

南華大學旅遊管理學系旅遊管理碩士班

碩士論文

Master Program in Tourism Management

Department of Tourism Management

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

以事件研究法論大陸停止來台自由行

對台灣上市櫃旅遊業的影響

Impact of Independent Tourism Restriction Imposed by
Mainland China on the Stock Market Performances of
Listed Tourism Companies in Taiwan: An Event Study
Analysis

黃筠雅

Yun-Ya Huang

指導教授：丁誌紋 博士

Advisor: Chih-Wen Ting, Ph.D.

中華民國 109 年 6 月

June 2020

南 華 大 學

旅遊管理學系旅遊管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

以事件研究法論大陸停止來台自由行

對台灣上市櫃旅遊業的影響

Impact of Independent Tourism Restriction Imposed by
Mainland China on the Stock Market Performances of
Listed Tourism Companies in Taiwan : An Event Study
Analysis

研 究 生：黃 均 雅

經考試合格特此證明

口試委員：林復昇

黃文琪

丁誌敏

指導教授：丁誌敏

所 長：丁誌敏

口試日期：中 華 民 國 109 年 6 月 12 日

南華大學旅遊管理學系旅遊管理碩士班
108學年度第2學期碩士論文摘要

論文題目：以事件研究法論大陸停止來台自由行對台灣上市櫃旅遊業的影響

研究生：黃筠雅

指導教授：丁誌紋 博士

中文摘要：

台灣政府自 2008 年開始，開放大陸人民赴台觀光旅遊，並於 2011 年 6 月進一步開放陸客自由行，因此湧入了大量的大陸人民來台。由觀光局數據顯示，中國旅客是赴台旅客第一大來源。然而兩岸之間的互動，畢竟受到相當的政治氛圍影響，陸客來台人數在 2015 年達到高峰，之後便逐年遞減。中國大陸海峽兩岸旅遊交流協會更在 2019 年 7 月 31 日突然發出聲明：「鑒於當前兩岸關係，決定自 2019 年 8 月 1 日起暫停 47 個城市大陸居民赴台個人遊試點。」。也因此大陸來台人數勢必驟減，也將衝擊台灣的觀光產業。

本研究將以事件研究法，探討這個事件對台灣觀光類股是否有異常報酬的情形發生，從而得知該事件對該類股市是否造成實質性的影響；接著計算各股獲利能力並做相關分析，再以不同事件發生做為比較，以達到研究的客觀性及完整性。

以 108 年 8 月 1 日為事件日，實證結果顯示上市櫃觀光類股受到該事件影響，在事件日前三天到事件日後三天，都有單日負向異常報酬率的發生，尤其以事件日當天平均值來到-1.8186%為最高，異常報酬檢定也是在事件日當天來到最高的顯著水準。由此可知，停止大陸來台自由行這個政策事出突然，令投資者卻步，也直接影響觀光類股股價的表現。股本的大小與事件日當天的異常報酬呈現中度負相關且具顯著性，代表公司規模大

小對股價的表現穩定性上還是有著一定的影響力。另外，股本與營業利益率及毛利率都呈現顯著的正相關，表示股本相對較大的公司，遇到同樣的事件衝擊之下，在經營面、收益方面上還是相對比較優秀的。



關鍵詞：自由行、事件研究法、異常報酬、觀光類股

Title of Thesis: Impact of Independent Tourism Restriction Imposed by Mainland China on the Stock Market Performances of Listed Tourism Companies in Taiwan: An Event Study Analysis

Name of Institute: Master Program in Tourism Management,
Department of Tourism Management, Nanhua
University

Graduate Date: June 2020

Degree Conferred: M.S.

Name of Student: Yun-Ya Huang

Advisor: Chih-Wen Ting Ph.D.

Abstract

In the year of 2008, our government lifted traveling ban for mainland Chinese citizens, to allow group traveling. Furthermore, independent tourists and backpackers from mainland China were also permitted in June of 2011. Hence, the number of Chinese tourists in Taiwan surged in a few years.

After that, more and more mainland Chinese tourists had poured in. According to the data of Taiwan Tourism Bureau, mainland Chinese tourists occupied the highest proportion of foreign tourists. However, because the cross-strait exchange was directly affected by the political atmosphere, the mainland Chinese tourists number was reaching highest point in 2015, then getting down by years. Moreover, in July 31, 2019, Association for Tourism Exchange across the Taiwan Straits(ATETS) of mainland Chinese tourists suddenly declared a statement: "Based on the Cross-strait relations recently, we decided to pause our 47 cities residents' independent traveling in Taiwan from August 1, 2019 ."As a result, the China tourist number had declined rapidly and impacted powerfully the tourism industry of Taiwan.

Using event study method, this thesis aimed at evaluating the effect of this event on Taiwan tourism stock's abnormal returns. Then, to calculate each

tourism stock's dividend and carry on related analysis. At last, comparing with different events' effects to complete the objectivity and integrity of this research.

The empirical result shows that the event of August 1, 2019 had significantly impacted on tourism stock in Taiwan. During 3 days before and after the event, negative abnormal returns had happened. The highest average was -1.8186 on that day and abnormal returns also reached the highest significant level. It was evident that the ban on free independent travel not only discouraged investors, but also immediate impacted on Taiwan tourism stock. In addition, the effect of the share capital size on abnormal returns of that day was moderately negative and significant. It means that the company size was related to maintain the stability of their share price. Besides, the share capital was obviously positively correlated to OPM and GPM. It proved that compared with small companies, the large share capital company still performed better on operation and profit, even under the influence of the same event.

**Keywords: Individual travel, Event Study, Abnormal return,
Tourism stocks**

目錄

中文摘要.....	I
Abstract.....	III
目錄.....	V
圖目錄.....	VII
表目錄.....	VIII
第一章 緒論	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究動機.....	3
1.3 研究目的.....	4
1.4 研究流程.....	5
第二章 文獻回顧	6
2.1 事件研究法.....	6
2.2 陸客來台自由行相關文獻.....	8
2.3 歷年重大事件及政策性事件之相關文獻.....	11
2.4 金融領域之相關文獻.....	17
第三章 研究設計	20
3.1 研究架構.....	20
3.2 研究範圍.....	21
3.3 股票報酬率之預期模式.....	22
3.4 計算平均異常報酬率、累積平均異常報酬率.....	22
3.5 異常報酬率檢定.....	24
3.6 營收狀況及獲利能力分析.....	27
第四章 實證結果分析	29
4.1 平均異常報酬率與累積平均異常報酬率檢定.....	30

4.2	各類股異常報酬率分析.....	40
4.3	觀光類股獲利能力與股本之關聯性.....	48
4.4	不同事件之異常報酬率分析.....	56
第五章	結論與建議	58
5.1	結論	58
5.2	建議	59
參考文獻	.....	60
一、中文部分	.....	60
二、英文部分	.....	62



圖目錄

圖 1.1	研究流程.....	5
圖 3.1	研究架構.....	20
圖 3.2	事件日、估計期與事件期.....	22
圖 4.1	平均異常報酬率 AAR.....	38
圖 4.2	累積平均異常報酬率 CAAR.....	38
圖 4.3	平均(累積)異常報酬率 AAR,CAAR.....	38
圖 4.4	108 年 8~12 月觀光類股股本與營收月增率比較圖.....	48



表目錄

表 1.1	近五年大陸旅客來台觀光人數統計表.....	3
表 4.1	大陸停止來台自由行對台灣上市櫃觀光股股價異常報酬檢定... 31	31
表 4.2	2019/08/01 事件期內平均異常報酬(AAR)檢定.....	36
表 4.3	2019/08/01 事件期內累積平均異常報酬(CAAR)檢定.....	37
表 4.4	異常報酬與股本的相關分析.....	39
表 4.5	2019/08/01 事件期內平均異常報酬率(AAR)-飯店類股.....	41
表 4.6	2019/08/01 事件期內平均異常報酬率(AAR)-餐飲類股.....	43
表 4.7	2019/08/01 事件期內平均異常報酬率(AAR)-旅行社類股.....	45
表 4.8	2019/08/01 事件期內平均異常報酬率(AAR)-其他類股.....	47
表 4.9	2019 年 8~12 月各觀光類股股本與營收月增率相關係數.....	49
表 4.10	飯店類 2019 年 1~12 月營業收入及營收月增率.....	49
表 4.11	餐飲類 2019 年 1~12 月營業收入及營收月增率.....	50
表 4.12	旅行社類 2019 年 1~12 月營業收入及營收月增率.....	51
表 4.13	其他類 2019 年 1~12 月營業收入及營收月增率.....	51
表 4.14	2017 年各觀光類股股本、營業收入、營業利益率、毛利率.....	52
表 4.15	2018 年各觀光類股股本、營業收入、營業利益率、毛利率.....	53
表 4.16	2019 年各觀光類股股本、營業收入、營業利益率、毛利率.....	54
表 4.17	2017~2019 年各觀光類股股本、營業收入、營業利益率、毛利率 相關係數.....	55
表 4.18	2013/10/01 及 2019/08/01 事件期內平均異常報酬(AAR)檢定....	57

第一章 緒論

台灣與中國大陸因為有著接近的歷史淵源、相通的語言，台灣這個美麗的島嶼對大陸人民來說，總保持著一層神秘的面紗，但雙方卻因政治因素，存在著特別的曖昧關係。自 2008 年開放陸客團體來台觀光至 2011 年開放陸客來台自由行，兩岸交流及關係都往前邁進一大步，殊不知中國政府在 2019 年 7 月 31 突然宣布停止大陸人民來台自由行，這個突如其來的政策，勢必引起兩岸交流及往來之衝擊。

1.1 研究背景

台灣與中國大陸之間有著相近的歷史淵源，但是由於政治因素的關係，始終處在一個敵對又合作的狀態。中國大陸在 1978 年進行改革開放，經濟開始發展。而台灣也在 1987 年開放外匯管制與大陸旅行，從此為數不少的台灣人民前往大陸進行觀光、甚至是商業投資。在封閉多年之後的兩岸關係開始露出一些曙光，兩岸間的人民也開始對彼此有了多一層的接觸與認知，但交流初期僅是台灣對大陸的單向開放，台灣人民的生活方式與環境，在大陸人民的心中，總存在著一股神秘感，直至 2008 年開始，在雙方政府的協調之下，大陸人民開始以團體旅遊方式來台，除了促進雙方人民的交流，同時也創造出龐大的觀光效益。

