

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

國家治理對股票市場風險的影響：全球實證分析

The Impact of National Governance on Stock Market Risk:

International Analysis

送碧秀

Pi-Hsiu Sung

指導教授：陳昇鴻 博士

白宗民 博士

Advisor: Sheng-Hung Chen, Ph.D.

Tzung-Min Pai, Ph.D.

中華民國 107 年 6 月

June 2018

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

國家治理對股票市場風險的影響：全球實證分析

The Impact of National Governance on Stock Market Risk:

International Analysis

研究生： 送瑗秀

經考試合格特此證明

口試委員： 陳好鴻
黃心怡
賴永政

指導教授： 陳好鴻 白宗民

系主任(所長)： 廖永熙

口試日期：中華民國 107 年 5 月 25 日

版權宣告

本論文之內容並無抄襲其他著作之情事，且本論文之全部或一部份並未使用在申請其他學位論為之用



謝辭

知識是自己充實來的!是昭佩學姊分享給我的。感謝我的貴人昭佩老師讓我有幸進入南華在職進修，彌補我因家庭因素無法繼續念書的遺憾，成就我對學業上的滿足。

時光飛逝，轉眼兩年的碩士生涯已將邁入尾聲，驀然回首!有釋懷的感覺、有無限的喜悅，滿心感謝讓我有所蛻變的一切。

論文能如期的完成，首先感謝我的指導教授 陳昇鴻教授，在論文撰寫期間親力親為的耐心指導與督促，使得能在期間內完成論文。此外，非常感謝在論文製作期間財務金融系主任 廖永熙主任的提醒及說明指導及論審老師張瑞真教授及吳錦文教授所給予的寶貴意見。也十分感謝口試委員賴丞坡教授、黃心怡教授在論文口試時給予的建議與指導及細心的逐篇批閱，讓此篇碩士論文更加於完善，在此表示深摯的謝忱。

感謝碩專班同學們這二年相互的照顧，給予我精神上莫大之鼓勵，很高興在我的人生旅途當中遇見你們，我會永遠珍惜這個緣分。

最後，在此分享這份喜悅給所有的人，祝福您們！

送碧秀 謹致於

南華大學財務管理研究所

中華民國 107 年 6 月

中文摘要

南華大學財務金融學系財務管理碩士班

106 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：國家治理對股票市場風險影響：全球實證分析

研究生：送碧秀

指導教授：陳昇鴻 博士
白宗民 博士

論文摘要內容：

本論文以 2000 年至 2015 年間全球 42 個國家的股票市場為研究對象，實證探討國家治理品質對股票市場報酬率風險的影響，並依據實證結果提出相關政策意涵與建議。實證結果發現國家整體治理品質愈佳，則可以顯著降低股票市場的風險；特別是在提高政府效能、管制品質、以及貪汙控制性上，可以顯著降低股票市場的風險。

關鍵詞：國家治理、股票市場風險、全球實證分析

Title of Thesis: The Impacts of National Governance on Stock Market

Risk: International Analysis

Name of Institute: Master Program in Financial Management

Department of Finance , Nanhua University

Graduate date: June 2018

Degree Conferred: M.S.

Name of student: Pi-Hsiu Sung

Advisor: Sheng-Hung Chen, Ph.D.

Tzung-Min Pai, Ph.D.

Abstract

This thesis uses the stock market data on 42 countries in the world from 2000 to 2015, and empirically explores the impact of national governance quality on the stock market return risk. Some relevant policy implications and suggestions are based on the empirical results. The empirical results show that countries with better quality of the national governance can significantly reduce the risk of the stock market; especially in improving government efficiency, regulatory quality, and corruption control, can significantly reduce the risk of the stock market.

Keywords: National Governance, Stock Market Risk, International Analysis

目 錄

版權宣告	i
謝辭	ii
中文摘要	iii
Abstract	iv
目 錄	v
表 目 錄	vi
圖 目 錄	vii
第一章、諸論	1
第一節、研究動機	1
第二節、研究目的	3
第三節、論文架構	3
第二章、文獻回顧	4
第一節、國家治理的重要性	4
第二節、股票市場風險	4
第三章、研究方法與資料來源	6
第一節、資料來源	6
第二節、實證模型設定	6
第四章、實證結果與分析	8
第一節、股價報酬率標準差的時間趨勢變化	8
第二節、國家治理品質的時間趨勢變化	11
第三節、股價報酬率標準差與國家治理品質的關係程度	20
第四節、基本敘述統計與迴歸分析	23
第五章、結論	27
參考文獻	28

表 目 錄

表 1、股票市場報酬率風險與國家治理品質之平均數	24
表 2、國家治理品質對股市報酬風險的影響：國家治理品質估計值	25
表 3、國家治理品質對股市報酬風險的影響：國家治理品質排名	26



圖目錄

圖 1、股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化	9
圖 2、OECD 國家公民參政與政治人權的時間趨勢變化.....	12
圖 3、OECD 國家政治穩定度與反暴力的時間趨勢變化.....	12
圖 4、OECD 國家政府效能的時間趨勢變化.....	13
圖 5、OECD 國家管制品質的時間趨勢變化.....	13
圖 6、各項國家治理指標時間趨勢變化	15
圖 7、股價報酬率標準差與國家政府言論課責的關係	20
圖 8、股價報酬率標準差與國家政治穩定及暴力防治的關係	21
圖 9、股價報酬率標準差與國家政府效能的關係	21
圖 10、股價報酬率標準差與國家政府管制品質的關係	22
圖 11、股價報酬率標準差與國家政府法律規範的關係.....	22
圖 12、股價報酬率標準差與國家貪汙的關係	23

第一章、諸論

第一節、研究動機

近年來，全球經濟處於低利率的環境中，美國總統川普當選後，對於未來經濟成長加速、通膨走高，以及利率調升的預期已經迅速地反映在市場表現上，順勢帶動銀行類股的強勢表現。然而川普的政策不確定性還存在哪些風險？市場是否過度樂觀？目前全世界的資金都流向股市，美國、歐洲、亞洲...等股市都創新高。從英國脫歐、石油輸出國家組織（OPEC）意外達成減產協議到政治素人川普當選美國總統等，若稱2016年是充滿意外的一年，相信很多人都會點頭認同；然而，在未來一年裡，市場仍充滿了政治變數，但我們唯一可以確定的是：「如果經濟持續低成長，加上政府政策未臻理想，將使眾人對變革的渴望與期望落空。」促使成熟市場中的民粹主義、反體制和反全球化的情緒開始不斷上揚。特別是2016與2017年輪番登場的意外政治變數，美國總統和英國脫歐公投、法國、德國大選及北韓頻繁拍板的動作，持續影響全球緊張的局勢。然而，美國掌控著全球經濟的邁向，「牽一髮而動全身」但政治可以翻轉全球經濟嗎？國家治理對全球股票市場波動會有影響？

過去許多實證研究發現主要國際股票市場間存在顯著的相互影響關係，相關學者如：King and Wadhvani (1990)、Longin and Solnik (2001)、Ang and Bekaert (2002)、Forbes and Rigobon (2002)、Rezayat and Yavas (2006)、Chiou (2009)以及 Khaled et al. (2011)等；特別是許多這些研究也分析了在全球金融危機的時期，國際股票市場是否及如何相互作用。過去學者已經採用多種實證估計技術來了解並分析金融市場之間存在的傳染性(Contagion)，即 Forbes and Rigobon (2001, 2002)指出在一個市場或一組市場受到衝擊之後，形成跨市場聯繫的顯著跨大，其中多數研究使用相關程度來評估金融傳染。基本上，這些研究檢驗金融危機前(或危機前期)之間比較分析，

或是在重大危機(危機期間)及危機後(危機後階段)市場之間的交叉關聯是否顯著提高。如果危機期間和之後的相關性顯著提升與危機前時期相比，則可有助於瞭解股票市場之間風險傳染的過程與程度。

國家機構制度品質對金融發展的重要性已獲得過去文獻認可，其中大量文獻指出執行和確保金融發展對財產權的機構的重要性(Beck and Levine, 2003)；此外，機構制度品質也可能對國家財政脆弱程度產生重大影響(Demirguc-Kunt and Detragiache, 1997)。同樣，一個國家的監管文化主要取決於繼承的倫理規範和做法(Kane, 2010)。因此，國家整體制度和治理質量也對銀行監管和銀行穩定及銀行行為的影響具有重要的影響性，例如：Beltratti and Stulz (2012) 與 Klomp and de Haan (2014) 最近的研究則考慮了個人和全國治理質量對銀行業績和銀行風險的影響。Beltratti and Stulz(2012)沒有發現重大證據指出公司治理較好的銀行實際表現更好。然而，Klomp and de Haan (2014)指出來自 70 個非工業國家的大型銀行面臨著更嚴格的監管和監管可以降低銀行風險，而這種影響力尤其取決於母銀行的國家機構制度品質。Klomp and de Haan(2012)進一步發現監管措施對高風險銀行的重大影響，而大多數措施對低風險銀行沒有顯著影響。

最後，機構投資人交易及其對股票市場的影響一直是近幾十年來股票市場研究機構投資人文獻快速增加的重點。自然地，股票市場與機構投資者人的行為關係可能導致機構投資人是否不利於股票市場的穩定性發展？學者關注於機構投資人對股票市場所造成的影響性有看法上的分歧。關於機構投資人如何影響股市波動性過去有很多文獻(Lakonishok et al., 1992; Nofsinger and Sias, 1999; Dennis and Strickland, 2002; Dahlquist and Robertsson, 2004; Schuppli and Bohl, 2010)以及羊群效應(Herding Effect)如何可能導致股市過度波動(Gabaix et al., 2006; Gavriilidis et al., 2013)，先前的研究觀點則認為股票市場交易量(Volume)是市場微結構的潛在驅動力。

第二節、研究目的

基於上述研究動機本研究有下列三個研究目的：

- 一、估計各國股票市場報酬率的風險。
- 二、實證探討各國國家治理品質對股市風險的影響。
- 三、依據實證結果提出相關政策意涵與建議。

第三節、論文架構

本研究分為五章，各章內容摘要如下：

- 第一章、緒論：主要敘述本研究之研究背景與動機、目的與論文架構。
- 第二章、文獻回顧與探討：探討與本研究相關之國內外實證研究文獻。
- 第三章、研究方法：針對本論文之資料範圍及來源、變數定義、國家治理品質指標、股價指數分析。
- 第四章、實證結果分析：詳細說明本研究所呈現之實證結果分析並加以分析與解釋相互關係。
- 第五章、結論及建議：對本研究結果進行彙整歸納做總結，並說明本研究不足之處，最後提供淺見與建議，給後續研究者做參考。

第二章、文獻回顧

第一節、國家治理的重要性

過去研究學者指出股東保護法規範股票市場的運作和企業投資的效率，通過降低企業內部人士限制小股東獲取資源的能力，同時強化的股東保護法促進股市發展(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 1997, 1998)、所有權的分散(La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999)、市場評價(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2002)、股票流動性(Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine, 2003; Brockman and Chung, 2003)、股價訊息內容(Morck, Yeung, and Yu, 2000)以及企業投資效率(Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 1998; McLean, Zhang, and Zhao, 2012)以及潛在的大規模經濟提升影響力(Levine and Zervos, 1998)。

第二節、股票市場風險

股市波動性長期以來已經成為政策執行者與市場參與者所關注的焦點，其中政策執行者對於波動對實質經濟活動的外溢效果(Spillover Effects)存在高度的關注，而市場參與者則聚焦於股市波動對資產定價的影響性。然而，過去的文獻多認定股市的波動性對於實質經濟體的復甦產生負向的影響層面。特別是，中央銀行的貨幣政策就是決定股市波動度的主要因素，貨幣政策的決策會決定不同短期利率的反應，並進一步影響預期未來現金流量的折現值，也可能會因而提高或降低股價。高(低)股價與後續高(低)的股價報酬率將導致較低的股價報酬率，如文獻所認定的槓桿效應(Leverage Effect)，此效果被認為是股價報酬率與波動性的不對稱關係，並廣泛被

過去研究所證實(Gospodinov and Jamali, 2012)。

貨幣政策對已開發國家股市波動度的影響在過去實證分析已經被大量地探討過，相關的研究如 Lobo (2002)、Bomfim (2003)、Chen and Clements (2007)、Farka (2009)、Konrad (2009)，以及 Vahamaa and Aijo (2011)等。文獻發現皆證實股市波動性易受個別國家其央行所執行的貨幣政策所影響，特別是指出股價報酬與波動對貨幣政策的反應呈現不對稱的現象；就股價報酬率來看，Lobo (2000)、Bernanke and Kuttner (2005)與 Chulia et al. (2010)等學者檢驗此不對稱與貨幣政策衝擊的方向性有顯著關聯性。再者，Guo (2004)、Andersen et al. (2007)，以及 Basistha and Kurov (2008)等學者則探討波動不對稱性會隨著景氣循環而有所不同。最後，Chen (2007)、Kurov (2010)與 Jansen and Tsai (2010)等學者針對不對稱波動性如何隨股市的熱絡與衰退情形而改變，特別是 Bomfim (2003)探討股市波動對於正向與負向貨幣政策衝擊的不對稱反應。然而，這些實證研究對於股市波動如何隨股市的熱絡與衰退情形的不對稱反應則相對較少，僅 Konrad (2009)的研究指出貨幣政策對德國股市波動性在市場衰退期間比熱絡期間的反應更為強烈。

