

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
FINANACIAL MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

兩岸經濟合作架構協議對台灣股價影響之事件研究

The Impact of ECFA on Taiwan Stock Market –An Event
Study Analysis

指導教授：廖永熙 博士

ADVISOR : PH.D. Yung-Shi Liao

研究生：黃 對

GRADUATE STUDENT: Tui Huang

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 學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：兩岸經濟合作架構協議對台灣股價影響之事件研究

研究生：黃對

指導教授：廖永熙博士

中文摘要

本研究主要探討簽訂兩岸經濟合作架構協議(ECFA)對台灣股價影響之事件研究，主要針對生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子產業並分析股價於簽定前後是否產生異常報酬之情形。

實證結果發現兩岸簽訂 ECFA 事件對八個事件日之股價有異常報酬率之現象。第一個事件日，生技、食品、航運、觀光、電子業存在顯著正的異常報酬，第二個事件日，生技、航運有顯著為正的報酬，第三個事件日，只有生技業有顯著為正的報酬。第四個事件日，所有產業均不存在異常報酬。第五個事件日，電子業雖顯著但為負報酬，其餘生技、金融、食品、航運、觀光、金融、貿易百貨業均不存在異常報酬。第六個事件日，生技業顯著但為負報酬、其餘金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子業為不顯著。第七個事件日，電子業顯著為正報酬，其餘生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光業不存在異常報酬。第八個事件日，生技、食品顯著為負報酬，其餘金融、航運、貿易百貨、觀光、電子業不存在異常報酬。最後，ECFA 之簽定對相關類股之股價異常報酬成正向顯著關係，投資人可藉相關授會之類股獲得相當報酬。

關鍵詞：ECFA、事件研究法、異常報酬

Title of Thesis : The Impact of ECFA on Taiwan Stock Market –An Event Study Analysis

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

This study investigates the abnormal return of signing cross-strait economic cooperation framework agreement on the Taiwan Stock market, i.e., biotech, finance, food, shipping, trade, general merchandise, tourism, electronic industries and analyze the share price changes before and after the signing of circumstances.

The empirical results show that the two sides signed the ECFA event the share price of the benefit of the phenomenon of abnormal returns for eight episodes. First event, biotech, food, shipping, tourism, electronic industries exist significantly positive abnormal return. The second event day, biotechnology, shipping is significantly positive abnormal return. The third event day, biotech is significantly positive abnormal return. The fourth event day, all industries abnormal return are not significant. The fifth event day, electronic industry is significantly negative abnormal return, the rest of the biotech, financial, food, shipping, tourism, e-finance, trade, general merchandise was not significant. The sixth event day, biotech industry is significant but negative abnormal return, the rest of the biotech, financial, food, shipping, trade, general merchandise, tourism, electronic industries are insignificant. The seventh event day, electronic industry is significantly positive abnormal return, the rest of the biotech, financial, food, shipping, trade, general merchandise, tourism, electronic industries are insignificant. Eighth event date, biotech, food industries are significantly negative abnormal return, the remaining financial, shipping, trade, general merchandise, tourism, electronics industries are not significant, Finally, signing ECFA is benefit for Taiwan stock market and investors gains via this agreement.

Keywords : ECFA , event study, abnormal return

目錄

版權宣告	ii
中文摘要	iii
Abstract.....	iv
目錄	v
表目錄	vi
圖目錄	vii
第一章 緒論	1
第一節 研究動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 研究架構	4
第二章 文獻回顧	6
第一節 效率市場假說	6
第二節 ECFA 的國內相關研究	7
第三章 研究資料與方法	9
第一節 資料來源	9
第二節 研究方法	10
第四章 實證結果分析	13
第一節 不同事件日之上市櫃異常報酬及累積異常報酬	13
第二節 各產業在不同事件日之異常報酬及累積異常報酬	21
第五章 結論與建議	32
第一節 結論	32
第二節 後續研究與建議	33
參考文獻	34
一、中文部分	34
二、西文部分	34

表目錄

表 1 兩岸經濟合作架構協議觀察事件日及推動一覽表	11
表 2 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20080626(事件 1).....	13
表 3 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20081104(事件 2).....	14
表 4 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20090426(事件 3).....	15
表 5 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20091221(事件 4).....	16
表 6 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20090609(事件 5).....	17
表 7 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20101221(事件 6).....	18
表 8 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20111020(事件 7).....	19
表 9 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20120809(事件 8).....	20
表 10 各事件日生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子業之 AR.....	22
表 11 各事件日生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子業之 CAR.....	23

圖目錄

圖 1 研究架構流程	5
圖 2 ECFA 於 20080626 事件宣告日之 AR 圖	24
圖 3 ECFA 於 20080626 事件宣告日之 CAR 圖	24
圖 4 ECFA 於 20081104 事件宣告日之 AR 圖	25
圖 5 ECFA 於 20081104 事件宣告日之 CAR 圖	25
圖 6 ECFA 於 20090426 事件宣告日之 AR 圖	26
圖 7 ECFA 於 20090426 事件宣告日之 CAR 圖	26
圖 8 ECFA 於 20091221 事件宣告日之 AR 圖	27
圖 9 ECFA 於 20091221 事件宣告日之 CAR 圖	27
圖 10 ECFA 於 20100609 事件宣告日之 AR 圖	28
圖 11 ECFA 於 20100609 事件宣告日之 CAR 圖	28
圖 12 ECFA 於 20101221 事件宣告日之 AR 圖	29
圖 13 ECFA 於 20101221 事件宣告日之 CAR 圖	29
圖 14 ECFA 於 20111020 事件宣告日之 AR 圖	30
圖 15 ECFA 於 20111020 事件宣告日之 CAR 圖	30
圖 16 ECFA 於 20120809 事件宣告日之 AR 圖	31
圖 17 ECFA 於 20120809 事件宣告日之 CAR 圖	31

第一章 緒論

全球景氣低迷，世界各國致力於提振經濟之際，藉簽定兩岸經濟合作架構協議有助於促進對台灣景氣之提升，希望兩岸透過互動與合作能使經濟活絡。本文探討簽定兩岸經濟合作架構協議對台灣股價影響之事件研究，全章分三節，第一節介紹研究動機，第二節為研究目的，第三節為研究架構。

第一節 研究動機

台灣地理位置站先天有利的位置，位居於亞太地區樞紐，更是外貿進入中國大陸的跳板。但是台灣因為腹地太小，市場規模太小，若是要台灣人口 2300 萬人的消費市場，實在無法讓各項產業擴展其規模，且無法推展台灣經濟之路走向國際化，為了使台灣經濟可以擴大市場，逐步能走向國際化之路線能與國際接軌，政府積極尋求欲與大陸接觸，希望將兩岸經濟關係從過去禁止到逐步開放，藉著經濟交流市場需求下拉動的結果，能帶動整個台灣經濟的發展，提振台灣的經濟，在經濟蕭條時之際，要如何突破經濟的蕭條，甚至進而開創使經濟邁向新榮之路，相信是全國國民之願望，亦是政府希望能擔負之責任，能儘快揮別 2008 年後金融海嘯之陰霾。

目前台灣經濟，甚至全球正處於經濟提振乏力之際，除了要想辦法度過經濟衰退期，要在經濟的困境中求突破，提振經濟使經濟能日漸繁榮，以突飛猛進的方式使台灣經濟能夠發展，努力推動兩岸經貿關係、避免我國在區域經濟體系中被邊緣化，促進我國做國際化的經貿投資，簽訂兩岸經濟合作架構協議 ECFA（Economic Cooperation Framework Agreement）是個開端，因大陸已從過去的出口導向市場轉成進口市場，若台灣可以產品賣過去，必定可以增加銷售量，並且以大陸總人口來計，消費市場龐大，對台灣言 ECFA 是台灣經濟發展最佳的選擇，況且大陸地區是目前全世界各國家都欲與交易或合作的對象，主要原因乃是因為大陸版圖大人口眾多，其消

費市場具有很大的發展潛力。

台灣為海島型經濟，無法靠內需來發展經濟，必須走向全球化、國際化以多元化方式拓展，因此必須經由國際貿易經濟的擴張來帶動國內經濟的成長，但因受限要發展國際其交易對象語言及風俗習慣之不同，及其他國際間有各項協定很難打入其經濟體系中，故要發展國際貿易經濟必須首先由大陸出發，藉著與大陸用同一種語言易溝通，風俗文化接近的因素，來做為邁向國際化的首要目標，況且台灣的經濟貿易對大陸依存度日漸偏高之情形下，如何更進一步擴展，來帶動市場經濟活絡為政府及民間企業共同之期盼，政府簽訂兩岸經濟合作架構協議(ECFA)主要就是做提振國內經濟及走向國際化之開端，目前於已簽訂兩岸經濟合作架構協議(ECFA)之條件下，業已逐步完成各項措施之簽訂，相信對台灣的經濟有一定作用的影響，因此藉簽訂兩岸經濟合作架構協議(ECFA)之觀察，以台灣股票為導向用事件研究法來判定影響台灣經濟發展之程度，以期作嗣後股票發展之研究，做為未來投資股票走向之參考。

第二節 研究目的

近年來中國大陸是台灣對外出口市場成長最快的地區，不但在出口金額成長，對中國大陸出口比重也不斷上升，再加上出口順差也不斷擴大，因此中國大陸市場對於台灣經濟是否因簽訂 ECFA 後是正向或負向的影響，藉著以股票研究由簽訂 ECFA 作為研究之角度，以台灣股票作為研究對象，利用事件研究法實證簽訂 ECFA 效果對於台灣股票之影響，本文研究之目的如下：

1. 簽訂 ECFA 後對台灣上市櫃公司是否產生異常報酬。
2. 依據八次江陳會之事件日，檢驗這些事件日是否會對上市櫃之食品業，生技醫療業，電子業，觀光業，航運業，貿易百貨業及金融業產生異常報酬。

在全球景氣衰退的隱憂下期盼簽訂 ECFA 後對台灣的經濟效益會更大，相對進一步提升台灣的競爭力，有助於兩岸經濟政治關係的長期穩定發展，以觀察現在區域經濟整合是全球化的重要走向趨勢，全世界有將近 247 個自由貿易之協定，簽約國家中之成員應該彼此會互免關稅的優惠措施，而中國大陸是目前我國最主要的出口地區，與中國大陸簽署協議必能更有助我國與他國洽簽雙邊自由貿易協定之進行，能夠參與其協定走向全球下避免被邊緣化，朝向可以幫助促進我國經貿投資「國際化」之路邁進，不論與中國大陸及其他國家簽署協議或協定，都可以幫助台灣融入全球經貿體系，並且吸引跨國的企業利用我國當作為進入東亞或全球的經貿投資平台的跳板。股票與經濟興衰有級密切相關，在經濟繁榮之際股票呈現於高點，若能以兩岸經濟合作架構協議做為指標作為證券分析之作用，將有助了解是否需修正之處及投資分析之作用。

