

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

總統大選對台灣股票市場異常報酬之研究

THE EFFECTS OF PRESIDENTIAL ELECTIONS ON ABNORMAL RETURNS IN
TAIWAN STOCK MARKET

研究生：潘哲生

GRADUATE STUDENT: PAN, CHE-SHENG

指導教授：賴丞坡 博士

ADVISOR: LAI, CHENG-PO Ph.D.

中華民國 106 年 6 月

南 華 大 學
財務金融學系財務管理碩士班
碩 士 學 位 論 文

總統大選對台灣股票市場異常報酬之研究

THE EFFECTS OF PRESIDENTIAL ELECTIONS ON ABNORMAL
RETURNS IN TAIWAN STOCK MARKET

研究生： 謝折生

經考試合格特此證明

口試委員： 洪萬吉
張瑞真
賴永坡

指導教授： 賴永坡

系主任(所長)： 廖永熙

口試日期：中華民國 106 年 6 月 6 日

中文摘要

南華大學財務管理碩士班 105 學年度第 2 學期碩士論文中文摘要

論文題目：總統大選對台灣股票市場異常報酬之研究

研究生：潘哲生

指導教授：賴丞坡博士

論文摘要內容：

選舉在民主國家是政治的常態，台灣成為一個民主國家當然無法自外於此。台灣選舉體制又可分為中央與地方兩種層級，而中央層級的選舉中尤以總統大選最為重要，因為能實質影響國家未來的政策方向，如果又遇到了政黨輪替時其所帶來的衝擊更是最為強烈的。本研究旨在運用事件研究法以 2012 年 1 月 14 日及 2016 年 1 月 16 日兩次台灣總統大選與 2012 年 11 月 6 日及 2016 年 1 月 8 日兩次美國總統大選為事件日，探討台灣及美國總統大選是否影響台灣股價異常報酬。實證結果，兩次台灣總統大選及兩次美國總統大選顯著影響台灣股價異常報酬。選前執政黨為勝選所釋出的利多，對台灣全體上市櫃公司八大類股之股價有著正面的影響，選後則視選舉結果會有不同的影響。

關鍵詞：總統大選、事件研究法、異常報酬

Title of Thesis : The Effects of Presidential Elections on Abnormal Returns in Taiwan Stock Market

Name of Institute : Institute of Financial Management, Nan Hua University

Graduate date: June 2017 **Degree Conferred:** M.S.

Name of student : PAN, CHE-SHENG **Advisor:** LAI, CHENG-PO Ph.D.

Abstract :

Elections are of utmost importance in any Democratic country. Taiwan has two tier government systems which are central and local governments. The presidential election is one of the most important ones, because it plays can really affect the country's future policy direction. And if encounters the party alternation additionally, the impact will be the most intense. The purpose of this study is to use the event study method to investigate abnormal returns whether Taiwan and U.S.A presidential elections affect Taiwan's stock market. There were two presidential elections in Taiwan on January 14, 2012, January 16, 2016 and two presidential elections in U.S.A on November 6, 2012, January 16, 2016. The results show that before the presidential election, the ruling party will release more profitable news in the stock market in order to win the election, which has the positive impact on Taiwan's all listed company's stock price, while after the presidential election, the impact will depend on the result of election.

Keywords: Presidential election, event study, abnormal returns

目錄

中文摘要.....	I
Abstract.....	II
目錄.....	III
表目錄.....	V
圖目錄.....	VII
第一章 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
第二章 文獻探討	5
第一節 效率市場假說.....	5
第二節 展望理論.....	9
第三節 政策宣告與股票績效關聯性之研究.....	12
第三章 研究設計	14
第一節 研究對象與範圍.....	14
第二節 事件研究法.....	15
第四章 實證結果與分析	17
第一節 不同事件日對上市櫃公司之異常報酬及累積平均異常報酬.....	17
第二節 各產業在不同事件日之 AAR 及 CAAR.....	23
第五章 結論與研究建議	28
第一節 結論.....	28
第二節 研究建議.....	30
參考文獻	31
中文部份.....	31

英文部份	32
附 錄	35
八大類股於四個事件日之 AAR 及 CAAR 統計表	35



表目錄

表 1.	台灣、美國總統大選相關事件日.....	14
表 2.	上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR	19
表 3.	上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR.....	20
表 4.	上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR	21
表 5.	上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR	22
表 6.	各事件日對不同產業之平均異常報酬率(AAR)	26
表 7.	各事件日對不同產業之累積平均異常報酬率(CAAR)	26
表 8.	各事件日對不同產業之平均異常報酬率(AAR) 顯著與不顯著簡表	27
表 9.	各事件日對不同產業之累積平均異常報酬率(CAAR) 顯著與不顯著簡表..	27
表 10.	電子股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	35
表 11.	金融股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	36
表 12.	食品股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	36
表 13.	水泥股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	37
表 14.	紡織股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	37
表 15.	塑化股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	38
表 16.	造紙股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	38
表 17.	營建股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	39
表 18.	電子股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	39
表 19.	金融股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	40
表 20.	食品股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	40
表 21.	水泥股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	41
表 22.	紡織股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	41
表 23.	塑化股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	42
表 24.	造紙股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	42
表 25.	營建股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	43

表 26.	電子股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	43
表 27.	金融股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	44
表 28.	食品股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	44
表 29.	水泥股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	45
表 30.	紡織股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	45
表 31.	塑化股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	46
表 32.	造紙股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	46
表 33.	營建股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	47
表 34.	電子股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	47
表 35.	金融股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	48
表 36.	食品股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	48
表 37.	水泥股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	49
表 38.	紡織股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	49
表 39.	塑化股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	50
表 40.	造紙股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果	50
表 41.	營建股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果.....	51

圖目錄

圖 1. 研究流程架構圖	4
圖 2. 展望理論參考點曲線圖	10



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

在民主國家，選舉本就是政治的常態，通常也被定義為被管轄者意願的一種正式表達方式，這些表達的意願會集合併轉化為一種集體決策，用來決定誰可以管轄，包括誰可以繼續執政、誰應該下台、和誰應該取而代之。而選舉與股票市場之間一向有很大的關聯性，兩者不僅相互影響也無法劃分清楚，因為執政者為了勝選通常會在選前放利多消息或施行能夠討好選民的政策，並在股票市場用力拉抬，塑造經濟繁榮的景象來吸引選民投票給他，這種因為執政黨為有利選情的操作導致股市上漲之現象就是「選舉行情」。股票市場又稱國家經濟的櫥窗，代表一個國家景氣繁榮或衰退的指標。台灣的股票市場發行規模小，股票交易以散戶所占比例較高的淺碟型市場，很容易受到消息面的影響引起股價的波動，台灣股票市場受到政治的影響更大，尤其當選舉的層級足以影響未來的政策方向時，股價受到的衝擊自是相當的大。高登模式(Gordon Model)是估算公司價值的一種方法，公司之價值為其未來現金流量之折現值，唯有影響未來現金流量風險的因素，才會對股價有所影響。股價的波動因素又可分為經濟因素與非經濟因素兩大類，經濟因素直接影響該公司的經濟實質，影響結果較大，而非經濟因素都屬於偶發事件，並不會影響公司未來的現金流量，只會在短期間內衝擊股價，終究還是會回歸基本面的。

在台灣選舉之體制分中央與地方兩種層級的選舉，然而地方的首長或民意代表選舉，因層級較低且不涉及國家政策，並不會對股票市場造成影響；反觀中央民意代表或總統大選，尤其是總統大選，因為能實質影響國家未來政策走向，帶來巨大的改變，其衝擊程度自是最為強烈的，當然會使投資人改變投資決策，將結果反應在股價上。由於美國是台灣第三大出口國，每月出口總額平均在 20 億美元左右，因此美國總統的選舉結果，會因新的總統其政策走向，產生巨大的改變，足以對全球經貿往來造成影響，特別對仰賴出口帶動經濟成長的台灣，勢必會遭受衝擊，因而

影響台灣整體經濟表現，因此本研究用事件研究法，分別選取台灣與美國 2012 及 2016 兩次總統大選的四個事件日，主要來探討台灣與美國大選對台灣全體上市櫃公司是否產生異常報酬，股價報酬率取自「台灣經濟新報資料庫」，另外，本研究進一步探討對台灣上市櫃產業-電子股、金融股、食品股、水泥股、紡織股、塑化股、造紙股及營建股等 8 個產業的股價影響事件期股價的實際報酬率與預期報酬率的差額即為股價異常報酬率。如果異常報酬率為正，則可推論事件對股價有正的影響；如果異常報酬率為負，則可推論事件對股價有負的影響。因此本研究運用「事件研究法」探討 2012 及 2016 年台灣與美國總統大選期間，選舉日前後股票市場股價的反應，是否會有異常報酬的現象，則是即投資人最為關心的議題，也是本研究想要探討的目的。



第二節 研究目的

本文主要研究目的即在探討台灣與美國總統大選對台灣股價之影響，並以臺灣證券交易所之加權股價指數與八大類股。來探討台灣股市異常報酬率，是否受台灣與美國總統大選之影響，觀察其估計期與事件期之報酬變化及是否存在異常報酬及資訊外溢現象。因此，本研究目的如下：

- 一、台灣與美國總統大選對加權股價指數是否產生異常報酬。
- 二、依據台灣與美國總統大選相關事件日，檢驗這些事件日對八大類股異常報酬是否顯著不同。



第三節 研究架構

本文共分五個章節，依序如圖 1：

第一章「緒論」說明本文研究動機、目的及貢獻。

第二章「文獻探討」基於研究動機與目的，用效率市場假說，展望理論及政策宣告來闡述並探討台灣、美國總統大選期間資訊、風險考量及政策宣告對台灣股市之影響，和探討相關研究中重要議題。

