

國會開會效應對日經 225 股價報酬與波動性之影響—多空頭期間 之檢驗

**Impact of Congressional Session Effect on Nikkei 225 Stock Returns and Volatilities :
Empirical Study on Bull and Bear Market**

王譯賢¹ 陳金伶² 盧永璋³ 朱盈璇⁴

(Received: Jul. 25, 2007 ; First Revision: Sep. 19, 2007 ; Accepted: Dec. 14, 2007)

摘要

本研究利用不對稱 GARCH 模型探討日本國會開會效應對日經 225 股市之影響。實證結果發現，在 1% 顯著水準下，日本眾議院開會期間，對日經 225 股價報酬有顯著性降低，而日經風險則有明顯增大之現象。此外，在日經多頭期間，日本國會效果對日經 225 股價報酬則無影響，然日經風險卻明顯更加擴大。

關鍵詞：國會效應、多空頭市場、波動性不對稱。

Abstract

This paper examines the Japanese congressional effect between the bull and bear market on Nikkei 225 stock market behavior. The results found that the congressional effect is significantly negative on Nikkei 225 stock returns but volatility is positive. Further, the results provide evidences that, during the bull market, the congressional effect is insignificant, but significantly exceed for Nikkei 225 stock volatilities in the same circumstances.

Keywords: Congressional Effect, Bull and Bear Market, Volatility

¹ 元培科技大學財金系助理教授

² 元培科技大學財金系

³ 元培科技大學財金系

⁴ 元培科技大學財金系

1. 緒論

政治事件與股票市場相互關係之研究由來已久 (Niederhoffer, 1971; Agmon and Findlay, 1982; Billingsley *et al.*, 1987)。根據 Clark (1996) 之研究分類, 政治行為所造成的風險可依發生狀態分為明確性政治行為與持續性政治行為。其中, 明確性政治行為包括徵收、國有化與貶值等重大政策之宣告和罷工、聯合抵制與恐怖攻擊等直接行為所造成的明確性衝擊。而在持續性政治行為方面, 則是以連續性或週期性形式發生, 且對財經造成持續性衝擊, 如政府部門由總體經濟面所實施的宏觀調控央行之貨幣政策, 重大法案之社會政治上的改革或是立法過程。近年來, 在政治訊息與市場間相關研究已逐步成熟 (Herron *et al.*, 1999; Herron, 2000), 如 Gemmill (1992) 發現, 1987 年英國國會選舉時, 選前的民意調查與倫敦股票市場中 FTSE100 股價指數兩者呈現非常緊密的關係。當民調結果傾向工黨將贏得國會選舉時, 則 FTSE100 股價指數會呈現下跌; 反之, 則上漲 (Manning, 1989; Brander, 1991; Gwilym and Buckle, 1994; Shum, 1996; Herron, 2000)

再者, 亦有關於總統選舉循環存在與否之驗證。研究發現在第三、四年 (總統選舉年) 市場的確存在著較大之超額報酬, 而在第二年存在平均負報酬 (Niederhofer *et al.*, 1970; Allivine and O'Neill, 1980; Huang, 1985; Foerster, 1994; Foerster and Schmitz, 1997)。至於在股市偏好行為之研究上, 華爾街總是對共和黨勝選釋出正面利多之反應 (Herbst and Slinkman, 1984; Huang, 1985; Chittenden *et al.*, 1999)。Neiderhoffer *et al.* (1970) 發現短期內由共和黨贏得總統大選, 對美股有較佳的激勵效果 (Riley and Lusketich, 1980; Hobbs and Riley, 1984; Siegel, 2002)。然而, 在長期執政績效表現上, 市場對民主黨籍總統任內之經濟表現, 持有顯著正向之超額報酬 (Lobo, 1999; Johnson *et al.*, 1999; Siegel, 2002)。Hensel and Ziemba (1995) 與 Santa-Clara and Volkanov (2003) 亦進一步證實, 民主黨執政期間的確有較高之超額報酬。此外, 後續研究分別檢驗各種不同類型之政治行為或是政治事件對股市的影響 (Bachman, 1992; Chan and Wei, 1996; Bittlingmayer, 1998; Kim and Mei, 2001; Perotti and Oijen, 2001; Nippani and Medlin, 2002; Hassan *et al.*, 2003; 莊忠柱與王譯賢, 2003)。

日本政府採內閣制, 首相由國會最大黨之黨魁出任並進行組閣, 而內閣閣員由首相就國會議員中任免。然日本之立法機關由眾、參議院構成, 兩院分別設有議長、副議長; 由議長主持議事, 其擁有該院代表權; 議長、副議長皆由國會議員選舉中產生, 其任期與議員相同。國會主要的功能有: 審議預算及其他財政措施、指定總理大臣、承認條約的簽訂、提議修改憲法、設立彈劾裁判所、聽取一般國務、外交關係以及財政報告。在立法過程中, 同一法案由兩院各自審議, 由一院做出決策後再由另一院確認, 以示慎重, 若眾議院通過之法案遭參議院否決時, 只要再經眾議院三分之二以上出席議員通過, 即成為法律; 但在預算案、條約案及決定內閣總理大臣中, 兩院意見不同時, 則以眾議院的決議為國會的最後決議, 眾議院之重要性可見一般 (張麗如, 2002)。

目前, 多數以國會為主題之研究多以選舉議題或重大法案對資本市場的影響為研究主軸, 實證亦發現股市報酬確實存有超額報酬 (Michelson, 1993; Lamb *et al.*, 1997)。然隨