第三節 研究架構

本論文探討主要探討我國簽訂兩岸經濟合作架構協議對台灣股價影響之事件研究，並分析股價於簽定前後反映之情形，全文共分為五章，各章節內容說明如下：

第一章為緒論，係針對本篇論文做一個概括性的介紹，主要內容包括研究動機、研究目的及本文論文的主要架構。

第二章為文獻回顧，對兩岸經濟合作架構協議(EFCA)做簡單介紹，說明 EFCA 推動的目的及其內容，並在文獻中探討方面，則檢視並探討重大事件日之宣告效果之相關文獻。

第三章為研究資料與方法，採用上市櫃之食品業,生技醫療業,電子業,觀光業,航運業,貿易百貨業及金融業等之類股股價之分析。

第四章為實證結果分析，係針對 EFCA 相關事件之宣告對台灣股價之影響。

第五章結論，針對本篇論文分析得到的結果加以整理。

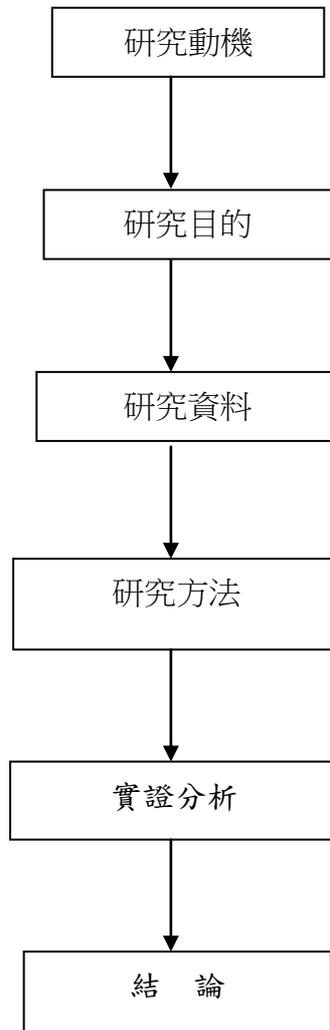


圖 1 研究架構流程

第二章 文獻回顧

當政策宣告或相關法令修改正時往往對股價都會有影響，在事件發生或宣告時對股價異常報酬之影響，因此以利探討對簽定 ECFA 相關事件之宣告對台灣股價之影響。

第一節 效率市場假說

效率市場的說法乃在證券的價格能隨著新資訊的發生而迅速的調整，證券的價格會全面反應所有可獲得的資訊。美國著名財務專家 Fama (1970) 所提出的「效率市場」觀念，包含三個基本論述：

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

(二).新資訊的出現是呈隨機性，即好、壞資訊是相伴而來的。

(三).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。

依據 Do Bondt 和 Thaker(1995)提出過度反應現象(overreaction Phenomenon)認為投資人偏重近期的資訊，容易忽略長期的資料，導致市場近期資訊反應過度了，形成偏離的現象超漲或超跌，產生出現不合格的價格出現，另外其相反的反應為反應不足之情形。因此 ECFA 兩岸的經濟協議之簽訂，必然會影響市場，若是持正向看好即認為股價會上揚，將是投資進場的好時機，相對認為對台灣之股價持負面的看法，也一定反映至股票市場上，至於其強弱則視 ECFA 兩岸的經濟協議之簽訂之內容而定。

第二節 ECFA 的國內相關研究

不管是支持或反對 ECFA 的說法都必須奠基於適當的學理基礎，才能針對政策影響有其正確與完整的評估。在此，我們要指出分析 ECFA 真實效應該採的合理依據，以台灣與中國過去的往來經驗，希望以簽訂海峽兩岸經濟貿易架構協議 ECFA 協議，能夠為台灣創造就業機會與奠定長遠繁榮與發展的貿易政策選項，由於過去兩岸政經情勢緊張，造成經貿多為單一方向（台灣→中國），而 ECFA 主要目的即為兩岸為推動經貿正常化，其簽署內容包括早收清單（商品貿易與服務貿易）、投資保障、智慧財產權、防衛措施、經濟合作，以及經貿爭端的解決機制等。ECFA 不僅只是兩岸的經濟協議，亦為兩岸和平之里程碑，代表兩岸發展和平的關係。

早收清單乃為兩岸先行提出較具競爭力產業，提早獲得協議之利益。中國同意對台灣539項產品納入早收清單，總金額約為138.4億美元，而台灣同意中國降稅項目有267項，總金額為28.6億美元。根據中研院評估早收清單對我國影響，ECFA受惠的產業依序為：機械業、化學塑膠橡膠業、紡織業、鋼鐵業，以及石油煤製品業。受負面影響較深產業為：電機電子產品業、運輸工具業、木材製品業。2011 第14 屆科際整合管理研討會有廖述賢、蕭培元、周繕緣等及學者Rosen和Wang(2010)之論點 ECFA對台灣服務業與投資存在短期利益，GDP將達4.4%。劉紅和王淼森(2010)論點:1.建立具有兩岸特色的經濟合作機制。2.兩岸優勢互補、互惠互惠。3.有利於兩岸共同面對國際競爭。4.有利於台灣經濟發展。在鄭宜、王永昌(2012)於台灣電子股與傳產股在多頭與空頭市場中實施庫藏股宣告對股票報酬率之影響中實證結果公司宣告實施庫藏股前股價呈現負的異常報酬率及公司宣告實施庫藏股後股價呈現正的異常報酬率。陳芬英與黃宸浩(2012)在政策宣告與股價異常報酬率之研究：台灣股價的實證分析指出政策簽署對股價異常報酬率具有顯著的簽署效果，投資人藉由觀察政策相關受惠類股配合政策內容，於政策簽署期間獲得超額報酬。張建成(2010)針對海峽兩岸江陳會談，探討其簽署的協議是否會造成相關受惠類股的異常報酬率的影響。實證結果

顯示，除第一次江陳會談對台灣的觀光業無異常報酬率外，其他三次會談皆會顯著影響我國整體股市與相關受惠類股的異常報酬率。杜泯錡(2010)針對優惠房貸政策，探討優惠房貸政策之施行在特定訊息發佈事件日對營建業公司之股價異常報酬率是否有所影響。實證結果顯示，優惠房貸對於營造業公司於部分事件，呈現看空情勢，於其他事件均顯示出優惠房貸對於股價異常報酬率變動有正向變動。

國外探討個別公司事件宣告的文獻有：Desai 與 Jain(1997)研究股票分割與股票合併後 1 至 3 年，普通股持有期間異常報酬。實證結果顯示，股票分割宣告月份後，1 年持有期間異常報酬率為 7.05%、3 年持有期間異常報酬率為 11.87%，而股票合併宣告月份後，1 年持有期間異常報酬率為-10.76%，3 年持有期間異常報酬率為-33.90%。Mcintosh、Ott 與 Liang(1995)研究美國不動產投資信託之不動產交易宣告對該不動產買賣雙方投資人財富之影響。實證結果顯示，不動產交易宣告對其投資人並無產生顯著的異常報酬率，但不動產投資信託公司增加其股利時，則不動產出售宣告對不動產投資信託之投資人會產生顯著的正向異常報酬率。Zantout 與 Chaganti(1996)研究新產品宣告對發表公司的股價與競爭者股價的影響以及是否先進行新產品發表者會得到長期的競爭優勢。實證結果顯示，當進行新產品宣告時，最早開發新產品公司平均可得到顯著正向異常報酬率，而其競爭者有顯著的負向異常報酬率。

第三章 研究資料與方法

第一節 資料來源

研究期間本研究以台灣上市櫃生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子之股價為研究對象，以 2008 年 6 月 26 日至 2012 年 8 月 9 日為研究期間，本研究事件日資料取自兩岸經濟合作架構協議網站、工商時報、聯合報、經濟日報及關於 ECFA 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)資料庫之台灣上市櫃生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子之公司。

二.樣本選取

台灣上市櫃生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子生技 66 檔股股票，金融業 44 檔股股票，食品 24 檔股股票，航運 24 檔股股票、貿易百貨 19 檔、觀光業 19 檔股票及電子業共計 763 檔股票作為研究標的，研究樣本合計共 961 家公司，這些類股在與 8 個事件日議題中有息息相關。

第二節 研究方法

本文主要研究目的為驗證 ECFA 之簽訂宣告是否造成台灣上櫃生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子生技，金融業，食品，航運、貿易百貨、觀光業及電子業有異常報酬，本研究採用 Fama, Fisher, Jensen 和 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 和 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，本文研究對兩岸經濟合作架構協議(ECFA)之簽訂相關宣告訊息對生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子生技，金融業，食品，航運、貿易百貨、觀光業及電子業八種股價之影響，因此公司對 ECFA 之簽訂即為本研究之「事件」，本文以「兩岸經濟合作架構協議網站、工商時報、聯合報、經濟日報及關於 ECFA 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)：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，2000）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股價對 ECFA 之簽訂宣告之反應情況，亦即檢視是否會有顯著異常報酬，在檢定異常報酬及累積平均異常報酬時，資料來自台灣經濟新報(TEJ)，其事件觀察日以兩岸經濟合作架構協議第 1 次江陳會談之日起為觀察點，並將總計 8 個事件日及發生事件彙整為表 1。

表 1 兩岸經濟合作架構協議觀察事件日及推動一覽表

進展 序號	日期	
1	2008.06.26	第 1 次江陳會談，簽署「包機會談紀要」和「大陸居民赴台灣旅遊協議」。
2	2008.11.4	第二次「江陳會談」，《簽署空運、海運、郵政和食品安全的協議。
3	2009.04.26	第三次「江陳會談」，在南京簽署《海峽兩岸金融合作協議》《海峽兩岸空運補充協議》《海峽兩岸共同打擊犯罪及司法互助協議》等 3 項協議
4	2009.12.21	第四次「江陳會談」於台中舉行，簽署「海峽兩岸標準計量檢驗認證合作協議」、「海峽兩岸漁船船員勞務合作協議」及「海峽兩岸農產品檢疫檢驗合作協議」
5	2010.06.09	第五次「江陳會談」於大陸重慶舉行，簽署「兩岸經濟合作架構協議」
6	2010.12.21	第六次「江陳會談」於台北舉行，簽署「海峽兩岸醫藥衛生合作協議」
7	2011.10.20	第七次「江陳會談」於天津舉行，簽署「海峽兩岸核電安全合作協議」
8	2012.08.09	第八次「江陳會談」於台北舉行，簽署「海峽兩岸投資保障和促進協議」和「海峽兩岸海關合作協議」

