

第一章、緒論

研究動機與目的

台灣經濟是海島型經濟，發展腹地十分有限。自 80 年代以來，隨著兩岸貿易、臺商到大陸投資以及農業、科技、金融等各種經貿交流與合作的迅速發展，兩岸經貿創造的效益不斷擴大，逐漸成為台灣經濟發展的主要動力。尤其近十年多來，兩岸經濟依存關係逐漸加深，90 年代初中國取代美國成為台灣最大貿易順差來源地，至 2008 年，我國出口到中國之金額高達 1000 多億美金，順差金額亦達 800 多億美金(參閱表 1-1)。2004 年中國進一步取代美國成為台灣最大出口市場，該年對中國出口占台灣總出口的 25%，中國是臺商海外投資最多的地區，累計合同投資額超過 600 億美元，作為台灣經濟支柱的資訊硬體產品在中國的產值佔其總產值比重已升至一半，1987 年底台灣開放民眾赴中國探親，每年到中國的人數日益增多，依據圖一可看出台灣人民進入中國的人次逐年增加，至 2008 年，已達每年 400 多萬人次(參閱圖 1-1)，此外，台灣在 1980 年後對大陸的採取間接貿易投資，大批的投資熱潮出現在開放赴中國探親，根據中國商務部統計(參閱表 1-2)，台商在 1989 年投資件數達 539 建，金額為 1.6 億美金，到了 2008 年時，投資案件達 3752 件，金額更高達 21.4 億美金，從 1989 至 2008 年，台商投資中國之金額高達 439 億美金。種種情況顯示，中國與台灣經濟密不可分的關係。

由於兩岸之間一直都是政治領導經濟，雖然中國在 1979 年就提出兩岸能盡速開啟三通，但因彼此特殊的政治關係，致使遲遲未能直接“三通”，而兩岸經貿關係長期停留在間接、單向為主的不平衡狀態。這不僅使台灣民眾和工商界蒙受了巨大的經濟損失，而且使兩岸經濟的互補互利效應遠未得到充分發揮。一直到 2008 年，台灣政黨再次輪

替後，兩岸終於三通了，然而三通後，真如大家所預期能帶給台灣經濟上的更大發展空間嗎？股票市場的表現一向被認為一個國家經濟前景的櫥窗，因而藉由事件研究法探討兩岸三通此一事件是否對於台灣經濟有著顯著的影響。影響股市的因素非常多，在任何的一個時間點上，左右股市變動的因素有經濟的、政治的等，如本次研究的期間，2008年5月16日至2009年7月16日，影響股市的因素包含：金融海嘯、油價創新高及兩岸三通前彼此的政治與經濟互動、兩岸正式大三通等，然而顧慮到本研究期間，金融海嘯事件已適當的反應在股市變動中，且類似的事件已在經濟波動中曾發生過，而其它因素的影響性未如兩岸三通此一題材性大且具有歷史意義，因而本研究選擇兩岸三通此一事件做為本研究之第一因素。事件研究法主要是先探討在某一事件未發生前，個股或類股與大盤指數間存在的變動模式，接著探討當某一事件發生後，是否會造成個股或類股與大盤指數間原先存在的變動模式有所改變，藉此以探討某一事件對個股或類股所造成的顯著性與否。

表 1-1：臺灣對中國大陸、香港及全球貿易順差統計表

資料來源：行政院大陸委員會，資料整理：本研究

註：* 係表示本欄金額占臺灣對全球順差金額之比例。

單位：百萬美元							
期間	臺灣經港對中國大陸之貿易順差				臺灣對香港貿易順差		臺灣對全球貿易順差額
	香港海關統計		陸委會估算		台灣海關統計		台灣海關統計
	金額	比重 (%)*	金額	比重 (%)*	金額	比重 (%)*	金額
1986	667.1	4.25	667.1	4.25	2542.4	16.21	15680.0
1987	937.6	5.02	937.6	5.02	3369.5	18.02	18695.3
1988	1763.5	16.04	1763.5	16.04	3665.0	33.33	10994.6
1989	2309.6	16.45	2745.0	19.55	4837.1	34.46	14038.6
1990	2512.9	20.11	3629.2	29.04	7110.4	56.89	12498.4
1991	3541.2	26.39	7200.3	53.65	10483.8	78.12	13420.6
1992	5168.9	52.91	9800.5	100.32	13633.6	139.55	9769.7
1993	6481.8	75.69	12977.6	151.54	16723.8	195.28	8563.9
1994	7224.9	83.99	14163.8	164.65	19729.4	229.35	8602.5
1995	8308.6	89.05	16342.5	175.15	24263.0	260.04	9330.4
1996	8135.2	55.50	17667.4	120.53	25083.0	171.11	14658.6
1997	7971.3	86.51	18539.9	201.20	26691.9	289.66	9214.8
1998	6709.2	91.09	15727.0	213.52	23322.2	316.64	7365.6
1999	6546.8	52.22	16783.6	133.87	24601.7	196.23	12537.3
2000	7612.6	67.86	18780.6	167.42	30377.5	270.80	11217.8
2001	7118.2	38.80	19704.4	107.42	26661.1	145.34	18343.7
2002	8603.7	38.98	23560.2	106.74	31044.7	140.65	22071.6
2003	9628.3	42.62	27274.8	120.74	28951.1	128.16	22590.4
2004	12276.4	90.18	32138.1	236.09	30587.1	224.69	13612.8
2005	14421.4	91.17	36177.8	228.72	31925.8	201.84	15817.3
2006	15797.3	74.10	38549.3	180.82	35500.6	166.52	21319.1
2007	18285.5	66.67	46230.9	168.57	36154.8	131.83	27425.4
2008	17083.7	112.53	42586.5	280.53	31197.1	205.50	15180.9

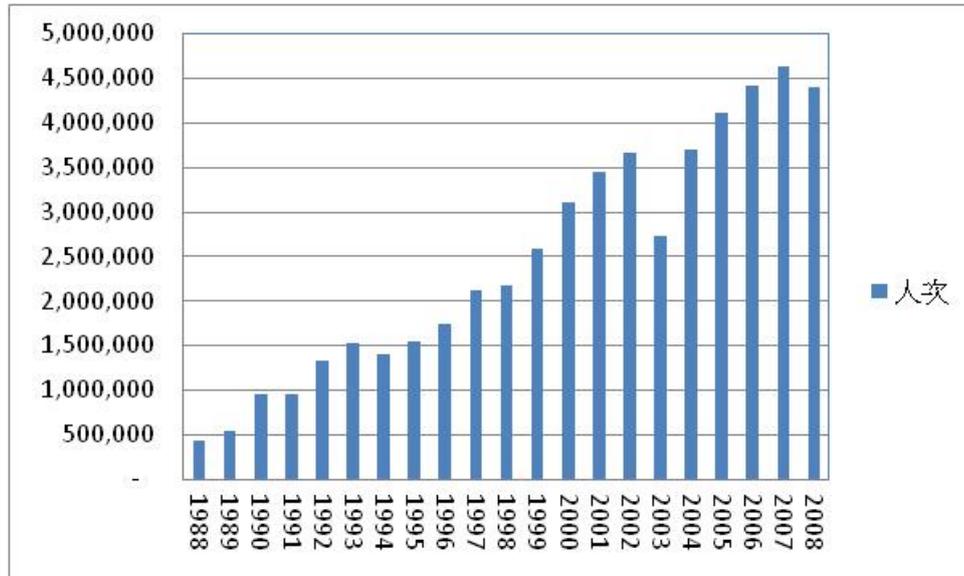


圖 1-1：1988-2008 年台灣區進入中國之人次統計

資料來源：中國國家旅遊局 整理：本研究

表 1-2：1989-2006 台商投資中國之件數與金額統計表

單位：億美金

時間	件數	投資金額
1989	539	1.6
1990	1103	2.2
1991	1735	4.7
1992	6430	10.5
1993	10948	31.4
1994	6247	33.9
1995	4847	31.6
1996	3184	34.8
1997	3014	32.9
1998	2970	29.2
1999	2499	26
2000	3108	23
2001	4214	29.8
2002	4853	39.7
2003	4495	33.8
2004	4002	31.2
2005	3907	21.6
2006	3752	21.4

細說三通

1949年，由於國共分裂，國民政府不得不轉進臺灣，開始了兩岸長達30年的軍事對峙，兩岸的通商、通郵、通航與人員交流全部中斷。直至1978年11月，中國共產黨召開11屆3中全會，揭開了中共改革開放的序幕，中國對臺政策也開始出現重大調整。1979年元旦，中共全國人大常委會發表《告臺灣同胞書》，提出“希望雙方儘快實現通航通郵，以利雙方同胞直接接觸，探親訪友，旅遊參觀，進行學術文化體育工藝觀摩”，“我們相互之間完全應當發展貿易，互通有無，進行經濟交流”。這是中共最初提出兩岸之間進行經濟交流（通商）與通郵通航的主張。接著，中共外經貿部、郵電部、交通部與民航總局等部門有關負責人紛紛發表談話，對海峽兩岸的通郵、通航與通商提出一系列具體建議，並做好一切準備。1981年9月30日，中共全國人大委員長葉劍英在向新華社發表談話中，闡述了該黨和政府對兩岸和平統一與兩岸往來的一系列重要的政策主張，再次呼籲“雙方共同為通郵、通商、通航、探親、旅遊以及開展學術、文化、體育交流提供方便，達成有關協議”，前者即所謂的「三通」；而後者即所謂的「四流」。這也是中共第一次明確“三通”的內容，即由1979年的“通航通郵”與“經濟交流”概括為“通郵、通商、通航”。

小三通

所謂「小三通」是相對於「兩岸三通」的說法而來，其源於1992年中國福建省首先提出「兩門（金門與廈門）對開，兩馬（馬祖與馬尾）先行」的「小三通」構想，其中已有開放運輸碼頭、簽證及通訊連接等諸多交流計劃，以加強區域性及民間性的互動空間。

小三通正式啟動與「離島建設條例」有著密不可分的關係，長期以來，臺灣對臺灣本島以外離島（包括蘭嶼、綠島、澎湖群島、金門、馬祖、烏坵等）之基本民生建設重視不夠，儘管過去數十年當中，政府的確曾在金門、馬祖進行過投資、建設，但此多半是以軍事戰備需求為主，各項基本民生建設明顯不足。因此，離島上之居民，不論是在醫療、水、電、衛生、交通、教育等方面所呈現的生活品質遠不如台灣本島的居民，導致離島居民常感受到身為二等國民的無奈。此亦造成離島人口之不斷大量外流，嚴重影響地方建設與發展。有鑒於此，茲為推動離島的建設、健全產業的發展、提升生活的品質、增進離島居民的福祉，乃有「離島建設條例」草案之提出。「離島建設條例」之文字首見於1993年12月2日，由金門選區所選出之立法委員陳清寶提出之草案，後陳癸森委員亦相繼提出另一版本；直至1997年11月10日，立法院內政及邊政、經濟委員會終於排上議程，經協商之後，將陳清寶以及陳癸森委員各自提出之「離島建設條例」草案斟酌修正將全案修正為21條條文，函送立法院秘書處，提報院會公決。

1998年4月16日，行政院院會通過由經濟建設委員會所提之「離島建設條例」草案，並於同年4月23日以「離島地區受自然及地理環境影響，產業發展條件及居民生活品質相較於台灣本島顯為弱勢，是以，政府一向重視離島建設，大力推動各項計畫；茲為離島永續發展，維護島嶼自然生態環境，保存當地文化特色，對離島居民生活環境及離島產業的基礎建設，能更具體及全面性的照應，作為未來推動離島各項建設」為提案理由，將經建會所擬具之「離島建設條例」草案送請立法院審議。行政院版之「離島建設條例」草案共有20條條文。迨2000年6月

至 2000 年 2 月期間，朝野曾進行過數次協商，結果確定「離島建設條例」草案內容共 20 條，並特別增列第 18 條：「為促進離島發展，在臺灣本島與大陸地區全面通航之前，得先行試辦金門、馬祖、澎湖地區與大陸地區通航，不受臺灣地區與大陸地區人民關係條例等法令限制；其實施辦法，由行政院定之。」2000 年 3 月 21 日，立法院內政及邊政、經濟委員會依據協商所確定之「離島建設條例」草案內容進行二讀與三讀之後，修正通過「離島建設條例」。同年 4 月 5 日，總統公布施行。2001 年 1 月 1 日為「小三通」正式啟動日。