『台灣自由行』，在中國大陸又稱為「個人遊計劃」，最早是 2011 年 6 月兩岸雙方在團體旅遊開放多年後新增的來台灣旅遊方式。中方一開始只放行北京、上海與廈門三地進行試點，隨著當時的兩岸氛圍的進展，到了 2015 年，開放的城市增加到了 47 個城市，來台人數超過 330 萬人，達到高峰，其中有 130 萬人左右是自由行。期間大陸來台人數呈現穩定的成

長，包機、直航的開放，讓觀光業呈現一片榮景。但是兩岸的交流畢竟深受政治力影響，在 2016 年 5 月，現任總統蔡英文上任後，中方就開始控管來台灣旅遊的人次，在 2018 年時降到 205 萬，其中約有 100 萬是自由行。

選擇自由行旅遊方式有很多好處：一來是可避免團體旅遊走馬觀花與行程過於緊湊，強迫買紀念品等敗興致的現象，二來是最多可以開放到 15 天，可以更細膩體驗到台灣的人土風情。也正因為如此，不少中國大陸人、特別是年輕人喜歡存一筆錢後，到台灣自由行。台灣在 2020 年將面臨四年一度的總統大選，台灣幾個主要政黨的政治立場鮮明，對中國大陸的態度也是政黨之間的一種意識拉鋸，尤其在觀光旅遊所帶來的龐大經濟效益下，中國大陸自然會企圖以經濟交流影響政治氛圍。

就在台灣總統大選競爭的如火如荼之際，中國大陸海峽兩岸旅遊交流協會在 2019 年 7 月 31 日突然發出聲明：「鑒於當前兩岸關係，決定自 2019 年 8 月 1 日起暫停 47 個城市大陸居民赴台個人遊試點。」中方在此刻出手，切斷了赴台自由行，估計將讓台灣觀光旅遊業大受衝擊。

回顧歷史，2001 年美國 911 恐怖事件發生之後，短短一週內，美國股票市值損失 1.4 萬億美元。其中，道瓊指數(DJI)下跌 14%，納斯達克下跌 16%。1999 年台灣受九二一大地震影響，全國經濟損失達新台幣 3,647 億元。其中損失最高者為資訊電子業，另外，銀行業賑災房貸損失及災後重建等議題都是令人頭疼的問題。2002 年的 SARS 風暴，更是讓台灣社會消費減少 233 億元、財務損失 162 億，估算總計約 395 億元損失，還不包括其他間接的房價、外銷等折損。由此可見一個意外事件或政治法令，都可能讓股票市場產生巨大變化。

1.2 研究動機

台灣的觀光業主要以國內旅遊收入為主，在開放陸客來台觀光後，來台觀光人數驟增，觀光外匯呈現快速成長。然而中方突然在 2019 年 7 月 31 日宣佈停止來台自由行，由於事發突然，讓許多大陸旅行社急跳腳，台灣旅遊業者也擔心受到波及。中客自由行禁止來台，影響了赴台旅遊的人數，由表 1.1 可見第 4 季中客赴台人數急速下降，台灣旅遊業首當其衝面臨了嚴竣的考驗。其中，自由行旅客喜歡的單一餐廳、酒店、交通票卷、景區門票需求減少，對於飯店、機票、餐廳、景區、伴手禮、中客遊覽車等影響較大，影響區域以中客最喜愛的大台北地區、高雄、墾丁、花蓮較嚴重。

表 1.1 近五年大陸旅客來台觀光人數統計表

單位：人

月 \ 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1 月	321,458	366,409	255,689	218,648	238,906
2 月	406,239	405,307	202,287	289,758	283,470
3 月	279,703	363,878	201,599	191,805	270,192
4 月	358,798	375,567	214,196	227,749	307,354
5 月	372,766	327,254	201,867	191,579	316,168
6 月	308,087	271,478	189,078	193,886	260,919
7 月	352,625	299,805	237,251	225,176	322,444
8 月	367,736	248,538	249,999	256,944	282,999
9 月	345,243	214,764	224,691	218,125	116,037
10 月	386,663	215,390	263,826	241,823	114,852
11 月	357,655	202,986	244,056	207,920	96,933
12 月	327,129	220,358	248,010	232,202	103,791
合計	4,184,102	3,511,734	2,732,549	2,695,615	2,714,065

資料來源：中華民國交通部觀光局

1.3 研究目的

本研究希望透過大陸停止來台自由行這個事件，以 108 年 8 月 1 日為事件發生時間點，探討以下三大目的：

- (1) 以事件研究法探討事件的發生對旅遊類股是否會產生異常報酬率，並分析其原因。
- (2) 分析這個事件對旅遊類股營收狀況及獲利能力的影響。
- (3) 以不同事件來比較其異常報酬率之異同處。

期盼能為旅遊產業提供相關資訊，以便預先進行各項經營面向的調整。畢竟大環境不斷的變化，類似的突發事件、或是政策面調整造成需求與對未來的估算產生變化的情形也會不斷發生，如何在變化的大環境當中，如何運用策略謀求相對穩健成長、或是在抓住環境需求之下如何在短期內爆發成長，相信不止是經營者所需，也會是廣大的股民所關心的。

1.4 研究流程

本文之研究分為以下五章：

第一章：說明研究背景、動機、目的、研究對象及研究流程。

第二章：介紹事件研究法及國內外相關文獻整理分析。

第三章：事件研究法研究步驟及營收獲利能力計算。

第四章：實證結果與討論，並解釋可能原因與關聯性。

第五章：將研究結果做總結整理，提出因應對策給予政府單位及觀光業者相關建議。

本研究之流程如圖 1.1 所示：

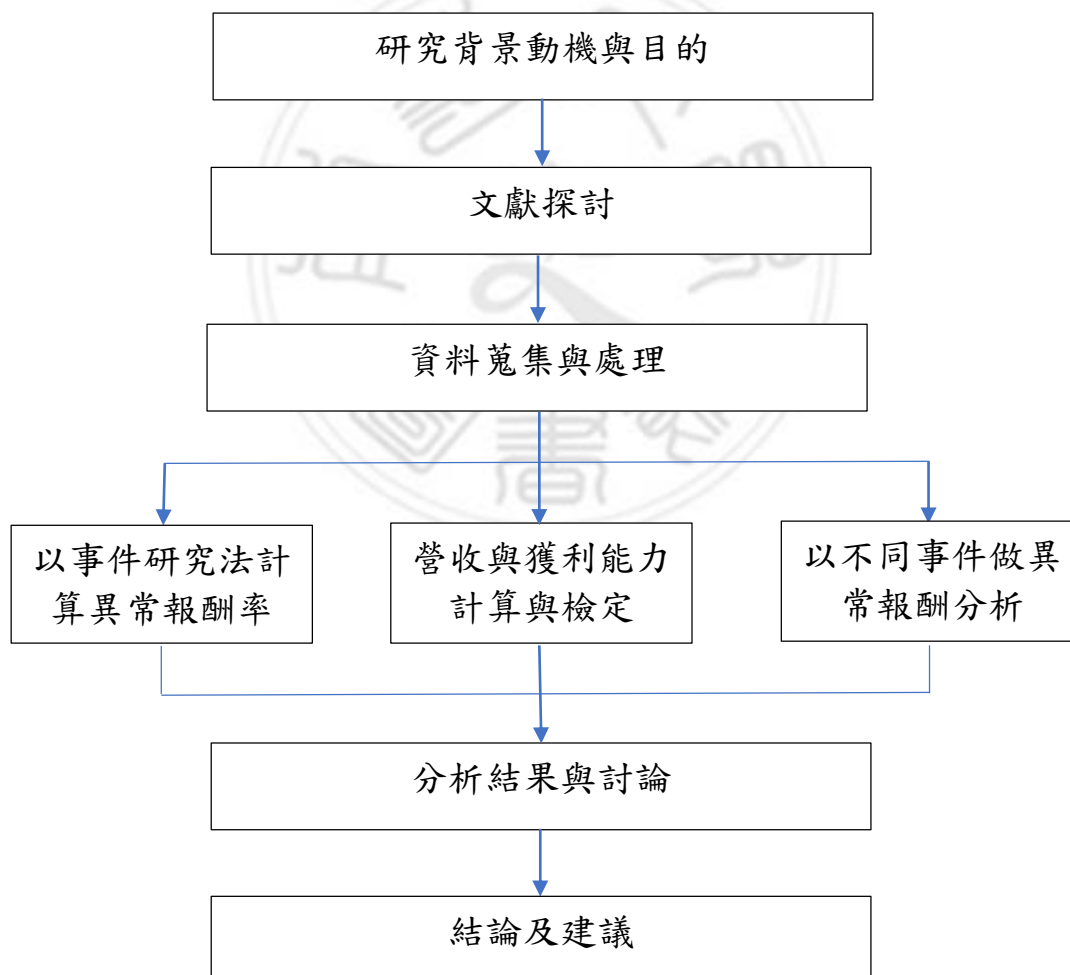


圖 1.1 研究流程

第二章文獻回顧

本章節分為四個部份，首先介紹事件研法，再來整理大陸來台自由行相關文獻，然後是歷年來重大事件及政策性事件，最後則是金融領域相關文獻。分別整理如下：

2.1 事件研究法

事件研究法(Event Study)是實證研究的方法，它最早是被運用在金融的領域裡，幫助金融市場數據分析某一個特定事件對該公司價值的影響。是由多利(Dolley)於1933提出的《普通股分拆的特徵與程式》一文中拉開了事件分析法的研究序幕。他以1921年到1931年十年間的95支股票的分割樣本為研究對象，通過比較股票分割事件發生前後的股價變動來檢驗股票分割對股票價格的影響。而Niederhoffer則是利用事件分析法研究了刊登在《紐約時報》上的世界事件對於股票價格變化的影響，他通過研究發現世界事件對於股票價格有著很顯著的影響，而且市場往往對於不利事件有過度的反應。20世紀90年代末期，Pilotte和Manuel將事件分析法在金融領域的套用再次往前推進了一步，他們選取股票分割對於收益率造成的影響為研究對象，利用事件分析法研究之前發生的類似事件的影響，從而去推斷此後類似事件可能帶來的影響。

