。Faccio (2010) 則指出有政治關聯之企業能優先獲得貸款。此外 Faccio (2010) 進一步將政治關聯程度作分級，發現當政治關聯的影響力越大(例如企業之政治關聯為部長階級之於政治關聯為國會議員階級)，其差異更為明顯。而且政治關聯在較為腐敗之國家的公司獲得的淨效益也越大。Firth, Lin, Liu, and Wong (2009) 研究影響中國國有銀行貸款給私人民營企業的因素，發現政府若在 (1) 大型公司 (2) 產業為服務業及 (3) 公司位置在銀行機構較為欠缺的地區中為股份擁有人，相對較能幫助企業獲得銀行貸款，表明政治關聯能發揮促使銀行融資的功能。

國內學者方面，黃玉麗、沈中華和林昆立 (2011) 分析臺灣上市公司其政治關聯與債務成本之間的關係，發現企業的董事長或總經理有政黨傾向(且不論政黨傾向為何)，能使取得資金的成本下降，且也能獲得較佳的信評等級，但政治關聯的強度並不影響企業信評等級。此外相對於與反對黨有政治關聯的企業，與執政黨有政治關聯的企業，其降低的債務資金成本的效果較為顯著。在影響政治關聯的因素方面。Chen, Shen and Lin (2014) 研究臺灣政治關聯與國有及民營銀行之間的關係，探討企業的政治關係是否能從國有銀行得到政治利益。其研究發現有政治關聯之公司能從國有銀行得到貸款利率及非貸款利率方面的優惠，此外與民營銀行相比，有政治關聯之公司能從國有營銀行獲得較多優惠。最後有政治關聯之公司在選舉年時可以獲得比非選舉年時更低的貸款利率。

2.2 政治關聯與其它議題

有許多文獻已討論過政治關聯與公司績效之間的關係。Liang, Xu and Jiraporn (2013) 則探討董事會特色對中國銀行表現及銀行資產品質的影響。發現

進而產生了尋租金活動(rent seeking)。

董事會規模和銀行董事與政治連接程度對於銀行績效有顯著負向影響。Chang and Wong (2004) 則探討政治聯結與中國上市公司績效之間的關係。發現地方黨委的決策權相對於公司第一大股東的權力，對於公司績效有正向關係；而地方黨委的決策權相對於公司經理人，對於公司績效則有負向關係。

政治關聯與公司價值之間的關係也是熱門的研究領域，但也產生不同的研究結果。Fisman (2001) 利用有關印尼總理 Shuarto 的健康狀況之事件研究公司與其政治關聯產生的影響，發現有較多政治依賴的公司平均而言對於這些事件所遭受的損失比政治依賴較少之公司還多。(Faccio, 2006; Shleifer and Vishny, 1997) 則說明政治人物出任公司董事會對於公司價格並無顯著影響。Roberts (1990) 指出美國公司若有政治關聯的董事會平均而言會增加其企業價值。Goldman, Rocholl and So (2009) 研究政治關聯在美國的重要性，發現公司董事會若具有政治關聯其股票有正的超額報酬。另外他以 2000 年總統大選共和黨的獲勝來分析股票價格的變化，發現與共和黨有政治關聯的公司其價值為上升，反之與民主黨有政治關聯之公司其價值下降。

政治關聯也與公司經營特徵有關，Bliss and Gul (2012) 指出有政治關聯之公司擁有槓桿程度較高、更高的可能性申報虧損、更高的可能性有負的權益以及更高的可能性被一間大的審計機構審查。Faccio (2010) 亦發現政治關聯的公司有較高的槓桿及市場佔有率，但在會計基礎下其績效比非政治關聯之公司差。此外與同業相比有政治關聯之公司有較低的 ROA 及市場價值，且其結果普遍適用於各個國家。

三、資料與研究方法

3.1 資料來源

為了探討政治關聯和銀行放款資金成本之間的關係，首先本篇研究使用

Faccio (2006)⁶所定義之政治關聯：公司的大股東(其定義為直接或間接持有公司10%以上的股東投票權)或高層(其定義為公司 CEO、正副總裁、董事長或秘書)為 (a) 議會或國會成員 (b) 部長或國家元首或是 (c) 與高級官員有密切關係。接著我們將有政治關聯之公司與 Dealscan 資料庫做整合，調查這些公司的貸款資訊。其次公司個別財務資料及由 Compustat 資料庫取得。由於兩個資料庫並沒有相同的項目可以做整合，因此我們使用 Chava and Roberts (2008) 所提供的資料將兩個資料庫連結⁷，最後其它經濟變數資料由 The World Bank 蒐集之 World Development Indicators 中取得，整理出有政治關聯公司有效觀測筆數共 560 筆，無政治關聯公司有效觀測筆數為 13,894 筆，總觀測筆數 14,454 筆。由於我們根據 Faccio (2006) 所定義之政治關聯作為我們的主要解釋變數，因此我們的樣本期間限制為 1997~2002 年。

表 1 為本篇研究有政治關聯與無政治關聯之樣本數統計，我們可以發現有政治關聯之公司佔總樣本數約 3.9%，而根據 Faccio (2006) 研究指出有政治關聯的企業佔全球企業比例不超過 3%，的確跟我們的樣本比例差距不大⁸。

[表 1]

3.2 變數

3.2.1 銀行放款資金成本

如何獲得較佳的貸款資金成本是一間公司融資時所要考慮的重要因素。本文使用 Dealscan 資料庫提供之銀行放款價差 (*Spread*) 為被解釋變數來代表銀行放款資金成本，藉以了解哪些因素會影響銀行給予公司的銀行放款資金成本。若此數值越小，代表公司獲得的銀行放款資金成本也越少。

⁶ Faccio (2006)資料來源：http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=444960

⁷ Chava and Robert (2008) 利用兩個資料庫的公司名稱做合併，目前更新後資料期間為 1982~2012 年，資料筆數共 121,366 筆，但有些國家樣本並不齊全。因此我們也額外手動合併印尼及泰國資料。資料來源：<http://finance.wharton.upenn.edu/~mrrobert/styled-9/styled-12/index.html>

⁸ 在本篇研究中有政治關聯之公司數共 144 間，無政治關聯公司數共 4,482 間，有政治關聯公司數佔總樣本約 3.1%，更接近 Faccio (2006) 的估測值。

