

南華大學

財務管理研究所碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

兩岸簽訂 MOU 對金融股價之事件研究

THE EVENT STUDY of FINANCIAL MOU on the STOCK RETURN of the

FINANCIAL INDUSTRY

指導教授：廖永熙 博士

ADVISOR : PH. D. YUNG-SHI LIAU

研究生：翁梨卿

GRADUATE STUDENT: LI-CHING WENG

中 華 民 國 102 年 6 月

## 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。

# 南華大學財務管理研究所 101 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：兩岸簽訂 MOU 對金融股價之事件研究

研究生：翁梨卿

指導教授：廖永熙 博士

論文摘要內容：

本研究旨在探討「兩岸簽訂金融 MOU」事件之演變，對台灣上市櫃整體金融業之股價及台灣上市櫃之保險業、證券業、銀行業、金控業股價之影響，研究標的為台灣上市櫃整體金融業及保險業、證券業、銀行業、金控業，本文依照新聞之報導將事件日分成十個，並以事件研究法來加以探討。

本研究有以下發現：兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，會對台灣上市櫃整體金融業之股價產生異常報酬；其次，兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，會對台灣上市櫃「金控業」之股價產生異常報酬；第三，兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市櫃保險業之股價會產生異常報酬；第四，兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市櫃證券業之股價會產生異常報酬；最後，兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市櫃銀行業之股價會產生異常報酬。

關鍵詞：事件研究法、MOU、異常報酬。

**Title of Thesis :** The Financial MOU on the Taiwan Stock Return of the Financial  
Industry – The Case of Event Study

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

**Graduate date :** June 2013

**Degree Conferred :** M.B.A.

**Name of student:** Li-Ching Weng

**Advisor:** Ph.D. Yung-Shi Liao

### **Abstract**

The study investigates the impact of signing financial MOU on all Taiwan's listed financial companies, i.e., the insurance companies, the security companies, the banking companies, and the financial holding companies. The target is to study abnormal returns of financial MOU on Taiwan's listed financial industry, the insurance, the security, the banking, and the financial holding companies. The events days are divided into ten groups according to the report of news, and will be examined via an event study.

There are five conclusions in this study: first of all, when the development of the Cross-Straits financial MOU was announced, the stock price of Taiwan's listed financial industry would generate abnormal returns. Second, when the development of the Cross-Straits financial MOU was announced, the stock price of Taiwan's listed financial holding companies would generate abnormal returns. Third, when the development of the Cross-Straits financial MOU was announced, the stock price of Taiwan's listed insurance companies would generate abnormal returns. Fourth, when the development of the Cross-Straits financial MOU was announced, the stock price of Taiwan's listed stock market would generate abnormal returns. Finally, when the development of the Cross-Straits financial MOU was announced, the stock price of Taiwan's listed banking would generate abnormal returns.

**Keywords:** Event Study, MOU, Abnormal Returns

# 目錄

論文口試合格證明.....	II
版權宣告.....	III
中文摘要.....	IV
英文摘要.....	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.....	2
第三節 研究架構與流程.....	3
第二章 文獻探討.....	5
第一節 效率市場.....	5
第二節 MOU 簽訂之條款介紹.....	9
第三節 MOU 對金融股的相關研究.....	12
第四節 研究假說.....	14
第三章 研究方法.....	15
第一節 研究對象與範圍.....	15
第二節 研究方法.....	15
第四章 實證結果.....	22
第一節 上市、櫃金融股之 AR 及 CAR 之實證結果.....	23
第二節 金控、銀行、保險、證券之異常報酬實證結果.....	33
第三節 金控、銀行、保險、證券之累積異常報酬實證結果.....	41
第五章 結論與建議.....	49
第一節 結論.....	49
第二節 後續研究與建議.....	50
參考文獻.....	51
中文部分.....	51
西文部分.....	52

## 表目錄

表 1 相關事件日之主要媒體報導內容.....	17
表 2 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR(第一事件日)....	23
表 3 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第二事件日)....	24
表 4 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第三事件日)....	25
表 5 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第四事件日)....	26
表 6 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第五事件日)....	27
表 7 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第六事件日)....	28
表 8 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第七事件日)....	29
表 9 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第八事件日)....	30
表 10 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第九事件日)...	31
表 11 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第十事件日)...	32
表 12 各事件日金控、銀行、保險、證券異常報酬(AR)實證結果.....	35
表 13 各事件日金控、銀行、保險、證券累積異常報酬 CAR(-10, 10)實證結果 ...	43

## 圖目錄

圖 1-1 研究流程架構圖 .....	4
圖 4-1 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20080623).....	36
圖 4-2 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20080805).....	36
圖 4-3 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20081101).....	37
圖 4-4 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20081228).....	37
圖 4-5 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20090426).....	38
圖 4-6 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20090705).....	38
圖 4-7 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20090910).....	39
圖 4-8 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20091116).....	39
圖 4-9 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20100116).....	40
圖 4-10 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 AR(20100316).....	40
圖 4-11 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20080623).....	44
圖 4-12 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20080805).....	44
圖 4-13 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20081101).....	45
圖 4-14 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20081228).....	45
圖 4-15 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20090426).....	46
圖 4-16 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20090705).....	46
圖 4-17 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20090910).....	47
圖 4-18 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20091116).....	47
圖 4-19 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20100116).....	48
圖 4-20 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之 CAR(20100316).....	48

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

多年來海峽兩岸因為政治的問題分治了幾十年，雖然在 1987 年開放台灣地區人民可以去大陸探親，1992 年准許台商赴大陸投資，但是台灣的銀行還是無法去大陸設點，兩岸之金融往來無法自由互動。

台灣的金融市場因經營條件惡劣、利潤微薄、以及國際競爭力弱，因此要積極開拓新興金融市場、提高競爭力，加上有許多台灣企業因資源不足外移到中國，業務發展愈來愈大，對資金的需求也日益擴大，常常因為借貸困難，造成資金周轉不靈，有時為了資金需求，必須藉由非法管道進行兩岸資金往來，不但浪費也限制發展。

2001 年中國加入 WTO，承諾 2006 年將開放外資銀行承作人民幣業務，可見中國金融市場已漸漸對外開放，由於台灣與中國地理位置相近，經貿關係密切理當受惠。2008 年馬政府執政，積極與中國接觸改善兩岸關係，2009 年 4 月 26 日，第三次兩岸江陳會談，簽署「海峽兩岸金融合作協議」成為「兩岸金融監理合作瞭解備忘錄(MOU: Memorandum of Understanding)」之依據。2009 年 11 月 16 日，行政院金管會主委陳沖與大陸銀監會主席劉明康，保監會主席吳定富，證監會主席尚福林，通話後正式完成「金融監理合作瞭解備忘錄(MOU)」簽署程序。於 2010 年 1 月 16 日生效，正式開啟了兩岸金融制度化交流的新時代。

兩岸金融 MOU 性質屬於兩方金融主管機關對「金融監理」合作的法律文件，主要內容除了依巴塞爾協定(Basel Accord)審慎監理的四大原則：「資訊交換」、「實際檢查」、「資訊保護」、「事後聯繫」等為基礎之外，更為了因應金融海嘯發生後，國際監理之發展趨勢，在銀行業 MOU 最後增加一項「危機處置」，以應對發生金融危機時所產生的衝擊，對於一方金融機構在對方境內的分支機構發生流動或清償性危機時，雙方應協調共同解決所面臨的問題與障礙。

2010年3月16日台灣的金融主管機關公布「兩岸金融業務往來與投資許可辦法」，2010年6月29日在重慶簽署「兩岸經濟合作架構協議」將金融服務業列入早期的收穫清單，台灣的金融業終於能進入中國市場。

金融MOU的簽訂使兩岸投資更多元化，未來兩岸金融業可互相在對方設營業據點或投資，對台灣金融業而言，在中國設立分行或子公司，可就近服務台商，解決台商在中國借貸及資金運作不順等問題，對台灣人民及企業，將因開放兩岸金融往來，可享受資金融通及便捷的兩岸匯兌等服務，並增加投資金融商品的機會，滿足多元化的投資需求，擴大國內金融及資本市場的規模，使貸款需求增加，資金得以消化不閒置，並創造更多的國內就業機會，給台灣金融業增加更多商機。

對於台灣股市的投資者所關心的莫過於兩岸金融MOU之簽訂對國內金融業有何影響？因此本研究將探討兩岸簽訂金融MOU是否會影響台灣上市、櫃金融業之股價變動並產生異常報酬之效果？兩岸簽訂金融MOU對保險業、證券業、銀行業之股價影響效果是否不同？及探討金融MOU之簽訂對於金控公司之影響如何？為本研究之研究動機。

## 第二節 研究目的

綜合上述動機之敘述，本研究探討兩岸簽訂金融MOU之事件研究，主要研究目的如下：

- 一. 探討金融MOU之簽訂對於台灣上市、櫃整體金融業異常報酬率之影響。
- 二. 探討金融MOU之簽訂對於台灣上市、櫃保險業、證券業、銀行業股價之影響。
- 三. 探討金融MOU之簽訂對於金融業之金控公司股價之影響。

### 第三節 研究架構與流程

一、 本研究共分五章，依序如下

#### 第一章「緒論」

說明研究背景與動機及研究目的、研究架構與流程。

#### 第二章「文獻探討」

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」

本文所使用的方法為事件研究法之市場模式。

#### 第四章「實證結果」

針對實證結果做整理、歸納並說明。

#### 第五章「結論與建議」

說明本研究的結論並提供建議給後續研究者作參考。

## 二、研究流程架構圖

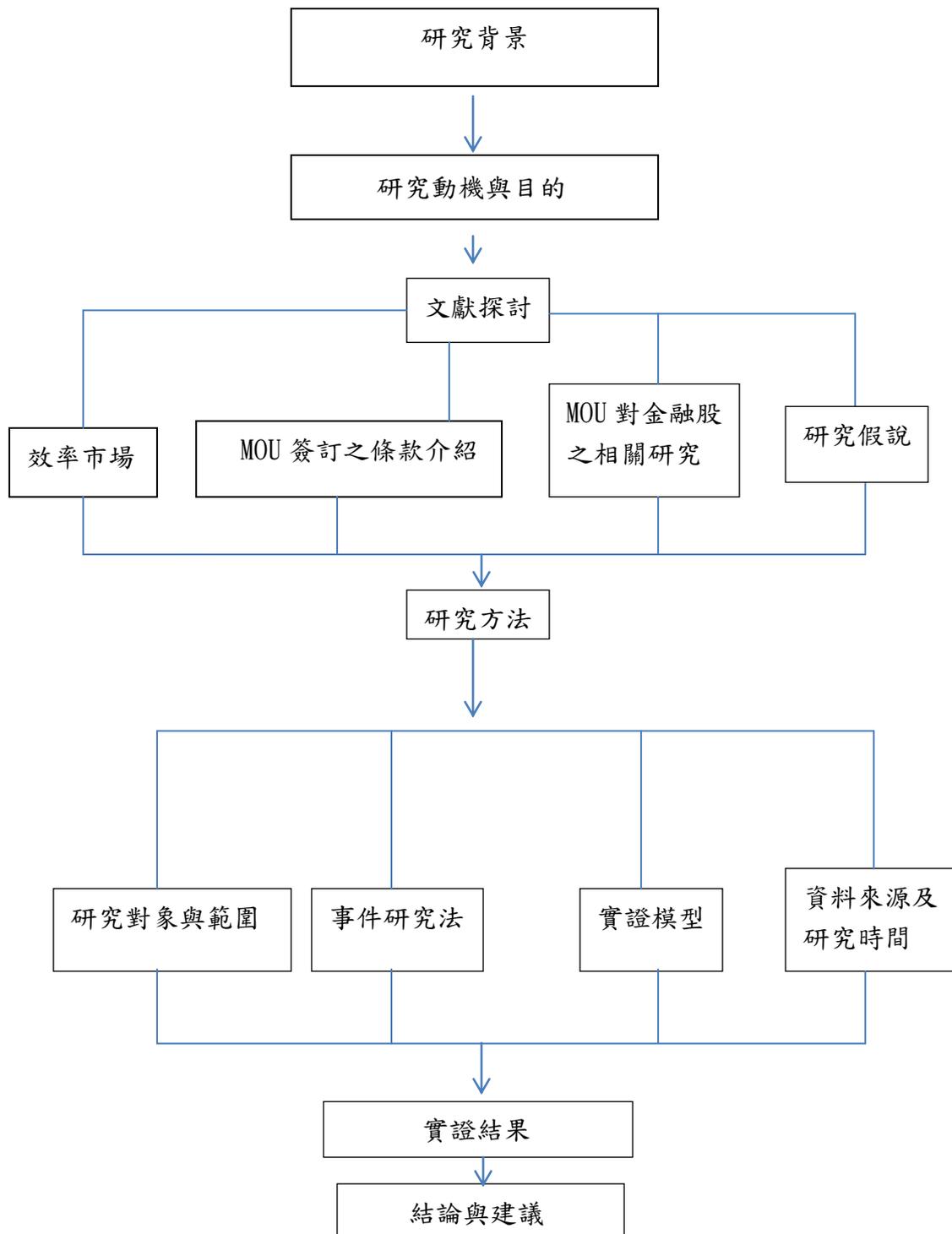


圖 1 研究流程架構圖

## 第二章 文獻探討

本研究利用台灣證券交易所上市、櫃公司資料，進行台灣上市、櫃整體金融業、金控業、保險業、證券業、銀行業之實證研究，驗證 MOU 之簽訂事件宣告，是否有異常報酬，以下進行相關文獻之整理與探討。

### 第一節 效率市場

(一)效率市場的意義：

Fama (1970)認為在一個市場中，證券價格會隨著新資訊的發生而迅速地反映調整，因此證券價格就會全面反應所有獲得的資訊，投資人無論進行何種策略，利用任何資訊皆無法賺取超額報酬。

(二)效率市場的假設：

1. 每個市場參與者能同時免費獲得市場的資訊，均對市場具有相同的預期。
2. 沒有交易成本、稅賦及其他交易障礙。
3. 個人的交易並不會影響證券的價格，每位投資者均為價格的接受者(Price Taker)。
4. 每個投資人均在追求利潤極大化，藉由分析、評價、交易，積極參與市場。

(三)完全效率市場 v. s. 經濟效率市場

由於效率市場之假設，在現實中難達成，於是有人將效率市場區分出完全效率市場(Perfectly Efficient Market)與經濟效率市場(Economically Efficient Market)。

1. 完全效率市場：指資訊完全透明公開，沒有內線消息，當市場出現新的資訊時，價格能立即反映市場所有的訊息，沒有任何套利機會。

2.經濟效率市場：在經濟效率市場中，價格的調整並不是立即的，而是經過一段時間的修正，直到賺取套利利潤等於交易時所需支付的成本才停止，這些成本包含經紀商佣金、手續費及稅賦等。

