

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 BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGENT

NAN HUA UNIVERSITY

歐債危機對台灣上市櫃股價報酬之影響

The Effect of European Debt Crisis on Taiwan Stock Market

研究生：吳美寬

GRADUATE STUDENT : MEI-KUAN WU

指導教授：廖永熙 博士

ADVISOR : YUNG-SHI LIAU, Ph.D.

中華民國 103 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

歐債危機對台灣上市櫃股價報酬之影響
The Effect of European Debt Crisis on Taiwan Stock Market

研究生： 吳美寬

經考試合格特此證明

口試委員： 吳明哲

陳昇鴻

廖永熙

指導教授： 廖永熙

系主任(所長)： 蔡承坤

口試日期：中華民國 103 年 5 月 26 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文之用。



謝辭

研究所兩年時光匆匆流過，回首這兩年的求學生涯雖然辛苦但獲益良多，不只在知識及經驗有深刻的體會，在人生旅途中這也是一段特別的時光。

本論文得以付梓，首先要感謝我的指導教授廖永熙教授，教授在繁忙之餘，對我在撰寫論文的過程中總是細心指導並提供建議，耐心解決我面臨的種種問題，並給予我最大的幫助，此篇論文才得以順利完成，在此謹致上最誠摯的謝意。另外，論文初稿承蒙口試委員陳昇鴻教授及吳明哲教授詳加審閱指正缺失，更提供了許多寶貴意見，使本論文更臻充實及完善，謹此深表謝忱。

還要感謝所有授課老師的辛勤教導，及一同奮鬥的同學們，因有大家的加油及鼓勵我才可以支撐到最後。最後要感謝我的家人及身邊所有好友一路的支持與幫助，陪我熬夜找資料，配合我的時間安排活動與行程，還要安撫我焦慮的情緒。感謝所有曾經幫助我的每一個人，願將此成果與大家一同分享。

吳美寬 謹誌於

南華大學財務管理研究所

中華民國一百零三年六月

南華大學財務管理研究所 102 學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：歐債危機對台灣上市櫃股價報酬之影響

研究生：吳美寬

指導教授：廖永熙 博士

中文摘要

歐債危機源自於 2008 年的金融海嘯，歐元區各會員國政府為了增加就業和促進經濟增長紛紛採取擴大公共內需的方式來面對，因此造成各會員國的財政赤字擴大，加上各國政府債務在投資熱錢銳減的情況下，籌集資金變得更不容易，因而導致歐洲國家主權債務危機的形成。本研究利用事件研究法(Event Study)探討 2009 年 1 月至 2013 年 3 月歐債危機事件宣告對台灣股市之影響，另外，本文進一步探討歐債危機對台灣上市櫃產業-塑膠、化學、電機機械、生技醫療、鋼鐵、電子、金融、航運及觀光業等 9 個產業的股價影響，本研究選取歐債危機事件 7 個負面的事件日進行研究，分別探討這些事件日對各類股異常報酬(AR)是否有顯著不同。實證結果顯示，第四事件，標準普爾首先下調西班牙主權額度評級，評級展望為負面，及第五事件，標準普爾首先下調愛爾蘭主權額度評級由”AA”降為”AA-”，對台股呈現顯著之負向影響，而其他事件則較不顯著；對台灣上市櫃產業的影響以金融類股影響最大，其次為鋼鐵及生技醫療類股，接著為塑膠、化工、電機機械及電子類股，而航運及觀光類股則較不顯著。

關鍵詞：歐債危機、事件研究法、異常報酬

Title of Thesis : The Effect of European Debt Crisis on Taiwan Stock Market

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

Graduate date: June 2014

Degree Conferred: M.B.A.

Name of student: Mei-Kuan Wu

Advisor: PH.D. Yung-Shi Liau

Abstract

European debt crisis is originated from the 2008 subprime crisis, the governments in euro zone have taken the way of expanding public demand in order to increase employment and economic growth. Therefore, the government in euro zone creates the serious fiscal deficits, and leads to formation of the sovereign debt crisis in European countries. This study uses event study methodology, and the sample is from January 2009 to March 2013 in the European debt crisis. In addition, to further explore the European debt crisis on Taiwan-listed industry, the plastics, chemical, electrical machinery, iron and steel, electronics, medical, finance, shipping and tourism industries are taken into considered. The empirical results show that the fourth and fifth event dates on Taiwan stock have significantly negative effect, while other events are less significant. The financial industry is seriously affected by European debt crisis, the next is iron and steel and bio-medical sector, plastic and chemical, Electric machinery and electronic, shipping and tourism industry.

Keywords : European Debt Crisis, Event Study, Abnormal Return

目錄

論文口試委員審查書.....	i
版權宣告.....	ii
謝辭.....	iii
中文摘要.....	iv
Abstract.....	v
目錄.....	vi
表目錄.....	vii
圖目錄.....	viii
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	6
第三節 研究架構.....	7
第二章 文獻探討.....	8
第一節 效率市場假說及相關文獻.....	8
第二節 金融危機相關文獻.....	14
第三章 研究方法.....	18
第一節 研究對象與範圍.....	18
第二節 研究方法.....	20
第四章 實證結果分析.....	23
第一節 不同事件日對上市櫃之異常報酬及累積異常報酬.....	23
第二節 各產業在不同事件日之 AR 及 CAR.....	34
第五章 結論與建議.....	45
第一節 結論.....	45
第二節 建議.....	46
參考文獻.....	47

表目錄

表 1 歐元區各國政府債務占 GDP 比率.....	2
表 2 歐元區各國政府預算餘額占 GDP 比率.....	3
表 3 各產業於不同事件期間樣本家數.....	18
表 4 歐債危機相關事件日及事件發生之簡述.....	19
表 5 上市(櫃)公司於希臘爆發債信危機宣告之 AR 及 CAR	26
表 6 上市(櫃)公司於惠譽首先下調希臘主權信用評等宣告之 AR 及 CAR	27
表 7 上市(櫃)公司於惠譽首先下調葡萄牙主權信用評等宣告之 AR 及 CAR.....	28
表 8 上市(櫃)公司於標準普爾下調西班牙主權額度評級宣告之 AR 及 CAR.....	29
表 9 上市(櫃)公司於標準普爾下調愛爾蘭主權額度評級宣告之 AR 及 CAR.....	30
表 10 上市(櫃)公司於標準普爾下調義大利主權評等宣告之 AR 及 CAR.....	31
表 11 上市(櫃)公司於賽普勒斯將對存戶課徵存款稅宣告之 AR 及 CAR.....	32
表 12 干擾本研究之事件.....	33
表 13 各事件日宣告對不同產業之異常報酬(AR).....	36
表 14 各事件日宣告對不同產業之累積異常報酬(CAR).....	37

圖目錄

圖 1 研究架構.....	7
圖 2 事件研究法之時間線.....	20
圖 3 各產業於希臘爆發債信危機宣告之 AR 圖.....	38
圖 4 各產業於希臘爆發債信危機宣告之 CAR 圖.....	38
圖 5 各產業於惠譽首先下調希臘主權信用評等宣告之 AR 圖.....	39
圖 6 各產業於惠譽首先下調希臘主權信用評等宣告之 CAR 圖.....	39
圖 7 各產業於惠譽首先下調葡萄牙主權信用評等宣告之 AR 圖.....	40
圖 8 各產業於惠譽首先下調葡萄牙主權信用評等宣告之 CAR 圖.....	40
圖 9 各產業於標準普爾首先下調西班牙主權額度評級宣告之 AR 圖.....	41
圖 10 各產業於標準普爾首先下調西班牙主權額度評級宣告之 CAR 圖.....	41
圖 11 各產業於標準普爾首先下調愛爾蘭主權額度評級宣告之 AR 圖.....	42
圖 12 各產業於標準普爾首先下調愛爾蘭主權額度評級宣告之 CAR 圖.....	42
圖 13 各產業於標準普爾將義大利主權評等下調至負面宣告之 AR 圖.....	43
圖 14 各產業於標準普爾將義大利主權評等下調至負面宣告之 CAR 圖.....	43
圖 15 各產業於賽普勒斯將對存戶課徵存款稅宣告之 AR 圖.....	44
圖 16 各產業於賽普勒斯將對存戶課徵存款稅宣告之 CAR 圖.....	44

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

歐洲國家主權債務危機的遠因起自 2008 年金融海嘯前，許多國家紛紛以減稅來吸引外資，或是大肆舉債方式來刺激國內經濟成長，雖然期間債務赤字不斷上升，由於外資持續的流入，加上經濟快速的成長，所以政府在募集資金上並沒有什麼困難，因此外債問題並不嚴重。但在 2008 年 9 月金融風暴襲擊全球以後，各國政府為因應經濟衰退及穩定金融，紛紛祭出各種積極救市措施或寬鬆的貨幣政策，歐元區各會員國政府多以擴大財政支出的方式來增加歐元區的就業和促進經濟增長，並採取擴大公共內需的方式來面對，因此造成各會員國的財政赤字擴大，加上各國政府債務在投資熱錢銳減的情況下，籌集資金變得更不容易，因而導致歐洲國家主權債務危機的風暴逐漸形成。

2009 年 10 月 20 日，希臘新任首相 Papandreou 宣佈，其前任政府嚴重掩飾該國的財政赤字和債務，希臘政府該年度的財政赤字占 GDP 將達到 12.7%，為上屆政府預估的兩倍以上，其政府債務占 GDP 高達 125.7%，皆遠遠超過歐盟《穩定與增長公約》規定的 3% 和 60% 的標準上限，隨即引發市場恐慌。2009 年 11 月 23 日希臘爆發債信危機，因遭罷工反抗，乃被國際禿鷹趁機狙擊重挫全球股市；2009 年 12 月全球三大信用評等機構相繼下調希臘主權信用評等，投資者在拋售希臘國債的同時，愛爾蘭、葡萄牙、西班牙等國的主權債券收益率也大幅上升，歐洲債務危機全面爆發，2011 年 6 月，義大利政府債務問題使危機再度升級。

自 2009 年第 4 季以來，葡萄牙(Portugal)、義大利(Italy)、愛爾蘭(Ireland)、希臘(Greece)及西班牙(Spain)等歐元區五國(以下簡稱 PIIGS 五國)債務問題引發各界注意。造成這場危機的主因是 PIIGS 五國長期過度舉債，其政府債務占

GDP 比率皆遠高過於歐盟《穩定與增長公約》規定的 60%標準上限(如表 1 所示)。尤其是受金融海嘯衝擊過後更讓原本就債台高築的希臘由 2007 年的 107.4% 升至 2013 年的 175.1%，而僅次於希臘的義大利也由 2007 年之 103.3% 升至 2013 年 132.6%，葡萄牙則由 2007 年之 68.4% 升至 2012 年 124.1%，至於愛爾蘭與西班牙也分別由 2007 年的 24.9% 及 36.3% 升至 2013 年的 123.7% 及 93.9%，甚至是歐元區的經濟強國德國，也都無法符合歐盟《穩定與增長公約》規定的 60% 標準上限。

表 1 歐元區各國政府債務占 GDP 比率 (單位: %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
奧地利	62.3*	60.2*	63.8*	69.2*	72.5*	73.1*	74.4*	74.5*
比利時	87.9*	84.0*	89.2*	96.6*	96.6*	99.2*	101.1*	101.5*
賽普勒斯	64.7*	58.8	48.9	58.5	61.3*	71.5*	86.6*	111.7*
愛沙尼亞	4.4	3.7	4.5	7.1	6.7	6.1	9.8	10.0
芬蘭	39.6	35.2	33.9	43.5	48.8	49.3	53.6	57.0
法國	63.7*	64.2*	68.2*	79.2*	82.7*	86.2*	90.6*	93.5*
德國	68.0*	65.2*	66.8*	74.6*	82.5*	80.0*	81.0*	78.4*
希臘	106.1*	107.4*	112.9*	129.7*	148.3*	170.3*	157.2*	175.1*
愛爾蘭	24.6	24.9	44.2	64.4*	91.2*	104.1*	117.4*	123.7*
義大利	106.3*	103.3*	106.1*	116.4*	119.3*	120.7*	127.0*	132.6*
盧森堡	6.7	6.7	14.4	15.5	19.5	18.7	21.7	23.1
馬爾他	62.5*	60.7*	60.9*	66.5*	66.0*	68.8*	70.8*	73.0*
荷蘭	47.4	45.3	58.5	60.8*	63.4*	65.7*	71.3*	73.5*
葡萄牙	69.4*	68.4*	71.7*	83.7*	94.0*	108.2*	124.1*	129.0*
斯洛伐克	30.5	29.6	27.9	35.6	41.0	43.6	52.7	55.4
斯洛維尼亞	26.4	23.1	22.0	35.2	38.7	47.1	54.4	71.7*
西班牙	39.7	36.3	40.2	54.0	61.7*	70.5*	86.0*	93.9*

附註:數字右上角有*者,表示該金融危機出現警訊。

資料來源:Eurostat(2014/05/14)

然而長期的過度舉債最終導致鉅額的政府財政赤字，(如表 2 所示)。歐盟《穩定與增長公約》規定，政府財政赤字不應超過 GDP 的 3%，但受金融海嘯的衝擊，愛爾蘭由 2007 年政府預算盈餘占 GDP 比率之 0.2% 惡化至 2010 年政府預算赤字占 GDP 比率之 30.6%，西班牙由 2007 年政府預算盈餘占 GDP 比率之 2.0% 惡化至 2009 年政府預算赤字占 GDP 比率之 11.1%，希臘由 2007 年政府預算赤字占 GDP 比率之 6.5% 升至 2009 年政府預算赤字占 GDP 比率之 15.7%，義大利由 2007 年政府預算赤字占 GDP 比率之 1.6% 升至 2009 年政府預算赤字占 GDP 比率之 5.5%，葡萄牙由 2007 年政府預算赤字占 GDP 比率之 3.1% 升至 2009 年政府預算赤字占 GDP 比率之 10.2%。

表 2 歐元區各國政府預算餘額占 GDP 比率 (單位: %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
奧地利	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1*	-4.5*	-2.5	-2.6	-1.5
比利時	0.4	-0.1	-1.0	-5.6*	-3.8*	-3.8*	-4.1*	-2.6
賽普勒斯	-1.2	3.5*	0.9	-6.1*	-5.3*	-6.3*	-6.4*	-5.4*
愛沙尼亞	2.5	2.4	-3.0	-2.0	0.2	1.1	-0.2	-0.2
芬蘭	4.2	5.3	4.4	-2.5	-2.5	0.7	-1.8	-2.1
法國	-2.3	-2.7	-3.3*	-7.5*	-7.0*	-5.2*	-4.9*	-4.3*
德國	-1.6	0.2	-0.1	-3.1*	-4.2*	-0.8	-0.1	0.0
希臘	-5.7*	-6.5*	-9.8*	-15.7*	-10.9*	-9.6*	-8.9*	-12.7*
愛爾蘭	2.9	0.2	-7.4*	-13.7*	-30.6*	-13.1*	-8.2*	-7.2*
義大利	-3.4*	-1.6	-2.7	-5.5*	-4.5*	-3.7*	-3.0	-3.0
盧森堡	1.4	3.7	3.2	0.7	-0.8	0.2	0.0	0.1
馬爾他	-2.7	-2.3	-4.6*	-3.7*	-3.5*	-2.7	-3.3*	-2.8
荷蘭	0.5	0.2	0.5	-5.6*	-5.1*	-4.3*	-4.1*	-2.5
葡萄牙	-4.6*	-3.1*	-3.6*	-10.2*	-9.8*	-4.3*	-6.4*	-4.9*
斯洛伐克	-3.2*	-1.8	-2.1	-8.0*	-7.5*	-4.8*	-4.5*	-2.8
斯洛維尼亞	-1.4	-0.0	-1.9	-6.3*	-5.9*	-6.4*	-4.0*	-14.7*
西班牙	2.4	2.0	-4.5*	-11.1*	-9.6*	-9.6*	-10.6*	-7.1*