著計量模式之日益成熟，政治行為對股市之影響除探討報酬外，已逐步透過 ARCH 族相關模式，探討對報酬波動性之影響 (Lin and Wang, 2007)。因此，本文試圖探討開會對日經 225 股價報酬與波動性之影響。再者，進而分析在股市分處多、空頭期間，日本眾議院開會效果對日經 225 股價報酬與波動性之差異為何，冀希此研究結果可供投資人作為長期投資之參考依據。本文共分六個部分，第貳部份為研究方法，第參部份為資料處理及分析，第肆部分為實證結果，最後則為本文之結論。

2. 研究方法

2.1 樣本期間與資料選取

本研究樣本取自 1984 年 1 月 4 日至 2007 年 1 月 31 日之日經 225 每日加權股價指數收盤價，資料來源取自台灣經濟新報(TEJ)資料庫，共包含 5679 個樣本觀察值，其中日經 225 股價報酬率為加權股價指數的自然對數值差分後乘以 100。樣本資料期間中，日本眾議院共舉行 66 次會議，其中包含 23 次常會、35 次臨時會與 8 次特別會。至於眾議院歷屆會期相關資料取自日本眾議院官方網站(<http://www.shugiin.go.jp>)。

2.2 研究假說

政治活動常被認為會影響金融市場的主要原因之一 (Lin and Wang, 2006)。在國會開會期間往往有許多不同意見，在此期間必然產生許多衝突，而結果又必須等到最後表決時才能確定；在此漫長的過程中充滿許多不確定因素，對股市投資人而言會產生預期心理，對於正面消息可能有所期待又隱含著不確定；對負面消息則會產生害怕心理而急於賣出股票。股市報酬之標準差是衡量市場風險的主要工具。波動性正代表著投資股市所可能產生報酬率之離散程度，其透過市場成交價格予以反應股市買賣雙方力道之消長，進而造成偏離現象(倪衍森與徐光耀，1999)。因此，本文建立下列待驗證的虛無假說。

H1_a：國會開會對於日經股價報酬無影響。

H1_b：國會開會對於日經股價報酬波動性無影響。

大多數人在投資股市時，往往會隨著市場波動而改變投資原則；尤其在股市多頭期間，投資人常常會失去戒心，急於盲從，深怕錯失良機。本研究對多空頭市場定義：當股價指數在一段時間內，相當一致地由低點往上升至一個高點，則此上升趨勢即稱為多頭市場；當股價指數在一段時間內，由高點下滑至一個低點，則此下降趨勢即稱為空頭市場 (Francis, 1986)。因而，本文提出下列待驗證的虛無假說。

H2_{1a}：股市多頭期間對於日經股價報酬無影響。

H2_{1b}：股市多頭期間對於日經股價報酬波動性無影響。

H2_{2a}：股市空頭期間對於日經股價報酬無影響。

H2_{2b}：股市空頭期間對於日經股價報酬波動性無影響。

另外，在多空頭期間，國會開會是否也對日經股價產生影響，本文建立下列待驗證的虛無假說。

- H3_{1a}：國會開會且股市多頭期間對於日經股價報酬無影響。
H3_{1b}：國會開會且股市多頭期間對於日經股價報酬波動性無影響。
H3_{2a}：國會開會且股市空頭期間對於日經股價報酬無影響。
H3_{2b}：國會開會且股市空頭期間對於日經股價報酬波動性無影響。

2.3 不對稱性 GARCH 模型

由於總體經濟與財務金融資料有波動叢聚性 (volatility clustering) 現象，大波動往往伴隨大波動，Engle (1982) 首先提出自我迴歸條件變異數 (ARCH) 模型來解釋此現象，模型中之條件變異數為過去誤差平方的函數，具有隨時間而變之特性。Bollerslev (1986) 將落後期的條件變異數加入 ARCH 模型，稱為一般化自我迴歸條件異質變異數 (GARCH) 模型，此模型不但能掌握 ARCH 模型的特性，在條件變異數之結構設定更具有彈性，達到參數精簡原則。由於股票報酬率產生過程中，股票報酬率波動性與時間有關且其非條件誤差呈現肥胖型分配，因此 GARCH 模型被公認為描述每日股價報酬率行為的最貼切模型之一 (Bollerslev, 1987; French *et al.*, 1987; Akgiray, 1989; Lamoureux and Lastrapes, 1990; Baillie and DeGennaro, 1990)。

Black (1976) 發現當期末預期報酬率衝擊與未來報酬波動性存在負向關係，其歸因於當期末預期股價受到訊息衝擊而下降時，公司權益資本相對於債務資本的比值下降，將使得財務槓桿程度加大，因而持有股票的風險上升將使得未來報酬率波動性因而增大。French *et al.* (1987) 認為此負向關係不能完全由財務槓桿效應所解釋。Engle and Ng (1993) 稱此負向關係為不對稱效果 (asymmetric effect)，指出其不能完全歸因於公司財務槓桿或營運槓桿，因而只認定好消息或不好的消息所產生的報酬率衝擊對報酬率波動性是否具有不對稱效果，並提出符號偏誤檢定 (sign bias test, SBT)、負程度偏誤檢定 (negative size bias test, NBST)、正程度偏誤檢定 (positive size bias test, PBST) 與聯合檢定 (joint test, JT)，來檢定股價報酬率波動性是否具有不對稱性。Nelson (1991) 提出單變量指數型 GARCH 模型，用來捕捉非預期報酬率衝擊對報酬率波動性的不對稱效果⁵。Engle and Ng (1993) 發現日本股市條件波動性具有不對稱行為。本文為檢定上述 10 個虛無假設，嘗試利用虛擬變數及加入自我迴歸項 (Autoregression) 之條件平均報酬率與條件異質變異數，其模型為⁶：