3.2.2 政治關聯

本篇使用 Faccio (2006) 定義之政治關聯作為主要解釋變數，其中我們將總觀測樣本分為有政治關聯和無政治關聯之公司，本篇研究將此變數設為虛擬變數，若有政治關聯 (*Political*) 之公司設為 1，沒有則為 0。

3.2.3 公司特有控制變數

Fields et al. (2012) 研究發現低槓桿、低風險(股價標準差較低)、規模較大及高獲利(ROA)之公司其貸款成本較低；較少併購防禦機制之公司及貸款期限較長則有較高的銀行貸款成本。Firth et al. (2009) 研究影響中國國有銀行貸款的原因，發現銀行較容易貸款給財政健康與公司治理較佳的公司。由上述幾篇研究我們可以發現公司的特徵的確可能為銀行在放款中所參考的因素之一，因此本篇研究納入了以下幾個公司特有因子來衡量是否影響銀行放款的決策。

負債比率 (*Debt ratio*) 用來衡量公司槓桿，其為總負債除以總資產。若其數值越高代表公司所暴露的槓桿風險更高，進而使銀行放款資金成本上升。利息保障倍數 (*ICR*) 沿用黃玉麗、沈中華和林昆立 (2011)，其定義為息前稅前淨利除以當期利息支出，其代表公司在息前稅前之盈餘是否能足以支付當期之利息，若數值越大則代表公司之償債能力越佳，因此可能獲得較好的銀行放款資金成本。獲利率 (*Profit rate*) 為EBITDA除以總資產，用來衡量公司的獲利能力，其數值越高代表公司創造盈餘的能力越佳，因此其銀行放款資金成本可能越低。

此外我們也根據Boubakri et al. (2012) 的研究將總資產取對數 ($\ln(TA)$) 納入我們的控制變數中，探討公司規模是否影響企業的銀行放款資金成本。

3.2.4 貸款條件控制變數與其他控制變數

本篇研究利用 Dealscan 所提供之公司每筆貸款資訊，擷取幾項主要變數來探討其貸款條件不同是否也會影響銀行放款資金成本。 $\ln(Amount)$ 為貸款金額

取自然對數；貸款期間 (*Tenor*) 為每筆貸款之還款期間，其單位為月；限制條款有無 (*Covenant*) 為虛擬變數，若有限制條款者為 1，反之為 0。保證人有無 (*Sponsor*) 為虛擬變數，若貸款有保證人則為 1，沒有則為 0；貸款重組 (*Refinance*) 是指當銀行預見借款方可能會因財務困難造成無法還款的情形下而出現違約，為了減少損失而與其簽訂貸款重組使其能重新訂定貸款利還款期限等貸款條件。此一為虛擬變數，若有貸款重組條件者為 1，反之為 0；有無財務比率限制 (*Financial ratio*) 為虛擬變數，若公司被要求財務比率要符合銀行規定下才能提供其貸款則為 1，反之沒被要求則為 0；2 抵押品有無 (*Secured*) 為虛擬變數，若有抵押品則為 1，反之為 0。聯合貸款 (*Syndicated*) 為虛擬變數，若其貸款為數間銀行聯合貸款則為 1，若只有一間銀行貸款者則為 0。

此外國家個別總體經濟也可能影響銀行放款資金成本，因此本文也參考 Boubakri et al. (2012) 考慮人均國民所得並取自然對數 ($\ln(\text{GDP per capita})$)，控制國家個別經濟發展程度⁹。

3.3 迴歸模型

本篇研究以銀行放款價差 (*Spread*) 為被解釋變數，探討政治關聯與銀行貸款之間的關係，控制變數包含公司特有因子、貸款條件和國家控制變數等。其模型設定如下：

$$\begin{aligned}
 \text{Spread}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Political connection}_{i,t} + \alpha_2 \text{Debt ratio}_{i,t} + \alpha_3 \text{ICR}_{i,t} + \\
 & \alpha_4 \text{Profit ratio}_{i,t} + \alpha_5 \ln(\text{TA})_{i,t} + \alpha_6 \ln(\text{Amount})_{i,t} + \alpha_7 \text{Tenor}_{i,t} + \\
 & \alpha_8 \text{Covenant}_{i,t} + \alpha_9 \text{Sponsor}_{i,t} + \alpha_{10} \text{Refinance}_{i,t} + \\
 & \alpha_{11} \text{Financial ratio}_{i,t} + \alpha_{12} \text{Secured}_{i,t} + \alpha_{13} \text{Syndicated}_{i,t} + \\
 & \alpha_{14} \ln(\text{GDP per capita})_{i,t} + \alpha_{15} \text{Year dummy}_t + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

⁹由於 The World Bank 的統計資料中並不包含臺灣，因此臺灣的數值從我國行政院主計處取得。

表 2 為各變數的名稱、說明及資料來源，讓讀者能更了解個別變數之定義。

〔表 2〕

四、研究結果

4.1 敘述統計

表 3 為本篇研究所使用主要變數之敘述統計表。我們將其分為有政治關聯及無政治關聯兩個組別，並將兩個組別的差異做平均數及中位數檢定¹⁰。首先我們發現有政治關聯的公司之銀行放款資金成本 (*Spread*) 平均比無政治關聯公司之銀行放款資金成本少 29.031 個基準點，其平均數及中位數檢定皆顯著異於 0，代表有政治關聯的公司其平均銀行放款資金成本顯著低於無政治關聯之公司。

在四個公司特有控制變數中，只有總資產的平均數及中位數檢定都顯著異於 0。其它如負債比率 (*Debt ratio*)、利息保障倍數 (*ICR*) 及獲利率 (*Profit rate*)，其平均數檢定並沒有顯著差異。在貸款條件控制變數方面，除了貸款期間 (*Tenor*)、財務比率限制 (*Financial ratio*) 及聯合貸款 (*Syndicated*) 外，其餘變數之平均數及中位數差異皆顯著異於 0。而人均國民所得 (*Ln(GDP per capita)*) 之平均數及中位數差異亦顯著異於 0。

由上述可知在我們的樣本之中，有政治關聯之公司其平均銀行放款資金成本確實少於無政治關聯之公司；在公司特徵方面，企業規模和貸款金額等方面則大於無政治關聯之公司。此外在貸款條件的限制上有政治關聯之公司平均而言也少於無政治關聯之公司。

〔表 3〕

4.2 迴歸模型結果

表 4 為政治關聯與銀行放款條件兩者關聯的實證結果，首先模型(1)及模型(2)使用 OLS 迴歸模型，其中模型(2)為模型(1)加入政治關聯因子後的迴歸結果，我們