事件研究法的應用領域非常廣泛，不同學者(如:段瑞強、何海江、王斐波等人)對其進行了不同的闡述。段瑞強認為“事件研究”是根據某一事件發生前後的資料統計，採用特定技術測量該事件影響性的一種定量分析方法。金融市場會有各種消息、政策、產品等事件的發生，這些事件的影響效應又會很快反映到資產價格上，因此“事件分析法”是金融市場研究中被廣泛應用的實證分析方法。何海江認為在一個充滿理性投資者的市場中，某一事件對經濟的影響可迅速由資產價格的變化反映出來，因此事

事件分析法是指通過短期內可觀測資產價格的變化來研究某一事件對經濟影響程度的方法。王斐波等人認為事件分析法主要是分析某事件對於時間序列是否有衝擊作用，其有效性基於這樣一個事實：在假設市場理性的前提下，一個事件（如新出口退稅政策的實施）的影響會立即體現為市場的相關指標變動，因此可用一個相對短時期的市場的相關指標變動來分析和衡量該事件的影響。總體而言，事件分析法的關鍵點在於探討所關注的事件在某個時段產生的影響效果，不同的領域在方法處理上也各不相同。一般而言，事件研究法將依循以下四個步驟進行：

（一）事件日之確定

所謂的「事件日」，係指市場「接收」到該事件相關資訊的時點，而非該事件「實際」發生之時點，事件日是否能準確的認定，將對實證結果產生關鍵性的影響。

（二）定義及估計異常報酬率（AR）

研究者必須先設定在”沒有”研究者所要研究的事件或資訊下，個別股票預期的報酬率，再以個別股票在事件或資訊發生時之實際報酬率，減去假設在”沒有”該事件或資訊下，個別股票期的報酬率，作為異常報酬率之估計。（實際報酬率減預期報酬率）。

（三）異常報酬率之檢定

當異常報酬為「正」，我們推論這個事件對股價有正的影響；當異常報酬為「負」時，我們推論事件對股價有負的影響。但只知道異常報酬率的正負有時仍不夠，我們仍須知道異常報酬率的標準差，以進行「顯著性檢定」。在檢定平均異常報酬率（AR）或累積平均異常報酬率（CAR）是否顯著異於0之前，研究者首先必需決定，究竟要使用「有母數」或「無母數」的方式進行檢定，決定後便必須進一步決定使用何種統計檢定量作為檢定工具。

(四) 分析結果

根據研究者的研究目的及理論所建立的假設，進行統計顯著性的檢定及解釋。

利用事件研究法的文獻，大致可以分成四大類(Henderson[1990]及Bowman[1983])(沈中華、李建然, 2000)：

(一)市場效率性研究(market efficiency studies)：評估股票市場是否快速、不偏地反應某項新資訊。

(二)資訊內涵之研究(information content studies)：探討資訊有用性之研究，其目的在評估股價對於某一資訊揭露的反應程度。

(三)解釋異常報酬率研究(metric explanation studies)：主要目的在於進一步瞭解影響異常報酬率之因素。

(四)方法論之研究(methodology studies)：主要目的在於探討事件研究法的改進，這類研究多以模擬(simulation)的方式進行。

上述四項主題並非為互斥的，例如，許多探討資訊內涵之研究，亦同時進行解釋異常報酬之分析。

2.2 陸客來台自由行相關文獻

自由行已是現代人熱門的旅遊方式之一，因此謝幸姣(2019)針對自由行政客來台旅遊服務品質、滿意度與重遊意願做研究。其研究結果發現旅客特性方面，旅客樣本男生多於女生，年齡在44歲以下占68.6%，服務與自由業及工商業占71.9%，最高學歷為大學程度者最多。在旅遊特性上，自由行來台旅客以第一次來台樣本數居多，占42.7%，來自中國大陸旅客樣本數最多，占44.1%，在安排旅遊停留天數上以6-10天最多，占62%，旅行過後願意再次回台灣旅遊以2-3年內者最多，占48.4%。自由行來台旅客對服務品質最認同前3名為「服務人員是有禮貌的」、「消費支出和店家所提供的消費單據相符」及「服務人員能準時提供服務」。自

由行來台旅客對旅遊整體滿意度最高的是「車輛安排及司機服務」及「觀光便利性」方面。自由行來台旅客之重遊意願很高，以「若有機會願意再度來台灣旅遊」，及「願意推薦親朋好友到台灣旅遊」意願最高。

莊采恩(2019)則是以全臺灣為研究範圍，對象為於農業旅遊消費的來臺自由行遊客，透過問卷發放蒐集資料，以敘述性統計、因素分析、多元複迴歸分析，將消費支出為依變數，旅遊特性、場家特性、旅遊滿意度等自變數，探討遊客特性、場家特性、旅遊滿意度與消費支出的關係。研究結果發現性別對平均每人總支出為顯著正向影響，建議場家針對男性遊客設計特色行程；年齡對平均每人總支出呈現負向影響，場家可為了高年齡族群設計無障礙空間以提升遊玩意願；場家特性中場家類別的休閒農場對平均每人總支出呈現顯著正向影響，建議業者往休閒農場做轉型，場家設立時間與員工人數則對平均每人總支出不具顯著影響，但環境滿意度與體驗滿意度兩個類別都對平均每人總支出呈現顯著正向影響。表示遊客較重視設備環境維護以及員工服務品質，而不是經營歷史或是員工規模。可見得台灣是個很適合自由行的地方。

自從 2011 年開放陸客來台自由行，台灣許多知名景點及商圈等，隨處可見陸客身影。整體市場包括旅行社、民宿、餐廳、伴手禮、健檢醫美、藥妝店等都直接受惠。而開放來台自由行除了增加觀光產業的收入外，其衍生出來的相關問題面也是我們需要去留意的。王逸峰(2009)探討從台灣和中國的觀光交流史、觀光業中國觀光客的期待心理、觀光市場的排擠效應及其它問題等四部份。站在觀光產業而言，在短期開放中國觀光客很可能帶來數量的利多。但是因為無法用正常的國對國觀光交流模式，導致許多的不可測因素。除了客源的穩定性仍然十分有問題外，排擠效應以及中資可否開放投資觀光業，外部成本的衝擊是否影響到台灣觀光產業的永續經營，都有待進一步觀察。

楊于萱(2013)主要研究來台的大陸旅客不選擇自由行的主觀影響因素為何。其研究結果發現：(1)大陸遊客特性的不同對於休閒阻礙因素的認知部份達顯著差異；(2)大陸遊客特性的不同對於旅遊吸引力的認知部份達顯著差異；(3)休閒阻礙對於參與意願方面，僅休閒阻礙之「個人內在阻礙」構面，對大陸遊客自由行意願部份達負向影響；(4)旅遊吸引力對於大陸遊客自由行意願具有正向影響；(5)休閒阻礙對於旅遊吸引力，未達顯著負向影響。研究推論成因，乃由於兩岸相隔數十年的時空背景造就大陸民眾對臺灣的好奇心，因而產生了吸引力，使其提高了來台旅遊的意願所致。而潘靜儀(2014)則是做了陸客對高雄自由行滿意度研究，他的研究發現如下：(1)陸客到高雄旅遊最大的旅遊動機是體驗當地風情文化，其次是享受旅程新奇事物，然後是增廣見聞，追求冒險反應值最小。(2)高雄人的熱情親切是最高的旅遊滿意度，其次為工作人員服務佳及治安良好居民友善。(3)陸客來高雄旅遊的滿意度及重遊意願及推薦皆呈現顯著水準。除了高雄以外，日月潭也是吸引陸客的重要景點之一。李柏遑(2016)則是透過陸客到日月潭光觀旅遊中所產生的住宿需求、民宿住宿服務及設施認知與住宿滿意度、重遊意願及再選擇民宿意願之間的關係，分別使用了變異數分析及建立結構模式加以探討民宿大陸旅客投宿情形，了解陸客住宿的選擇、投宿前的期望程度與滿意程度及其之間的關係。研究結果發現民宿的市場是在中價位的民宿，主要的客群是以服務業、已婚的青壯年為主，民宿業者可以針對主要的客戶做住宿安排設計，可以在網際網路上提供多樣化的促銷活動以吸引遊客再次消費。

張嘉惠(2016)則是以陸客來臺自由行的問題，及在安全管理上可行的措施做研究。得到的結論如下：(1)臺灣國家安全事務正常化運作：開放陸客來臺後，重大負面衝擊並不明顯。至目前為止，在穩健漸近的政策開放步調下，陸客來臺或有發生違法情事，但仍尚未出現直接影響重大國家

安全秩序之案例，但仍要注意在長期開放自由行之後，現有的有安全管理機制與人力是否足以應付，故要適時修正並研擬不同程度的配套措施以配合政策的不斷修改。(2)陸客來臺數量增加後的影響：恐明顯增負責國家安全事務管理與運作之公部門單位的業務量。隨著陸客人數的增加，未來有必要加強移民署各地區的人力配置，並強化其司法警察行使，同時也需適量補充陸客來臺交通口岸及旅行處所之專責警力。相關組織與人力精進的研擬與實施，要密切注意是否真正落實政策達成效果。(3)政府主管、境管、維安及旅行業者對陸客來臺管理與接待機制運作應達成共識：目前各相關政策利害關係人，特別是業者與公部門之間，因對自由行的「無利潤、有罰則」的不同立場而造成些微的不滿，雖目前為止業者對於管理機制的配合度還算不錯，但不保證未來來臺人數增加後更不易控管的情況下，是否還能如此，就難以預期了，政府主管單位若將陸客來臺自由行之安全管理責則歸責於旅行業者，不僅引發業者不滿，更無法有效安全控制和及時應變，實應正視此一問題，早日對陸客來臺管理與接待機制運作應達成共識。

2.3 歷年重大事件及政策性事件之相關文獻

天然災害、災難事件甚至一項政策的實施，對一個國家或地方來說，都可能造成多方面的影響，例如：政治、經濟、外交、貿易等，進而直接或間接影響到觀光產業。以下就重大事件及政策性事件相關文獻整理如下：