⁵ 在國外股票市場的波動性行為實證研究中，普遍發現股票市場存在不對稱性效果。如 Nelson (1991) 利用指數型 GARCH、Campbell and Hentschel (1992) 利用二次式 GARCH、Hentschel (1995) 利用 GARCH 族與 Braun、Nelson and Sumier (1995) 利用 EGARCH，皆發現美國股市報酬率波動性具有不對稱性效果的存在。Rabemananjara and Zakolin (1993) 利用門檻 ARCH，驗證出法國股票市場報酬率具有不對稱性效果，並指出此不對稱性可能會因為衝擊程度的大小而反轉。Engle and Ng (1993) 指出 GJR GARCH 最能捕捉日本股市條件波動性的不對稱性行為。

⁶ 國外很多學者發展出波動不對稱的 GARCH，例如 Engle (1990) 的不對稱 GARCH (asymmetric GARCH model)，Nelson (1991) 的指數型 GARCH (EGARCH model)；Zakolin (1994) 的門檻 ARCH (threshold ARCH model)；Campbell and Hentschel (1992) 的二次式 GARCH (quadratic GARCH model)；Engle and Ng (1993) 的 V 字型 GARCH 與非線性不對稱 GARCH (nonlinear asymmetric GARCH model)；Glosten、Jagannathan and Runkle (1993) 的 GJR GARCH (GJR GARCH model)；Ding、Engle and Granger (1993) 的不對稱冪級數 ARCH (asymmetric power ARCH model)；Fornari and Mele (1997) 的符號轉換 (sign-switching GARCH model) 與波動轉換 GARCH (volatility-switching GARCH model)；Hentschel (1995) 的不對稱 GARCH (asymmetric GARCH model) 族等。

$$R_t = a_0 + \sum_{i=1}^3 a_i D_i + \sum_{i=1}^m b_i R_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\varepsilon_t | \Omega_{t-1} \sim T(0, h_t) \quad (2)$$

$$\ln h_t = \tau_0 + \sum_{i=1}^3 \tau_i D_i + \alpha [|u_{t-1}| - E|u_{t-1}| + \theta u_{t-1}] + \beta \ln h_{t-1} \quad (3)$$

其中， D_1 為國會開會期間的虛擬變數， $D_1=0(1)$ 分別表示國會休會(開會)； D_2 為日經 225 股價處於空頭期間的虛擬變數， $D_2=0(1)$ 分別表示日經 225 空頭期間(多頭期間)⁷； D_3 為 D_1 與 D_2 交互作用項($D_3 = D_1 \times D_2$)。 a_1 為國會開會期間影響報酬率的邊際價值。又由 $E[R_t | \text{國會休會期間, 日經 225 多頭期間}] - E[R_t | \text{國會休會期間, 日經 225 空頭期間}] = a_2$ ，所以 a_2 為日經 225 多頭期間影響報酬率的邊際價值。同理， τ_1 為國會開會期間影響波動性的邊際價值，而 τ_2 為日經 225 多頭期間影響波動性的邊際價值， τ_3 為國會開會期間且處於日經 225 多頭期間影響波動性的邊際價值。

本研究之計量模型中的條件平均報酬率落後階數是利用 Akaike (1973) 之 AIC (Akaike information criterion) 值與 Schwarz (1978) 之 SBC (Schwarz Bayesian Criterion) 值最小而定，取其階數為 1。平均數和隨時間波動的條件變異數—共變異之參數估計是共同利用最大概似估計法(Maximum likelihood Estimation method, MLE)估計而來。平均數和隨時間波動的條件變異數-共變異之參數估計是共同利用最大概似估計法 (Maximum likelihood Estimation method, MLE) 估計而來。由於對數型概似函數 (log likelihood function) 為非線性型之參數方程式，因而使用 Berndt *et al.* (1974) 建議的 BHHH 演算法來獲得本文中之最大概似估計量。

3. 資料處理及初步分析

3.1 基本統計分析

在樣本期間中的日經股價指數走勢如圖 1，價格變動走勢如圖 2。表 1 為日經股價指數價格變動的基本敘述統計量。在 1% 顯著水準下，日經股價指數在整個研究樣本期間的平均價格率為 0.0099，呈現顯著的異於零。偏態係數在整個研究樣本期間為顯著左偏 (-0.1214)。峰態係數值在整個研究樣本期間為 7.55192，即報酬率序列呈現高狹峰分配。Jarque-Bera 檢定統計量在整個樣本期間為 13509.0214，在 1% 顯著水準下呈現顯著，拒絕日經股價報酬序列為常態分配之假說。 $Q(6)$ [$Q(12)$] 表示落後 6 [12] 階的 Ljung-Box Q 檢定統計量，檢定報酬序列的序列相關，在 1% 顯著水準下皆呈現顯著，棄卻報酬序列為一白噪音過程，顯示報酬序列具有一階動差自我相關的特性。 $Q^2(6)$ [$Q^2(12)$] 表示落後 6 [12] 階的 Ljung-Box Q 檢定統計量，檢定報酬序列平方的序列相關，在 1% 顯著水準下皆呈現顯著，棄卻報酬序列為一白噪音過程，顯示報酬序列具有二階動差自我相關的特性。