¹⁰ 本篇研究採用 Two-sample mean comparison test 和 Wilcoxon rank sum test 檢定有政治關聯公司和無政治關聯公司之平均數及中位數差異是否有顯著差異。

可以發現在模型(2)中政治關聯因子係數顯著為負，代表有政治關聯的公司確實能獲得較低的銀行放款資金成本。再來我們探討公司特有變數的部分，兩個模型的負債比率係數皆顯著為正，代表公司的槓桿越高，其銀行放款資金成本也越高。這也與 Bliss and Gul (2012)、Fields et al. (2012) 和 Ge, Kim and Song (2012) 等人的研究結果一致。在獲利率方面係數亦顯著為負，也就是說當一間公司獲利能力越佳，能獲得的銀行放款資金成本則越小，其結果也和 Fields et al. (2012) 一致。而利息保障倍數與公司總資產係數則不顯著。

在貸款條件控制變數方面，我們發現貸款金額的係數在兩個模型中皆顯著為負。換句話說，當貸款金額越高時，其獲得的銀行放款資金成本也越小。此外限制條款有無、保證人有無以及是否為聯合貸款等係數也都顯著為負。貸款期間、有無財務比率限制與擔保品有無則是顯著為正。

最後在其它控制變數方面，人均國民所得係數顯著為負，代表國家經濟發展越高其公司能取得較低的銀行放款資金成本。由於被解釋變數 (*Spread*) 之數值皆不小於 0，為了提高研究的準確性，我們使用 Tobit 模型重新測試並將結果顯示於模型(3)與模型(4)，其得出的迴歸結果也都一致。

總結以上，我們發現有政治關聯之公司的確能取得較低的銀行放款資金成本。除此之外，獲利能力越佳、槓桿程度越低的公司也會有較低的銀行放款資金成本。在貸款條件方面，若貸款金額越高、貸款契約中有限制條款、保證人且為聯貸案時其銀行放款資金成本較低。相反的若貸款期間越長、契約中有財務比率限制及要求須有抵押品，則貸款資金成本較高。國家的經濟發展程度也與銀行放款資金成本有負向顯著影響。

[表 4]

4.3 穩健性測試

4.3.1 銀行放款利率(All-in spread drawn)

Ge et al. (2012) 以銀行放款利率 (All-in spread drawn) 作為被解釋變數調查 22 個國家的企業公司治理對國際貸款市場借款合同的影响。他們發現公司治理較好的公司銀行會收取較低的貸款利率、提供更大金額和更長的到期期間，並有較少的限制性契約。無獨有偶，Ferreira and Matos (2012) 也使用 All-in spread drawn 探討銀行與借款公司之間的關聯對借款公司貸款資金成本產生的影响。因此為了加強模型的準確性，我們也使用 All-in spread drawn 作為被解釋變數重新測試 OLS 以及 Tobit 迴歸模型。從表 5 我們可以發現，政治關聯因子在模型(1)及模型(2)中仍顯著為負，且比 Spread 更為顯著。其他的控制變數也與之前的結果一致，其中有政治關聯的公司樣本數為 247 筆，無政治關聯公司的樣本數為 10,523 筆，總樣本數為 10,770 筆¹¹。

〔表 5〕

4.3.2 考慮其它國家特徵變數

Boubakri et al. (2012) 研究權益資金成本與政治關聯之間的關係，不但發現政治關聯能獲得較低的權益資金成本，民主程度及人民自由度較低、貪腐程度較高及股票市場較多限制的國家其有政治連結的公司也能減少權益資金成本。Qi et al. (2010) 指出越佳的新聞自由度是降低債券風險的重要途徑。林昆立 (2013) 則指出越健全的政治權利，也就是民眾與政黨參與政治的自由程度越高，將可以有效的降低銀行風險承擔的程度。

因此除了人均國民所得外，我們也納入了幾個國家特徵變數來探討是否對銀行放款產生影响。(Voice) 為言論自由程度，其反映一個國家人民對於政治的言論、結社及媒體自由，若數值越高代表其自由程度越高；清廉程度 (Corruption) 包含了 Control of Corruption 以及 CPI 兩個指數，其反映國家公權力行使謀取私

¹¹ 其樣本分布國家分別為(包含有政治關聯與無政治關聯，括號數值為各國資料總筆數)：比利時(12)、瑞士(57)、德國(64)、丹麥(12)、西班牙(52)、法國(199)、英國(449)、希臘(13)、愛爾蘭(10)、義大利(52)、墨西哥(28)、馬來西亞(9)、俄羅斯(30)、瑞典(47)及美國(9,736)。

利的貪腐行為，數值越高代表其國家越清廉¹²。除此之外，我們也採用 Boubakri et al. (2012) 的方法加入流動性 (*Liquidity*) 和民主程度 (*Democracy*) 兩個變數。*(Liquidity)* 是指國家股票市場的流動性，數值越高則流動性越佳。民主程度 (*Democracy*) 數值越高則代表國家的民主程度越高。最後我們也加入了這些變數與政治關聯因子的交乘項：Pol*Voice、Pol*Corruption、Pol*Liquidity 及 Pol*Democracy，探討政治關聯因子的效果是否會在不同國家政治特徵下發生變化。

表 6 為加入其他國家控制變數之模型迴歸分析。而表 6 的模型(1)為加入四個控制變數以及與政治關聯的交乘項，模型(2)~模型(5)則分別將四個變數與其交乘項放入迴歸中。首先，Panel A 及 Panel B 使用 Spread 為被解釋變數並分別用 OSL 及 Tobit 迴歸模型檢測結果，Panel C 和 Panel D 則使用 All-in spread 為被解釋變數。礙於篇幅關係因此表 6 僅呈現交乘項結果，在其他變數方面結果也與先前一致。

首先我們可以看到 Pol*Democracy 在模型(1)到模型(5)中皆顯著為負，另外使用 Spread 或 All-in spread 其結果也都一致，這代表當民主程度越高，有政治關聯的公司能獲得較低的銀行放款資金成本。另外 Pol*Voice 和 Pol*Liquidity 在 Panel 1 和 Panel 2 也都顯著為負，雖然在 Panel 3 和 Panel 4 中係數不顯著但也為負數。因此當一個國家言論自由度越高或股票市場流動性越佳，有政治關聯的公司其銀行放款資金成本越低。最後 Pol*Corruption 在 Panel A 及 Panel B 也顯著為負，不過在 Panel C 及 Panel D 係數數值為正但不顯著。