第三章「研究設計」說明本研究的期間、研究對象的選擇、資料來源、樣本選取以及用事件研究方法的市場模式來求證是否有異常報酬。

第四章「實證結果與分析」針對實證結果最做整理、歸納並分析。

第五章「結論與研究建議」說明本研究的結論與建議。

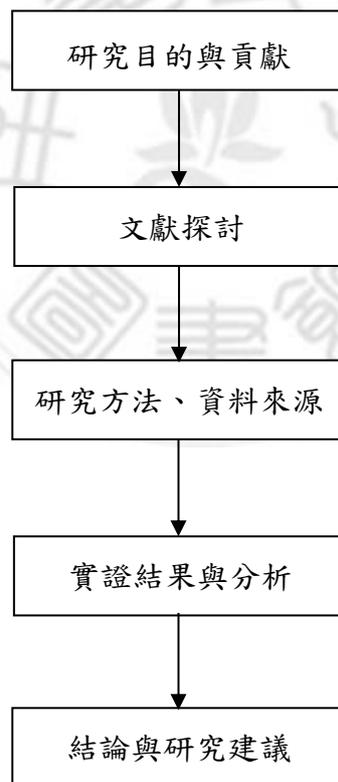


圖 1.研究流程架構圖

第二章 文獻探討

在股票市場上投資人對資訊的反應似乎相當敏感，對於好消息，投資人可能會追逐，導致股價上升；反之，對於利空消息，投資人可能急於拋售，使得股價下跌。因此，股價可能隱含重要資訊，這些資訊包含整體經濟情況、政治的動盪、國際情勢的變化、天然災害的發生及政府政策等；亦可能企業的個別資訊，包括財務結構、公司營運狀況、經營團隊的能力等。

第一節 效率市場假說

效率市場假說(Efficiency Market Hypothesis)，由 Fama(1970)所提出的，是金融學中相當重要的理論之一，其對有效市場之定義是：如果在一個證券市場中，價格能充分反映所有相關的資訊，亦即所有能夠影響股票價格的資訊都能被迅速且完全的反映在股價上，這樣的市場就稱為有效市場。其假設的基礎為在一個成熟良好的資本市場中，在接收到新的訊息的時候，不論該訊息之屬性為正向或反向，市場立即產生反應，且市場的投資者都是理性的，只要求最大利潤。

根據這一假設，股票市場的價格是不可預測的，無論是碰運氣或是根據內幕消息，在對股票價格進行預測中付出的時間、金錢、和努力都是徒勞的，任何對股票的技術分析都是無效的。然而效率市場假說是效率市場理論的最重要的組成部分。但此假說並不意味著投資者的投資行為是理性的，並允許某些投資者的某些投資行為在面對消息的公布可能會出現反應過度或毫無反應。其唯一的宗旨是保證在這種投資人隨機投資的模式下，不會出現任何人在市場裡謀取暴利。因為很可能在一段相當長的時期內，市場會出現這種非理性的行為。如這種行為是不可預測的，就會有經濟危機、泡沫、大蕭條的存在。

根據此一理論，在任何時間都會有成數百萬的人在搜尋細小的線索以做出到對股票的未來價格最準確的預測。利用任何看似有用的信息，試圖在市場上低買高賣。其結果是那些有能力獲取和處理分析一切信息的人們來說，他們會利用已知的一切來預測股票

的價格，絕不會放棄任何獲取盈利的機會。但由於有成千上萬的毫不相干的投資者在參與這一過程，因此股票的價格會是瞬息萬變的，也就是說當人們利用通過所有已獲得的信息而判斷出的股票價格，並要有所行動的時候，其為時已晚。

股票價格的走勢將沿著一條不明確的軌跡行進，也就是說，現價是對未來價格最好的預測。這一說法被命名為隨機漫步假說，在不可預測的市場裡，未來股票價格將在不固定的範圍內變化，而現價是的唯一最接近未來隨機變動價格的值，因為那些不可預測的巨大變化常常是因為一些最不常發生的細節所引起的。因此這些隨機漫步的市場價格不會有"一夜致富"可能性。

依據 Fama 對效率市場理論存在的三個基本假設：

一、市場將立即反應新的資訊，調整至新的價位。因此價格變化是取決於新資訊的發生，股價呈隨機走勢。

二、新資訊的出現是呈隨機性，即好、壞資訊是相伴而來的。

市場上許多投資者是理性且追求最大利潤，而且每人對於股票分析是獨立的，不受相互影響。

由效率市場理論延伸發展，Fama(1970)依市場效率性質提出**弱式效率**、**半強式效率**及**強式效率**，其分述如下：

一、弱式效率市場假說(Weak Form of The Efficiency Market Hypothesis)

股價已經充分反應所有過去或現有的資訊，投資人無法由歷史性的資訊在市場中賺取超額報酬。技術分析(Technical Analysis)在弱式效率性市場中並不能幫助投資人找出價格被高估或低估的股票，藉以獲取超額報酬。

二、半強式效率市場假說(Semi-Strong Form of The Efficiency Market Hypothesis)目前證券價格已充分與迅速的反映該市場的歷史資訊及所有已公開的資訊，例如財務報表之公告及股利、新產品研發、股票分割、新股發行之宣告等，投資者無法利用這些情報發展出一套交易法則而獲致超額報酬。若此假說成立，則不僅「技術分析」無效，就連「基本分析」也是無效的。

三、強式效率市場假說(Strong Form of The Efficiency Market Hypothesis)

所有可獲得的相關情報均被完全反應，包括已公開及未公開的內幕消息，即使擁有內幕消息者，也無法利用該資訊而獲得超額報酬。因此在強式效率市場下「技術分析」、「基本分析」與「內線交易」都是無效的。

Fama(1991)整合市場效率性的相關研究，將市場效率性之檢定分成「弱式效率市場檢定」、「半強式效率市場檢定」、「強式效率市場檢定」三種。

一、弱式效率市場之檢定：方法有隨機性、濾嘴法則、報酬趨勢、小型公司效應。

(一)隨機性：資訊的出現必須具有隨機性，一旦資訊隨機發生，則價格的變化也將具有隨機的特性，使投資者無法利用過去的資訊來獲取超額的報酬，因為誰也不知道明天會發生什麼事。所以當價格的變化具有隨機性，則表示至少是弱式效率市場。故隨機性檢定可用來驗證市場是否符合弱式效率的假說。

(二)濾嘴法則：濾嘴法則是一種判斷買賣時機的策略，使投資者知道何時能買進證券，何時要賣出證券。當證券價格由跌反升時，若上漲的比例超過某一預定值（濾嘴）則買進；反之，當證券價格由升轉降時，若下跌的比例超過預定值則賣出。經由一段時間的買進與賣出後，其總結之累積報酬與買入持有者比較，如果利用濾嘴法則所獲得的報酬高於買入持有者，則顯示此交易法則可為投資者帶來超額的報酬，亦即此技術分析方法有效，反之則證實無效。

(三)報酬趨勢：包括元月效應、月效應、週效應、日效應等。若有此趨勢，即表示市場不符合弱式效率市場假說。

1. 元月效應：元月份之投資報酬大於一年中其他月份。

2. 月效應：任何一月份的前半月之投資報酬均高於後半月。

3. 週效應：一週內，星期一的報酬會低於其他天的報酬。

4. 日效應：股價傾向於每日收盤前 15 分鐘上漲。

(四)小型公司效應：即小型公司的報酬率較大型公司高。若實證結果符合此效應，即表示市場不符合弱式效率假說。

二、半強式效率市場之檢定：方法有股票分割與股票股利、新上市股、盈餘宣告。

(一)股票分割與股票股利：在分割當日，沒有其他會影響公司價值的資訊存在時，如果股票分割可為投資者帶來超額的報酬，則可證明市場不符合半強式效率的假說。

(二)新上市股：如果市場是效率的，所有的資訊將反映在股價上，所以新市股票的價格也應該會完全反應相關的訊息，而將價格調整至合理的價位。因此，股票上市初期的報酬率與當時的股價指數報酬率不應有太大的差別。如果有，則表示市場不具效率性。

(三)盈餘宣告：如果市場具有效率性，且公司所公布的財務報表所含之盈餘資訊具有分析價值，則盈餘宣告資訊將完全且立即地反應在股價上。若宣告的盈餘水準正如投資大眾的預期，股價應會在宣告日之前完全反應。

三、強式效率市場之檢定：方法有公司內部人員、基金經理人檢定。

(一)公司內部人員：公司內部人員包括公司的董事、經理人以及重要股東等。這些人常被認為具有先獲得公司消息的能力，如果他們能利用內線消息獲取超額報酬，則表示市場不是強式效率。

(二)基金經理人：共同基金是一種專業的投資機構，聘有許多的投資分析專家，而且與證券發行公司有密切的交往，所以常可以獲得公司一些內線消息。若基金的投資績效能因這些資訊而擊敗市場時，代表市場並未符合強式效率假說。

許多實證研究發現，股票市場具有高度的弱式效率性，以及相當程度的半強式效率性，但尚不具備強式效率市場的特性。

第二節 展望理論

展望理論 (prospect theory 又稱**前景理論**)，是一個行為經濟學的理论，為心理學教授 Kahneman and Tversky(1979)提出。主要內涵為人在不確定條件下的決策選擇，取決於結果與預期的差距而非結果本身，也就是決策時會在心裡預設一參考標準，然後考量每個決定的結果，來比較兩者間的差別有多大，認為投資人在不確定的情況下對收益與損的偏好不同，因此選前景氣繁榮有利執政黨的選情，所以執政黨一定會操縱短期的經濟情勢，來討好選民。

Nordhaus(1975)提出總統大選影響經濟的論點，首先將經濟與政治選舉結合分析，探討政治景氣循環(political business cycle)說明執政者利用政策來操弄經濟，營造經濟景氣繁榮的假象。Alivine and O'Neil(1980)、Herbst and Slinkman(1984)及 Gartner and Wellershoff(1995)強調「政治經濟循環」對股票市場的影響，證實四年的選舉循環影響股票市場。Hobbs and Riley(1984)、Homaifar et al.(1988)證實美國總統選舉的結果影響投資者的報酬，Foerster and Schmitz(1997)發現美國總統選舉結果會對 18 個國家的股市造成影響。王冠閔(2004)實證美國股市單向影響台灣股市及匯市的因果關係。在不確定訊息假說(uncertain information hypothesis)下，Brown and Warner (1980)提出此假說認為選舉日愈近時，市場上不確定訊息減少，則股票價格會有正向的報酬。Pantzaitilis et al.(2000)利用事件分析法，分析 33 個國家選舉對股市的影響，發現在選舉日特定期間，股票存在顯著的正向報酬，而台灣實證研究，楊忠駿(1997)用比較累計報酬的方法發現國內選舉確實有選舉行情的存在，且會有異常報酬的情形，而投票後 90 個交易日內則會產生負的異常報酬。