第三章、研究方法與資料來源

第一節、資料來源

全球各國每日股市報酬率資料主要收集自台灣經濟新報資料庫(TEJ)，主要的研究期間為 1990 年至 2016 年。此外，國家治理品質指標則主要資料主要收集自世界銀行的資料庫(網站：<http://info.worldbank.org/governance/wgi/>)。

國家治理品質包含以下六類的主要指標：

1. 公民參政與政治人權(Voice and Accountability)
2. 政治穩定度與反暴力(Political Stability and Absence of Violence)
3. 政府效能(Government Effectiveness)
4. 管制品質(Regulatory Quality)
5. 法令規則(Rule of Law)
6. 貪腐控制(Control of Corruption)

第二節、實證模型設定

本研究依據 Papadamou, Sidiropoulos, and Spyromitros (2014)的研究來設定以下實證估計模型：

$$RISK_{j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GOV_{j,t} + \sum_{k=1}^m \beta_k Z_{j,t}^k + \mu_j + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

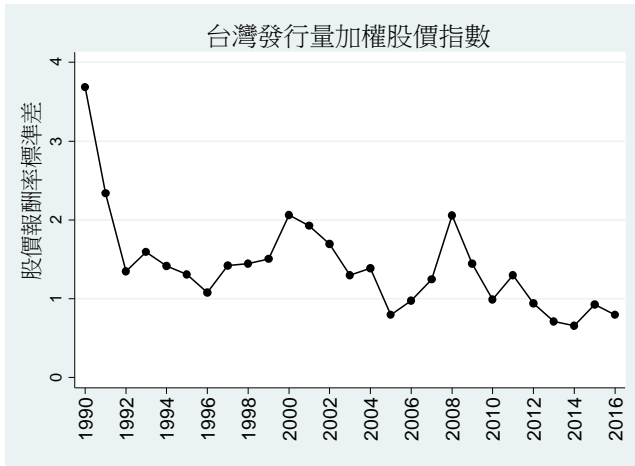
其中， j 表示為國家而 t 則為年， $RISK_{j,t}$ 表示股票市場風險，主要計算樣本國家當年度每日股票市場的報酬率的標準差而成。 $GOV_{j,t}$ 國家治理品質指標則主要採用 Kaufmann et al. (2010) 所建構 1998 年至 2016 年的綜合指數，六類的指標主要包含以下：公民參政與政治人權(Voice and Accountability)、政治穩定度與反暴力(Political Stability and Absence of Violence)、政府效能(Government Effectiveness)、管制品質(Regulatory Quality)、法令規則(Rule of Law)、貪腐控制(Control of Corruption)等構面。 $Z_{j,t}^k$ 表示為國家控制變數，包括總體經濟與金融市場的變數，本研究參考 Mun (2007)、Umutlu et al. (2010)、以及 Esqueda et al. (2012) 等學者的研究設定後，採用下列的變數：股票市場的週轉率、經過國內生產毛額所調整股票市場市值、經過國內生產毛額所調整外人直接投資、有效匯率的標準差、利率波動度、股票市場報酬率等變數。

第四章、實證結果與分析

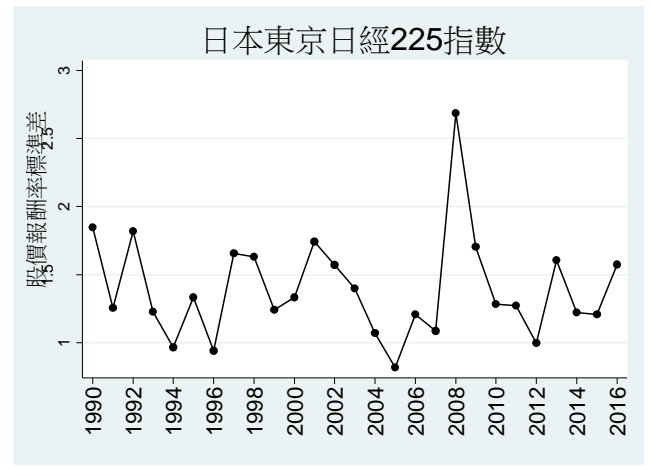
第一節、股價報酬率標準差的時間趨勢變化

圖 1 顯示台灣發行量加權股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化，從 1990 年到 2016 年整體來看，儘管股價指數報酬率標準差有上下變動的情形，分別在 2000 年與 2008 年達到股市報酬風險的高點，但是卻呈現明顯下降的平均趨勢。日本東京日經 225 股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化，分別在 2005 年達到最低的風險，但是隨後因全球金融海嘯的爆發在 2008 年達到最高峰。美國紐約道瓊工業平均數股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化，從 1995 年開始股市風險呈現快速的上升，直到 2002 年達到高峰，但是隨後又快速的下降到 2006 年的谷底。2006 年後因為全球金融海嘯的危機爆發後，股市風險立刻飆升到歷年的最高點，之後則呈現快速下降的趨勢變化。

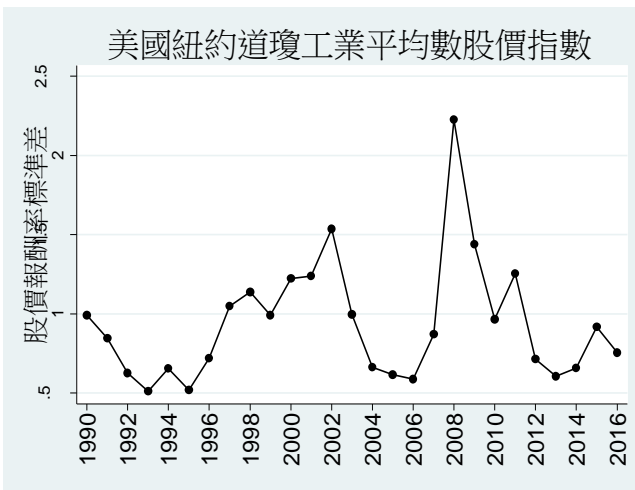
再者，香港恆生指數報酬率標準差之時間趨勢變化，1996 年開始股市風險呈現快速的上升，直到 1998 年達到高峰，但是隨後又快速的下降到 2005 年的谷底。2006 年後因為全球金融海嘯的危機爆發後，股市風險立刻飆升到最高點。新加坡富時海峽時報指數報酬率標準差之時間趨勢變化，1998 年股市風險飆升到最高點，但是隨後又快速的下降到 2005 年的谷底，隨後因全球金融海嘯的爆發在 2008 年達到股市報酬風險的高點，之後則呈現快速下降的趨勢變化到 2014 年。德國 DAX 指數報酬率標準差之時間趨勢變化，2002 年達到高峰但是隨後又快速的下降到 2005 年的谷底，在 2008 年又達股市報酬風險的高點。泰國曼谷 SET 股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化，1998 年股市風險飆升到最高點，但是隨後又快速的下降到 2005 年的谷底，在 2008 年又達到股市報酬風險的高點，之後則呈現快速下降的趨勢變化。



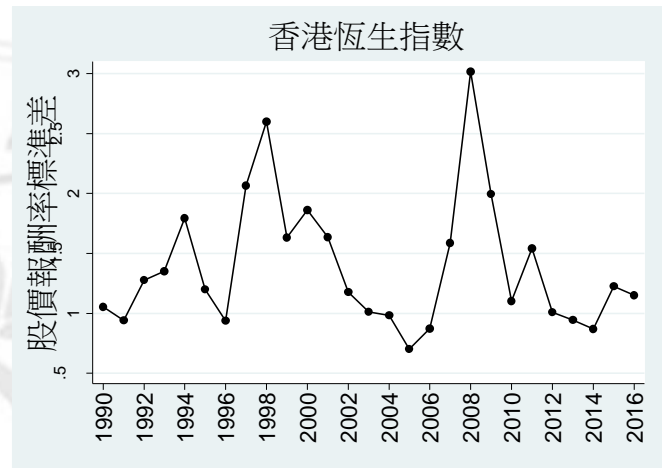
台灣發行量加權股價指數



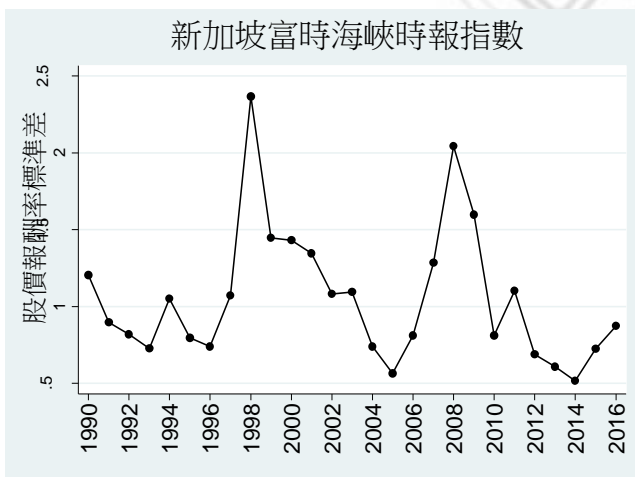
日本東京日經 225 股價指數



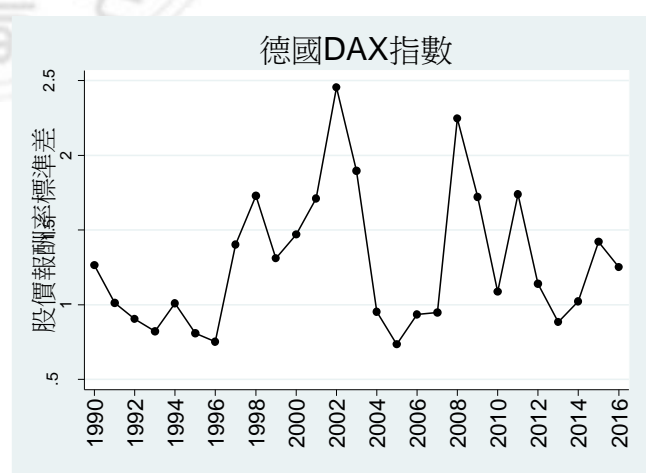
美國紐約道瓊工業平均數股價指數



香港恆生指數

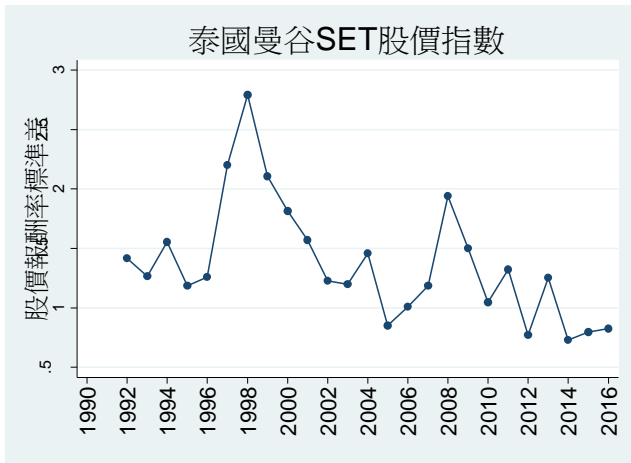


新加坡富時海峽時報指數

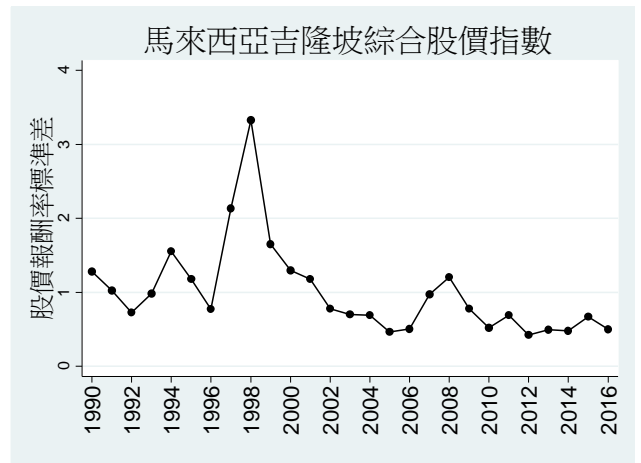


德國 DAX 指數

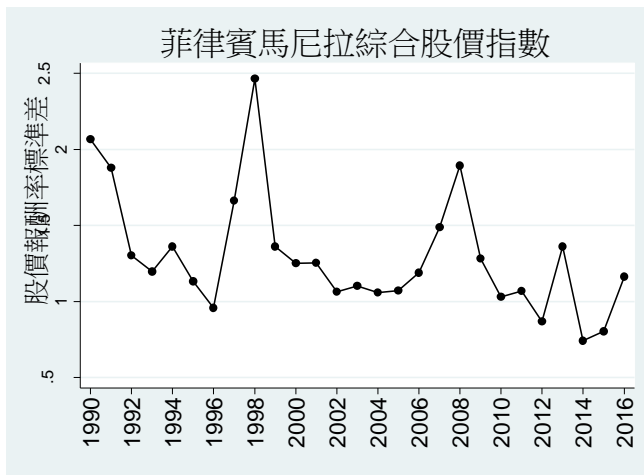
圖 1、股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化