因此整體來說，政治關聯對於減少銀行放款資金成本的效果，在民主程度越高、言論自由度越高和股票市場流動性越佳的國家越明顯，其中民主程度的影響

¹² Control of Corruption 從 The Worldwide Governance Indicators 取得，此數值代表公權力用於私利行為的貪腐程度，數值越高代表越清廉；Corruption Perceptions Index(CPI)則是從 Transparency International 每年發布的報告中獲得，代表各國民眾對於國家貪腐程度的主觀評估，其數值越高代表腐敗程度越低。我們將此兩個變數平均用來表示各國的貪污指數(*Corruption*)。

最為強烈¹³。這似乎也可間接說明 Bliss and Gul (2012) 以馬來西亞為實證對象，研究政治關聯與債務資金成本的結果與黃玉麗、沈中華和林昆立 (2011) 以臺灣為實證對象所發現結果不一致的理由，可能是因為國家所處環境因素的不同所產生的歧異，因為整體來說臺灣的政治環境相對於馬來西亞是較為安定且人民較能參與政治議題。

此外我們的研究結果與 Boubakri et al. (2012) 的發現恰好相反，因此我們認為債權人和股東在面對不同國家特徵下對於政治關聯價值的看法截然不同，這可能是由於政治越穩定的國家相對會有較完善的債權人權利 (Creditor rights)¹⁴，所以銀行認為有政治關聯之公司會因為有政府的背書而有較低的倒帳風險¹⁵。

[表 6]

4.3.3 內生性

本篇研究主要探討政治關聯是否對於銀行放款資金成本產生影響，然而一間公司是否會為了獲得較低的銀行放款資金成本進而去維繫政治關聯？為了避免模型存在內生性問題，我們以兩階段最小平方法 (Two-stage least squares) 迴歸模型做穩健性測試。其中我們參考 Boubakri et al. (2012) 的方法，利用財產揭露有無 (*Disclose*) 作為工具變數¹⁶，首先在第一階段利用此工具變數進行最小平方法獲得估計值，接著我們將估計值與原先的解釋變數進行第二階段的迴歸模型，估計個別變數對於銀行放款資金成本的效果，進而了解在考慮內生性下政治關聯是否對銀行放款資金成本造成影響。而這一變數在許多文獻中也被廣泛使用

¹³ 此外避免樣本選取偏誤對結果造成影響，因此我們也測試了排除美國樣本後的迴歸模型，其結果也都一致。

¹⁴ 債權人權利是指債權人對於公司資產的要求權，也就是公司未來應歸還債權人的債務。一般來說債權人權利對於所有者權利有優先權，當企業因破產或其他原因進行清算時，在支付破產或清算費用後會優先償還負債，若有剩餘價值才會支付給所有者。

¹⁵ 林坤立 (2013) 指出已開發國家相對開發中國家有較完善的政治制度和法律制度保障債權人權利。此外研究發現在法律制度上對於債權人權利保護越完善、更容易獲得抵押品、強迫要求償還或獲得債務人的管理權將有助於降低銀行風險。

¹⁶ 此一變數之取得來自 Djankov, Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2010)。資料來源：
<http://scholar.harvard.edu/shleifer/publications?page=1>

(Faccio, 2006 ; Djankov et al, 2010)。我們將財產揭露有無設為虛擬變數，若法令規定國家國會(議會)成員需揭露自身財產則為 1，其他為 0。而我們的迴歸結果如表(7)，從表中可以看到政治關聯因子達到 0.01 顯著水準，係數顯著為負，這表示利用兩階段最小平方法的結果與先前研究一致，其 R^2 為 14.00%。

〔表 7〕

五、結論與建議

本文主要以 Faccio (2002) 為定義蒐集 1997~2002 年間全球共 23 個國家為樣本，探討政治關聯與銀行放款條件之間的影响性為何，此外我們也納入了言論自由程度、清廉程度、股票市場流動性及民主程度等四個國家特徵變數，探討政治關聯和銀行放款條件之間的影响是否會因為國家體系的的不同而產生不同的變化。而我們也是第一篇以全球的觀點探討政治關聯與銀行放款資金成本的關聯性。

本篇研究主要結果有以下幾點：第一，在政治關聯方面，實證結果發現有政治關聯的公司其銀行放款資金成本比無政治關聯的公司要來的低，也就是說政治關聯可以為公司帶來利益，可能的解釋為若一間公司與政府常保持著良好的關係，那麼貸款銀行可能會因為借款公司本身的政商關係，認為其授信風險相較無政治關聯之公司要來的低，進而願意給這些公司較為優惠的銀行放款資金成本。其次，加入了四個國家變數後我們發現越民主、言論自由程度越高或股票市場流動性越佳的國家其政治關聯降低銀行放款資金成本的效果越明顯。因此我們認為在一個相對具有言論自由、民主或股票市場流動性較佳的國家，企業維持政商關係可能有一定的幫助。然而我們的結果與 Boubakri et al. (2012) 的研究大相逕庭，這間接說明債權人和股東面對不同環境的國家其對於政治關聯的看法截然不同。此外經濟發展程度越高的國家其公司的銀行放款資金成本也越低。最後，在考慮內生性問題及其他額外的穩健性測試後，我們的研究結果仍然十分穩健。本文以跨國的觀點發掘政治關聯在鮮少探討的銀行放款條件方面扮演了何種角色，其有助於讀者瞭解銀行在放款決

策中考慮了哪些因素。

參考文獻

- 林昆立 (2013)，政治權利、債權人權利與銀行風險的關係—全球實證，*經濟論文*，41(1), 39-83.
- 黃玉麗、沈中華和林昆立 (2011)，政治關聯(係)與債務資金成本，*管理學報*，28(1), 31-47.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R., 2009. Financial institutions and markets across countries and over time-Data and analysis. Policy research working paper, no 4943.
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N., Cosset, J.-C., 2012. The political determinants of the cost of equity: Evidence from newly privatized firms. *Journal of Accounting Research*, 50 (3), 605-646.
- Bliss, M. A., Gul, F. A., 2012. Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36 (5), 1520-1527.
- Bliss, M. A., Gul, F. A., 2012. Political connection and leverage: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36 (8), 2344-2350.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., Saffar, W., 2012. Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 18 (3), 541-559.
- Chang, E. C., Wong, S. M. L., 2004. Political control and performance in China's listed firms. *Journal of Comparative Economics*, 32 (4), 617-636.
- Chava, S., Roberts, M. R., 2008. How does financing impact investment? The role of debt covenants. *Journal of Finance*, 63 (5), 2085-2021.
- Chen, Y. C., Shen, C. H., Lin, C. Y., 2014. The benefits of political connection: Evidence from individual bank-loan contracts. *Journal of Financial Service Research*, 45 (3), 287-305.

- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2010. Disclosure by Politicians. *American Economic Journal. Applied Economics*, 2 (2), 179-209.
- Faccio, M., 2006. Politically connected firms. *American Economics Review*, 96 (1), 369-386.
- Faccio, M., 2010. Differences between politically connected and non-connected firms: A cross-country analysis. *Financial Management*, 39 (3), 905-927.
- Faccio, M., Masulis, R. W., McConnell, J. J., 2006. Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 61 (6), 2597-2635.
- Ferreira, M. A., Matos, P., 2012. Universal banks and corporate control: Evidence from the global syndicated loan market. *The Review of Financial Studies*, 25 (9), 2703-2744.
- Fields, L. P., Fraser, D. R., Subrahmanyam, A., 2012. Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 36 (5), 1536-1547.
- Firth, M., Lin, C., Liu, P., Wong, S. M. L., 2009. Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector. *Journal of Banking and Finance*, 33 (6), 1144-1155.
- Gatev, E., Strahan, P., 2006. Bank's advantage in hedging liquidity risk: Theory and evidence from the commercial paper market. *Journal of Finance*, 61 (2), 867-892.
- Ge, W., Kim, J. B., Song, B. Y., 2012. Internal governance, legal institutions and bank loan contracting around the world. *Journal of Corporate Finance*, 18 (3), 413-432.

- Goldman, E., Rocholl, J., So, J., 2009. Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? *Review of Financial Studies*, 22 (6), 2331-2360.
- Ivashina, V., 2009. Asymmetric information effects on loan spreads. *Journal of Financial Economics*, 92 (2), 300-319.
- Kashyap, A., Rajan, R., Stein, J., 2002. Banks as liquidity providers: An explanation for the co-existence of lending and deposit-taking. *Journal of Finance*, 57 (1), 33-73.
- Khwaja, A. I., Mian, A., 2005. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *The Quarterly Journal of Economics*, 120 (4), 1371-1411.
- Liang, Q., Xu, P., Jiraporn, P., 2013. Board characteristics and Chinese bank performance. *Journal of Banking and Finance*, 52 (2), 737-783.
- Nini, G., Smith, D., Sufi, A., 2009. Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92 (3), 400-420.
- Qi, Y., Roth, L., Wald, J. K., 2010. Political rights and the cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 95(2), 202-226.
- 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.
- Shleifer, A., Vishny, R. W., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.

表 1

有政治關聯與無政治關聯之樣本數統計

| 國家 | 有無政治關聯 | 1997年 | 1998年 | 1999年 | 2000年 | 2001年 | 2002年 | 國家 | 有無政治關聯 | 1997年 | 1998年 | 1999年 | 2000年 | 2001年 | 2002年 |
|-----|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 比利時 | Yes | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 3 | 日本 | Yes | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | No | 3 | 0 | 7 | 0 | 4 | 4 | | No | 3 | 14 | 54 | 29 | 57 | 7 |
| 瑞士 | Yes | 0 | 2 | 1 | 0 | 4 | 10 | 南韓 | Yes | 8 | 2 | 2 | 8 | 6 | 1 |
| | No | 14 | 5 | 10 | 16 | 7 | 4 | | No | 78 | 9 | 36 | 86 | 141 | 75 |
| 德國 | Yes | 0 | 0 | 4 | 0 | 1 | 0 | 墨西哥 | Yes | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | No | 8 | 18 | 28 | 43 | 67 | 49 | | No | 3 | 4 | 4 | 5 | 2 | 9 |
| 丹麥 | Yes | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 馬來西亞 | Yes | 20 | 3 | 4 | 5 | 17 | 4 |
| | No | 0 | 0 | 2 | 4 | 1 | 1 | | No | 24 | 11 | 14 | 36 | 32 | 34 |
| 西班牙 | Yes | 0 | 0 | 2 | 1 | 0 | 1 | 菲律賓 | Yes | 2 | 2 | 0 | 2 | 1 | 1 |
| | No | 2 | 6 | 1 | 8 | 12 | 21 | | No | 20 | 10 | 11 | 25 | 14 | 22 |
| 法國 | Yes | 0 | 2 | 2 | 14 | 9 | 16 | 俄羅斯 | Yes | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 2 |
| | No | 37 | 15 | 35 | 47 | 38 | 46 | | No | 7 | 4 | 1 | 2 | 3 | 13 |
| 英國 | Yes | 20 | 21 | 30 | 32 | 32 | 37 | 新加坡 | Yes | 2 | 2 | 0 | 3 | 18 | 15 |
| | No | 81 | 66 | 84 | 115 | 77 | 82 | | No | 32 | 10 | 7 | 22 | 56 | 42 |
| 希臘 | Yes | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 瑞典 | Yes | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| | No | 2 | 1 | 1 | 3 | 2 | 3 | | No | 7 | 4 | 9 | 19 | 33 | 41 |
| 香港 | Yes | 6 | 11 | 8 | 2 | 4 | 9 | 泰國 | Yes | 9 | 1 | 12 | 7 | 9 | 11 |
| | No | 74 | 63 | 104 | 145 | 110 | 122 | | No | 0 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 印尼 | Yes | 10 | 2 | 1 | 5 | 1 | 2 | 臺灣 | Yes | 0 | 8 | 3 | 0 | 1 | 6 |
| | No | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | No | 30 | 26 | 27 | 42 | 49 | 81 |
| 愛爾蘭 | Yes | 0 | 0 | 0 | 3 | 0 | 0 | 美國 | Yes | 7 | 8 | 3 | 6 | 4 | 2 |
| | No | 0 | 0 | 0 | 3 | 8 | 5 | | No | 2,270 | 1,805 | 1,853 | 1,681 | 1,429 | 1,586 |
| 義大利 | Yes | 1 | 0 | 0 | 3 | 6 | 0 | 總計 | Yes | 89 | 67 | 73 | 93 | 114 | 124 |
| | No | 23 | 11 | 17 | 12 | 19 | 34 | | No | 2,719 | 2,083 | 2,307 | 2,343 | 2,161 | 2,281 |