⁷就短期資料而言，本研究以股價指數上漲達 18% 判定為多頭期間，股價指數下跌達 12% 判定為空頭期間。

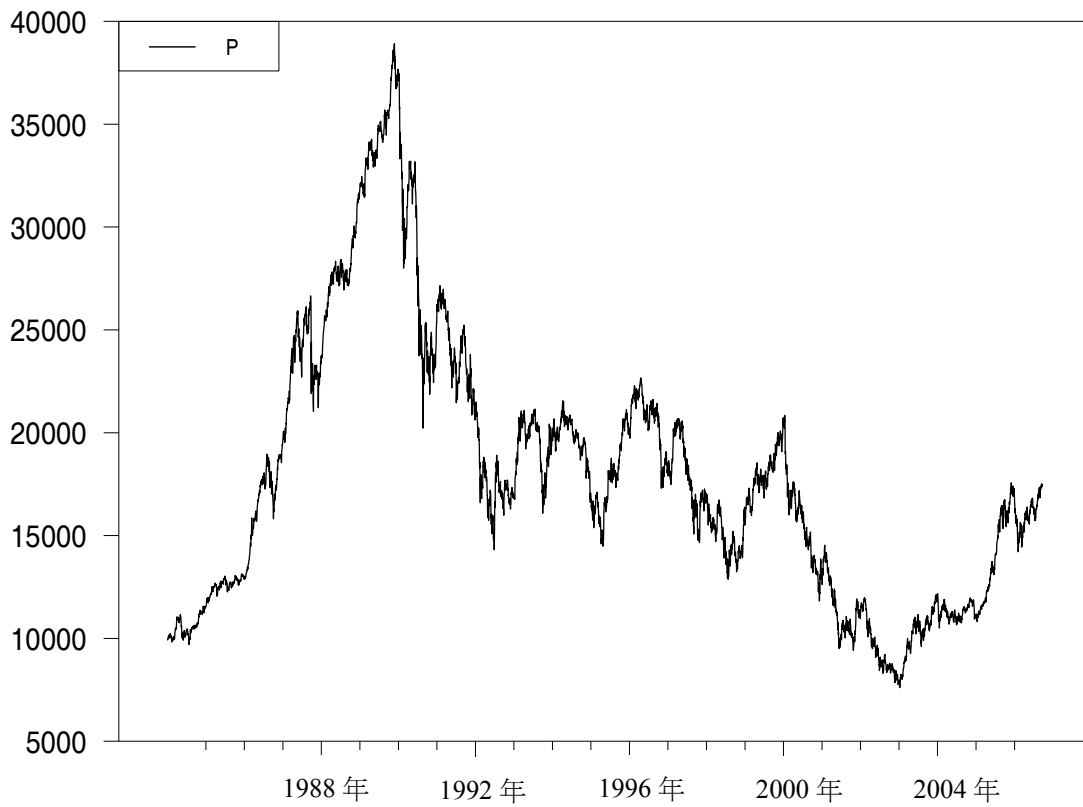


圖 1 日經股價指數走勢圖

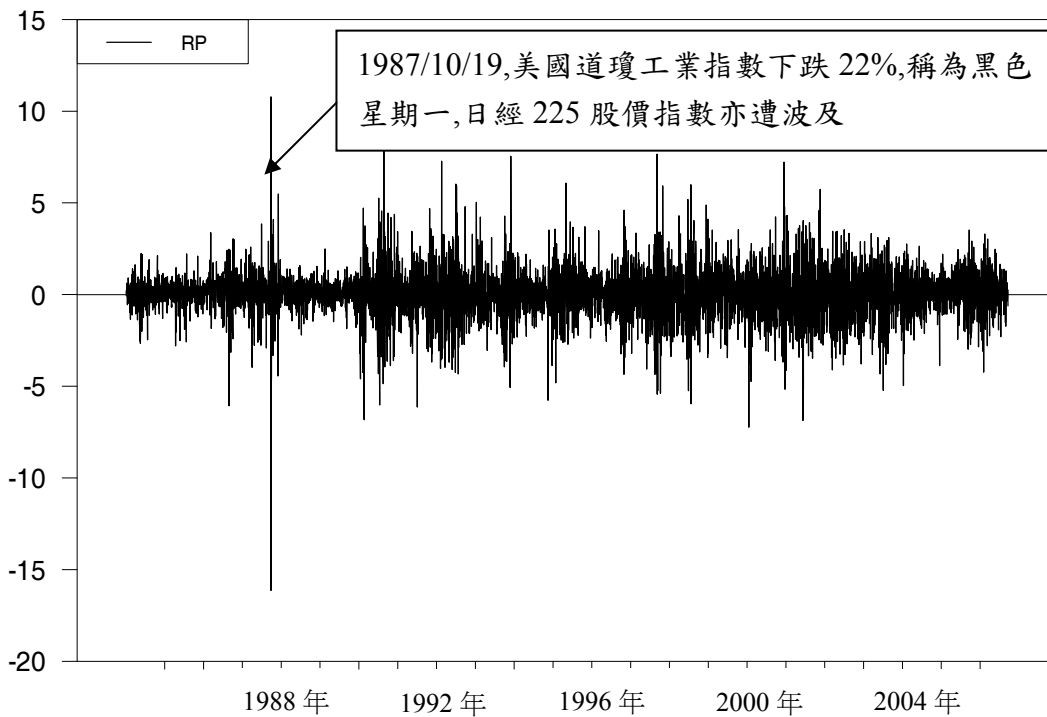


圖 2 日經股價指數價格變動走勢

表 1 日經股價指數變動之基本敘述統計量

平均數	0.0099**	最大數	12.4278**
最小數	-16.1375**	標準差	1.3684**
偏態係數	-0.1214**	峰態係數	7.5519**
$Q(6)$	98.6966**	$Q^2(6)$	680.1168**
$Q(12)$	104.7774**	$Q^2(12)$	785.3649**
Jarque-Bera	13509.0214**		