附註:數字右上角有*者，表示該金融危機出現警訊。

資料來源: Eurostat(2014/05/14)

造成 PIIGS 五國債務危機的原因各國情況不同，其中希臘與葡萄牙兩國實體經濟水準較低的國家，在工資水準、社會福利與失業救濟等方面逐漸向德國、法國等發達國家看齊，由於工資及各種社會福利在上漲之後難以向下調整，加上公共事業等方面支出巨大，政府對債務高度依賴，且在借新還舊的過程中，不斷淨增新的債務，導致政府與私人部門的負債比率節節攀升，利息支出已超出國家財政的支付能力。

依靠房地產和建築業投資拉動的西班牙和愛爾蘭經濟本身存在重大缺陷，這兩個國家受到次貸危機的影響，房地產市場迅速蕭條，國內銀行業自次貸危機以來，飽受壞帳困擾，最終形成銀行業危機。而政府在救助銀行業的過程中，政府付出了巨大成本，最後舉債與償債的能力均出現了問題。

義大利是 PIIGS 五國中經濟總量最大的國家，其經濟結構的最大特點是以出口加工為主的中小企業（創造國內生產總值的 70%），在歐元區 17 國中僅次於德國和法國而位列第三，經濟總量在區域內的佔比約 17%。但是義大利國債餘額卻是高居歐元區榜首，佔 GDP 的比例則僅次於希臘，排名歐元區第二。在全球金融危機重創下，經濟低迷造成義大利國內工業生產下降，進而導致財政收入下降、公共支出上升，最終造成政府債務規模持續擴大。

由於歐債危機持續蔓延，已對全球的經貿往來造成一定的衝擊，尤其對極為仰賴出口帶動經濟成長的台灣而言，歐盟占台灣整體出口比重約為 10%，且有逐年下降的趨勢，對台灣的經濟看似無直接影響，但由於目前台灣的三角貿易現象明顯，經由其他國家加工後間接出口至歐盟之比率卻相對提高，其中中國大陸占台灣整體出口比率最高約為 40%，而歐盟又占中國大陸整體出口比率約為 19%，因此若歐洲經濟一直受困於歐債而持續低迷，那台灣的出口勢必也將會受到嚴重衝擊，因而影響台灣經濟表現。

除了出口貿易外，歐洲債務危機也衝擊了台灣金融市場，根據中央銀行提供

資料截至 2011 年 12 月底本國銀行對 PIIGS 五國之跨國債權合計約 7.5 億美元，曝險金額低，而持有 PIIGS 五國之政府債券主要都是歐洲銀行體系，但截至 2013 年第 1 季全體本國銀行（含 OBU 及國外分支機構）跨國國際債權（International claims）總額為 2,317.5 億美元，歐洲地區占 33.48%，風險移轉後最終風險淨額為 2,317.8 億美元，歐洲地區占 33.09%，一旦 PIIGS 五國發生債務違約將波及我國金融體系，加上國際金融市場連動性高，從 2007 年美國次貸危機引發 2008 年的金融海嘯經驗，可以清楚得知在資本國際化與全球化之後，各國唇齒相依，一旦造成歐債危機，金融海嘯將重現於世。

莊文智(2011)研究發現長短期利率的利差和股票的價格有顯著反向變動的關係，作者認為當歐洲主權債務危機爆發後，造成公債殖利率開始逐漸上升而導致長短期利率的利差不斷擴大，當利差擴大時反映當時金融市場的風險程度，因而弱化了投資人對股票市場的投資。另外探討歐債危機對台灣股市之影響的相關文獻則有許秋玲(2012)、蔡美滿(2013)及周月娥(2013)，其實證結果發現歐債危機確實會造成台灣股市之異常報酬產生，異常報酬程度則依不同事件日及不同產業別有所差異，其中許秋玲(2012)研究發現電子類股有較高之異常報酬產生，而蔡美滿(2013)的研究結果為電機機械、生技醫療、鋼鐵及光電等產業有顯著的異常負向反應，至於周月娥(2013)的實證結果為金融股衝擊最大，其它電子類股影響較不顯著。

沒人能準確預測 PIIGS 五國是否會發生債務違約，而這種不確定性只會增加投資人恐慌心理的蔓延，導致金融市場（包括股市、匯市及債市等）失序，出現巨幅的震盪。因此本研究以事件研究法繼續探討歐債危機事件宣告對台灣股市異常報酬之影響。

第二節 研究目的

台灣股市不像歐美各國以投資機構為大宗，而是以散戶投資人為主的淺碟型市場型態，因此容易受政府政策（例如核四爭議、選舉、戰爭等）影響，而造成台股非理性漲跌，因此本文利用事件研究法來探討歐債危機對台灣股票之影響，本文研究目的如下：

- 一、歐債危機對台灣上市(櫃)公司股價報酬是否產生異常報酬。
- 二、依據事件日，檢驗這些事件日對各類股異常報酬是否有顯著不同。



第三節 研究架構

本文研究架構如圖 1 所示共分為五章，第一章為緒論，說明本研究之背景、動機與目的；第二章為文獻探討，針對效率市場假說及金融危機等相關文獻加以探討；第三章研究方法，說明研究期間及樣本資料選取並建立市場模式；第四章實證結果分析，針對不同事件日宣告對台灣股價之影響，逐一檢視其結果並作實證結果分析；第五章結論與建議，根據實證結果整理為研究之結論，並給予後續研究者建議。

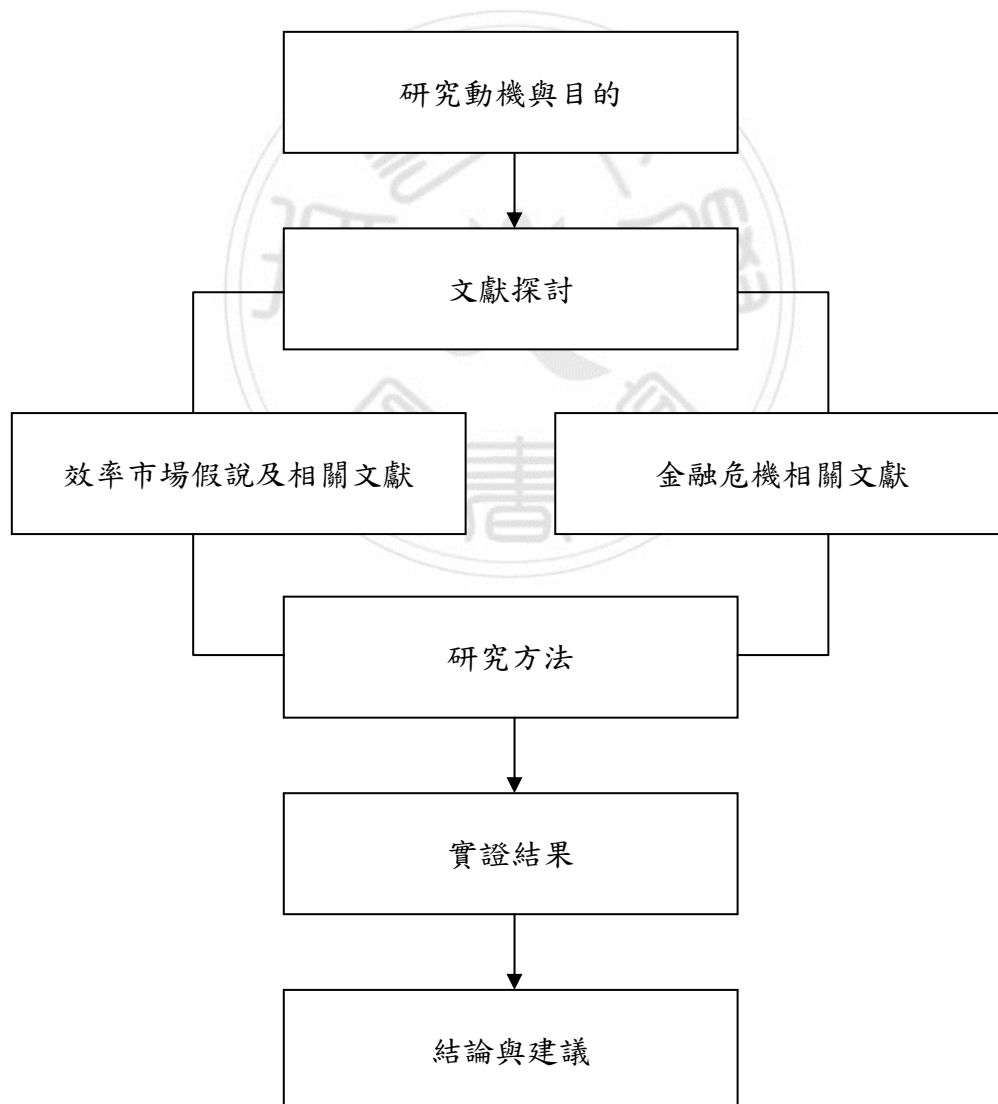


圖 1 研究架構

第二章 文獻探討

第一節 效率市場假說及相關文獻

一、效率市場假說(Efficient-market hypothesis)

所謂效率市場為：「所有證券的價格都能充分且快速的反應所有市場攸關的訊息，故投資者做投資決策時，會將所有相關訊息反應在證券價格上。」Fama(1970)認為效率市場理論存在包括三個基本假設：

- 1.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。
- 2.新資訊的出現是呈隨機性，即好、壞資訊是相伴而來的。
- 3.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)依股價反應訊息內容的不同程度做分類，將效率市場區分為三個等級：

1.弱式效率市場 (Weak Form Efficiency Market)

過去的價格變化、交易量及其他的資訊已充分地反應於價格上；因此，使用過去的資料來分析目前的市場狀況，並無法獲取超額利潤。

2.半強式效率市場 (Semi-Strong Form Efficiency Market)

過去及目前所有大眾皆知的資訊 (包括價格變化、交易量及其他資訊) 已充分地反應於價格上；因此，使用大眾皆知的資料來分析目前的市場狀況，並無法獲得超額利潤

3.強式效率市場 (Strong Form Efficiency Market)

過去及目前所有大眾或私有的資訊已充分地反應於價格上；因此，無論使用大眾皆知或私有的資訊，皆無法預測市場的情況。

Fama(1970)在提出效率市場理論後，已成為學者專家研究資本市場效率性及財務理論的一項重要指標，Fama(1991)又更進一步地彙集了市場效率性的相關研究，將市場效率性的檢定分為三部分：

- 1.弱式效率市場檢定，為報酬預測能力的檢定，由原先歷史資料價量資訊，又納入可預測報酬的變數，如股利殖利率、盈餘價格比、利率及公司規模等。
- 2.半強式效率市場檢定，為事件研究法，是利用觀察某一特定事件的宣告，造成股票的異常報酬時，異常報酬率在某一特定事件日之後是否能在一、二天之內迅速反應完畢，而沒有延遲現象。Fama(1991)亦認為事件研究法是檢定市場效率較佳的實證方法，特別是以日報酬計算，因為此種方法可以較清楚的描繪出股價對資訊調整的速度。
- 3.強式效率市場檢定，為私有訊息檢定，探討投資人是否可以因為擁有私有訊息而擊敗市場。

二、效率市場假說相關文獻

效率市場假說在學術實證研究上的文獻相當多，大部份都是探討事件的發生是否會產生異常報酬並很快反應完畢而符合效率市場。文獻中，對於不同的議題，如庫藏股宣告、重大金融事件、國際重大事件、公司重大事件的宣告及專家推薦資訊等，在以效率市場假說為理論基礎下，應用迴歸、相關係數分析、t 檢定等分析方法加以驗證。本節將針對相關之文獻歸納為：庫藏股宣告、公司重大事件的宣告、專家推薦資訊及重大災難事件四個類型來做說明。

首先在庫藏股宣告相關文獻，黃泰銘（2001）利用市場模型（market model）探討事件宣告期間，投資人是否有異常報酬的產生，進而研究台灣證券市場是否具有效率性。實證結果指出，市場上的訊息並非由宣告日開始反應，而是在宣告日之前的幾天就已經陸續反應，並且在事件宣告日之後，市場仍有異常報酬率存在，此一現象也反應出台灣並不存在半強式效率市場。李憲彥(2005)利用事

件研究法來分析庫藏股購回宣告效應，另以 t 檢定、Scheffe 檢定、複迴歸分析來檢定各因子是否庫藏股購回效應有影響。實證結果指出，台灣的庫藏股購回宣告效應顯著，股價回升為明顯是在宣告的 3-5 天內，而且在之後仍然有持續性的股價異常上漲，一直到第 21 天，由此可推論台灣上市公司庫藏股的購回不具半強式效率市場。綜合上述研究發現，台灣並不符合效率市場，因為市場上的資訊是不對稱的，有些投資人可能透過內線交易的方式，可比一般投資者較早獲得公司資訊，所以在宣告日之前就有異常報酬的產生，另一方面根據 Hirtle (2004) 研究發現，宣告買回庫藏股後營運績效呈現顯著成長，因此庫藏股購回宣告乃是一利多消息，在宣告後股價仍然有持續性的異常上漲。

其次公司重大事件宣告國內相關文獻有，鄭瑞宗 (1995) 主要探討股利宣告與公司股價間之關係，結果顯示，市場上對於首次股利宣告之資訊，有效率地利用並立即反應於事件日的股價上，符合半強式效率市場假說，而後續股利則未符合。林章德 (2000) 主要探討國內上市公司重大投資宣告對股價變化之影響，實證結果發現，就全體樣本而言，國內上市公司進行重大投資宣告事件時，在宣告日當天產生了顯著的正向異常報酬，顯示重大投資宣告具有正面的資訊效果，而此效果在一、二天之內就反應完畢，沒有延遲的情況發生，說明了臺灣地區股票市場符合半強式效率假說。葉慧敏 (2007) 採事件研究法，探討藥物通過 FDA 核准上市之訊息是否具有資訊內涵，研究結果顯示，核准宣告效果於上市前五日即已呈現正顯著異常報酬，此表示資訊可能有外溢之情形發生；綜觀整體宣告效果，藥品核准上市之宣告效果自事件日前五日持續至事件日後第十日，投資人仍可從公開資訊中獲取超額報酬，故藥品通過核准上市之訊息在美國市場是呈現弱式效率市場。綜合上述文獻發現，公司經營若有利多消息則會使股價呈現正向的異常報酬，而經過一段時間後則股價會回歸正常水準，相反的若公司經營出現利空消息，則會使股價有負向的異常報酬。