Fama (1970) 將效率市場分為三個等級：

1. 弱式效率市場(Weak-Form Efficient Market)：

在弱式效率市場之下，股票價格會充分反映證券市場的資訊。因此無法利用技術分析（歷史資訊）來獲取超額的報酬。

2. 半強式效率市場(Semistrong-Form Efficient Market)：

在半強式效率市之下，證券價格能迅速調整並反映所有公開資訊。因此無法利用基本分析獲取超額報酬。

3. 強式效率市場(Strong-Form Efficient Market)：

在強式效率市場之下，股票價格全面反映了所有已公開和未公開的資訊，例如內線消息。因此連內線消息也無法讓投資人獲取超額報酬。

(四)資訊內涵與股價之相關研究

Atiase (1985) 提出「資訊差異假說」，認為規模大的公司，在新資訊宣告之前，因為已經產生較多的資訊量，因此當資訊正式宣告時，市場對於大規模公司所發佈之宣告反應，反而低於小規模公司之宣告。

通常新聞媒體、分析師會比較注意大規模公司的消息，會給予較多的報導，因此投資者對規模大的公司瞭解比較多，而對規模小的公司瞭解程度較低，因此在正式宣告時，市場對於小規模公司所發佈的消息反應較大，亦即，小規模公司之資訊較具資訊內涵（Atiase,1985；Feroz and Wilson,1992）。

Beaver (1986) 對於新訊息之發生造成了股價波動，提出了資訊內涵假說。當一個新的訊息進入市場，造成投資者對未來股價預期的改變，導致股價在目前市場的波動，稱此新訊息具有「資訊內涵」(information content)。

由於投資人對股價預期往往無法得知，因此也無法預知，新訊息對股價所造成的影響及股價變動的方向，但是若此新訊息具有資訊內涵時，則在訊息揭露期間，股價的波動幅度會大於其它時期。因此在資訊內涵假說之下，新訊息的進入會引起股價波動，而其波動幅度會與新訊息所含的資訊量相當。

#### (五) 過度反應及反應不足之文獻探討

行為財務學認為投資人在決策時，對自己所面對之狀況未能充分瞭解，因而產生認知偏誤，反應在投資行為上，會造成過度反應或反應不足的現象。

過度反應是指人們對發布之消息，做出比平常更加強烈的反應。若在股票市場中，即投資人對重大事件或非預期的訊息，產生了認知偏誤，而造成了股價出現過度漲跌之現象；反應不足是指當市場有新消息發佈時，股票價格無法即時充分反應，只有些許的變化，然而經過一段時間之後，股票價格才会有大幅度的變動。

Kahneman and Tversky (1982) 首先提出過度反應現象研究，發現人們對於突發事件會受到驚嚇而產生過度反應的現象。

De Bondt and Thaler (1985) 認為投資者會過度重視公司的近期消息與股價變動，並指出投資者在過度悲觀預期下，通常會不斷地賣出未被看好的股票，導致股價嚴重低估。而投資者在過度樂觀預期下，又會盲目地追隨市場普遍看好的股票，使得股價不斷攀升。因此提出反向操作策略(Contrarian Strategies)，即買進前期輸家投資組合，並賣出前期贏家投資組合，來獲取超額報酬。最後該研究認為，如果做 3 至 5 年的中長期反向操作策略，能獲得超額報酬，則股票市場存在過度反應。

Jegadeesh and Titman (1993) 利用 1965 年至 1989 年間 NYSE 及 AMEX 之股票為研究樣本，並將交易期間分成過去 4 季的形成期與持有期，形成了 16 種買進過去贏家之股票，並賣出過去輸家投資組合的交易策略。結果發現在形成期 3 到 12 個月的中期期間內，賣出過去輸家股票並買進過去贏家股票可獲得顯著的報酬，此種交易策略所帶來的報酬，並非系統風險及落後反應效果所帶來的影響，而是來自於公司特別訊息反應不足或延遲反應所造成。

Chan, Jegadeesh and Lakonishok (1996) 以 1977 年至 1993 年間 NYSE、AMEX，以及 NASDAQ 之股票為樣本，檢驗是否可由市場對資訊反應不足，利用過去的報酬預測未來的報酬。研究結果顯示，前六個月之股票報酬率，可以預測未來報酬之趨勢，並可維持 12 個月以上。由此可知，市場上的新消息是逐步反應，故投資人可藉由目前市場中的公開資訊賺取超額報酬。

謝政能(1990)採用了 1980 年至 1989 年台灣證券交易所上市股票為樣本，探討台灣股市投資人，是否存在過度反應或反應不足的行為。實證結果顯示，在短期內並沒有過度反應之現象，但是長期而言，出現反應不足，亦即股價具有持續的動能，以中、大型股具有較大的動能現象。

林煜宗與洪祥文(1998)採用 De Bondt and Thaler (1985)方法，去驗證台灣股市之日、週及月報酬率，表現是否有過度反應之現象，研究發現日報酬及月報酬上有過度反應，但週報酬則無過度反應現象。

研究結果如下：

- (1) 市場所傳遞的訊息會影響到個股,並進一步影響到股票報酬。
- (2) 由於台灣加入 WTO 對台股股價有正面之影響,因此在簽訂 MOU 時應有相同之效果。

## 第二節 MOU 簽訂之條款介紹

MOU 的英文全名是 Memorandum of Understanding，中文為「備忘錄」，這是兩國往來時，常簽訂的國際契約，它不具完整的法律效力，但是代表著國家或企業之名譽及道德責任，所以實質上仍具有約束作用。內容以「監理」為主，包括五大領域：一、資訊交換；二、資訊保密；三、實地檢查合作；四、緊急事件聯絡網；五、平常雙方人員互相聯繫、互訪。

台灣目前已和三、四十個國家簽訂 MOU，即將和中國簽訂的是金融監理 MOU，包括銀行、證券期貨、保險。簽了 MOU，我們銀行業可以赴中國營業，根據 WTO 會員國互惠的精神（台灣、中國都是 WTO 會員國），中國的銀行業也可以在簽完 MOU 之後來台灣設分行。

呂世惠(2007)認為兩岸金融業往來可分以下幾個階段：

- 一. 兩岸民間之交流階段自 1987 年至 1992 年：政府於 1987 年開放民眾赴大陸探親，於 1990 年允許華南銀行與渣打銀行合作，辦理台灣對大陸地區間接匯款；1991 年開放國內其他銀行辦理台灣對大陸地區間接匯款業務；1992 年政府公布實施「台灣地區與大陸地區人民關係條例」，開放台商用間接方式赴大陸投資。
- 二. 間接往來階段自 1993 年至 2000 年：政府放寬兩岸金融間接往來管道，1993 年開放我國海外分行與外商銀行在大陸分支機構及大陸銀行之海外分支機構為金融業務往來，1997 年開放國際金融業務之分行辦理兩岸間接匯款服務海外台商。
- 三. 「積極開放、有效管理」階段自 2001 年至今：政府於 2001 年決定改變對大陸投資政策，調整為「積極開放、有效管理」，發展國際金融分行成為海外及大陸台商資金調度的機構，並推動兩岸直接匯通業務，2001 年開放國內銀行

赴大陸設代表人辦事處，提供台商財務諮詢服務；開放臺灣地區銀行海外分支機構與國際金融業務分行，可與大陸地區金融機構往來金融業務。於 2002 年放寬國際金融業務分行及海外機構辦理兩岸金融業務往來。

2008 年馬政府上台後，金管會規劃建立兩岸金融監理機制，為開放兩岸金融做準備。大陸銀監會採取簽訂備忘錄模式，進行兩岸金融監理合作。金管會提出開放本國銀行登陸及大陸銀行來台設點的規劃，金融監理合作瞭解備忘錄乃金融機構從事跨境業務，母國監理機構與地主國監理機構相互交換意見，協助履行金融監理職責的方式，經過兩岸多次協商於 2009 年 4 月 26 日第三次江陳會談中簽屬「兩岸金融合作協議」，說明如下：

- 一. 金融合作：雙方同意相互協助履行金融監管與貨幣管理，加強金融領域合作，維護金融穩定。
- 二. 交換資訊：雙方相互提供金融監管與貨幣管理資訊及提供影響金融機構健全經營、金融市場安定的重大事項。
- 三. 保密義務：雙方同意對於所獲得之資訊，只可作為金融監督管理與貨幣管理目的使用。
- 四. 互設機構：雙方同意考量互惠原則及市場特性和競爭秩序，儘快推動雙方商業性的金融機構互設機構。

由兩岸金融合作協議可見雙方金融合作已有進一步發展。這份協議於金融監督、貨幣管理、資訊交流與保密、互設機構與人員交流都有規畫，在金融合作協議的簽署後，更重要的是簽訂兩岸金融監理合作備忘錄，只有簽訂備忘錄，兩岸金融合作才能更進一步。2009 年 11 月 16 日終於正式簽署 MOU，並於 2010 年 1 月 16 日開始生效。

2009年11月16日，行政院金管會陳冲與大陸銀監會、保監會、證監會的首長，完成簽署兩岸金融監理合作瞭解備忘錄。這份備忘錄的簽訂符合政府的大陸政策規劃，此備忘錄內容包括資訊交換、資訊保密、金融檢查、持續聯繫及危機處置，其中因應金融海嘯後國際監理趨勢增加之危機處置外，大體與國際慣例之巴塞爾銀行監理四大原則相同，其重點如下：

- 一. 資訊交換：雙方對金融機構進行合併監理資訊及金融監理法規制度相關資訊可做交換溝通。
- 二. 資訊保密：對於所取得的資訊，只能供監理目的使用，並應予保密。
- 三. 金融檢查：雙方可以對己方金融機構在對方境內的分支機構進行檢查。
- 四. 持續聯繫：雙方可舉行會談，並鼓勵進行人員互訪。
- 五. 危機處置：對於一方金融機構在對方境內的分支機構發生經營困難時，雙方應共同解決所面臨的問題。

### 第三節 MOU 對金融股的相關研究

吳東祐(2011)選定我國上市上櫃銀行業以及擁有銀行子公司之金融控股公司為研究對象,採事件研究法(Event Study),探討 2009 年 9 月 10 日兩岸即將簽訂(MOU)之消息公布時,對樣本公司股價之影響,並探討事件期間樣本公司產生之累積異常報酬(CAR)與公司財務特性、布局大陸程度之關聯性。研究結果發現:(1)當兩岸將簽訂 MOU 消息公布時,樣本公司在事件期間產生顯著為正的累積異常報酬率。(2)累積異常報酬率與公司獲利能力成正相關。(3)公司規模與樣本公司之累積異常報酬率沒有顯著的關聯性。

陳亨通(2011)以台灣上市金融業為研究對象,採用「事件研究法」進行 2009 年 11 月 16 日兩岸簽訂金融 MOU 事件,是否影響台灣上市金融業股價之實證研究,並進一步探討金控業與非金控業、銀行業、證券業及保險業等股價之異常報酬。實證結果:一、在簽訂日產生顯著為正的異常報酬,而簽訂後產生顯著為負的異常報酬。二、影響台灣上市金控業及非金控業之股價,例如在簽訂日皆產生顯著為正的異常報酬,且金控業之異常報酬表現優於非金控業;在簽訂後皆產生顯著為負的異常報酬。三、在中國設立辦事處的金融業者,在簽訂日對利多的表現都優於未設立辦事處之金融業者。

田純菁(2010)以台灣金融保險證券上市上櫃公司為研究樣本,以 2009 年 4 月 26 日第三次江陳會談中正式提出的金融監理合作備忘錄開始至 2010 年 1 月 16 日 MOU 正式生效為止,採用事件研究法檢定 MOU 事件宣告對台灣全體金融業之股價關聯性,並探討 MOU 宣告當日的資訊效果。實證結果發現:MOU 7 個正面事件日的宣告,對全體金融股的影響具有資訊內涵,且當日之異常報酬,由前一日的負轉為正,此外對於 MOU 之簽訂日與生效日,發現當天有利多出盡的效果,表示事前的資訊已經呈現劇烈反應,最後檢定相對較長期的宣告效果,發現累計異常報酬率仍具正面效應。

陳錦毓(2011) 為瞭解兩岸金融 MOU 簽訂前相關宣告訊息對金融業的影響效果，本研究利用事件研究法，以金融業上市上櫃公司為研究對象，並選取兩岸金融 MOU 簽訂前六個相關宣告訊息作為事件日，觀察金融業是否存在顯著的異常報酬率。實證結果顯示，兩岸簽訂金融 MOU 之相關訊息，確實會對上市上櫃金融、保險業股價產生影響且股票異常報酬率會因不同的金融產業類別而異，其中以金控業所受的影響最顯著，其次是銀行業，保險業。

吳佩蓉(2010) 以「事件研究法」探討兩岸金融 MOU 之簽訂，由辦事處升格為分行的銀行是否有異常報酬，並檢定兩岸金融 MOU 之簽訂是否造成金融業的異常報酬大於其他產業。實證結果證實，當 MOU 簽訂的消息發布時，有資格升格為分行並能承做金融業務的銀行會產生正的異常報酬；但是當 MOU 簽訂的行程傳出改變時，該銀行也會產生負的異常報酬。而另一方面，在 MOU 簽訂的消息公布時，金融業正的異常報酬率顯著且高於其他產業。綜合所述，可見市場上普遍認為 MOU 之簽訂為利多消息，也間接的表達了市場投資人認為此項政策對銀行業、金融業有正面的影響，並看好該產業未來的發展。

## 第四節 研究假說

由於兩岸簽訂金融 MOU 可以使兩岸投資更多元化，未來兩岸金融業可互相在對方投資或設營業據點，對台灣金融業而言，可在中國設立子公司或分行，就近服務台商；台灣人民及企業可以在台灣的銀行開立人民幣存款帳戶，若人民幣升值可享有升值的利差；若開放兩岸金融往來，對台灣人民及企業而言，不但可享受便捷的兩岸匯兌及資金融通等服務，並可增加投資金融商品的機會，滿足多元化的投資需求，同時台灣金融產業在中國的發展也會刺激國內金融產業的發展、擴大金融及資本市場的規模，使貸款需求增加，資金不閒置並創造更多的就業機會，給台灣金融業增加更多商機，故本文預期兩岸簽訂金融 MOU 演變期間，台灣金融股股價也會有較大的上漲空間。因此本文提出探討兩岸簽訂金融 MOU 對台灣上市上櫃整體金融業和金控業、保險業、證券業、銀行業股價關聯性之假說，如 H1~H5：