一、 重大事件相關文獻

在 SARS 疫情期間(2002~2003)雖然台灣股票大跌，但反而造成醫療器材需求大增，帶動了生技醫療產業的股價。王慧菱、譚醒朝及張曉芬(2005)以事件研究法中的市場模式及複迴歸來探討 SARS 疾病災難事件對於國內生技醫療產業股票異常報酬之影響及相關財務因子的分析。實證

結果顯示，台灣生技醫療產業確因 SARS 疾病災難事件產生正向異常報酬。就產業類別而言，醫療產品通路產業的異常報酬顯著於生技製藥產業，而產業類別為其他醫療相關產業者，則完全無顯著異常報酬的呈現。SARS 事件之發生所產生的異常報酬率並無法在一、二天之內就迅速反應完畢，反而有延遲的現象，故而推論台灣生技醫療產業不符合半強式效率市場假說。在財務因子方面，本研究採用的五項財務因子對於 SARS 事件股價正向異常報酬的影響由大至小分別為：存貨週轉率、毛利率、公司規模、淨值比率，至於流動比率則對於 SARS 事件完全無任何顯著的影響。

另外，在亞洲禽流感疫情傳出警訊時，台股大跌，但生技製藥產業類股，卻因疫情效應逆勢走揚。張曉芬、譚醒朝及王慧菱(2007)以台灣生技醫療產業上市上櫃公司為研究對象，檢定台灣生技醫療產業是否因禽流感事件產生正向異常報酬，並探討財務比率影響個別公司累積異常報酬之可能原因。實證結果顯示，台灣生技醫療產業確實因禽流感事件產生正向異常報酬；在財務因子方面：正向異常報酬為存貨週轉率、毛利率；負相關則是流動比率、淨值比率及公司規模。公司應提升毛利率及存貨週轉率，以健全經營體質降低波動風險，以利永續經營。

再來，從飛機失事與股票市場之反應為例，詹錦宏及吳政哲(2012)認為儘管中華航空公司去二十年中，曾經過多起重大空安意外事件，但是華航的營運績效仍然良好，股價表現也不遜大盤指數。採用事件研究法探討多次重大空安意外與股價表現之關係後，發現華航股價在空安意外後會急速下跌，然而乘客是很健忘的，在意外發生四個月後，股價都會回到正常的股價水準。當華航出現重大空安意外時，客戶會轉向搭乘主要競爭對手(長榮航空公司)的航班，出現所謂的移轉效應，導致競爭對手的股價上

漲。但是在台灣並沒有其他交通工具可以取代飛機，因此，華航的空安意外對其他交通類股的股價並不會造成影響。

接著是食安問題的研究，涂育榮(2017)以近五年來重大食品安全問題為研究事件，結果如下：(1)塑化劑事件期間，整個食品產業鏈及食品產業鏈上中下游，皆有顯著的負向影響。(2)在毒澱粉事件期間，食品產業鏈和產業鏈上游累積平均異常報酬有負向影響，但食品產業中下游則不明顯。(3)劣質油事件期間，整個食品產業鏈及食品產業鏈上中下游，皆有顯著的負向影響。食品安全問題被報導出之後，市場投資人多以負面看待食品產業相關類股，做出明顯的回應。

政黨輪替問題在台灣與大陸關係中扮演著重要的一環，賴郁欣(2017)認為 2016 年政黨再次輪替，兩岸關係生變，大陸官方對陸客來台觀光人數進行調控，本研究探討新政府上任前後，兩岸關係變動對觀光產業之衝擊。研究結果發現陸客縮減的消息對航空類、飯店類、旅行社股價皆造成顯著負向異常報酬。另外，再進一步藉由上市櫃觀光產業之總營業收入與各國籍旅客之關係，瞭解台灣觀光業對各國旅客的需求及陸客對於台灣觀光產業之實質影響。整體而言，陸客與上市櫃航空類、飯店類、旅行社之總營業收入之間呈現顯著正向關係，表示台灣旅遊業對陸客的依賴性。由於政黨再次輪替，陸客來台人次減少可能從暫時現象變成常態，長期而言，對台灣觀光產業弊大於利。

最後則是中美貿易談判問題，袁淑芳及陳宥橙(2018)在中美貿易談判「301 條款」研究中，其篩選的樣本包括可能受衝擊之公司，如南亞、台橡、正新、鴻海、台積電、大立光，共計 6 個樣本公司、產業類股指數及大盤加權指數，並以市場風險調整模型及平均報酬調整模型建立預估報酬模型。實證結果顯示：(1)中美貿易談判訊息公布時，台灣市場與各產業有異常報酬發生。(2)中美貿易談判訊息公布時，對我國與中國公司具

有上下游關係之公司產生異常報酬。(3)第一個與第三個事件日為不可預期事件，而數據顯示，類股指數與個股的異常報酬相對於可預期事件—第二個事件日更加顯著。(4)事件日發生後約一週內，類股指數及个股將對事件產生異常報酬。(5)在三個事件日的市場指數模型數據顯示，个股在事件日都有顯著的異常報酬，也代表著事件發生前，市場提前收到資訊，並產生異常報酬反應。表示部分事件有資訊漏損現象。中美貿易談判對於台灣具有顯著性影響，整個市場與各個產業的影響並不是直接受到衝擊，但對於在中國具有上下游製造關係的產業影響尤鉅。

二、 政策性事件相關文獻

大陸旅遊新法自 2013 年 10 月 1 日起實施，對台灣觀光產業與總體經濟息息相關，洪家珍(2013)以台灣觀光類股為研究對象，實證結果顯示：(1)利率走勢水準向上與觀光類股股價表現呈現負相關。(2)匯率走勢與觀光類股股價表現呈現負相關。(3)國民所得走勢與觀光產業股價表現呈現正相關。(4)油價走勢與觀光類股表現呈現負相關。(5)經濟成長率高低與觀光類股表現呈現正相關。(6)存有異常報酬的觀光產業高低分別為：飯店類股 > 遊園類股 > 航空類股 > 其他觀光產業類股股價。市場消息面對於股價有雖有異常報酬，隨著時間拉長則效應相對遞減。經過約 6 個月的時間，其股價所擁有異常報酬率回歸基本面的表現。

接著是兩岸經濟合作架構協議(ECFA)對台灣股價的影響，黃對(2013)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。

央行降息的事件是否對股市有所影響，在張曉琴(2017)的研究中，是以 2015 的五次降息為對象，用常數均值模型計算正常收益率，並用 t 檢驗對異常收益率進行統計檢驗。發現在股市穩定時時，央行的降息政符對股市的影響在短期是正向的，但在股市劇烈波動時，這個事件僅在 $[-4,4]$ 事件期內對股市有負向且短期的影響，因此央行在股市動蕩時期制定降息政策時，應持審慎的態度。

一例一休是蔡英文總統在 2016 年所推動勞工工作日數的改革政策，目的在於讓臺灣勞工全面落實「周休二日」。吳庭維(2018)利用事件研究法與 OLS 多元迴歸模型探討一例一休法案對台灣觀光類股績效之影響，研究檢定樣本為台灣上市與上櫃之觀光類股，採用事件研究法，為日資料，日期為一例一休宣告日 2016 年 12 月 23 日前後各五個交易日為事件觀察期。並利用資本資產定價模型之市場指數調整模型預測股價，分別計算平均異常報酬與累積異常報酬去檢定一例一休法案對觀光產業股價績效，而在 OLS 多元迴歸，將觀光產業分類成旅館與非旅館作探討，分析日期為 2016 年 1 月 1 至 2018 年 3 月 16 止，先利用 ADF 單根檢定檢驗實證資料，確認變數是否為定態，再進行 Durbin-Watson Test 檢定誤差項是否存在自我相關，最後，即是多元迴歸模型證實結果分析與探討。實證結果顯示，在事件研究法中，有部分天數平均異常報酬率與平均累積異常報酬率

具有負向顯著，本實證資料支持一例一休法案宣告與實施對觀光產業相關公司之股價波動有負向影響；而在多元迴歸模型的結果顯示，新制勞動基準法上路，新制勞基法再次的修法及中國限制來台旅遊團的數量確實對觀光產業類之旅館業股價有負向且顯著的影響；而在非旅館業方面，新制勞基法再次的修法及中國限制來台旅遊團數量則對股價有正向且顯著的影響。此外，整個觀光產業而言，黃金價格對整體的股價有正向且顯著的影響。

政府在 2016 年除了提出一例一休，更對台灣的觀光政策提出新南向政策。劉珮瑗(2019)認為，這個事件的事件日當日，觀光類股股價並未有顯著之異常報酬率產生，表示股票價格未充分反應已公開之訊息，台灣股票市場不符合半強勢效率市場。此外，事件日當日，不論上市或上櫃，股價異常報酬率皆為負值，顯示出資訊有外露現象，內部人或法人透過特殊管道提早取得資訊進場佈局，並於事件日當日獲利了結。新南向政策的開放使來台旅客人數上升，然而人數增加與外匯收入並沒有呈現正比，從營收數據得知，多數公司於 2015 年後開始呈現下降趨勢，其原因除了政策開放不久，推廣成效尚未明顯反應之外，東南亞觀光客的消費能力仍然落後陸客，由此可知，透過增加東南亞觀光客彌補陸客減少的損失，還有許多進步的空間。認為政府在 2016 年提出新南向政策，這個事件的事件日當日，觀光類股股價並未有顯著之異常報酬率產生，表示股票價格未充分反應已公開之訊息，台灣股票市場不符合半強勢效率市場。此外，事件日當日，不論上市或上櫃，股價異常報酬率皆為負值，顯示出資訊有外露現象，內部人或法人透過特殊管道提早取得資訊進場佈局，並於事件日當日獲利了結。新南向政策的開放使來台旅客人數上升，然而人數增加與外匯收入並沒有呈現正比，從營收數據得知，多數公司於 2015 年後開始呈現下降趨勢，其原因除了政策開放不久，推廣成效尚未明顯反應之外，