國外相關文獻則有，Schadewitz and Blevins (2002) 利用芬蘭每日財務刊物所

發表資訊來當作研究事件，分析不同程度的揭露事件對即時股價之影響，將重大臨時工開事件揭露分成三種層次(低於預期、預期中、高於預期)，實證結果顯示，市場反應在事件日後第 2 日，股價達到最高峰；當揭露程度低於預期時整個結果會延遲一天；當揭露程度高於預期時整個結果會延遲三天，因此實證結果並不符合半強式效率假說。Chan-Lau(2002)以半強勢效率市場假說，研究日本在商業法恢復法案實施後，日本企業重整宣告對股價的影響，研究結果顯示，法案實施後，揭露和併購的重組計畫公布後對股價有正向影響，而重整計畫對公司股價之負面影響也較法案實施前來的小，但其結果並不符合半強勢效率市場假說。

至於專家推薦資訊相關文獻，Liu , Smith and Syed(1990)與 Benish(1991)研究顯示報章雜誌的投資專欄中所推薦個股，除了公布當天會有顯著超額報酬外，於公布消息的前二天也會有顯著之超額報酬。此研究結果與國內文獻正好相反，王慧雯(1998)探討晚報推薦資訊對臺灣股票市場影響，實證結果顯示，對於推薦資訊與隨機選取之投資組合的結果而言，其報酬率等於市場之報酬率，投資人只能獲取正常之投資報酬，而沒有超額報酬可得，顯示台灣的股票市場符合半強式效率市場的假說。陳信奇(2008)以工商日報每週日出刊的『法人票選股』專欄對象，簡淑加(2008)以經濟日報每週日出刊之「本週精選潛力股」專欄為研究對象，分別探討報紙之推薦資訊對股價所造成的影響。依推薦資訊樣本的不同選取與分組，利用「事件研究法」進行研究，並以「市場模式」估計異常報酬，再利用 t 檢定進行統計檢定，得到兩點相同實證結果：1.專家所推薦買進的資訊，大多在推薦日前即表現較佳，尤其以事件日前 2-7 日股價即開始上漲者為推薦對象，故券商或投顧公司在報紙上所公開推薦買進的資訊不具資訊內涵。2.在資訊公佈後，若根據專家推薦的訊息來買進的股票，已無法獲取顯著的異常報酬，推薦的訊息在事件日當天已反應過，故可推論台灣股市符合半強式效率市場。

最後是重大災難事件國內相關論文有，葉淑玲(2003)利用事件研法來探討台灣產險業在1994-2002 年的重大災難事件後，其異常報酬的表現，再以保險損

失大小、災害發生原因、公司規模等三項變數，進行各群組累積平均異常報酬的差異分析。實證結果顯示，事件日後有顯著負的異常報酬，經過一段時間，則有顯著正的異常報酬，在累積平均異常報酬的跌幅則有不顯著的情形，因此台灣的產險類股是符合半強式效率市場。在保險損失規模大小的群組部份，投資人對大小損失的災難事件反應是相同的；在天然及人為災害及公司規模的群組部份，其累積平均異常報酬影響均有顯著的差異性。蔡佳燕（2003）以台灣921 集集大地震為主要的重大事件，分別探討該項巨災對電子業、銀行業、營建業的影響。實證發現，股市確實因為地震而產生異常報酬，但都不具統計顯著性，所以台灣股票市符合半強式效率市場假說。就個別產業之累積異常報酬而言，事件對銀行股影響最大，其次是電子股，營建股有些微正向異常報酬，但並不顯著。凌明智（2004）及王慧菱（2005）均以事件研究法，分別探討SARS疾病災難事件對台灣金融業及生技醫療產業股票異常報酬之影響。研究結果顯示，SARS事件的確造成金融業股票市場產生異常報酬，且符合效率市場假說，異常報酬程度因產業別及不同公司之財務比率而有所差異。就產業別之累積異常報酬而言，皆為負向走勢，事件對銀行股影響最大，其次是保險股，對上市證券股及金控股的影響相對較小。對台灣生技醫療產業則產生正的異常報酬，就產業類別而言，醫療產品通路產業的異常報酬顯著於生技製藥產業，而產業類別為其他醫療相關產業者，則完全無顯著異常報酬的呈現。其異常報酬率則無法在一、二天之內就迅速反應完畢，反而有延遲的現象，故而推論台灣生技醫療產業不符合半強式效率市場假說。

國外相關文獻則有，Wang and Corbett (2008)利用事件研究法探討911 恐怖攻擊對保險公司股票報酬之影響，該研究發現財產及責任保險公司所產生之負的異常報酬高於人身和健康保險公司，但是在市場重新開放交易一個星期後，這一項異常報酬不再具有顯著性，這一個現象符合效率市場假說(efficient- market hypothesis)。Karolyi and Martell(2010)探討恐怖攻擊對股價的衝擊，在1995年至

2002年期間共有75次以公開交易廠商為攻擊目標。該研究利用事件分析法分析，發現攻擊發生的幾日內股價減少了0.83%，相當於每次攻擊導致每家廠商的資本市場價值平均損失約401百萬美元。對異常報酬率的的橫斷面比較分析指出，恐怖攻擊的影響隨被攻擊廠商的國家不同而異，若較富裕且較民主國家的廠商遭受攻擊，則股價會有較大的負面反應。



第二節 金融危機相關文獻

Al-Rjoub and Azzam(2012) 認為當金融市場存在時，金融危機也已經存在；近期最著名的金融危機為美國次貸危機與雷曼兄弟危機事件，影響的國家甚遠。Fang(2001)研究台灣在1995-1998 年的亞洲金融危機期間，其股票報酬的過程和預期貶值的作用。發現在危機發生期間，其股市的波動一直在增加。且風險增加和持續的亞洲金融危機，減少了投資者手邊持有股票的數量與報酬。同時，負向的貶值效果使得股票報酬下降。每次風暴所造成之歐、美股市重挫，台灣股票市場均無法倖免。宋詩怡(2008)研究發現次級房貸風暴雖然發生在美國，但對台灣股市而言受到的衝擊期比美國股市還要大且平復的時間更久，而且台灣股市的波動性也比美國更為明顯。主要原因是台股係屬「淺盤市場」，因而較易受外在因素影響而大漲或大跌，市場波動幅度亦較為劇烈。

在次級房貸風暴相關文獻有，吳承翰(2008)實證結果發現，次級房貸風暴確實造成了金融股市場產生異常報酬，同時也符合效率市場假說，異常報酬程度因產業別及不同公司之財務比率而有所差異。洪瑞宏(2009)以事件研究法分析次級房貸資訊揭露對於台灣證券市場之影響。實證結果發現次級房貸事件對於台灣股市帶來立即的衝擊；並且台灣證券市場在事件發生的四天內均有顯著的異常報酬。而財務比率（資產總額、資產報酬率、流動比率、負債比率）也顯著成為影響異常報酬的原因，而異常報酬受到財務比率影響的因素也因著個產業而有所不同。黃靖茹(2012)探討國內股票市場對金融風暴是否有過度反應或資訊不確定性。實證結果發現：1.台灣股票市場在次貸危機之重大事件日時，對台股造成之影響有顯著的異常報酬率及累積異常報酬率。2.在次貸危機中，台灣不為效率市場，但符合資訊不確定假說。3.選定之事件，若與台灣市場有一定程度的關聯性，發現事件日當天是具影響力；若事件與台灣市場不具關聯性，則影響較小或是無影響。

另外在雷曼兄弟公司破產事件之宣告對台灣各類股皆呈現有顯著負異常報酬率，而異常報酬程度則因產業別而有所不同。其相關文獻有，梁梅珠(2009)以美國次級房貸風暴開始日 2007 年 3 月 12 日及雷曼兄弟破產日 2008 年 9 月 15 日為事件日，對國內七種產業受到的影響進行研究。實證研究發現:大部分產業在雷曼兄弟破產日都有明顯之負向異常報酬，並符合效率市場假說，異常報酬程度則因產業別而有差異。盧慧蘭(2009)在美國次級風暴對臺灣股市影響的研究中，應用異常報酬檢定及 t 檢定驗證。結果發現，雷曼兄弟公司破產事件，及美國第一次未通過 7000 億美元紓困案，對於臺灣股市均有顯著的負向異常報酬。相反地，在之後美國通過 7000 億美元紓困案，及臺灣政府宣告三大措施穩定台股，都對臺灣股市有顯著的正向異常報酬。羅佳敏(2010)以事件研究法來探討美國次貸風暴事件對各類股是否產生其異常報酬率，經實證結果發現，金融風暴對各類股之上市公司的確產生其異常報酬率，其中又以雷曼兄弟破產事件發生後對各類股皆呈現有顯著負異常報酬率。然而在各類股的累積平均異常報酬趨勢中，可發現次級房貸風暴對各類股之影響程度明顯不同，且下跌幅度與回復情形亦不相同。張依婷(2011) 探討 1997 年貨幣危機及 2008 年金融風暴對台灣股價之影響，研究之實證結果發現，兩個不同的金融風暴對各類股的上市股票皆有異常報酬的產生，但卻有不同程度的影響，其中 2008 年雷曼兄弟破產事件對於各類股皆有較顯著的負異常報酬率。而在累積平均異常報酬率亦可發現兩個金融風暴事件對於各類股也有不同程度的影響，雷曼兄弟事件對台灣的影響相較於貨幣危機更為嚴重。林韓成(2011) 以事件研究法分析 2007 及 2008 年金融海嘯對於台灣金融產業股票市場之影響，研究透過分析發現金融海嘯對本國金融產業的影響存在異常報酬；金融海嘯對本國金融產業的影響類別以保險業與銀行業影響較大；事件以雷曼兄弟宣告破產，影響台灣金融業 616.2 億總額投資的衝擊最大。

最後在歐債危機相關文獻國外有，Rengasamy(2012)研究歐元區主權債務相關的政策公佈和發展之報酬的影響，以及金磚五國（巴西、俄羅斯、印度、中國

與南非)的股票市場波動模式。研究發現,俄羅斯、印度和南非取得較高的平均指數報酬,並且在整個研究期間內金磚五國的股市沒有出現負的報酬。在波動性方面,金磚五國的所有國家中,巴西被認為是波動最低的市場,其次是印度,這意味著投資者有更多的機會在這些市場進行投資。然而,所有五個證券交易所所在主權債務危機後期的平均報酬皆下降,巴西、印度與中國在主權債務危機後期甚至出現負的報酬。不過俄羅斯在主權債務危機後期的波動性卻非常低,表示主權債務危機對俄羅斯經濟較不具有影響。Righi and Ceretta(2011)研究歐洲主要市場的波動性結構行為,研究發現 2010 年歐洲債務危機改變歐洲主要市場的風險以及德國、法國和英國市場的波動性,在 2010 年的希臘危機存在結構性的變化;這些市場的波動性,在共變異數分析中顯示:危機的餘波在動盪的高峰期後恢復到更穩定的狀態。

國內相關文獻則有,陳品仲(2012)分析歐洲主權債信危機對台灣證券市場金融業的影響,研究發現歐債危機事件宣告會對台灣金融股股價產生顯著異常報酬,類股中以金控及票券類股有顯著異常報酬率。其中以希臘爆發債務危機及達成紓困協議方案事件宣告有顯著影響,類股中以金控及銀行類股對不同的事件宣告類別有顯著異常報酬率。許秋玲(2012)採取事件研究法探討歐盟危機事件對台灣類股股價短、中、長期之影響。實證結果顯示,台灣類股股價指數的確因歐盟危機事件產生異常報酬,異常報酬程度則依正向及負向事件而有差異,對於短、中、長期及正向和負向事件,各產業類股領頭股皆存在著不同的異常報酬現象,若將將產業分類為 10 個產業組別,則電子產業類股有較高的異常報酬現象,金融類股和傳統產業類股則影響較小。蔡美滿(2013)採用事件研究法探討歐洲主權債信危機對台灣股市的影響,選取與歐洲國家貿易往來密切的六大產業公司,檢視其股價報酬是否會產生顯著的異常反應。另外,以橫斷面迴歸分析探究影響異常股價變動之可能因素。實證結果發現,電機機械、生技醫療、鋼鐵和光電等產業類股,對於信用評等展望調降宣告,其股價表現呈顯著的異常負向反應;長

期信評降級事件宣告，則只有對塑膠產業類股的股價報酬產生顯著的負面影響性；另外斷面迴歸分析結果發現，在評等展望調降事件上，電機機械和化學等兩項產業類股，其外銷比例與異常股價報酬呈現顯著的負向關係；在長期信評降級事件方面，塑膠、鋼鐵和光電產業類股之外銷比例也與異常報酬有負向關聯性。周月娥(2013) 透過事件研究法來探討歐債務危機對台灣股市的影響，研究結果發現，在三個事件期中，其中第一個事件日(2009/10/20)和第二個事件日(1010/04/09)是比較沒有影響的，無論對金融類股和電子類股的異常報酬和累積異常報酬影響不明顯，作者研判歐債危機初期的事件公佈，尚未影響到台灣股市。第三個事件日(2011/09/30)影響比較大，其中對金融股的衝擊最大，其他電子類股則是受到歐債事件的影響較不顯著。



第三章 研究方法

第一節 研究對象與範圍

一、研究期間

本研究以台灣上市櫃整體上市櫃股價為研究對象，以 2009 年 1 月 2 日至 2013 年 3 月 31 日為研究期間，本研究事件日資料取自聯合晚報、聯合報、經濟日報、中時電子報及關於歐債危機之報導做為事件日選擇之依據，主要研究資料包括臺灣經濟新報社(Taiwan Economics Journal, TEJ)資料庫上市櫃公司。

二、樣本選取

本研究樣本選取以與歐洲往來密切的六大產業類股包括塑膠、化學、電機機械、生技醫療、鋼鐵和電子，另外加上台灣的指標性類股金融業，最後還有受進出口影響的航運及受景氣影響的觀光類股，合計 9 大類股，研究樣本如表 3 所示：

表 3 各產業於不同事件期間樣本家數

	塑膠	化學	電機 機械	生技 醫療	鋼鐵	電子	金融	航運	觀光
事件一	27	37	61	39	39	665	42	23	11
事件二	27	37	61	39	39	666	42	23	11
事件三	27	37	61	41	39	673	42	23	11
事件四	27	37	61	41	39	674	42	23	11
事件五	27	37	61	41	39	686	42	23	11
事件六	27	38	63	50	40	719	42	24	13
事件七	29	39	70	71	40	776	44	25	19