H1：兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市上櫃整體金融業之股價會產生異常報酬。

H2：兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市上櫃金控業之股價會產生異常報酬。

H3：兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市上櫃保險業之股價會產生不同之異常報酬。

H4：兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市上櫃證券業之股價會產生不同之異常報酬。

H5：兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市上櫃銀行業之股價會產生不同之異常報酬。

## 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金融業、金控業、保險業、證券業、銀行業之股價為研究對象，以 2008 年 1 月 2 日至 2010 年 3 月 26 日為研究期間，本研究事件日資料取自工商時報、聯合報、經濟日報及關於 MOU 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)資料庫之金融產業上市櫃公司。

#### 二. 樣本選取

台灣上市櫃整體金融股 43 檔股票，其中金控業 14 檔股票，保險業 7 檔股票，證券業 11 檔股票及銀行業 11 檔股票作為研究標的，研究樣本合計共 43 家公司。

### 第二節 研究方法

本文主要研究目的為驗證 MOU 之簽訂宣告是否造成台灣上市、櫃整體金融業、金控業、保險業、證券業、銀行業有異常報酬，本研究採用 Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969) 所提出的事件研究法(Event Study)。

#### 一. 事件研究法

事件研究法最早是由 Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969) 探討股票分割事件的宣告，這項新資訊對公司股價的影響，並觀察資本市場的效率。

當市場上某一個事件發生後是否會產生異常波動的現象，藉由此種資訊，可以了解到該波動與該事件是否相關。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 MOU 之簽訂宣告訊息對整體金融業、金控業、保險業、證券業、銀行業股價之影響，因此公司「MOU 之簽訂宣告」即為本研究之「事件」，本文以「工商時報、聯合報、經濟日報及關於 MOU 之報導做為事件日選擇之依據，並以事件日為「零日」以  $t=0$  表示，若公告當日證券市場休市，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)： $(t = -180 \sim t = +10)$ ，指事件日前第 180 個交易日至事件日後第 10 個交易日間之全部期間，包含事件日在內共計 190 日個交易日；係數估計期(Estimation Period)： $(t = -180 \sim t = -20)$ 指自事件日前第 180 個交易日至事件日前第 20 個交易日共計 160 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截距或係數；觀察測試期(Event Period)： $(t = -10 \sim t = +10)$ 指事件日前第 10 個交易日至事件日後第 10 個交易日間，連同事件日共計 21 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，民 89）來估計樣本係數並評估期望報酬率以求得異常報酬率。由於本研究主要目的是，確定對 MOU 之簽訂宣告，股價之反應情況，亦即檢視是否會有顯著異常報酬。

本文探討「兩岸簽訂金融 MOU」事件之演變對台灣上市櫃整體金融業之股價及台灣上市櫃保險業、證券業、銀行業、金控業之股價是否有異常報酬？有關本研究事件日之選擇、資料來源、實證模型等說明如下：

本研究蒐集相關事件日之主要媒體包括工商時報、聯合報、經濟日報及關於 MOU 之報導做為事件日選擇之依據，內容摘錄如表 1 所示。

表 1 相關事件日之主要媒體報導內容

事件日	當日報導相關內容
事件一 2008 年 6 月 23 日	金管會指出兩岸對於直接投資，必須簽定監理備忘錄 (MOU) 有一定共識，下次海基、海協兩會協商時，將簽訂合作備忘錄列為首要議程。
事件二 2008 年 8 月 5 日	行政院大陸委員會副主任委員傅棟成表示，由於 MOU 的簽訂涉及金融業務較為複雜，很快談成的機率不大，也需要大陸方面願意在政策上放行。
事件三 2008 年 11 月 1 日	這次江陳會兩岸金融代表，會宣示江陳會下一次議題是兩岸金融相關簽署問題。大陸海協會長陳雲林下周來台，將率領大陸國有銀行行長來台，我方將派國內行庫代表參與兩岸座談。兩岸座談會主要成員，包括中國銀行行長李禮輝、工商銀行行長楊凱生、農業銀行行長項俊波、建設銀行副行長范一飛、招商銀行董事長秦曉、國家開發銀行常務副行長姚中民等人。至於我方銀行代表，以在大陸設立與申請中的辦事處為主，包括彰銀、國泰世華、合庫、土銀、一銀、中信金、華南、台銀等。
事件四 2008 年 12 月 28 日	日前金管會主委施俊吉指出，兩岸金融開放過程，雙方金融業躍躍欲試，兩岸一旦在金融展開合作，可能危險有四：1. 中國的銀行來台設分行，中國官方可以摸清台商的底細；2. 台灣的銀行要等 3 年才能承作有限度的人民幣業務，開拓台商的放款，而中國的銀行卻可立即取得台商的聯徵資料，拓展對台商的業務 3. 台灣將被迫簽訂類似香港 CEPA 的協定，台灣將香港化

	主權流喪 4.絕不能讓陸銀以實質對等方式來台登陸。
事件五 2009 年 4 月 26 日	財團法人海峽交流基金會董事長江丙坤和大陸海峽兩岸關係協會會長陳雲林，今天在南京舉行第三次會談，簽署兩岸金融合作協議，達成金融合作貨幣管理互設機構，同意就市場准入等進行磋商等協議，行政院金融監督管理委員會主委陳沖，接受中央社記者訪問表示，三次江陳會完成兩岸金融合作協議，代表兩岸金融的綠燈亮起，他說該協議為兩岸金融互動的第一步入門票，第二步將簽定銀行、證券期貨及保險的兩岸金融。
事件六 2009 年 7 月 5 日	立委和銀行業界組成兩岸金融監理備忘錄觀察團赴大陸訪問，7 月 5 日返台；賴士葆表示 MOU 隨時可簽，重點在市場准入賴士葆說，大陸方面已清楚表達金融開放就是臺灣 7 家銀行和大陸兩家銀行，即讓臺灣 7 家銀行的大陸辦事處升格為分行，大陸兩家銀行來台設置分行，並馬上開放人民幣和新臺幣的業務。
事件七 2009 年 9 月 10 日	財金高層官員證實，MOU 的專業內容大致敲定，政府相關單位開始準備洽談 MOU 簽訂時間、地點及人員等細節，雙方已有共識，兩岸 MOU 的簽訂將不會在第三地簽署，金管會主委陳沖代表簽署。台灣海基會、大陸海協會是在今年 4 月於南京舉行的第三次江陳會上，簽署兩岸金融合作協議，授權我方金管會和大陸的銀監會、證監會與保監會，協商 MOU 與後續的市場准入談判。

<p>事件八 2009 年 11 月 16 日</p>	<p>兩岸金融監理合作瞭解備忘錄 16 日晚間完成簽署，投信業者指出，金融股受惠最大。MOU 的快速簽訂，代表市場備受期待的兩岸經濟合作架構協議(ECFA)簽訂日指日可待，魏如宏指出，MOU 只是兩岸可以互設金融機構的開端，實質內容如何、可以有幾家至對岸設金融機構？何時能互相經營人民幣、台幣業務？都會在 ECFA 的市場准入條列中才會談及，施行細節預估也需要 1 到 3 年逐步完成。</p>
<p>事件九 2010 年 1 月 16 日</p>	<p>兩岸金融合作備忘錄 MOU 今起生效，根據金管會訂定之標準，金控參股陸銀，需符合扣除參股金額，資本適足率高於 120%、雙重槓桿小於 100%、近三年未違規受大處分等三項條件。國內 15 家金控業者中，目前僅第一金、中信金符合這三項條件。</p>
<p>事件十 2010 年 3 月 16 日</p>	<p>台灣金融主管機關公布兩岸金融業務往來與投資許可辦法，同年 6 月 29 日在重慶簽屬「兩岸經濟合作架構協議」，並將金融服務業列入早期收穫清單，台灣金融業者總算能進入中國市場，享受比其他外資更優厚的待遇。</p>

## 二. 實證模型

### (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， $T=t_2-t_1$ 。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。本文的估計期設定為-180 至-20 天。

本文用事件研究法檢驗 10 個不同事件日，並觀察簽訂金融 MOU 對銀行、證券及保險業之股價是否不同。

### (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，估計某一件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， $\varepsilon_{it}$  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  $\alpha_i$  和  $\beta_i$  事件期  $E$  的預期報酬率為

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

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

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

$AR_{iE}$  是公司  $i$  在事件期  $E$  中的異常報酬率

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

## 第四章 實證結果

為了解 MOU 之簽訂事件宣告對研究樣本股價之影響，本節將研究樣本之實證結果分為 MOU 宣告日對各事件日上市、櫃金融股、各事件日金控、銀行、保險、證券異常報酬 AR、累積異常報酬 CAR、各事件日全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率 AR、各事件日全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR 實證結果如下。

## 第一節 上市、櫃金融股之 AR 及 CAR 之實證結果

實證結果顯示，由[表 2]可知在第一個事件日(2008 年 6 月 23 日)AR 在前 8 日前 7 日及事件日後第 6 日第 7 日存在顯著負的異常報酬，在事件日當日及事件日後第 1 日第 2 日第 8 日存在顯著正的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件日當日-1.6681 在前 10 日至事件日後第 10 日-0.6536 不顯著。

表 2 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10,10)之 AR、CAR(第一事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	-0.3616		0.2239	-10	-0.3616		0.2239
-9	-0.1266		0.6703	-9	-0.4881		0.2456
-8	-0.989	***	0.0009	-8	-1.4771	***	0.0041
-7	-1.0334	***	0.0005	-7	-2.5105	***	<0.01
-6	0.0703		0.813	-6	-2.4402	***	0.0002
-5	-0.1463		0.6226	-5	-2.5865	***	0.0004
-4	-0.4241		0.1537	-4	-3.0106	***	0.0001
-3	0.3136		0.2915	-3	-2.697	***	0.0013
-2	-0.0343		0.9082	-2	-2.7313	***	0.0022
-1	0.2224		0.4545	-1	-2.5089	***	0.0076
0	0.8408	***	0.0047	0	-1.6681	*	0.0907
1	1.0789	***	0.0003	1	-0.5892		0.5672
2	0.9314	***	0.0017	2	0.3422		0.7496
3	0.4654		0.1174	3	0.8076		0.4678
4	-0.4883		0.1005	4	0.3193		0.7815
5	-0.0639		0.8299	5	0.2555		0.8299
6	-1.0913	***	0.0002	6	-0.8358		0.4953
7	-0.5986	**	0.0441	7	-1.4344		0.2554
8	0.7692	***	0.0097	8	-0.6652		0.6077
9	0.1876		0.528	9	-0.4776		0.7194
10	-0.176		0.5538	10	-0.6536		0.6314

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第一事件日代表 2008 年 6 月 23 日為事件宣告日。

實證結果顯示，由[表 3]可知在在第二個事件日(2008 年 8 月 5 日)AR 在前 10 日前 9 日前 8 日前 3 日存在顯著正的異常報酬，事件日前 2 日及事件日後第 2 日第 9 日存在顯著負的異常報酬，CAR 在前 10 日至事件日當日 2.6988 在前 10 日至事件日後第 10 日-0.8768 不顯著。

表 3 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第二事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	0.8195	***	0.0061	-10	0.8195	***	0.0061
-9	0.5443	***	0.0684	-9	1.3638	***	0.0012
-8	1.6695	***	<0.01	-8	3.0333	***	<0.01
-7	-0.0333		0.9112	-7	3	***	<0.01
-6	-0.3765		0.2074	-6	2.6235	***	0.0001
-5	0.0726		0.8079	-5	2.6961	***	0.0002
-4	-0.4552		0.1275	-4	2.2408	***	0.0046
-3	0.6943	**	0.0201	-3	2.9352	***	0.0005
-2	-0.54	*	0.0706	-2	2.3951	***	0.0075
-1	0.3995		0.181	-1	2.7946	***	0.0031
0	-0.0958		0.7483	0	2.6988	***	0.0064
1	-0.1476		0.6211	1	2.5511	**	0.0137
2	-1.4991	***	<0.01	2	1.0521		0.3286
3	0.289		0.3333	3	1.341		0.2301
4	-0.3426		0.2513	4	0.9984		0.3881
5	-0.3338		0.2638	5	0.6647		0.578
6	-0.0331		0.9117	6	0.6316		0.608
7	0.0944		0.752	7	0.7259		0.5667
8	0.0828		0.7816	8	0.8087		0.5345
9	-1.8097	***	<0.01	9	-1.001		0.4536
10	0.1242		0.6776	10	-0.8768		0.5218

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下，\*\*表 5%顯著水準下，\*表 10%顯著水準下。

觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第二事件日代表 2008 年 8 月 5 日為事件宣告日。

實證結果顯示，由[表 4]可知在第三個事件日(2008 年 11 月 1 日)AR 在事件日前 9 日前 6 日前 4 日前 3 日前 1 日事件日當日及事件日後第 1 日第 2 日第 3 日第 4 日第 9 日第 10 日存在顯著正的異常報酬，事件日前 10 日及事件日後第 6 日存在顯著負的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件日當日 5.4768 在前 10 日至事件日後第 10 日 11.3847 存在顯著正的異常報酬。

表 4 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10,10)之 AR、CAR (第三事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	-0.6316	**	0.0451	-10	-0.6316	**	0.0451
-9	0.7376	**	0.0193	-9	0.106		0.8121
-8	0.4363		0.1664	-8	0.5423		0.3207
-7	0.428		0.1746	-7	0.9703		0.1239
-6	0.741	**	0.0188	-6	1.7113	**	0.0152
-5	0.456		0.1481	-5	2.1674	***	0.005
-4	0.8937	***	0.0046	-4	3.061	***	0.0002
-3	0.5847	*	0.0637	-3	3.6457	***	<0.01
-2	-0.4544		0.1495	-2	3.1913	***	0.0007
-1	0.8549	***	0.0067	-1	4.0463	***	<0.01
0	1.4305	***	<0.01	0	5.4768	***	<0.01
1	0.5223	*	0.0976	1	5.9991	***	<0.01
2	1.9623	***	<0.01	2	7.9615	***	<0.01
3	1.1429	***	0.0003	3	9.1043	***	<0.01
4	2.461	***	<0.01	4	11.5654	***	<0.01
5	-0.1894		0.5481	5	11.376	***	<0.01
6	-1.2659	***	0.0001	6	10.1101	***	<0.01
7	-0.1969		0.5324	7	9.9132	***	<0.01
8	-0.1574		0.6176	8	9.7558	***	<0.01
9	1.0282	***	0.0011	9	10.784	***	<0.01
10	0.6007	*	0.0568	10	11.3847	***	<0.01

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第三事件日代表 2008 年 11 月 1 日為事件宣告日。

實證結果顯示，由[表 5] 可知在第四個事件日(2008 年 12 月 28 日)AR 在事件日前 9 日前 3 日及事件日後第 1 日第 6 日存在顯著正的異常報酬，事件日前 7 日前 1 日及事件日後第 3 日第 4 日第 5 日存在顯著負的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件日當日 0.5373 在前 10 日至事件日後第 10 日-3.1437 存在顯著負的異常報酬。