基本上，「小三通」的構想反映出金門、馬祖與大陸廈門、福州在歷史血緣關係密切、經貿社會交流頻繁的互動需求。早在 1991 年 10 月，中國福建省公布《臺胞來往福建管理辦法》，規定臺胞從臺澎金馬搭乘臺輪直達該省臺輪停泊點要求登陸者，須持有能確認其臺胞身分的證件，經當地邊防工作站檢驗核准後，發給登陸證方准上岸入境，並在該停泊點縣、市（區）以外探親、旅遊、投資、貿易的，由當地縣、市（區）政府「臺辦」審核出具證明，由當地邊防部門簽發旅行證明，其有效期不超過本航次船舶航行期限。直至 2000 年「離島建設條例」經立法院修正通過後，行政院大陸委員會乃依據「離島建設條例」第 18 條之規定，先行試辦金門、馬祖與大陸地區之「通航」，以及因「通航」所必然衍生之人、貨往來及其相關商業行為，即所謂之「小三通」。

大三通

所謂“大三通”即海峽兩岸直接“通郵、通航、通商”的簡稱，最早在 1979 年 1 月 1 日中國於全國人大常委會在《告台灣同胞書》中提出“……，我們希望雙方儘快實現通航通郵，以利雙方同胞直接接觸，互通訊息，探親訪友，旅遊參觀，進行學術文化體育工藝觀摩。”當時中國交通部、郵電部、外經貿部和民航總局負責人先後公開發表談話，表示隨時準備和台灣有關方面就兩岸通郵、通航、通商問題進行協商，並為兩岸“三通”提供一切方便。但台灣在 1979 年 4 月 4 日，蔣經國在國民黨內一次會議上正式提出對大陸“不妥協、不接觸、不談判”的“三不政策”。

1981 年 9 月 30 日全國人大常委會委員長葉劍英在向新華社發表談話中，再次呼籲“雙方共同為通郵、通商、通航、探親、旅遊以及開展學術、文化、體育交流提供方便，達成有關協議”。在這言論發表之前，中國單方面透過第三地對台灣進行電報、郵政業務。並於 1980 年開放台灣工商企業到中國投資，設立代表機構，開展業務。台灣於 1988 年稍對中國有較善意的回應，當年台灣通過紅十字信箱 50000 號開辦寄往大陸的航空郵件，並提出大陸政策的三個基本原則：(1)確保“國家安全”；(2)區分官方與民間，官方維持不接觸、不談判、不妥協，民間則漸次開放；(3)單向間接原則。台灣並於 1989 年宣佈開放對中國通話與通郵。台灣郵政部門開始直接收寄到中國的航空函件，向上海直封航空函件總包，電信部門通過第三地區或外國對中國開通了直撥電話和電報業務。1991 年，台灣於《國家統一綱領》中，將“開放兩岸直接通郵、通航、通商”列入中程階段。但於 1992 年，台灣公佈《台灣地區與大陸地區人民關係條例》，對兩岸海上、空中通航問題設立嚴格禁止

條款，對違反規定者，處三年以下有期徒刑、拘役或處罰 300 萬元以上 1500 萬元以下新台幣罰金。陸委會公佈的“兩岸直航問題與展望說明書”中，闡述了台灣在“三通”問題上的基本立場與原則，為兩岸“三通”特別是直航設置了政治障礙。同年，第一次海峽兩岸海上通航學術研討會在廈門舉行，雙方就航運經營、航海保障、航政管理、海難救助、船舶檢驗等問題進行深入研討，並達成多項共識。1993 年，台灣郵局開辦收寄大陸水陸平常函件，同年，海峽兩岸關係協會與台灣海基會簽署《兩岸掛號函件查詢、補償事宜協議》。1994 年，第一次兩岸通郵研討會在北京成功舉辦，雙方業者就兩岸通郵業務進行廣泛研討，台灣郵件總包直寄廈門達成共識並實施，並就台灣快件寄往大陸，大陸小包寄臺等項業務達成共識。

1995 年江澤民發表《為促進祖國統一大業的完成而繼續奮鬥》的重要講話並指出，“早日實現兩岸直接‘三通’，不僅是廣大臺胞、特別是台灣工商業者的強烈呼聲，而且成為台灣未來經濟發展的實際需要。”“兩岸直接通郵、通航、通商，是兩岸經濟發展和各方面交往的客觀需要，也是兩岸同胞利益之所在，完全應當採取實際步驟加速實現直接‘三通’。”同年，兩岸的航空公司開展對往返兩岸的旅客行李直掛的業務，澳門航空公司與台北航空運輸商業同業公會代表簽署《臺澳航班運輸安排協議》，澳門航空公司的飛機首航台北，實現經澳門機場換航班號，一機到底飛行兩岸。1996 年，中國電信與台灣中華電信公司就建立兩岸直接通電業務技術問題進行商談並達成共識，此後，雙方建立了直達衛星通信和海底光纜的通信業務，逐步擴大兩岸通電業務範圍。香港港龍航空公司的飛機首航台灣的高雄，經香港機場換航班號，一機到底飛行兩岸。此時的台灣，李登輝執政，對中國採取“戒急用忍”

政策，限制台商赴大陸投資金額的上限(五千萬美金)與部分高科技產業及基礎建設。1997年，中國的海峽兩岸航運交流協會與台灣海峽兩岸航運協會代表在香港就兩岸“試點直航”問題進行協商，並簽署“會談紀要”，決定開通福州、廈門至高雄的“試點直航”航線。2000年，台灣公佈實施《離島建設條例》，該條例第18條規定，“在台灣本島與大陸地區全面通航之前，得先試辦金門、馬祖、澎湖地區與大陸地區通航”。同年底，台灣“行政院”公佈《試辦金門馬祖與大陸地區通航實施辦法》。隔年，台灣開放金門、馬祖與福建沿海“小三通”。2001年台灣召開“經發會”，在兩岸“三通”方面達成如下共識：(1)配合加入WTO進程，開放兩岸直接貿易及兩岸直接通郵、通訊等業務。(2)整體規劃兩岸“通航”事宜，並通過兩岸協商予以落實推動。(3)擴大“境外航運中心”功能及範圍，開放貨品通關入境。(4)積極評估建立“經貿特區”。此後，台灣當局以“積極開放、有效管理”取代“戒急用忍”政策。同年底，台灣放銀行赴大陸設立代表處，兩岸先後加入世界貿易組織(WTO)。2002年，台灣開放大陸資本投資台灣的不動產。2003年農曆春節，台灣共六家航空公司的飛機先後經港澳機場飛抵上海，飛行16班、32架次，這是台灣民航飛機首次以正常方式航行大陸，乘客是臺商及家屬。2004年底，首批中國旅遊團55人從廈門乘“同安號”客輪直航金門，在金門度過3天2夜。這是中國居民第一次以“遊客”的身份乘船直航金門。2005年春節包機採取雙方對飛，飛經香港不落地的方式，航點為北京、上海、廣州、台北、高雄，兩岸各6家航空公司共同參與，雙方各24個往返航班。2005年臺商春節包機，中國的民航飛機56年首次直航台灣。2006年春節包機，兩岸12家航空公司承運春節包機，共運營了72個往返航班，比2005年增加了廈門航點，

乘客範圍擴大至其他往返兩岸持合法有效證件的台灣居民，往返雙程載客。2006年，兩岸實現客運包機節日化，並開辦緊急醫療救助包機和貨運專案包機。2007年，福建與澎湖實現貨運直航。2008年9月，國務院臺辦主任王毅宣佈：自9月25日起，實施臺胞證號碼一人一號、終身不變，首批開放赴臺旅遊的大陸居民，今後可以赴金馬澎旅遊，並經金馬澎赴台灣旅遊。2008年12月25日兩岸空中直航、海上直航和直接通郵正式實施。空運新辟直達航路，海運無需繞經第三地。兩岸分別在上海、北京、天津、福建、江蘇及高雄、基隆、台北、台中等地舉辦儀式，隆重慶祝兩岸“三通”全面實現。兩岸終於突破政治上的障礙，建立起經濟合作的關係，中國擁有世界最大的消費市場，台灣擁有許多最完整的產業供應鏈，如半導體業、面板產業，LED產業等，藉由兩岸的合作，必能共同創造不凡的經濟榮景。

大三通對民間與企業的實質利多

航運業者預估，台北至上海航線20小時內即可抵達，較目前的彎靠石垣島節省14至29小時，截彎取直後，一年可省下近20億元油料成本，再加彎靠石垣島的簽證費用12億元，同時兩岸相互免徵營業稅與所得稅，一年再省30億元，而靠海運運輸的面板等科技業，全年約可省下200億元運費，總計海運直航後，航商與科技業可節省約262億元成本，競爭力大增。兩岸未直航前須中轉第三地，面板廠等科技業的運輸成本，除運費外，航運時程拉長所造成的資金積壓削減競爭力，直航後將可減少轉口時間，兩岸直航後，運費降低2至3成，若是加計交通、休假等隱性成本，節省幅度更可達近50%，不僅競爭力提升，成本更是大幅下降，空運直航後，兩岸間的飛行時間及費用將大幅縮減，每天都有直飛包機，從台北經兩岸敲

定的北方新航路到上海只需 82 分鐘。過去要到香港轉機，中間至少要等 2 到 2.5 小時，僅交通時間就要花近 1 天；直飛上海，還可省 1000、2000 元機票錢。兩岸通郵後，中華郵政舉上海和北京為例，平信和掛號的郵寄時間將從 7 到 8 天縮短為 5 到 6 天，快捷可從 3 到 5 天縮短為 2 到 3 天，費用至少節省 4 成。表 2-1 是國內航空公司顯示直航與經香港轉機到達北京與上海的所需花費的時間，由下表可明顯看出直航所節省之時間成本。

表 2-1：直航前後，台北來回北京與來回上海之飛程比較表

資料來源：長榮航空與上順旅行社

直航	台北→北京	台北→上海
飛程	3 小時 15 分	1 小時 55 分
經香港轉機	5 小時 25 分	4 小時 25 分

兩岸之間之大三通紀事與股市之表現

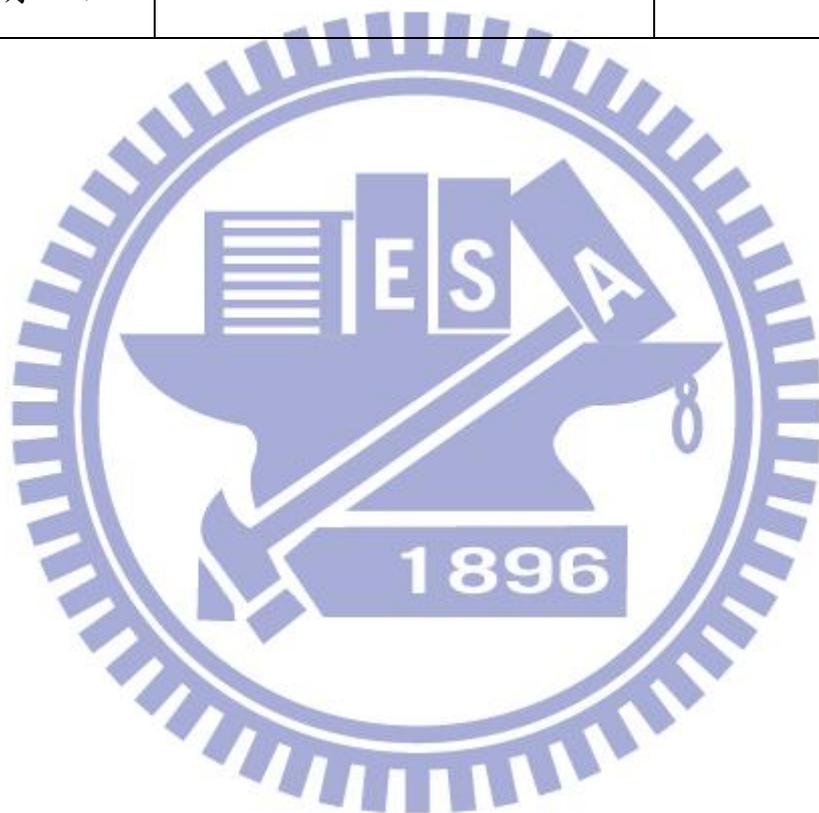
自 1979 年中國在全國人大常委會《告台灣同胞書》中提出兩岸實現通航、通郵，進行經貿交流的政策主張，海峽兩岸多年來一直針對三通議題不斷釋出各種看法與解讀，因政治因素主導經濟活動，台灣方面一直到 2008 年 12 月底才正式與對岸展開三通，自 1979 年至 2008 年間，藉由表 2-2 的整理，可發現三通的話題似與台灣股市的變化有所關連。