三.事件日

表 4 歐債危機相關事件日及事件發生之簡述

事件日	資料出處	事件之簡述
2009/11/23(事件一)	經濟日報	希臘爆發債信危機，因遭罷工反抗，乃被國際禿鷹趁機狙擊重挫全球股市。
2009/12/09(事件二)	經濟日報	惠譽首先下調希臘主權信用評等由”A-“降為”BBB+”，前景展望為負向。
2010/03/25(事件三)	聯合報	惠譽首先下調葡萄牙主權信用評等由”AA”降為”AA-”，前景展望為負向。
2010/04/29(事件四)	經濟日報	標準普爾首先下調西班牙主權額度評級由”AA”降為”AA-”，評級展望為負面。
2010/08/26(事件五)	經濟日報	標準普爾首先下調愛爾蘭主權額度評級由”AA”降為”AA-”。
2011/05/23(事件六)	聯合晚報	標準普爾將義大利主權評等由穩定下調至負面。
2013/03/18(事件七)	中時電子報	賽普勒斯將對存戶課徵 6.75%~9.9%的存款稅。

第二節 研究方法

一.設定估計期

由於必須建立證券預期報酬，所以必須設立一段期間 t_1 到 t_2 的預期模式，我們稱這段期間為估計期，而全部的估計長度為 T 期， $T=t_2-t_1+1$ 。用這個估計期我們就可以建立預期模式在股票報酬上面，不過預測可能會受到我們所要觀察的事件影響，所以事件期共計為 W 期， $W=t_4-t_3+1$ 。在事件期中，以實際報酬減預期報酬，這樣就可得到每一個事件期所受到的事件影響所產生的異常報酬率。通常事件日的前一期定義為-1 期，事件日本身定義為第 0 期，前兩期為-2 期，後兩期為 1 和 2 期，以此類推。

沈中華、李建然(2000)，估計期的長短，亦即 T 設定，並無客觀的標準，不過研究者必須衡量估計期太短可能導致預期模式的預測能力;估計期太長有可能資料發生結構性改變，產生模式不穩定的現象。目前文獻表示，若以日報酬率建立估計模式的時候，估計期間通常設定為 100 日至 300 日；事件期長度方面，與估計期相同並沒有客觀標準，事件期越長雖然可以掌握到事件對股價的影響，但是也越容易遭受其他因素的干擾。一般而言，使用日報酬率時，多採用 2 天至 120 天。(如圖 2 所示)本文的估計期設定為事件日前第 180 天至事件日前第 11 天，共計 170 個交易日；事件期設定為事件日前第 10 天至事件日後第 10，共計 21 個交易日。

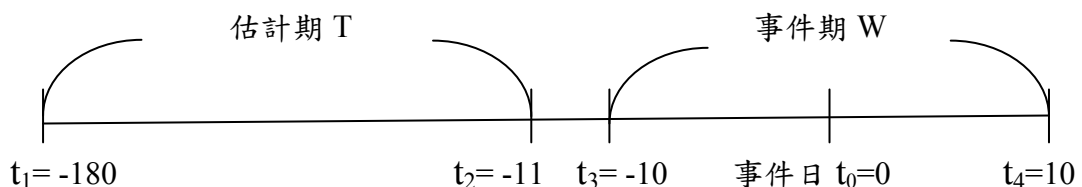


圖 2 事件研究法之時間線

本文用事件研究法檢驗 7 個不同事件日,並觀察歐債危機對台灣整體股市及不同類股之影響是否不同。

二.市場模式(Market Model)

市場模式最早是由 Sharpe(1964)和 Lintner(1965)所使用,用來估計股價預期報酬率,並將會影響股價報酬率變動之市場因素加以排除。市場模式假設股價之預期報酬率與市場投資組合呈線性關係,且假設影響股票報酬率之來源為市場本身之風險與個別股票之風險,其目的在探討某一事件是否影響股價異常報酬率,就是透過觀察在事件日前後數天的股價異常報酬率是否異於零,以檢測此一事件造成股價異常報酬率的反應過程。本研究利用個別股價預期報酬率與個別股價實際報酬率之差額,從而計算台灣股市相關類股上市公司平均異常報酬率(AR)及累積平均異常報酬率(CAR)。

本文的研究方法是以市場模式為主,市場模式是以估計期為資料,估計某一事件宣告或是發生後,對於股價的影響,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。

再進行統計檢定之前，要計算異常報酬率的平均（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歐債事件宣告日對台灣股票市場之異常報酬及累積異常報酬，本章分為兩小節，第一節不同事件日對上市櫃之異常報酬及累積異常報酬，第二節各產業在不同事件日之異常報酬及累積異常報酬。

第一節 不同事件日對上市櫃之異常報酬及累積異常報酬

由表 5 實證結果顯示，在 2009 年 11 月 23 日希臘爆發債信危機，此訊息雖為壞消息但事件日當天卻呈現正的異常報酬(AR) 0.0466%但不顯著，反而在事件日前第 4 天、前 8-10 天及事件日後第 2 天、第 4 天有達到 1%顯著水準之負的異常報酬(AR)，在事件日後的第 1 天也有達到 5%顯著水準之負的異常報酬(AR)；其中又以事件日前第 10 天達到最高負的異常報酬(AR) -0.6439%。

累積異常報酬(CAR)則為事件日前第 3-10 天均呈現顯著之負報酬，在事件日前第 4 天達到最高負的累積異常報酬(CAR) -1.3552%，事件日後累積異常報酬(CAR)則不顯著，研判應該是歐債事件剛發生，對台股尚未產生顯著之影響。

表 6 為第二事件日於 2009 年 12 月 09 日惠譽首先調降希臘主權信用評等前景展望為負向，此訊息為壞消息但事件日當天卻呈現 1%顯著水準之正的異常報酬(AR) 0.7309%，反而在事件日前第 4 天、第 8 天、第 10 天及事件日後第 6 天、第 7 天、第 9 天有達到 1%顯著水準之負的異常報酬(AR)，在事件日前第 6 天及事件日後的第 1 天也有達到 10%顯著水準之負的異常報酬(AR)；其中又以事件日後第 6 天達到最高負的異常報酬(AR) -1.2058%。

累積異常報酬(CAR)則呈現事件日前第 3-10 天為負的累積異常報酬(CAR)，而事件日前的第 2 天至事件日後的第 10 天均呈現正的累積異常報酬(CAR)，且除了事件日前第 2 天外其餘均達 1%的顯著水準；此事件為壞消息應該要有負的

累積異常報酬(CAR)，但實證結果卻相反，推論應與 12 月 5 日的三合一選舉有關，因台灣係屬淺碟型市場易受政治因素影響。

表 7 為第三事件日於 2010 年 03 月 25 日惠譽首先下調葡萄牙主權信用評等前景展望為負向，在此壞消息宣布的當天大盤呈現 1%顯著水準之負的異常報酬(AR) -0.3399%，且在事件日前第 1 天、第 6 天及事件日後第 3 天、第 5 天、第 7 天有達到 1%顯著水準之負的異常報酬(AR)，在事件日前第 7 天也有達到 5%顯著水準之負的異常報酬(AR)在事件日後第 2 天亦呈現 10%顯著水準之負的異常報酬(AR)；其中又以事件日後第 5 天達到最高負的異常報酬(AR) -0.5637%。

此壞消息的宣布理應呈現負的累積異常報酬(CAR)，但實證結果卻是事件期間均呈現正的累積異常報酬(CAR)，雖然事件日後累積異常報酬(CAR)有下滑的現象，但除了事件日前第 6 天外其餘事件期皆達 5%以上顯著水準之正的累積異常報酬(CAR)，推論原因應與央行於 3 月 26 日宣布不升息有關，因為此消息為好消息所以大盤呈現正的累積異常報酬(CAR)。

表 8 為第四事件日於 2010 年 04 月 29 日標準普爾首先下調西班牙主權額度評級，評級展望為負面，此訊息為壞消息但事件日當天卻呈現 1%顯著水準之正的異常報酬(AR) 0.6516%，但於事件日後卻連 6 天出現 1%顯著水準之負的異常報酬(AR)，其中又事件日後的第 1 天達到最高的負的異常報酬(AR) -1.5767%。

第四事件日的累積異常報酬(CAR)共有 19 天呈現負的累積異常報酬(CAR)其中更有 16 天達到 1-5%的顯著水準，並於事件日後第 6 天達到最高之負的累積異常報酬(CAR) -4.8476%，由此可知此一事件日對台灣股市是有顯著影響的，研判可能因為標準普爾於 4 月 27 日剛調降希臘及葡萄牙的主權信用評等，甚至把希臘債信評等打入垃圾等級，連兩日調降歐元區 3 個國家債信評等，另一方面西班牙經濟規模高居歐元區第四位，西班牙若發生債務問題歐盟恐怕無力紓困，所以才會造成台股如此顯著之影響。

表 9 為第五事件日於 2010 年 08 月 26 日標準普爾首先下調愛爾蘭主權額度評級，由” AA” 降為” AA-” ， 在此壞消息宣布的當天台股呈現 1%顯著水準之負的異常報酬(AR) -0.8383%，而且台股於事件日前第 1 天至事件日後第 3 天均呈現 1%顯著水準之負的異常報酬(AR)，在事件日後甚至有 8 天是呈現顯著水準之負的異常報酬(AR)，當中又以事件日後第 3 天達到最高負的異常報酬(AR) -1.8146%。

累積異常報酬則(CAR)是在事件日前均呈現顯著之正向，於事件日後第 2 天後開始呈現顯著之負向，並於事件日後第 3 天有最高之負的累積異常報酬(CAR) -1.9532%，由此可知此事件日明顯對台股產生顯著之負向影響。

表 10 為第六事件日於 2011 年 05 月 23 日標準普爾將義大利主權評等由穩定下調至負面，在此壞消息宣布的當天台股呈現 1%顯著水準之負的異常報酬(AR) -0.8383%，但很快即反應完畢於事件日後第 2 天至事件日後第 5 天已呈現顯著正的異常報酬。

累積異常報酬(CAR)於事件日前第 10 天至事件日前第 7 天呈現顯著負的累積異常報酬(CAR)，於事件日後僅一天呈現顯著累積異常報酬(CAR)，研判應該與美國二次量化寬鬆(QE2)及景氣復甦有關，因此雖然此壞消息宣布造成台股些微小震盪但影響不大。

表 11 為第七事件日於 2013 年 03 月 18 日賽普勒斯將對存款戶課徵 6.75%~9.9%的存款稅，在此壞消息宣布的當天台股呈現 1%顯著水準之負的異常報酬(AR) -0.2385%，但僅於事件日當天呈現顯著之負的異常報酬(AR)，事件日後第 1 天至事件日後第 4 天已呈現顯著正的異常報酬(AR)。

累積異常報酬(CAR)僅於事件日前第 10 天至事件日前第 9 天呈現負的累積異常報酬(CAR)，但是並不顯著，於事件日前第 8 天起累積異常報酬(CAR)呈現

正的上升曲線，且高達 16 天呈現顯著之正的累積異常報酬(CAR)，因此研判此壞消息的宣布對台股並無顯著之負向影響。

表 5 上市(櫃)公司於希臘爆發債信危機宣告之 AR 及 CAR

事件期	AR	P-Value	事件期	CAR	P-Value
-10	-0.6439***	0.0000	-10	-0.6439***	0.0000
-9	-0.3471***	0.0000	-9	-0.9910***	0.0000
-8	-0.3450***	0.0001	-8	-1.3360***	0.0000
-7	0.1811**	0.0339	-7	-1.1549***	0.0000
-6	0.3765***	0.0000	-6	-0.7785***	0.0000
-5	-0.1153	0.1769	-5	-0.8937***	0.0000
-4	-0.4615***	0.0000	-4	-1.3552***	0.0000
-3	0.7794***	0.0000	-3	-0.5758**	0.0171
-2	0.3529***	0.0000	-2	-0.2229	0.3841
-1	0.5223***	0.0000	-1	0.2994	0.2674
0	0.0466	0.5852	0	0.3460	0.2217
1	-0.1975**	0.0207	1	0.1484	0.6157
2	-0.4311***	0.0000	2	-0.2827	0.3584
3	0.1583*	0.0637	3	-0.1244	0.6969
4	-0.3313***	0.0001	4	-0.4557	0.1681
5	0.5356***	0.0000	5	0.0799	0.8150
6	-0.1176	0.1682	6	-0.0378	0.9145
7	0.1227	0.1507	7	0.0849	0.8147
8	-0.5423***	0.0000	8	-0.4574	0.2189
9	0.2523***	0.0031	9	-0.2052	0.5909
10	0.6862***	0.0000	10	0.4810	0.2188

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 6 上市(櫃)公司於惠譽首先下調希臘主權信用評等宣告之 AR 及 CAR

事件期	AR	P-Value	事件期	CAR	P-Value
-10	-0.4490***	0.0000	-10	-0.4490***	0.0000
-9	0.1662**	0.0492	-9	-0.2827**	0.0180
-8	-0.2412***	0.0043	-8	-0.5239***	0.0003
-7	0.5046***	0.0000	-7	-0.0193	0.9090
-6	-0.1435*	0.0894	-6	-0.1629	0.3888
-5	0.1109	0.1894	-5	-0.0519	0.8019
-4	-0.5499***	0.0000	-4	-0.6019***	0.0071
-3	0.2631***	0.0018	-3	-0.3387	0.1565
-2	0.6391***	0.0000	-2	0.3003	0.2362
-1	0.5866***	0.0000	-1	0.8869***	0.0009
0	0.7309***	0.0000	0	1.6178***	0.0000
1	-0.1609*	0.0569	1	1.4569***	0.0000
2	0.5693***	0.0000	2	2.0262***	0.0000
3	0.6989***	0.0000	3	2.7251***	0.0000
4	0.6155***	0.0000	4	3.3406***	0.0000
5	0.7105***	0.0000	5	4.0511***	0.0000
6	-1.2058***	0.0000	6	2.8453***	0.0000
7	-0.2891***	0.0006	7	2.5562***	0.0000
8	0.1452*	0.0858	8	2.7014***	0.0000
9	-0.2316***	0.0061	9	2.4698***	0.0000
10	0.0304	0.7191	10	2.5002***	0.0000

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 上市(櫃)公司於惠譽首先下調葡萄牙主權信用評等宣告之 AR 及 CAR

事件期	AR	P-Value	事件期	CAR	P-Value
-10	0.1524**	0.0409	-10	0.1524**	0.0409
-9	0.0676	0.3643	-9	0.2201**	0.0369
-8	0.5212***	0.0000	-8	0.7413***	0.0000
-7	-0.1738**	0.0197	-7	0.5675***	0.0001
-6	-0.4332***	0.0000	-6	0.1343	0.4205
-5	0.6817***	0.0000	-5	0.8160***	0.0000
-4	0.5766***	0.0000	-4	1.3925***	0.0000
-3	1.4492***	0.0000	-3	2.8417***	0.0000
-2	0.0960	0.1980	-2	2.9377***	0.0000
-1	-0.2351***	0.0016	-1	2.7025***	0.0000
0	-0.3399***	0.0000	0	2.3626***	0.0000
1	-0.0739	0.3218	1	2.2887***	0.0000
2	-0.1250*	0.0936	2	2.1637***	0.0000
3	-0.2370***	0.0015	3	1.9267***	0.0000
4	0.3834***	0.0000	4	2.3101***	0.0000
5	-0.5637***	0.0000	5	1.7464***	0.0000
6	0.4558***	0.0000	6	2.2023***	0.0000
7	-0.4442***	0.0000	7	1.7581***	0.0000
8	0.0134	0.8574	8	1.7715***	0.0000
9	0.0922	0.2162	9	1.8637***	0.0000
10	0.1042	0.1622	10	1.9679***	0.0000