說明：我們根據 Chave and Roberts (2008) 將 Dealscan(公司每筆貸款資料)及 Compustat(公司個別財務資料)兩個資料庫做結合。其中樣本中定義之政治關聯公司則是由 Faccio (2006) 定義：若公司大股東(直接或間接持有公司 10%以上股東投票權)或高層(公司 CEO、正副總裁、董事長或秘書)為 (a)議會或國會成員 (b)部長或國家元首 (c)與高級官員有密切關係。最後有政治關聯公司為 144 間，無政治關聯公司為 4,482 間。而表 1 為每年各國有無政治關聯之樣本數統計。

表 2
變數說明與資料來源

| 變數 | 說明 | 資料來源 |
|--------------------|---|--|
| 被解釋變數 | | |
| Spread | 衡量企業貸款資金成本，其數值越小代表貸款成本越小，對企業越有利。單位為基準點(basis point)。 | Dealscan |
| 解釋變數 | | |
| Political | 使用 Faccio (2006) 之定義，此變數虛擬變數，若有政治關聯企業為 1，其他為 0。 | Faccio (2006) |
| 公司特有控制變數 | | |
| Debt ratio | 負債比率，以總負債除以總資產，用來衡量公司槓桿程度。 | Compustat |
| ICR | 利息保障倍數，以息前稅前淨利 (EBIT) 除以當期利息支出，用來衡量公司償債能力。 | Compustat |
| Profit rate | 獲利率，以 EBITDA 除以總資產。 | Compustat |
| Ln(TA) | 企業總資產取自然對數，為公司規模的代理變數。 | Compustat |
| 貸款條件控制變數 | | |
| Ln(Amount) | 每筆貸款金額取自然對數。 | Dealscan |
| Tenor | 為貸款期間，以月為單位。 | Dealscan |
| Covenant | 為虛擬變數，若貸款內容有限制條款則為 1，其他為 0。 | Dealscan |
| Sponsor | 為虛擬變數，若貸款有保證人則為 1，其他為 0。 | Dealscan |
| Refinance | 為虛擬變數，若貸款有貸款重組則為 1，其他為 0。 | Dealscan |
| Financial ratio | 為虛擬變數，若貸款內容限制公司財務比率則為 1，其他為 0。 | Dealscan |
| Secured | 為虛擬變數，若貸款有擔保品則為 1，其他為 0。 | Dealscan |
| Syndicated | 為虛擬變數，若貸款種類為聯合貸款，即借款銀行超過 2 間則為 1，其他為 0。 | Dealscan |
| 其他控制變數 | | |
| Ln(GDP per capita) | 人均國民所得 (Per Capita GDP) 取自然對數。 | The World Development Indicators |
| Disclose | 為虛擬變數，若法令規定國家國會(議會)成員需揭露自身財產則為 1，其他為 0。 | Djankov et al. (2010) |
| Voice | 言論自由程度。反映一個國家人民的言論、結社及媒體自由。 | The Worldwide Governance Indicators |
| Corruption | 清廉程度。反映國家公權力行使謀取私利的貪腐行為，此變數包含 Control of Corruption 及 Corruption Perception Index 兩個指數。 | The Worldwide Governance Indicators、 Transparency International |
| Liquidity | 反應一個國家的股票市場流動性。 | Beck et al. (2009) |
| Democracy | 反應一個國家的民主程度。 | International Country Risk Guide |

表 3

有政治關聯公司與無政治關聯公司之敘述統計分析

| 變數 | 有政治關聯 | | | 無政治關聯 | | | 有政治關聯-無政治關聯 | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|-----------|-------------|
| | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 平均數 | p-value | 中位數 p-value |
| 被解釋變數 | | | | | | | | | |
| Spread | 226.093 | 100.000 | 309.084 | 255.124 | 200.000 | 65.615 | -29.031 | 0.012 ** | 0.000 *** |
| 公司特有控制變數 | | | | | | | | | |
| Debt ratio | 0.687 | 0.704 | 0.227 | 0.700 | 0.687 | 0.294 | -0.013 | 0.301 | 0.450 |
| ICR | 4.610 | 2.127 | 15.573 | 5.175 | 2.068 | 177.910 | -0.565 | 0.940 | 0.694 |
| Profit rate | 0.090 | 0.068 | 0.079 | 0.084 | 0.095 | 0.174 | 0.006 | 0.471 | 0.000 *** |
| Ln(TA) | 24.222 | 24.388 | 2.589 | 21.500 | 20.836 | 3.243 | 2.722 | 0.000 *** | 0.000 *** |
| 貸款條件控制變數 | | | | | | | | | |
| Ln(Amount) | 18.919 | 18.926 | 1.962 | 18.514 | 18.670 | 1.721 | 0.405 | 0.000 *** | 0.000 *** |
| Tenor | 43.952 | 42.000 | 27.825 | 45.811 | 36.000 | 33.718 | -1.859 | 0.198 | 0.990 |
| Covenant | 0.123 | 0.000 | 0.329 | 0.538 | 1.000 | 0.499 | -0.415 | 0.000 *** | 0.000 *** |
| Sponsor | 0.005 | 0.000 | 0.073 | 0.074 | 0.000 | 0.262 | -0.069 | 0.000 *** | 0.000 *** |
| Refinance | 0.202 | 0.000 | 0.402 | 0.453 | 0.000 | 0.498 | -0.251 | 0.000 *** | 0.000 *** |
| Financial ratio | 0.041 | 0.000 | 0.199 | 0.046 | 0.000 | 0.210 | -0.005 | 0.575 | 0.575 |
| Secured | 0.109 | 0.000 | 0.312 | 0.433 | 0.000 | 0.496 | -0.324 | 0.000 *** | 0.000 *** |
| Syndicated | 0.675 | 1.000 | 0.469 | 0.671 | 1.000 | 0.470 | 0.004 | 0.858 | 0.858 |
| 其它控制變數 | | | | | | | | | |
| Ln(GDP per capita) | 9.692 | 10.328 | 1.110 | 10.396 | 10.519 | 0.456 | -0.704 | 0.000 *** | 0.000 *** |