表 2-2：台灣相關政治活動與大盤指數的波動

資料來源：國務院台灣辦事處 資料整理：本研究

時間	與三通相關的政治性發表	股市大盤指數的表現
1995 年 1 月 31 日	江澤民發表《為促進祖國統一大業的完成而繼續奮鬥》指出，“早日實現兩岸直接三通”。	當日休市，但開盤後的三個交易日大盤指數上升 203 點。
1995 年 8 月 14 日	李登輝在台灣“國民大會”要求有關部門“對臺商到大陸投資設一定的上限比例，”這是臺灣緊縮大陸政策和經貿政策的先聲，即所謂的“戒急用忍”政策。	大盤指數隔日下挫 89 點。
2001 年 1 月 28 日	台灣開放金門、馬祖與福建沿海“小三通”。	當日休市，但開盤後的三個交易日大盤指數上升 256 點。
時間	與三通相關的政治性發表	股市大盤指數的表現
2002 年 8 月 3 日	陳水扁發表“一邊一國”論	當日休市，但開盤後的第一天下挫 284 點。
2002 年 8 月 3 日	江澤民在十六大報告中指出：“實現兩岸直接通郵、通航、通商，是	當日上升 147 點。

	兩岸同胞的共同利益所在，完全應該採取實際步驟積極推進，開創兩岸經濟合作的新局面”。	
2003 年 8 月 13 日	陳水扁提出“一個目標、三個階段”的兩岸直航時間表。	當日上升 147 點。
2003 年 8 月 15 日	行政院公佈《兩岸直航之影響評估》。	當日上升 51 點
2004 年 3 月 1 日	行政院擴大“小三通”	隔日上漲 86 點



兩岸之間之經貿關係變化

台灣大部分的經濟活動動力一直都是仰賴出口貿易，2002年前，台灣的最大貿易國為美國，美國一直都左右著台灣的經濟興衰，過去只要美股大跌，台灣的股市也會跟著反映，然而自2003年起，中國開始取代美國的角色，成為台灣重要的貿易夥伴，從表2-3可看出，自2004年起，台灣對於中國的貿易比例已與對美國的貿易比例相當接近，到了2005年，中國成了台灣最大的貿易出口國，2008年台灣與中國的貿易金額直逼千億美金。兩岸之間隨著各自政府對於經濟活動的策略鬆綁、各自加入WTO的催化下及加強招商的措施，讓彼此的貿易金額逐年增多，參閱表2-4“1998-2008中國對台之貿易名次及金額表”中，可清楚的看出，中國在1989年時對台灣的貿易金額與比重幾乎是微乎其微，到了今日，中國已是台灣的重要經濟夥伴，兩岸之間的經濟高依存度是一個不爭的事實。



表 2-3：1998-2008 對台之貿易國家名次及金額表

資料來源：國際貿易局；資料整理：本研究

單位：百萬美金

年次	國名	貿易總額			出口			進口		
		排名	金額	比重(%)	排名	金額	比重(%)	排名	金額	比重(%)
1998	美國	1	49054	22.79	1	29376	26.56	2	19678	18.80
	日本	2	36323	16.87	3	9323	8.43	1	27000	25.79
	香港	3	26771	12.43	2	24819	22.44	12	1951	1.86
1999	美國	1	50593	21.78	1	30901	25.41	2	19692	17.79
	日本	2	42490	18.29	3	11900	9.79	1	30590	27.63
	香港	3	28103	12.09	2	26011	21.39	12	2091	1.89
2000	美國	1	59939	20.78	1	34814	23.47	2	25125	17.94
	日本	2	55156	19.13	3	16599	11.19	1	38556	27.54
	香港	3	33520	11.62	2	31335	21.12	13	2185	1.56
2001	美國	1	46542	19.86	2	28135	22.27	2	18406	17.04
	日本	2	38957	16.62	3	13024	10.31	1	25932	24.02
	香港	3	30765	13.13	1	28715	22.73	14	2050	1.89
2002	美國	1	45620	18.35	2	27364	20.22	2	18255	16.12
	日本	2	39730	15.98	3	12367	9.14	1	27362	24.16
	香港	3	34873	14.03	1	32958	24.35	13	1914	1.69
2003	日本	1	45148	16.20	4	12429	8.25	1	32718	25.56
	美國	2	43548	15.63	2	26553	17.63	2	16995	13.27
	中國	3	33907	12.17	3	22890	15.20	3	11017	8.60
2004	日本	1	57523	16.38	4	13807	7.57	1	43715	25.90
	中國	2	53140	15.13	1	36349	19.93	3	16791	9.95
	美國	3	50530	14.39	3	28750	15.76	2	21780	12.90
2005	中國	1	63736	16.72	1	43643	21.99	3	20093	11.00
	日本	2	61163	16.05	4	15110	7.61	1	46052	25.21
	美國	3	50284	13.19	3	29113	14.67	2	21170	11.29
2006	中國	1	76590	17.94	1	51808	23.12	2	24782	12.22
	日本	2	62583	14.66	4	16300	7.27	1	46283	22.83
	美國	3	55024	12.89	3	32360	14.44	3	22664	11.18
2007	中國	1	90430	19.40	1	62416	25.30	2	28014	12.77
	日本	2	61869	13.27	4	15933	6.45	1	45936	20.95
	美國	3	58584	12.57	3	32076	13.00	3	26507	12.09
2008	中國	1	98273	19.81	1	66883	26.16	2	31390	13.05
	日本	2	64062	12.91	4	17555	6.86	1	46507	19.34
	美國	3	57116	11.51	3	30790	12.04	3	26326	10.94

表 2-4：1998-2008 中國對台之貿易名次及金額表

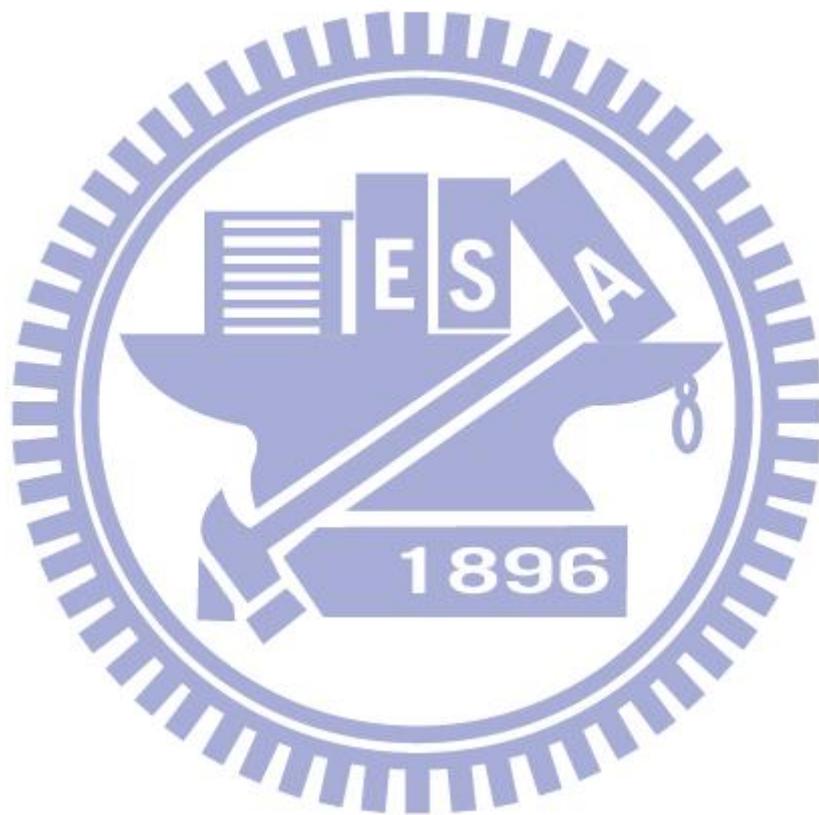
資料來源：國際貿易局；資料整理：本研究

附註：貿易總額比重(%)、出口比重(%)、進口比重(%)是指佔當年度台灣的貿易總額、出口貿易額、進口貿易額之比例

年次	單位：百萬美金								
	貿易總額			出口			進口		
	排名	金額	比重(%)	排名	金額	比重(%)	排名	金額	比重(%)
1989	44	144	0.12	187			32	144	0.27
1990	32	341	0.28	182	28.85	0.00	26	341	0.62
1991	26	597	0.43	173	104	0.00	19	597	0.95
1992	26	748	0.48	156	1	0.00	20	747	1.03
1993	21	1031	0.63	85	16	0.01	16	1015	1.31
1994	16	1990	1.11	44	131	0.14	9	1858	2.17
1995	13	3467	1.61	27	376	0.33	5	3091	2.98
1996	14	3683	1.68	22	623	0.53	7	3059	2.98
1997	12	4541	1.92	23	626	0.51	7	3915	3.42
1998	11	4945	2.29	19	834	0.75	6	4110	3.92
1999	7	7062	3.04	11	2536	2.08	5	4526	4.08
2000	6	10440	3.62	8	4217	2.84	4	6223	4.44
2001	4	10798	4.60	4	4895	3.87	4	5902	5.46
2002	4	18459	7.44	4	10526	7.78	3	7968	7.03
2003	3	33907	12.17	3	22890	15.20	3	11017	8.60
2004	2	53140	15.13	1	36349	19.93	3	16791	9.95
2005	1	63736	16.72	1	43643	21.99	3	20093	11.00
2006	1	76590	17.94	1	51808	23.12	2	24782	12.22
2007	1	90430	19.40	1	62416	25.30	2	28014	12.77
2008	1	98273	19.81	1	66883	26.16	2	31390	13.05

第一章為概述本研究的目的與動機，接著，為逐步探討兩岸三通是否確實對台灣股市帶來影響，各章節安排如下：第二章 相關文獻探討：在文獻探討中，將說明事件研究法是一個相當普遍的研究方法，用於研究兩個物件間(通常是大盤指數與個股或類股之間)原有的模式，當遇到某一事件發生時，是否會對於原有的模式產生新的變化，即探討事件對於原有模式是否產生顯著性；國內許多探討公司營運相關事件或經濟、政治事件對股價影響時，幾乎都是採用事件研究法，而本研究亦會在此章節中粗分國內研究者應用事件研究法的領域，同時列舉一些文獻；第三章 研究方法：將仔細說明何謂事件研究法，其步驟為何，及綜觀許多前人所撰寫的事件研究法後，發現有多語焉不詳處，

故在此章節，亦竭力說明白事件研究中公式的應用，以期對後續亦將使用此法的研究有所幫助；第四章 實證結果與分析：在此章節，除了呈現本研究透過 SPSS 軟體計算所獲得之相關數字外，並將深入探討各類股受到兩岸三通事件影響之顯著性程度並說明其背後所隱藏的涵意；第五章 結論：在此章節，將回顧最初立此研究議題的動機與目的，並延續第四章節的結果，以探討動機、目的與結果是否有符合。



第二章、相關文獻回顧

事件研究法乃是實證上用來瞭解證券價格與經濟事件之間關連的方法，文獻上早在西元 1933 年 Dolly(1933)就發表了有關事件研究法的論文。當時，Dolly 主要是研究股票分割對股票價格的影響。直到 1960 年代有關事件研究法的探討才逐漸興起，而 Fama、Fisher、Jensen and Roll(1969)利用 CRSP 資料庫針對股票分割所造成的影響進行研究，所提出的研究方法更一直沿用至今。