表 5 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第四事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	-0.3275		0.3604	-10	-0.3275		0.3604
-9	0.8498	**	0.0176	-9	0.5223		0.3024
-8	-0.5581		0.1191	-8	-0.0358		0.9539
-7	-0.648	*	0.0704	-7	-0.6838		0.3397
-6	0.4039		0.2593	-6	-0.2799		0.7267
-5	0.1546		0.6661	-5	-0.1253		0.8864
-4	0.1279		0.721	-4	0.0026		0.9978
-3	0.7563	**	0.0347	-3	0.7589		0.4537
-2	0.1359		0.7044	-2	0.8948		0.4049
-1	-0.6577	**	0.0663	-1	0.237		0.8342
0	0.3002		0.4018	0	0.5373		0.651
1	0.6905	**	0.0538	1	1.2277		0.3223
2	-0.0061		0.9864	2	1.2216		0.3441
3	-1.333	***	0.0002	3	-0.1114		0.9337
4	-1.7561	***	<0.01	4	-1.8675		0.1782
5	-1.0175	***	0.0045	5	-2.885	**	0.044
6	0.8055	**	0.0245	6	-2.0795		0.159
7	-0.1844		0.6067	7	-2.2639		0.1362
8	-0.2178		0.543	8	-2.4817		0.1119
9	-0.2472		0.49	9	-2.7289	*	0.0884
10	-0.4148		0.2468	10	-3.1437	*	0.0554

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第四事件日代表 2008 年 12 月 28 日為事件宣告日。

實證結果顯示，由[表 6] 可知在第五個事件日(2009 年 4 月 26 日)AR 在事件日前 9 日前 7 日前 1 日及事件日後第 5 日第 6 日第 7 日第 9 日存在顯著正的異常報酬，事件日前 2 日事件日當日及事件日後第 2 日第 3 日第 10 日存在顯著負的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件日當日 0.7806 在前 10 日至事件日後第 10 日 4.2812 存在顯著正的累積異常報酬。

表 6 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10,10)之 AR、CAR (第五事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	0.0049		0.9894	-10	0.0049		0.9894
-9	0.764	**	0.0406	-9	0.7689		0.1451
-8	0.5688		0.1274	-8	1.3377	**	0.0385
-7	2.6832	***	<0.01	-7	4.0209	***	<0.01
-6	-0.5946		0.111	-6	3.4263	***	<0.01
-5	-0.3045		0.4145	-5	3.1218	***	0.0006
-4	0.2732		0.4641	-4	3.395	***	0.0006
-3	-0.5866		0.1159	-3	2.8084	***	0.0078
-2	-1.6636	***	<0.01	-2	1.1448		0.3064
-1	1.608	***	<0.01	-1	2.7528	**	0.0196
0	-1.9722	***	<0.01	0	0.7806		0.5282
1	-0.4968		0.1831	1	0.2838		0.8262
2	-0.7992	**	0.0322	2	-0.5154		0.7017
3	-0.7915	**	0.0339	3	-1.3069		0.3492
4	0.3212		0.3894	4	-0.9857		0.4952
5	2.0351	***	<0.01	5	1.0494		0.482
6	1.004	***	0.0071	6	2.0534		0.182
7	1.67	***	<0.01	7	3.7234	**	0.0187
8	-0.3129		0.4018	8	3.4106	**	0.036
9	1.8799	***	<0.01	9	5.2905	***	0.0015
10	-1.0093	***	0.0068	10	4.2812	**	0.0123

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第五事件日代表 2009 年 4 月 26 日為事件宣告日。

實證結果顯示，由[表 7] 可知在第六個事件日(2009 年 7 月 5 日)AR 在事件日前 8 日前 5 日存在顯著正的異常報酬，事件日前 10 日前 4 日事件日當日及事件日後第 4 日第 5 日第 6 日存在顯著負的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件日當日-0.8616 在前 10 日至事件日後第 10 日-4.6011 存在顯著負的累積異常報酬。

表 7 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10, 10)之 AR、CAR (第六事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	-1.2408	***	0.0051	-10	-1.2408	***	0.0051
-9	0.2561		0.5635	-9	-0.9846		0.1164
-8	2.3464	***	<0.01	-8	1.3618	*	0.0762
-7	-0.021		0.9622	-7	1.3408		0.1306
-6	-0.6296		0.1556	-6	0.7112		0.4732
-5	1.8534	***	<0.01	-5	2.5646	**	0.0182
-4	-2.0436	***	<0.01	-4	0.521		0.657
-3	-0.348		0.4325	-3	0.173		0.8903
-2	-0.4937		0.2655	-2	-0.3208		0.8094
-1	0.2446		0.5812	-1	-0.0761		0.9567
0	-0.7854	*	0.0765	0	-0.8616		0.558
1	0.1043		0.8141	1	-0.7573		0.622
2	-0.2499		0.5731	2	-1.0072		0.5287
3	0.3974		0.3702	3	-0.6098		0.7132
4	-1.0503	**	0.0179	4	-1.6601		0.3337
5	-2.1508	***	<0.01	5	-3.8109	**	0.0317
6	-1.1558	***	0.0091	6	-4.9668	***	0.0066
7	0.3622		0.414	7	-4.6046	**	0.0144
8	0.0195		0.9649	8	-4.5851	**	0.0177
9	-0.5044		0.2553	9	-5.0895	**	0.0103
10	0.4884		0.2707	10	-4.6011	**	0.0236

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第六事件日代表 2009 年 7 月 5 日為事件宣告日。

實證結果顯示，由[表 8] 可知在第七個事件日(2009 年 9 月 10 日)AR 在事件日前 6 日前 3 日事件日當日及事件日後第 7 日第 8 日第 10 日存在顯著正的異常報酬，事件日後第 3 日第 9 日存在顯著負的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件日當日 2.1532 在前 10 日至事件日後第 10 日 4.0028 存在顯著正的累積異常報酬。

表 8 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10,10)之 AR、CAR (第七事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	0.1435		0.7017	-10	0.1435		0.7017
-9	-0.4035		0.2813	-9	-0.2601		0.6235
-8	-0.4139		0.2691	-8	-0.674		0.2989
-7	0.0813		0.8282	-7	-0.5927		0.4288
-6	0.9318	**	0.0129	-6	0.3391		0.6856
-5	-0.2044		0.5852	-5	0.1347		0.8833
-4	0.0124		0.9736	-4	0.1471		0.882
-3	1.3435	***	0.0003	-3	1.4906		0.1594
-2	-0.4158		0.2669	-2	1.0747		0.3389
-1	0.3614		0.3347	-1	1.4361		0.2253
0	0.7172	*	0.0555	0	2.1532	*	0.083
1	0.3993		0.2864	1	2.5525	**	0.0492
2	-0.2424		0.5175	2	2.3101	*	0.0872
3	-0.6572	*	0.0793	3	1.6529		0.2382
4	-0.2281		0.5425	4	1.4248		0.326
5	0.4216		0.2603	5	1.8464		0.2178
6	0.0668		0.8585	6	1.9132		0.2154
7	0.9129	**	0.0148	7	2.8261	*	0.0753
8	1.1792	***	0.0016	8	4.0053	**	0.0142
9	-0.7001	*	0.0616	9	3.3052	**	0.0485
10	0.6977	*	0.0625	10	4.0028	**	0.0197

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第七事件日代表 2009 年 9 月 10 日為事件宣告日。

實證結果顯示，由[表 9] 可知在第八個事件日(2009 年 11 月 16 日)AR 在事件日前 8 日前 5 日及事件日後第 7 日存在顯著正的異常報酬，事件日前 10 日事件日前 4 日事件日前 1 日事件日當日及事件日後第 1 日第 2 日存在顯著負的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件日當日-2.419 在前 10 日至事件日後第 10 日-4.9194 存在顯著負的累積異常報酬。

表 9 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10,10)之 AR、CAR (第八事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	-0.5919	*	0.0974	-10	-0.5919	*	0.0974
-9	0.4874		0.1723	-9	-0.1045		0.8361
-8	0.6779	*	0.0577	-8	0.5734		0.3539
-7	-0.4358		0.2223	-7	0.1376		0.8472
-6	-0.0946		0.791	-6	0.043		0.9571
-5	1.1681	***	0.0011	-5	1.2111		0.1662
-4	-1.3569	***	0.0001	-4	-0.1459		0.8773
-3	-0.4045		0.2573	-3	-0.5504		0.5858
-2	-0.2013		0.573	-2	-0.7517		0.4829
-1	-0.8824	**	0.0135	-1	-1.6341		0.1479
0	-0.7849	**	0.028	0	-2.419	**	0.0411
1	-0.9514	***	0.0077	1	-3.3704	***	0.0064
2	-0.9202	***	0.01	2	-4.2906	***	0.0009
3	0.0018		0.996	3	-4.2888	***	0.0013
4	-0.0494		0.8901	4	-4.3382	***	0.0017
5	-0.2961		0.407	5	-4.6343	***	0.0012
6	-0.181		0.6122	6	-4.8153	***	0.0011
7	0.7208	**	0.0436	7	-4.0945	***	0.0069
8	-0.5362		0.1332	8	-4.6307	***	0.0029
9	-0.0819		0.8186	9	-4.7126	***	0.0032
10	-0.2067		0.5626	10	-4.9194	***	0.0026

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第八事件日代表 2009 年 11 月 16 日為事件宣告日。

實證結果顯示，由[表 10] 可知在第九個事件日(2010 年 1 月 16 日)AR 在事件日前 7 日前 6 日及事件日後第 1 日第 3 日第 4 日第 7 日第 10 日存在顯著正的異常報酬，事件日前 10 日事件日前 5 日事件日前 2 日及事件日後第 2 日存在顯著負的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件日當日-1.6134 具有弱性顯著性，在前 10 日至事件日後第 10 日 1.6186 不顯著。

表 10 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10,10)之 AR、CAR (第九事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	-0.5399	*	0.061	-10	-0.5399	*	0.061
-9	0.3384		0.2403	-9	-0.2015		0.6209
-8	-0.3791		0.1883	-8	-0.5806		0.2447
-7	0.6011	**	0.037	-7	0.0204		0.9717
-6	0.5752	**	0.0459	-6	0.5956		0.3553
-5	-0.9439	***	0.0011	-5	-0.3483		0.6217
-4	-0.0452		0.8753	-4	-0.3935		0.6058
-3	-0.195		0.4986	-3	-0.5885		0.4703
-2	-0.8344	***	0.0038	-2	-1.4229	*	0.0998
-1	0.0923		0.7487	-1	-1.3306		0.1442
0	-0.2828		0.3264	0	-1.6134	*	0.0914
1	0.5581	*	0.0528	1	-1.0553		0.2904
2	-0.6209	**	0.0312	2	-1.6762		0.1067
3	0.8313	***	0.0039	3	-0.8449		0.4333
4	1.02	***	0.0004	4	0.1751		0.8753
5	0.0181		0.9499	5	0.1932		0.8669
6	0.2055		0.4759	6	0.3987		0.7372
7	0.6275	**	0.0294	7	1.0262		0.4013
8	-0.065		0.8217	8	0.9612		0.4441
9	-0.3982		0.167	9	0.563		0.6622
10	1.0556	***	0.0002	10	1.6186		0.2203

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第九事件日代表 2010 年 1 月 16 日為事件宣告日。

實證結果顯示，由[表 11] 可知在第十個事件日(2010 年 3 月 16 日)AR 在事件日前 9 日前 4 日及事件日後第 6 日存在顯著正的異常報酬，事件日前 10 日事件日前 7 日事件日前 6 日及事件日後第 7 日存在顯著負的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件日當日-0.8368 在前 10 日至事件日後第 10 日 0.7208 不顯著。

表 11 MOU 宣告日對上市、櫃金融股事件期(-10,10)之 AR、CAR (第十事件日)

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	-0.9305	***	0.0002	-10	-0.9305	***	0.0002
-9	1.0208	***	<0.01	-9	0.0903		0.7978
-8	-0.2399		0.3359	-8	-0.1496		0.729
-7	-0.4422	*	0.0761	-7	-0.5918		0.2353
-6	-0.7237	***	0.0037	-6	-1.3155	**	0.0183
-5	-0.2663		0.2855	-5	-1.5818	***	0.0096
-4	0.4188	*	0.093	-4	-1.1629	*	0.0779
-3	-0.2821		0.2579	-3	-1.445	**	0.0404
-2	0.11		0.6589	-2	-1.335	*	0.0743
-1	0.2251		0.3666	-1	-1.1099		0.1592
0	0.2731		0.2734	0	-0.8368		0.3116
1	-0.0972		0.6968	1	-0.9339		0.2795
2	0.3891		0.1186	2	-0.5449		0.5444
3	0.2073		0.4057	3	-0.3376		0.7175
4	0.2462		0.3235	4	-0.0914		0.9246
5	0.3295		0.1863	5	0.2381		0.8113
6	0.7635	***	0.0022	6	1.0016		0.3299
7	-0.4116	*	0.0988	7	0.59		0.577
8	-0.2264		0.3639	8	0.3636		0.7379
9	-0.0427		0.8641	9	0.321		0.7735
10	0.3999		0.1087	10	0.7208		0.5281

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。觀察事件日前後 10 日之 AR、CAR 變化，以了解宣告效果影響過程與方向。第十事件日代表 2010 年 3 月 16 日為事件宣告日。

## 第二節 金控、銀行、保險、證券之異常報酬實證結果

### 第一個事件日

由表 12 可知，金控之異常報酬率為 1.4467%且顯著為正，其餘銀行、保險、證券之異常報酬率雖是正的但不顯著。

### 第二個事件日

由表 12 可知，金控之異常報酬率為-0.2431%，銀行之異常報酬率為 0.4397%，保險之異常報酬率為 0.1308%，至於證券之異常報酬率為-0.5881，所有的金控、銀行、保險、證券之異常報酬率均不顯著。

### 第三個事件日

由表 12 可知，金控之異常報酬率為 2.2539%，銀行之異常報酬率為 1.3436%，證券之異常報酬率為 1.5447%皆顯著為正，但保險之異常報酬率是不顯著。

### 第四個事件日

由表 12 可知，金控、銀行、保險、證券之異常報酬率均不顯著。

### 第五個事件日

由表 12 可知，金控之異常報酬率為-2.0803%、保險之異常報酬率-2.9173%、證券之異常報酬率為-2.1246%，皆顯著為負，金融股出現利多出盡的效應沒有資訊效果，根據市場及客觀的推論，原因是第三次江陳會談事件日當天已經沒有太多讓人驚喜的內容，且這次尚未納入簽訂金融監理備忘錄 MOU，也讓投資人感到失望。加上證管會規定 4 月底必須公布去年的年報，由於去年爆發金融風暴，多半企業的獲利不佳使投資人預期獲利會變差，這些原因都可能加劇台股指數的波動性。