本文的研究方法則是以股票市場模式為主，股票市場模式是以估計期為資料，估計某一事件宣告或是發生以後，對於股價的影響，而是以市場模式是用普通的最小平方法(Ordinary Least Square;簡稱 OLS) 來建立以下的迴歸模式:

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， R_{it} 表示公司 i 在 t 期的報酬率，而 i, t 為誤差項且 $\varepsilon_{i,t} \sim N(0, \sigma^2)$ 。經過最小平方的方法就可以得到估計值 α_i 與 β_i ，因此事件期 E 的預期報酬率為

$$E(\hat{R}_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

前一部分是說明本研究事件期預期報酬率的估計方法，然而因為事件發生而讓我們感到興趣的是，每一個證券所導致的異常報酬率。異常報酬率是以所謂事件期的實際報酬率減去預期報酬率得來的，公式如下

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

本研究須將整個事件期的平均異常報酬率累積，即在第 t 日時， N 家樣本公司平均異常報酬率從 $t1$ 到 $t2$ 的累加值，稱為累積平均異常報酬率，亦即 E

$$CAR_{t1,t2} = \sum_{E=t1}^{t2} AR_E \quad (4)$$

其中， CAR 為事件 E 期的累積平均異常報酬率 $t1, t2$ 為事件 E 期的起、迄日。

第四章 實證結果分析

第一節 不同事件日之上市櫃異常報酬及累積異常報酬

表 2 實證結果顯示，由表 1 可知在十個事件日 AR 在事件日前 6 日即事件日當日、第 4 至 9 日存在顯著正的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件當日-2.8924%，在前 10 日至事件當日後第 10 日-3.6614%。

表 2 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20080626(事件 1)

事件日	AR		P-value	事件日	CAR		P-value
-10	-2.1691	***	0	-10	-2.1691	***	0
-9	-0.2014	***	0.0088	-9	-2.3705	***	0
-8	-0.2245	***	0.0035	-8	-2.5950	***	0
-7	-0.0413		0.591	-7	-2.6362	***	0
-6	1.1610	***	0	-6	-1.4753	***	0
-5	0.1854	**	0.0158	-5	-1.2898	***	0
-4	-0.2688	***	0.0005	-4	-1.5586	***	0
-3	-1.3032	***	0	-3	-2.8618	***	0
-2	-0.6294	***	0	-2	-3.4913	***	0
-1	-0.1692	***	0	-1	-3.6604	***	0
0	0.7680	***	0	0	-2.8924	***	0
1	-1.7476	***	0	1	-4.6401	***	0
2	-2.4832	***	0	2	-7.1233	***	0
3	-2.1786	***	0	3	-9.3019	***	0
4	2.1258	***	0	4	-7.1761	***	0
5	2.7801	***	0	5	-4.3960	***	0
6	0.2946	***	0	6	-4.1013	***	0
7	0.0705	***	0	7	-4.0308	***	0
8	0.3479	***	0	8	-3.6829	***	0
9	0.3716	***	0	9	-3.3113	***	0
10	-0.3501	***	0	10	-3.6614	***	0

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。

表 3 之實證結果顯示，由表 2 可知在十個事件日 AR 在事件日前 6 日即事件日當日、第 4 至 9 日存在顯著正的異常報酬。CAR 在前 10 日至事件當日-2.8924%，在前 10 日至事件當日後第 10 日-5.0163%。

表 3 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20081104(事件 2)

事件日	AR		P-value	事件日	CAR		P-value
-10	0.657	***	0	-10	0.6570	***	0
-9	0.0606		0.4381	-9	0.7176	***	0
-8	0.1150		0.1413	-8	0.8326	***	0
-7	0.1332		0.0884	-7	0.9658	***	0
-6	-0.5597	***	0	-6	0.4061	**	0.0201
-5	0.0724		0.3541	-5	0.4785	**	0.0124
-4	-0.8668	***	0	-4	-0.3883		0.0604
-3	-0.4771	***	0	-3	-0.8654	***	0.0001
-2	-1.1342	***	0	-2	-1.9996	***	0
-1	-0.1905	**	0.0148	-1	-2.1901	***	0
0	-0.337	***	0	0	-2.5271	***	0
1	1.1363	***	0	1	-1.3908	***	0
2	0.7319	***	0	2	-0.6589	**	0.0194
3	0.9166	***	0	3	0.2577		0.3781
4	-0.1278		0.102	4	0.1299		0.6677
5	-0.8691	***	0	5	-0.7392	**	0.018
6	-0.5848	***	0	6	-1.3240	***	0
7	-0.4803	***	0	7	-1.8042	***	0
8	-0.8080	***	0	8	-2.6122	***	0
9	-1.5020	***	0	9	-4.1142	***	0
10	-0.9021	***	0	10	-5.0163	***	0

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。

表 4 之實證結果顯示，由表 1 可知在一個事件日 AR 在前 10 日除第 7 日不顯著外其餘都顯著，在一個事件日 AR 在後 10 日為顯著，CAR 當日為 1.1426% 正值且顯著，CAR 之累積異常報酬 10 日數值 -3.7859%，但 P-value 顯著。

表 4 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20090426(事件 3)

事件日	AR		P-value	事件日	CAR		P-value
-10	0.6086	***	0	-10	0.6086	***	0
-9	0.4981	***	0	-9	1.1067	***	0
-8	0.9033	***	0	-8	2.0100	***	0
-7	-0.1572	*	0.066	-7	1.8528	***	0
-6	-1.2597	***	0	-6	0.5931	***	0.0019
-5	-1.9656	***	0	-5	-1.3725	***	0
-4	1.1126	***	0	-4	-0.2599		0.2506
-3	1.1593	***	0	-3	0.8994	***	0.0002
-2	0.2801	***	0.0011	-2	1.1795	***	0
-1	0.7092	***	0	-1	1.8887	***	0
0	-0.7461	***	0	0	1.1426	***	0.0001
1	-1.8334	***	0	1	-0.6908	**	0.0197
2	-1.7290	***	0	2	-2.4199	***	0
3	-0.1352		0.1137	3	-2.5551	***	0
4	-2.0232	***	0	4	-4.5783	***	0
5	-2.1499	***	0	5	-6.7283	***	0
6	-0.0411		0.6308	6	-6.7694	***	0
7	1.4872	***	0	7	-5.2821	***	0
8	0.8329	***	0	8	-4.4493	***	0
9	0.4250	***	0	9	-4.0243	***	0
10	0.2384	***	0.0053	10	-3.7859	***	0

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。

表 5 之實證結果顯示，由表 1 可知在一個事件日 AR 在前 10 日除第 7 日不顯著外其餘都顯著，在一個事件日 AR 在後 10 日為顯著，CAR 當日為 3.3401% 顯著，CAR 之累積異常報酬 10 日數值 3.3453%，但 P-value 顯著。

表 5 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20091221(事件 4)

事件日	AR		P-value	事件日	CAR		P-value
-10	0.6996	***	0	-10	0.6996	***	0
-9	0.6005	***	0	-9	1.3001	***	0
-8	0.7647	***	0	-8	2.0648	***	0
-7	-0.1571	*	0.055	-7	1.9078	***	0
-6	0.6341	***	0	-6	2.5418	***	0
-5	0.7071	***	0	-5	3.2490	***	0
-4	0.6294	***	0	-4	3.8784	***	0
-3	0.7102	***	0	-3	4.5886	***	0
-2	-1.2001	***	0	-2	3.3885	***	0
-1	-0.2388	***	0.0035	-1	3.1496	***	0
0	0.1904	**	0.0200	0	3.3401	***	0
1	-0.1820	**	0.0261	1	3.1581	***	0
2	0.0628		0.4427	2	3.2209	***	0
3	-0.6060	***	0	3	2.6149	***	0
4	0.4243	***	0	4	3.0392	***	0
5	0.0892		0.2755	5	3.1284	***	0
6	0.5845	***	0	6	3.7129	***	0
7	0.6861	***	0	7	4.3990	***	0
8	0.3895	***	0	8	4.7884	***	0
9	-0.1629	**	0.0465	9	4.6255	***	0
10	-1.2802	***	0	10	3.3453	***	0

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。

表 6 之實證結果顯示，由表 1 可知在一個事件日 AR 在前 10 日除第 7 日不顯著外其餘都顯著，在一個事件日 AR 在後 10 日為顯著，CAR 當日為 0.8638% 顯著，CAR 之累積異常報酬 10 日數值-0.9171%，但 P-value 顯著。

表 6 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20090609(事件 5)

事件日	AR		P-value	事件日	CAR		P-value
-10	-0.7115	***	0	-10	-0.7115	***	0
-9	1.4228	***	0	-9	0.7113	***	0
-8	0.2950	***	0.0001	-8	1.0063	***	0
-7	-0.5124	***	0	-7	0.4939	***	0.0009
-6	0.7490	***	0	-6	1.2429	***	0
-5	0.2276	***	0.0022	-5	1.4705	***	0
-4	-0.5709	***	0	-4	0.8996	***	0
-3	0.2955	***	0.0001	-3	1.1951	***	0
-2	0.0438		0.5563	-2	1.2389	***	0
-1	0.4804	***	0	-1	1.7193	***	0
0	-0.8555	***	0	0	0.8638	***	0.0005
1	-0.7436	***	0	1	0.1201		0.6411
2	-0.5814	***	0	2	-0.4613		0.0855
3	-0.4745	***	0	3	-0.9358	***	0.0008
4	-0.5124	***	0	4	-1.4482	***	0
5	-0.1779		0.0168	5	-1.6261	***	0
6	0.1750		0.0187	6	-1.4511	***	0
7	-0.6770	***	0	7	-2.1281	***	0
8	0.5418	***	0	8	-1.5863	***	0
9	0.3624	***	0	9	-1.2239	***	0.0002
10	0.3068	***	0	10	-0.9171	***	0.0071