此理論是行為經濟學的重大成果之一。1970 年代，Kahneman and Tversky 系統地研究這一領域。長久以來，主流經濟學都假設每個人作決定時都是「理性」的，然而現實情況並不如此；而展望理論加入了人們對賺賠、發生機率高低等條件的不對稱心理效用，成功解釋了許多看來不理性的現象。展望理論對分析在不確定情況下的人為判斷和決策方面作出了突出貢獻，卡內曼更因此獲得 2002 年的諾貝爾經濟學獎。

展望理論是描述性而非指示性的理論，主要是在解釋現象，而非分析怎樣作決策才是最好的。利用展望理論可以對風險與報酬的關係進行實證研究。這個理論的假設之一是，每個人基於初始狀況的不同，對風險會有不同的態度。人在不確定條件下的決策選擇，取決於結果與展望（預期）的差距而非單單結果本身。就是說當人在決策時會在心裡預設一個參考標準，然後衡量每個決定的結果，與這個參考標準的差別是多大。

假設一個人衡量決策得失的數學函數（PT 函數）為

$U = \omega(p_1)v(x_1) + \omega(p_2)v(x_2) \dots$ ，當中 x_1, x_2 是各個可能結果， p_1, p_2 是這些結果發生的或然率。 v 是所謂「價值函數 (value function)」，表示不同可能結果，在決策者心中的相對價值。根據展望理論，價值函數的線，應當會穿過中間的「參考點 (Reference Point)」，並形成一個如下的 s 型曲線：

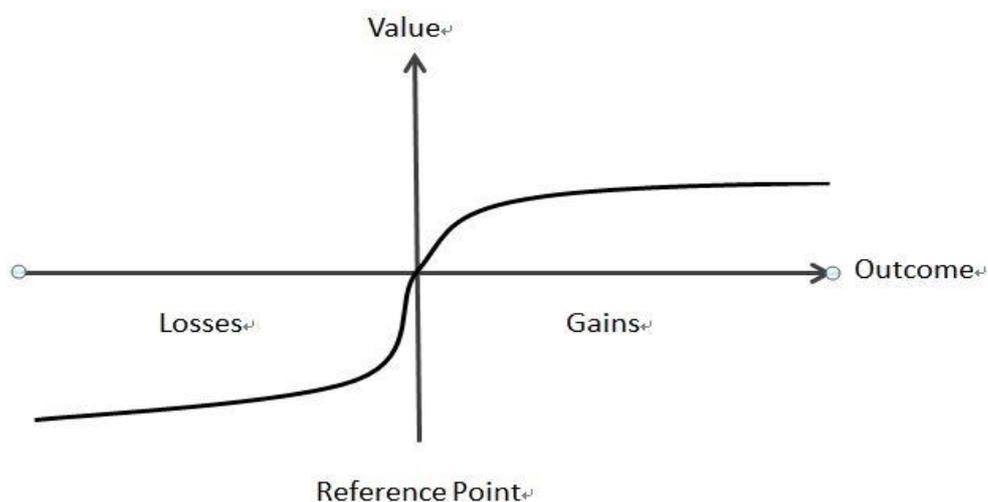


圖 2. 展望理論參考點曲線圖

它的不對稱性表明，一個損失結果對應價值的絕對值，比獲利結果對應價值的絕對值更大，也就是所謂的「損失厭惡性 (loss aversion)」。與期望效用假說不同，本理論衡量獲利與損失的方法，並不考慮所的「絕對所得 (absolute wealth)」。函數 ω 是為「可能性比重函數 (Probability Weighting Function)」，用以表達一般人對機率的反應，一般而言，人對極不可能發生的事，會反應過敏 (over-react)，而對中度、高度可能發生的事，會反應不足 (under-react)。

此理論引申的三個基本結論

- 一、大多數人在面臨獲利的時候是風險規避的；
- 二、大多數人在面臨損失的時候是風險喜好的；
- 三、大多數人對得失的判斷往往根據參考點決定

簡言之，人在面臨獲利時，不願冒風險；而在面臨損失時，人人都成了冒險家。

Black(1976)實證研究發現，未來預期股票報酬的變動與未來報酬波動間呈現負相關，即股票波動性對未預期到的壞消息反應較大，對未預期到的好消息反應較小，故好消息與壞消息對條件波動的預測能力是不同的。台灣只要遇到選舉，報章媒體總會以「選舉行情」來預測股票市場即將出現一段異常波動。一般而言，人在面對損失時會有風險偏好的傾向，對於賺錢則有風險趨避的現象，所以在景氣好的時候人民為了自己的利益考量，會希望保持現狀，讓執政者繼續執政來趨避風險，反過來景氣不佳時，人民則寧願採取冒險的行為，選擇較為激進的在野黨，期望改變現狀。

因此對於擁有龐大行政資源的執政黨而言，利用各種手段，操縱短期經濟勢，來拉攏選民，對其政權的支持，其中最直接、有效的方法，就是在股票市場大力拉升，使選民受益又能塑造經濟繁榮的景象。

在展望理論的觀點中，人對於損失的反應，比獲利更為敏感。Patty (2002)應用展望理論說明當經濟狀況良好時，很少選民會將目前執政者的繼續掌權視為可能造成損失，因此會選擇風險趨避策略支持執政黨，反過來當景氣不佳時，選民則為了避免損失會將選票投給在野黨。Quattrone and Tversky(1988)以政治議題進行實驗，發現決策參考點的改變，確實會影響選民的決策。因此每逢選舉前三個月、選後一個月，執政黨一定會釋放利多政策，讓投資者對股票價格產生預期心理，通常會造成異常的波動和報酬，但是台灣由於特殊的政治情勢，每次總統大選，無可避免的會有來自對岸中共政權的影響，這也讓每次選舉期間投資人需面對更大的市場風險。

第三節 政策宣告與股票績效關聯性之研究

蔡武峯（2008）研究陳水扁總統在 2006 年元旦祝詞中，宣告新的大陸經貿原則性政策，對股票市場中與大陸關係較密切之產業（食品業、鋼鐵金屬業、紡織人纖業、電子資訊業、營建業、運輸業及觀光業），是否產生異常報酬。實證結果顯示，股票市場部份特定的產業（食品業、鋼鐵金屬業、紡織人纖業、電子資訊業、營建業、運輸業及觀光業），確實因總統元旦祝詞產生異常報酬。陳蕙珍（2011）發現兩岸經濟合作架構協議（Economic Cooperation Framework Agreement 簡稱 ECFA）相關事件宣告對台灣股票市場之影響，發現台灣上市公司股價的確會因 ECFA 相關事件之宣告而產生顯著異常報酬。許漢寬（2012）探討臺灣與中國大陸共同簽署之 ECFA 對臺灣航運與觀光產業股票價格之影響，結果發現股價會隨著協議的簽署而產生波動，因而證實了臺灣股票市場的效率性，再者，對於航運與觀光產業而言，ECFA 簽署之訊息在臺灣股票市場並未達半強式效率市場，而是呈現弱式效率市場。

國內外研究顯示資本市場對於政府租稅法令改變之事件會反映在股價上。Biddle and Lindahl（1982）指出，政府會計準則之規定改變會使公司股價異常變動。1986 年美國稅制改革（Tax Reform Act）促使政府將企業的所得稅稅率降低使得公司股價提升 Downs and Hendershott（1987）；Givoly and Hayn（1991），發現，稅率降低會使公司股價提升，Schipper et al.（1987）探討 1981 年美國經濟復甦租稅法案（Economic Recovery Tax Act）對企業價值之影響，實證結果顯示，該法案允許貨車運輸公司將未攤銷之經營權分五年攤抵課稅所得，因為運輸公司未來現金流出減少而增加公司的價值，股價會反映利多而造成正向異常報酬。國內文獻方面，1999 年金融業營業稅率之調降，投資人會適當反映稅率調降之利多消息，而使股價產生正向異常報酬之結論（林世峰，1999；李國綸，2001）。林世銘等（2000）探討 1992 年間行政院擬將土地增值稅改按實際成交價格課徵對企業價值之影響。結果顯示，當行政院會通過該草案時，負債比率較高的公司，其股價下跌程度顯著大於負債比率較低的上市公司。汪瑞芝與陳明進（2009）則對最低稅負（Add-on

Minimum Tax) 之新稅制實施事件進行研究分析。研究結果發現，該補充性課稅政策的演變期間，股票市場普遍視為利空消息，反映出股價下跌之負向累積異常報酬。汪瑞芝等(2005)則對2002年之土地增值稅減半徵收政策進行事件研究。實證結果顯示，市場投資人對於政府此項減稅措施普遍認為有助活絡不動產，所以該事件為上市公司帶來利多的反應，其股價產生顯著正向累積異常報酬。黃延辰(2012)市場可能普遍預期營利事業所得稅稅率調降對企業有利，故股價產生顯著正向之異常報酬。如賴美蓉(2014)復徵證所稅政策對台灣股市之影響進行事研究，實證結果顯示，對台灣上市櫃及八大類股股價存在顯著負影響。

雖然過去相關文獻，研究大多以事件期間訊息對市場股價的異常報酬率，作為分析某單一事件的資訊效果。但近年來，議題多集中在定期的總體經濟數據宣告或政府公告貨幣政策之影響，有關分析重大事件的宣告效果，國內針對兩岸重大政經事件宣告對於台灣股價異常報酬率的影響文獻仍相當缺乏(陳芬英與黃宸浩，2012)，關於美國總統的選舉的事件，會影響台灣股票市場異常報酬率的研究則是相當的缺乏。本研究則是思考在台灣與美國總統大選期間，執政黨是否運用效率市場假說的說法，散佈正面的訊息來影響股價創造異常報酬，及透過展望理論的觀點，釋出立即使選民受惠的政策，設法操縱短期經濟，營造景氣繁榮的假象，獲取選民的支持，達到勝選之目的。