### 第六個事件日

由表 12 可知，金控之異常報酬率為-1.1235%顯著為負，其餘銀行、保險、證券之異常報酬率均不顯著。

#### 第七個事件日

由表 12 可知，金控之異常報酬率為 1.5351% 是顯著為正，其餘銀行、保險、證券之異常報酬率均不顯著。

#### 第八個事件日

由表 12 可知，所有的金控、銀行、保險、證券之異常報酬率均不顯著。原本預期簽訂金融監理合作瞭解備忘錄(MOU)後，金融業會帶來利多，但真正簽訂後卻出現利多出盡的效應，其中原因可能是之前的訊息已經提前反應在市場上，而金融監理合作瞭解備忘錄是用”遞送”方式簽訂的，另一項原因就是簽訂金融監理合作瞭解備忘錄後，在中國市場只有大型優質銀行才能參與，而中國給外資銀行的條件是必須先設辦事處 2 年，才能升格分行，分行 3 年後才能做人民幣業務，由於雙方對 WTO 承諾不同，因此 MOU 只是進入中國的一張「入場券」。

#### 第九個事件日

由表 12 可知，所有的金控、銀行、保險、證券之異常報酬率均不顯著。

#### 第十個事件日

由表 12 可知，所有的金控、銀行、保險、證券之異常報酬率均不顯著。

表 12 各事件日金控、銀行、保險、證券異常報酬(AR)實證結果

事件日	金控 樣本=14	銀行 樣本=11	保險 樣本=7	證券 樣本=11
事件一 2008 年 6 月 23 日	1.4467 (0.0014)***	0.4443 (0.4733)	1.2618 (0.1023)	0.1984 (0.7519)
事件二 2008 年 8 月 5 日	-0.2431 (0.6099)	0.4397 (0.4726)	0.1308 (0.857)	-0.5881 (0.3568)
事件三 2008 年 11 月 1 日	2.2539 (0.000)***	1.3436 (0.032)**	-0.2591 (0.7509)	1.5447 (0.0201)**
事件四 2008 年 12 月 28 日	0.35 (0.5593)	0.5079 (0.4534)	0.4446 (0.6221)	-0.0627 (0.9349)
事件五 2009 年 4 月 26 日	-2.0803 (0.0013)***	-1.0809 (0.1314)	-2.9173 (0.0024)***	-2.1246 (0.0047)***
事件六 2009 年 7 月 5 日	-1.1235 (0.0952)*	-0.9431 (0.2335)	-0.0542 (0.9571)	-0.6731 (0.5309)
事件七 2009 年 9 月 10 日	1.5351 (0.0112)**	0.9918 (0.1829)	0.0141 (0.9883)	-0.0786 (0.9198)
事件八 2009 年 11 月 16 日	-0.3784 (0.5108)	-0.5189 (0.4722)	-1.5177 (0.1151)	-1.0754 (0.1323)
事件九 2010 年 1 月 16 日	-0.4698 (0.3322)	-0.3506 (0.556)	-0.3263 (0.6864)	0.1449 (0.7908)
事件十 2010 年 3 月 16 日	0.1374 (0.7269)	0.3938 (0.4238)	0.8394 (0.2467)	-0.0006 (0.9991)

註:括號中為 p 值。

說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。

如圖 4-1 所示第一個事件日 AR 圖證券在事件日後第 9 日之異常報酬為 3.5943% 有最高的平均異常報酬，且證券業在事件日後第 7 日有最低的平均異常報酬-3.3209%。

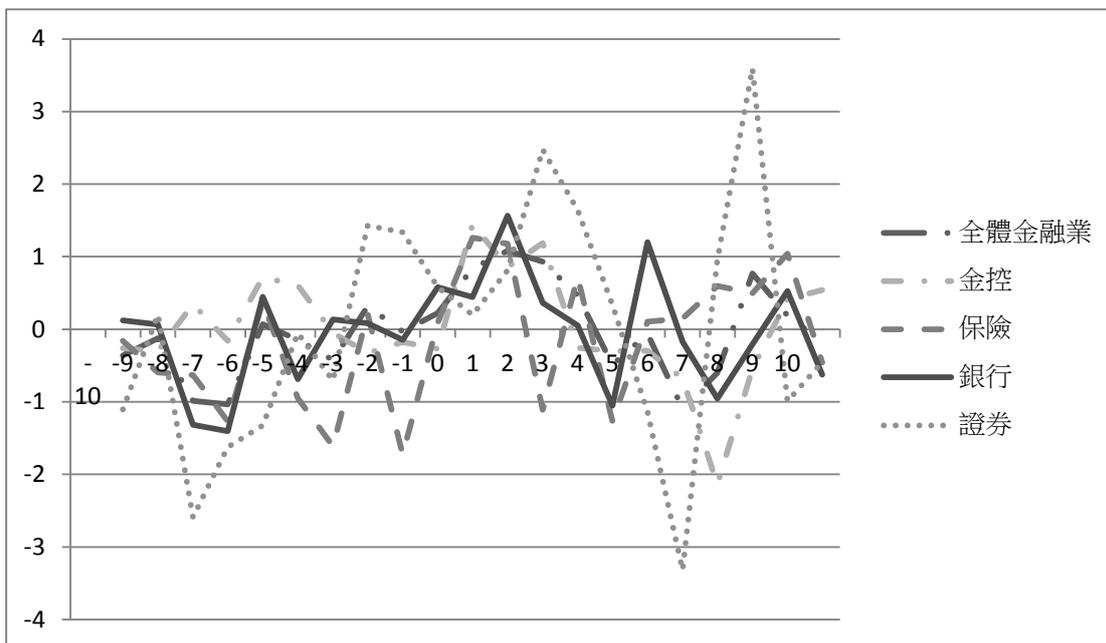


圖 4-1 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率(AR)—20080623

如圖 4-2 所示第二個事件日 AR 圖銀行類股在所有金融產業中，在事件日前 8 日 AR 值為 1.8873%，且有最高的平均異常報酬。金控類股在事件日後第 9 日 AR 值-2.6432% 有最低的平均異常報酬。

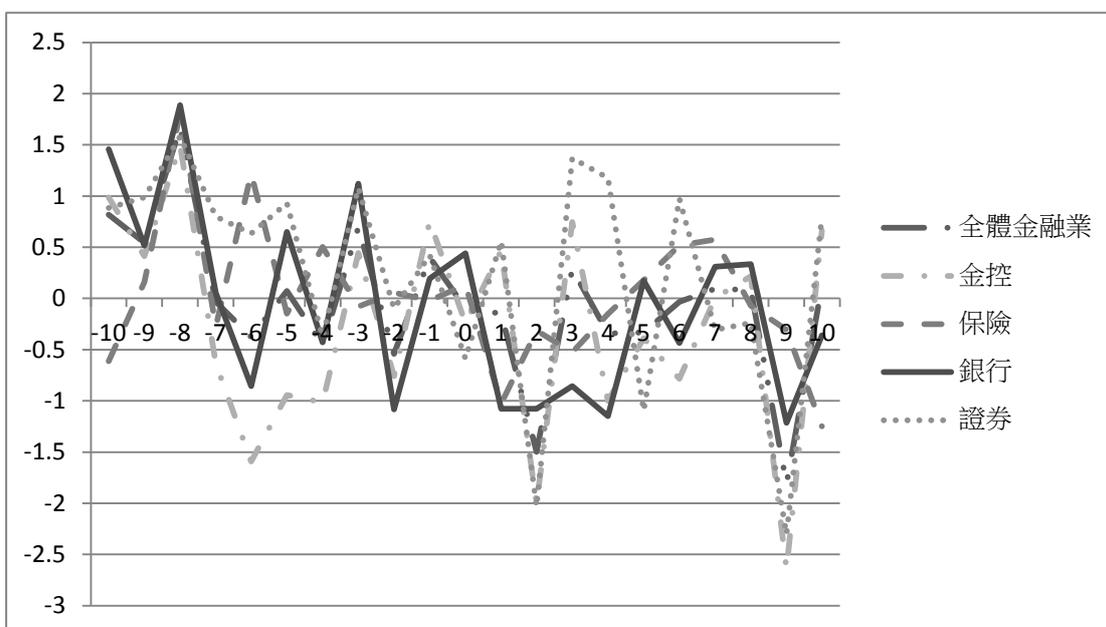


圖 4-2 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率(AR)--20080805

如圖 4-3 所示第三個事件日 AR 圖證券類股在所有金融產業中在事件日後第 9 日 AR 值 5.3735% 有最高的平均異常報酬金控類股在事件日後第 6 日 AR 值 -2.5519% 有最低的平均異常報酬

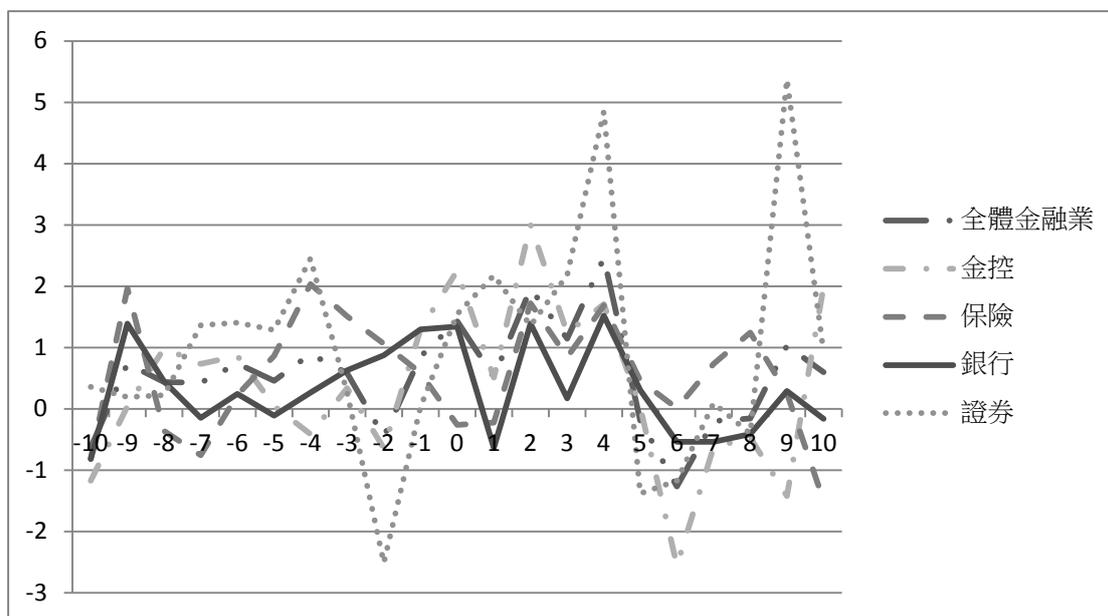


圖 4-3 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率 AR--20081101

如圖 4-4 所示第四個事件日 AR 圖證券類股在所有金融產業中在事件日後第 2 日 AR 值 1.7284% 有最高的平均異常報酬證券類股在事件日前第 10 日 AR 值 -2.5989% 有最低的平均異常報酬

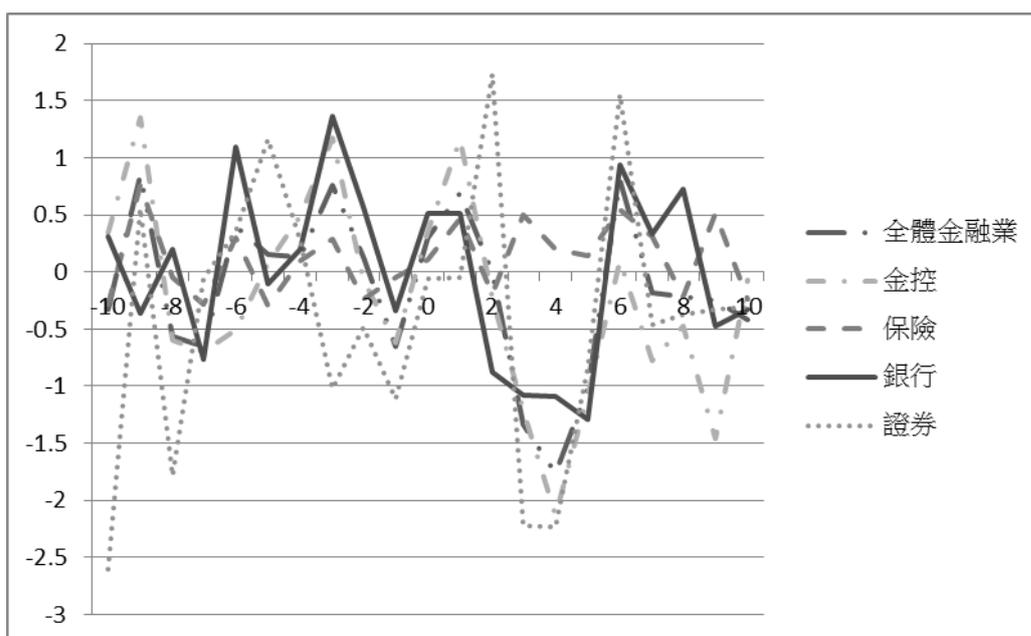


圖 4-4 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率 AR—20081228

如圖 4-5 所示第五個事件日 AR 圖保險類股在所有金融產業中在事件日後第 9 日 AR 值 4.1848% 有最高的平均異常報酬保險類股在事件日 AR 值 -2.9173% 有最低的平均異常報酬

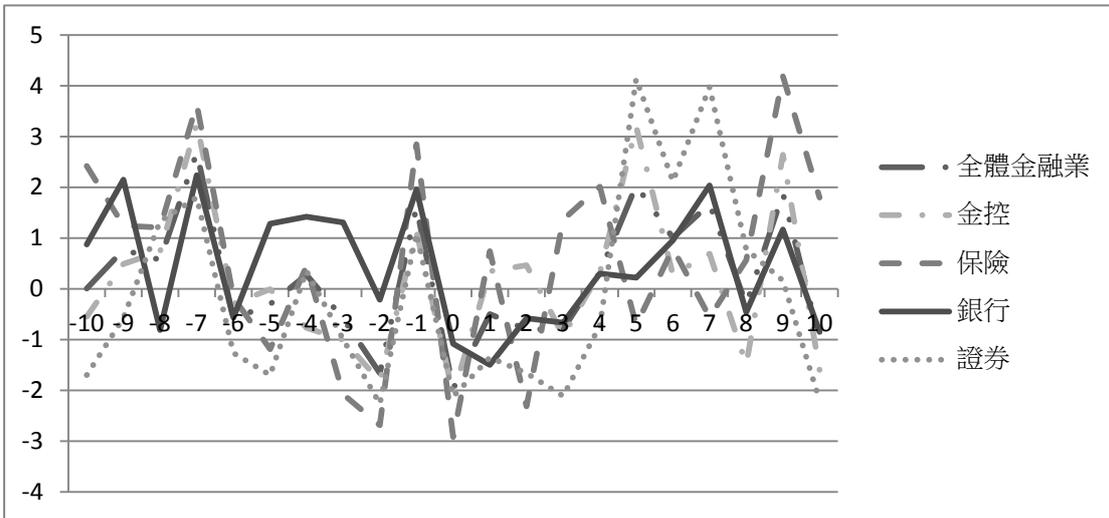


圖 4-5 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率 AR--20090426

如圖 4-6 所示第六個事件日 AR 圖證券類股在所有金融產業中在事件日前第 5 日 AR 值 3.2487% 有最高的平均異常報酬證券類股在事件日前第 4 日 AR 值 -3.6528% 有最低的平均異常報酬。