綜觀國內研究，可發現事件研究法是一個相當普遍的研究方式，大部分的研究者在此研究法應用的範疇大致可分為兩類，將分述如下並列舉一些研究者之文獻：第一類為公司內部事件對於股價的影響：大部分國內研究者著墨於此類相關議題，範圍包含甚廣，如員工分紅相關議題、購回庫藏股、重大消息公布等；在林章德(2000)研究中，可發現不分產業，公司宣告重大投資幾乎就會造成股價立即的反應；林玉成(2001)仔細的從各個角度探討庫藏股購回對股價的影響，發現購回庫藏股對於大部分的公司而言，都屬正面訊息；此兩位研究者的議題偏向對公司股價有正面影響結果，然而，在彭瑞年(2005)的研究中，發現，若員工分紅稀釋率高會立即造成股價負向顯著性影響；上述三位研究者議題，廣義而言，均屬公司內部重大訊息相關，這與本研究著重於國與國間關係改變對於類股是否有顯著性影響，有著明顯差異，但均希望透過事件研究法證明各自研究假設成立與否。

應用事件研究法於公司內部事件對於股價的文獻

林章德(2000)係研究民國八十三年至民國八十六年企業重大投資宣告對股票報酬率之影響，取樣 203 個樣本，該研究定義重大投資為新台幣壹億元以上，樣本類別涵蓋十

九個產業，並細分投資區域為台灣、中國或其他區域，公司樣本分為股本二十億以上與二十億以下，其研究顯示，若投資區域為台灣、其他區域、及公司股本為二十億以下，重大投資宣告日當天對於股價有正向異常報酬，即重大投資宣告資訊會立即反映在股價價格上，而且在一、兩天內即反應完畢，沒有延遲的狀況發生；若投資區域為中國或公司股本為二十億以上，重大投資宣告日後幾天對於股價才逐漸有正向異常報酬。

此外，在林玉成(2001)的研究中，則是討論另一個台灣上市櫃公司常面臨的議題-- 實施庫藏股，該研究係以民國八十九年八月至九十年三月底，以台灣區上市公司有實施庫藏股為樣本，研究樣本共計 136 家，其中非電子業 112 家，電子業 24 家，研究者欲探討從不同角度觀察購回庫藏股是否對股價有顯著性，觀察角度包含：購回庫藏股、電子股與非電子股、內部人持股比例、購回庫藏股比例、公司規模、公司淨值/市值比、買回目的，以事件分析法及多元迴歸檢測上市公司實施庫藏股之效應，及是否產生庫藏股效應，其研究顯示，上市公司若宣告購回庫藏股、且購回庫藏股比例愈高、公司規模愈大、公司淨值/市值比、及買回目的為維護公司信用及股東權益，的確會造成宣告庫藏股時對股價有正面效應；但該研究顯示電子股與非電子股及內部人持股比例無法顯示宣告庫藏股時對股價有正面效應。

台灣上市電子公司曾經有一段時間，一直被投資人詬病的話題之一是高員工分紅比例，這個議題在彭瑞年(2005)的研究中，可看出該議題對股價的影響程度，該研究係以民國八十七年度至民國九十二年度，台灣上市電子公司為樣本，將每年度樣本依照員工分紅稀釋率高低排序，平分成五組，最後再將每一年度之每一組別跨年度混合，即研究者將民國八十七年度至民國八十九年度的各組家數累加為新樣本群，當作前三年混合樣

本群；同樣地，將民國九十年度至民國九十二年度的各組家數累加為新樣本群，當作後三年混合樣本群；最後將民國八十七年度至民國九十二年度的各組樣本累加成為六年樣本群；研究者利用這些樣本以檢視員工分紅資訊對市場是否產生異常報酬，亦即檢驗員工分紅對於短期股票報酬率是否產生影響；其研究顯示：短期而言，不論是在董事會開會日、股東會開會日亦或是股票發放日，員工分紅權益稀釋率高的電子公司，其股票報酬率愈低；而且員工分紅稀釋率最高之公司，在事件宣告後皆會產生顯著之負向累計異常報酬；而其他稀釋率較低之公司，則無顯著定向之累計異常報酬；但長期(意指三年或六年)來說，員工分紅權益稀釋率與股票報酬率的關係則係無確定的結果。

接續本章節一開始所述，國內研究者常應用事件研究法於第二類領域，即公司外部的對於股價的影響，相對來說，有較少的研究者會將事件研究法應用於探討公司外部事件對股價的影響，且絕大部分的外部事件局限於一國之內國際金融事件探討，鮮少探討兩國之間關係改變所帶來的影響，如：政治事件對於股價的影響、信用交易條件的調整對於股價的影響等，亦或是國際金融事件對於台灣股市的影響，如美國次貸風暴、雷曼兄弟連動債等；透過于文燕政治選舉事件對股市的影響，可發現台灣確實存在著所謂的選舉行情；曾昭玲(2002)針對台灣股票市場調整的八次信用條件，用以探討信用條件的提升或下降，是否會對於股票市場有所影響，結果發現短期的影響是存在，但長期而言，並不會左右大盤走勢；于文燕(2005)與曾昭玲(2002)的研究雖是不同領域事件，前者為政治事件，後者為經濟事件，但相同的是，兩位研究者分別使用多個事件期，以探討一個事件在不同的時間點中是否對於股市的影響是一樣的，這與本研究為求客觀事實驗證，亦採取多個事件期有著異曲同工之妙；而在凌明智(2004)的研究中，可發現

非經濟事件或重大災難事件，對於股市的影響也不可忽略，只是不同產業類別，所受的影響還是有所區別；透過這三位研究者的研究，可看出，股市變動的外在因素，包含範圍甚廣，可以是經濟的、非經濟的、甚至是災難事件；而本研究事件是屬於政治範疇，但有別於一國之內的單一政治事件，本研究是關注於兩國之間關係的改變對於台灣股市的影響，跳脫大部份的研究範疇。

應用事件研究法於公司外部事件對於股價的文獻

在于文燕(2005)的研究中，可清楚看出台灣的選舉行情是否真的存在，于文燕的研究係以民國八十一年度至民國九十三年度，台灣股價加權指數及 MSCI 世界指數為樣本，期間共有三次首長選舉、三次立法委員選舉及三次縣市長選舉，以事件研究法之市場模式探討政治選舉事件是否對於股票市場報酬造成影響，其研究分析顯示，選舉前大部分都出現正的異常報酬，選舉後，平均異常報酬亦呈現正的趨勢，研究中，比較執政黨輪替與否，對於股市的影響，研究發現執政黨若未輪替，將出現連任慶祝行情，但若輪替成功，其平均異常報酬又較未輪替佳；此外，研究者亦比較，中央層級與地方層級選舉對股市帶來的影響，研究結果顯示，地方層級選舉所帶來的異常報酬較中央層級佳；在短期分析方面，選舉前以正的異常報酬為多，且累積平均異常報酬亦以顯著正異常報酬為多，顯示台灣確實存在選舉行情，在國外選舉研究中，亦可發現存在著所謂的選舉行情，如 Nordhaus(1975)研究美國、西德與紐西蘭選舉與失業率關係，發現選前失業率下滑，而選後，失業率就上升；而 MacRae 研究美國 1953 到 1974 之總統大選，發現選民會依據選前經濟狀況進行投票。

而曾昭玲(2002)的研究裡，可觀察到當股市發生崩盤危機或過度激情時，政府經常

使用的手段之一：調整信用條件，是否真具有影響效果呢？曾昭玲的研究係以民國八十六年十月二十一日至民國九十年七月十日，該期間共調整了八次的信用條件，故將事件期細分為八次，每一時期均包含係數估計期與事件期，以探討政府調整融券保證金成數是否會影響股價指數，其樣本為研究者自選每期最適五十支個股股價日資料當作大盤股價走勢，該五十支個股大部分屬於電子股與金融股，其研究顯示，政府調高融券保證金成數短期可達到抑制大盤下跌，但長期而言，並無顯著效果；若政府調低融券保證金成數，短期而言，亦會對大盤指數有所影響，可抑止股市上漲，但長期而言，反而會促使股市上漲，亦即無顯著效果；因此研究者以為，無論是調高融券保證金成數或調低融券保證金成數，短期均有效果，但長期而言，均不會對大盤走勢有所改變。

一個股市的外在因素，除了可預期的人為操作，如調整信用條件，更常有令人無法捉摸的“意外”發生，面對突如其來的“意外”（通常是災難），凌明智(2004)的研究中，探討了金融產業對於這樣災難(他的研究是 SARS 對金融類股的影響)的反應，及金融產業內，個別類股的反應程度是否相同，其研究係以民國八十二年四月二十一日至民國八十二年十一月二十五日為樣本期間，選取上市金控、銀行、保險與證券股及上櫃證券股共 46 支個股，探討 SARS 疾病災害是否會影響金控、銀行、保險與證券類股報酬率，其研究顯示，SARS 疾病災害會造成金控、銀行、保險與證券類股顯著的負異常報酬，但對銀行股影響最嚴重，其次為保險股，影響最淺者為證券類股。

第三章、研究方法

事件研究法

國內學者沈中華與李建然合著“事件研究法-財務與會計實證研究必備”一書中提到，事件研究法（event study）可應用於探討當某一資訊或事件發生時，是否會引起股價的異常變動，即是否會產生異常報酬率。本研究係藉由事件研究法（event study），分析台灣與中國與台灣正式大三通後，對於台灣各類股是否造成異常報酬。事件研究法最早是由 Fama、Fisher、Jensen and Roll (1969) 探討公司發布新資訊對股價的影響，其內容是以股票分割事件的宣告為例，用以探討股票分割這項新資訊對公司股價的影響並觀察資本市場的效率。事件研究法是先利用係數估計期間(estimation period)，估計出事件期間(event period)的異常報酬率，大部分利用事件研究法的實證，其主要的目的是藉由統計方法檢定異常報酬之狀況，並瞭解「特定事件」之揭露是否會影響證券價格，即該「特定事件」是否具有資訊內涵。事件研究法一般用於分析特定事件是否會影響整個證券市場、某特定產業，或影響個別股票。研究方式通常藉由檢定異常報酬率，是否大於零來分析特定事件的影響。

為使本研究力求能客觀展現出兩岸大三通此一事件對於大盤指數與九大類股的影響，本研究的係數估計期均為 2008 年 5 月 16 日至 2008 年 11 月 20 日，共計 132 筆資料，事件期則分別採樣三個時間點：第一段是以 2008 年 11 月 21 日至 2009 年 3 月 23 日為樣本時間，共計 80 筆資料；第二段是以 2008 年 11 月 21 日至 2009 年 5 月 19 日為樣本時間，共計 120 筆資料；第三段是以 2008 年 11 月 21 日至 2009 年 7 月 20 日為樣本時間，共計 163 筆資料；探討台灣區九大類股受兩岸大三通的影響，九大類股含：水

泥工業類、食品工業類、塑膠工業類、鋼鐵工業類、航運業類、觀光事業類、金融保險類、半導體業類、及電子工業類。

事件研究法之實證研究

事件研究法有以下四個步驟

步驟一：確立事件及其所發生的時間

事件研究法所首重對研究的事件給予一個明確的定義。本研究係將台灣正式與中國大陸之間宣告開放大三通當作一個事件樣本。其次，必須確定「事件日」(event day)，即事件宣告或事件發生的時間，是研究觀察異常報酬率的基準日。本研究之事件日是以行政院大陸委員會所簽訂之「海峽兩岸海、空運及郵政協議」之實行日為本研究之「事件日」，即為 2008 年 12 月 15 日，以該日為基礎探討國內九大類股指數變動是否受中國大陸正式大三通影響。實證研究以事件日為「零日」，而以「-t 日」表示事件日前第 t 個交易日，以「+t 日」表示事件日後第 t 個交易日。