東南亞觀光客的消費能力仍然落後陸客，由此可知，透過增加東南亞觀光客彌補陸客減少的損失，還有許多進步的空間。

2.4 金融領域之相關文獻

事件研究法源起於金融領域，藉由金融市場的數據分析某一特定事件對該公司價值的影響。以下就事件研究法運用在金融領域的相關文獻做整理。

除了台灣的上市公司以外，國外很少有公司在短期間持續多次買回庫藏股的案例，台灣的上市公司會在短期間持續多次買回庫藏股的理由，是因為政府主管當局對於買回庫藏股的法令規定。詹錦宏(2012)採用事件研究法探討台灣上市公司持續買回庫藏股的訊號效果，衡量台灣上市公司在持續買回庫藏股的各次宣告與實際買回的行為中，是否會因為宣告買回次數的差異而有不同的訊號效果。同時，也進一步驗證持續買回庫藏股的行為是否隱涵公司股價被低估之效率市場假說。本研究的主要發現如下：

(1)當公司宣告與執行買回庫藏股時，股東會得到正的顯著異常報酬。(2)隨著公司宣告與執行買回庫藏股的次數增加，買回庫藏股的訊號效果逐漸減弱，雖然統計上差異並不顯著。(3)研究結果無法支持公司在宣告與執行買回庫藏股時存在所謂的小型股效應。由於台灣對於公司買回庫藏股的法令有異於其他國家之相關規定，則不討論公司買回庫藏股對股價所產生的長期效果，聚焦在公司持續買回庫藏股時，每次實施後對股價的立即影響。研究的結果發現，公司持續多次買回庫藏股的行為，並無法連續地每次都傳遞正面的訊號至股市，持續買回庫藏股的行為反而會在股票市場中創造一些「雜訊」。因此，若上市公司的經營者嘗試利用持續買回庫藏股的宣告去操縱股價，結果很可能會適得其反。

權證的價值與股價的漲跌具有絕對相關，投資人往往參考標的股價的走勢做為是否購買權證的參考依據。由於發行證券商不僅為投資人的交易

對手，同時具有造市者的角色，據此合理地推測證券商在發行權證時為了達到發行及造市的目的，可能對標的股價進行干預的行為。然而隨著權證市場參與者愈來愈多，證券商是否仍需達到造市功能而進行股價干預，為值得探討的議題。徐暉綸(2015)主要以電子類股之權證為例，探討權證發行後，標的證券是否產生異常報酬的現象，做為佐證證券商干預市場之造市行為的依據。實證結果也能特別看出大立光及聯發科有明顯的顯著性，表示其有操作的行為，而台積電及聯電比較下較無操作的行為產生，針對此點可能是台積電及聯電皆屬權值較大的個股，在操作上成本相對較前二者高，因此券商不必然願意採取操作標的股價之策略。整體而言，權證發行券商在發行權證前後時可能會有操作股價的行為。

專利侵權訴訟宣告研究發現近十年來專利訴訟案件有爆發性的成長，然而探討專利侵權訴訟和市場反應的理論缺口仍然存在。彭玉樹、林煜恩及楊宜蓁(2015)為了瞭解專利侵權訴訟宣告是否對被告廠商和其競爭廠商之股價和交易量產生影響。以 1997-2008 年 78 個與台灣廠商相關的專利訴訟案件為調查對象，研究發現專利侵權訴訟宣告將對被告廠商之股價和交易量帶來負面影響。除此之外，也觀察到被告廠商之競爭廠商的股價和交易量亦呈現與其相似的走勢，此一現象顯示來自專利侵權訴訟資訊之信號發射效果(蔓延效果)遠大於競爭效果。

台灣期貨交易所於 2001 年 12 月 24 日在國內發行首檔選擇權商品—「台指選擇權」以來，我國選擇權集中市場開始蓬勃發展。王煥騰(2019)以台指選擇權為研究標的，研究期間自 2017 年 1 月至 2019 年 4 月，利用台指選擇權之標的指數期貨日資料、每日結算價、到期日、及無風險利率等反推出隱含波動率，以價性指標取自然對數以了解各選擇權之價內、價平、價外之程度，以探究各價性指標下隱含波動率之變化。結論如下：(1)台指選擇權隨著價性指標愈趨價內及價外時，其隱含波動率

大致愈高，呈現波動率微笑現象。(2)隱含波動率曲線並非對稱，最低點位於執行價格高於標的價格之處，顯示台指選擇權亦有波動率嘻笑現象。(3)波動率嘻笑現象在事件後更加明顯，似乎顯示投資人在事件後崩盤恐懼症更加嚴重。(4)事件發生前，隨著越靠近事件日，其隱含波動率曲線越高，似乎顯示投資人在事前已有警覺。(5)事件發生後，時間隨著離事件日越來越遠，隱含波動率曲線也越來越低，冷笑現象也越來越不明顯。

綜合以上文獻，事件研究法運用在災難事件、政策性事件乃至於金融領域，都能清楚看出特定事件對一個公司的價值影響，其研究過程具簡單及明瞭的邏輯線索。



第三章 研究設計

本研究探討大陸停止來台自由行為事件對台灣觀光類股股價的影響，綜合文獻可知觀光產業與之關係相當密切。採用事件研究法，以 108 年 8 月 1 日停止來台自由行為事件日進行分析，分析這個事件對於台灣觀光類股是否會產生異常報酬現象，平均異常報酬率及平均累積異常報酬率是否顯著異於零。接著計算各股獲利能力及相關分析，再以不同事件發生做比較，以達研究的客觀及完整性。其細項說明如次。

3.1 研究架構

本研究除了以事件研究法分析，探討當某一事件發生時，是否會引起股價的異常變動，即是否會產生異常報酬率(abnormal returns)外，再加以分析各股獲利能力並檢定，最後再以” 2013 年大陸旅遊新法實施” 這個事件，和本研究事件做異同處的比較。其主要架構如下：

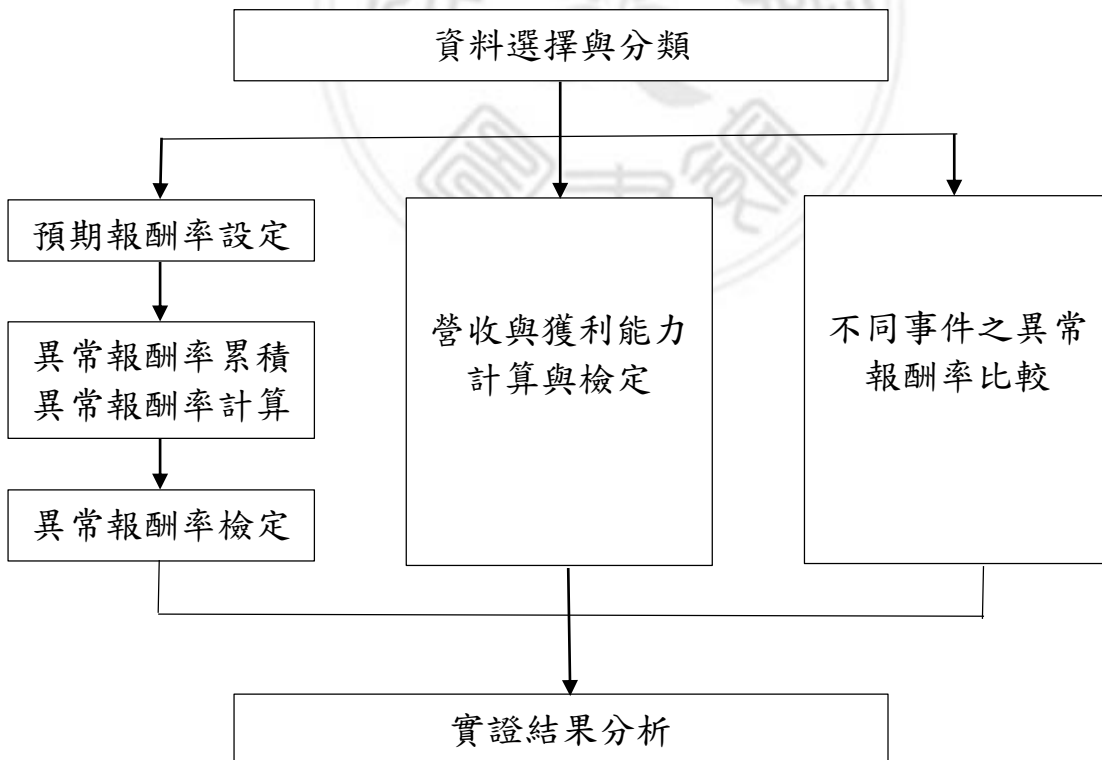


圖 3.1 研究架構

3.2 研究範圍

3.2.1 研究取樣

本研究以台灣上市上櫃觀光產業為研究對象，又因顧及企業之穩健性及相關性，故以旅遊相關產業及上市上櫃五年以上之公司為選擇對象。其中上市公司包含：萬企(2701)、華園(2702)、國賓(2704)、六福(2705)、第一店(2706)、晶華(2707)、遠雄來(2712)、夏都(2722)、王品(2727)、雄獅(2731)、鳳凰(5706)共 11 家；上櫃公司包含：安心(1259)、晶悅(2718)、燦星旅(2719)、瓦城(2729)、易飛網(2734)、富驛-KY(2724)、亞都(5703)、寶得利(5301)、力麗店(5364)、劍湖山(5701)、老爺知(5704)、洛基(8077)共 12 家，共計 23 個研究樣本。

3.2.2 事件日選定

事件研究法要先確定研究事件之時間點，即事件日的確定。而事件日定義為市場接收到該事件相關資訊的時間點，而非該事件實際發生的時間點。本研究為中方於 108 年 7 月 31 日宣布自 108 年 8 月 1 日起停止大陸來台自由行，故事件日即為 108 年 8 月 1 日 ($t=0$)。

3.2.3 設定估計期

估計期的選定並無客觀標準，以日資料而言，通常建議選定為 100~300 天，本研究以事件日前 20 天~前 120 天為估計期 ($t=-20\sim t=-120$)。