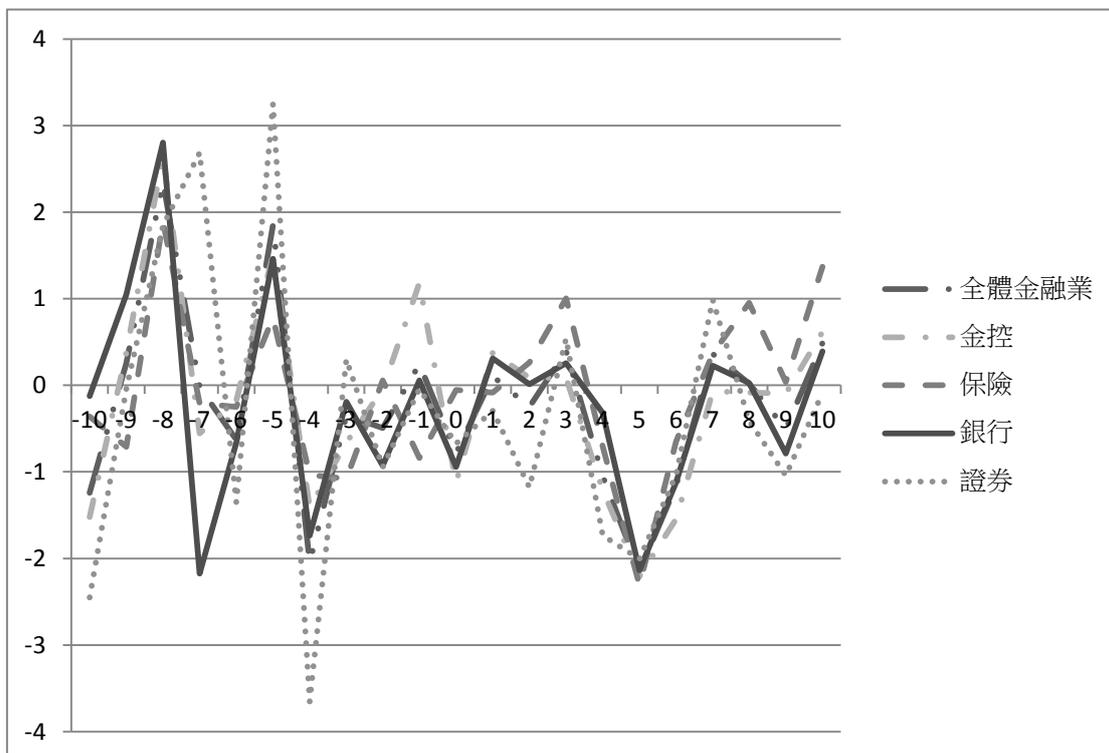


圖 4-6 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率 AR-20090705

如圖 4-7 所示第七個事件日 AR 圖證券類股在所有金融產業中在事件日第 7 日 AR 值 4.3845% 有最高的平均異常報酬證券類股在事件日第 3 日 AR 值 -1.3862% 有最低的平均異常報酬。

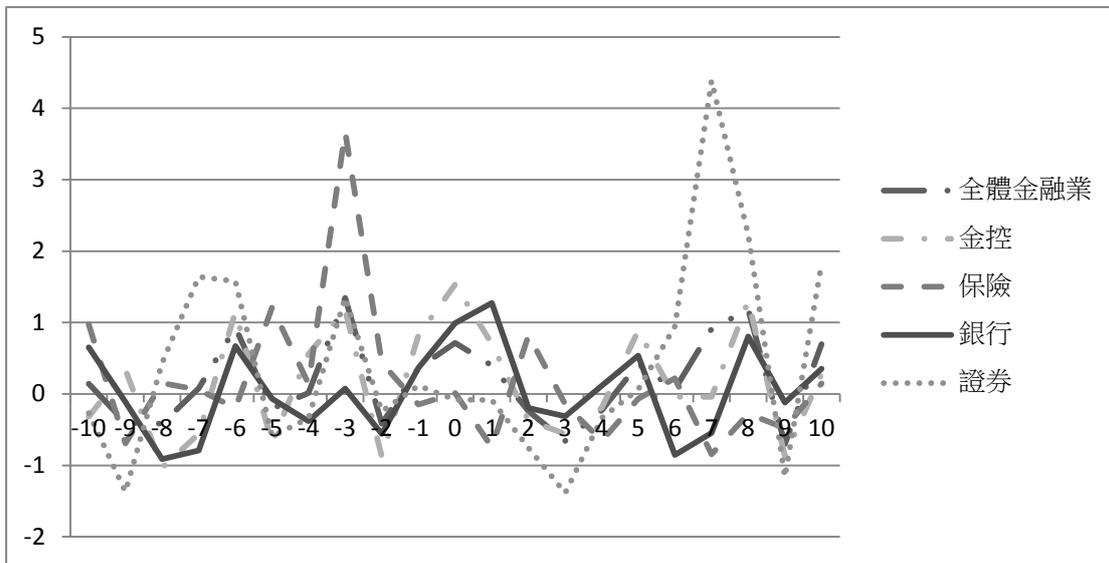


圖 4-7 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率 AR-20090910

如圖 4-8 所示第八個事件日 AR 圖銀行類股在所有金融產業中在事件日前第 5 日 AR 值 2.4243% 有最高的平均異常報酬證券類股在事件日前第 4 日 AR 值 -1.9836% 有最低的平均異常報酬。

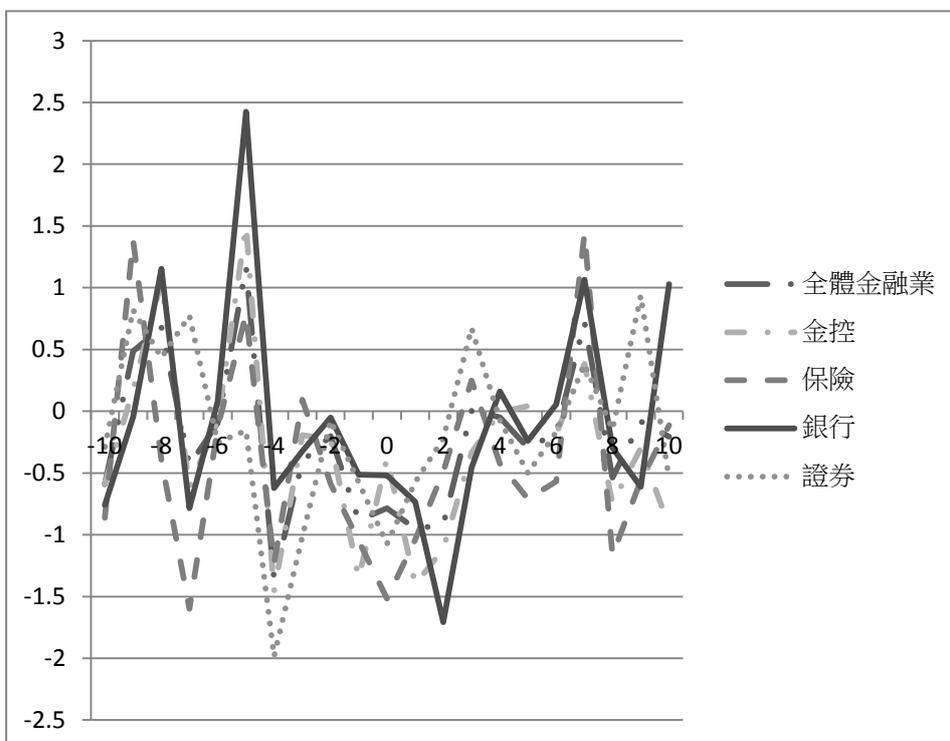


圖 4-8 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率 AR-20091116

如圖 4-9 所示第九個事件日 AR 圖銀行類股在所有金融產業中在事件日第 3 日 AR 值 2.1155% 有最高的平均異常報酬保險類股在事件日前第 5 日 AR 值 -1.6132% 有最低的平均異常報酬。

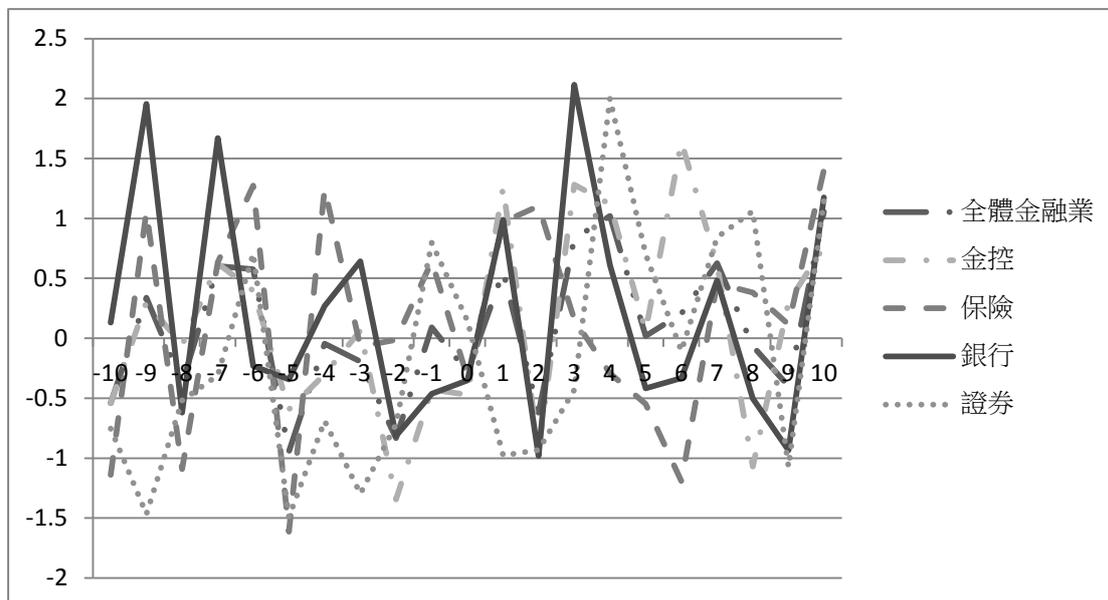


圖 4-9 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率 AR-20100116

如圖 4-10 所示第十個事件日 AR 圖保險類股在所有金融產業中在事件日第 6 日 AR 值 3.5957% 有最高的平均異常報酬證券類股在事件日前第 10 日 AR 值 -1.392% 有最低的平均異常報酬。

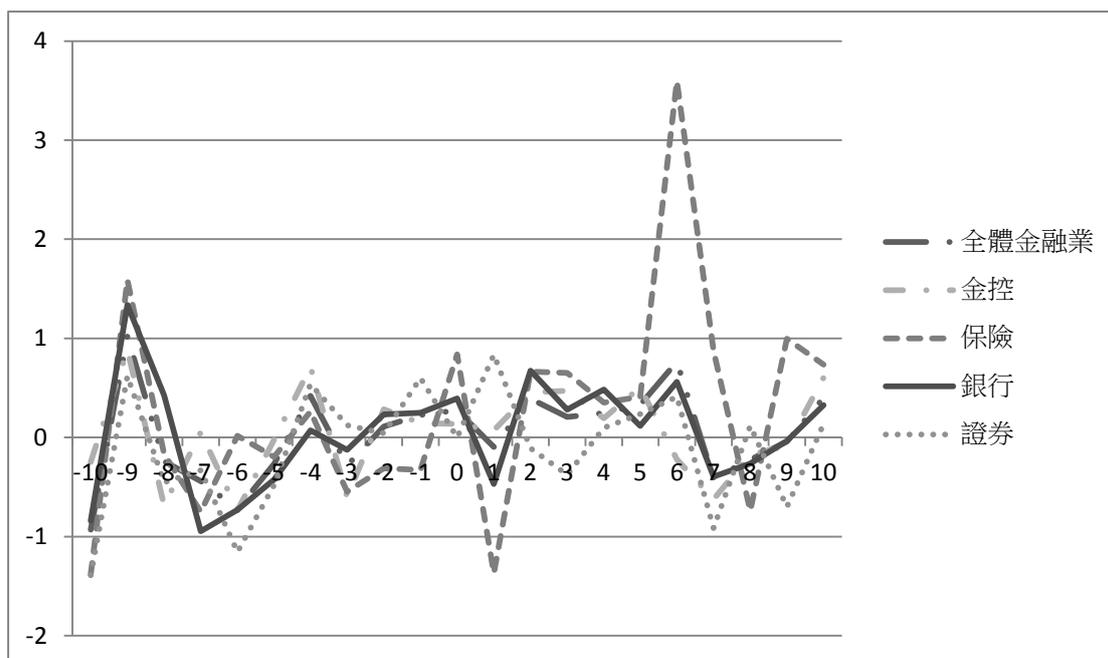


圖 4-10 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均異常報酬率 AR-20100316

### 第三節 金控、銀行、保險、證券之累積異常報酬實證結果

#### 一、第一個事件日

由表 13 可知，金控之  $CAR(-10, 10)$  為 0.3605%，銀行之  $CAR(-10, 10)$  為 -0.9959%，保險之  $CAR(-10, 10)$  為 -3.5552%，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 0.2446%，但金控、銀行、保險、證券之累積異常報酬均不顯著。

#### 二、第二個事件日

由表 13 可知，金控之  $CAR(-10, 10)$  為 -5.8242% 顯著為負，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 5.1477% 顯著為正，但銀行、保險之累積異常報酬均不顯著。

#### 三、第三個事件日

由表 13 可知，金控之  $CAR(-10, 10)$  為 7.7561%，銀行之  $CAR(-10, 10)$  為 6.8132%，保險之  $CAR(-10, 10)$  為 11.3102%，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 20.6216%，所有的金控、銀行、保險、證券之累積異常報酬均顯著為正。