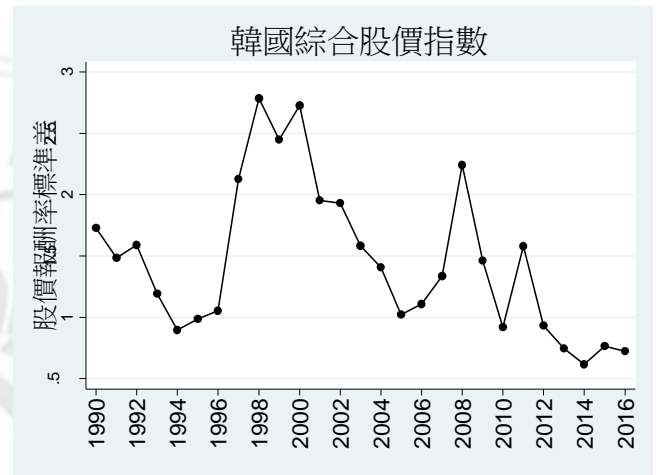
泰國曼谷 SET 股價指數



馬來西亞吉隆坡綜合股價指數



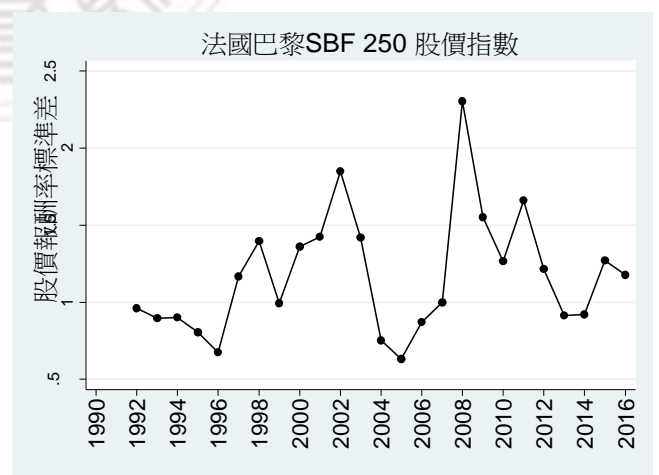
菲律賓馬尼拉綜合股價指數



韓國綜合股價指數



英國倫敦金融時報一百種股價指數



法國巴黎 SBF 250 股價指數

續圖 1

此外，馬來西亞吉隆坡綜合股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化，在 1998 年股市風險飆升到最高點，但是隨後又快速的下降到 2005 年的谷底，在 2008 年股市報酬風險有輕微起伏，但之後則呈現下降的趨勢變化。菲律賓馬尼拉綜合股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化，明顯在 1998 年股市風險飆升到最高點，但是隨後又快速的下降到 2005 年，在 2008 年股市報酬風險有起伏提高，但之後則呈現下降的趨勢變化。韓國綜合股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化，在 1998 年股市風險飆升到最高點，但是一樣隨後又快速的下降到 2005 年，在 2008 年又達到股市報酬風險的高點，隨後則呈現快速下降的趨勢變化。

在歐洲方面，英國倫敦金融時報一百種股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化，在 2005 年達到最低的風險，但是隨後因全球金融海嘯的爆發在 2008 年達到最高峰。法國巴黎 SBF250 股價指數報酬率標準差之時間趨勢變化，也是在 2005 年達到最低的風險，但是隨後因全球金融海嘯的爆發在 2008 年達到最高峰。

第二節、國家治理品質的時間趨勢變化

圖 2 顯示公民參政與政治人權的時間趨勢變化，東亞及太平洋國家在公民參政與政治人權的時間趨勢呈現穩定的情況，但是相較於高所得 OECD 國家上，有明顯的落後趨勢。圖 3 指出政治穩定度與反暴力的時間趨勢變化，東亞及太平洋國家在政治穩定度與反暴力的時間趨勢表現穩定的情況，與高所得 OECD 國家差距較小些。圖 4 呈現政府效能的時間趨勢變化，東亞及太平洋國家在政府效能的時間趨勢呈現偏低的情形，且相較於高所得 OECD 國家上有明顯的落差。圖 5 為管制品質的時間趨勢變化，東亞及太平洋國家相較於高所得 OECD 國家也表現較明顯的落差。