第三章 研究設計

第一節 研究對象與範圍

本研究以台灣加權股價指數與八大類股股價指數作為研究標的，以 2012 年 1 月 14 日及 2016 年 1 月 16 日兩次台灣總統大選；2012 年 11 月 6 日及 2016 年 11 月 8 日兩次美國總統大選等為事件日，事件日資料取經濟日報與聯合報等，股價日報酬率資料則取自「台灣經濟新報資料庫」。

表1. 台灣、美國總統大選相關事件日

進展 序號	日期	重要事件	資料來源
1	2012 年 01 月 14 日	台灣總統大選 (由國民黨馬英九當選)	中選會、聯合報、經濟日報
2	2012 年 11 月 06 日	美國總統大選 (由民主黨歐巴馬當選)	聯合報、經濟日報、聯合新聞網
3	2016 年 01 月 16 日	台灣總統大選 (由民進黨蔡英文當選)	中選會、聯合報、經濟日報
4	2016 年 11 月 08 日	美國總統大選 (由共和黨川普當選)	聯合報、經濟日報、聯合新聞網

第二節 事件研究法

本文採用事件研究法 (Event Study) 驗證台灣與美國總統大選是否造成股價異常報酬。事件研究法在實證上主要是用來探討某一特定事件的發生或宣告，是否會引起商品或股票價格的變動產生「異常報酬率」(Abnormal Returns)。首先需將事件及事件發生之日期予以明確定義，本文研究台灣與美國總統大選對公司股價之影響，因此台灣與美國總統大選即為本研究之事件，本文以兩屆台灣與美國總統大選為事件日，事件日為「零日」以 $t=0$ 表示，若總統大選當日證券市場休市，則以其後之第一個交易日為事件日。此外本文定義事件研究法之相關期間如下，研究期間 (Study Period)：($t=-180\sim t=+5$) 指事件日前第 180 個交易日至事件日後第 5 個交易日間之全部期間；估計期 (Estimation Period)：($t=-180\sim t=-6$) 指自事件日前第 180 個交易日至事件日前第 6 個交易日共計 174 個交易日之期間，以此期間代入市場模式估計得出估計期相關係數；事件期 (Event Period)：($t=-5\sim t=5$) 指事件日前第 5 個交易日至事件日後第 5 個交易日間，連同事件日共計 11 個交易日，又稱為「事件窗口」。本文並以市場模式法 (沈中華及李建然，2000) 來估計樣本係數並評估期望報酬率以求得異常報酬率，在檢定異常報酬及累積平均異常報酬時，本研究採用 Student t 分布及 t 檢定法來檢定其假設 (Brown and Warner, 1980)，其中對於累積平均異常報酬率係採用有母數之普通橫剖面法 (Ordinary Cross-Sectional Method, OCSM) 方式檢定，此檢定考量台灣、美國總統大選事件期間之異常報酬率的關聯性。

本文的研究方法是以市場模式為主，市場模式是用普通的最小平方法 (Ordinary Least Square；簡稱 OLS) 建立以下的迴歸模式

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

R_{it} ：表示公司 i 在 t 期的報酬率， ε_{it} 為誤差項， $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ 經過最小平方法就可得到估計值 $\hat{\alpha}_i$ 和 $\hat{\beta}_i$ 事件期 E 的預期報酬率為

$$E(\hat{R}_{iE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE} \quad (2)$$

異常報酬率是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率公式如下

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad (3)$$

AR_{iE} 是為事件期中公司第 i 家的異常報酬率。

其中， R_{iE} 是實際報酬率， AR_{iE} 是超額報酬， $E(\hat{R}_{iE})$ 是預期報酬率。

在進行統計檢定之前，要計算平均異常報酬率（average AR；簡稱 AAR），定義為

$$AAR_E = \sum_{i=1}^N AR_{iE} \quad (4)$$

其中， N 為全部公司的數量。

最後，累積平均異常報酬率（cumulative AAR；簡稱 CAAR）定義為

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{E=t_1}^{t_2} AAR_E \quad (5)$$

第四章 實證結果與分析

本章將所收集的樣本資料進行實證分析，利用事件研究法求出台灣與美國總統大選事件日對台灣股票市場之平均異常報酬率(AAR)及累積平均異常報酬率(CAAR)，第一節不同事件日對上市櫃之平均異常報酬率(AAR)及累積平均異常報酬率(CAAR)，第二節各產業在不同事件日之平均異常報酬率(AAR)及累積平均異常報酬率(CAAR)。

第一節 不同事件日對上市櫃公司之異常報酬及累積平均異常報酬

由表 2 實證結果顯示，在第一事件日 2012 年 1 月 14 日台灣總統大選當天呈現顯著正的平均異常報酬(AAR)為 1.3507%，在事件日前第 5 天、前第 4 天、前第 2 天、前第 1 天都有達到顯著水準之負的平均異常報酬 (AAR);在事件日前第 3 天、後第 1-5 天都有達到顯著水準之正的平均異常報酬 (AAR)。其中又以事件日後第 5 天達到最高正的平均異常報酬 (AAR) 2.3515%。

累積平均異常報酬率則呈現事件日當天至事件日前 5 天為負的累積平均異常報酬 (CAAR)，而事件日前 5 天為負的累積平均異常報酬(CAAR)後第 1-5 天則為正的累積平均異常報酬(CAAR)，除了事件日後 1 天外其餘均達到 1%的顯著水準，其中又以事件日後第 5 天達到最高正的累積平均異常報酬(CAAR) 4.3486%，且達到 1%的顯著水準。綜合以上第一事件日即台灣總統大選的結果對台股有正向影響，此次選舉股票市場有顯著正的異常報酬及累積之異常報酬，顯示台灣股市有所謂的慶祝行情。

由表 3 實證結果顯示，在第二事件日 2012 年 11 月 6 日美國總統大選當天呈現正的平均異常報酬(AAR)為 0.0801%但不顯著，反而在事件日前第 5 天、前第 3 天、前第 1 天、後第 1-4 天有達到 1%顯著水準的平均異常報酬，在事件日前 1 天有達到

1%顯著水準之負的平均異常報酬(AAR)，其中以事件日後第 3 天達到最高正的平均異常報酬(AAR)0.8161%。

累積平均異常報酬率則呈現事件日當天及前後 5 天均為正的累積平均異常報酬(CAAR)，其中除事件日前 1 天及事件日當天不顯著外，其餘都有達到顯著水準之正的累積平均異常報酬率(CAAR)，其中又以事件日後第 5 天呈現最高正的累積平均異常報酬(CAAR)1.7828%且達到 1%的顯著水準。顯示此次美國總統大選的結果對台股有正面影響的。

由表 4 實證結果顯示，在第三事件日 2016 年 1 月 16 日台灣總統大選當天呈現正的平均異常報酬(AAR)為 1.357%，事件日後第 1 天、第 3 天為達到顯著水準之正的平均異常報酬率(AAR)，在事件日前第 5-1 天、後第 4 天、後第 5 天都有達到 1%顯著水準之負的平均異常報酬 (AAR)，顯示在事件日之前台灣上市櫃股票已開始反應選舉的結果。

累積平均異常報酬率則呈現事件日當天及前後 5 天均為負的累積平均異常報酬(CAAR)，驗證了此次台灣總統大選結果會是政黨輪替，所以對台股是有負面影響的。

由表 5 實證結果顯示，在第四事件日 2016 年 11 月 8 日美國總統大選，選情陷入膠著，事件日當天呈現負的平均異常報酬(AAR)為-0.3848%，達到顯著水準之負的平均異常報酬率(AAR)，事件日前第 4 天、第 3 天、第 1 天、事件日後第 1 天都有達到顯著水準之負的平均異常報酬(AAR)，而事件日後第 2 天、第 3 天、第 5 天則是有達到顯著水準之正的平均異常報酬(AAR)，其中又以事件日後第 1 天達到最高負的平均異常報酬(AAR) -1.2725 %。

累積平均異常報酬率則呈現事件日當天及前後 5 天均為負的累積平均異常報酬(CAAR)，驗證了此次美國總統大選結果是政黨輪替，新的總統其政策方向不明確，所以對台股是有負面影響的。

表2. 上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR

2012 年 01 月 14 日					
台灣總統大選(由國民黨馬英九當選)					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.1872***	0.002	-5	-0.1872***	0.002
-4	-0.4496***	0	-4	-0.6368***	0
-3	0.1246**	0.0396	-3	-0.5122***	0
-2	-0.6314***	0	-2	-1.1436***	0
-1	-0.7812***	0	-1	-1.9248***	0
0	1.3507***	0	0	-0.5741***	0.0001
1	0.7293***	0	1	0.1551	0.3326
2	0.2973***	0	2	0.4524***	0.0082
3	0.5133***	0	3	0.9657***	0
4	1.0314***	0	4	1.9971***	0
5	2.3515***	0	5	4.3486***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表3. 上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR

2012 年 11 月 06 日					
美國總統大選(由民主黨歐巴馬當選)					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.1792***	0.0091	-5	0.1792***	0.0091
-4	0.0046	0.9461	-4	0.1839*	0.0586
-3	0.3805***	0	-3	0.5644***	0
-2	-0.0344	0.6165	-2	0.53***	0.0001
-1	-0.5262***	0	-1	0.0037	0.9806
0	0.0801	0.2436	0	0.0839	0.6183
1	0.3588***	0	1	0.4427**	0.0149
2	0.2367***	0.0006	2	0.6794***	0.0005
3	0.8161***	0	3	1.4954***	0
4	0.1854***	0.007	4	1.6808***	0
5	0.1021	0.1376	5	1.7828***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表4. 上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR

2016 年 01 月 16 日					
台灣總統大選(由民進黨蔡英文當選)					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.3406***	0	-5	-0.3406***	0
-4	-1.2701***	0	-4	-1.6108***	0
-3	-0.1815***	0.0032	-3	-1.7923***	0
-2	-0.5935***	0	-2	-2.3858***	0
-1	-0.2502***	0	-1	-2.636***	0
0	1.357***	0	0	-1.279***	0
1	0.4781***	0	1	-0.8009***	0
2	-0.0173	0.7795	2	-0.8181***	0
3	0.2212***	0.0003	3	-0.5969***	0.0013
4	-0.6869***	0	4	-1.2838***	0
5	-0.2765***	0	5	-1.5602***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表5. 上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR

2016 年 11 月 08 日

美國總統大選(由共和黨川普當選)

事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.0653	0.2102	-5	-0.0653	0.2102
-4	-0.6445***	0	-4	-0.7098***	0
-3	-0.477***	0	-3	-1.1868***	0
-2	0.0006	0.9906	-2	-1.1862***	0
-1	-0.375***	0	-1	-1.5612***	0
0	-0.3848***	0	0	-1.946***	0
1	-1.2725***	0	1	-3.2185***	0
2	1.2379***	0	2	-1.9807***	0
3	0.3214***	0	3	-1.6592***	0
4	-0.0139	0.7901	4	-1.6731***	0
5	0.2166***	0	5	-1.4565***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

第二節 各產業在不同事件日之 AAR 及 CAAR

由表 6、7 結果顯示第一事件日台灣總統大選(由國民黨馬英九當選)當天除了金融股不顯著，水泥股為 10%顯著水準外其餘六類股均達到 1%顯著正的平均異常報酬(AAR);累積平均異常報酬(CAAR)電子股為-0.4704%，紡織股為-1.5974%均為 5%顯著水準之負的累積平均異常報酬(CAAR)，金融股為-1.0103%、食品股為-0.0766%、塑化股為-0.0566%、造紙股為-0.5472%、水泥股為 0.2227%、營建股為 0.2102%。顯示第一事件日對台股是有影響的。

第二事件日美國總統大選(由民主黨歐巴馬當選)當天八大類股平均異常報酬(AAR)皆不顯著，累積平均異常報酬(CAAR)除了食品股為 1.2231%，為 10%顯著水準之正的累積平均異常報酬(CAAR)，金融股、食品股、造紙股、營建股為正的累積平均異常報酬，其餘類股均為負的累積平均異常報酬。

第三事件日台灣總統大選(由民進黨蔡英文當選)當天電子股為 1.3784%達 1%顯著水準之正的平均異常報酬、塑化股為 0.9141%達 5%顯著水準之正的平均異常報酬，除食品股、水泥股外其餘類股均為正的平均異常報酬;累積平均異常報酬(CAAR)，電子股為-1.5907%、金融股為-3.2912%、營建股為-1.5244%均為達到 1%顯著水準之負的累積平均異常報酬(CAAR)，而水泥股-2.1962%、紡織股為-1.8932%兩類股則為達到 5%顯著水準之負的累積平均異常報酬(CAAR)，顯示此次選舉對電子股、金融股、營建股、水泥股、紡織股是有影響的。

第四事件日美國總統大選(由共和黨川普當選)當天電子股為-0.6465%達 1%顯著水準之負的平均異常報酬、金融股則為 0.2737%達到 10%顯著水準之正的平均異常報酬，其餘類股都不顯著。累積平均異常報酬(CAAR)電子股為-2.5981%、紡織股為-1.8652%、營建股-1.2831%均為達到 1%顯著水準之負的累積平均異常報酬(CAAR)，食品股為-1.3002%達到 10%顯著水準之負的累積平均異常報酬(CAAR)顯示此次選舉對電子、紡織、營建、食品四類股是有影響的。

由各類股平均異常報酬(AAR)觀察，可歸納如下:電子股之平均異常報酬(AAR)於第一、第三事件日均呈現 1%顯著水準之正值，第二事件日呈現正值，第四事件日則呈現 1%顯著水準之負值;金融股之平均異常報酬(AAR)於第一、第二、第三事件日均呈為正值，第四事件日呈現 10%顯著水準之正值，;食品股之平均異常報酬(AAR)第一事件為 1%顯著水準之正值，第二、第三、第四事件日均呈為負值;水泥股之平均異常報酬(AAR)於第一事件日均呈現 10%顯著水準之正值，第二、第三事件日均呈負值，四事件日呈正值;紡織股之平均異常報酬(AAR)第一事件為 1%顯著水準之正值，第二、第三、第四事件日均呈正值;塑化股之平均異常報酬(AAR)第一事件為 1%顯著水準之正值，第二事件日呈負值，第三、第四事件日均呈正值;造紙股之平均異常報酬(AAR)第一事件為 1%顯著水準之正值，第二、第三事件日均呈正值、第四事件日呈負值;營建股之平均異常報酬(AAR)第一事件為 1%顯著水準之正值，第二、第三事件日均呈正值、第四事件日呈負值。

各類股累積平均異常報酬(CAAR)觀察，可歸納如下:電子股之累積平均異常報酬(CAAR)於第一事件日呈現 5%顯著水準之負值，第二事件日呈負值，第三、第四事件日均呈現 1%顯著水準之負值，;金融股第一事件日呈負值，第二、第四事件日均呈正值，第三事件日呈現 1%顯著水準之負值;食品股之累積平均異常報酬(CAAR)於第一、第三事件日均呈負值，第二事件日呈現 10%顯著水準之正值，第四事件日均呈現 10%顯著水準之負值，;水泥股之累積平均異常報酬(CAAR)於第一事件日呈正值，第二事件日呈負值，第三事件日呈現 5%顯著水準之負值、第四事件日呈負值;紡織股第一事件日呈現 5%顯著水準之負值，第二事件日呈負值、第三事件日呈現 5%顯著水準之負值、第四事件呈現 1%顯著水準之負值;塑化股第一、第二、第四事件日均呈負值、第三事件日呈正值;造紙股第一、第三、第四事件日均呈負值、第二事件日呈正值;營建股第一、第二事件日均呈正值，第三、第四事件日均呈現 1%顯著水準之負值。

綜合上述，在 4 個事件日對八大類股的影響是負向的，第三事件日影響較大有五個產業為顯著之負向影響，第四事件日有四個產業為顯著之負向影響，其次為第一事

件日有兩個產業為顯著之負向影響，就產業而言以電子股和紡織的影響最大，有三個顯著負向影響，營建股有二個顯著負向影響，金融股、食品股、水泥股有一個顯著負向影響。表 8、表 9 為各產業平均異常報酬率及累積平均異常報酬率整理之顯著與不顯著簡表。



表6. 各事件日對不同產業之平均異常報酬率(AAR)

事件日	第一事件日 台灣總統大選	第二事件日 美國總統大選	第三事件日 台灣總統大選	第四事件日 美國總統大選
電子	1.3151***	0.0772	1.3784***	-0.6465***
金融	0.3449	0.1425	0.0871	0.2737*
食品	1.1548***	-0.0656	-0.0085	-0.1244
水泥	0.8154*	-0.0693	-0.2536	0.2089
紡織	0.778***	0.0975	0.5432	0.1218
塑化	1.6946***	-0.2831	0.9141**	0.17
造紙	1.2902***	0.1392	0.3438	-0.4943
營建	1.5795***	0.0534	0.213	-0.0578

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表7. 各事件日對不同產業之累積平均異常報酬率(CAAR)

事件日	第一事件日 台灣總統大選	第二事件日 美國總統大選	第三事件日 台灣總統大選	第四事件日 美國總統大選
電子	-0.4704**	-0.3632	-1.5907***	-2.5981***
金融	-1.0103	0.1307	-3.2912***	0.4758
食品	-0.0766	1.2231*	-0.3668	-1.3002*
水泥	0.2227	-0.1103	-2.1962**	-0.2824
紡織	-1.5974**	-0.3732	-1.8932**	-1.8652***
塑化	-0.0566	-0.3732	0.4127	-0.446
造紙	-0.5472	0.6992	-1.9618	-0.853
營建	0.2102	0.6016	-1.5244***	-1.2831***

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表8. 各事件日對不同產業之平均異常報酬率(AAR) 顯著與不顯著簡表

事件日	第一事件日	第二事件日	第三事件日	第四事件日
	台灣總統大選	美國總統大選	台灣總統大選	美國總統大選
電子	◎		◎	◎
金融				◎
食品	◎			
水泥	◎			
紡織	◎			
塑化	◎		◎	
造紙	◎			
營建	◎			

註：◎表示有達顯著水準，

表9. 各事件日對不同產業之累積平均異常報酬率(CAAR) 顯著與不顯著簡表

事件日	第一事件日	第二事件日	第三事件日	第四事件日
	台灣總統大選	美國總統大選	台灣總統大選	美國總統大選
電子	◎		◎	◎
金融			◎	
食品		◎		◎
水泥			◎	
紡織	◎		◎	◎
塑化				
造紙				
營建			◎	◎

註：◎表示有達顯著水準，

第五章 結論與研究建議

第一節 結論

由於美國是台灣第三大出口國，每月出口總額平均在 20 億美元左右，因此美國總統的選舉結果，會因新的總統其政策走向，產生巨大的改變，足以對全球經貿往來造成影響，特別對仰賴出口帶動經濟成長的台灣，勢必會遭受衝擊，因而影響台灣整體經濟表現，因此本研究用事件研究法，分別選取台灣與美國 2012 及 2016 兩次總統大選的四個事件日，主要來探討台灣與美國大選對台灣全體上市櫃公司是否產生異常報酬，股價報酬率取自「台灣經濟新報資料庫」，另外，本研究進一步探討對台灣上市櫃產業-電子股、金融股、食品股、水泥股、紡織股、塑化股、造紙股及營建股等 8 個產業的股價影響。

實證結果顯示，第一事件日 2012 年 01 月 14 日台灣總統大選，選前五天因馬英九選情不振，致台灣全體上市櫃公司之股價呈現負向顯著之影響，然而在確定當選後，股市立即轉變為正向顯著之影響，證實了市場有效率的用價格反映選舉資訊，以回應效率市場假說；而市場上沒有了不確定的訊息風險也降低，決策參考點的改變，確實會影響選民的決策，則股票價格會有正向的報酬，說明了展望理論基本結論的應用，並宣告政策延續。第二事件日 2012 年 11 月 06 日美國總統大選因歐巴馬選情相對穩定，市場亦對台灣全體上市櫃公司之股價呈現正向顯著之影響，再次印證效率市場假說及展望理論的呈現。第三事件日 2016 年 01 月 16 日台灣總統大選執政黨選情非常低迷，市場立即對此一訊息產生相對應的反應，為了趨避風險，導致台灣全體上市櫃公司之股價呈現負向顯著之影響，研判是因台灣執政黨未能勝選繼續執政，政策將會有所改變。第四事件日 2012 年 11 月 08 日美國總統大選，選前因選情陷入空前的膠著，充滿了不確定性，市場有效率的反應了此訊息，為了趨避風險，導致台灣全體上市櫃公司之股價呈現負向顯著之影響。然而美國總統選舉結果是由共和黨的川普當