步驟二：設定樣本觀察期、係數估計期及事件期

樣本觀察期是樣本時間數列的長度，又分成「係數估計期」及「事件期」兩大部分(參閱圖 3-1)，一般而言，以事件日之前的某一段期間為係數估計期(-t₂~-t₁)，而以事件日的前後數日為事件期(-t₁~+t₁)。根據沈中華與李建然合著“事件研究法-財務與會計實證研究必備”一書中提及「係數估計期」之長短設定，並無客觀標準，多由研究者主觀決定，但若估計期太短，可能損及預測模式的預測能力，若太長，恐怕該期間內有結構性變化，而就目前文獻顯示，若以日報酬率建立估計模式，估計期通常設定為 100 天至 300 天，本研究是以事件日前 157 個交易日(-t₂=-157)到前 26 個交易日(-T₁=-26)為市場

模型之係數估計期，共計 132 天；同樣的，在該本書裡提及，事件期的設定亦沒有客觀標準，但一般而言，就日報酬資料而言，多介於 2 天至 121 天，而本研究欲探討兩岸三通此一事件發生之前後，不同類股是否會隨著時間的拉長而有不同程度的影響，或者所有類股均在短時間內同時因此一事件均有顯著影響，因而設定事件期共有三段，分別為：事件日前 25 個交易日($t=-25$)到後 55 個交易日($t=+55$)、前 25 個交易日($t=-25$)到後 95 個交易日($t=+95$)及前 25 個交易日($t=-25$)到後 138 個交易日($t=+138$)，希望藉次能客觀的探討本研究之事件對於各類股的影響將隨著時間的是否呈現一致性的變化。



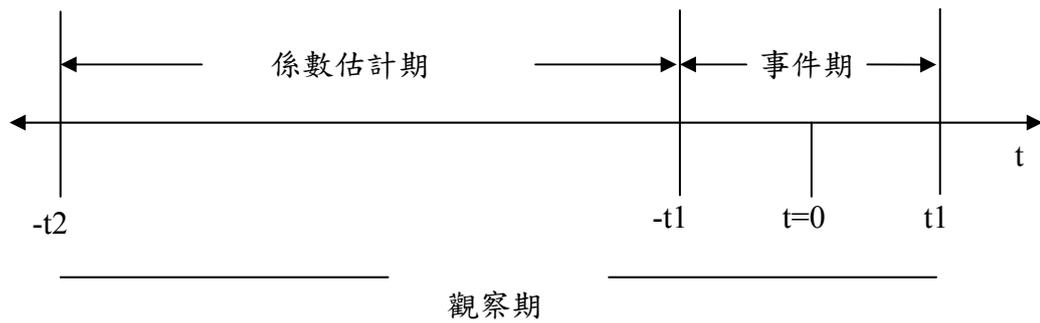


圖 3-1 觀察期、係數估計期與事件期

步驟三：計算期望報酬率及異常報酬率

計算異常報酬率前，須先求出期望報酬率，實證上用來計算期望報酬率的衡量模式主要有平均數調整法(mean-adjusted return model)、市場指數調整法(market-adjusted return model)、市場模式(market model)等三種，國內周賓鳳與蔡坤芳（1997）兩位學者使用 Brown (1980) & Warner (1985) 的方法，研究各種事件研究法常用的期望報酬率模型及檢定的方法。其研究結果顯示，就期望報酬率模型而言，以市場模式(Market Model)表現最佳，而市場調整報酬率模型在許多設定下皆產生拒絕過少的系統性偏誤，平均數調整報酬率模型的檢定力則相當低。該市場模式假設證券報酬率和市場指數報酬率呈一線性關係，主要是利用迴歸模式，將個別證券的系統風險，即 β 係數，做為個別證券報酬率的預測因子，用以衡量一種證券或一個證券投資組合相對總體市場波動性。市場模式係以係數估計期的資料，以普通最小平方法 (OLS) 建立個別證券之迴歸模型。故本研究使用市場模式來評估期望報酬率。

根據市場模式，影響個別股票報酬的來源有二：一是市場本身的風險因素，二是個別股票本身的風險和條件，其作法是將整個觀察期分為「係數估計期」及「事件期」，利用「係數估計期」中的報酬資料求得迴歸估計式，以做為推算「事件期」中期望報酬

率的基礎。

以下列公式表示：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} ：代表 i 類股在第 t 日的股票日實際報酬率

R_{mt} ：第 t 日的市場報酬率。

α_i ：代表線性關係截距項。

β_i ：表式線性關係的斜率，即迴歸係數，用以衡量 i 類股報酬率隨市場報酬變動之情況。

ε_{it} ：代表 i 類股在第 t 日的殘差項。殘差項具有以下三種特性： ε_{it} 的平均值是零，即

$E(\varepsilon_{it}) = 0$ ； ε_{it} 的變異數($\sigma^2_{\varepsilon_{it}}$)，是不變的； ε_{it} 與 R_{mt} 是相互獨立的，即 $\text{cov}(\varepsilon_{it}, R_{mt}) = 0$

其中，

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

R_{it} ：代表 i 類股在第 t 日的股票日實際報酬率

$P_{i,t}$ ：代表 i 類股在第 t 日的收盤價

$P_{i,t-1}$ ：代表 i 類股在第 $t-1$ 日的收盤價

$$R_{mt} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

R_{mt} ：第 t 日的集中市場報酬率。

$P_{m,t}$ ：第 t 日的集中市場收盤之指數。

$P_{m,t-1}$ ：第 $t-1$ 日的集中市場收盤之指數。

為求得事件期之預期報酬，須先使用 $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ 此一公式，套入係數估計

期之 R_{it} 及 R_{mt} 算出各類股 α_i 及 β_i 之估計數 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ ，取得後，併同事件期之 R_{it} 及 R_{mt} ，再

套入同樣的公式 $\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$ ，以求取事件期之預期報酬；參閱許多前人的論文中，發現多數的論文裡，未清楚說明這兩個公式間的關聯性，許多前人均將事件期之預期報酬公式改寫為 $E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$ ，用以表示事件期之預期報酬表示法，但並未交代清楚前後公式關聯，常使人無法立即理解該兩者之間的關係，故筆者特別於本研究中希望盡力地清楚交代兩公式之間的關係。

一但求出預期報酬後，再計算出事件期中之實際報酬，以實際報酬減去預期報酬後，所得出之值即為異常報酬率。因此 i 類股在第 t 日之異常報酬率為： $AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}$ ，如果異常報酬為「正」，我們推論事件對類股的影響為高於預期報酬；如果異常報酬為「負」，我們推論事件對類股的影響為低於預期報酬。

步驟四：進行 Z 檢定異常報酬是否為零

將上述所求的各類股之 AR 值，套入研究者所使用之計算軟體，如 EXCEL 或 SPSS，採大樣本 Z 檢定，透過 Z 檢定以了解異常報酬是否為零，若為零，代表事件的發生並未能影響原本的大盤指數與各類股間的連動模式，亦即事件的發生並未帶來任何影響，反之，則有影響。

第四章、實證結果與分析

本研究範圍涵蓋九大產業，包含水泥工業類、食品工業類、塑膠工業類、鋼鐵工業類、航運業類、觀光事業類、金融保險類、半導體業類及電子工業類，統計資料的時間範圍由2008年5月16日至2009年7月16日，各大類股價日指數及上市加權股價日指數的走勢圖4-1、圖4-2、圖4-3所示。