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。

表 7 實證結果顯示，由表 1 可知在一個事件日 AR 在前 10 日除第 7 日不顯著外其餘都顯著，在一個事件日 AR 在後 10 日為顯著，CAR 當日為 1.5312%但顯著，CAR 之累積異常報酬 10 日數值 0.7533%，但 P-value 顯著。

表 7 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20101221(事件 6)

事件日	AR		P-value	事件日	CAR		P-value
-10	0.4800	***	0	-10	0.4800	***	0
-9	0.3345	***	0	-9	0.8145	***	0
-8	0.3380	***	0	-8	1.1525	***	0
-7	0.4076	***	0	-7	1.5601	***	0
-6	0.5654	***	0	-6	2.1254	***	0
-5	-0.1906	***	0.0043	-5	1.9348	***	0
-4	-0.7539	***	0	-4	1.1809	***	0
-3	0.1834	***	0.006	-3	1.3644	***	0
-2	-0.1954	***	0.0034	-2	1.1690	***	0
-1	0.3930	***	0	-1	1.5620	***	0
0	-0.0308		0.6452	0	1.5312	***	0
1	0.3685	***	0	1	1.8997	***	0
2	0.1259	**	0.0594	2	2.0257	***	0
3	0.1082		0.1053	3	2.1339	***	0
4	-0.3601	***	0	4	1.7738	***	0
5	-0.3004	***	0	5	1.4734	***	0
6	-0.9148	***	0	6	0.5586	**	0.0425
7	-0.2313	***	0.0005	7	0.3274		0.248
8	-0.1087		0.1036	8	0.2186		0.4527
9	-0.2319	***	0.0005	9	-0.0133		0.9644
10	0.7666	***	0	10	0.7533	**	0.0139

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。

表 8 實證結果顯示，由表 1 可知在一個事件日 AR 在前 10 日除第 7 日不顯著外其餘都顯著，在一個事件日 AR 在後 10 日為顯著，CAR 當日為 0.8089% 顯著，CAR 之累積異常報酬 10 日數值-0.1374%，但 P-value 不顯著。

表 8 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20111020(事件 7)

事件日	AR		P	事件日	CAR		P
-10	0.3264	***	0	-10	0.3264	***	0
-9	-0.9406	***	0	-9	-0.6142	***	0
-8	-0.3496	***	0	-8	-0.9638	***	0
-7	-0.3184	***	0	-7	-1.2821	***	0
-6	0.4534	***	0	-6	-0.8287	***	0
-5	0.2939	***	0	-5	-0.5348	***	0.0006
-4	0.7326	***	0	-4	0.1978		0.2371
-3	-0.2764	***	0	-3	-0.0786		0.6603
-2	0.2900	***	0	-2	0.2114		0.2651
-1	0.0947		0.1343	-1	0.3061		0.1258
0	0.5028	***	0	0	0.8089	***	0.0001
1	-0.0546		0.3882	1	0.7544	***	0.0006
2	-1.0445	***	0	2	-0.2902		0.2031
3	-0.0688		0.2765	3	-0.3590		0.1292
4	-0.1320	**	0.0369	4	-0.4909	**	0.045
5	0.4106	***	0	5	-0.0803		0.7508
6	-0.7589	***	0	6	-0.8392	***	0.0013
7	-0.1766	***	0.0052	7	-1.0158	***	0.0002
8	0.0312		0.6216	8	-0.9846	***	0.0004
9	0.1487		0.0187	9	-0.8359	***	0.0031
10	0.6985	***	0	10	-0.1374		0.6353

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。

表 9 之實證結果顯示，由表 1 可知在一個事件日 AR 在前 10 日除第 7 日不顯著外其餘都顯著，在一個事件日 AR 在後 10 日為顯著，CAR 當日為-2.0411%顯著，CAR 之累積異常報酬 10 日數值-0.1437%，但 P-value 不顯著。

表 9 宣告日之上市、櫃 AR 及 CAR—20120809(事件 8)

事件日	AR		P	事件日	CAR		P
-10	0.3730	***	0	-10	0.3730	***	0
-9	0.3818	***	0	-9	0.7548	***	0
-8	-1.0449	***	0	-8	-0.2901	**	0.0037
-7	-0.1359	**	0.0184	-7	-0.4260	***	0.0002
-6	-1.0328	***	0	-6	-1.4588	***	0
-5	0.5559	***	0	-5	-0.9029	***	0
-4	0.2402	***	0	-4	-0.6627	***	0
-3	-0.7752	***	0	-3	-1.4379	***	0
-2	-0.6147	***	0	-2	-2.0525	***	0
-1	0.1798	***	0.0018	-1	-1.8727	***	0
0	-0.1684	***	0.0035	0	-2.0411	***	0
1	0.4630	***	0	1	-1.5781	***	0
2	0.3369	***	0	2	-1.2412	***	0
3	-0.1224	**	0.0337	3	-1.3636	***	0
4	0.2916	***	0	4	-1.0720	***	0
5	0.4900	***	0	5	-0.5820	**	0.0116
6	0.6453	***	0	6	0.0633		0.7899
7	0.0804		0.1632	7	0.1437		0.5568
8	-0.4358	***	0	8	-0.2921		0.2450
9	0.4763	***	0	9	0.1842		0.4749
10	0.1442	**	0.0123	10	0.3284		0.2137

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。

第二節 各產業在不同事件日之異常報酬及累積異常報酬

表 10 顯示第一個事件日生技 0.9444%、食品 1.9549%、航運 2.8897%、觀光 2.2505%、電子 0.635% 顯著為正，其餘金融及貿易百貨不顯著。第二個事件日生技 4.9444%、航運 3.3372% 顯著為正，其餘金融、食品、貿易百貨為不顯著。第三個事件日生技 5.6692%、顯著為正，其餘食品、貿易百貨為不顯著。第四個事件日生技、金融、食品、航運、貿易百貨電子為不顯著。第五個事件日電子顯著-1.250% 但為負，其餘生技、金融、食品、航運、觀光、電子金融、貿易百貨為不顯著。第六個事件日生技-1.9328% 顯著為負、其餘生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子為不顯著。第七個事件日電子 0.6274% 顯著為正，其餘生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子為不顯著。第八個事件日生技-1.097、食品-1.0485 顯著為負，其餘金融、航運、貿易百貨、觀光、電子不顯著。

表 10 各事件日生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子業之 AR

事件日	生技 樣本=34	金融 樣本=42	食品 樣本=23	航運 樣本=21	貿易百貨 樣本=21	觀光 樣本=12	電子 樣本=633
2008 年 6 月 26 日	0.9444 (0.0541)**	0.4345 (0.1448)	1.9549 (0.0001)***	2.8897 (0.0000)***	0.7822 (0.1608)	2.2505 (0.0055)***	0.635 (0.0000)***
2008 年 11 月 4 日	4.9966 (0.0000)***	0.3754 (0.2394)	-0.2414 (0.6542)	3.3372 (0.0000)***	-0.8193 (0.1655)	-3.0593 (0.0004)***	-0.545 (0.0000)***
2009 年 4 月 26 日	5.6692 (0.0000)***	-1.9775 (0.0000)***	1.1862 (0.0192)	-2.6899 (0.0010)***	-1.1612 (0.0617)	-4.7996 (0.0000)***	-1.1204 (0.0000)***
2009 年 12 月 21 日	-0.4008 (0.5286)	-0.4135 (0.2225)	0.3543 (0.4317)	0.4748 (0.2845)	0.062 (0.9108)	-0.0992 (0.9021)	0.2692 (0.0225)
2010 年 6 月 9 日	-0.4124 (0.2815)	0.0721 (0.7525)	-0.1854 (0.6317)	-0.14 (0.7072)	-0.67 (0.1789)	-0.8613 (0.1099)	-1.2504 (0.0000)***
2010 年 12 月 21 日	-1.9328 (0.0000)***	0.0731 (0.7167)	-0.1909 (0.6779)	0.1357 (0.7260)	-0.0953 (0.8505)	-0.7762 (0.1687)	0.1096 (0.2678)
2011 年 10 月 20 日	0.4317 (0.3292)	0.3228 (0.1314)	0.3477 (0.3761)	0.2906 (0.3761)	0.1386 (0.7883)	-0.1502 (0.7635)	0.6274 (0.0000)***
2012 年 8 月 9 日	-1.097 (0.0002)***	-0.2548 (0.2318)	-1.0485 (0.0008)***	0.2301 (0.4700)	-0.3781 (0.3604)	-0.4339 (0.5374)	0.028 (0.7423)

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。

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。

表 11 顯示出各事件日生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子異常報酬。第一個事件日生技 4.2822% 值最大顯著為正。第二個事件日航運 23.7349% 值最大顯著為正、第三個事件日金融 4.2397% 值最大顯著為正。第四個事件觀光 5.8264% 值最大顯著為正。第五個事件日觀光 13.0766% 值最大顯著為正。第六個事件日航運 2.5082% 值最大顯著為正。第七個事件日食品 3.9448% 值最大顯著為正。第八個事件日貿易百貨 2.8049% 值最大不顯著為正。

表 11 各事件日生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子業之 CAR

事件日	生技 樣本=34	金融 樣本=42	食品 樣本=23	航運 樣本=21	貿易百貨 樣本=18	觀光 樣本=12	電子 樣本=633
2008 年 6 月 26 日	4.2822 (0.0567)**	0.5744 (0.674)	-2.7458 (0.2375)	0.8655 (0.7565)	-4.7585 (0.0627)**	-22.4491 (0.0000)***	-3.3349 (0.0000)***
2008 年 11 月 4 日	8.8961 (0.0007)***	14.121 (0.0000)***	13.64 (0.0000)***	23.7349 (0.0000)***	9.4721 (0.0005)***	8.7114 (0.0276)	-14.1626 (0.0000)***
2009 年 4 月 26 日	-13.401 (0.0000)***	4.2397 (0.0141)**	-3.4453 (0.1379)	-10.7121 (0.0004)***	-6.9658 (0.0145)**	-13.6039 (0.0004)***	-5.7795 (0.0000)***
2009 年 12 月 21 日	-4.3236 (0.1380)	1.6258 (0.2953)	1.221 (0.5544)	5.4769 (0.0071)***	2.9054 (0.2524)	5.8264 (0.1147)	4.8028 (0.0000)***
2010 年 6 月 9 日	-2.4519 (0.1623)	1.6464 (0.1161)	5.6671 (0.0014)***	2.8689 (0.0930)**	3.542 (0.1210)	13.0766 (0.0000)***	-1.5699 (0.0027)***
2010 年 12 月 21 日	-7.4705 (0.0000)***	7.5496 (0.0000)***	-0.4051 (0.8475)	2.5082 (0.1576)	-0.4889 (0.8328)	0.8043 (0.7556)	0.4018 (0.3753)
2011 年 10 月 20 日	2.3399 (0.2485)	-1.6981 (0.0833)*	3.9448 (0.0284)**	3.5668 (0.0178)**	0.7021 (0.7671)	-2.1429 (0.3487)	-1.0933 (0.0087)***
2012 年 8 月 9 日	-2.4759 (0.0670)*	-1.4932 (0.1261)	-1.8030 (0.2072)	1.3290 (0.3626)	2.8049 (0.1386)	0.9336 (0.7722)	-0.0123 (0.9749)