選，因其保護主義色彩鮮明，對以外銷為主的台灣是較不利的，美國政黨輪替，政策勢必會有相當的改變。

就產業而言以電子股和紡織的影響最大，有三個顯著負向影響，營建股有二個顯著負向影響，金融股、食品股及水泥股有一個顯著負向影響，由於台灣是以出口為主的國家，如重要出口國政策趨向保護主義時，對台灣對外出口比重最大的電子類股首當其衝其影響會最為顯著。



第二節 研究建議

本研究僅針對台灣與美國總統選舉事件對台灣電子、金融、食品、水泥、紡織、塑化、造紙及營建等八大產業的股價影響來進行探討，並未加入和公司有關之財務資料，建議後續研究者可加入股東權益報酬率、資產報酬率、負債比率、獲利比率及本益比等相關議題加以研究，更進一步探討危機事件日之股票報酬關聯性。



參考文獻

中文部份

- 王冠閔 (2004)，「台灣股、匯市與美國股市關聯性探討」，台灣經濟預測與政策，中央研究院經濟研究所 34:2(2004)31-72 頁。
- 李國綸 (2001)，「調降金融業營業稅率市場反應之研究」，台灣大學會計研究所碩士論文。
- 沈中華、李建然 (2000)，「事件研究法—財務與會計實證研究必備」，華泰文化事業出版社。
- 汪瑞芝、陳明進、林世銘 (2005)，「土地增值稅減半政策之事件研究」，證券市場發展，第十七卷第一期，75-100 頁。
- 汪瑞芝、陳明進 (2009)，「最低稅負制對股市反應之實證研究」，臺大管理論叢，第十九卷第二期，215-248 頁。
- 林世峰 (1999)，「營業稅率調降對於金融業股價的影響」，臺灣大學商學研究所碩士論文。
- 林世銘、陳明進、蔡天俊 (2000)，「土地增值稅政策對股市之影響」，當代會計，第一卷第一期，1-18 頁。
- 許漢寬 (2012)，「ECFA 協議簽署對股票價格的宣告效果—以台灣航運與觀光產業為例」，虎尾科技大學經營管理研究所碩士論文。
- 陳芬英、黃宸浩，「政策宣告與股價異常報酬率之研究：台灣股價的實證分析」，台灣金融財務季刊，第十三卷第一期，57-85 頁。
- 陳蕙珍 (2011)，「ECFA 事件宣告對台灣股票市場之影響—以台灣上市公司為例」，中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 黃延辰 (2012)，「營利事業所得稅稅率調降之市場反應研究」，北商學報，第 22 期，1-29 頁。
- 楊忠駿 (1997)，「台灣地區公職人員選舉之選舉行情實證研究」淡江大學財務金融研究所碩士論文。

蔡武峯 (2008) , 「2006 年總統元旦祝詞對台灣股票市場之影響」, 世新大學企業管理研究所碩士論文。

賴美蓉(2014), 「復徵證所稅對台灣股市之影響」, 南華大學財務管理研究所碩士論文。

英文部份

Allvine, Fred C. and Danl E.O ' Neill.,(1980) “Stock Market Returns and the Presidential Election Cycle:Implications for Market Efficiency” *Financial Analysts Journal*, 36(5):49-56

Biddle. G. C . and F. W. Lindahl(1982). “Stock Price Reactions to LIFO Adoption: The Association between Excess Return and LIFO Tax Saving.” *Journal of Accounting Research*. Vol.20. pp.551-588.

Black, Fisher (1976) “Studies of Stock Price Volatility Changes” Proceedings of the (1976)Meetings of the Business and Economics Statistics Section, American Statistical Association, pp.177-181.

Brown, S., and J. Warner(1980),“Measuring Security Price Performance,” *Journal of Financial Economics*,Vol.8, pp. 205-258.

Downs.S.. and P.H. Hendershort (1987) . “ Tax Policy and Stock Price Performance. ” *National Tax Journal*. Vol.40.pp .183-190

Fama, E. F.,(1970) “Efficiency Capital Market: A Reviewv of Theory and Empirical Work” *Journal of Finance*, vol.25, pp.383~420.

Fama, E. F.,(1991) “Efficiency Capital Market: II ” *Journal of Finance*, vol.46, pp.1575~1618.

- Foerster, Stephen R. and John J Schmitz (1997) "The Transmission of U.S. Electional Stock Returns." *Journal of International Business Studies*, 28:1-27.
- Givoly, D. and C. Hayn (1991) "The Aggregate and Distributional Effects of the Tax Reform Act of (1986) on Firm Valuation" *Journal of Business*. Vol.64. pp.363-392.
- Herbst, Anthony and Craig W. Slinkman (1984) "Political Economic Cycles in the US Stock Market," *Financial Analysts Journal*, 40:38-44
- Hobbs, Gerald R. and William B. Riley (1984) "Profiting from a Presidential Election." *Financial Analysts Journal*, 40:46-53
- Homaifar, Ghassem, Willian L. Randolph, Billy P. Helems and Mahomnd Haddad (1988) "American Presidential Election and Returns of Defense Industry Stocks." *Applied Economics*, 20:985-994
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky (1979) "Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk." *Econometrica*, 47:263-291
- Nordhaus, W.D. (1975) "The Political Business Cycle" *The Review of Economic Studies*, 42(2):169-190
- Pantzaitilis, Christos, David A. Stangeland and Harry J. Turtle (2000) "Political Elections and the Resolution of Uncertainty: The International Evidence" *Journal of Banking and Finance*, 24:1575-1604.
- Patty, John W. (2002) "Loss Aversion, Presidential Responsibility, and Midterm Congressional Elections." Working paper, Carnegie Mellon University.

Quattrone, George A. and Amos Tversky (1988) "Contrasting Rational and Psychological Analyses of Political Choice." *American Political Science Review*, 82(3):719-736.

Schipper .K..R. Thompson and R. L. Weil(1987) . "Disentangling Interrelated Effects of Regulatory Changes on Shareholder Wealth: The Case of Motor Carrier Deregulation " *Journal of Law and Economics*.Vol.30.pp.67-100



附 錄

八大類股於四個事件日之 AAR 及 CAAR 統計表

表10. 電子股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 01 月 14 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.1532*	0.0844	-5	-0.1532*	0.0844
-4	-0.4329***	0	-4	-0.5861***	0
-3	0.2052**	0.0208	-3	-0.3809**	0.0133
-2	-0.4902***	0	-2	-0.8711***	0
-1	-0.9143***	0	-1	-1.7855***	0
0	1.3151***	0	0	-0.4704**	0.0306
1	0.8239***	0	1	0.3535	0.1324
2	0.7664***	0	2	1.1199***	0
3	0.7976***	0	3	1.9175***	0
4	1.2968***	0	4	3.2143***	0
5	2.6844***	0	5	5.8987***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表11. 金融股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 01 月 14 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.307	0.2364	-5	-0.307	0.2364
-4	-0.0997	0.7006	-4	-0.4066	0.2674
-3	-0.5103**	0.049	-3	-0.917**	0.0411
-2	-0.2346	0.3654	-2	-1.1516**	0.0263
-1	-0.2036	0.4322	-1	-1.3552**	0.0194
0	0.3449	0.1834	0	-1.0103	0.1116
1	-0.0893	0.7305	1	-1.0996	0.1089
2	-1.3182***	0	2	-2.4178***	0.001
3	-0.3204	0.2165	3	-2.7382***	0.0004
4	1.8657***	0	4	-0.8726	0.2872
5	1.5991***	0	5	0.7266	0.3981

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表12. 食品股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 01 月 14 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.2963	0.3891	-5	0.2963	0.3891
-4	-0.0571	0.8682	-4	0.2392	0.623
-3	-0.2749	0.4242	-3	-0.0357	0.9522
-2	-0.5231	0.1284	-2	-0.5588	0.4167
-1	-0.6726*	0.0506	-1	-1.2314	0.1094
0	1.1548***	0.0008	0	-0.0766	0.9275
1	-0.0925	0.7879	1	-0.1692	0.8525
2	-0.5593	0.1039	2	-0.7285	0.454
3	-1.1371***	0.0009	3	-1.8656*	0.0706
4	0.1432	0.6773	4	-1.7225	0.1133
5	1.315***	0.0001	5	-0.4075	0.721

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表13. 水泥股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 01 月 14 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.3041	0.5198	-5	-0.3041	0.5198
-4	-0.2988	0.5271	-4	-0.6029	0.3669
-3	-0.1847	0.6958	-3	-0.7877	0.3358
-2	0.0573	0.9034	-2	-0.7304	0.4396
-1	0.1377	0.7708	-1	-0.5927	0.5748
0	0.8154*	0.0844	0	0.2227	0.8474
1	-0.2792	0.5546	1	-0.0565	0.9639
2	-0.4621	0.328	2	-0.5186	0.6979
3	0.4291	0.3638	3	-0.0896	0.9496
4	-0.9032*	0.0559	4	-0.9927	0.5064
5	0.9856**	0.037	5	-0.0071	0.9964

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表14. 紡織股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 01 月 14 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.3184	0.2606	-5	-0.3184	0.2606
-4	-1.187***	0	-4	-1.5054***	0.0002
-3	0.0818	0.7726	-3	-1.4237***	0.0037
-2	-0.6591**	0.0199	-2	-2.0827***	0.0002
-1	-0.2927	0.3011	-1	-2.3754***	0.0002
0	0.778***	0.006	0	-1.5974**	0.0212
1	-0.1264	0.6553	1	-1.7237**	0.0213
2	-0.1774	0.5308	2	-1.9011**	0.0176
3	1.0811***	0.0001	3	-0.8201	0.3341
4	0.1209	0.6692	4	-0.6991	0.4347
5	2.2385***	0	5	1.5394	0.101