說明：我們將樣本分為有政治關聯及無政治關聯之公司並記錄平均數、中位數及標準差。此外表格右邊為有政治關聯減去無政治關聯之差異，我們利用 Two-sample mean comparison test 和 Wilcoxon rank sum test 檢定兩者的平均數及中位數差異是否有顯著差異，樣本期間為 1997~2002 年，相關變數定義請參閱表 2。***，**和*表示信賴水準 1%、5%及 10% 下為顯著。

表 4

OLS 迴歸分析與 Tobit 模型(銀行放款價差 spread 為被解釋變數)

| 變數 | 模型(1)-OLS model | | 模型(2)-OLS model | | 模型(3)-Tobit model | | 模型(4)-Tobit model | |
|------------------------|-----------------|----------|-----------------|----------|-------------------|----------|-------------------|----------|
| | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 |
| Intercept | 920.764 *** | (55.530) | 945.005 *** | (56.404) | 920.764 *** | (55.493) | 945.005 *** | (56.365) |
| 政治關聯 | | | | | | | | |
| Political | | | -25.931 ** | (10.635) | | | -25.931 ** | (10.628) |
| 公司特有控制變數 | | | | | | | | |
| Debt ratio | 140.261 *** | (7.057) | 140.192 *** | (7.055) | 140.261 *** | (7.052) | 140.192 *** | (7.051) |
| ICR | -0.003 | (0.011) | -0.003 | (0.011) | -0.003 | (0.011) | -0.003 | (0.011) |
| Profit rate | -109.104 *** | (12.087) | -109.052 *** | (12.085) | -109.104 *** | (12.079) | -109.052 *** | (12.076) |
| Ln(TA) | -0.305 | (0.840) | -0.361 | (0.840) | -0.305 | (0.839) | -0.361 | (0.839) |
| 貸款條件控制變數 | | | | | | | | |
| Ln(Amount) | -37.506 *** | (1.651) | -37.169 *** | (1.656) | -37.507 *** | (1.650) | -37.169 *** | (1.655) |
| Tenor | 2.440 *** | (0.063) | 2.435 *** | (0.063) | 2.440 *** | (0.063) | 2.435 *** | (0.063) |
| Covenant | -55.111 *** | (5.009) | -56.115 *** | (5.025) | -55.111 *** | (5.006) | -56.115 *** | (5.022) |
| Sponsor | -23.963 *** | (8.304) | -24.617 *** | (8.307) | -23.963 *** | (8.298) | -24.617 *** | (8.301) |
| Refinance | 6.927 | (4.626) | 6.778 | (4.625) | 6.927 | (4.623) | 6.778 | (4.622) |
| Financial ratio | 30.029 *** | (9.916) | 30.576 *** | (9.917) | 30.029 *** | (9.909) | 30.576 *** | (9.910) |
| Secured | 39.218 *** | (5.071) | 38.987 *** | (5.071) | 39.218 *** | (5.068) | 38.987 *** | (5.068) |
| Syndicated | -63.866 *** | (5.622) | -64.398 *** | (5.625) | -63.866 *** | (5.618) | -64.398 *** | (5.621) |
| 其它控制變數 | | | | | | | | |
| Ln(GDP per capita) | -11.945 *** | (4.396) | -14.517 *** | (4.520) | -11.945 *** | (4.393) | -14.517 *** | (4.517) |
| Year dummy | Yes | | Yes | | Yes | | Yes | |
| 樣本數 | 14,454 | | 14,454 | | 14,454 | | 14,454 | |
| Adj R ² (%) | 22.79 | | 22.82 | | 18.50 | | 18.60 | |

說明：模型(1)及模型(2)為加入政治關聯因子前後的 OLS 迴歸分析。除了政治關聯因子外，我們也加入了公司特有控制變數、貸款條件控制變數及其他控制變數。此外我們也控制了樣本年度。由於我們的被解釋變數銀行放款價差(*spread*)為正數，為了避免誤差，模型(3)及模型(4)為加入政治關聯因子前後的 Tobit 模型，其中 Tobit 模型為 Pseudo R²(%)，相關變數定義請參閱表 2。***，**和*表示信賴水準 1%、5%及 10%。

表 5

OLS 迴歸分析與 Tobit 模型(銀行放款利率 All-in spread drawn 為被解釋變數)

| | 模型(1)-OLS model | | 模型(2)-Tobit model | |
|------------------------|-----------------|----------|-------------------|----------|
| | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 |
| Intercept | 1096.832 *** | (67.915) | 1135.087 *** | (67.535) |
| 政治關聯 | | | | |
| Political | -22.986 *** | (6.764) | -19.150 *** | (6.726) |
| 公司特有控制變數 | | | | |
| Debt ratio | 66.896 *** | (3.420) | 65.570 *** | (3.401) |
| ICR | 0.001 | (0.005) | 0.001 | (0.005) |
| Profit rate | -94.406 *** | (6.021) | -90.834 *** | (5.988) |
| Ln(TA) | -13.221 *** | (0.785) | -13.465 *** | (0.780) |
| 貸款條件控制變數 | | | | |
| Ln(Amount) | -12.628 *** | (1.076) | -12.761 *** | (1.070) |
| Tenor | 0.394 *** | (0.039) | 0.439 *** | (0.038) |
| Covenant | 1.228 | (2.526) | -0.774 | (2.512) |
| Sponsor | 36.328 *** | (3.846) | 37.588 *** | (3.825) |
| Refinance | -5.826 *** | (2.161) | -6.349 *** | (2.149) |
| Financial ratio | 30.263 *** | (4.373) | 31.681 *** | (4.349) |
| Secured | 96.859 *** | (2.531) | 99.236 *** | (2.517) |
| Syndicated | -2.273 | (3.046) | -2.626 | (3.029) |
| 其它控制變數 | | | | |
| Ln(GDP per capita) | -43.647 *** | (6.207) | -47.077 *** | (6.172) |
| Year dummy | Yes | | Yes | |
| 樣本數 | 10,769 | | 10,769 | |
| Adj R ² (%) | 45.02 | | 48.40 | |

說明：本篇研究除了使用銀行放款價差探討政治關聯對於銀行貸款款資金成本的影響外，我們也參考其他文獻利用銀行放款利率(All-in spread drawn)做為被解釋變數。模型(1)和模型(2)分別為 OLS 及 Tobit 模型，其中 Tobit 模型為 Pseudo R²(%)，相關變數定義請參閱表 2。***，**和*表示信賴水準 1%、5%及 10%。