註：1、*表示在 5% 的顯著水準下顯著；**表示在 1% 顯著水準下顯著。

2、 $Q(6)$ [$Q(12)$] 表示 6 階 [12 階] 的標準化殘差項的 Ljung-Box Q 檢定統計量，在 5% 顯著水準下，其臨界值為 12.5916 [21.0261]。

3、 $Q^2(6)$ [$Q^2(12)$] 表示 6 階 [12 階] 的標準化殘差平方項的 Ljung-Box Q 檢定，在 5% 顯著水準下，其臨界值為 12.5916 [21.0261]。

3.2 ARCH 效果檢定

表 2 為波動性不對稱的檢定結果。利用 Engle(1982) 的拉式乘數(Lagrange Multiplier) 檢定方法，確認(2)式殘差項的變異數是否具有 ARCH 效果。在沒有 ARCH 效果的虛無假說下統計檢定量 TR^2 近似於的卡方分配，其中 T 為樣本數， R^2 為判定係數。 TR^2 統計檢定值計算結果為 897.240，在 1% 顯著水準下，大於服從自由度為 3 的卡方分配統計值 11.35，沒有足夠證據支持沒有 ARCH 效果，即股價的變動具有隨時間而變的條件異質變異數。

表 2 ARCH 效果檢定

	項目	日經 225
一階	$Q(6)$	35.9181**
	$Q(12)$	44.1997**
二階	$Q^2(6)$	597.5746**
	$Q^2(12)$	701.7212**
LM 檢定		897.2400**

註：*表示在 5% 的顯著水準下顯著；**表示在 1% 顯著水準下顯著。

3.3 波動不對稱性檢定

SBT 檢定 t 檢定統計量為 0.4028，在 1% 顯著水準下呈現顯著，表示負向的未期望報酬對於條件波動顯著大於正向未期望報酬對於波動的影響效果。在 NSBT (PSBT) 檢定 t 統計量為 -1.1479(0.0873)，也在 1% 顯著水準下呈現顯著，代表較大的負（正）向未期望報酬值比較小的負（正）向未期望報酬值，對於條件波動的影響為大。JT 檢定的卡方檢定統計量為 749.2337，在 1% 顯著水準下呈現顯著，顯示負向未期望報酬、不同程度的正、負向未期望報酬對波動具有聯合影響效果。綜合以上對股價報酬波動不對稱性的檢定結果，顯示日經股價報酬的波動行為，具有條件異質性與不對稱性。因此，本文以

GJR-GARCH 模型捕捉日經股價報酬的波動性不對稱的效果。

表 3 波動不對稱性檢定

診斷檢定方法	SBT ²	NSBT ²	PSBT ²	JT ³
檢定統計值	0.4028** (0.1441)**	-1.1479** (0.0873)**	0.2919** (0.0893)**	749.2337** (4.4238E-162)**

註：1、*表示在 5% 的顯著水準下顯著；**表示在 1% 顯著水準下顯著。

2、SBT, NSBT 與 PSBT 分別為符號偏誤檢定、負程度偏誤檢定與正程度偏誤檢定的 t 檢定統計值在 5% 顯著水準下之臨界值為 2.353。

3、JT 檢定為服從自由度為 3 的卡方分配，在 5% 顯著水準下之臨界值為 7.81。

4. 實證結果

本研究利用不對稱 GARCH 檢驗日經 225 股價報酬與波動性，是否受到眾議院開會效果之影響。長期而言，日本眾議院集會所代表的國會效果對日經 225 股價報酬呈顯著負向關係，然對日經 225 股價波動性反呈顯著正向關係。由於，眾議院是日本主要之立法機關，具審議預算及其他財政措施之權限，且日本在 1989 年經濟泡沫化後進行過多次改革，但多數改革並不成功；因此，在國會開會期間充滿著不確定感，投資人可能產生預期心理害怕股價下挫而使投資趨於保守。由表 4 方知，在 1% 顯著水準下國會開會期間對日經股價報酬有顯著負向關係，對於國會開會期間對日經股價報酬波動性有顯著正向關係，因此，有足夠證據拒絕國會對日經 225 股價報酬及波動性無影響之虛無假說。

日經 225 股價多頭期間，市場呈現景氣繁榮現象，因此，日經 225 股價報酬呈現顯著正向。然而，由於多數日本投資者深怕錯失良機而紛紛投入股市，此時出現需求大於供給，使得投資者願意用較高價格投資；同時，亦出現較多盲從的投資者，在對市場不盡熟悉的情況下進場，使市場價格遠高於合理價格，進而導致泡沫化的隱憂，使得日經 225 股價報酬具高度風險。由表 4 方知，在 1% 顯著水準下日經 225 多頭期間對日經股價報酬及波動皆有顯著正向關係，因此，有足夠證據拒絕股市多頭期間對於日經股價報酬及波動性無影響之虛無假說。日經 225 股價空頭期間，市場呈現景氣蕭條現象，投資者懦於進場，此時出現供給大於需求，市場價格遠低於合理價格，使得日經 225 股價報酬具高度風險。由表 4 方知，在 1% 顯著水準下日經 225 空頭期間對日經股價報酬波動性有顯著正向關係，因此，有足夠證據拒絕股市空頭期間對於日經股價報酬波動性無影響之虛無假說，而對日經股價報酬呈現不顯著。