3.2.4 設定事件期

事件期越長越能掌握事件對股價所產生的變化，但同樣會受到其他事件的干擾也就越高，造成統計檢定力下降。參考國內外研究，本研究將以

事件日前 10 天到事件日後 100 天為事件期 ($t=-10\sim t=100$)。時間線圖形如圖 3.2 所示：

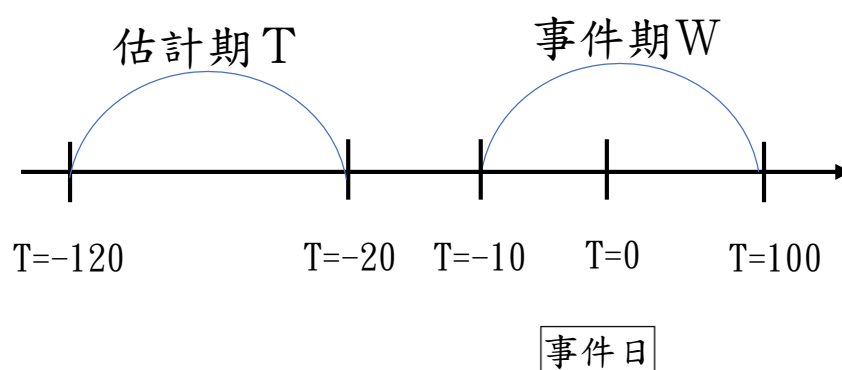


圖 3.2：事件日、估計期與事件期

3.3 股票報酬率之預期模式

根據目前文獻顯示，股票報酬率預期模式的種類相當多。本研究以風險調整法模式 (Market Model 市場模式) 來計算股票之報酬率。市場模式是以估計期資料，利用普通最小平方法 (Ordinary Least Square；簡稱 OLS) 建立以下迴歸模式

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

其中， $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ ：為估計參數；

$$\varepsilon_{it} : \text{為誤差項且 } \varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2) \quad (2)$$

經過最小平方法即可以得到估計值，因此事件期 E 期的預期報酬率為

$$E(\hat{R}_{iE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE} \quad (3)$$

3.4 計算平均異常報酬率、累積平均異常報酬率

異常報酬是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率，亦即

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad (4)$$

其中， AR_{iE} 為 i 公司在事件期 E 之異常報酬率， R_{iE} 為實際報酬率與 $E(\hat{R}_{iE})$ 為預期報酬率，而且依據研究目的所選擇的預期模式而有所差異。文獻上，異常報酬一辭亦稱為超額報酬(excess return)、預測誤差(prediction error)與殘差(residual)。

事件研究法的精神在於探討某事件對股票報酬之影響，但若僅觀察 AR_{iE} 是無法得到任何結論，因為每家公司在估計過程中存在許多不確定因素，例如事件日中，除了研究者感興趣的事件之外，尚有許多非研究事件的干擾事件，將造成股價之變動等。因此

$$AR_{iE} = \text{研究事件引起之報酬} + \text{干擾事件引起的報酬} \quad (5)$$

那該如何去除這些擾事件所造成之影響呢?沈中華與李建然(2000)建議將所有樣本的異常報酬率平均，可降低這些干擾對股票報酬的影響。因此欲進行統計檢定之前，必須先計算平均異常報酬率(average AR; 簡稱

AAR)，定義為

$$AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE} \quad (6)$$

其中， N 為公司個數， AR_{iE} 為事件期第 i 家公司的異常報酬率。

除此之外，研究者會依其目的或是某種因素，累積事件期之異常報酬率，稱為累積平均異常報酬率(cumulative AAR; 簡稱 CAAR)。累積平均異常報酬率定義如下

$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AAR_E \quad (7)$$

許多文獻將個別證券異常報酬率標準化(standardized)後，計算平均異常報酬率以及累積平均異常報酬率。其目的是將異常報酬率的分配轉換為標準常態分配，以符合齊一分配(identical distribution)之條件。Zibart(1985)指出此作法將有助於提高檢定異常報酬率之能力，尤其是在股價對某些事件反應較弱的情況之下。

3.5 異常報酬率檢定

檢定時，可考慮有母數檢定與無母數檢定。有母數檢定是以常態分配作為理論基礎，通常假定異常報酬率為常態分配。無母數檢定則不需要對異常報酬率作任何分配的假設。因此，在許多日常報酬率並非常態分配的情況之下，為增加結論的穩健性(robustness)，可考慮無母數檢定。

一般來說，我們所關心的是橫斷面的平均異常報酬率或是累積平均異常報酬率是否顯著異於零，因此儘管各別證券的異常報酬率可能不是常態分配，根據中央極限定理(Central Limit Theorem)，只要橫斷面的個別證券異常報酬率為獨立且齊一(independent and identical)的分配，當樣本量越大即保證樣本橫斷面平均異常報酬率趨近於常態分配。因此，傳統有母數檢定法會有不錯的檢定力。若對於樣本異常報酬率分配有所疑慮時，不能符合有母數檢定假設時，不妨使用無母數檢定以提高研究結論的穩健性。

3.5.1 平均異常報酬率之檢定

1. 傳統法 t 值計算法

根據 Brown 與 Warner(1985)，檢定事件期某一期 E 之 AAR 是否顯著異於零，計算如下

$$t = \frac{AAR_E}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}} \quad (8)$$

其中， \hat{S}_i^2 為估計期之殘差變異數。而若採用 GARCH 市場模式，模式之假設將會與傳統法互相抵觸，因此未列入考慮。

2. 普通橫斷面法

此方法常見於事件研究法當中，主要精神就是要克服報酬率的變異數位事件影響而改變的問題，因此以估計期的變異數推估事件期異常報酬率

的變異數便沒有太大意義。考慮以橫斷面的個別證券異常報酬率之變異數作為平均異常報酬率之變異數，計算如下

$$t = \frac{AAR_E}{\sqrt{Var(AAR_E)}} = \frac{AAR_E}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (AR_{iE} - AAR_E)^2}} \quad (9)$$

GARCH 市場模式的計算方式則如下

$$t = \frac{AAR_E}{\sqrt{Var(AAR_E)}} = \frac{AAR_E}{\sqrt{\frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N Var(AR_{iE})}} \quad (10)$$

其中， $Var(AR_{iE})$ 則是根據 GARCH 模式計算出的條件變異數。

3. 標準化殘差法

Patell(1976)首先推出，透過修正事件期異常報酬率的變異數，並在計算平均異常報酬率之前，先將個別證券之異常報酬率標準化，計算如下

$$t = \frac{ASAR_E}{\sqrt{Var(ASAR_E)}} = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{iE}}{\sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{T_i - 2}{T_i - 4}}} \quad (11)$$

其中， T_i 為*i*公司估計期的期數，亦即 $T_i = t_2 - t_1$ 。 SAR_{iE} 為*i*公司在事件期*E*之標準化異常報酬率計算公式如下

$$SAR_{iE} = \frac{AR_{iE}}{\hat{S}_i \sqrt{1 + \frac{1}{T_i} + \frac{(R_{mE} - \bar{R}_{mi})^2}{\sum_{j=t_1}^{t_2} (R_{mj} - \bar{R}_{mi})^2}}} \quad (12)$$

4. 標準橫斷面法

此方法是先將個別證券異常報酬率進行標準化，計算事件期*E*平均異常報酬，計算如下

$$t = \frac{ASAR_E}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SAR_{iE} - ASAR_E)^2}} \quad (13)$$

5. 符號檢定法

此為常用的無母數檢定法，主要就是觀察事件期橫斷面的個別證券異常報酬率正負比例是否顯著異於 0.5。理論上，若研究的事件對股價無影響時，那橫斷面個別證券異常報酬率正負的比例應該是各佔 50%，計算方式如下

$$t = |p - \frac{1}{2}| \left[\frac{\frac{1}{2}}{\frac{1}{N}} \right]^{-\frac{1}{2}} \quad (14)$$

其中， p 為事件期 E ，異常報酬率大於零的樣本個數佔總樣本的百分比。

3.5.2 累積平均異常報酬率之檢定

基本上，欲檢定累積異常報酬率的方式與平均異常報酬率想法是類似的，目前除了沈中華與李建然(2000)，文獻上鮮少有詳細的說明與討論，以下將僅列舉計算方式。

1. 傳統法 t 值計算法

$$t = \frac{ACAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{\text{Var}(ACAR_{\tau_1, \tau_2})}} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \frac{\sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} \left(\frac{AR_{iE}}{\hat{S}_i} \right)}{\sqrt{m}} \quad (15)$$

其中， $m = \tau_2 - \tau_1 + 1$ 。

2. 普通橫斷面法

$$t = \frac{ACAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{\text{Var}(ACAR_{\tau_1, \tau_2})}} = \frac{ACAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(CAR_{i, \tau_1, \tau_2} - \sum_{j=1}^N \frac{CAR_{j, \tau_1, \tau_2}}{N} \right)^2}} \quad (17)$$

3. 標準化殘差法

$$t = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} \left(\frac{SAR_{iE}}{\sqrt{m}} \right)}{\left[\sum_{i=1}^N \frac{T_i - 2}{T_i - 4} \right]^{\frac{1}{2}}} \quad (18)$$

4. 標準化橫斷面法

$$t = \frac{ASCAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{Var(ASCAR_{\tau_1, \tau_2})}} = \frac{ASCAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SCAR_{i, \tau_1, \tau_2} - \sum_{j=1}^N \frac{SCAR_{i, \tau_1, \tau_2}}{N} \right)^2}} \quad (19)$$

5. 符號檢定法

該公式與均異常報酬率的計算方法相同，僅需改變觀察樣本，亦即 CAR_{i, τ_1, τ_2} 與 CAR_{i, τ_1, τ_2} 大於零的觀察值個數佔總數的比例即可。

本研究異常報酬率之檢定及累積異常報酬率之檢定均採用「普通橫斷面法」來檢定。

3.6 營收狀況及獲利能力分析

獲利能力是大多數投資人重視的一項重要指標，在財務報表中我們會查看各類股營業收入淨額、營業利益率及毛利率等，以下就針對這三項指標進行說明。

3.6.1 營業收入淨額

營業收入淨額是指因經常營業活動而銷售產品或提供勞務等所獲得之收入，再扣除營業收入退回及折讓所得到的淨額，我們稱為營業收入淨額。

3.6.2 營業利益率

營業利益率為公司每創造 1 元的營收所能得到的獲利，它將整個過程中所耗用的一切成本均列入考量，因此在關注本業的獲利能力時，營業利益率便為重要指標，更是檢視一個公司管理能力的一環。當營業利益率發生變動時，通常代表著公司體質發生轉變，例如：新產品效益出現、規模經濟量顯現或是管理能力的提升等等，這些公司體質轉佳的效益都會顯示在營業利益率的數字中。公式如下：

$$\text{營業利益率} = \frac{(\text{營業收入} - \text{營業成本} - \text{營業費用})}{\text{營業收入}} \times 100\% \quad (3-20)$$