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表15. 塑化股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 01 月 14 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.4518	0.2308	-5	-0.4518	0.2308
-4	-0.2212	0.5574	-4	-0.673	0.2069
-3	-0.4829	0.2003	-3	-1.1559*	0.0767
-2	0.1222	0.7459	-2	-1.0337	0.1704
-1	-0.7175*	0.057	-1	-1.7512**	0.0378
0	1.6946***	0	0	-0.0566	0.9511
1	0.5933	0.1156	1	0.5367	0.5905
2	-0.2983	0.4289	2	0.2384	0.8231
3	-0.0406	0.9143	3	0.1979	0.8611
4	-0.4364	0.2471	4	-0.2385	0.8414
5	1.5631***	0	5	1.3246	0.2895

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表16. 造紙股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 01 月 14 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.1534	0.7291	-5	0.1534	0.7291
-4	-0.8224*	0.0634	-4	-0.669	0.2856
-3	-0.4223	0.3404	-3	-1.0913	0.155
-2	-0.0871	0.8442	-2	-1.1784	0.1835
-1	-0.659	0.1368	-1	-1.8374*	0.0636
0	1.2902***	0.0036	0	-0.5472	0.6141
1	0.7308*	0.099	1	0.1836	0.8755
2	-0.4786	0.28	2	-0.295	0.8139
3	0.5174	0.2429	3	0.2223	0.8671
4	1.6686***	0.0002	4	1.891	0.1771
5	1.8998***	0	5	3.7907***	0.0099

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表17. 營建股上市櫃公司於第一事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 01 月 14 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.0328	0.8986	-5	0.0328	0.8986
-4	-0.1156	0.6531	-4	-0.0828	0.8199
-3	0.3406	0.1853	-3	0.2578	0.5627
-2	-0.9007***	0.0005	-2	-0.6428	0.2114
-1	-0.7265***	0.0047	-1	-1.3694**	0.0173
0	1.5795***	0	0	0.2102	0.7387
1	0.4086	0.1121	1	0.6187	0.3632
2	0.3038	0.2375	2	0.9225	0.2047
3	0.1818	0.4798	3	1.1043	0.1524
4	-0.0517	0.8407	4	1.0526	0.1956
5	1.2032***	0	5	2.2558***	0.0082

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表18. 電子股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 11 月 06 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.0055	0.9618	-5	0.0055	0.9618
-4	-0.0383	0.7399	-4	-0.0328	0.8408
-3	0.333***	0.0039	-3	0.3002	0.1333
-2	-0.1863	0.1067	-2	0.1139	0.6218
-1	-0.5543***	0	-1	-0.4404*	0.088
0	0.0772	0.5038	0	-0.3632	0.199
1	0.2082*	0.0714	1	-0.1551	0.6117
2	0.4574***	0.0001	2	0.3023	0.3546
3	0.9333***	0	3	1.2356***	0.0004
4	0.2072*	0.0727	4	1.4428***	0.0001
5	0.0755	0.5133	5	1.5183***	0.0001

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表19. 金融股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 11 月 06 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.0265	0.8979	-5	0.0265	0.8979
-4	-0.2743	0.1848	-4	-0.2478	0.397
-3	-0.1084	0.6003	-3	-0.3562	0.3202
-2	0.7831***	0.0002	-2	0.427	0.3021
-1	-0.4387**	0.0339	-1	-0.0118	0.9797
0	0.1425	0.491	0	0.1307	0.7965
1	0.1889	0.3612	1	0.3196	0.5593
2	-0.7484***	0.0003	2	-0.4288	0.4636
3	-0.1462	0.4797	3	-0.575	0.3542
4	0.0639	0.7574	4	-0.5111	0.4346
5	0.4624**	0.0254	5	-0.0488	0.9433

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表20. 食品股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 11 月 06 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.5252*	0.0706	-5	0.5252*	0.0706
-4	0.0075	0.9794	-4	0.5327	0.1948
-3	0.5898**	0.0423	-3	1.1225**	0.0257
-2	0.6365**	0.0285	-2	1.759***	0.0025
-1	-0.4703	0.1055	-1	1.2887**	0.0473
0	-0.0656	0.8213	0	1.2231*	0.0857
1	0.3196	0.2713	1	1.5426**	0.0448
2	0.1841	0.5263	2	1.7267**	0.0356
3	0.5116*	0.0783	3	2.2383**	0.0102
4	0.2199	0.4491	4	2.4582***	0.0075
5	-0.105	0.7177	5	2.3531**	0.0146

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表21. 水泥股市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 11 月 06 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.4772	0.1736	-5	0.4772	0.1736
-4	-0.4482	0.2012	-4	0.029	0.9534
-3	-0.2701	0.4412	-3	-0.2412	0.6914
-2	0.2765	0.4304	-2	0.0354	0.9598
-1	-0.0763	0.8277	-1	-0.041	0.9583
0	-0.0693	0.8433	0	-0.1103	0.8978
1	-0.0879	0.802	1	-0.1982	0.8308
2	-0.2726	0.437	2	-0.4708	0.635
3	0.114	0.7452	3	-0.3569	0.7345
4	0.2744	0.434	4	0.0825	0.9407
5	0.3756	0.2842	5	0.2931	0.8011

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表22. 紡織股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 11 月 06 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.3157	0.2311	-5	0.3157	0.2311
-4	0.472*	0.0735	-4	0.7877**	0.0346
-3	0.1461	0.5795	-3	0.9338**	0.0409
-2	0.0442	0.8669	-2	0.978*	0.0636
-1	-0.7966***	0.0025	-1	0.1814	0.7583
0	0.0975	0.7115	0	0.279	0.6658
1	0.293	0.2665	1	0.5719	0.4123
2	-0.3507	0.1834	2	0.2212	0.7668
3	1.1365***	0	3	1.3578*	0.0861
4	0.6916***	0.0087	4	2.0493**	0.014
5	0.1193	0.6509	5	2.1686**	0.0131

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表23. 塑化股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 11 月 06 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.751**	0.0152	-5	0.751**	0.0152
-4	0.0749	0.8086	-4	0.8259*	0.059
-3	0.3284	0.2884	-3	1.1543**	0.0312
-2	-0.6251**	0.0433	-2	0.5292	0.3923
-1	-0.6193**	0.0453	-1	-0.0901	0.8963
0	-0.2831	0.3601	0	-0.3732	0.6223
1	0.2594	0.4017	1	-0.1138	0.8894
2	-0.2201	0.4767	2	-0.334 -	0.7027
3	0.3032	0.327	3	0.0308	0.9735
4	-0.0982	0.751	4	-0.1289	0.8951
5	0.0792	0.7979	5	-0.0498	0.9613

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表24. 造紙股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 11 月 06 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.6061	0.2014	-5	0.6061	0.2014
-4	-0.0475	0.9202	-4	0.5586	0.4051
-3	-0.0872	0.8542	-3	0.4714	0.5662
-2	0.4604	0.3318	-2	0.9318	0.3261
-1	-0.3719	0.4331	-1	0.56	0.5976
0	0.1392	0.7691	0	0.6992	0.5474
1	0.2536	0.5929	1	0.9529	0.4478
2	-0.0395	0.9337	2	0.9134	0.4961
3	0.9173*	0.0532	3	1.8307	0.1984
4	0.8205*	0.0837	4	2.6512*	0.0772
5	0.2749	0.5623	5	2.9261*	0.0629

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表25. 營建股上市櫃公司於第二事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2012 年 11 月 06 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.386*	0.0793	-5	0.386*	0.0793
-4	-0.0951	0.6654	-4	0.2909	0.3497
-3	0.093	0.6725	-3	0.3839	0.3137
-2	0.5226**	0.0175	-2	0.9064**	0.0393
-1	-0.3583	0.1033	-1	0.5482	0.265
0	0.0534	0.8081	0	0.6016	0.2642
1	0.3204	0.1452	1	0.922	0.1131
2	-0.1624	0.4602	2	0.7595	0.2221
3	0.368*	0.0943	3	1.1275*	0.0875
4	0.5401**	0.0141	4	1.6677**	0.0165
5	-0.0346	0.875	5	1.6331**	0.0252

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表26. 電子股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 01 月 16 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.3572***	0.0001	-5	-0.3572***	0.0001
-4	-1.313***	0	-4	-1.6703***	0
-3	-0.264***	0.0038	-3	-1.9343***	0
-2	-0.6725***	0	-2	-2.6068***	0
-1	-0.3624***	0.0001	-1	-2.9691***	0
0	1.3784***	0	0	-1.5907***	0
1	0.5625***	0	1	-1.0282***	0
2	0.03	0.7426	2	-0.9982***	0.0001
3	0.3785***	0	3	-0.6197**	0.0236
4	-0.6893***	0	4	-1.309***	0
5	-0.2849***	0.0018	5	-1.5939***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表27. 金融股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 01 月 16 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-1.0992***	0	-5	-1.0992***	0
-4	-0.0756	0.7074	-4	-1.1747***	0
-3	-0.6192***	0.0021	-3	-1.7939***	0
-2	-0.4188**	0.0375	-2	-2.2127***	0
-1	-1.1656***	0	-1	-3.3783***	0
0	0.0871	0.6653	0	-3.2912***	0
1	0.2439	0.2256	1	-3.0472***	0
2	-0.2956	0.142	2	-3.3428***	0
3	-0.9423***	0	3	-4.2852***	0
4	-0.5807***	0.0039	4	-4.8658***	0
5	0.5717***	0.0045	5	-4.2942***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表28. 食品股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 01 月 16 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.246	0.4238	-5	-0.246	0.4238
-4	0.2726	0.3755	-4	0.0266	0.9513
-3	-0.1373	0.6554	-3	-0.1107	0.8354
-2	-0.0623	0.8395	-2	-0.173	0.7785
-1	-0.1852	0.5472	-1	-0.3582	0.6025
0	-0.0085	0.9778	0	-0.3668	0.6264
1	-0.082	0.7897	1	-0.4488	0.5813
2	0.369	0.2303	2	-0.0798	0.9269
3	0.0476	0.8771	3	-0.0322	0.9721
4	-0.7877**	0.0104	4	-0.82	0.3993
5	-0.305	0.3214	5	-1.125	0.2702