表 6

考慮其它國家特徵變數迴歸分析

| | 模型(1) | | 模型(2) | | 模型(3) | | 模型(4) | | 模型(5) | |
|---|------------|----------|-------------|----------|-------------|---------|------------|---------|-------------|---------|
| | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 |
| <i>Panel A: Spread-OLS model</i> | | | | | | | | | | |
| Pol*Voice | 14.884 | (34.535) | -49.022 *** | (16.443) | | | | | | |
| Pol*Corruption | 0.002 | (9.923) | | | -38.335 *** | (7.066) | | | | |
| Pol*Liquidity | -0.309 | (0.217) | | | | | -0.870 *** | (0.182) | | |
| Pol*Democracy | -13.741 ** | (6.797) | | | | | | | -24.301 *** | (3.436) |
| 樣本數 | 13,523 | | 14,454 | | 14,454 | | 14,181 | | 13,796 | |
| Adj R ² (%) | 24.45 | | 22.88 | | 23.01 | | 24.01 | | 23.69 | |
| <i>Panel B: Spread-Tobit model</i> | | | | | | | | | | |
| Pol*Voice | 14.934 | (34.503) | -48.993 *** | (16.432) | | | | | | |
| Pol*Corruption | -0.013 | (9.914) | | | -38.335 *** | (7.061) | | | | |
| Pol*Liquidity | -0.310 | (0.217) | | | | | -0.870 *** | (0.182) | | |
| Pol*Democracy | -13.717 ** | (6.790) | | | | | | | -24.301 *** | (3.436) |
| 樣本數 | 13,523 | | 14,454 | | 14,454 | | 14,181 | | 13,796 | |
| Pseudo R ² (%) | 20.20 | | 18.60 | | 18.80 | | 19.70 | | 19.40 | |
| <i>Panel C: All-in spread-OLS model</i> | | | | | | | | | | |
| Pol*Voice | 53.413 | (40.566) | -6.933 | (24.335) | | | | | | |
| Pol*Corruption | 7.948 | (12.383) | | | 4.629 | (7.264) | | | | |
| Pol*Liquidity | -0.105 | (0.130) | | | | | -0.134 | (0.121) | | |
| Pol*Democracy | -15.371 * | (8.286) | | | | | | | -14.067 *** | (5.268) |
| 樣本數 | 10,770 | | 10,770 | | 10,770 | | 10,770 | | 10,770 | |
| Adj R ² (%) | 46.49 | | 45.96 | | 46.15 | | 46.13 | | 45.89 | |

表 6(續)

| | 模型(1) | | 模型(2) | | 模型(3) | | 模型(4) | | 模型(5) | |
|---|-----------|----------|--------|----------|--------|---------|--------|---------|-------------|---------|
| | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 | 係數 | 標準誤 |
| <i>Panel D: All-in spread-Tobit model</i> | | | | | | | | | | |
| Pol*Voice | 53.417 | (40.517) | -6.938 | (24.312) | | | | | | |
| Pol*Corruption | 7.946 | (12.368) | | | 4.627 | (7.258) | | | | |
| Pol*Liquidity | -0.105 | (0.130) | | | | | -0.134 | (0.121) | | |
| Pol*Democracy | -15.370 * | (8.276) | | | | | | | -14.068 *** | (5.263) |
| 樣本數 | 10,770 | | 10,770 | | 10,770 | | 10,770 | | 10,770 | |
| Pseudo R ² (%) | 49.50 | | 48.70 | | 48.90 | | 48.90 | | 48.60 | |

說明：模型(1)為加入言論自由程度、清廉程度、股票市場流動性與民主程度等其它四個國家控制變數以及與政治關聯交乘項的迴歸分析結果，模型(2)~(5)將四個國家控制變數與其交乘項分別放入迴歸模型中的結果。Panel A 和 Panel B 以 spread 為被解釋變數並分別使用 OLS 及 Tobit model 測試。Panel C 和 Panel D 以 all-in spread 未被解釋變數。礙於篇幅的關係我們僅呈現交乘項部分，相關變數定義請參閱表 2。***，**和*表示信賴水準 1%、5%及 10%。

表 7

Two-stage least squares 迴歸分析

| | 係數 | 標準誤 |
|--------------------|--------------|-----------|
| Intercept | 1351.396 *** | (144.776) |
| 政治關聯 | | |
| Political | -460.649 *** | (140.442) |
| 公司特有控制變數 | | |
| Debt ratio | 139.034 *** | (7.457) |
| ICR | -0.004 | (0.012) |
| Profit rate | -108.189 *** | (12.759) |
| Ln(TA) | -1.302 | (0.937) |
| 貸款條件控制變數 | | |
| Ln(Amount) | -31.516 *** | (2.524) |
| Tenor | 2.340 *** | (0.073) |
| Covenant | -72.94 *** | (7.583) |
| Sponsor | -35.586 *** | (9.453) |
| Refinance | 4.289 | (4.948) |
| Financial ratio | 39.736 *** | (10.875) |
| Secured | 35.114 *** | (5.496) |
| Syndicated | -73.318 *** | (6.596) |
| 其它控制變數 | | |
| Ln(GDP per capita) | -57.642 *** | (14.684) |
| Year dummy | Yes | |
| 樣本數 | 14,454 | |
| R ² (%) | 14.00 | |

說明：為了避免內生性問題，我們使用 Two-stage least squares 迴歸分析並參考 Boubakri et al. (2012) 使用財產揭露有無(*disclose*)作為我們的工具變數並控制了年度，相關變數定義請參閱表 2。***，**和*表示信賴水準 1%、5%及 10%。

Political Connection and the Cost of Bank Loan

Yu-Jen Hsiao and Bo-Shuo Chen

ABSTRACT

This paper uses the political connection data from Faccio (2006) during 1997 to 2002 in 23 countries to analysis the relationship between political connection and the cost of bank loan. Our empirical results find that political-connection firms enhance their financing capacity by lowering the firm's cost of bank loan than non-political connected firms. This conclusion shows that banks interpret the political-connected firms would have lower credit risk than non-political firms. Besides, we also find the effect of political connection is more obviously in countries with more freedom of voice, more degree of democracy and higher liquidity of stock market. However, this finding is inconsistent with Boubakri, Guedhami, Mishra and Saffar (2012), they investigate the relationship between political connection and the cost of equity. Therefore, we think that creditors and shareholders have different perspective on political-connection value when they face to different country characteristics.

Keywords: Political Connection, Cost of Bank Loan