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 上市(櫃)公司於標準普爾下調西班牙主權額度評級宣告之 AR 及 CAR

事件期	AR	P-Value	事件期	CAR	P-Value
-10	-0.1024	0.1593	-10	-0.1024	0.1593
-9	0.5640***	0.0000	-9	0.4616***	0.0000
-8	-1.4895***	0.0000	-8	-1.0279***	0.0000
-7	0.1958***	0.0071	-7	-0.8322***	0.0000
-6	0.4722***	0.0000	-6	-0.3599**	0.0269
-5	0.3347***	0.0000	-5	-0.0252	0.8876
-4	0.2016***	0.0056	-4	0.1764	0.3594
-3	-1.1512***	0.0000	-3	-0.9747***	0.0000
-2	-0.1814**	0.0126	-2	-1.1562***	0.0000
-1	0.2873***	0.0001	-1	-0.8689***	0.0002
0	0.6516***	0.0000	0	-0.2173	0.3679
1	-1.5767***	0.0000	1	-1.7940***	0.0000
2	-0.7549***	0.0000	2	-2.5489***	0.0000
3	-0.1978***	0.0066	3	-2.7467***	0.0000
4	-0.9846***	0.0000	4	-3.7313***	0.0000
5	-0.4884***	0.0000	5	-4.2197***	0.0000
6	-0.6279***	0.0000	6	-4.8476***	0.0000
7	0.9948***	0.0000	7	-3.8528***	0.0000
8	0.3037***	0.0000	8	-3.5490***	0.0000
9	0.0383	0.5988	9	-3.5108***	0.0000
10	-0.1751**	0.0161	10	-3.6859***	0.0000

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 9 上市(櫃)公司於標準普爾下調愛爾蘭主權額度評級宣告之 AR 及 CAR

事件期	AR	P-Value	事件期	CAR	P-Value
-10	0.9226***	0.0000	-10	0.9226***	0.0000
-9	0.6058***	0.0000	-9	1.5285***	0.0000
-8	-0.0213	0.7620	-8	1.5072***	0.0000
-7	0.3134***	0.0000	-7	1.8205***	0.0000
-6	0.1475**	0.0362	-6	1.9680***	0.0000
-5	0.0317	0.6522	-5	1.9997***	0.0000
-4	-0.1024	0.1457	-4	1.8973***	0.0000
-3	-0.2321***	0.0010	-3	1.6652***	0.0000
-2	0.2978***	0.0000	-2	1.9629***	0.0000
-1	-0.1456**	0.0387	-1	1.8174***	0.0000
0	-0.8383***	0.0000	0	0.9791***	0.0000
1	-0.1924***	0.0063	1	0.7867***	0.0013
2	-0.9253***	0.0000	2	-0.1386	0.5852
3	-1.8146***	0.0000	3	-1.9532***	0.0000
4	0.5391***	0.0000	4	-1.4141***	0.0000
5	-0.3126***	0.0000	5	-1.7267***	0.0000
6	0.1993***	0.0046	6	-1.5274***	0.0000
7	0.3526***	0.0000	7	-1.1748***	0.0001
8	-0.1229*	0.0809	8	-1.2977***	0.0000
9	-0.1338*	0.0574	9	-1.4315***	0.0000
10	-0.3176***	0.0000	10	-1.7491***	0.0000

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 10 上市(櫃)公司於標準普爾下調義大利主權評等宣告之 AR 及 CAR

事件期	AR	P-Value	事件期	CAR	P-Value
-10	-0.1276**	0.0429	-10	-0.1276**	0.0429
-9	-0.0486	0.4411	-9	-0.1762**	0.0481
-8	-0.2784***	0.0000	-8	-0.4545***	0.0000
-7	-0.0442	0.4828	-7	-0.4988***	0.0001
-6	0.4856***	0.0000	-6	-0.0131	0.9257
-5	0.1930***	0.0022	-5	0.1799	0.2440
-4	-0.0570	0.3659	-4	0.1229	0.4612
-3	0.0237	0.7072	-3	0.1466	0.4110
-2	0.0445	0.4800	-2	0.1911	0.3122
-1	-0.3712***	0.0000	-1	-0.1801	0.3663
0	-0.1283**	0.0418	0	-0.3084	0.1402
1	-0.2875***	0.0000	1	-0.5959***	0.0064
2	0.3350***	0.0000	2	-0.2609	0.2511
3	0.3014***	0.0000	3	0.0406	0.8634
4	0.1923***	0.0023	4	0.2329	0.3401
5	0.2381***	0.0002	5	0.4710*	0.0618
6	-0.2426***	0.0001	6	0.2284	0.3795
7	-0.1939***	0.0021	7	0.0345	0.8973
8	0.2238***	0.0004	8	0.2583	0.3471
9	0.0796	0.2065	9	0.3379	0.2306
10	0.2947***	0.0000	10	0.6326**	0.0285

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 上市(櫃)公司於賽普勒斯將對存戶課徵存款稅宣告之 AR 及 CAR

事件期	AR	P-Value	事件期	CAR	P-Value
-10	-0.0266	0.6160	-10	-0.0266	0.6160
-9	-0.0204	0.7004	-9	-0.0471	0.5308
-8	0.1228**	0.0207	-8	0.0758	0.4100
-7	0.3970***	0.0000	-7	0.4727***	0.0000
-6	-0.2190***	0.0000	-6	0.2537**	0.0326
-5	0.1360**	0.0104	-5	0.3897***	0.0027
-4	-0.0742	0.1623	-4	0.3156**	0.0247
-3	-0.1079**	0.0420	-3	0.2076	0.1667
-2	0.0951*	0.0731	-2	0.3028*	0.0573
-1	0.0674	0.2041	-1	0.3702**	0.0274
0	-0.2385***	0.0000	0	0.1317	0.4546
1	0.3405***	0.0000	1	0.4722**	0.0102
2	0.3144***	0.0000	2	0.7866***	0.0000
3	0.3308***	0.0000	3	1.1174***	0.0000
4	0.1476***	0.0054	4	1.2650***	0.0000
5	-0.0332	0.5320	5	1.2318***	0.0000
6	0.2301***	0.0000	6	1.4620***	0.0000
7	-0.0617	0.2455	7	1.4003***	0.0000
8	0.1347**	0.0112	8	1.5350***	0.0000
9	0.2292***	0.0000	9	1.7642***	0.0000
10	-0.1659***	0.0018	10	1.5984***	0.0000

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

綜合以上結果顯示，本研究所選取之事件日皆為負面消息，在此壞消息的宣布理應呈現負的累積異常報酬(CAR)，但實證結果發現在第二、第三及第六個事件日卻呈現正的累積異常報酬(CAR)，歸咎其原因應該是台灣股市為淺碟型市場易受其它事件干擾，將干擾本研究之事件(有正、有負)整理如表 12 所示。

表 12 干擾本研究之事件

事 件 日	干擾事件簡述
第二事件日 (2009/12/09)	2009/12/05 三合一選舉。
第三事件日 (2010/03/25)	2010/03/26 央行宣布不升息(市場預計將升息)。
第四事件日 (2010/04/29)	1. 2010/04/27 經建會公布 3 月分景氣概況，景氣燈號連 3 紅。 2. 2010/04/27 標準普爾再次調降希臘及葡萄牙債信評等，希臘甚至被打入垃圾等級。
第六事件日 (2011/05/23)	1. 2011/05/20 總統就職演說(520 行情) 2. 2011/05/24 國內爆發首起運動飲料添加塑化劑事件。

第二節 各產業在不同事件日之 AR 及 CAR

由表 13、14 結果顯示，第一事件日宣告當天除了電子股為 1% 顯著正異常報酬(AR)外其餘皆為負的異常報酬(AR)但都不顯著；累積異常報酬塑膠類股為 -2.5386% 但不顯著，金融類股為 -5.6922% 達 1% 顯著水準，原因應該是因為銀行類股剛經歷金融海嘯的衝擊，所以當歐債危機發生才會對銀行類股產生顯著之負的累積異常報酬(CAR)。

第二事件日宣告時有塑膠及金融類股呈現負的異常報酬(AR)但也不顯著，反而是電子類股及觀光類股達 1% 顯著水準之正異常報酬(AR)，觀光類股的正異常報酬(AR)達 4.1931%，研判應該是市場預期四次江陳會談開放陸客自由行，所以觀光類股才會不受負面消息影響；累積異常報酬(CAR)塑膠類股為 -4.7963%、金融類股為 -3.1119% 且都達 5% 之顯著水準。

第三事件日宣告除了鋼鐵類股外其餘都是負的異常報酬(AR)，塑膠類股達 10% 顯著水準之負的異常報酬(AR) -0.7050%，航運類股達 5% 顯著水準之負的異常報酬(AR) -0.8210%，電子類股達 1% 顯著水準之負的異常報酬(AR) -0.3911%；累積異常報酬(CAR)各類股均呈現正值，推論原因應與央行於 3 月 26 日宣布不升息有關，因為此消息為好消息所以各類股呈現正的累積異常報酬(CAR)。

第四事件日宣告時異常報酬(AR)均呈現正值，而且除了塑膠、化工、生技醫療外其餘皆達 1-10% 之顯著水準，研判應與 4 月 27 日經建會公布 3 月分景氣燈號連 3 紅有關；景氣的連 3 紅依舊敵不過標準普爾連兩日調降歐元區 3 個國家債信評等，各類股累積異常報酬(CAR)除了金融及觀光類股外其餘皆為負的累積異常報酬(CAR)，其中塑膠、化工、電機機械、生技醫療及電子類股均呈現 4-5% 之負的累積異常報酬(CAR)，其顯著水準達 5% 以上。

第五事件日宣告時化工類股、生技醫療類股、電子類股、金融類股及觀光類

股均達 1%顯著水準之負的異常報酬(AR)，當中又以生技醫療類股負的異常報酬(AR)最高，達到-2.2677%；累積異常報酬(CAR)則有電機機械、電子、金融、航運類股達 1%顯著水準之負的累積異常報酬(CAR)，其中以航運類股之負的累積異常報酬(CAR)最高-8.0942%。

第六事件日宣告時電子類股達 10%顯著水準之負的異常報酬(AR)-0.1559%，鋼鐵類股達 5%顯著水準之負的異常報酬(AR)-0.6380%；累積異常報酬(CAR)則有化工及生技醫療達 1%顯著水準之負的累積異常報酬(CAR)，鋼鐵及金融類股達 5%顯著水準之負的累積異常報酬(CAR)，其中以生技醫療類股之負的累積異常報酬(CAR)最高-9.5259%。

第七事件日宣告時鋼鐵類股達 5%顯著水準之負的異常報酬(AR)-0.5794%，電子及金融類股分別為-0.23238099%之負的異常報酬(AR)，其顯著水準 1%；累積異常報酬(CAR)則有鋼鐵、金融及觀光類股達 5%顯著水準之負的異常報酬(AR)，而生技醫療類股達 1%顯著水準之最高負的異常報酬(AR)-8.2292%。

綜合上述，在事件日宣告的前三個事件日對各產業影響較小，甚至於第三個事件日幾乎沒有影響，而第四個事件日影響最大有六個產業為顯著之負向影響，其次為第五、六、七個事件日有四個產業為顯著之負向影響，就產業而言以金融類股的影響最大有五個顯著之負向影響。

表 13 各事件日宣告對不同產業之異常報酬(AR)

事件日	塑膠	化工	電機機械	生技醫療	鋼鐵	電子	金融	航運	觀光
第一事件日 (2009/11/23)	-0.7747 (0.1149)	-0.5652 (0.1678)	-0.1411 (0.6676)	-0.9138 (0.1748)	-0.3522 (0.3795)	0.3528 (0.0038)***	-0.3157 (0.3757)	-0.7468 (0.1100)	-1.0596 (0.1763)
第二事件日 (2009/12/09)	-0.3052 (0.5308)	0.0338 (0.9335)	0.3896 (0.2288)	0.6100 (0.3422)	0.1371 (0.7265)	0.9541 (0.0000)***	-0.2200 (0.5243)	0.3783 (0.4015)	4.1931 (0.0000)***
第三事件日 (2010/03/25)	-0.7050 (0.0938)*	-0.3039 (0.4021)	-0.2638 (0.3804)	-0.3136 (0.5608)	0.5451 (0.0937)*	-0.3911 (0.0003)***	-0.3915 (0.1119)	-0.8210 (0.0266)**	-0.6805 (0.2260)
第四事件日 (2010/04/29)	0.6670 (0.1036)	0.2756 (0.4482)	0.7514 (0.0134)**	0.0964 (0.8166)	1.6526 (0.0000)***	0.4872 (0.0000)***	0.6528 (0.0060)***	1.3132 (0.0004)***	1.0081 (0.0634)*
第五事件日 (2010/08/26)	0.3832 (0.3181)	-1.4519 (0.0000)***	-0.4310 (0.1500)	-2.2677 (0.0000)***	-0.1745 (0.5815)	-0.8520 (0.0000)***	-0.7083 (0.0017)***	0.0614 (0.8711)	-1.5811 (0.0040)***
第六事件日 (2011/05/23)	-0.0871 (0.8156)	-0.6853 (0.1049)	-0.1779 (0.5254)	0.3401 (0.3473)	-0.6380 (0.0329)**	-0.1559 (0.0795)*	-0.0033 (0.9881)	0.0621 (0.8559)	0.0617 (0.9424)
第七事件日 (2013/03/18)	-0.1569 (0.5944)	-0.1544 (0.5295)	-0.3240 (0.1380)	-0.2826 (0.4512)	-0.5794 (0.0225)**	-0.2323 (0.0019)***	-0.8099 (0.0000)***	-0.3509 (0.2314)	0.1297 (0.7082)

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

註：括號中為 P 值

表 14 各事件日宣告對不同產業之累積異常報酬(CAR)