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。

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。

圖 2 顯示第一事件日 AR 圖，觀光業在事件日後第 5 日之有最高的平均異常報酬為 5.5845% 且觀光業在事件日後第 5 日有最低的平均異常報酬為 -5.8238。

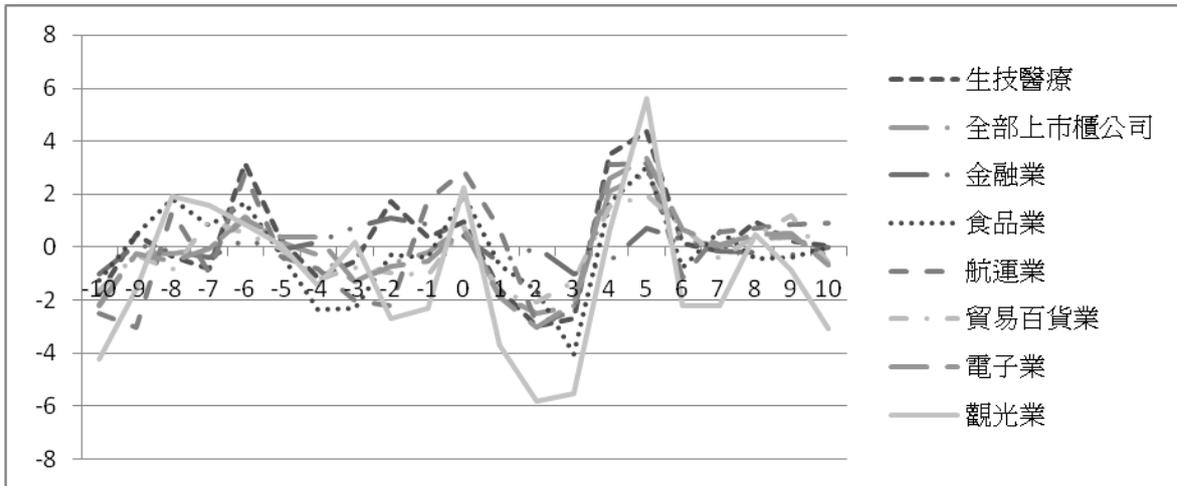


圖 2 ECFA 於 20080626 事件宣告日之 AR 圖

圖 3 顯示第一事件日 CAR 圖，生技醫療業有最高的累積異常報酬為 4.2822% 且觀光業有最低的累積異常報酬為 -22.4494%。

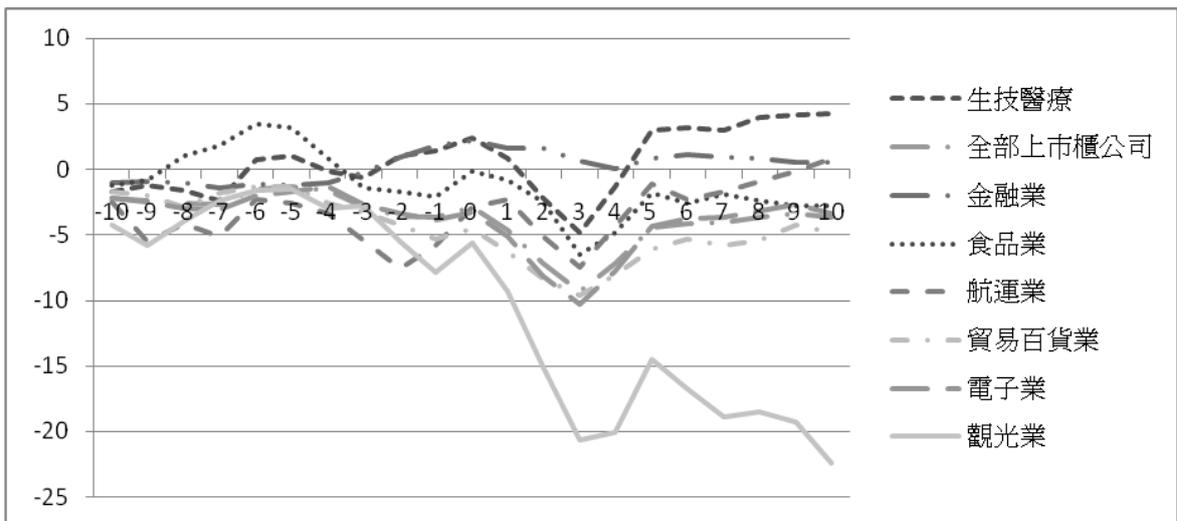


圖 3 ECFA 於 20080626 事件宣告日之 CAR 圖

圖 4 顯示第二事件日 AR 圖，觀光業在事件日後第 2 日有最高的平均異常報酬為 5.2457% 且電子業在事件日後第 9 日有最低的平均異常報酬為 -3.3897。

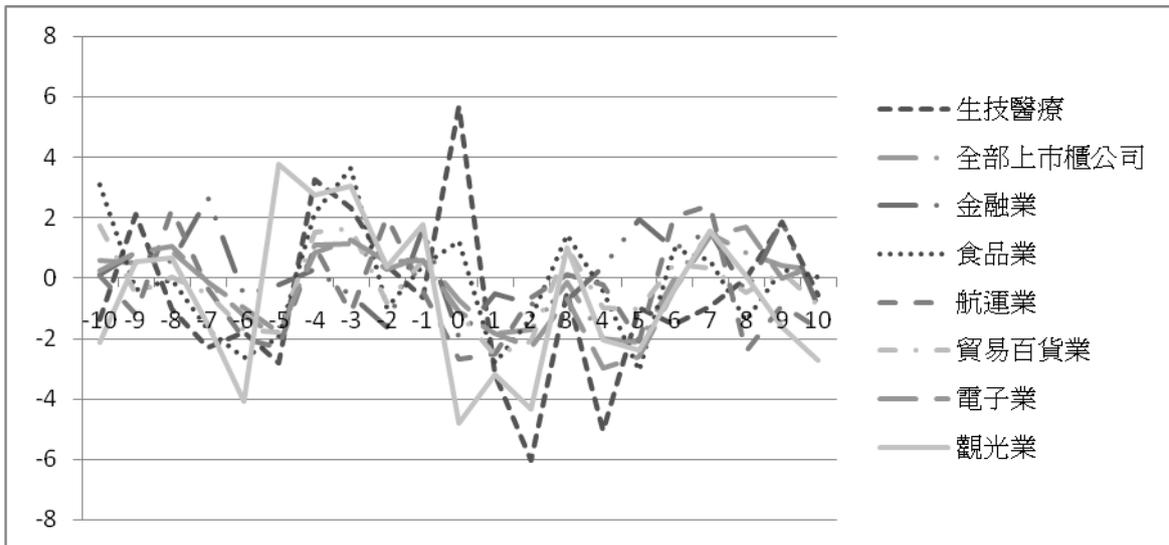


圖 4 ECFA 於 20081104 事件宣告日之 AR 圖

圖 5 顯示第二事件日 CAR 圖，生技醫療業有最高的累積異常報酬為 26.7203% 且電子業有最低的累積異常報酬為 -14.1626%。

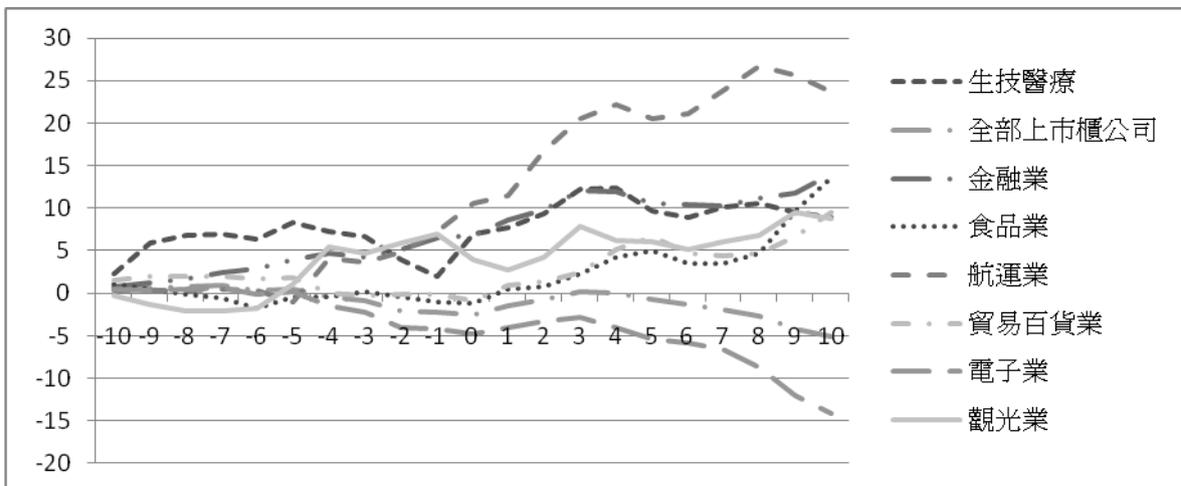


圖 5 ECFA 於 20081104 事件宣告日之 CAR 圖

圖 6 顯示第三事件日 AR 圖，生技醫療業在事件日當日有最高的平均異常報酬為 5.6692%，但生技醫療業在事件日後第 2 日有最低的平均異常報酬-6.554%。