再者，日本國會效果在市場多、空頭期間，對日經 225 股價報酬無影響，然對日經 225 股價波動則呈顯著正向關係。一般而言，影響股價的因素很多，如貨幣供給、利率、物價、通貨膨脹率等總體經濟因素或政治因素、投資心理因素皆會對股價報酬及波動產生影響。因此，由投資心理學的角度，市場處於多、空頭期間，專業投資的投資建議較為多元且分歧，再加上多數投資人較易缺乏警覺，造成市場多、空頭期間，日本國會開會所釋放之訊息對日經 225 股價報酬無任何影響，然對日經 225 股價則明顯呈現高度風險的狀況。由表 4 方知，在 1% 顯著水準下日本國會效果在市場多、空頭期間對日經股價波

動性有顯著正向關係，因此，有足夠證據拒絕國會開會且股市空、空頭期間對於日經股價報酬波動性無影響之虛無假說，而對日經股價報酬呈現不顯著。

$$R_t = a_0 + \sum_{i=1}^3 a_i D_i + b_1 R_{t-1} + b_2 R_{t-2} + b_3 R_{t-3} + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t | \Omega_{t-1} \sim T(0, h_t)$$

$$\ln h_t = \tau_0 + \sum_{i=1}^3 \tau_i D_i + \alpha [|u_{t-1}| - E|u_{t-1}| + \theta u_{t-1}] + \beta \ln h_{t-1}$$

表 4 係數估計與診斷檢定

係數	模型	GJR-GARCH			
		多頭		空頭	
		報酬	波動性	報酬	波動性
截距項 (a_0, τ_0)		-0.5409**	0.0016**	0.3468**	0.0001**
國會效果 (a_1, τ_1)		-0.0730**	0.3165**	-0.0025*	0.0001**
多頭期間 (a_2, τ_2)		0.5132**	0.0001**	-0.0596	0.8322**
交互作用 (a_3, τ_3)		0.0493	0.9877**	-0.0326	2.7919**
b_1		-6.4900**		-0.1187**	
b_2		-11.9300**		-0.1720**	
b_3		-2.3500**		-0.0241**	
模式診斷					
$Q(6)$		9.2383		6.5609	
$Q(12)$		18.4094		17.1297	
$Q^2(6)$		7.0957		6.6674	
$Q^2(12)$		18.1020		8.6999	

註：1、*表示在 5% 的顯著水準下顯著；**表示在 1% 顯著水準下顯著。

2、 $Q(6)$ [$Q(12)$] 表示 6 階 [12 階] 的標準化殘差項的 Ljung-Box Q 檢定統計量，在 5% 顯著水準下，其臨界值為 12.5916 [21.0261]。

3、 $Q^2(6)$ [$Q^2(12)$] 表示 6 階 [12 階] 的標準化殘差平方項的 Ljung-Box Q 檢定，在 5% 顯著水準下，其臨界值為 12.5916 [21.0261]。

5. 結論

本研究利用不對稱 GARCH 模型，探討 1984 年 1 月 4 日至 2007 年 1 月 31 日間，日本國會效果對日經 225 股市之影響。實證結果發現，在 1% 顯著水準下，日本眾議院

開會期間，對日經 225 股價報酬有顯著性降低，而風險則有明顯增大之現象。而在股市多頭期間，對日經 225 股價報酬有顯著性的正報酬，然空頭期間，對日經 225 股價報酬不顯著，而風險則有明顯增大之現象。此外，在股市多、空頭期間，日本國會效果對日經 225 股價報酬則無影響，然風險卻明顯更加擴大。

對市場投資人而言，投資風險分為系統性風險與非系統性風險；其中，政治風險是系統風險的重要因素之一，然政治風險之評估範圍相當廣泛、複雜且具高度不確定性。股市是敏感的綜合性指標，除反應市場財經環境外，亦深受瞬息萬變的政治風險所牽繫。因此，對市場參與者而言，國會政治風險的適當揭露，是提供投資人降低股市風險進行長期資產配置的判斷依據。