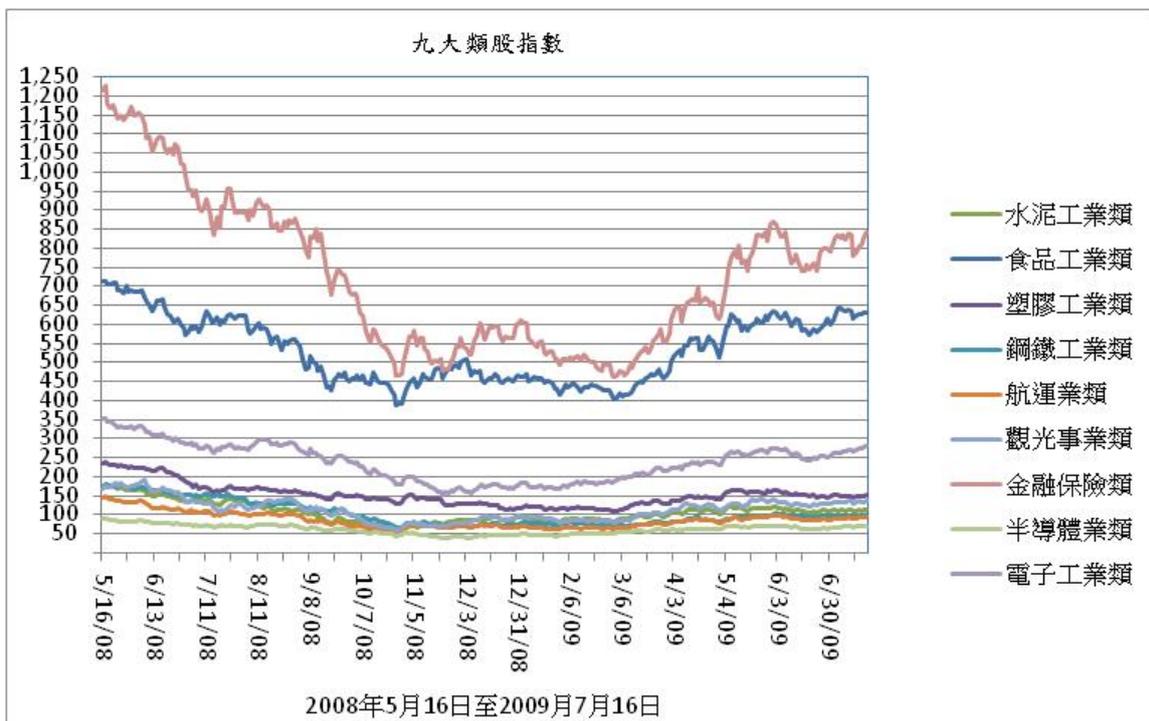


圖 4-1：九大產業分類股價日指數

資料來源：台灣證券交易所，資料範圍：2008/05/16-2009/07/16

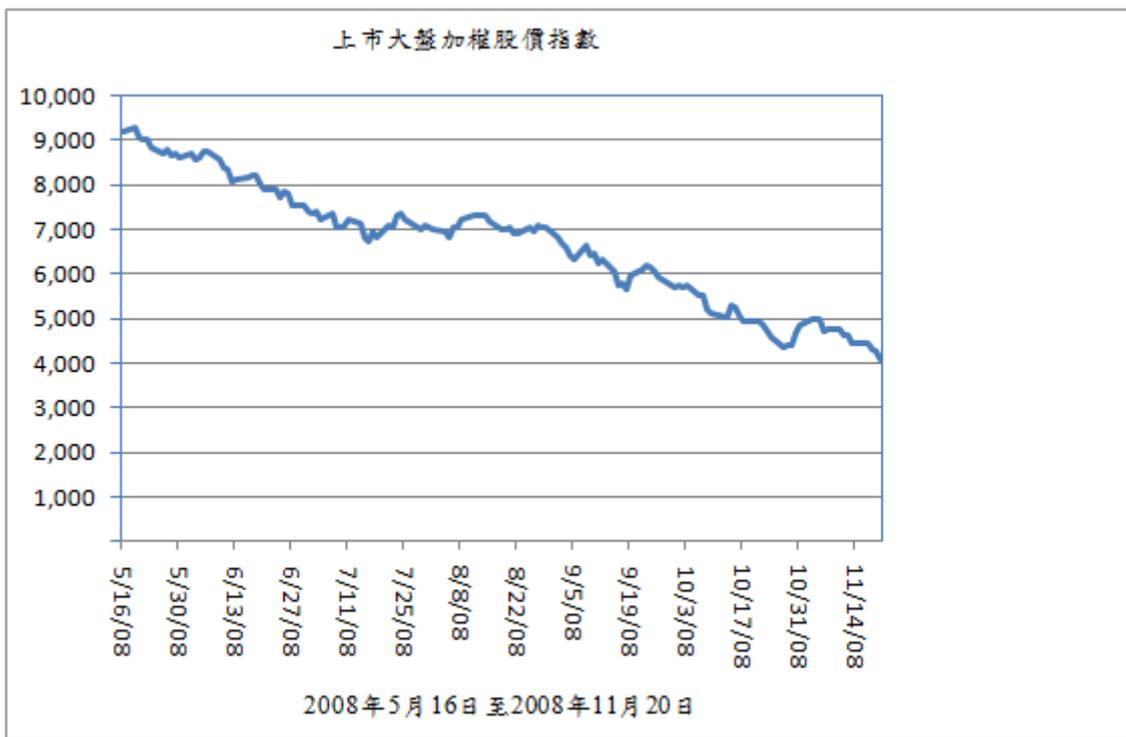


圖 4-2：上市加權股價日指數

資料來源：台灣證券交易所，資料範圍：2008/05/16-2008/11/20，共 132 筆

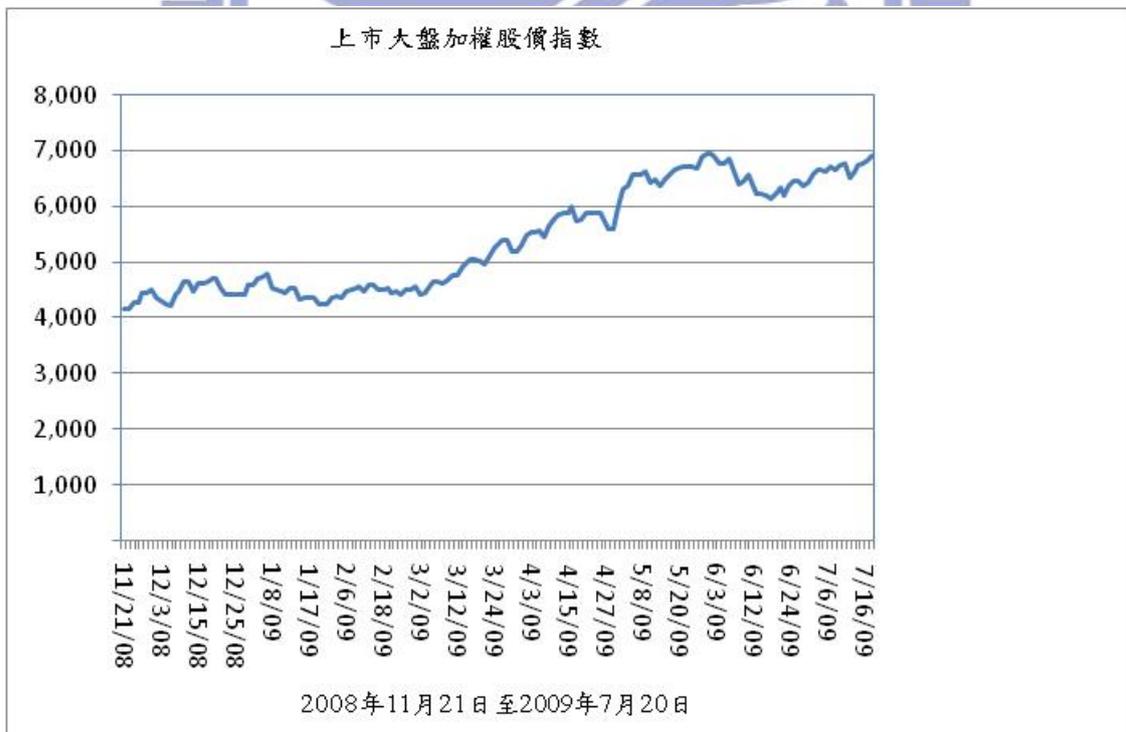


圖 4-3：上市加權股價日指數

資料來源：台灣證券交易所，資料範圍：2009/11/21-2009/07/20，共 163 筆

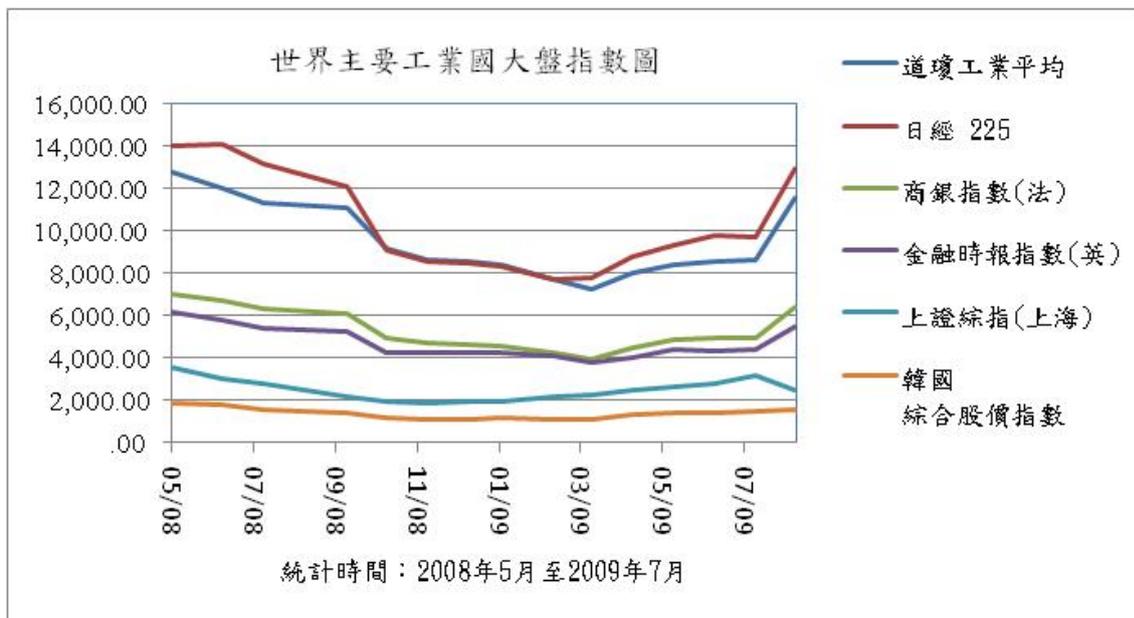


圖 4-4：世界主要工業國大盤指數圖

資料來源：台灣證券交易所，資料範圍：2008/05/16-2008/11/20

依據圖 4-2、圖 4-3 及圖 4-4，可看出台灣大盤加權指數的走向幾乎與主要工業國雷同，都是跌勢；然而由圖 4-3 可看出，台灣股市於 2008 年 11 月下旬後，已明顯逐步呈現向上走勢，圖 4-4 中，看出除了上證綜指(上海)，其餘工業國大盤指數仍呈現跌勢或無明顯變化(韓國綜合股價指數)，由此，本研究粗推台灣股市因受到史上特殊利多影響(兩岸三通題材)，因而於此時擺脫國際股市陰霾。

各類股之 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ 值

利用公式 $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ 將估計期各類股每日的 R_{it} 及 R_{mt} 套入統計公式即可算

出各類股之 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ ，本研究之各類股之 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ 值，整理如表 4-1。

表 4-1：各類股之 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ 值

類股	$\hat{\alpha}_i$	$\hat{\beta}_i$
水泥工業類	0.0009655	1.13536844
食品工業類	0.00248725	0.93015076
塑膠工業類	0.00025865	0.84095392
鋼鐵工業類	-0.00076526	0.93299392
航運業類	0.00067533	1.12997341
觀光事業類	0.00161813	1.2592653
金融保險類	0.00040563	1.21813864
半導體業類	0.00044337	1.06153318
電子工業類	-0.00009225	0.99947418

各類股之異常報酬(AR)

利用上節所求出之 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ ，套入公式 $\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$ ，求出事件期內的各類股之每日異常報酬，此時的 R_{mt} 值為事件期內第 t 日的市場報酬率，接著，算出事件期內的各類股每日之 R_{it} 值及 $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$ 。

Z 檢定

本研究列出三段事件期之 Z 檢定，用以說明事件發生後，在不同時段中，各類股異常報酬變化之顯著性程度。

表 4-2：2008 年 11 月 21 日至 2009 年 3 月 23 日之 Z 檢定值

單一標本檢定						
	檢定值 - 0					
	Z	自由度	顯著性 (雙尾)	平均差異	差異的 95% 信賴區間	
					下界	上界
水泥工業類	-0.404	79	0.687	-0.00085960224	-0.0050941061	0.0033749016
食品工業類	-2.653	79	0.010	-0.00528816771	-0.0092549692	-0.0013213663
塑膠工業類	-1.077	79	0.285	-0.00171913758	-0.0048966621	0.0014583870
鋼鐵工業類	-0.333	79	0.740	-0.00051443554	-0.0035874521	0.0025585810
航運業類	-4.720	79	0.000	-0.00758361526	-0.0107813939	-0.0043858366
觀光業類	-0.149	79	0.882	-0.00042227080	-0.0060818781	0.0052373365
金融保險類	-1.376	79	0.173	-0.00190033300	-0.0046502068	0.0008495408
半導體業類	0.997	79	0.322	0.00140078423	-0.0013950500	0.0041966185
電子工業類	1.765	79	0.081	0.00119352648	-0.0001524470	0.0025395000

此 Z 檢定的範圍是 2008 年 11 月 21 日至 2009 年 3 月 23 日，共 80 筆資料，在這一時期，航運與食品類股呈現顯著性高，但與預期報酬反向；電子工業類呈現顯著性高，且與預期報酬正向。

表 4-3：2009 年 11 月 21 日至 2009 年 5 月 19 日之 Z 檢定值

單一標本檢定						
	檢定值 - 0					
	Z	自由度	顯著性 (雙尾)	平均差異	差異的 95% 信賴區間	
					下界	上界
水泥工業類	-1.074	119	0.285	-0.00186271552	-0.0052978360	0.0015724049
食品工業類	-2.475	119	0.015	-0.00390317122	-0.0070254604	-0.0007808820
塑膠工業類	-1.282	119	0.202	-0.00157034152	-0.0039957333	0.0008550503
鋼鐵工業類	-0.580	119	0.563	-0.00082354060	-0.0036361152	0.0019890340
航運業類	-5.987	119	0.000	-0.00805512841	-0.0107190272	-0.0053912296
觀光事業類	-0.435	119	0.664	-0.00103448120	-0.0057421966	0.0036732342
金融保險類	-0.329	119	0.743	-0.00041238980	-0.0028978037	0.0020730241
半導體業類	-0.035	119	0.973	-0.00003807316	-0.0022211562	0.0021450099
電子工業類	1.077	119	0.284	0.00057121961	-0.0004787902	0.0016212295

此 Z 檢定的範圍是 2009 年 11 月 21 日至 2009 年 5 月 19 日，共 120 筆資料，在這一時期，航運與食品類股與上一筆的 Z 檢定一樣呈現顯著性高，且持續與預期報酬反向；水泥工業類、鋼鐵工業類、及觀光事業類的顯著性有上升趨勢；然而電子工業類、半導體業類與金融保險類卻呈現顯著性下滑。

表 4-4：2009 年 11 月 21 日至 2009 年 7 月 20 日之 Z 檢定值

單一標本檢定						
	檢定值 = 0					
	Z	自由度	顯著性 (雙尾)	平均差異	差異的 95% 信賴區間	
					下界	上界
水泥工業類	-1.511	162	0.133	-0.00206456148	-0.0047621334	0.0006330104
食品工業類	-2.853	162	0.005	-0.00358123080	-0.0060597754	-0.0011026862
塑膠工業類	-1.530	162	0.128	-0.00159827343	-0.0036616395	0.0004650926
鋼鐵工業類	0.002	162	0.998	0.00000228694	-0.0022811281	0.0022857020
航運業類	-7.537	162	0.000	-0.00800463618	-0.0101019069	-0.0059073655
觀光事業類	-0.825	162	0.410	-0.00153871078	-0.0052197420	0.0021423205
金融保險類	-0.567	162	0.572	-0.00057789283	-0.0025914745	0.0014356888
半導體業類	-0.256	162	0.798	-0.00022934293	-0.0019967103	0.0015380245
電子工業類	1.232	162	0.220	0.00052525997	-0.0003167524	0.0013672724

此 Z 檢定的範圍是 2009 年 11 月 21 日至 2009 年 7 月 20 日，共 163 筆資料，在這一時期，航運與食品類股維持著一樣的顯著性高但與預期報酬反向；塑膠工業類及觀光事業類的顯著性也持續呈現上升趨勢；電子工業類與半導體業類則表現出較上一筆 Z 檢定中略佳的顯著性。