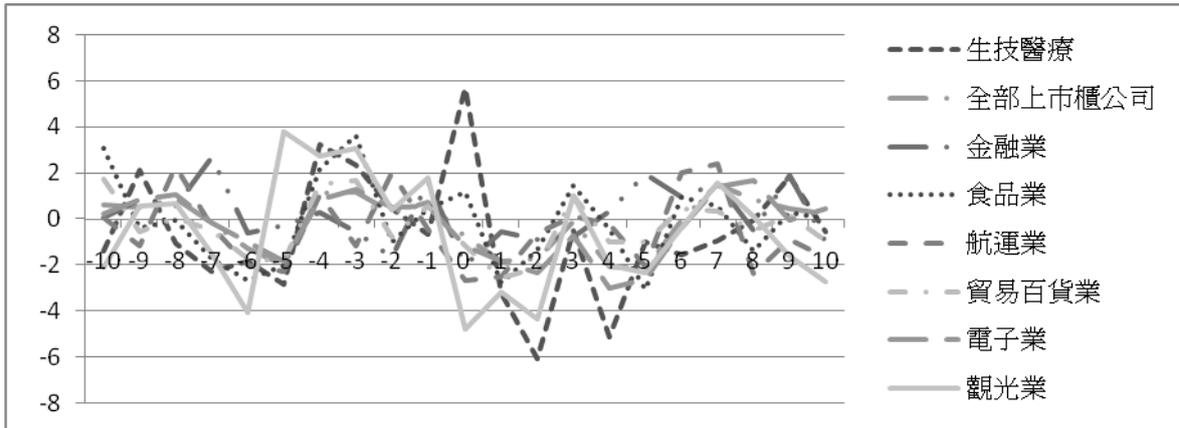


圖 6 ECFA 於 20090426 事件宣告日之 AR 圖

圖 7 顯示第三事件日 CAR 圖，金融業有最高的累積異常報酬為 5.2133%且生技醫療業有最低的累積異常報酬為-14.6925%。

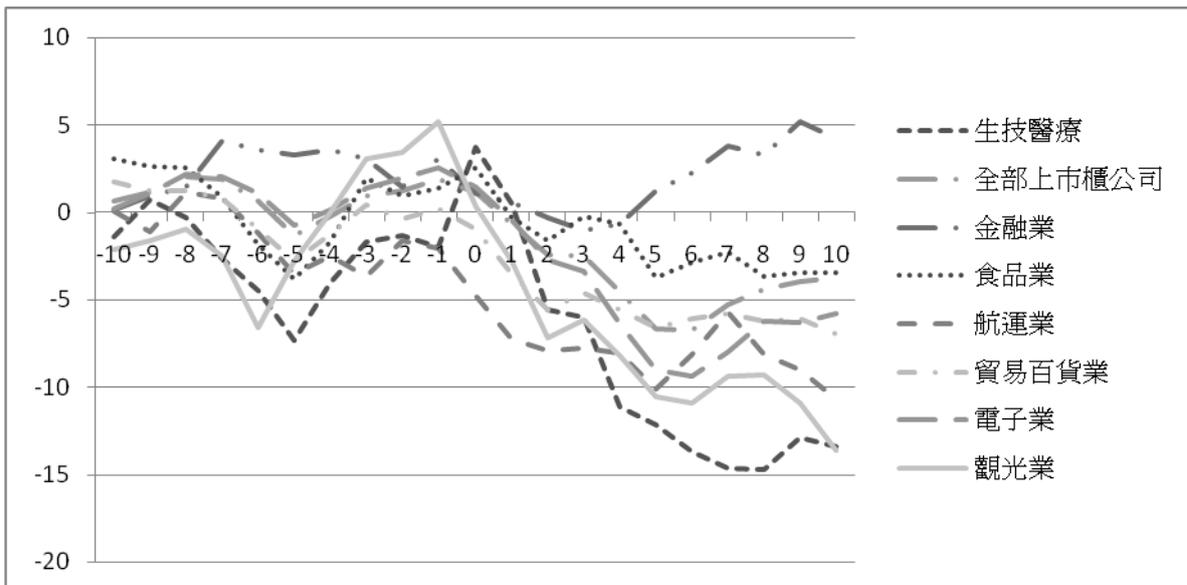


圖 7 ECFA 於 20090426 事件宣告日之 CAR 圖

圖 8 顯示第四事件日 AR 圖，觀光業在事件日前第 8 日有最高的平均異常報酬為 4.1927% 且電子業在事件日後第 10 日有最低的平均異常報酬為 -2.0247%。

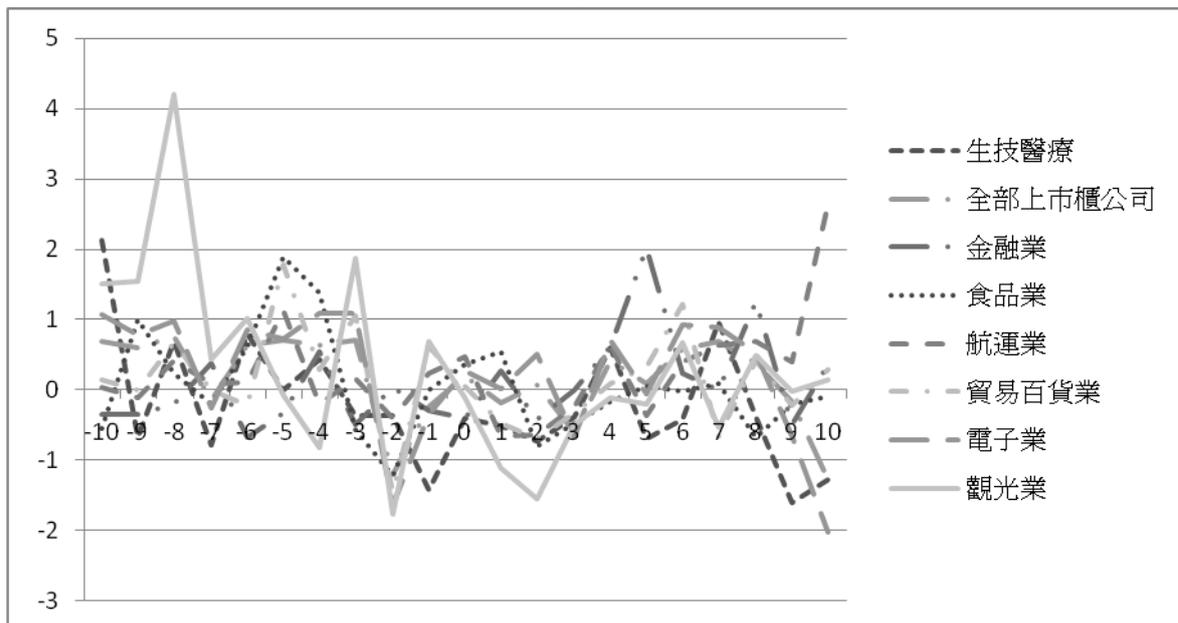


圖 8 ECFA 於 20091221 事件宣告日之 AR 圖

圖 9 顯示第四事件日 CAR 圖，觀光業有最高的累積異常報酬為 9.6600% 且生技醫療業有最低的累積異常報酬為 -4.3236%。

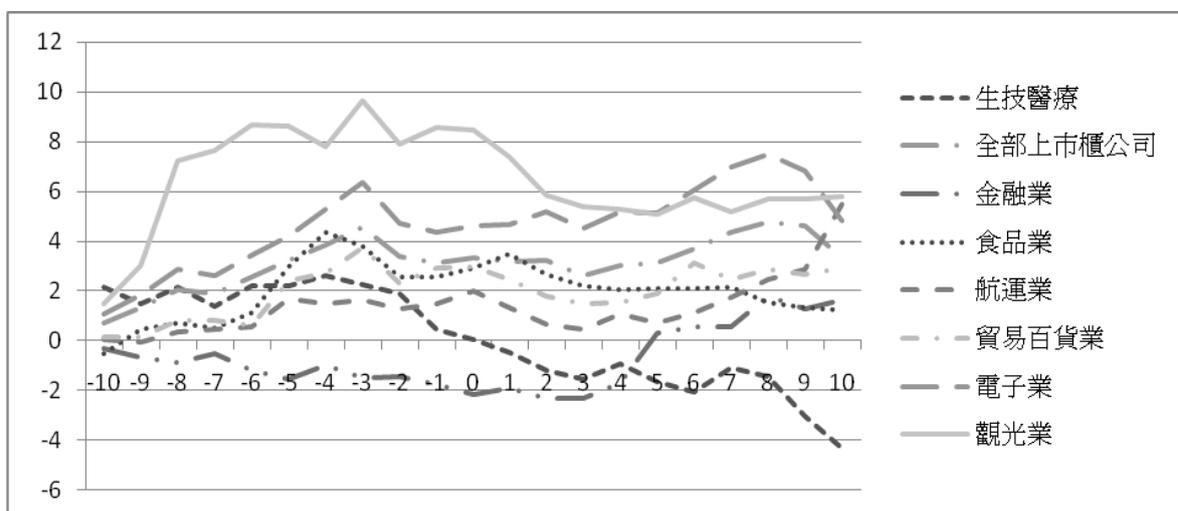


圖 9 ECFA 於 20091221 事件宣告日之 CAR 圖

圖 10 顯示第五事件日 AR 圖，觀光業在事件日前第 2 日有最高的平均異常報酬為 3.3296% 且食品業在事件日後第 2 日有最低的平均異常報酬為 -1.445%。