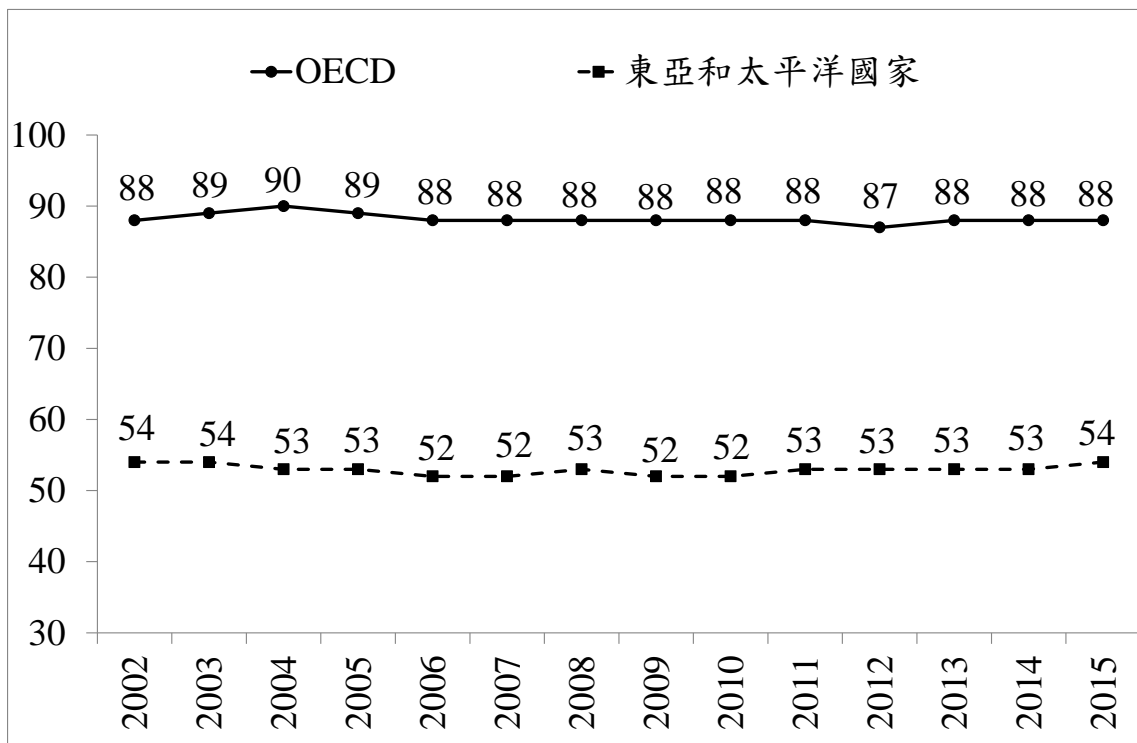


圖 2、OECD 國家公民參政與政治人權的時間趨勢變化

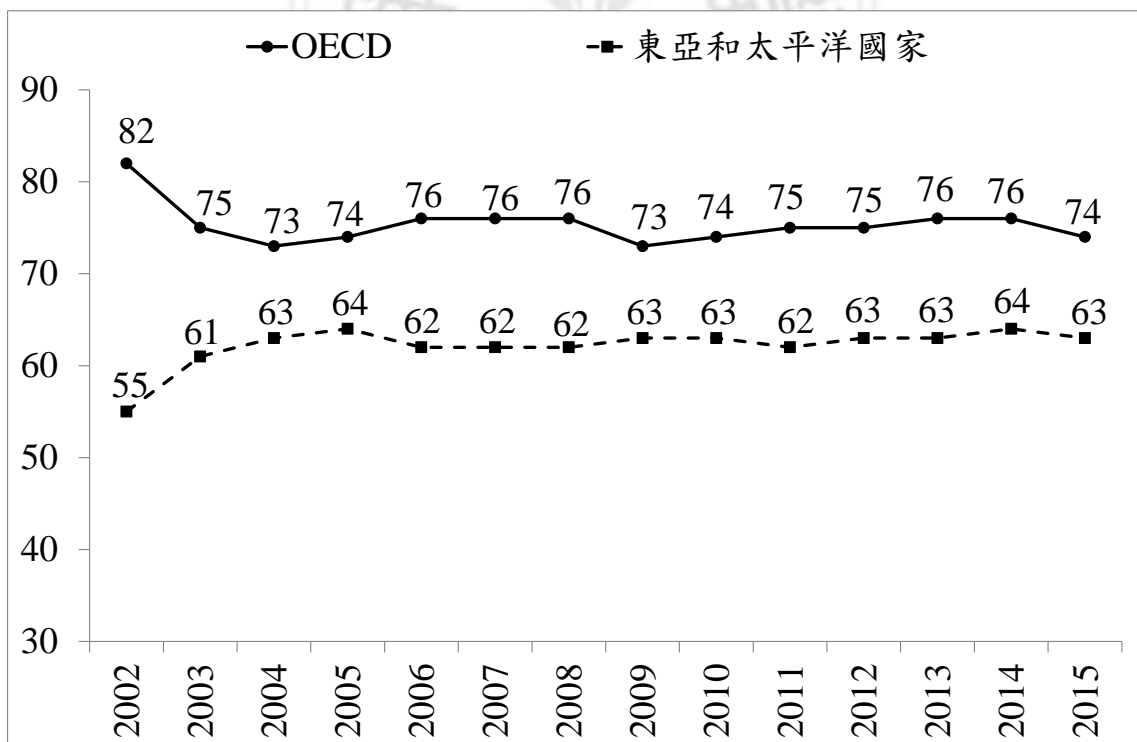


圖 3、OECD 國家政治穩定度與反暴力的時間趨勢變化

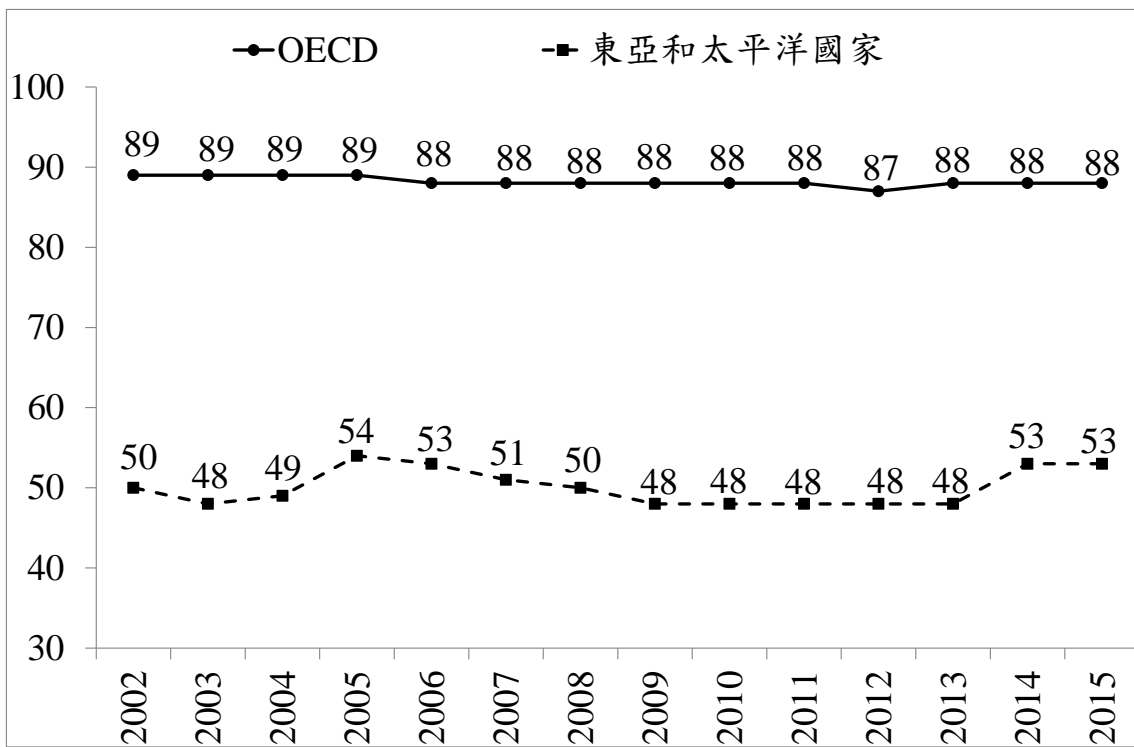


圖 4、OECD 國家政府效能的時間趨勢變化

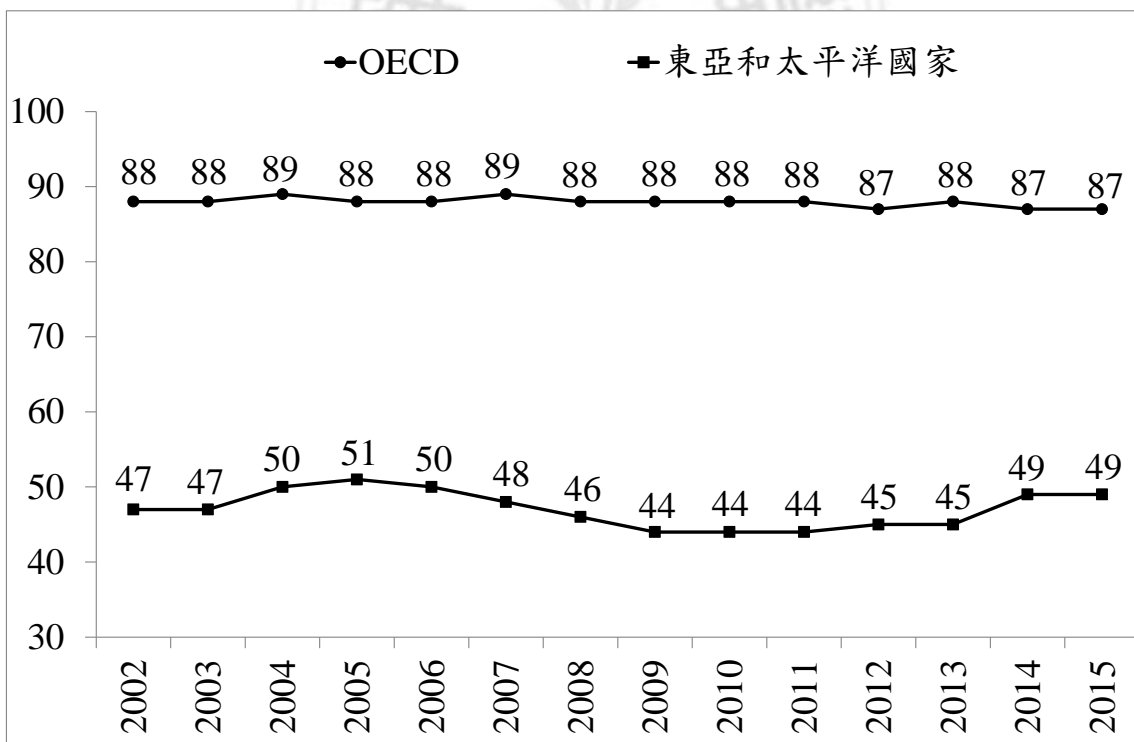
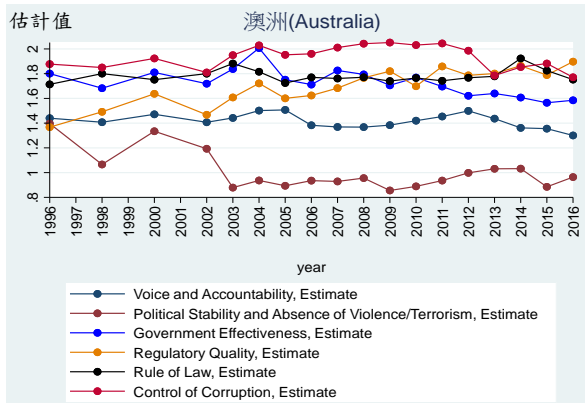


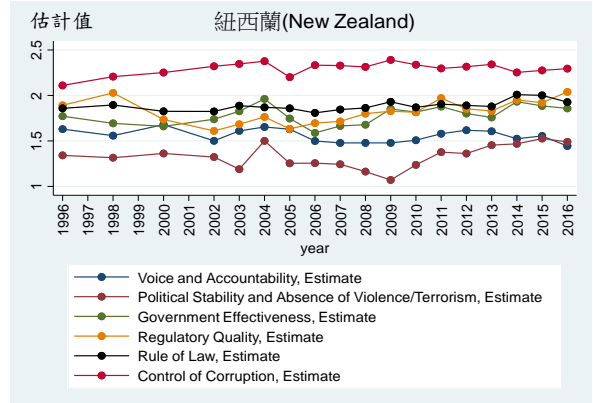
圖 5、OECD 國家管制品質的時間趨勢變化

首先，在大洋洲國家方面，圖 6 顯示澳洲政治穩定度與反暴力明顯於 1998 與 2003 年降低，至今公民參政與政治人權無明顯的波動、政府效能在 2003 及 2004 年顯著提升，卻於 2005 年之後呈現下降、管制品質 2002 年下降後隔年逐漸上升、法令規則在 2014 提升後再回覆，貪腐控制 2013 年下降。其次，紐西蘭公民參政與政治人權無較大波動，而政府效能 2004 至 2006 年間較大幅度波動，管制品質在 2005 年後平穩回升，法令規則無波動；貪腐控制無較大波動。

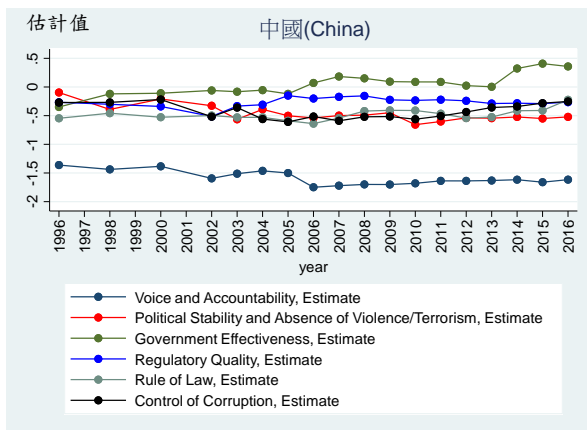
在亞洲國家方面，中國公民參政與政治人權持續低迷，政治穩定度與反暴力後波動，政府效能逐年上升、管制品質長年平穩，法令規則無波動，貪腐控制無波動。香港公民參政與政治人權 1998 年下滑後逐年回升，政治穩定度與反暴力 2005 年後逐年下滑，政府效能逐年上升，管制品質近年上升，法令規則 2000 年後逐年上升，貪腐控制近幾年年下滑。日本公民參政與政治人權無明顯波動，政治穩定度與反暴力逐年下滑，政府效能逐年上升，管制品質在 2002 與 2003 年間波動大幅明顯，法令規則逐年上升，貪腐控制逐年上升。南韓公民參政與政治人權無波動、政治穩定度與反暴力波動明顯且下滑、政府效能明顯逐年上升、管制品質明顯逐年上升、法令規則較無波動、貪腐控制波動明顯。再者，台灣公民參政與政治人權 2006 年明顯下滑後接下來逐年回升、政治穩定度與反暴力 2006~2010 年及 2014 年波動大、政府效能逐年明顯上升、管制品質 2006 年後下滑後逐年上升、法令規則 2006 至 2008 年下滑後接下來逐年上升、貪腐控制波動明顯。印尼公民參政與政治人權低於標準值而後逐年回升、政治穩定度與反暴力 2003 年之後持續回升、政府效能逐年回升、貪腐控制逐年回升。越南公民參政與政治人權低於值、政治穩定度與反暴力逐年下滑、政府效能 2015 年後上升、管制品質沒有影響、法令規則 2016 年回升、貪腐控制較無波動。菲律賓公民參政與政治人權在 2005 至 2006 年間低於 0 數值、政治穩定度與反暴力波動明顯低於 0 數值、政府效能 2006 年下降負數值卻於 2007 年回升、管制品質 2004 年下降至負數而 2016 年回升正數、法令規則 1998 年下滑低於 0 值、貪腐控制 2006 下降後再逐年回復穩定。