3.6.3 毛利率

營業毛利率有時被簡稱為銷售毛利或毛利率，是指企業在一定時期內創造的毛利與營業收入之間的比值。這個值越大，說明企業的收益性越高，同樣的一件商品，從中得到的利潤就越多，它是代表一個公司競爭力的一項重要指標。毛利率的提升，公司的競爭力相對的就提高，股價當然也會跟著提高。公式如下：

$$\text{毛利率} = \frac{(\text{營業收入} - \text{營業成本})}{\text{營業收入}} \times 100\% \quad (3-21)$$

第四章實證結果分析

本研究分別依據第三章所敘述之研究步驟，針對中國政府於 108 年 8 月 1 日停止人民來台自由行這個事件發生，採用台灣經濟新報(TEJ)的事件研究法模式進行分析。以 108 年 8 月 1 日為事件日，主要探討這個法令頒定後，是否會影響台灣上市櫃股價的異常變動，而產生異常報酬率 (abnormal returns; 簡稱 AR)，這個資訊可以瞭解證券的價格與特定事件是否會有關聯性。利用統計方法檢定異常報酬率是否為零。虛無假設為 $H_0: E(R_i|event) - E(R_i) = 0$ ，其中 $E(R_i|event)$ 與 $E(R_i)$ 分別代表有無事件發生之下的期望報酬率，藉以明瞭事件是否對公司股價造成影響。

接著再以台灣股市資訊網、證交所的資料進行各旅遊類股近年來營業收入、營業利益率與毛利率的相關分析，以探討公司規模大小與其營業表現的關係。另外再和 2013 年大陸旅遊新法實施這個事件做異同處分析，以期獲得研究之客觀性及完整性。

本研究將上市櫃旅遊類股依其業務型態區分為飯店類、餐飲類、旅行社、其他類等四類，分類如下：

飯店類：華園、第一店、遠雄來、夏都、晶悅、富驛-KY、力麗店、亞都、老爺知、洛基等十家。

餐飲類：國賓、晶華、王品、安心、瓦城等五家。

旅行社：雄獅、燦星旅、易飛網、鳳凰等四家。

其他類：萬企、六福、寶得利、劍湖山等四家。

4.1 平均異常報酬率與累積平均異常報酬率檢定

4.1.1 異常報酬分析

(1)由表 4.1、表 4.2 及圖 4.1 得知，在事件日前 3 日至事件日後 3 日，這連續 7 天皆有單日負向平均異常報酬率發生；事件日前第 7 天及事件日後第 6、7、8、9、11、13、15 日，也都有單日負向平均異常報酬率之發生，其中事件日當天($t=0$)來到單日最高-1.8186。

(2)由表 4.3 及圖 4.2 得知，事件日前第 6、5、2、1 有負向累積平均異常報酬率出現；事件日當天一直到本研究之事件日第 100 天，皆有負向累積平均異常報酬率出現。

4.1.2 檢定結果

- (1)事件日($t=0$)存在著極高(95%)的顯著水準。
- (2)根據表 4.1，95%顯著水準下：事件日前第 6 日、事件日後第 1、2 日，AAR 具有顯著性。
- (3)根據表 4.2，95%顯著水準下：事件日後第 1、20 日，CAAR 具有顯著性。
- (4)根據表 4.2，95%顯著水準下：事件日後第 5、10、12、13、14、18、19 日，CAAR 具有顯著性。
- (5)根據表 4.2，99%顯著水準下：事件日後第 2、3、4、6、7、8、9、11、15、16、17 日，CAAR 具有顯著性。

綜合以上分析得知，事件日(-3~+3)連續七天都有單日負向平均報酬率出現；事件日當天一直到本研究之事件日第 100 天，皆有負向累積平均異常報酬率出現，可見得這個事件對旅遊類股的負向影響很深，應該與該事件事出突然（中國政府於 108 年 7 月 31 日才宣佈）令投資人卻步有關。

表 4.1：大陸停止來台自由行對台灣上市櫃觀光股股價異常報酬檢定

代碼	公司	事件日	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3
2701	萬企	20190801	-0.42	0.31	0.69	-0.78	-0.40	0.31	0.35	0.31
2702	華園	20190801	-0.64	-4.23	-2.25	-1.75	-0.55	0.23	0.98	1.62
2704	國賓	20190801	-1.37	-0.05	0.22	-0.62	0.11	-0.31	0.55	-0.32
2705	六福	20190801	0.11	0.23	-0.61	-0.97	-0.74	0.01	-0.43	-0.51
2706	第一店	20190801	-0.72	0.83	1.74	-1.66	-1.06	-0.41	0.20	0.54
2707	晶華	20190801	0.50	-1.74	-3.58	-0.11	-3.15	1.11	0.36	-0.95
2712	遠雄來	20190801	-0.74	1.93	-0.82	-2.27	0.03	0.91	-1.39	0.01
2722	夏都	20190801	-0.18	-0.04	-0.24	-2.32	0.59	-0.09	0.38	0.70
2727	王品	20190801	-0.15	-0.95	-0.38	-0.72	-0.12	-0.14	1.52	-0.17
2731	雄獅	20190801	0.76	0.14	0.25	0.14	-0.80	0.49	-0.05	0.20
5706	鳳凰	20190801	0.09	0.68	0.83	-0.52	-0.98	0.45	0.14	0.07
1259	安心	20190801	0.20	0.62	-0.56	-0.12	-0.15	0.16	-0.30	0.03
2718	晶悅	20190801	-0.64	5.82	-0.28	-3.33	-7.16	-1.76	1.64	-0.56
2719	燦星旅	20190801	1.34	0.38	-4.72	0.42	0.04	7.08	1.00	1.23
2724	富驛-KY	20190801	3.57	2.96	2.57	-4.55	1.01	-4.28	1.82	-0.05
2729	瓦城	20190801	-2.39	-1.01	0.03	-2.56	-0.64	-0.98	1.28	-0.34
2734	易飛網	20190801	0.49	9.30	9.61	9.48	1.15	3.12	-1.35	1.24
5301	寶得利	20190801	-0.40	-0.99	-0.58	-0.08	-0.82	-0.24	-0.06	-0.39
5364	力麗店	20190801	0.08	0.03	3.34	-0.01	-0.05	0.07	-0.02	0.10
5701	劍湖山	20190801	0.84	-0.50	-1.68	-1.07	-0.12	0.19	0.03	-3.54
5703	亞都	20190801	2.86	-0.16	-2.82	3.17	-2.48	1.68	0.33	0.11
5704	老爺知	20190801	-0.46	0.02	0.06	-0.21	-1.85	0.18	-0.32	0.30
8077	洛基	20190801	0.54	0.30	2.47	-1.71	0.14	0.78	-0.95	-0.03
平均異常報酬率 AR(AAR)			0.14	0.60	0.14	-0.53	-0.78	0.37	0.25	-0.02
橫斷面統計量			0.54	1.11	0.25	-0.95	-2.19	0.90	1.38	-0.09
Prob. Value			0.59	0.27	0.81	0.34	0.03	0.37	0.17	0.93
平均累積異常報酬率 CAR(CAAR)			0.14	0.75	0.89	0.36	-0.42	-0.05	0.20	0.18
橫斷面統計量(累積)			0.54	1.16	0.82	0.25	-0.27	-0.03	0.12	0.11
Prob. Value			0.59	0.25	0.41	0.80	0.79	0.98	0.90	0.91

表 4.1：大陸停止來台自由行對台灣上市櫃觀光股股價異常報酬檢定(續)

代碼	公司	事件日	-2	-1	0	1	2	3	4	5
2701	萬企	20190801	-0.41	-0.41	-0.75	-0.74	-1.14	-0.40	0.34	0.68
2702	華園	20190801	-0.69	-0.94	-6.91	-2.63	-0.89	1.73	0.44	0.59
2704	國賓	20190801	-0.22	-0.21	-1.64	-0.69	-0.30	-0.10	0.00	-0.12
2705	六福	20190801	0.06	-0.32	-1.44	-1.45	-0.24	0.14	1.35	0.50
2706	第一店	20190801	-1.04	-0.42	-2.36	-0.43	-2.74	-0.46	0.23	0.56
2707	晶華	20190801	-0.54	-0.04	-4.75	-3.84	0.44	0.88	-2.82	-1.65
2712	遠雄來	20190801	1.90	-3.26	-2.23	2.03	-5.47	2.74	0.30	1.67
2722	夏都	20190801	-0.09	-2.71	1.03	0.48	0.37	0.58	-0.75	-0.03
2727	王品	20190801	-0.44	-0.15	-2.10	-0.52	0.80	0.70	0.36	0.52
2731	雄獅	20190801	-0.45	-0.21	-0.66	0.31	0.25	-0.01	-0.78	0.40
5706	鳳凰	20190801	-0.27	1.58	-0.93	-1.37	-0.79	-0.66	0.55	1.14
1259	安心	20190801	-0.61	0.20	0.02	-1.03	0.03	-0.10	-0.04	0.88
2718	晶悅	20190801	0.35	0.52	0.49	0.04	-0.09	-2.87	-0.43	1.36
2719	燦星旅	20190801	3.84	-3.03	-9.97	0.96	-1.18	-1.99	1.11	5.25
2724	富驛-KY	20190801	-0.95	-0.11	-5.42	-6.58	-0.51	-0.02	1.27	-0.26
2729	瓦城	20190801	-0.13	0.15	0.06	-1.29	-1.46	-0.05	1.02	-0.60
2734	易飛網	20190801	-2.69	-2.77	-2.36	-2.71	-10.23	0.22	0.10	-0.80
5301	寶得利	20190801	-0.41	-0.05	-2.91	-2.90	0.48	-1.10	-1.51	-1.83
5364	力麗店	20190801	0.06	0.02	-0.07	-0.31	-0.03	-8.50	7.46	-2.26
5701	劍湖山	20190801	2.54	1.74	-0.05	1.21	0.66	-1.17	-2.60	0.65
5703	亞都	20190801	-6.93	0.00	1.97	-0.15	-0.10	0.11	0.01	0.30
5704	老爺知	20190801	-2.45	2.98	-0.76	-0.60	-0.44	2.35	-0.04	-0.98
8077	洛基	20190801	-0.79	-0.54	-0.09	0.19	-1.86	1.64	1.57	-2.10
平均異常報酬率 AR(AAR)			-0.45	-0.35	-1.82	-0.96	-1.06	-0.28	0.31	0.17
橫斷面統計量			-1.09	-1.12	-3.19	-2.48	-2.11	-0.60	0.78	0.52
Prob. Value			0.28	0.26	0.00	0.01	0.03	0.55	0.44	0.60
平均累積異常報酬率 CAR(CAAR)			-0.27	-0.62	-2.43	-3.39	-4.46	-4.73	-4.42	-4.25
橫斷面統計量(累積)			-0.17	-0.41	-1.60	-2.14	-3.35	-3.79	-3.33	-3.13
Prob. Value			0.87	0.68	0.11	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00