參考文獻

1. 倪衍森、徐光耀 (1999),「臺灣股市波動性的傳遞性研究」, 淡江人文學刊, 第四三期, 171-202 頁。
2. 莊忠柱、王譯賢 (2003),「政黨輪替與股市大崩盤對股價報酬與波動性的影響－以日本為例」, 輔仁管理評論, 第十卷第三期, 163-179 頁。
3. 張麗如, (2002),「日本國會選舉制度之研究」, 中國文化大學政治學研究所碩士論文。
4. Agmon, T. and Findlay, C. M. (1982),“Domestic Political Risk and Stock Valuation,” *Financial Analysts Journal*, 38, pp. 74-77.
5. Akaike, H.(1973),“Information Theory and an Extension of the Maximum Likelihood Principle”, In *2d. International Symposium on Information Theory, edited by B. N. Petrov and F. C. Budapest: Akademiai Kiado*, pp. 243-281.
6. Akaike, H. (1981),“Likelihood of a Model and Information Criteria”, *Journal of Econometrics*, 16, pp. 3-14.
7. Akgiray, V.(1989),“Conditional Heteroskedasticity in Time Series of Stock Returns Evidence and Forecasts”, *Journal of Business*, 62, pp. 55-80.
8. Allivine, F. D. and O’Neil, D. D.(1980),“Stock Market Returns and the Presidential Election Cycle,” *Financial Analysts Journal*, 36, pp. 49-56.
9. Bachman, D.(1992),“The Effect of Political Risk on the Forward Exchange Bias: The Case of Elections,” *Journal of International Money and Finance*, 11, pp. 208-219
10. Baillie, R. T. and DeGennaro, R. P.(1990),“Stock Returns and Volatility”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, pp. 203-214.
11. Berndt, E., Hall, B., Hall, R. and Hausman, J.(1974),“Estimation and Inference in Nonlinear Structural Models”, *Annals of Economic and Social Measurement*, 4,pp. 653-665.
12. Billingsley, R. S., Lamy, R. E. and Thompson, R. G.(1987),“The Reaction of Defense Industry Stocks to World Events,” *Akron Business and Economic Review*, 18, pp.40-47.
13. Bittlingmayer, G.(1998),“Output, Stock Volatility, and Political Uncertainty in a Natural Experiment: Germany, 1880–1940,” *Journal of Finance*, 53, pp. 2243-2258.
14. Bollerslev, T.(1986),“Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity”, *Journal of Econometrics*, 31, pp. 307-327.
15. Bollerslev, T.(1987),“A Conditional Heteroskedastic Time Series Model for Speculative Price and Rates of Return”, *Review of Economics and Statistics*, 69, pp. 542-547.
16. Bollerslev, T., Chou, R. and Kroner, K.(1992),“ARCH Modeling in Finance: A Review of the Theory and Empirical Evidence”, *Journal of Econometrics*, 52, pp. 5-59
17. Brander, J. A.(1991),“Election Polls, Free Trade, and the Stock Market: Evidence from the 1988 Canadian General Elections,” *Canadian Journal of Economics*, 24,pp. 827-843.
18. Braun, P. A., Nelson, D. B. and Sunier, A. M.(1995),“Good News, Bad News, Volatility, and Betas”, *Journal of Finance*, 50, pp. 1575-1603.

19. Calvet, A. and Rahman, A.(1995),“Persistence of Stock Return Volatility in Canada”, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 12, pp. 224-237.
20. Campell, J. and Hentschell, L.(1992),“No News Is Good News: An Asymmetric Model of Changing Volatility in Stock Returns”, *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 281-318.
21. Chan, Y. and Wei, J. (1996),“Political Risk and Stock Price Volatility: The Case of Hong Kong,” *Pacific Basin Finance Journal*, 4, pp. 259–275.
22. Clark, E. (1997),“Valuing Political Risk,” *Journal of International Money and Finance*, 16, pp. 477-490.
23. Cosh, A. and Hughes, A.(1997),“Executive Remuneration, Executive Dismissal and Institutional Shareholdings”, *International Journal of Industrial Organisation*, 15, pp. 469-492.
24. Dickey, D. and Fuller, W.(1981),“Likelihood Ration Tests for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, *Econometrica*, 49, pp. 1057-1072.
25. Ding, Z., Engle, R. and Granger, C.(1993),“A Long Memory Property of Stock Market Returns and a New Model”, *Journal of Empirical Finance*, 1, pp. 83-106.
26. Engle, R. F. and Ng, V.(1993),“Measuring and Testing the Impact of News on Volatility”, *Journal of Finance*, 45, pp. 1749-1777.
27. Foerster, S. R.(1994),“Stock Market Performance and Elections: Made-in-Canada Effects?” *Canadian Investment Review*, 7, pp. 39-42.
28. Foerster, S. R. and Schmitz, J. J.(1997),“The Transmission of US Election Cycles to International Stock Returns,” *Journal of International Business Studies*, 28, pp. 1-27.
29. Fornari, F. and Mele, A.(1997),“Sign-and Volatility-Switching ARCH Models: Theory and Applications to International Stock Markets”, *Journal of Applied Econometrics*, 12, pp. 49-65.
30. French, K. R., Schwert, G. W. and Stambaugh, R. F.(1987),“Expected Stock Returns and Volatility”, *Journal of Financial Economics*, 19, pp. 3-29.
31. Gemmill, G.(1992),“Political Risk and Market Efficiency: Tested Based in British Stock and Option Markets in the 1987 Election,” *Journal of Banking and Finance*, 16, pp. 211-231.
32. Glosten, L., Jagannathan, R. and Runkle, D.(1993),“On the Relation Between the Expected Value and the Volatility on the Nominal Excess Returns on Stocks”, *Journal of Finance*, 48, pp. 1779-1801.
33. Gwilym, O. A. and Buckle, M.(1994),“The Efficiency of Stock and Options Market: Tests Based on 1992 UK Election Polls,” *Applied Financial Economics*, 4, pp. 345-354.
34. Hassan, M. K., Maroney, N. C., El-Sady, H. M. and Telfah, A.(2003),“Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability, and Diversification in the Middle East and Africa,” *Economic Systems*, 27, pp. 63-82.
35. Hensel, C. R. and Ziemba, W. T.(1995),“United States Investment Returns During