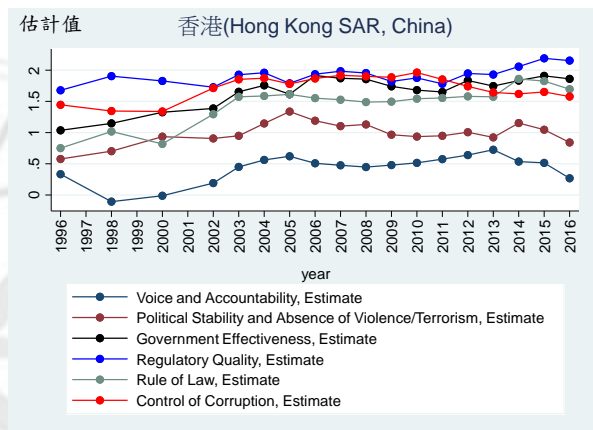
澳洲



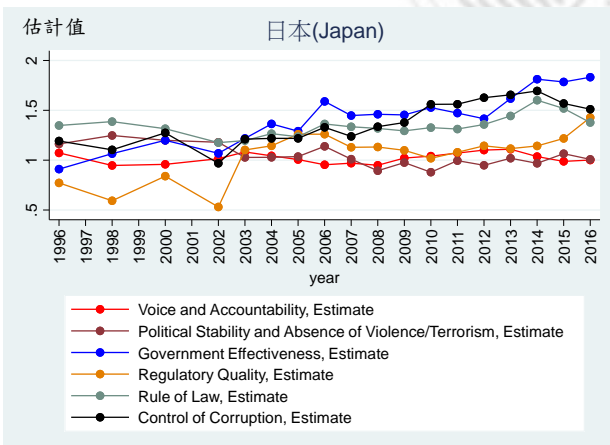
紐西蘭



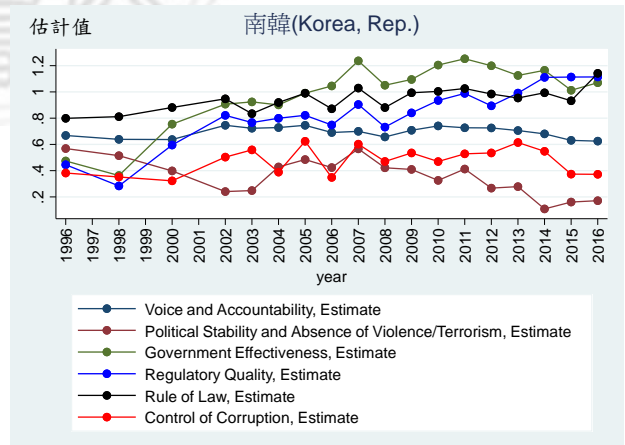
中國



香港

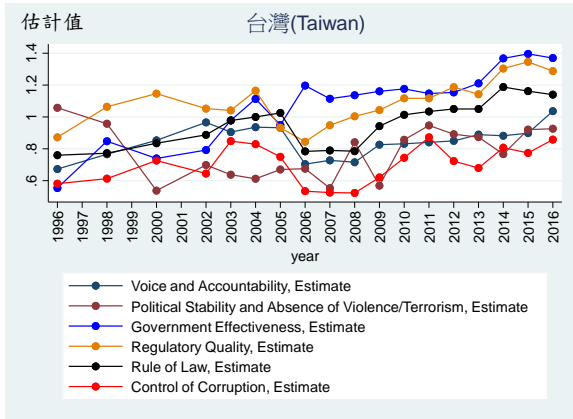


日本

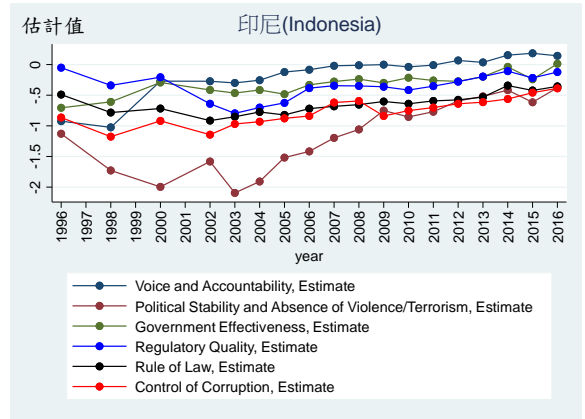


南韓

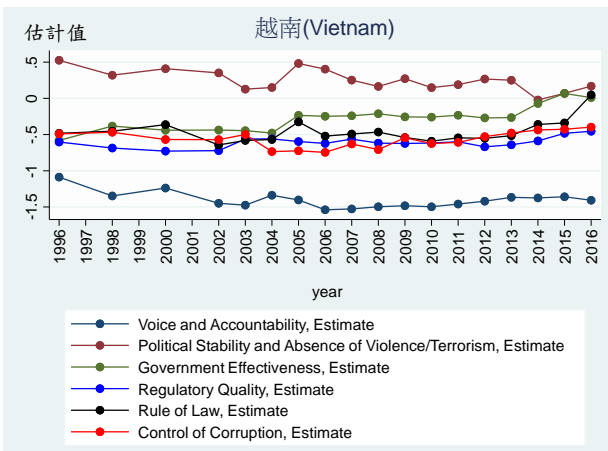
圖 6、各項國家治理指標時間趨勢變化



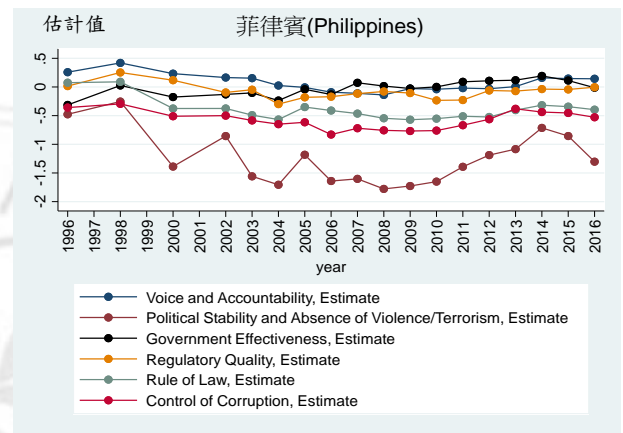
台灣



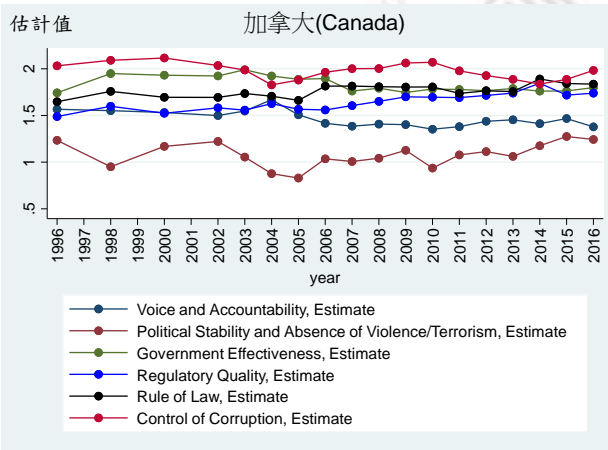
印尼



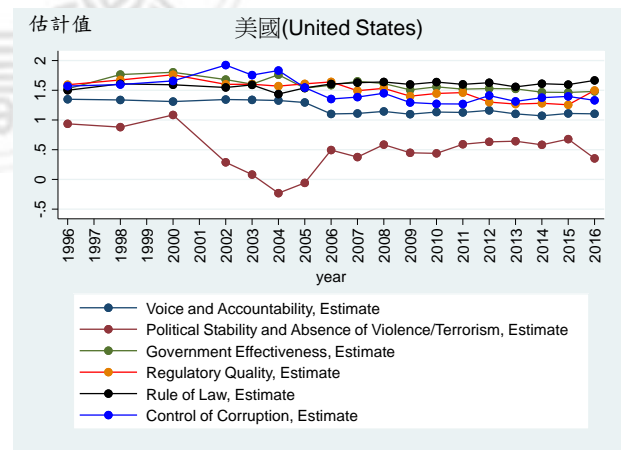
越南



菲律賓

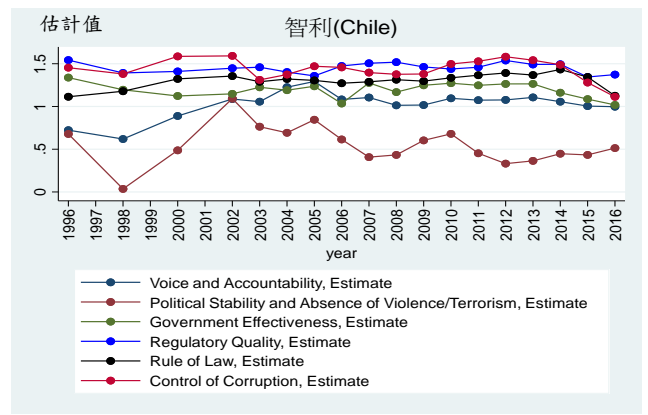
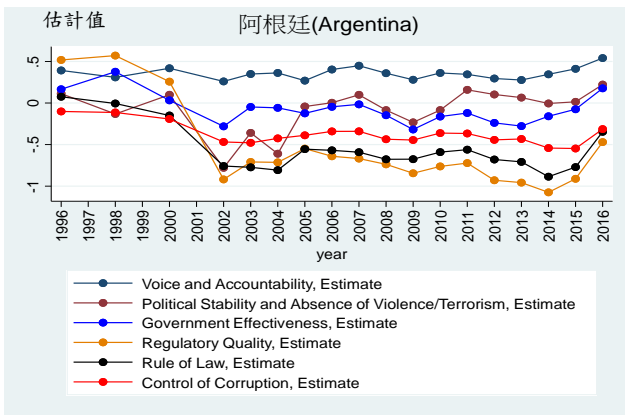


加拿大



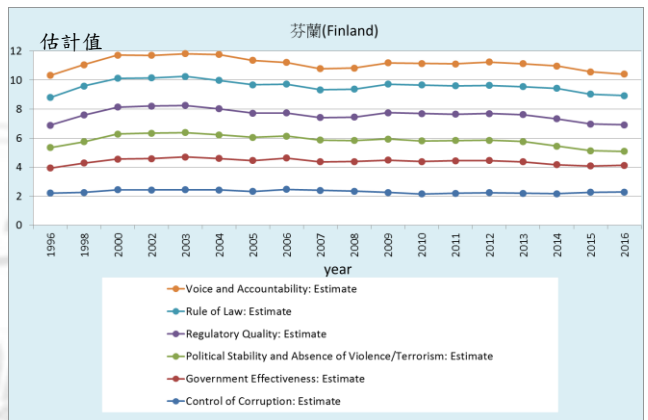
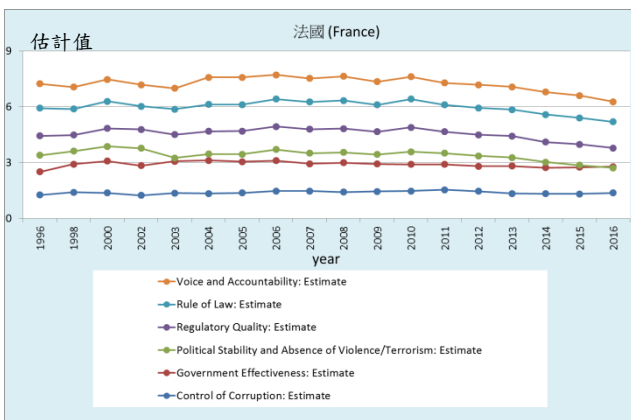
美國

續圖 6



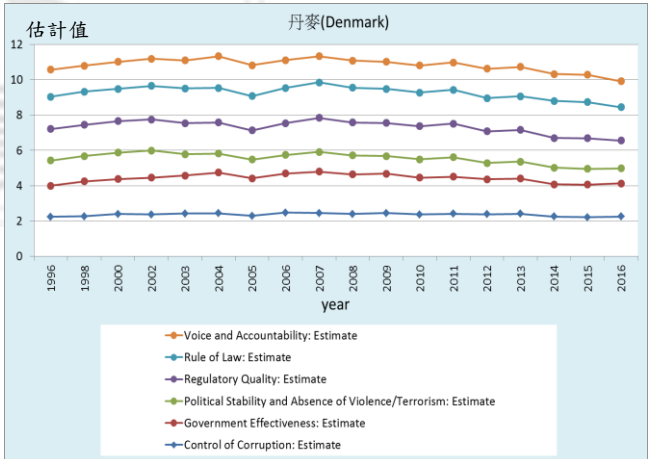
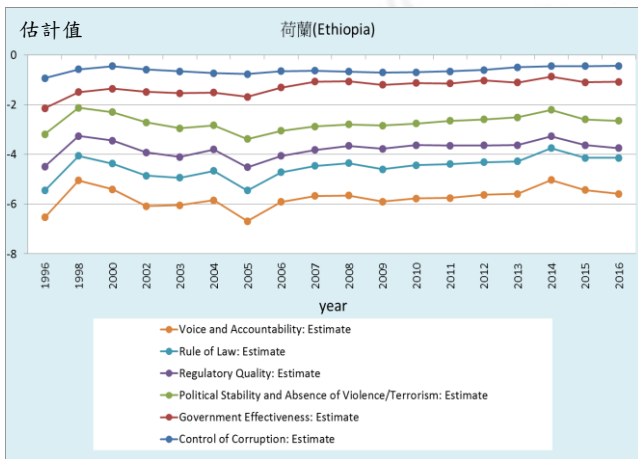
阿根廷

智利



法國

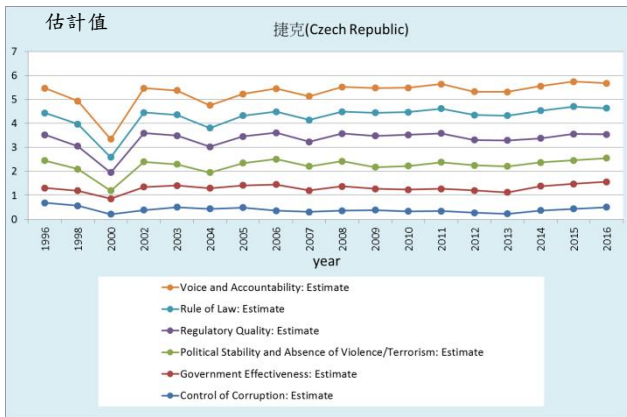
芬蘭



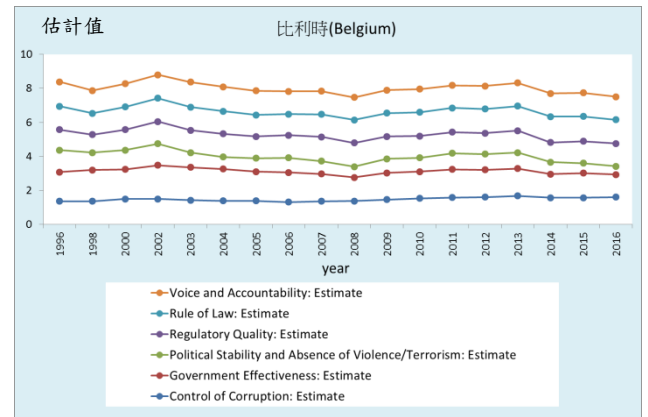
荷蘭

丹麥

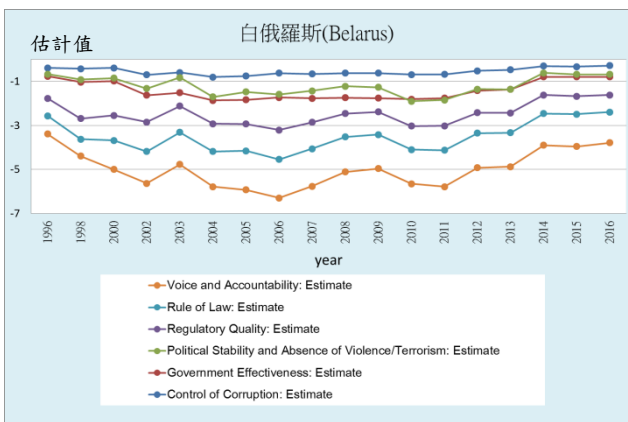
續圖 6



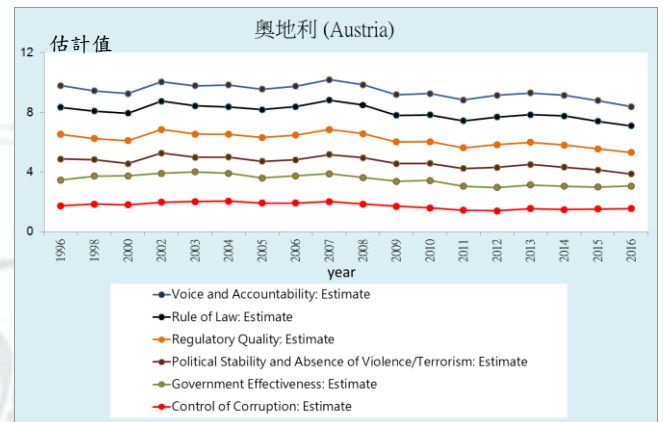
捷克



比利時



白俄羅斯



奧地利

續圖 6

在北美洲國家方面，加拿大公民參政與政治人權 2004 年後逐年下降、政治穩定度與反暴力波動明顯而近年有上升的趨勢、政府效能在 2007 年下降而後續年度維持平穩、管制品質 2005 年後穩定上升、法令規則於 2006 年上升後維持狀況、貪腐控制在 2004 年後升降波動。美國公民參政與政治人權 2005 年至 2006 年間有顯著的波動、政治穩定度與反暴力在 2000 後下滑而到 2004 年呈現負數，再逐年上升至 2015 年後又下滑、政府效能平穩維持、管制品質 2006 年後微幅下降、法令規則 2006 年間維持平穩、貪腐控制 2002 年後開始下降。