事件日	塑膠	化工	電機機械	生技醫療	鋼鐵	電子	金融	航運	觀光
第一事件日 (2009/11/23)	-2.5386 (0.2597)	0.4845 (0.7964)	0.1931 (0.8979)	3.9994 (0.1949)	2.8531 (0.1203)	2.1852 (0.0001)***	-5.6922 (0.0005)***	2.3847 (0.2654)	3.4756 (0.3330)
第二事件日 (2009/12/09)	-4.7963 (0.0316)**	-0.4342 (0.8152)	0.7325 (0.6214)	1.6449 (0.5762)	4.502 (0.0122)**	4.9697 (0.0000)***	-3.1119 (0.0494)**	2.0455 (0.3222)	3.7415 (0.2850)
第三事件日 (2010/03/25)	0.0217 (0.9910)	4.2529 (0.0105)**	9.9445 (0.0000)***	5.0685 (0.0402)**	1.4540 (0.3293)	0.2923 (0.5588)	3.1453 (0.0053)***	3.5039 (0.0389)**	2.8052 (0.2760)
第四事件日 (2010/04/29)	-4.5888 (0.0146)**	-4.5162 (0.0067)***	-4.9909 (0.0003)***	-5.7722 (0.0025)***	-2.7313 (0.0620)*	-4.2877 (0.0000)***	1.5062 (0.1668)	-0.0207 (0.9902)	1.2432 (0.6174)
第五事件日 (2010/08/26)	1.1607 (0.5094)	3.1261 (0.0513)*	-5.0347 (0.0002)***	6.4512 (0.0001)***	2.5492 (0.0789)*	-2.6897 (0.0000)***	-4.5562 (0.0000)***	-8.0942 (0.0000)***	-1.6375 (0.5154)
第六事件日 (2011/05/23)	-1.8648 (0.2757)	-6.6105 (0.0006)***	-1.6054 (0.2112)	-9.5259 (0.0000)***	-2.8226 (0.0394)**	2.8872 (0.0000)***	-2.0645 (0.0397)**	-1.7593 (0.2613)	1.9177 (0.6244)
第七事件日 (2013/03/18)	2.5998 (0.0543)*	0.0976 (0.9309)	0.6635 (0.5074)	-8.2292 (0.0000)***	-2.8106 (0.0157)**	3.5634 (0.0000)***	-1.6220 (0.0456)**	-1.0455 (0.4365)	-3.6213 (0.0226)**

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

註：括號中為 P 值

由圖 3 顯示在第一事件日宣告時觀光類股於事件日前第 5 天有 5%顯著水準之最高負的異常報酬(AR)-1.772%，其次為金融類股於事件日前第 9 天有 1%顯著之負的異常報酬-1.3328%。

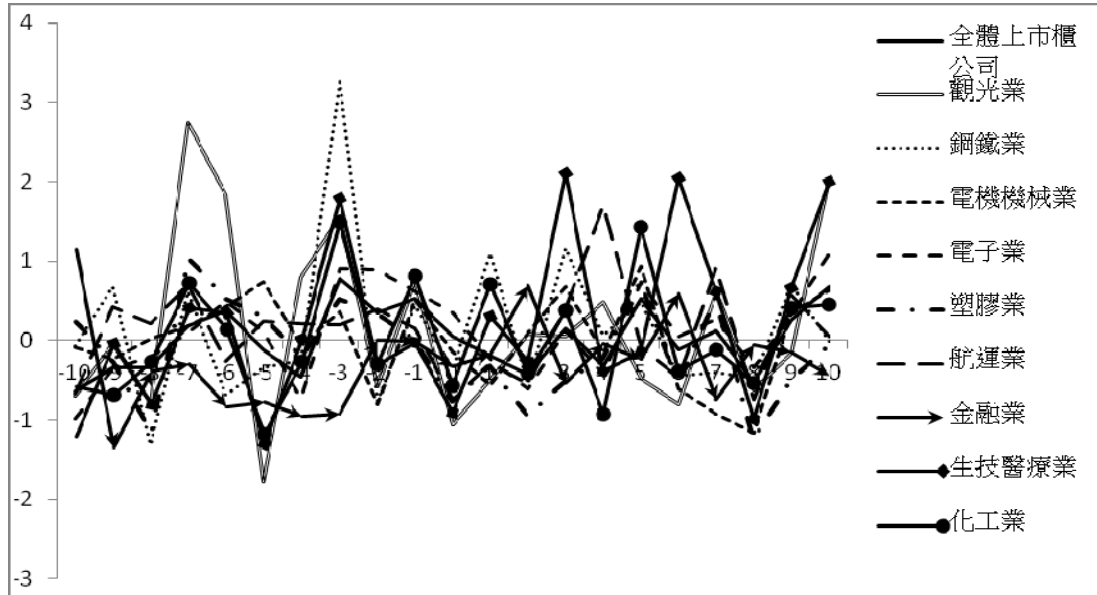


圖 3 各產業於希臘爆發債信危機宣告之 AR 圖

由圖 4 顯示金融類股則有 1%顯著水準之最高負的累積異常報酬 (CAR)-5.6922%，其次為塑膠類股有-2.5386%但不顯著，其餘類股則呈現正的累積異常報酬(CAR)；研判第一事件日除了金融類股外對其他類股尚未產生顯著之影響。

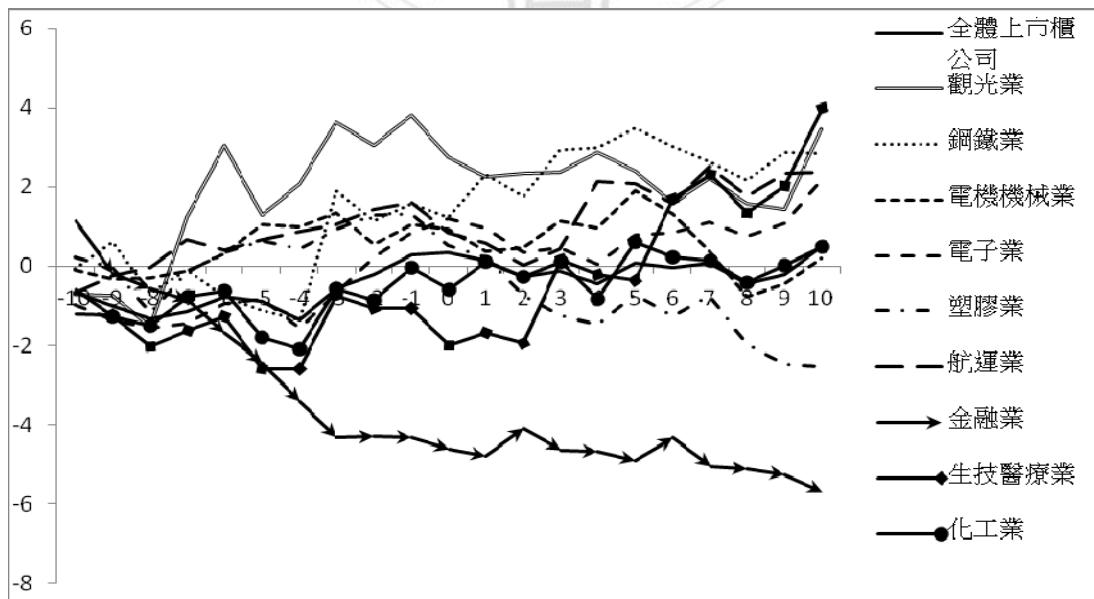


圖 4 各產業於希臘爆發債信危機宣告之 CAR 圖

由圖 5 顯示在第二事件日宣告時電子類股於事件日前第 6 天有 1% 顯著水準之最高負的異常報酬(AR)-1.6357%，生技醫療類股於事件日前第 7 天有 5% 顯著水準之次高負的異常報酬(AR)-1.5095%。

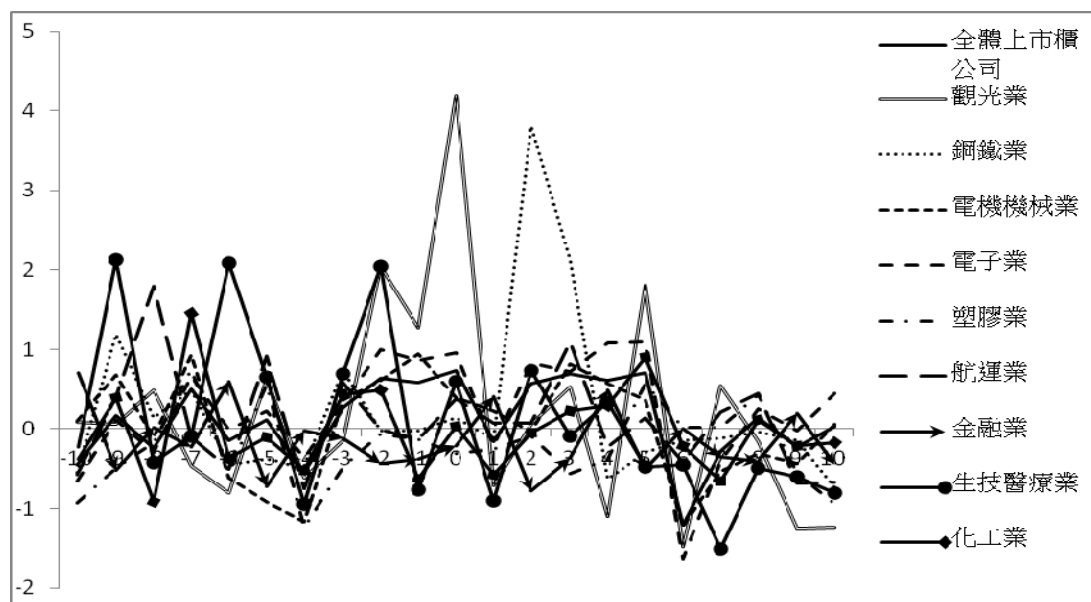


圖 5 各產業於惠譽首先下調希臘主權信用評等宣告之 AR 圖

由圖 6 顯示塑膠類股有 5% 顯著水準之最高負的累積異常報酬(CAR) -4.7963%，其次為金融類股也有 5% 顯著水準之負的累積異常報酬(CAR) -3.1119%，第二事件日宣告受三合一選舉之影響，各類股均呈現正的累積異常報酬(CAR)，只有塑膠類股及金融類股呈現顯著之負向影響。

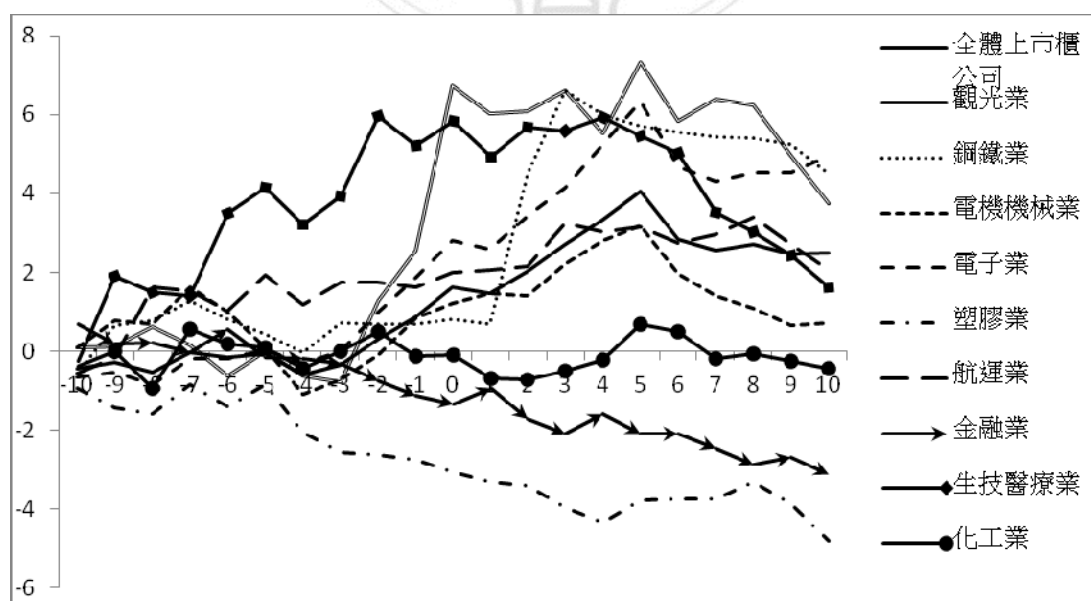


圖 6 各產業於惠譽首先下調希臘主權信用評等宣告之 CAR 圖

由圖 7 顯示在第三事件日宣告時鋼鐵類股於事件日後第 1 天有 1% 顯著水準之最高負的異常報酬-1.6348%，生技醫療類股於事件日前第 1 天有顯著 1% 之次高負的異常報酬-1.6099%。

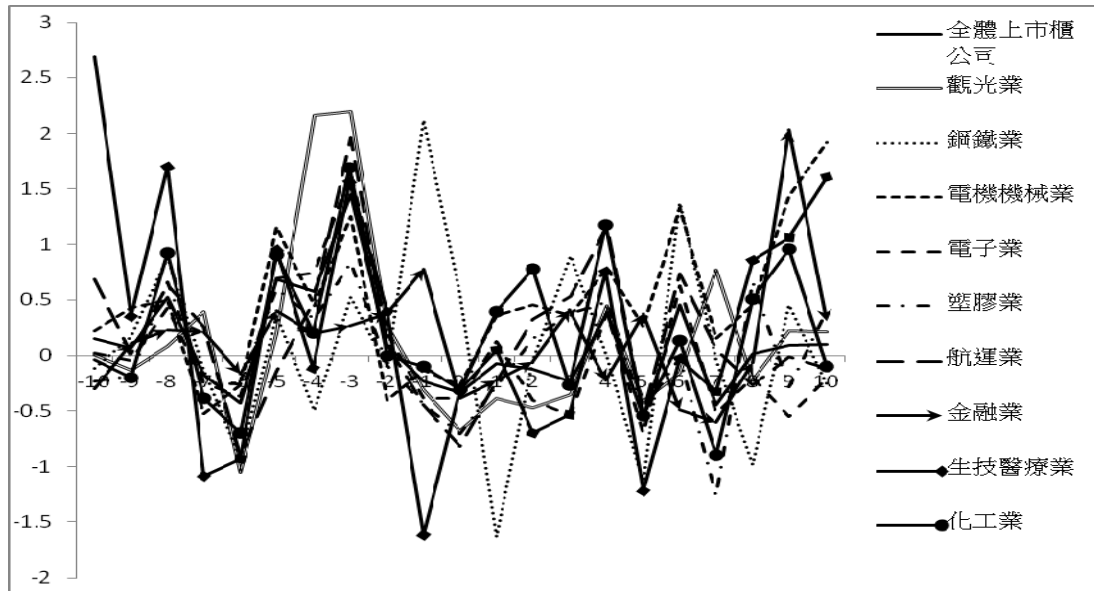


圖 7 各產業於惠譽首先下調葡萄牙主權信用評等宣告之 AR 圖

由圖 8 顯示累積異常報酬則是所有類股均呈現正值，由此可知第三事件日的宣告對各類股雖呈現短暫的負向影響，但整個事件期的累積異常報酬卻是正向影響，歸究原因應該是市場原本預期央行會升息，但最後央行卻宣布維持低利率暫不升息，受此利多消息宣布的刺激各類股均呈現正的累積異常報酬(CAR)。