#### 四、第四個事件日

由表 13 可知，金控之  $CAR(-10, 10)$  為 -4.8514%，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 -8.3138% 皆顯著為負，但銀行之  $CAR(-10, 10)$  為 0.0545%，保險之  $CAR(-10, 10)$  為 3.3701%，累積異常報酬均不顯著。

#### 五、第五個事件日

由表 13 可知，銀行之  $CAR(-10, 10)$  為 9.1642%，保險之  $CAR(-10, 10)$  為 10.5807% 銀行、保險之累積異常報酬均顯著為正，金控之  $CAR(-10, 10)$  為 2.9725%，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 -2.9449%，金控、證券之累積異常報酬均不顯著。

#### 六、第六個事件日

由表 13 可知，金控之  $CAR(-10, 10)$  為 -3.8186%，銀行之  $CAR(-10, 10)$  為 -4.5326%，保險之  $CAR(-10, 10)$  為 -1.5642%，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 -7.3484%，金控、銀行、保險、證券之累積異常報酬均不顯著。

#### 七、第七個事件日

由表 13 可知，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 7.9437%，是顯著為正，其餘金控  $CAR(-10, 10)$  為 3.2001%，銀行之  $CAR(-10, 10)$  為 0.9876%，保險之  $CAR(-10, 10)$  為 3.5907%，累積異常報酬均不顯著。

#### 八、第八個事件日

由表 13 可知，金控之  $CAR(-10, 10)$  為 -6.7584%，保險之  $CAR(-10, 10)$  為 -8.4996%，皆顯著為負，而銀行之  $CAR(-10, 10)$  為 -1.7005%，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 -3.636%，累積異常報酬均不顯著。

#### 九、第九個事件日

由表 13 可知，金控之  $CAR(-10, 10)$  為 2.6871%，銀行之  $CAR(-10, 10)$  為 4.0436%，保險之  $CAR(-10, 10)$  為 3.1596%，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 -3.3579%，累積異常報酬均不顯著。

#### 十、第十個事件日

由表 13 可知，金控之  $CAR(-10, 10)$  為 1.1221%，銀行之  $CAR(-10, 10)$  為 0.9254%，保險之  $CAR(-10, 10)$  為 5.1964%，證券之  $CAR(-10, 10)$  為 -2.1681%，累積異常報酬均不顯著。

表 13 各事件日金控、銀行、保險、證券累積異常報酬 CAR(-10,10)實證結果

事件日	金控 樣本=14	銀行 樣本=11	保險 樣本=7	證券 樣本=11
2008 年 6 月 23 日	0.3605 (0.8619)	-0.9959 (0.7258)	-3.5552 (0.3152)	0.2446 (0.9322)
2008 年 8 月 5 日	-5.8242 (0.0076)***	-1.3996 (0.6178)	0.3722 (0.9109)	5.1477 (0.0784)*
2008 年 11 月 1 日	7.7561 (0.0008)***	6.8132 (0.0176)**	11.3102 (0.0025)***	20.6216 (0)***
2008 年 12 月 28 日	-4.8514 (0.0774)*	0.0545 (0.986)	3.3701 (0.4149)	-8.3138 (0.0181)**
2009 年 4 月 26 日	2.9725 (0.3149)	9.1642 (0.0053)***	10.5807 (0.0165)**	-2.9449 (0.3922)
2009 年 7 月 5 日	-3.8186 (0.2159)	-4.5326 (0.2115)	-1.5642 (0.7351)	-7.3484 (0.1354)
2009 年 9 月 10 日	3.2001 (0.2484)	0.9876 (0.7723)	3.5907 (0.4136)	7.9437 (0.0264)**
2009 年 11 月 16 日	-6.7584 (0.0104)**	-1.7005 (0.6071)	-8.4996 (0.0541)*	-3.636 (0.2669)
2010 年 1 月 16 日	2.6871 (0.2262)	4.0436 (0.1385)	3.1596 (0.3936)	-3.3579 (0.1797)
2010 年 3 月 16 日	1.1221 (0.5337)	0.9254 (0.6817)	5.1964 (0.1176)	-2.1681 (0.3556)

註:括號中為 p 值。說明:\*\*\*表 1%顯著水準下,\*\*表 5%顯著水準下,\*表 10%顯著水準下。

如圖 4-11 所示證券在事件日前第 10 日至事件日前第 4 日有最低的累積異常報酬 (CAR) 為-7.2037%，金控在事件日前第 10 日至事件日後第 2 日有最高的累積異常報酬(CAR)3.6191%，保險在 CAR 圖裡都是負的累積異常報酬，金控在 CAR 圖裡大部分都是正的累積異常報酬。金控業在事件窗口有很明顯的上升趨勢，表示投資人於宣告日前 1 天至宣告日後 2 天，有可能獲得超額報酬。證券業有最低的累積異常報酬。

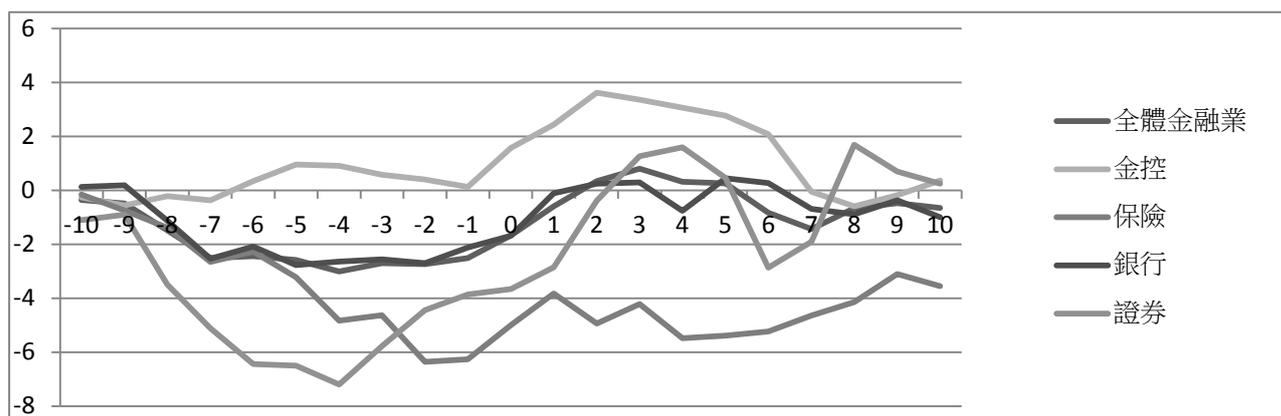


圖 4-11 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR-20080623

如圖 4-12 所示金控在事件日前第 10 日至事件日第 9 日有最低的平均累積異常報酬 CAR-6.4879%，證券在事件日前第 10 日至事件日後第 4 日有最高的平均累積異常報酬 CAR7.3252%，金控在 CAR 圖裡大部分都是負的累積異常報酬，證券在 CAR 圖裡大部分有上升趨勢。

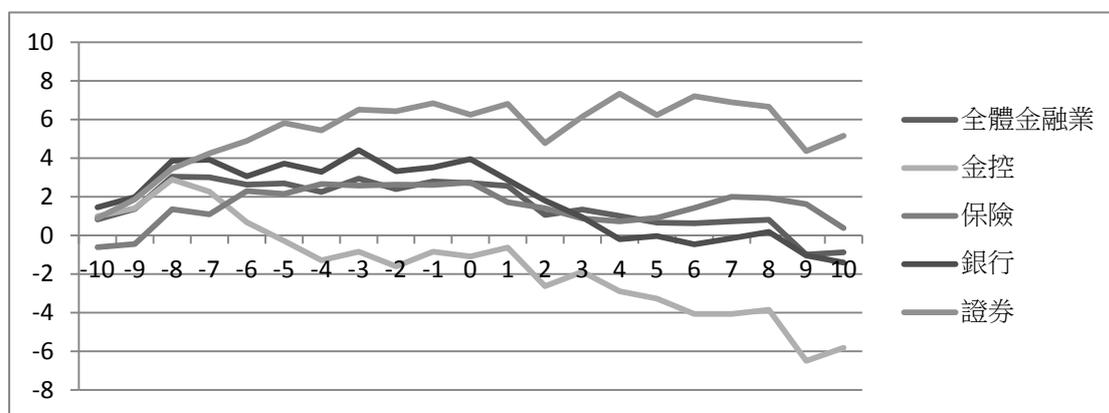


圖 4-12 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR--20080805

如圖 4-13 所示金控在事件日前第 10 日至事件日前第 9 日有最低的平均累積異常報酬 CAR-1.1305%，證券在事件日前第 10 日至事件日後第 10 日有最高的平均累積異常報酬 CAR20.6216%，所有全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡有上升趨勢均為正的累積異常報酬，表示投資人於宣告日前 10 天至宣告日後 4 天，有可能獲得超額報酬。證券業有最低的累積異常報酬。

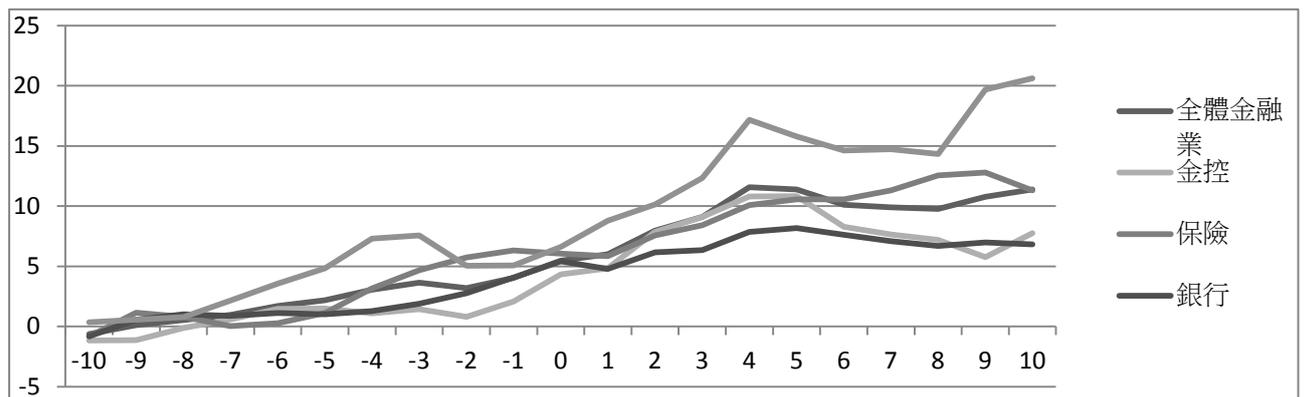


圖 4-13 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR--20081101

如圖 4-14 所示證券在事件日前第 10 日至事件日第 5 日有最低的平均累積異常報酬 CAR-8.3886%，銀行在事件日前第 10 日至事件日有最高的平均累積異常報酬 CAR3.1804%，保險之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡有上升趨勢均為正的累積異常報酬，證券之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡有下降趨勢均為負的累積異常報酬。

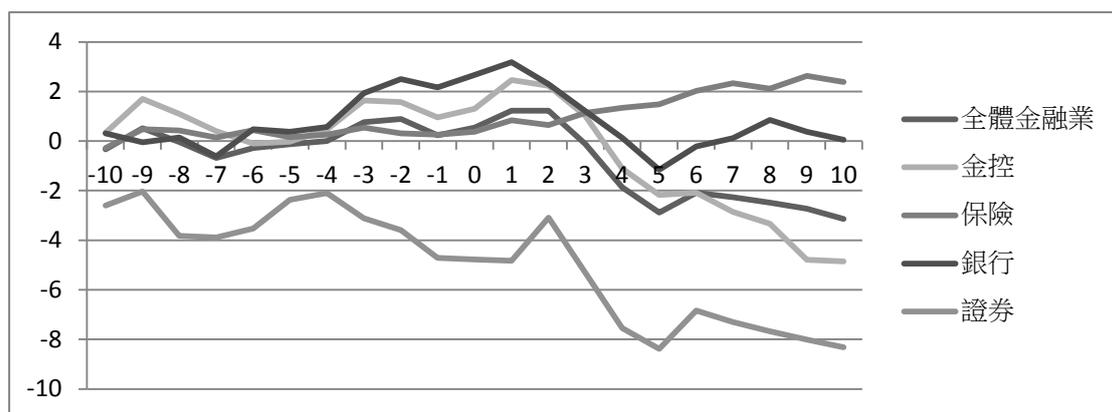


圖 4-14 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR--20081228

如圖 4-15 所示證券在事件日前第 10 日至事件日第 4 日有最低的平均累積異常報酬 CAR-11.9107%，銀行在事件日前第 10 日至事件日後第 9 日有最高的平均累積異常報酬 CAR10.016%，銀行之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡有上升趨勢均為正的累積異常報酬。

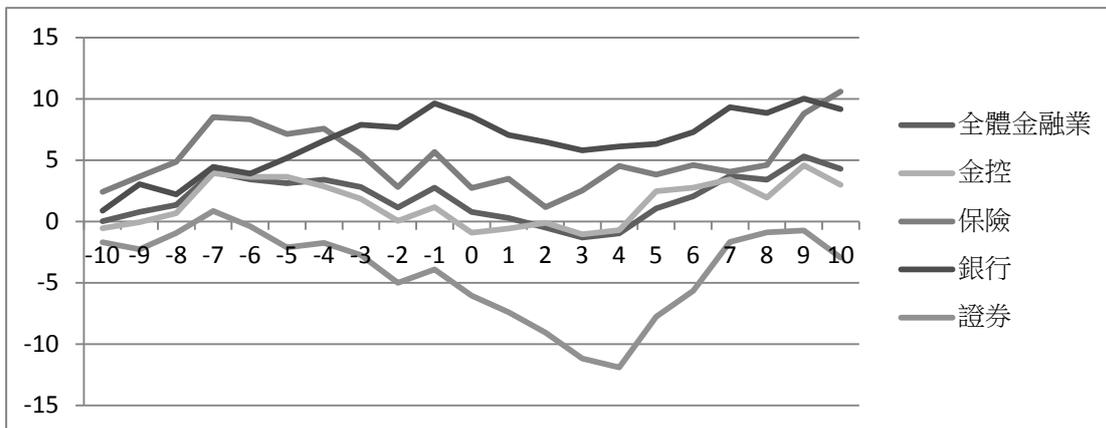


圖 4-15 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR--20090426

如圖 4-16 所示證券在事件日前第 10 日至事件日第 9 日有最低的平均累積異常報酬 CAR-7.2613%，證券在事件日前第 10 日至事件日前第 5 日有最高的平均累積異常報酬 CAR3.9292%，全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡有下降趨勢均為負的累積異常報酬。