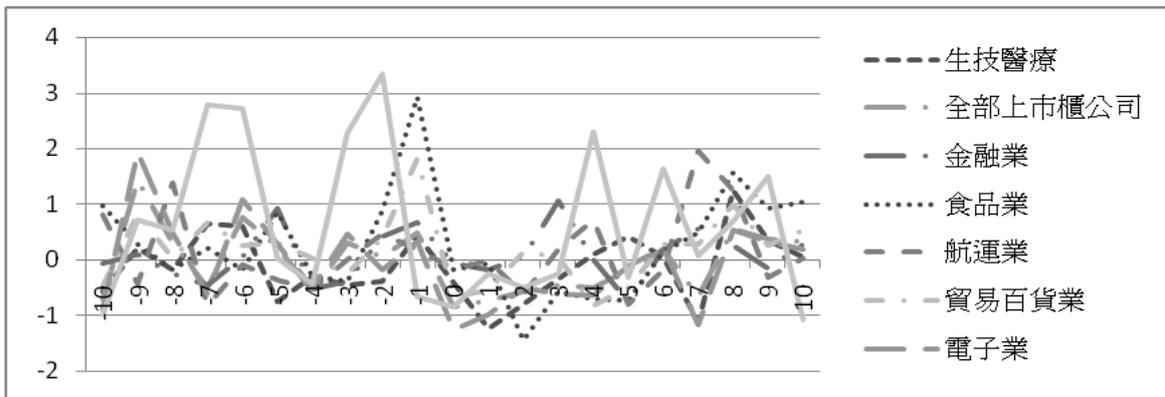


圖 10 ECFA 於 20100609 事件宣告日之 AR 圖

圖 11 顯示第五事件日 CAR 圖，觀光業有最高的累積異常報酬為 14.1603% 且生技醫療業有最低的累積異常報酬 -4.0957%。

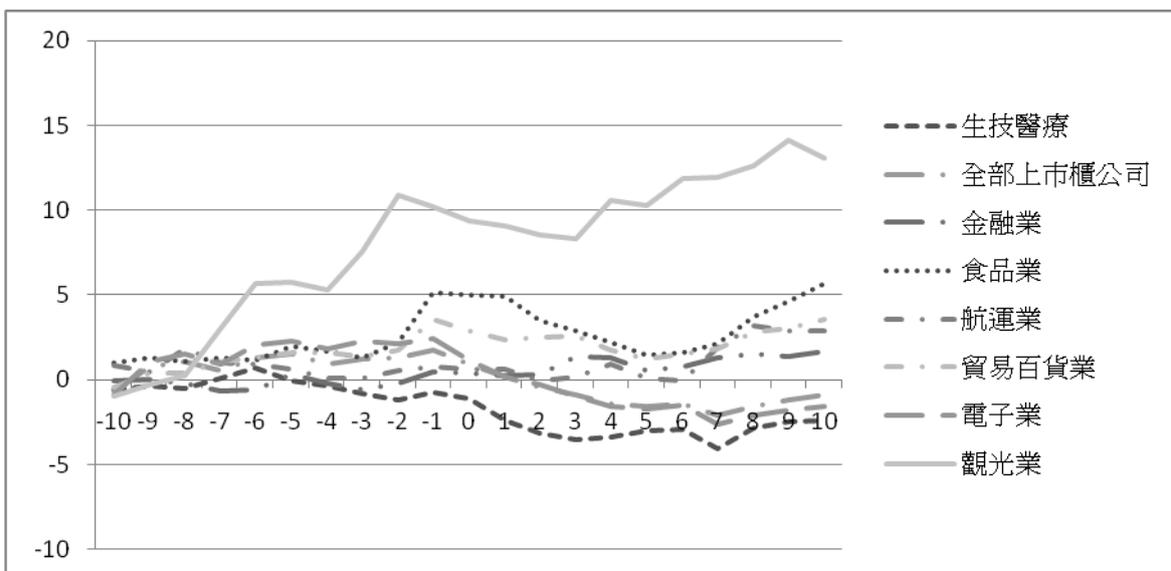


圖 11 ECFA 於 20100609 事件宣告日之 CAR 圖

圖 12 顯示第六事件日 AR 圖，金融業在事件日第 6 日有最高的平均異常報酬為 3.3228% 且金融業在事件日後第 10 日有最低的平均異常報酬為 -2.1567%。

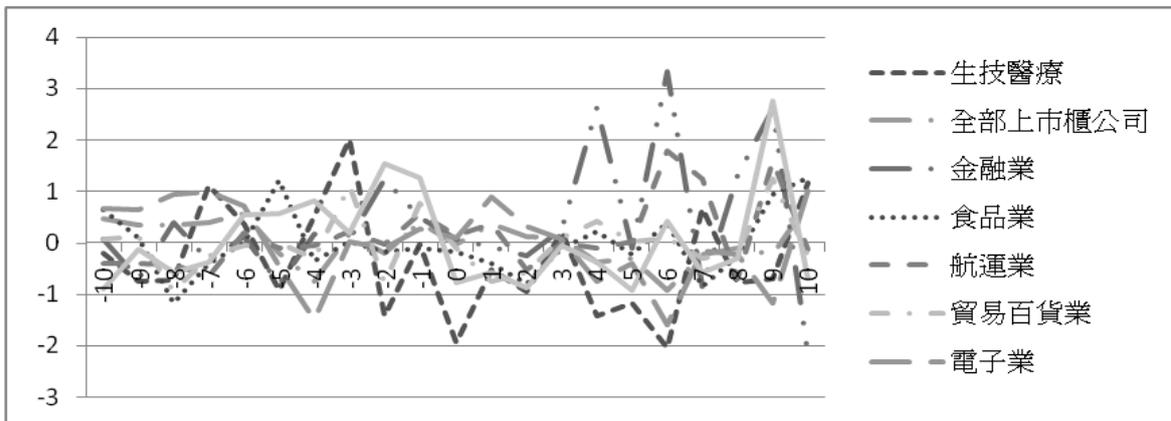


圖 12 ECFA 於 20101221 事件宣告日之 AR 圖

圖 13 顯示第六事件日 CAR 圖，金融業有最高的累積異常報酬為 9.7063% 且生技醫療業有最低的累積異常報酬 -8.6290%。

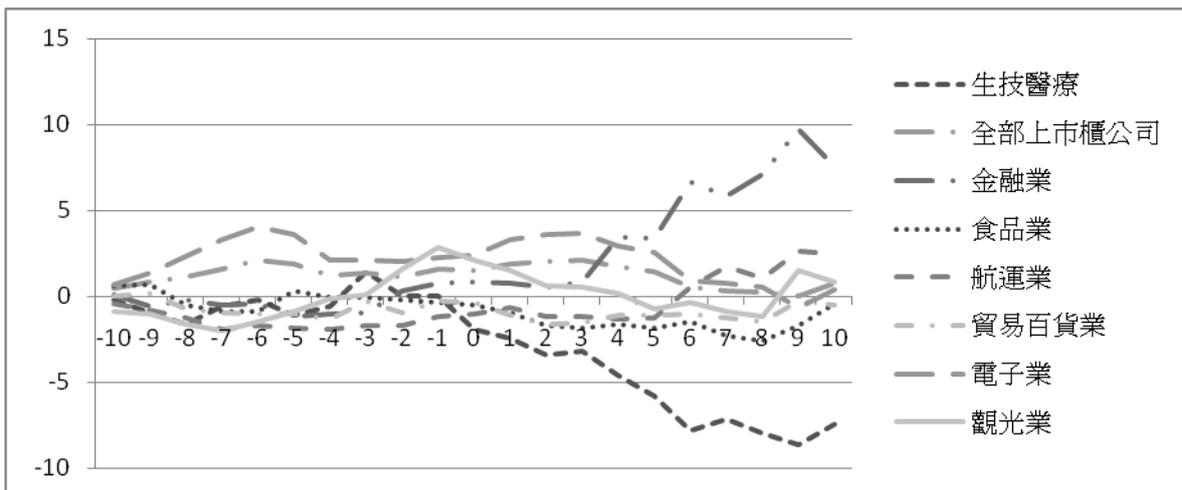


圖 13 ECFA 於 20101221 事件宣告日之 CAR 圖

圖 14 顯示第七事件日 AR 圖，航運業在事件日前第 5 日有最高的平均異常報酬為 2.9446% 且生技醫療業在事件日後第 6 日有最低的平均異常報酬 -1.4268%。

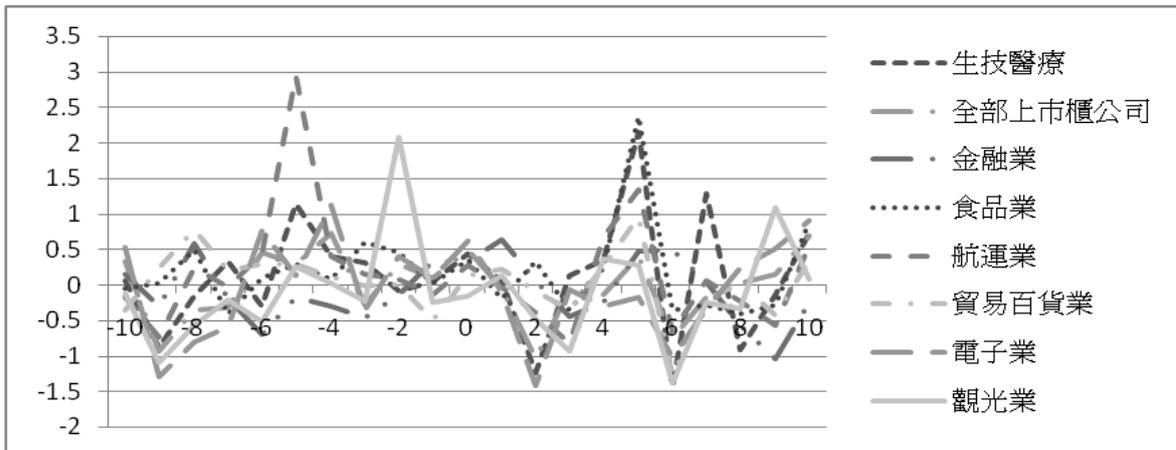


圖 14 ECFA 於 20111020 事件宣告日之 AR 圖

圖 15 顯示第六事件日 CAR 圖，金融業有最高的累積異常報酬為 9.7063% 且生技醫療業有最低的累積異常報酬 -8.6290%。

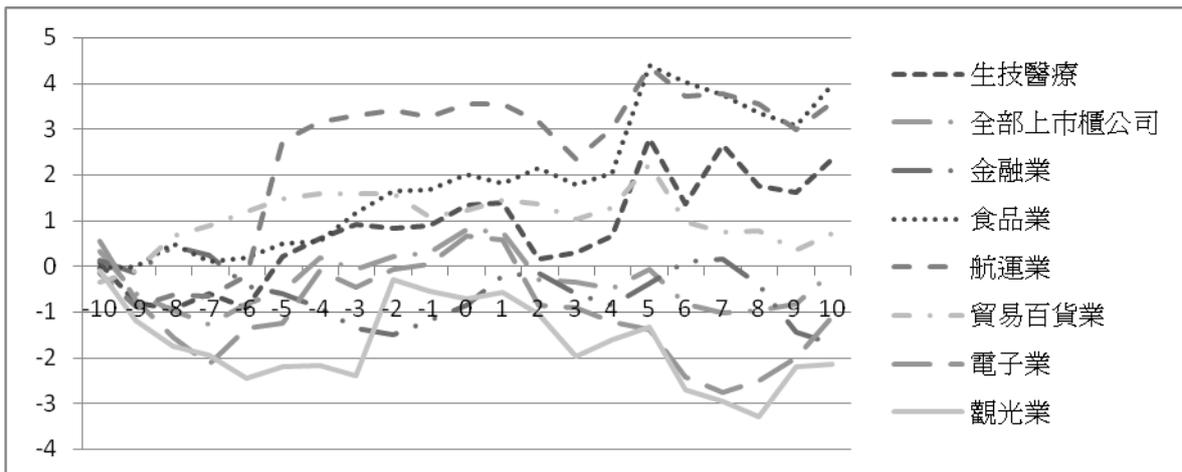


圖 15 ECFA 於 20111020 事件宣告日之 CAR 圖

圖 16 顯示第八事件日 AR 圖，生技醫療業在事件日第 9 日有最高的平均異常報酬為 2.2711% 且生技醫療業在事件日前第 8 日有最低的平均異常報酬-1.5314%。