此外，在南美洲國家方面，阿根廷公民參政與政治人權穩定逐年上升、政治穩定度與反暴力波動上下明顯、政府效能 2002 年&2009 年下降，2014 年開始逐漸上升、管制品質在 2002 年至 2014 年間有下降明顯但在 2015 年有上升趨勢、法令規則 2002 年明顯下降且在 2015 有上升趨勢、貪腐控制 2000 年後下滑而 2015 年開始有

上升趨勢。智利公民參政與政治人權 1998 年後上升，近年穩定維持、政治穩定度與反暴力不穩定波動極明顯、政府效能近年下滑、管制品質波動較不明顯、法令規則近年下滑、貪腐控制近年下滑。

最後，在歐洲國家方面，法國公民參政與政治人權近年有下滑趨勢、政治穩定度與反暴力近年有下滑趨勢、政府效能維持穩定、管制品質近年有下滑趨勢、法令規則近年有下滑趨勢、貪腐控制維持穩定。芬蘭在公民參政與政治人權、政治穩定度與反暴力、政府效能、管制品質、法令規則、貪腐控制維持皆維持高水準的穩定程度。荷蘭公民參政與政治人權低於標準卻在 2005 年又明顯下降、政治穩定度與反暴力低於標準而在 2005 年又明顯下降、政府效能逐年上升但仍低於標準、管制品質 2005 年下降明顯且之後逐年上升但仍低於標準、法令規則 2005 年下降後又回升但仍低於標準、貪腐控制無明顯波動但仍低於標準。丹麥公民參政與政治人權、政治穩定度與反暴力、政府效能、管制品質、法令規則及貪腐控制皆維持無明顯差異變化。捷克公民參政與政治人權在 2000 年明顯下降過後回升且穩定、政治穩定度與反暴力在 2000 年明顯下降過後回升且穩定、政府效能在 2000 年明顯下降 2001 年後回升且穩定、管制品質在 2000 年明顯下降過後回升且穩定、法令規則在 2000 年明顯下降過後回升且穩定、貪腐控制在 2000 年明顯下降過後無明顯回升。比利時公民參政與政治人權 2002 年後維持，在 2014 年有下降、政治穩定度與反暴力(2002 年後維持並在 2014 年有下降、政府效能沒太大變動、管制品質 2002 年後維持並在 2014 年開始下降、法令規則 2002 年後維持，在 2014 年有下降、貪腐控制 2002 年後維持並在 2014 年有下降。白俄羅斯公民參政與政治人權波動幅度明顯政治穩定度與反暴力在 2003 年與 2014 至 2016 年間回升而其他年度都下降、政府效能 2002 年下滑後到 2014 年才回升、管制品質低於標準值法令規則低於標準值、貪腐控制波動不明顯。奧地利公民參政與政治人權、政治穩定度與反暴力、政府效能、管制品質、法令規則、貪腐控制接逐年下降。

第三節、股價報酬率標準差與國家治理品質的關係程度

圖 7 顯示股價報酬率標準差與國家政府言論課責的關係，會隨著排名的高低會有不同的報酬率異動。圖 8 顯示股價報酬率標準差與國家政治穩定及暴力防治的關係，隨著排名中間的報酬率較高，高和低的報酬率較低。圖 9 顯示股價報酬率標準差與國家政府效能的關係，隨著排名越高會降低報酬率。圖 10 顯示股價報酬率標準差與國家政府管制品質的關係，隨著排名越高會降低報酬率。圖 11 顯示股價報酬率標準差與國家政府法律規範的關係，隨著排名越高會降低報酬率。圖 12 顯示股價報酬率標準差與國家貪汙的關係，隨著排名越高會降低報酬率。