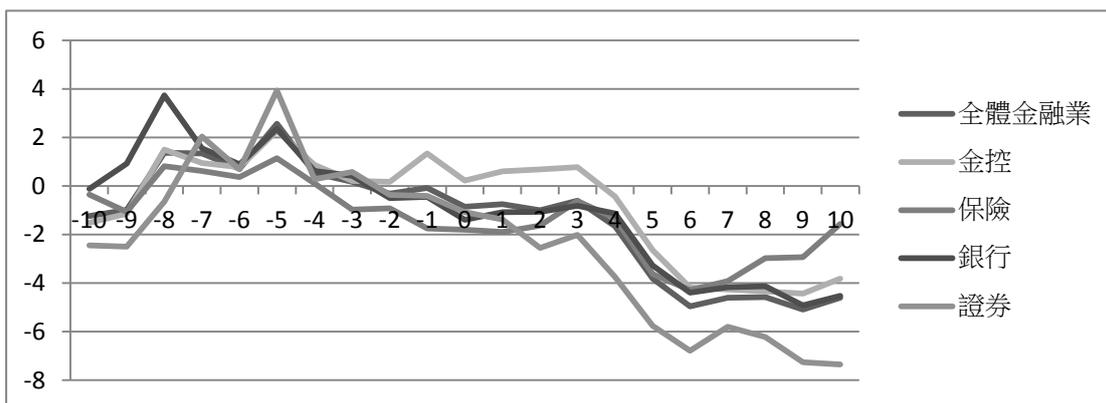


圖 4-16 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR--20090705

如圖 4-17 所示證券在事件日前第 10 日至事件日前第 9 日有最低的平均累積異常報酬 CAR-1.6362%，證券在事件日前第 10 日至事件日後第 10 日有最高的平均累積異常報酬 CAR7.9437%，證券之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡有上升趨勢均為正的累積異常報酬。

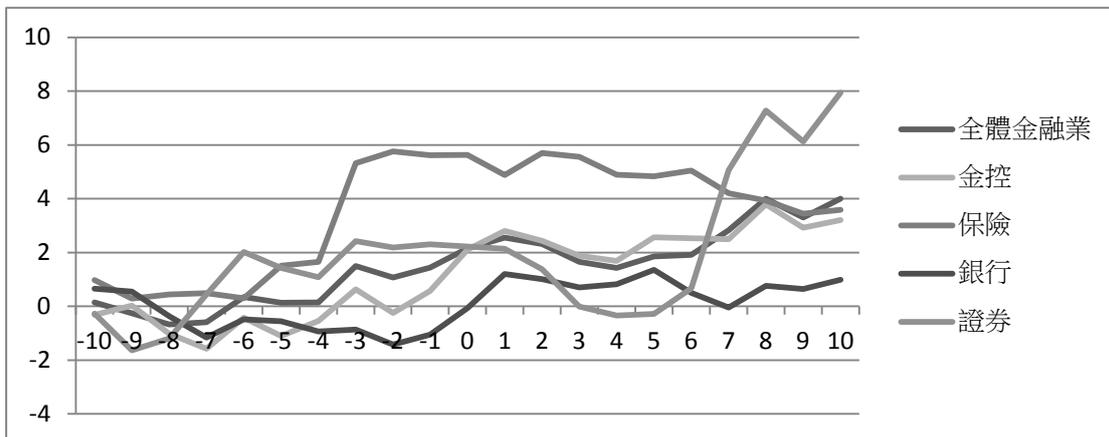


圖 4-17 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR--20090910

如圖 4-18 所示保險在事件日前第 10 日至事件日前第 10 日有最低的平均累積異常報酬 CAR-8.4996%，銀行在事件日前第 10 日至事件日前第 5 日有最高的平均累積異常報酬 CAR2.0671%，全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡有下降趨勢均為負的累積異常報酬表示投資人有可能透過放空獲得超額報酬。

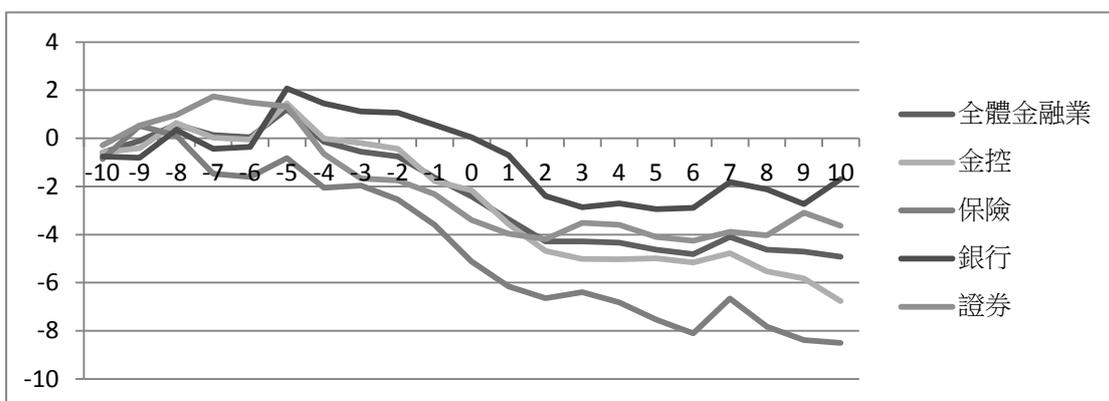


圖 4-18 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR--20091116

如圖 4-19 所示證券在事件日前第 10 日至事件日第 3 日有最低的平均累積異常報酬 CAR-7.9326%，銀行在事件日前第 10 日至事件日第 4 日有最高的平均累積異常報酬 CAR4.5745%，證券之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡均為負的累積異常報酬，銀行之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡均為正的累積異常報酬。

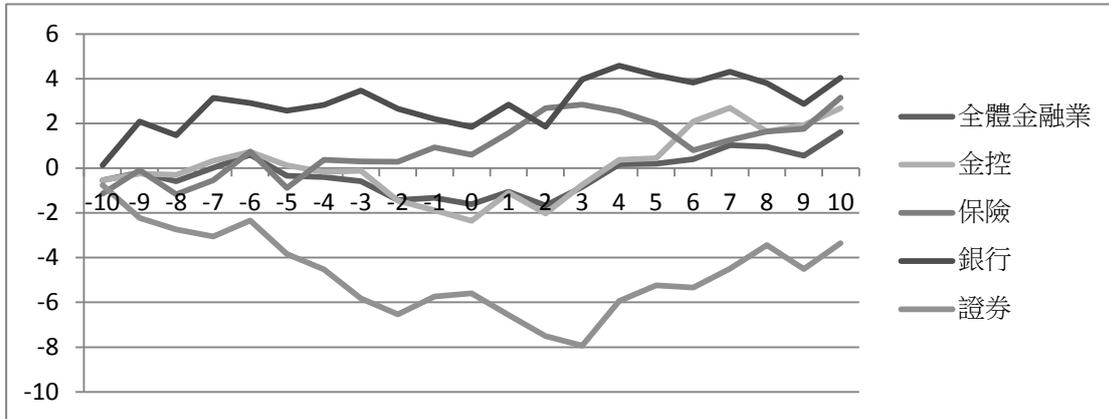


圖 4-19 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR--20100116

如圖 4-20 所示證券在事件日前第 10 日至事件日前第 5 日有最低的平均累積異常報酬 CAR-3.1994%，保險在事件日前第 10 日至事件日第 10 日有最高的平均累積異常報酬 CAR5.1964%，證券之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡有下降趨勢為負的累積異常報酬，CAR 呈下降趨勢，保險之平均累積異常報酬率在 CAR 圖裡有上升趨勢。

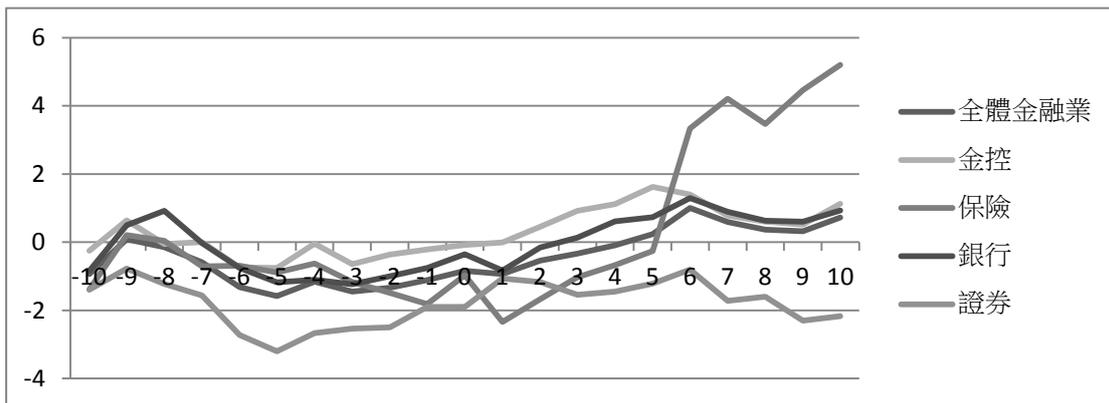


圖 4-20 全體金融業、金控、保險、銀行、證券之平均累積異常報酬率 CAR--20100316

# 第五章 結論與建議

## 第一節 結論

本研究以台灣上市、櫃金融類股為研究對象，藉由事件研究法探討兩岸簽訂金融 MOU 之事件，我國上市、櫃銀行業股價報酬率是否受到影響而產生累積異常報酬，投資人能迅速獲得該資訊並立即反應在股票價格上，造成股票市場價格變動之程度，經由第四章實證結果，歸納結論如下：

- 一. 兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，會對台灣上市、櫃整體金融業之股價產生異常報酬。實證結果發現在第一個事件日、第三個事件日有顯著的平均異常報酬率(AR)，在第三個事件日、第五個事件日、第七個事件日累積異常報酬(CAR)顯著為正，支持假說一。
- 二. 兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，會對台灣上市、櫃「金控業」之股價產生異常報酬。實證結果發現金控業在第一個事件日、第三個事件日、第七個事件日平均異常報酬率(AR)顯著為正，在第三個事件日累積異常報酬(CAR)顯著為正，在這幾個情況下支持假說二。
- 三. 兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市、櫃保險業之股價會產生不同之異常報酬。實證結果發現保險業在第三個事件日、第五個事件日累積異常報酬(CAR)顯著為正，在這幾個情況下支持假說三。
- 四. 兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市、櫃證券業之股價會產生不同之異常報酬。實證結果發現證券業在第三個事件日平均異常報酬率(AR)顯著為正，在第二個事件日、第三個事件日、第七個事件日累積異常報酬(CAR)顯著為正，在這幾個情況下支持假說四。

五. 兩岸即將簽訂金融 MOU 事件演變之訊息公布時，對台灣上市、櫃銀行業之股價會產生不同之異常報酬。實證結果發現銀行業在第三個事件日，平均異常報酬率(AR)顯著為正，在第三個事件日、第五個事件日累積異常報酬(CAR)顯著為正，在這幾個情況下支持假說五。

## 第二節 後續研究與建議

- 一. 後續研究可放一些財務比率。
- 二. MOU 事件簽訂後，對於在大陸或香港已進行投資之台灣金融股有沒有進一步影響。
- 三. 加入橫斷面資料的探討。

# 參考文獻

## 一、中文部分

1. 謝政能(1991),「台灣股票市場過度反應之研究」,國立中山大學企業管理研究所碩士論文。
2. 林煜宗、洪祥文(1998),「台灣股票市場投資者過度反應之研究」,證券管理雜誌。
3. 沈中華、李建然(2000),「事件研究法:財務與會計實證研究必備」,台北:華泰。
4. 林章德(2000),「上市公司重大投資宣告對股價影響之研究」,東海大學管理研究所碩士論文。
5. 陳佳儀(2000),股利宣告對股價超常報酬的影響-以台灣集團與非集團上市公司為例,中央大學碩士論文。
6. 夏志恆(2002),內部人持股轉讓交易宣告對股價變動之實證研究,國立中央大學碩士論文。
7. 呂世惠(2007),台灣銀行業進入中國大陸發展之策略探討,國立台灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組碩士論文,頁124-155。
8. 丁莉娟(2007),臺灣金融控股公司購併行為效果之探討,朝陽科技大學。
9. 陳弼鉉(2009),捷思與過度自信之心理特質對過度反應與反應不足之探討,銘傳大學碩士論文。
10. 吳佩蓉(2010),「兩岸金融MOU政策之事件研究」,國立中山大學財務管理系碩士論文。
11. 田純菁(2010),MOU對台灣金融股之宣告效果,真理大學財經研究所碩士論文。
12. 陳亨通(2011),兩岸金融MOU簽署對股價影響之研究-以台灣上市公司金融類股為例,淡江大學企業管理研究所碩士論文。
13. 吳東祐(2011),兩岸簽訂金融合作MOU對上市上櫃銀行業股價之影響,國立臺灣大學管理學院會計學研究所碩士論文。
14. 陳錦毓(2011),兩岸金融MOU相關宣告事件對台灣金融業股價報酬率之影響,國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
15. 倪衍森、黃寶玉、古曜嘉(2011),台灣高額現金股利宣告效果之實證研究-以富時指數公司所編製的成分股為例,東吳經濟商學學報第七十二期。
16. 陳芬英、黃宸浩(2012),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輯第一期。
17. 李在僑、趙永祥(2012),現金減資宣告效果探討-以事件研究法為例,《育達科大學報》第30期,第103-132頁。

## 二、西文部分

1. Atiase, R. K. (1985) , “Predisclosure information firm captialization and security price behavior around earning announcement”, *Journal of Accounting Research*, 23, 21-36.
2. Beaver, W. H. (1986),”The information content of annual earnings announcement”, *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
3. Chan, K. C. Louis, N. Jegadesh and J. Lakonishok(1996), “Momentum Strategies”, *Journal of Finance*, 51, 1681-1713.
4. De Bondt, W. M. and R. H. Thaler (1985), “Does the stock market overreact?,” *Journal of Finance*, 40, 793-808.
5. Fama, E.F., L. Fisher and M.C. Jensen and R. Roll ,1969 “The adjustment of stock price to new information”, *International Economic Review*, 10, 1-21.
6. Fama, E. F. (1970), *Efficient capital markets : a review of theory and empirical work*, *Journal of Finance*, 25, 383-417.
7. Jegadeesh, N. and S. Titman (1993), “Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency,” *Journal of Finance*, 48, 65-91.
8. Kahneman, D. and A. Tverskey (1982), “Judgment under uncertainty : heuristics and biases,” Cambridge University Press. New York.
9. Lintner, J., (1965), “The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets”, *Review of Economics and Statistics* 47, 13-37.
10. Sharpe, W. F. (1964), “Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk,” *Journal of Finance*, 19, 425-442.