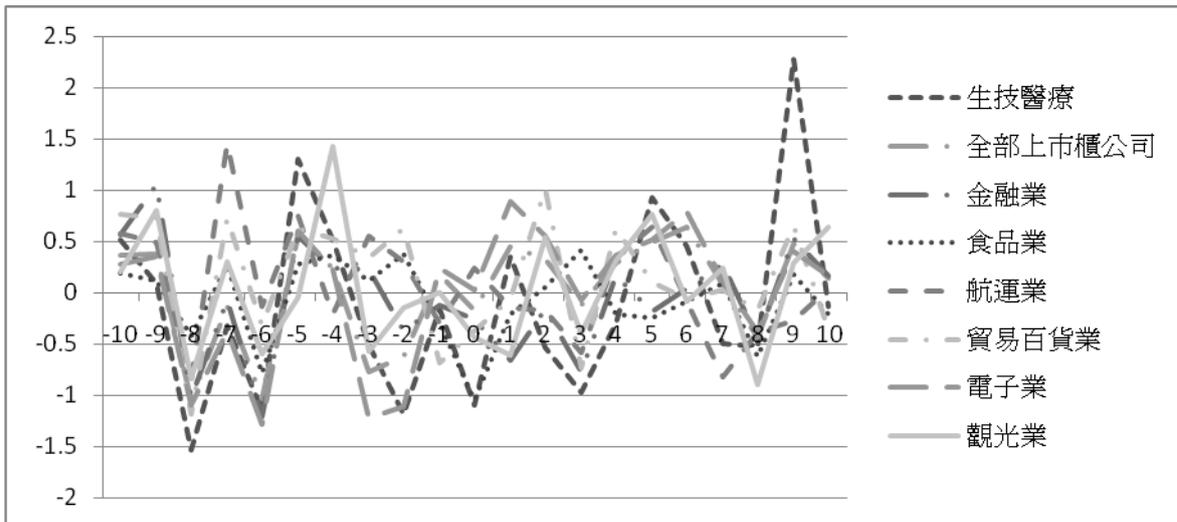


圖 16 ECFA 於 20120809 事件宣告日之 AR 圖

圖 17 顯示第八事件日 CAR 圖，貿易百貨業有最高的累積異常報酬為 3.1694% 且生技醫療業有最低的累積異常報酬-4.9813%。

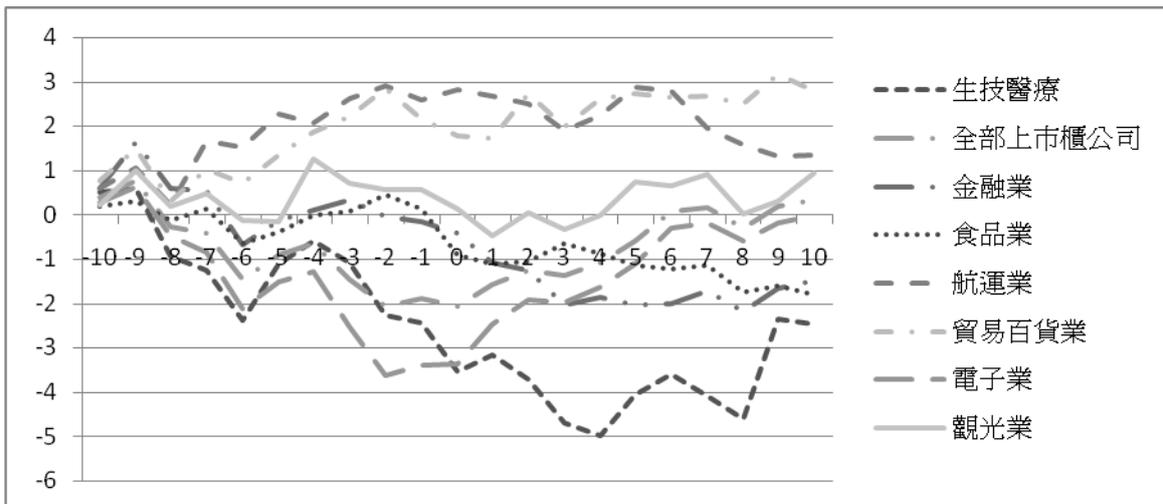


圖 17 ECFA 於 20120809 事件宣告日之 CAR 圖

第五章 結論與建議

第一節 結論

本研究以台灣上市櫃台灣上市櫃生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子之股價為研究對象，藉由事件研究法探討兩岸簽訂 ECFA 之事件，我國上市櫃台灣上市櫃生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子之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及分析，歸納結論如下：

- 一. 兩岸將簽訂 ECFA 事件演變之訊息公布時，會對台灣上市櫃生技之股價產生異常報酬。實證結果發現在第一個事件日、第二個事件日，第三個事件日，第六個事件日，日有顯著的平均異常報酬率 AR ，在第一個事件日、第二個事件日、第三個事件日 CAR 顯著為正。
- 二. 兩岸簽訂 ECFA 事件演變之訊息公布時會對台灣上市櫃金融之股價產生異常報酬。實證結果發現金融業在第二個事件日、第三個事件日、第四個事件日產生異常報酬。
- 三. 兩岸簽訂 ECFA 事件演變之訊息公布時對台灣上市櫃食品之股價會產生不同之異常報酬。實證結果發現食品業在第一個事件日產生異常報酬。
- 四. 兩岸簽訂 ECFA 事件演變之訊息公布時對台灣上市櫃航運業之股價會產生不同之異常報酬。實證結果發現航運業在第一個事件日、第三個事件日、第四個事件日、第六個事件日、第七個事件日、第八個事件日 AR 顯著為正，在第一個事件日、第二個事件日、第三個事件日、第七個事件日 CAR 顯著為正。
- 五. 兩岸即將簽訂 ECFA 事件演變之訊息公布時對台灣上市櫃貿易百貨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 AR 顯著為正，在第三個事件日、第五個事件日 CAR 顯著為正。
- 六. 兩岸即將簽訂 ECFA 事件演變之訊息公布時對台灣上市櫃觀光業之股價會產生

不同之異常報酬。實證結果發現銀行業在第三個事件日 AR 顯著為正，在第三個事件日、第五個事件日 CAR 顯著為正。

七. 兩岸即將簽訂 ECFA 事件演變之訊息公布時對台灣上市櫃電子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 AR 顯著為正，在第三個事件日、第五個事件日 CAR 顯著為正。

第二節 後續研究與建議

- 一. 後續研究可放一些財務比率。
- 二. ECFA 事件簽訂後對於在大陸或香港已進行投資之台灣上市櫃生技、金融、食品、航運、貿易百貨、觀光、電子之有沒有進一步影響。
- 三. 可以加入橫斷面資料的探討。

參考文獻

一、中文部分

- 鄭宜與王永昌(2012)，「台灣電子股與傳產股在多頭與空頭市場中實施庫藏股宣告對股票報酬率之影響」，華人經濟研究第十卷第一期，頁 165-179。
- 陳芬英與黃宸浩(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」，台灣金融財務季刊十三卷一期，頁 57-85。
- 劉碧珍、史惠慈、杜巧霞(2010)，「推動 ECFA 的經濟思維」，《經濟前瞻》，第 127 期。
- 沈中華與李建然(2000)，《事件研究法—財務與會計實證研究必備》，華泰書局。
- 萬瑞君(2010)，ECFA 不能說的秘密？，台北：財團法人台灣智庫。
- 吳榮義(2010)，解構 ECFA:台灣的命運與機會，新台灣國策智庫。
- 萬瑞君(2010)，大勢所趨 ECFA 是台灣唯一的活路，聚財資訊。
- 廖述賢,蕭培元,周繕緣，第 14 屆科際整合管理研討會，資料探勘應用於 ECFA 對兩岸股票市場指數連動性之研究。
- 羅致政(2010)，《ECFA 大衝擊：台灣的危機與挑戰》，台北：新台灣智庫有限公司。
- 朱敬一(2009)，《ECFA：開創兩岸互利雙贏新局面》，台北：財團法人兩岸交流遠景基金會。
- 陳添枝(2010)，《不能沒有 ECFA：東亞區域經濟整合對台灣的挑戰》，台北：財團法人遠景基金會。
- 李金龍(2010)，依循隨機漫步理論、效率市場假說與實際投資操作之比較研究期刊。
- 林建甫(2010)，兩岸簽訂 ECFA 對台灣的影响，財團法人國家政策基金會，國政研究報告。
- 兩岸公平網 2010 年 09 月號論壇主題簽署 ECFA 與否之經濟影響評估 - 國家政策研究基金會網址：
<http://www.npf.org.tw/post/1/6660>
- ECFA 兩岸經濟合作架構協議網站。
<http://www.ecfa.org.tw>

二、西文部分

- De Bondt, W. M. and R. H. Thaler (1985), "Does the stock market overreact?," *Journal of Finance*, 40, 793-808.
- Desai, H. and P. C. Jain (1997), "Long-run common stock, returns following stock splits and reverse splits," *The Journal of Business*, 70, 409-432.
- Fama, E. F. (1970), "Efficient capital markets : a review of theory and empirical work," *Journal of Finance*, 25, 383-417
- Mcintosh, W., S. H. Ott and Y. Liang (1995), "The wealth effects of real estate

transactions: The case of REITs,” *Journal of Real Finance and Economics*, 10, 299-307.

Zantout, Z. Z. and R. Chaganti (1996) “New product introductions, shareholders' wealth and first-mover advantages,” *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9:3, 49-61.