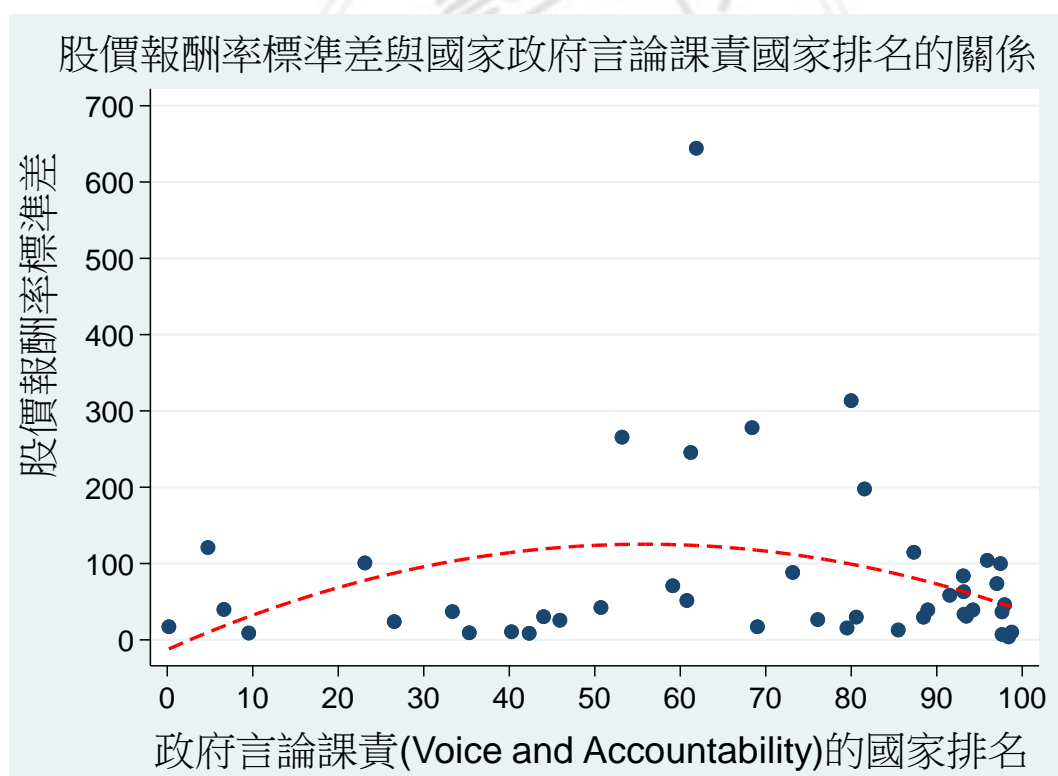


圖 7、股價報酬率標準差與國家政府言論課責的關係

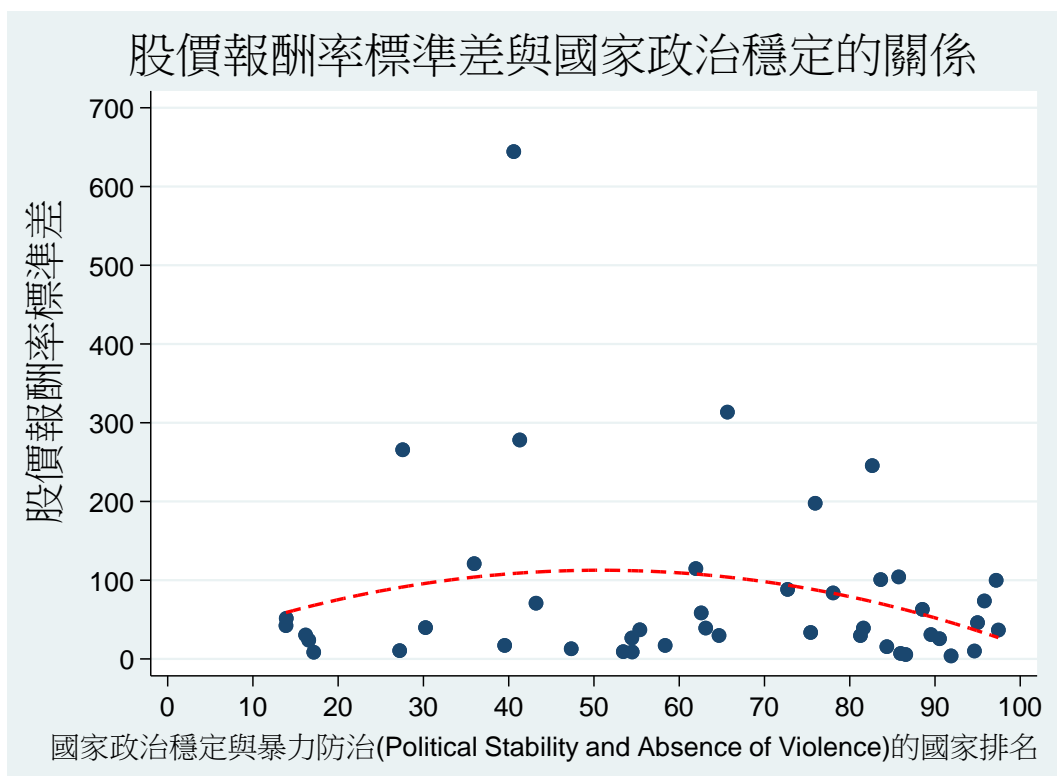


圖 8、股價報酬率標準差與國家政治穩定及暴力防治的關係

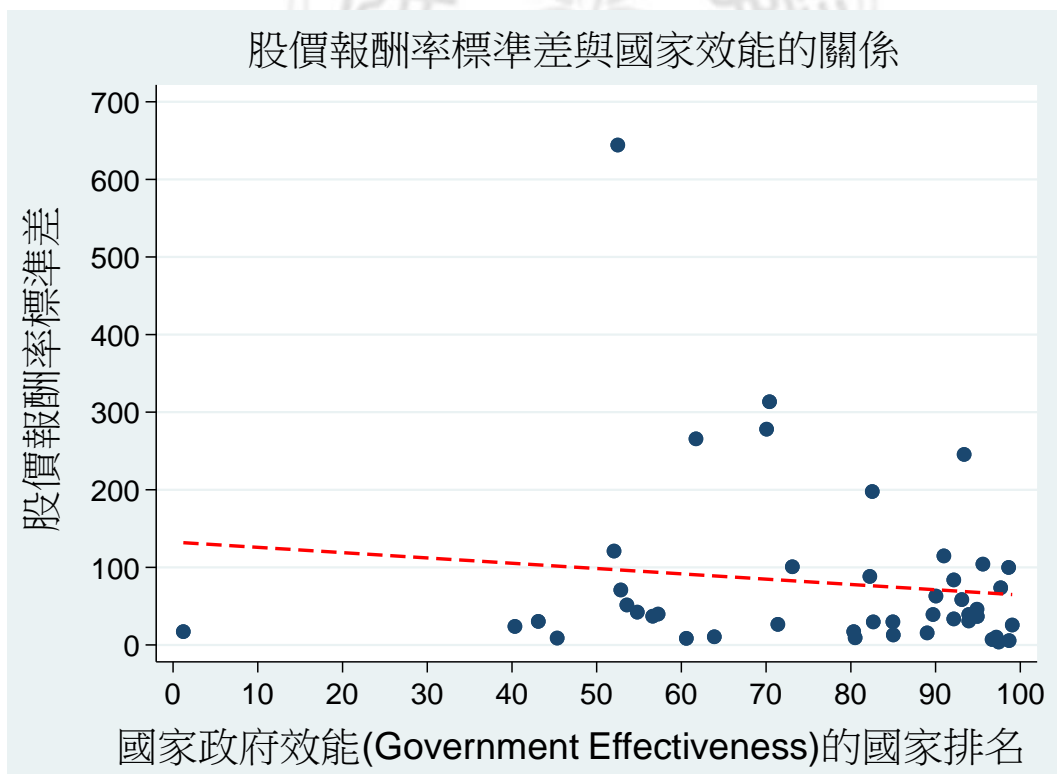


圖 9、股價報酬率標準差與國家政府效能的關係

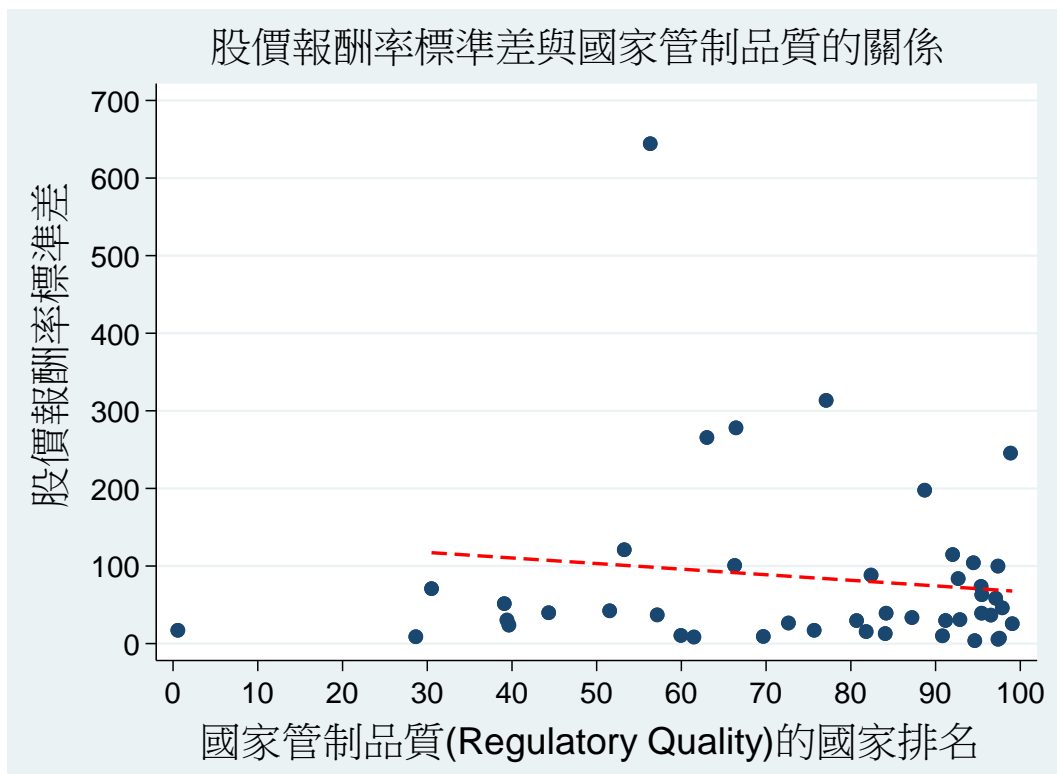


圖 10、股價報酬率標準差與國家政府管制品質的關係

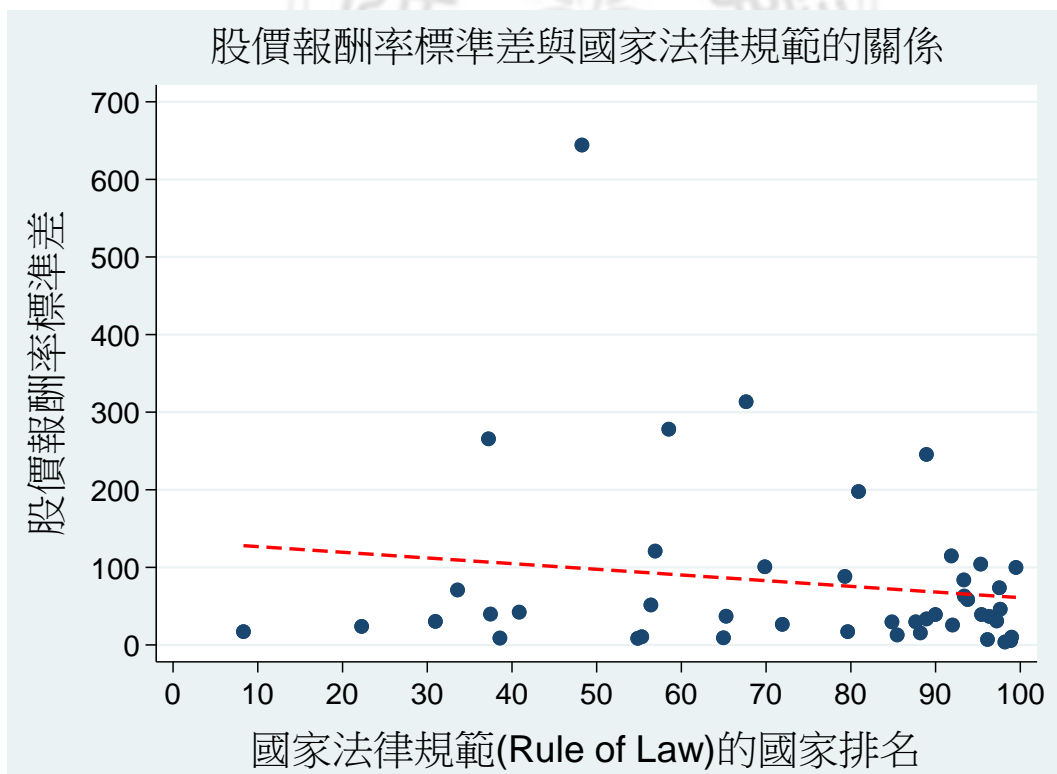


圖 11、股價報酬率標準差與國家政府法律規範的關係

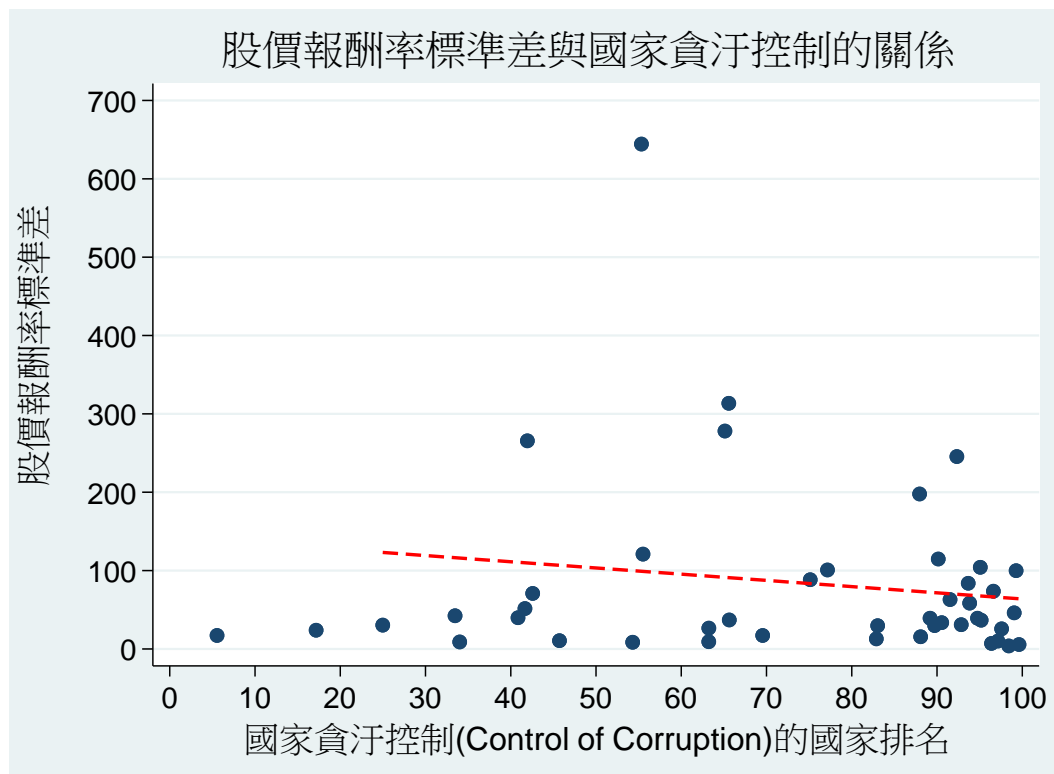


圖 12、股價報酬率標準差與國家貪汙的關係

第四節、基本敘述統計與迴歸分析

本研究以 2000 年至 2015 年間全球 42 個國家的股票市場為研究對象，實證探討國家治理品質對股票市場報酬率風險的影響，並依據實證結果提出相關政策意涵與建議。表 2 實證結果發現國家整體治理品質愈佳，則可以顯著降低股票市場的風險；特別是在提高政府效能、管制品質、以及貪汙控制性上，可以顯著降低股票市場的風險。在控制變數方面當國家平均數股價報酬愈高、股票買賣周轉率愈大、愈高股票交易總值 GDP 百分比以及股票交易量，則顯著提升股票市場的風險。表 3 以國家治理品質的排名來進行分析，也得到與表 2 一致的結果。

表 1、股票市場報酬率風險與國家治理品質之平均數

國家名稱	股價報酬風險	平均數股價報酬	股價報酬偏態	股票市場峰態係數	言論課責		政治穩定與暴力防治		政府效能		管制品質		法律規範		貪汙控制	
					估計	國排名	估計	國排名	估計	國排名	估計	國排名	估計	國排名	估計	國排名
Argentina	70.872	0.1034	-0.199	5.159	0.357	59.127	-0.081	43.207	-0.073	52.849	-0.570	30.505	-0.557	33.581	-0.374	42.573
Australia	39.275	0.0188	0.690	17.332	1.417	94.225	1.006	81.605	1.729	93.925	1.693	95.441	1.782	95.426	1.934	94.753
Austria	30.984	-0.0101	-0.263	4.212	1.385	93.460	1.169	89.527	1.742	93.923	1.525	92.875	1.858	97.218	1.740	92.843
Belgium	33.626	0.0246	-0.010	12.519	1.375	93.192	0.863	75.419	1.649	92.153	1.279	87.214	1.370	88.934	1.474	90.556
Bermuda	197.787	0.3891	3.088	59.640	1.057	81.553	0.849	75.951	1.080	82.532	1.329	88.717	0.986	80.913	1.296	87.957
Brazil	644.337	0.0516	0.014	4.120	0.453	61.875	-0.142	40.593	-0.086	52.492	0.100	56.325	-0.196	48.259	-0.066	55.329
Canada	104.228	0.0268	-0.345	4.527	1.465	95.905	1.079	85.741	1.832	95.589	1.644	94.467	1.765	95.332	1.976	95.078
Chile	29.841	0.0243	-0.676	27.903	1.029	80.587	0.548	64.670	1.194	84.967	1.451	91.184	1.301	87.664	1.434	89.722
China	39.848	0.0499	-0.046	6.218	-1.589	6.626	-0.466	30.247	0.050	57.252	-0.266	44.339	-0.482	37.466	-0.427	40.850
Denmark	5.647	0.0403	-0.201	5.224	1.574	98.186	1.123	86.571	2.066	98.687	1.786	97.375	1.936	98.871	2.356	99.619
Finland	99.931	0.0119	-0.201	5.781	1.544	97.448	1.447	97.174	2.085	98.629	1.772	97.366	1.973	99.493	2.306	99.280
France	39.271	0.0343	0.373	13.043	1.240	88.952	0.505	63.110	1.515	89.699	1.149	84.167	1.437	89.984	1.379	89.190
Germany	83.857	0.0363	-0.136	4.344	1.375	93.098	0.928	78.051	1.638	92.154	1.557	92.669	1.685	93.340	1.842	93.665
Greece	26.597	-0.0519	-0.060	5.788	0.912	76.077	0.254	54.442	0.581	71.384	0.689	72.636	0.678	71.912	0.201	63.236
Hong Kong	245.548	0.0294	-0.102	4.683	0.429	61.230	0.989	82.642	1.657	93.376	1.914	98.854	1.464	88.925	1.720	92.329
India	51.560	0.0488	-0.060	5.683	0.428	60.777	-1.160	13.912	-0.062	53.565	-0.372	39.097	0.068	56.402	-0.403	41.668
Indonesia	30.402	0.0631	-0.228	7.095	-0.152	44.017	-1.140	16.184	-0.319	43.109	-0.361	39.409	-0.637	30.966	-0.772	24.988
Ireland	63.048	0.0183	-0.511	6.608	1.365	93.146	1.171	88.521	1.548	90.045	1.695	95.463	1.666	93.393	1.586	91.532
Italy	313.533	0.0081	-0.221	5.404	1.031	79.987	0.572	65.655	0.533	70.404	0.869	77.083	0.539	67.638	0.292	65.576
Japan	15.605	0.0084	-0.208	5.391	1.020	79.502	1.044	84.353	1.418	89.013	1.056	81.808	1.343	88.210	1.369	88.080
Korea, Dem. Rep.	17.219	0.0223	-0.165	4.314	-2.178	0.189	-0.182	39.530	-1.827	1.206	-2.278	0.561	-1.326	8.309	-1.330	5.550
Korea, Rep.	17.219	0.0223	-0.165	4.314	0.693	69.023	0.357	58.351	0.987	80.339	0.828	75.676	0.944	79.631	0.474	69.553
Kuwait	37.047	-0.0069	-0.896	8.040	-0.497	33.348	0.273	55.383	0.042	56.616	0.149	57.148	0.461	65.273	0.313	65.633
Luxembourg	36.751	-0.0368	-2.022	35.521	1.553	97.632	1.423	97.440	1.777	94.929	1.734	96.531	1.818	96.361	1.983	95.183
Malaysia	9.282	0.0268	-0.107	5.952	-0.410	35.321	0.223	53.442	1.018	80.507	0.588	69.669	0.460	64.961	0.228	63.225
Mexico	265.668	0.0457	0.008	4.893	0.136	53.190	-0.579	27.569	0.213	61.722	0.328	63.012	-0.483	37.227	-0.400	41.950
Netherlands	7.070	0.0089	-0.711	13.459	1.543	97.636	1.116	85.962	1.872	96.677	1.805	97.540	1.809	96.131	2.073	96.387
New Zealand	46.107	0.2242	-1.152	53.015	1.557	97.940	1.329	94.989	1.784	94.889	1.820	97.875	1.886	97.637	2.294	99.056
Norway	10.127	0.0480	-0.167	4.349	1.599	98.766	1.305	94.629	1.903	97.174	1.465	90.817	1.947	98.978	2.123	97.144
Philippines	42.355	0.0474	0.047	7.585	0.069	50.724	-1.242	13.879	-0.024	54.791	-0.077	51.537	-0.391	40.861	-0.577	33.470
Portugal	29.761	0.0113	-0.142	6.434	1.245	88.452	1.003	81.256	1.090	82.652	1.006	80.681	1.146	84.855	1.094	83.036
Qatar	100.805	0.0575	0.030	7.150	-0.881	23.112	1.031	83.635	0.680	73.098	0.435	66.287	0.632	69.849	0.830	77.155
Russian Federation	23.912	0.0401	-0.036	6.105	-0.772	26.544	-1.010	16.554	-0.411	40.348	-0.351	39.640	-0.855	22.254	-0.969	17.168
Saudi Arabia	121.028	0.0403	-0.331	9.178	-1.717	4.757	-0.302	35.960	-0.109	52.050	0.016	53.258	0.090	56.907	-0.071	55.514
Singapore	25.700	0.0122	-0.111	4.804	-0.081	45.921	1.203	90.535	2.148	99.055	1.957	99.057	1.596	92.006	2.172	97.582
South Africa	278.123	0.0376	-0.398	7.191	0.658	68.397	-0.132	41.300	0.523	70.059	0.474	66.448	0.139	58.510	0.272	65.123
Spain	12.949	0.0251	-0.175	7.233	1.157	85.493	0.037	47.339	1.282	85.012	1.143	84.059	1.166	85.470	1.102	82.881
Sweden	3.875	0.0306	-0.172	5.017	1.570	98.405	1.229	91.886	1.947	97.451	1.644	94.631	1.916	98.187	2.220	98.422
Switzerland	73.715	0.0212	-0.124	5.341	1.529	97.030	1.343	95.794	1.963	97.694	1.670	95.378	1.878	97.539	2.088	96.612
Taiwan	88.368	0.1033	-0.212	4.673	0.846	73.152	0.777	72.711	1.078	82.245	1.090	82.388	0.955	79.301	0.703	75.132
Thailand	10.592	0.0240	-0.241	7.403	-0.286	40.265	-0.696	27.213	0.281	63.889	0.239	59.942	0.044	55.321	-0.317	45.715
Turkey	8.575	0.0303	-1.185	24.132	-0.195	42.331	-1.027	17.136	0.167	60.584	0.276	61.479	0.026	54.849	-0.078	54.301
United Kingdom	58.500	0.0170	-0.104	4.376	1.325	91.518	0.500	62.582	1.700	93.101	1.780	97.108	1.712	93.795	1.839	93.832
United States	114.821	0.0283	-0.106	4.688	1.198	87.318	0.489	61.952	1.587	90.982	1.499	92.020	1.588	91.869	1.485	90.148
Vietnam	8.919	0.0634	-0.075	15.808	-1.404	9.527	0.252	54.486	-0.276	45.338	-0.607	28.651	-0.460	38.580	-0.565	34.013