根據表 4-2、表 4-3、及表 4-4 之 Z 檢定，依據顯著性與否及變化，將本研究之九大類股分成四類，如表 4-5 所示：

表 4-5：九大類股顯著性分類表

類別	類股
顯著性高但與預期報酬反向	食品工業類、航運業類
顯著性高且與預期報酬正向	電子工業類
顯著性中等、與預期報酬反向、隨時間拉長顯著性愈高	水泥工業類、塑膠工業類、觀光事業類
顯著性中等、與預期報酬反向、顯著性會隨不同時段而有不同變化	鋼鐵工業類、金融保險類、半導體業類

藉由 Z 檢定，可清楚看出各類股對本研究事件反應不同，因而有不同的顯著性表現，且隨著時間的拉長，顯著性的變化也不是完全不變，圖 4-5 明白地展現各類股 Z 檢定變化趨勢，為更深入探討一類股受此本研究事件之影響而產生的顯著性變化，下文將逐步說明 Z 檢定所展現的真正意涵。

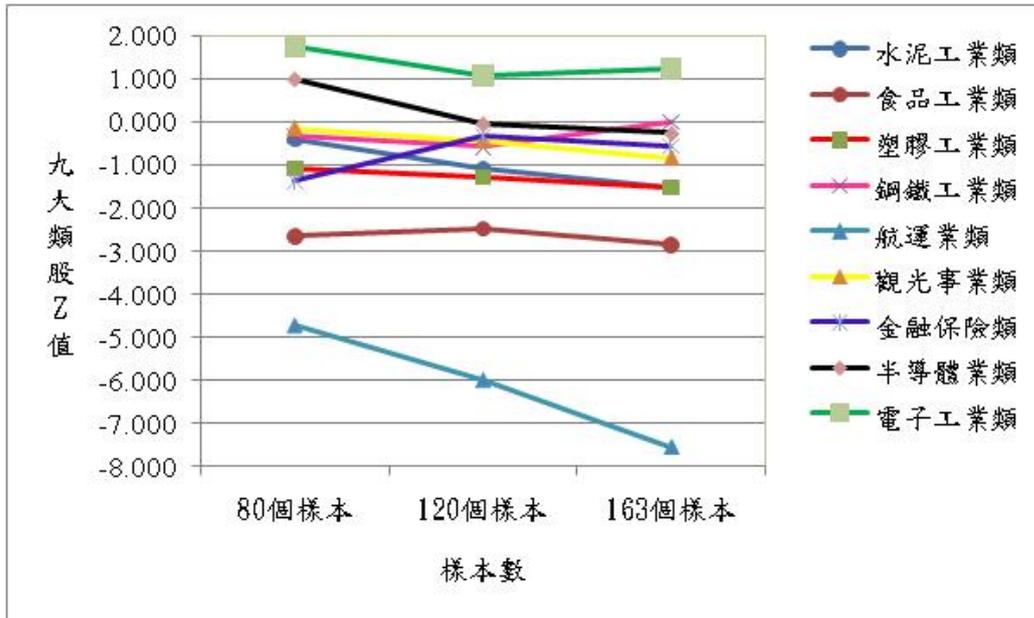


圖 4-5：各類股 Z 值之趨勢變化圖

2008 年下半年起，台灣股市各類股及大盤指數，面臨投資人對於全球景氣的疑慮、高油價帶來高通膨的擔憂及次級房貸的遺毒，因而一路呈現指數下滑趨勢，雖說期間偶爾會受到政府是否會擴大內需、中國觀光客何時來台、投資中國上限放寬、兩岸之間互動增加等利多因素影響，而呈現反彈，然而兩岸利多在兩岸未確定簽署大三通前，一般投資人認為這樣的利多在總統大選前都反覆的被炒作過，且距離預定簽署兩岸大三通的日期仍有數月之久，因此兩岸題材對於大盤及各類股未能成現有效利多。2008 年 6 月至 11 月的台股深受國際股市的聯動，包含美國股市對於金融拯救方案的一再失望所導致股市大跌、冰島宣布破產等事件，只要國際股市稍有波動，台灣股市也會隨著反映；台股一路由高點，9309 點，下滑至 2008 年 10 月 28 日低點，4110 點；進入 2008 年 11 月後，隨著江陳會正式登場，觀光、航運、金融股、食品類股等，因具有突破性決議題材而受到激勵，彈幅超過大盤指數，大盤指數自 10 月 28 日低點(4110 點)反彈至 11 月 5 日(4978)，漲幅達 21.12%，然而前述受兩岸題材激勵的類股，彈幅超過 35%；2008 年年

底起受惠於中國政府利多不斷，如家電下鄉計畫，讓台灣股市力抗美國股市的下跌，如當美國股市於 2009 年 2 月 23 日再創歷史新低時，隔日的台灣股市未隨之起舞，甚至之後的台灣股市逐步受到受惠於中國振興經濟方案、家電下鄉等政策致使電子產業由急單轉為多單、中國觀光客陸續來台，兩岸簽訂 MOU 等題材，而形成逐步上揚，走出一條迥然於歐美股市的路。

上述的 Z 檢定中，可發現航運與食品受兩岸三通的事件影響最顯著但都是負向，這意味著當大盤指數在事件期中上升的同時，這兩類股的上升比例並未與大盤指數成同比例或成同方向的連動關係；在事件日(即 2008 年 12 月 25 日)前，台灣股市及各大類股受到國際經濟情勢影響，均呈現下滑走勢，但食品、航運等分別受惠於大陸祭出四兆人民幣提振內需、台灣擴大公共建設、發放消費券刺激民眾消費，以及兩岸直航等題材，於事件日的前一個月股價表現明顯強於大盤；因為一般預期兩岸航運進一步開放，對航運業者為實質性利多題材，可節省燃油、轉經第三地成本以及稅賦減免；再加上 2008 年第三季來國際油價自高檔腰斬，市場預期接下來將開始反應到航運業者成本降低上；然而當事件日發生當日，雖然食品類股與航運股全都開高盤，但同時，對投資大眾而言利多已反應完畢，因而當日該兩類股開高走低。事件日後，該兩類股表現平平，雖說事件日期有兩大利多，包含：中國 10 項重點產業的規劃細節於 2009 年 2 月陸續出爐及 2009 年 3 月江陳會討論第五航權議題，但類股上升幅度並未能與大盤指數同比例，且當江陳會結束後，一般投資人又與以“利多出盡”解讀，故而類股指數未能持續漲勢。

2008 年下半年國際原物料價格回檔，穀物行情(小麥、玉米、黃豆等)大幅下滑，致使大宗物資食品業在第四季起面臨產品調降壓力，小麥跌，國內麵粉大廠，包括統一、福

懋油、聯華等都受到價格調降壓力，國內沙拉油業者，同樣因黃豆原料行情走跌，相關公司包括統一、泰山、福壽(1219)、福懋油、大統益等，與養殖業息息相關的飼料業，也面臨降價壓力，國內飼料大廠有：大成、卜蜂、統一、泰山、福壽、福懋油等。上述公司因受產品售價回調，對本業獲利的影響不小。此外，經濟急凍、台幣貶值等種種因素影響食品類股的股價一路從 2008 年年中下滑至第三季末。與航運股相同當兩岸題材逐漸發酵時，食品股受惠於中國內需擴大，於事件日前後類股指數大幅反彈，然而當“利多”確定後，反而漲勢停歇，甚至指數回檔。

雖說受惠於江陳會，電子類股的反彈幅度未如傳統類股大，但 2008 年底中國政府為刺激內需祭出「家電下鄉」補貼政策，且自 2009 年 2 月起，全大陸農民購買彩色電視、冰箱、行動電話與洗衣機四類產品，按產品售價 13% 給予財政資金補貼，此一措施為飽受金融海嘯所苦的科技業帶來一絲春意。中國政府的「家電下鄉」方案，準備自 2009 年 2 月起對農民購買彩色電視、冰箱、洗衣機與行動電話等四類產品，分別依序最高補貼人民幣 2,000 元、2,500 元、2,000 元與 1,000 元，按產品售價可提供 13% 財政補貼，預計實施為期四年，可創造高達人民幣 9,200 億元的消費金額。下表為中國「家電下鄉」補貼政策相關之台灣供應廠商，此一措施讓電子產業表現突出且為正向影響。下表為中國推出的家電下鄉補助計畫表整理。

產品別	補助上限(人民幣)	受惠臺廠(產品)
電視	2000	面板：友達、奇美、華映等 品牌：聲寶、大同、東元等
冰箱	2500	微控制器：義隆、盛群、松翰、凌陽等 品牌：聲寶、大同、東元等
洗衣機	2000	微控制器：義隆、盛群、松翰、凌陽等 品牌：聲寶、大同、東元等
手機	1000	手機晶片廠：聯發科 觸控晶片廠：義隆 驅動 IC 廠：旭曜、矽創

2009年5月中國再次推出第二次家電下鄉，擴大家店下鄉內容，如新增電腦、微波爐、電磁爐等，同時推出「家電進城」補貼政策，鼓勵城市居民以舊換新，城市居民對於彩色電、手機及電冰箱等需求強於鄉下居民，因此對於台灣電子相關供應廠商無疑又是注如一劑強心針。中國所推出的種種經濟刺激方案讓讓電子產業的波動除了與大盤指數的波動成正向表現，且也因為持續性利多讓電子產業由急單轉為短單，因而相較於其他類股，電子類股能相對於大盤指數，展現出穩健且正向走勢。

2008年第四季起，受惠於台灣國內颱風風災重建需求、愛台12項建設發包，而中國於2008年11月推出總值高達人民幣4兆元(約19兆元新台幣)的10項擴大內需重大措施，10項擴大內需措施，內容大致包括加快農村基礎建設；加快鐵路、公路和機場等重大基礎建設；加強生態環境建設；加快建設保障性安居工程；加快醫療衛生、文化教育事業發展；加快自主創新和結構調整(含支持高技術產業化建設和產業技術進步，支持服務業發展)；加大金融對經濟成長的支持力度等，其中高達人民幣2.3兆元投入內需建設，因而激勵水泥類股於2008年11月反彈，然而進入12月後，一般認為2009年中國大陸水泥仍是供過於求，平均售價下滑，致使市場對於水泥類股有所質疑，因而類股指數一路下滑至2009年2月，因而相較於大盤走勢，水泥股顯得未有突出表現，然而進入2009年2月後，大陸內需工程逐步展開，致使水泥類股走勢有較佳表現，且與大盤指數起伏同向，然而其上升幅度仍不如大盤指數上升幅度，因而顯著性呈現負向表現。

2008年底的塑膠類股，因受中東、中國陸續將有合計高達近1,200萬噸年產能的乙烯新產能大量開出，致使投資人對於其前景有較大疑問，因而未能受惠於兩岸三通後的

大利多，相較於其他類股走勢較差。

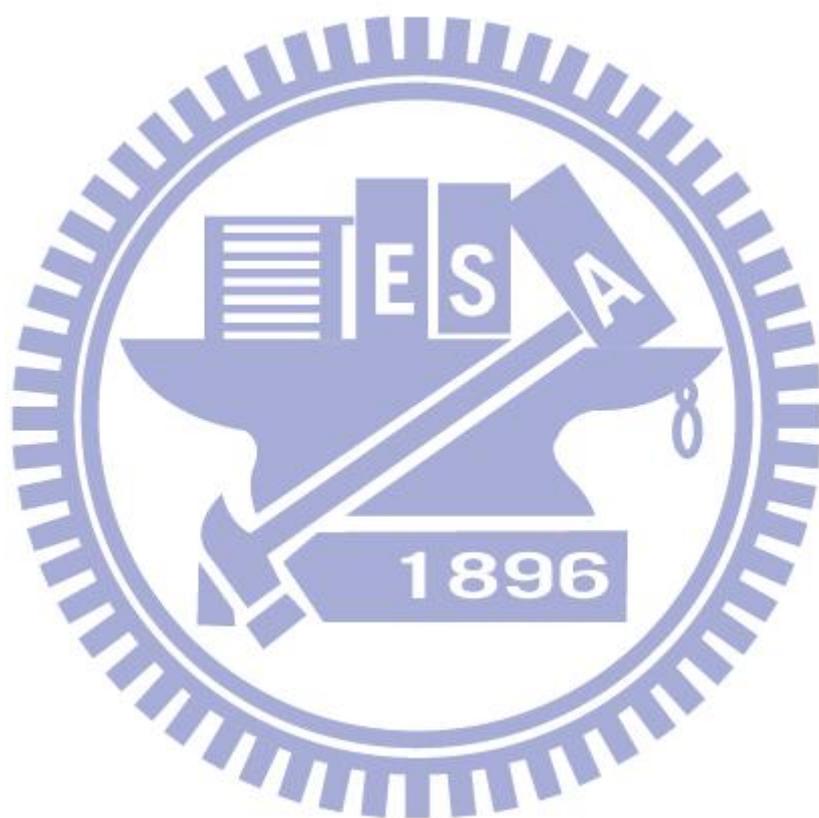
相較於其他類股，觀光股於 2008 年 5 月 20 日總統大選完後，一直都是盤面上表現強眼且活耀的類股，主要是直接受惠於兩岸三通的利多，無論是陸客首發團、周末包機或江陳會的進行，每每都對於觀光股有最直接的激勵，在兩岸三通正式執行前，最大受惠股應屬觀光類股，然而當真正利多實現後，一如其它類股，類股表現就不如利多未實現前，因而相較於大盤於兩岸正是大三通後，漸入佳境的表現，觀光類股就顯得普通，因而呈現負向且中等顯著性。