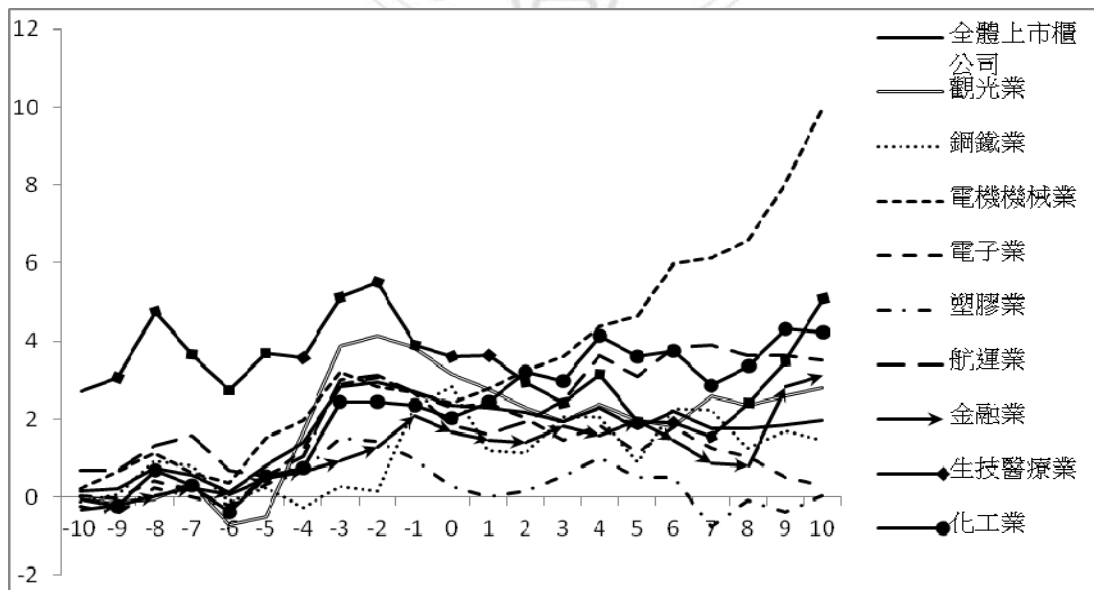


圖 8 各產業於惠譽首先下調葡萄牙主權信用評等宣告之 CAR 圖

由圖 9 顯示在第四事件日宣布的前第 8 天、第 3 天及事件日後第 1 天各類股多呈現明顯負的異常報酬，其中鋼鐵、電機機械、電子、生技醫療、化工等類股於這 3 天均呈現 5% 以上之顯著負的異常報酬，當中又以事件日前第 8 天電機機械類股之負的異常報酬最高為 -2.9163%。

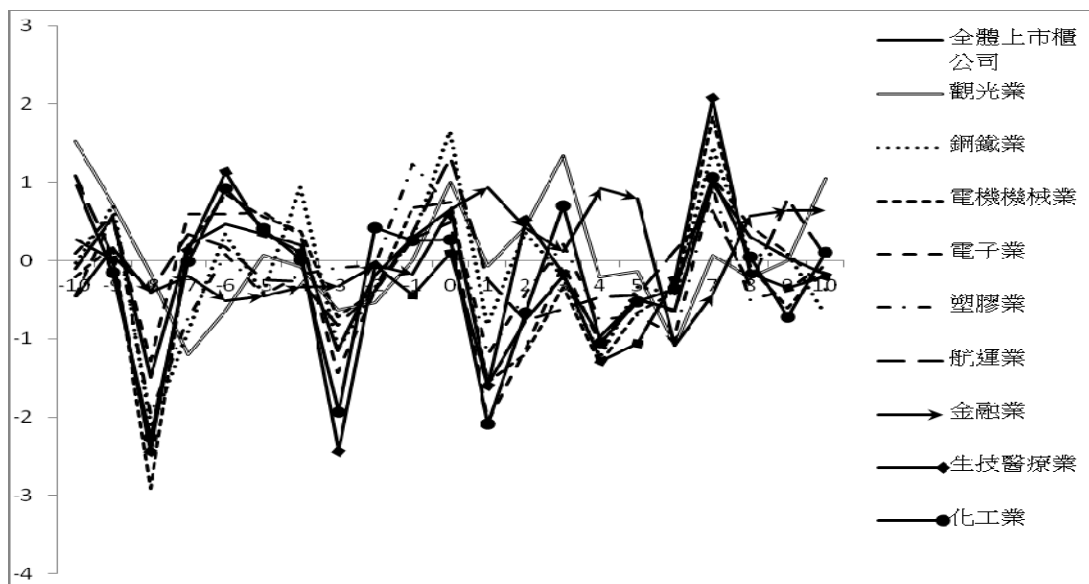


圖 9 各產業於標準普爾首先下調西班牙主權額度評級宣告之 AR 圖

由圖 10 顯示累積異常報酬除了金融、觀光及航運類股外其餘皆為負值，且均達 10% 以上之顯著水準，當中又以生技類股有最高負的累積異常報酬 -5.7722%，其次為電機機械類股的 -4.9909%，顯然第四事件日對各類股有較顯著之負向影響。

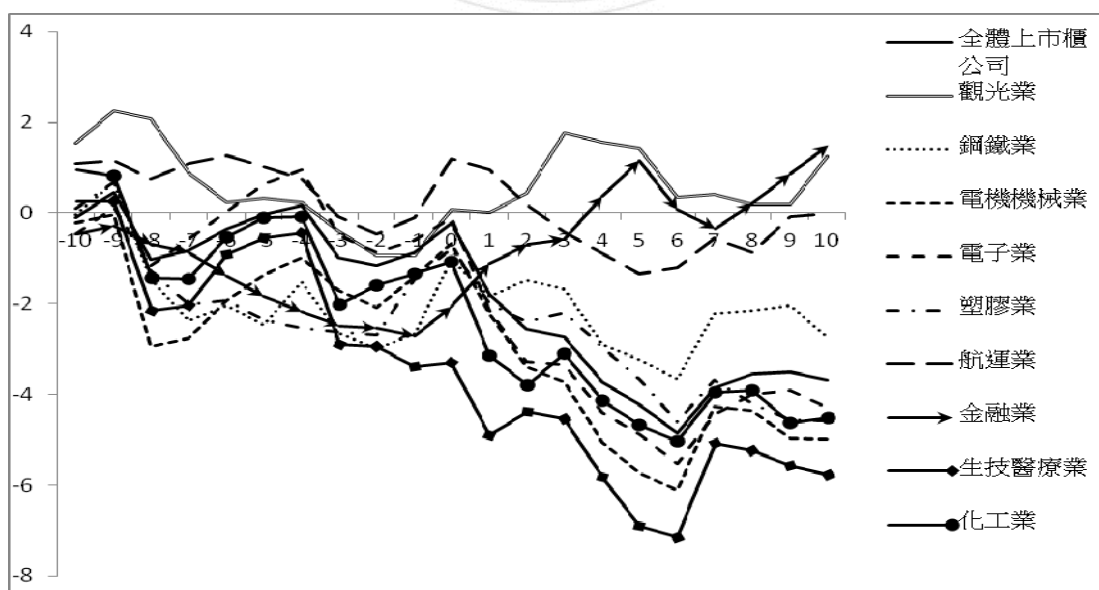


圖 10 各產業於標準普爾首先下調西班牙主權額度評級宣告之 CAR 圖

由圖 11 顯示第五事件日於事件期有多個產業呈現 1% 顯著水準之負的異常報酬，且負的異常報酬高達 2% 以上，分別為事件日前第 1 天的航運類股為 -2.1911%、事件日當天的生技醫療類股為 -2.2677%、事件日後第 2 天的觀光類股為 -2.1094% 及電子類股為 -2.2666%、事件日後第 9 天的觀光類股為 -2.1761%、最後事件日後第 10 天的生技醫療類股為 -2.2411%，其中又以事件日當天的生技醫療類股有最高之負的異常報酬。

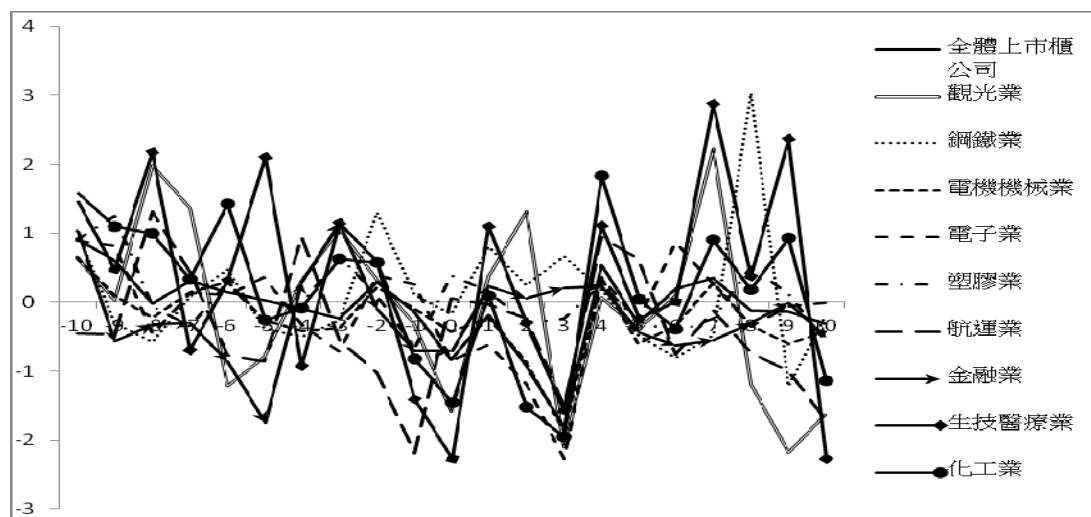


圖 11 各產業於標準普爾首先下調愛爾蘭主權額度評級宣告之 AR 圖

由圖 12 顯示第五事件日有四大類股其負的累積異常報酬是高於大盤的 -1.7491%，且均達 1% 之顯著水準，分別為電子類股的 -2.687%、金融類股的 -4.5562%、電機類股的 -5.0347% 及航運類股的 -8.0942%，顯然第五事件日對以上四大類股是有顯著之負向影響。

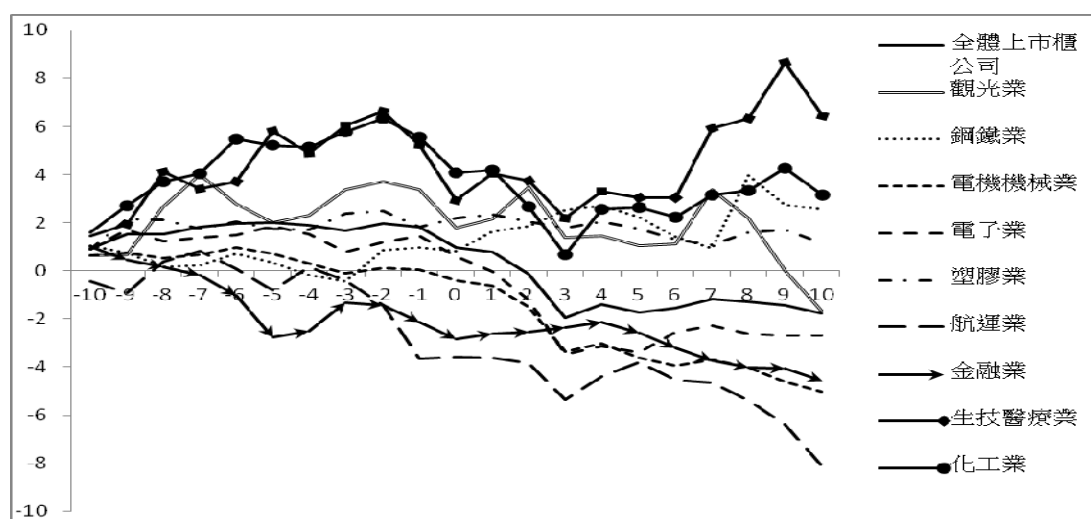


圖 12 各產業於標準普爾首先下調愛爾蘭主權額度評級宣告之 CAR 圖

由圖 13 顯示在第六事件日宣告時，生技醫療類股於事件日前第 6 天、第 7 天達 10%顯著水準之負的異常報酬，分別為-1.3414%及-1.2498%，到了事件日後第 1 天、第 5 天負的異常報酬更高了，達到-2.0280%及-2.1645%顯著水準為 1%，研判應該是受到塑化劑衝擊才會有如此顯著之負向影響，除了生技醫療類股外觀光類股於事件日後第 6 天也有 10%顯著水準之負的異常報酬-1.4856%。

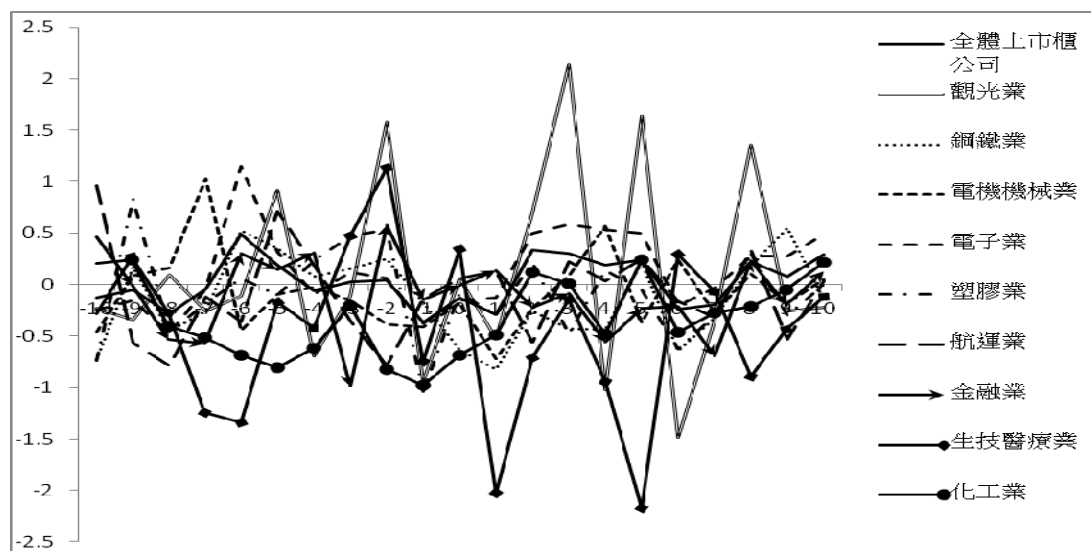


圖 13 各產業於標準普爾將義大利主權評等下調至負面宣告之 AR 圖

由圖 14 顯示第六事件日剔除受塑化劑影響的生技醫療及化工類股，此一事件日僅對鋼鐵及金融類股有顯著之負向影響，其負的累積異常報酬分別為-2.8226%及-2.0645%，而大盤受生技醫療及化工類股拖累還能回到正向累積異常報酬，由此研判此一事件日對台股負向影響已較不顯著。