表 2、國家治理品質對股市報酬風險的影響：國家治理品質估計值

研究變數	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
常數項	-362.628*** (-2.618)	-395.810*** (-2.830)	-402.046*** (-2.864)	-348.594** (-2.562)	-399.075*** (-2.900)	-369.445*** (-2.699)	-348.117** (-2.519)	-267.917** (-2.145)
國家治理 品質	-5.845* (-1.743)							
言論課責		-2.779 (-0.164)						39.761** (2.085)
政治穩定與 暴力防治			2.291 (0.174)					35.384** (2.131)
政府效能				-58.548*** (-3.248)				-81.371*** (-2.789)
管制品質					-32.535* (-1.780)			39.913 (1.386)
法律規範						-32.381* (-1.810)		-48.291 (-1.382)
貪汙控制							-37.242** (-2.385)	-16.468 (-0.563)
平均數股 價報酬	206.543*** (11.100)	208.394*** (11.201)	208.705*** (11.185)	205.880*** (11.126)	206.450*** (11.100)	206.201*** (11.061)	207.598*** (11.198)	208.154*** (10.881)
股票買賣 周轉率	0.255** (2.183)	0.273** (2.343)	0.275** (2.363)	0.234** (2.016)	0.248** (2.115)	0.257** (2.201)	0.254** (2.187)	0.220* (1.868)
股票交易總值 GDP 百分比	0.211** (2.439)	0.187** (2.175)	0.185** (2.139)	0.250*** (2.872)	0.201** (2.336)	0.213** (2.465)	0.218** (2.523)	0.303*** (3.513)
Ln(股票 交易量)	17.158*** (3.139)	17.409*** (3.157)	17.545*** (3.163)	17.850*** (3.301)	18.698*** (3.382)	17.444*** (3.203)	16.828*** (3.087)	14.808*** (2.914)
樣本數	571	571	571	571	571	571	571	571
國家數	42	42	42	42	42	42	42	42
R^2	8.43%	6.09%	5.94%	12.20%	7.60%	10.00%	9.28%	23.40%
χ^2	170.0***	166.7***	166.5***	178.8***	170.4***	169.5***	173.3***	180.1***

【說明】：本研究估計整理而成。*、**、***分別表示在 10%、5%、1%信賴水準下具統計上的顯著性。()中的數值為 t 值(t -statistics)。

表 3、國家治理品質對股市報酬風險的影響：國家治理品質排名

研究變數	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
常數項	-281.643*	-372.587**	-399.602***	-155.929	-319.085**	-326.571**	-280.839*	-65.182
	(-1.897)	(-2.557)	(-2.692)	(-1.074)	(-2.260)	(-2.287)	(-1.947)	(-0.510)
國家治理品質	-0.251**							
	(-2.035)							
言論課責		-0.322						1.065*
		(-0.576)						(1.768)
政治穩定與暴力防治			0.026					1.001*
			(0.061)					(1.865)
政府效能				-3.558***				-5.813***
				(-4.435)				(-4.615)
管制品質					-1.690**			1.261
					(-2.527)			(1.188)
法律規範						-1.015		-0.421
						(-1.499)		(-0.333)
貪汙控制							-1.644***	-0.029
							(-2.664)	(-0.026)
平均數股價	206.361***	208.288***	208.553***	205.174***	206.465***	206.707***	207.595***	207.903***
報酬	(11.109)	(11.199)	(11.170)	(11.193)	(11.152)	(11.086)	(11.226)	(10.826)
股票買賣周轉率	0.260**	0.272**	0.275**	0.235**	0.252**	0.265**	0.263**	0.202*
	(2.240)	(2.332)	(2.357)	(2.043)	(2.170)	(2.279)	(2.270)	(1.719)
股票交易總值	0.210**	0.188**	0.186**	0.257***	0.198**	0.204**	0.208**	0.316***
GDP 百分比	(2.436)	(2.195)	(2.141)	(2.998)	(2.314)	(2.364)	(2.428)	(3.681)
Ln(股票交易量)	17.149***	17.311***	17.424***	18.872***	19.431***	17.593***	17.587***	14.430***
	(3.135)	(3.144)	(3.110)	(3.498)	(3.516)	(3.219)	(3.218)	(2.909)
樣本數	571	571	571	571	571	571	571	571
國家數	42	42	42	42	42	42	42	42
R^2	8.31%	6.22%	6.02%	12.60%	7.48%	9.14%	8.19%	22.80%
χ^2	171.7***	167.1***	166.4***	191.3***	174.9***	168.4***	175.7***	187.3***

【說明】：本研究估計整理而成。*、**、***分別表示在 10%、5%、1%信賴水準下具統計上的顯著性。()中的數值為 t 值(t -statistics)。

第五章、結論

本研究以 2000 年至 2015 年間全球 42 個國家的股票市場為研究對象，實證探討國家治理品質對股票市場報酬率風險的影響，並依據實證結果提出相關政策意涵與建議。實證結果發現國家整體治理品質愈佳，則可以顯著降低股票市場的風險；特別是在提高政府效能、管制品質、以及貪汙控制性上，可以顯著降低股票市場的風險。



參考文獻

- Andersen, T. G., Bollerslev, T., Diebold, F. X., Vega, C., (2007). Real-time price discovery in global stock, bond and foreign exchange markets. *Journal of International Economics*, 73, 251–277.
- Ang, A., Bekaert, G., (2002). International asset allocation under regime switching. *Review of Financial Studies*, 15, 1137-1187.
- Basistha, A., Kurov, A., (2008). Macroeconomic cycles and the stock market's reaction to monetary policy. *Journal of Banking and Finance*, 32(12), 2606-2616.
- Bernanke, B., Kuttner, K. N., (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy? *Journal of Finance*, 60(3), 1221-1257.
- Bomfim, A. N., (2003). Pre-announcement effects, news effects, and volatility: Monetary policy and the stock market. *Journal of Banking and Finance*, 27(1), 133-151.
- Chen, E. T., Clements, A. (2007). S&P 500 implied volatility and monetary policy announcements. *Finance Research Letters*, 4, 227-232.
- Chen, S. S., (2007). Does monetary policy have asymmetric effects on stock returns? *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2), 667-688.
- Chiou, W.P., (2009). Benefits of international diversification with investment constraints: An over-time perspective. *Journal of Multinational Financial Management*, 19, 93-110.
- Chulia, H., Martens, M., Dijk, D. (2010). Asymmetric effects of federal funds target rate changes on S&P100 stock returns, volatilities and correlations. *Journal of Banking and Finance*, 34(4), 834-839.
- Dahlquist, M., Robertsson, G., 2004. A note on foreigners' trading and price effects across firms. *Journal of Banking and Finance*, 28, 615–632.
- Dennis, P.J., Strickland, D., 2002. Who blinks in volatile markets, individuals or institutions? *Journal of Finance*, 57, 1923–1949.

- Esqueda, O.A., Assefa, T.A., Mollick, A.V., (2012). Financial globalization and stock market risk. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22, 87–102.
- Farka, M., (2009). The effect of monetary policy shocks on stock prices accounting for endogeneity and omitted variable biases. *Review of Financial Economics*, 18(1), 47-55.
- Forbes, K., Rigobon, R., (2001). Contagion in Latin America: definitions, measurement, and policy implications. *Economica*, 1, 146-156
- Forbes, K., Rigobon, R., (2002). No contagion, only interdependence: measuring stock market comovements. *Journal of Finance*, 57, 2223-2261.
- Gabaix, X., Gopikrishnan, P., Plerou, V., Stanley, E.H., 2006. Institutional investors and stock market volatility. *Quarterly Journal of Economics*, 121, 461–504.
- Gavriilidis, K., Kallinterakis, V., Ferreira, M.P.L., 2013. Institutional industry herding: intentional or spurious? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 26, 192–214.
- Gospodinov, N., Jamali, I., (2012). The effects of Federal funds rate surprises on S&P 500 volatility and volatility risk premium. *Journal of Empirical Finance*, 19 (4), 497-510.
- Guo, H., (2004). Limited Stock Market Participation and Asset Prices in a Dynamic Economy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 495–516.
- Jansen, D. W., Tsai, C. L., (2010). Monetary policy and stock returns: Financing constraints and asymmetries in bull and bear markets. *Journal of Empirical Finance*, 17, 981-990.
- Kaufmann, D., Kraay, A., Mastruzzi, M., (2010). The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues. Working Paper, World Bank.
- Khaled, A., Taamoutib, A., Tsafacka, G., (2011). What drives international equity correlations? Volatility or market direction? *Journal of International Money and Finance*, 30, 1234-1263.

- King, M., Wadhvani, S., (1990). Transmission of volatility between stock markets. *Review of Financial Studies*, 3, 5-33.
- Konrad, E., (2009). The impact of monetary policy surprises on asset return volatility: the case of Germany. *Financial Markets and Portfolio Management*, 23(2), 111-135.
- Kurov, A., (2010). Investor sentiment and the stock market's reaction to monetary policy. *Journal of Banking and Finance*, 34(1), 139-149.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1992. The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics*, 13, 23–43.
- Lobo, B. J., (2000). Asymmetric effects of interest rate changes on stock prices. *Financial Review*, 35(3), 125-144.
- Longin, F., Solnik, B., (2001). Extreme correlation of international equity markets. *Journal of Finance*, 2, 649-676.
- Mun, K. C., (2007). Volatility and correlation in international stock markets and the role of exchange rate fluctuations. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 17, 25–41.
- Nofsinger, J.R., Sias, R.W., 1999. Herding and feedback trading by institutional and individual investors. *Journal of Finance*, 54, 2263–2295.
- Rezayat, F., Yavas, B.F., (2006). International portfolio diversification: A study of linkages among the U.S., European and Japanese equity markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 16, 440-458.
- Schuppli, M., Bohl, M.T., 2010. Do foreign institutional investors destabilize China's A-share markets? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 20, 36–50.
- Umutlu, M., Akdeniz, L., Altay-Salih, A., (2010). The degree of financial liberalization and aggregated stock-return volatility in emerging markets. *Journal of Banking and Finance*, 34, 509–521.
- Vahamaa, S., Aijo, J., (2011). The Fed's policy decisions and implied volatility. *The*