鋼鐵類股受兩岸三通的影響甚小，自 2008 年下半年，影響該類股股價上升的原因多為受到愛台十二建設的激勵或配發較多股息，未能受兩岸三通影響的主因在於，中國本身鋼廠每年產量就超過台灣鋼廠許多，其出口的鋼品每年高達 5000 萬噸，大陸鋼廠出口動向，向來是國際鋼鐵市場的重要指標，因而一般認為鋼鐵類股與兩岸三通題材連接性弱，因而顯著性弱。

金融保險類股在 2008 年中起因深受美國金融海嘯、全球景氣不明、二次金改弊案等因素影響，跌幅甚深，個股跌幅均超過 30%，有些甚至跌回票面之下，直至 2009 年第一季，仍深受美國金融市場消息面左右，雖然之間兩岸之間開放利多不斷，但仍未能有明顯激勵作用，甚至當大盤指數震盪之際，金融保險類股市值成為市場減幅最大的類股，然而到了 2009 年第二季後，金管會於四月底宣布將開放陸資來台投資，經濟部接著將開放陸資來台直接投資陸資來台題材，金融保險類股受到陸企投資台資企業、未來金融 MOU 正式簽訂等兩岸利多消息發酵，金融保險類股因是最直接的利多受惠者，該類股也表現得較其他類股活潑，因而推估，若本研究持續拉長研究時間，金融保險類股

與大盤指數之間的波動方向與比例應會有較佳顯著性。

半導體業類股波動受景氣波動大於兩岸三通題材，如 2008 年下半年起，半導體因本業營業逐季下滑及全球景氣凍漲，致使下游需求薄弱，因而類股指數不斷下探，但到了 2009 年第一季，受惠於下游廠商需求回溫及資金行情，類股指數也跟著回升，該類股指數受兩岸三通題材影響甚小，因而呈現不顯著。



第五章、結論

台灣股市多年以來受到兩岸關係緊張，因而致使許多外資法人機構甚至一般投資人，對於任何的風吹草動，都十分敏感，然而在 2008 年 12 月 25 日兩岸之間的關係大突破，以往被視為台灣股市的重大絆腳石，徹底被移除，這樣歷史性的大利多，究竟能為備受金融海嘯摧殘的台灣各類股，帶來怎樣的激盪與希望呢？台灣股市是否就此完全脫離美國股市的左右呢？對於這個顯而易見的大利多，究竟那些類股能真正深受其利呢？

透過本研究可發現，從 2008 年年中起，一連串的迎接簽署大三通的預熱活動，如中國觀光客來台、投資中國上限放寬、兩岸之間互動增加、江陳會登場等，讓台灣股市表現迥異於國際股市奄奄一息的表現，此時的國際股市仍籠罩在美國金融市場持續惡化等議題，然而台灣股市的各類股卻都因各擁與兩岸三通所帶來的利多而展現一股生氣，如，兩岸三通前，觀光、航運、金融股、食品類股等，因具有突破性決議題材而受到激勵，彈幅超過大盤指數，又如，2008 年年底起受惠於中國政府利多不斷，如家電下鄉計畫，讓台灣股市力抗美國股市的下跌，當美國股市於 2009 年 2 月 23 日再創歷史新低時，隔日的台灣股市未隨之起舞，甚至之後的台灣股市逐步受到受惠於中國振興經濟方案、家電下鄉等政策致使電子產業由急單轉為多單。

透過 Z 檢定，可看出，食品類股與航運類股因事件日前反應利多，因而在係數估計期中彈升幅度高於大盤，但到了事件日後，反而因利多出盡，表現未能與大盤呈現同向與同比例的彈升，故使 Z 檢定呈現顯著負向報酬，這說明，該兩類股確實受兩岸三通題材影響，然而已在事件前表現完畢，這與台灣股市向來先反應未來利多的習慣相符。

而電子工業類的表現隨著兩岸三通帶來的實質利多，及中國政府 2009 年初規劃一系列家電下鄉計畫，促使電子類股的表現可說是倒吃甘蔗，因而透過 Z 檢定發現，電子工業類股受此一事件正向顯著性影響，這意味著，事件日前，電子工業類未如食品類股與航運類股表現激情，應是電子工業類在事件日前，仍受歐美市場萎靡不振影響，但當兩岸三通後，一般會認為，台灣電子工業類因為深耕中國很久，因而中國政府一連串利多，將會帶給電子工業類股許多激勵。

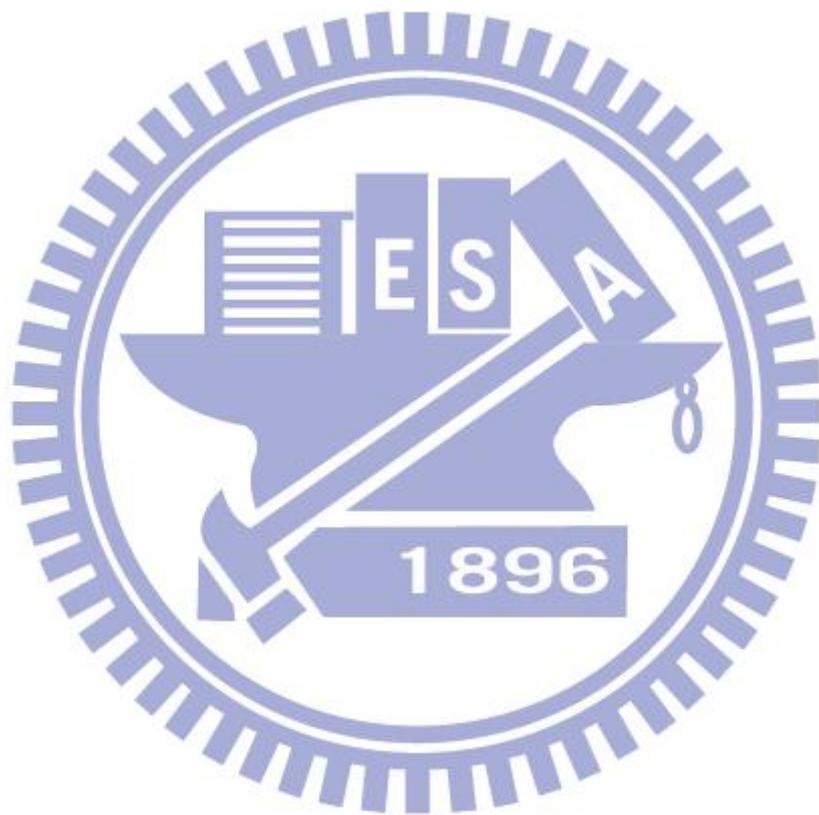
然而，塑膠類股與水泥類股均因受到中國本身的產能過剩，因而當事件發生後得出其，並未因此有明顯的受惠，但因塑膠類股與水泥類股的廠商深耕中國市場有一段時間，因而隨著中國展開基礎建設，這兩類股亦會享受到雨露均霑的甜頭，因而推估，若研究時間拉長，應顯著性會更為明顯。觀光類股在事件日前，表現的與食品、航運類股相同，均受兩岸三通題材表現十分活耀，然而，利多出盡後，表現亦普通，但中國觀光客的動向始終是牽動觀光股的重要動力，因此如本研究所示，隨著時間拉長，觀光類股還是受此事件的影響會愈明顯。

透過本研究，可發現有些類股受其它因素影響大於兩岸三通題材，如鋼鐵類股、金融保險類股與半導體業類股，主要原因在於中國本身的鋼鐵產出優於台灣許多，而且台灣鋼鐵業並未在中國設立廠房，以接收中國內需市場訂單；而金融保險類股因 MOU 尚未簽訂致使表現起起伏伏，未能有明確的利多行情；半導體類股含有有晶圓代工及 DRAM 類股，該兩類股受全球景氣影響大於兩岸帶來的民生、觀光及基礎建設利多。

本研究藉由事件研究法探討兩岸三通是否對於事件期前後股價有所影響，因而選擇該事件做為第一研究因素，然而，研究期間或許尚有其它第二因素或第三因素等影響股

價的變化，後續研究可考慮著墨於同一時期內台灣股市是否仍有其它因素的干擾，如國際經濟因素。

2009 年台灣股市流傳著這樣的想法“跟著兩岸的脈動走，就能掌握財富”，希望藉由本研究，能讓投資者能更進一步的了解那些類股能真正受惠受兩岸三通的題材。



參考文獻

一、中文部分

1. 沈中華、李建然，事件研究法—財務與會計實證研究必備，民國 89 年，華泰文化出版。
2. 周賓鳳、蔡坤芳，“台灣股市日資料特性與事件研究法”，證券市場發展季刊，9 卷，2 期，頁 1-26，4 月。
3. 劉其昌，1990，“台灣股票價格影響因素的基本性分析”，台灣銀行季刊，41 卷，1 期，頁 200-258，1 月。
4. 范懷文，2001 年 6 月，事件研究法：母數、無母數與拔靴複製法之比較 國立中央大學財務管理研究所碩士論文。
5. 張多馬，2004 年 2 月，臺灣推動兩岸「小三通」之研究，國立政治大學外交學系戰略與國際事務碩士在職專班。
6. 林章德，2000 年 6 月，上市公司重大投資宣告對股價影響之研究，東海大學企業管理研究所碩士論文。
7. 林玉成，2001 年 6 月，我國上市公司庫藏股宣告資訊內涵及操作策略之分析，國立高雄第一科技大學財務管理系碩士論文。
8. 彭瑞年，2005 年 6 月，員工分紅稀釋率與投資績效之關係，東吳大學國際貿易學系國際金融組碩士論文。
9. 于文燕，2005 年 7 月，政治選舉事件對股票報酬之影響，南華大學財務管理研究所。
10. 曾昭玲，信用交易條件調整對股票市場之影響，2002 年，世新大學經濟學研究所。

11. 凌明智，2004 年 1 月，重大災難事件對股票市場之影響- 以 SARS 疾病災難事件對台灣金融業為例，國立高雄第一科技大學金融營運所。

二、英文部分

1. Fama,E.F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen And Richard Roll(1969), “The Adjustment of Stock Prices to New Information,” International Economic Review, Vol.10, No.1, pp.1-21
2. MacRae, D.(1977), “A political model of the business cycle,” Journal of Political Economy, Vol.85, pp.239-264
3. Nordhaus, W.D.(1975), “The Political Business Cycle,” Review of Economics Studies, Vol.42, pp.169-190

三、網站

1. 台灣證券交易所 <http://www.twse.com.tw>
2. 國務院台灣辦事處 <http://www.gwytb.gov.cn>
3. 行政院大陸委員會 <http://www.mac.gov.tw>
4. 國際貿易局 <http://cweb.trade.gov.tw>
5. 中時報系- 知識贏家 <http://kmw.ctgin.com/>