- Democratic and Republican Administrations, 1928-1993,” *Financial Analysts Journal*, 51, pp. 61-69.
36. Hentschel, L.(1995),“All in the Family Nesting Symmetric and Asymmetric GARCH Models”, *Journal of Financial Economics*,39, pp. 71-104.
37. Herbst, A. F. and Slinkman, C. W.(1984),“Political-economic Cycles in the U.S. Stock Market,” *Financial Analysts Journal*, 40, pp. 38-45.
38. Herron, M., J., Cram, L. D. and Silver, J.(1999),“Measurement of Political Effects in the United States Economy: A Study of the 1992 Presidential Election,” *Economics and Politics*, 11, pp. 51-81.
39. Herron, M.(2000),“Estimating the Economic Impact of Political Party Competition in the 1992 British Election,” *American Journal of Political Science*, 44, pp. 326-337.
40. Hiraki, T., Maberely, E. D. and Takezawa, N.(1995),“The Information Content of End-of-the-day Index Futures Returns: International Evidence from the Osaka Nikkei 225 Futures Contract”, *Journal of Banking and Finance*, 19, pp. 921-936.
41. Hobbs, G. R. and Riley, W. B.(1984),“Profiting from a Presidential Election,” *Financial Analysts Journal*, 40, pp. 46-52.
42. Huang, R. D.(1985),“Common Stock Returns and Presidential Elections,” *Financial Analysts Journal*, 41,pp. 58-61.
43. Johnson, R., Chittenden, W. and Jensen, G.(1999),“Presidential Politics, Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Some New Differences Identified,” *Journal of Portfolio Management*, 26, pp. 27-31.
44. Kim, H. Y. and Mei, J. P.(2001),“What Makes the Stock Market Jump? An Analysis of Political Risk on Hong Kong Stock Returns,” *Journal of International Money and Finance*, 20, pp. 1003-1016.
45. Lamoureux, C. G. and Lastrapes, W. D.(1990),“Heteroscedasticity in the Stock Return Data: Volume versus GARCH Effects”, *The Journal of Finance*, 45, pp. 221-229.
46. Lamp, R. P., Ma, K. C., Pace, R. D. and Kennedy, W. F.(1997),“The Congressional Calendar and Stock Market Performance”, *Financial Services Review*, 6, pp. 19-25.
47. Lin, C. T. and Wang, Y. H.(2006), “The Congressional Effect and Stock Market Behavior in Emerging Democracy,” *Journal of Statistics & Management Systems*, (9), pp. 537-553.
48. Lin, C. T. and Wang, Y. H.(2007), “The Impact of Party Alternative on the Stock Market: the Case of Japan,” *Applied Economics*, (1), pp. 79-85.
49. Lobo, B. J.(1999),“Jump Risk in the U.S. Stock Market: Evidence Using Political Information,” *Review of Financial Economics*, 8, pp. 149-163
50. Manning, D.(1989) , “The Effect of Political Uncertainty on the Stock Market: The Case of British Telecom,” *Applied Economics*, 21, pp. 881-889.
51. Michelson, S.(1993),“Using Congressional Sessions to Predict the Stock Market”, *Journal of Business and Economic Perspectives*, (9), pp. 89-99.

52. Najand, M. and Yung, k.(1994),“A GARCH Examination of the Relationship between Volume and Price Volatility in Futures Markets”, *Journal of Future Markets*, 11, pp. 613-621.
53. Nelson, D.(1991),“Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: a New Approach”, *Econometria*, 59, pp. 347-370.
54. Niederhofer, V., Gibbs, S. and Bullock, J.(1970),“Presidential Elections and the Stock Market,” *Financial Analysts Journal*, 26, pp .111-113.
55. Niederhoffer, V.(1971),“The Analysis of World Events and Stock Prices,” *Journal of Business*, 44, pp. 193-219.
56. Nippani, S. and Medlin, W. B.(2002),“The 2000 Presidential Election and the Stock Market,” *Journal of Economics and Finance*, 26, pp. 162-169.
57. Patel, S. A. and Sarkar, A.(1998), “Crises in Developed and Emerging Stock Market”, *Financial Analysts Journal*, 54, pp. 60-61.
58. Perotti, E. C. and Oijen, P. V.(2001),“Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies,” *Journal of International Money and Finance*, 20, pp. 43-69.
59. Phillips, P. and Perron, P.(1988),“Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, *Biometrika*, 75, pp. 335-346.
60. Rabemananjara, R. and Zakolin, J. M.(1993),“Threshold ARCH Models and Asymmetries in Volatility”, *Journal of Applied Econometrics*, 8, pp. 31-49.
61. Reilly, Jr. W. B. and Lukseitch, W. A.(1980),“The Market Prefers Republicans: Myth or Reality?” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15, pp. 541-559.
62. Reinganum, M. R.(1985),“The Effects of Executive Succession on Stockholder Wealth : A Reply”, *Administrative Science Quarterly*, 30, pp. 375-376.
63. Santa-Clara, P. and Valkanov, R.(2003),“The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market,” *Journal of Finance*, 58, pp. 1841-1872.
64. Schwert, G. W.(1978),“Estimating the Dimension of a Model”, *Annalsm of Statistics*, 6, pp. 461-464.
65. Shum, P. M.(1996),“Stock Market Response to Political Uncertainty: Evidence from the 1992 Constitutional Referendum,” *Canadian Journal of Economics*, 29, pp. 213-218.
66. Zakolin, J. M.(1994),“Threshold Heteroskedastic Models”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 18, pp. 931-955.