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表29. 水泥股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 01 月 16 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.778	0.0635	-5	-0.778*	0.0635
-4	-0.3901	0.3521	-4	-1.1681**	0.0488
-3	-0.3214	0.4433	-3	-1.4896**	0.0402
-2	-0.2113	0.6142	-2	-1.7009**	0.0425
-1	-0.2418	0.5642	-1	-1.9427**	0.0382
0	-0.2536	0.5453	0	-2.1962**	0.0325
1	-0.1921	0.6468	1	-2.3883**	0.0313
2	0.2572	0.5396	2	-2.1312*	0.0723
3	-0.3555	0.3964	3	-2.4867**	0.048
4	-0.7854*	0.061	4	-3.2721**	0.0136
5	-0.155	0.7117	5	-3.427**	0.0137

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表30. 紡織股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 01 月 16 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.2188	0.5547	-5	-0.2188	0.5547
-4	-1.0083***	0.0065	-4	-1.2271**	0.0192
-3	-0.4685	0.2059	-3	-1.6957***	0.0082
-2	-0.5003	0.1768	-2	-2.1959***	0.003
-1	-0.2405	0.5162	-1	-2.4364***	0.0033
0	0.5432	0.1425	0	-1.8932**	0.0369
1	-0.1978	0.5933	1	-2.091**	0.0329
2	1.4392***	0.0001	2	-0.6518	0.5339
3	-0.9038**	0.0147	3	-1.5556	0.1615
4	-0.6882*	0.0632	4	-2.2438*	0.0554
5	-0.0263	0.9435	5	-2.2701*	0.0646

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表31. 塑化股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 01 月 16 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.7523*	0.0527	-5	0.7523*	0.0527
-4	-0.3334	0.3906	-4	0.419	0.4455
-3	0.0926	0.8116	-3	0.5115	0.447
-2	-0.8348**	0.0316	-2	-0.3233	0.6772
-1	-0.1781	0.6464	-1	-0.5015	0.5636
0	0.9141**	0.0186	0	0.4127	0.6644
1	0.1126	0.7719	1	0.5253	0.6092
2	0.4717	0.2245	2	0.997	0.364
3	-0.2194	0.5721	3	0.7776	0.5045
4	-0.2123	0.5845	4	0.5652	0.6453
5	0.6466*	0.0959	5	1.2118	0.3468

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表32. 造紙股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 01 月 16 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.4889	0.3154	-5	-0.4889	0.3154
-4	-0.6599	0.1754	-4	-1.1488*	0.0953
-3	-0.5006	0.304	-3	-1.6494*	0.0505
-2	-0.2348	0.6297	-2	-1.8842*	0.0531
-1	-0.4214	0.3869	-1	-2.3056**	0.0342
0	0.3438	0.4802	0	-1.9618	0.1001
1	0.2315	0.6345	1	-1.7303	0.1793
2	0.3469	0.4763	2	-1.3834	0.3152
3	0.3217	0.5089	3	-1.0617	0.4674
4	-0.9086*	0.0621	4	-1.9702	0.2008
5	-0.8009	0.1001	5	-2.7711*	0.0862

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表33. 營建股上市櫃公司於第三事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 01 月 16 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.4738**	0.0194	-5	-0.4738**	0.0194
-4	-0.2233	0.2706	-4	-0.6972**	0.015
-3	-0.1909	0.3463	-3	-0.8881**	0.0114
-2	-0.5058**	0.0126	-2	-1.3939***	0.0006
-1	-0.3435*	0.0902	-1	-1.7374***	0.0001
0	0.213	0.2934	0	-1.5244***	0.0021
1	-0.2032	0.3161	1	-1.7276***	0.0013
2	0.3512*	0.0833	2	-1.3765**	0.0164
3	-0.3644*	0.0722	3	-1.7409***	0.0042
4	-0.7738***	0.0001	4	-2.5147***	0.0001
5	-0.4618**	0.0227	5	-2.9765***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表34. 電子股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 11 月 08 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.1116	0.1479	-5	-0.1116	0.1479
-4	-0.7942***	0	-4	-0.9058***	0
-3	-0.577***	0	-3	-1.4828***	0
-2	-0.0201	0.7945	-2	-1.5029***	0
-1	-0.4487***	0	-1	-1.9516***	0
0	-0.6465	0	0	-2.5981***	0
1	-1.5909***	0	1	-4.1889***	0
2	1.152***	0	2	-3.037***	0
3	0.0671	0.3847	3	-2.9699***	0
4	-0.1238	0.1086	4	-3.0937***	0
5	0.0655	0.3958	5	-3.0282***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表35. 金融股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 11 月 08 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.0303	0.8326	-5	0.0303	0.8326
-4	0.4627***	0.0013	-4	0.4931**	0.0152
-3	0.1819	0.2053	-3	0.675***	0.0066
-2	0.0059	0.9674	-2	0.6808**	0.0177
-1	-0.4787***	0.0009	-1	0.2021	0.529
0	0.2737*	0.0566	0	0.4758	0.1761
1	0.3015**	0.0357	1	0.7774**	0.0407
2	0.1426	0.3208	2	0.9199**	0.0235
3	1.3843***	0	3	2.3043***	0
4	1.6019***	0	4	3.9061***	0
5	0.0787	0.5834	5	3.9849***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表36. 食品股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 11 月 08 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.4105	0.1419	-5	0.4105	0.1419
-4	-0.6024**	0.0311	-4	-0.1919	0.6272
-3	-0.0536	0.8478	-3	-0.2456	0.6119
-2	-0.2687	0.3364	-2	-0.5142	0.3575
-1	-0.6615**	0.0179	-1	-1.1758*	0.0599
0	-0.1244	0.6562	0	-1.3002*	0.0575
1	-0.7302***	0.009	1	-2.0303***	0.006
2	0.8428***	0.0026	2	-1.1875	0.133
3	0.6713**	0.0163	3	-0.5162	0.538
4	0.5908**	0.0345	4	0.0745	0.9328
5	0.1711	0.5403	5	0.2457	0.791

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表37. 水泥股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 11 月 08 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.1292	0.6804	-5	-0.1292	0.6804
-4	0.0004	0.9989	-4	-0.1288	0.7716
-3	-0.1373	0.6617	-3	-0.266	0.6244
-2	-0.0326	0.9173	-2	-0.2986	0.6342
-1	-0.1926	0.5392	-1	-0.4912	0.4838
0	0.2089	0.5056	0	-0.2824	0.7133
1	-0.4585	0.1439	1	-0.7408	0.3721
2	0.3185	0.3099	2	-0.4223	0.6341
3	0.3281	0.2957	3	-0.0942	0.9203
4	-0.0611	0.8456	4	-0.1553	0.8756
5	1.614***	0	5	1.4587	0.1609

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表38. 紡織股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 11 月 08 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.0978	0.7175	-5	-0.0978	0.7175
-4	-0.3011	0.2652	-4	-0.3989	0.2966
-3	-0.7483***	0.0056	-3	-1.1472**	0.0143
-2	-0.4737*	0.0797	-2	-1.6209***	0.0027
-1	-0.3661	0.1756	-1	-1.9869***	0.001
0	0.1218	0.6524	0	-1.8652***	0.0048
1	-1.0024***	0.0002	1	-2.8675***	0.0001
2	0.6655**	0.0138	2	-2.202***	0.004
3	-0.7149***	0.0082	3	-2.9169***	0.0003
4	-1.1035***	0	4	-4.0204***	0
5	0.2898	0.2836	5	-3.7306***	0

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表39. 塑化股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 11 月 08 日					
事件日	AR	P-Value	事件日	CAR	P-Value
-5	0.3215	0.2579	-5	0.3215	0.2579
-4	-0.6766**	0.0173	-4	-0.3551	0.3769
-3	0.1013	0.7216	-3	-0.2538	0.606
-2	-0.1198	0.6732	-2	-0.3737	0.5108
-1	-0.2423	0.3938	-1	-0.616	0.3323
0	0.17	0.5497	0	-0.446	0.5216
1	-0.985***	0.0005	1	-1.431*	0.057
2	1.5623***	0	2	0.1312	0.8703
3	0.3012	0.2891	3	0.4325	0.6119
4	0.0206	0.9422	4	0.4531	0.6141
5	0.1841	0.5171	5	0.6372	0.499

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表40. 造紙股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 11 月 08 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	0.1422	0.8029	-5	0.1422	0.8029
-4	-0.4026	0.4799	-4	-0.2603	0.7466
-3	0.4218	0.4592	-3	0.1614	0.8701
-2	-0.2626	0.6449	-2	-0.1011	0.9293
-1	-0.2576	0.6512	-1	-0.3588	0.7783
0	-0.4943	0.3857	0	-0.853	0.5411
1	-1.6495***	0.0038	1	-2.5025*	0.0969
2	1.4265**	0.0123	2	-1.076	0.5044
3	1.1549**	0.0427	3	0.0789	0.9632
4	-0.2798	0.6234	4	-0.2009	0.9112
5	2.2164***	0.0001	5	2.0154	0.2862

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準

表41. 營建股上市櫃公司於第四事件日之 AAR 及 CAAR 統計檢定結果

2016 年 11 月 08 日					
事件日	AAR	P-Value	事件日	CAAR	P-Value
-5	-0.0278	0.8888	-5	-0.0278	0.8888
-4	-0.2851	0.1509	-4	-0.3129	0.2651
-3	-0.4731**	0.0172	-3	-0.7859**	0.0223
-2	-0.1205	0.5438	-2	-0.9064**	0.0224
-1	-0.3189	0.1082	-1	-1.2253***	0.0058
0	-0.0578	0.7708	0	-1.2831***	0.0083
1	-0.7981***	0.0001	1	-2.0812***	0.0001
2	0.8499***	0	2	-1.2313**	0.0283
3	0.4562**	0.0216	3	-0.7751	0.1931
4	0.1463	0.461	4	-0.6288	0.3165
5	1.174***	0	5	0.5452	0.4076

註：*表示 10%的顯著水準，**表示 5%的顯著水準，***表示 1%的顯著水準