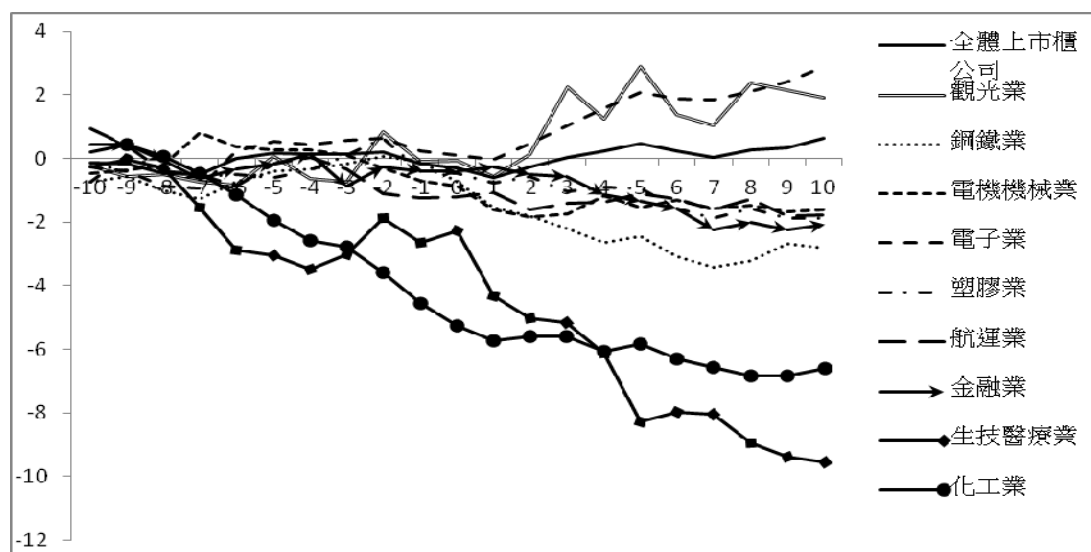


圖 14 各產業於標準普爾將義大利主權評等下調至負面宣告之 CAR 圖

由圖 15 顯示在第七事件日宣告時，生技醫療類股的異常報酬波動較其他類股來的劇烈，其中又以事件日前第 10 天的-3.3727%及事件日後第 10 天的-2.4567%有較高負的異常報酬。

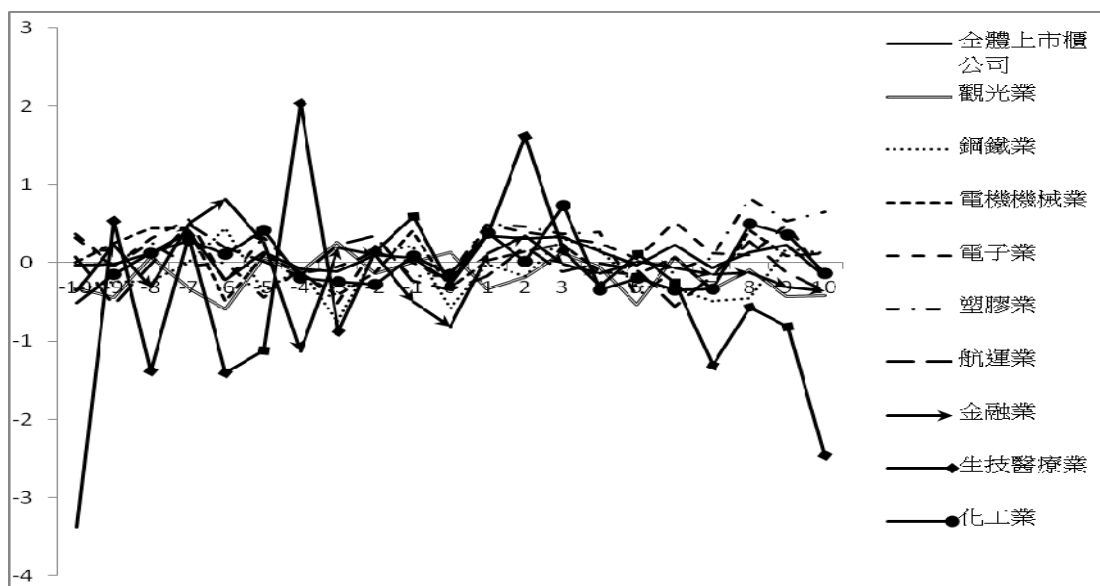


圖 15 各產業於賽普勒斯將對存戶課徵存款稅宣告之 AR 圖

由圖 16 顯示第七事件日有四大類股達 5%以上之顯著負的累積異常報酬，分別為金融類股的-1.6220%、鋼鐵類股的-2.8106%、觀光類股的-3.6213%及生技醫療類股的-8.2292%，顯然第七事件日對以上四大類股是有顯著之負向影響。

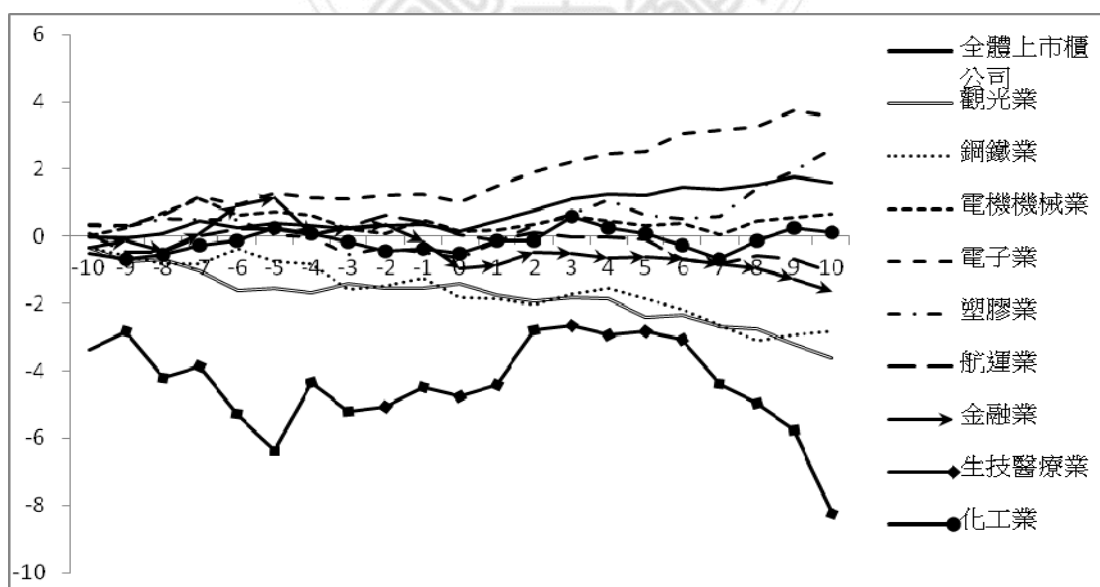


圖 16 各產業於賽普勒斯將對存戶課徵存款稅宣告之 CAR 圖

第五章 結論與建議

第一節 結論

由於歐債危機為全球性的金融危機，當事件發生時全球經濟景氣將遭受影響，本研究選取希臘爆發債信危機及 PIIGS 五國首次被降評，最後加上最近賽普勒斯將對存戶課徵存款稅等七個負面事件日，主要探討歐債危機事件宣告對台灣上市櫃公司是否產生異常報酬，另外，本研究進一步探討歐債危機對台灣上市櫃產業-塑膠、化學、電機機械、生技醫療、鋼鐵、電子、金融、航運及觀光業等 9 個產業的股價影響。

實證結果顯示，第一事件對台股影響不是很顯著，研判因歐債事件剛發生所以對台股影響較不顯著；第二事件及第三事件對台股影響不顯著，研判應該是在第二事件期當時有選舉行情，而第三事件期則是因為當時市場預期升息而央行卻宣布不升息，這個消息的宣布對台股而言是利多消息，因此台股未受歐債事件影響反而呈現顯著正的累積異常報酬；第四事件及第五事件對台股呈現顯著負向影響，尤其是第四事件對台股負向影響最大；第六事件及第七事件對台股影響也不顯著，研判應該是美國持續的量化寬鬆(QE)及景氣的復甦，另外時間拖長使得投資者出現麻木的投資反映。

就產業而言以金融類股的影響最大有五個顯著之負向影響，其次為鋼鐵類股及生技醫療類股有三個顯著之負向影響，接著為塑膠類股、化工類股、電機機械類股及電子類股有二個顯著之負向影響，最後為航運類股及觀光類股有一個顯著之負向影響；由於國與國間的貿易往來愈來愈密切，另外資訊的發達促使國際金融市場連動性愈來愈高，因此當有金融危機出現時金融類股首當其衝影響最大，其次為進出口貿易往來密切之產業。

第二節 建議

本研究僅針對事件對台灣股市及塑膠、化學、電機機械、生技醫療、鋼鐵、電子、金融、航運、觀光等 9 大產業的影響進行探討，建議後續研究者可加入財務比率，如公司資產、負債比率、獲利比率…等進行相關之研究，進一步探知哪些財務比率對股市之影響較為顯著。



參考文獻

一、中文部份

- 王慧菱，「SARS 疾病災難事件對股票市場之影響—以台灣生技醫療產業為例」，國立陽明大學醫務管理研究所碩士論文，2005 年。
- 王慧雯，「晚報推薦資訊對臺灣股票市場影響之研究」，國立成功大學工業管理學系碩士論文，1998 年。
- 沈中華、李建然，「事件研究法-財務與會計實證研究必備」，華泰文化事業股份有限公司出版，2000 年。
- 吳承翰，「重大事件對股票市場之影響-以次級房貸風暴對台灣金融業為例」，國立高雄第一科技大學金融營運所碩士論文，2008 年。
- 宋施怡，「次及房貸事件對美國與台灣股市之衝擊分析」，國立台北大學統計學系碩士論文，2008 年。
- 李憲彥，「台灣上市公司庫藏股購回宣告效應之研究」，國立中央大學企業管理研究所碩士論文，2005 年。
- 周月娥，「歐債事件對台灣股票報酬的影響」，雲林科技大學財務金融系碩士論文，2013 年。
- 林章德，「上市公司重大投資宣告對股價影響之研究」，東海大學企業管理研究所碩士論文，2000 年。
- 林韓成，「金融海嘯對台灣金融產業影響之實證研究」，國立宜蘭大學應用經濟學系碩士論文，2011 年。
- 洪瑞宏，「美國次級房貸資訊揭露對台股異常報酬影響之研究」，樹德科技大學金融與風險管理所碩士論文，2009 年。
- 莊文智，「歐元區 PIIGS 五國主權債務與金融市場發展之探討」，實踐大學財務金融學系碩士論文，2011 年。
- 凌明智，「重大災難事件對股票市場之影響-以 SARS 疾病災難事件對台灣金融業為例」，國立高雄第一科技大學金融營運所碩士論文，2003 年。
- 陳品仲，「歐洲主權債信危機對台灣證券市場金融股之影響」，國立中央大學財務金融學系碩士論文，2012 年。

陳信奇，「工商日報推薦個股資訊對股價影響之實證研究」，雲林科技大學財務金融系碩士論文，2007年。

張依婷，「1997年貨幣危機及2008年金融風暴對台灣股價之影響-以事件研究法分析」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文，2011年。

許秋玲，「歐盟危機期間新聞事件對台灣各產業類股影響之研究」，正修科技大學財務金融研究所碩士論文，2012年。

梁梅珠，「金融風暴對台灣產業之影響—以股票上市公司為例」，雲林科技大學財務金融系碩士論文，2009年。

黃泰銘，「上市公司股票買回宣告期間買賣價差行為之實証研究」，淡江大學財務金融系碩士論文，2001年。

黃靖茹，「台股對美國次貸風暴不同事件之反應分析」，雲林科技大學財務金融系碩士論文，2012年。

葉淑玲，「台灣重大災難事件對產險業股價報酬之影響」，國立高雄第一科技大學金融營運所碩士論文，2002年。

葉慧敏，「製藥產業藥品通過核准上市宣告效果之研究」，國立高雄應用科技大學商務經營研究所碩士論文，2007年。

趙永祥，「歐債危機對全球經濟與金融發展之影響」，東亞論壇季刊，475，29-48，2012年。

蔡佳燕，「重大災難事件對股票市場之影響—以台灣921集集大地震對電子業、銀行業、營建業為例」，國立高雄第一科技大學金融營運所碩士論文，2003年。

蔡美滿，「歐債危機對台灣各產業類股報酬的影響」，亞洲大學國際企業學系碩士論文，2013年。

鄭瑞宗，「股利宣告與股價關係之研究—兼論Native Model之適當性」，國立政治大學會計學研究所碩士論文，1995年。

盧慧蘭，「美國次貸風暴相關重大事件對台灣股市之影響：事件研究法支應用」，台南科技大學商學與管理研究所碩士論文，2009年。

簡淑加，「報紙推薦個股對股價影響之研究」，雲林科技大學財務金融系碩士論文，2007年。

羅佳敏，「金融風暴對企業股價之影響-以事件分析模型」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文，2010年。

二、西文部份

- Al-Rjoub, S. A. M. and Azzam, H., 2012. "Financial Crises, Stock Returns and Volatility in An Emerging Stock Market : The Case of Jordan," *Journal of Economic Studies*, vol. 39, No. 2, pp. 178-211.
- Beneish, M. D., 1991, "Stock price and the dissemination of analysts' recommendations." *Journal of Business*, vol. 64, pp. 393-416.
- Chan-Lau, J. A., 2002, "Corporate restructuring in Japan: an event-study analysis," *Japan and the World Economy*, vol. 14(4), pp.367-377.
- Fama, E. F., 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, vol. 25, pp. 383-420.
- Fama, E. F., 1991, "Efficient Capital Markets: II," *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 1575-1618.
- Fang, W., 2001, "Stock Return Process and Expected Depreciation Over the Asian Financial Crisis," *Applied Economics*, vol. 33(7), pp. 905-912.
- Hirtle, B., 2004, "Stock Repurchases and Bank Holding Company Performance," *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13(1), pp. 28-57.
- Karolyi, G. A. and Rodolfo, M., 2010, "Terrorism and the Stock Market," *International Review of Applied Financial Issues and Economics*, 2(2): 285-314.
- Liu, Pu, S. D. Smith, A. A. Syed, 1990, "Stock price reactions to the Wall Street Journal's Securities recommendations," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, pp. 399-410.
- Rengasamy, E., 2012, "Sovereign Debt Crisis in the Euro Zone and its Impact on the BRICS's StockIndex Returns and Volatility," *Economics and Finance Review*, vol. 2(2), pp. 37-46.
- Righi, M. B. and Ceretta, P. S., 2011, "Analyzing the Structural Behavior of Volatility in the Major European Markets during the Greek Crisis," *Economics Bulletin*, vol. 31(4), pp. 3016-3029.
- Schadewitz, H. J., Kanto, A. J., Kahra, H., & Blevins, D. R., 2002, "An analysis of the impact of varying levels of interim disclosure on Finnish share prices within five days of the announcement," *American Business Review*, vol. 20(2), pp.

33-46.

Wang, Y. and Richard B. C., 2008, "Market Efficiency: Evidence from Market Reactions of Insurance Industry Stocks to the September 11, 2001 Event," *Journal of Insurance Issues*, vol. 31(2), pp. 152-167.