表 4.1：大陸停止來台自由行對台灣上市櫃觀光股股價異常報酬檢定(續)

代碼	公司	事件日	-2	-1	0	1	2	3	4	5
2701	萬企	20190801	-0.41	-0.41	-0.75	-0.74	-1.14	-0.40	0.34	0.68
2702	華園	20190801	-0.69	-0.94	-6.91	-2.63	-0.89	1.73	0.44	0.59
2704	國賓	20190801	-0.22	-0.21	-1.64	-0.69	-0.30	-0.10	0.00	-0.12
2705	六福	20190801	0.06	-0.32	-1.44	-1.45	-0.24	0.14	1.35	0.50
2706	第一店	20190801	-1.04	-0.42	-2.36	-0.43	-2.74	-0.46	0.23	0.56
2707	晶華	20190801	-0.54	-0.04	-4.75	-3.84	0.44	0.88	-2.82	-1.65
2712	遠雄來	20190801	1.90	-3.26	-2.23	2.03	-5.47	2.74	0.30	1.67
2722	夏都	20190801	-0.09	-2.71	1.03	0.48	0.37	0.58	-0.75	-0.03
2727	王品	20190801	-0.44	-0.15	-2.10	-0.52	0.80	0.70	0.36	0.52
2731	雄獅	20190801	-0.45	-0.21	-0.66	0.31	0.25	-0.01	-0.78	0.40
5706	鳳凰	20190801	-0.27	1.58	-0.93	-1.37	-0.79	-0.66	0.55	1.14
1259	安心	20190801	-0.61	0.20	0.02	-1.03	0.03	-0.10	-0.04	0.88
2718	晶悅	20190801	0.35	0.52	0.49	0.04	-0.09	-2.87	-0.43	1.36
2719	燦星旅	20190801	3.84	-3.03	-9.97	0.96	-1.18	-1.99	1.11	5.25
2724	富驛-KY	20190801	-0.95	-0.11	-5.42	-6.58	-0.51	-0.02	1.27	-0.26
2729	瓦城	20190801	-0.13	0.15	0.06	-1.29	-1.46	-0.05	1.02	-0.60
2734	易飛網	20190801	-2.69	-2.77	-2.36	-2.71	-10.23	0.22	0.10	-0.80
5301	寶得利	20190801	-0.41	-0.05	-2.91	-2.90	0.48	-1.10	-1.51	-1.83
5364	力麗店	20190801	0.06	0.02	-0.07	-0.31	-0.03	-8.50	7.46	-2.26
5701	劍湖山	20190801	2.54	1.74	-0.05	1.21	0.66	-1.17	-2.60	0.65
5703	亞都	20190801	-6.93	0.00	1.97	-0.15	-0.10	0.11	0.01	0.30
5704	老爺知	20190801	-2.45	2.98	-0.76	-0.60	-0.44	2.35	-0.04	-0.98
8077	洛碁	20190801	-0.79	-0.54	-0.09	0.19	-1.86	1.64	1.57	-2.10
平均異常報酬率 AR(AAR)			-0.45	-0.35	-1.82	-0.96	-1.06	-0.28	0.31	0.17
橫斷面統計量			-1.09	-1.12	-3.19	-2.48	-2.11	-0.60	0.78	0.52
Prob. Value			0.28	0.26	0.00	0.01	0.03	0.55	0.44	0.60
平均累積異常報酬率 CAR(CAAR)			-0.27	-0.62	-2.43	-3.39	-4.46	-4.73	-4.42	-4.25
橫斷面統計量(累積)			-0.17	-0.41	-1.60	-2.14	-3.35	-3.79	-3.33	-3.13
Prob. Value			0.87	0.68	0.11	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00

表 4.1：大陸停止來台自由行對台灣上市櫃觀光股股價異常報酬檢定(續)

代碼	公司	事件日	6	7	8	9	10	11	12	13
2701	萬企	20190801	0.72	-0.01	0.31	-0.77	0.30	0.34	-0.06	1.08
2702	華園	20190801	1.28	-2.14	-0.17	1.07	-0.10	1.64	-0.61	-0.49
2704	國賓	20190801	0.28	2.02	-1.26	0.57	0.33	0.30	-0.07	-0.18
2705	六福	20190801	0.49	0.02	1.24	-2.80	0.33	0.74	0.01	-0.31
2706	第一店	20190801	0.22	0.55	0.23	-0.76	0.56	0.52	-0.10	-0.44
2707	晶華	20190801	-1.32	3.60	-0.78	-1.54	2.39	-0.81	0.93	0.81
2712	遠雄來	20190801	-0.07	-0.84	-0.17	-8.68	-0.31	1.83	1.96	9.37
2722	夏都	20190801	0.25	-0.46	-0.07	-0.23	-0.18	0.21	-0.08	2.08
2727	王品	20190801	-0.49	0.60	-0.93	-0.52	-0.32	-0.58	0.22	-0.12
2731	雄獅	20190801	-0.80	-1.60	-0.17	0.28	-0.52	-0.10	-0.32	-0.75
5706	鳳凰	20190801	0.08	0.14	-0.15	0.60	-0.47	-0.47	0.06	0.57
1259	安心	20190801	0.64	-1.77	0.27	1.31	-0.07	-0.32	-0.25	0.44
2718	晶悅	20190801	-0.30	-0.33	-3.30	0.19	-0.74	-1.63	1.65	-1.11
2719	燦星旅	20190801	0.58	-3.14	2.64	4.92	8.12	-4.65	0.92	-9.69
2724	富驛-KY	20190801	-0.07	0.68	-0.38	0.37	-0.17	-0.46	-0.24	0.18
2729	瓦城	20190801	-0.93	-0.41	-1.75	-3.44	-1.97	-4.29	-0.41	-1.21
2734	易飛網	20190801	-5.40	-2.64	-0.42	1.05	-0.04	-3.25	9.48	0.54
5301	寶得利	20190801	-10.51	1.93	-9.01	-1.82	0.59	-0.50	-0.94	-0.72
5364	力麗店	20190801	-0.52	-0.03	0.07	0.00	0.09	-0.05	0.07	-0.01
5701	劍湖山	20190801	-1.62	4.51	-2.02	0.19	2.38	-0.21	0.20	-0.01
5703	亞都	20190801	-2.74	-1.81	0.08	0.16	0.12	0.57	0.07	3.95
5704	老爺知	20190801	-0.17	-0.61	0.19	-0.26	0.11	-1.17	-0.05	-0.25
8077	洛基	20190801	-2.80	-0.21	2.77	-3.11	5.03	-0.55	0.13	-5.64
平均異常報酬率 AR(AAR)			-1.01	-0.08	-0.56	-0.58	0.67	-0.56	0.55	-0.08
橫斷面統計量			-1.91	-0.22	-1.18	-1.12	1.53	-1.67	1.28	-0.12
Prob. Value			0.06	0.83	0.24	0.26	0.13	0.09	0.20	0.90
平均累積異常報酬率 CAR(CAAR)			-5.26	-5.35	-5.90	-6.48	-5.80	-6.36	-5.82	-5.90
橫斷面統計量(累積)			-3.59	-4.07	-3.62	-3.56	-2.93	-3.32	-2.84	-2.97
Prob. Value			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

表 4.1：大陸停止來台自由行對台灣上市櫃觀光股股價異常報酬檢定(續)

代碼	公司	事件日	14	15	16	17	18	19	20	.....	100
2701	萬企	20190801	-0.06	-0.05	0.38	-0.43	-0.07	0.33	0.27	.....	-0.03
2702	華園	20190801	0.45	-0.49	0.21	-0.10	-0.48	-0.36	0.10	.....	0.16
2704	國賓	20190801	-0.31	-0.03	0.39	-0.02	-0.09	0.00	-0.30	.....	0.23
2705	六福	20190801	0.00	-0.77	-0.20	0.10	0.60	-0.08	-0.04	.....	-0.93
2706	第一店	20190801	-0.74	-0.10	-1.75	1.54	-0.44	-0.79	-0.08	.....	-0.43
2707	晶華	20190801	2.63	-1.50	0.10	-0.47	0.25	-0.47	-0.20	.....	-0.08
2712	遠雄來	20190801	-0.69	-6.79	2.94	1.55	1.29	9.09	8.83	.....	0.44
2722	夏都	20190801	-0.24	-0.40	-0.05	2.07	-0.13	3.71	-0.08	.....	-1.09
2727	王品	20190801	-0.12	-0.42	0.58	0.10	0.01	-0.26	-0.17	.....	-0.27
2731	雄獅	20190801	-0.45	-1.27	-0.11	-0.22	0.41	-0.20	0.61	.....	0.05
5706	鳳凰	20190801	-0.10	-0.18	-0.33	0.27	-0.10	-0.70	0.22	.....	0.41
1259	安心	20190801	-1.15	-0.07	-0.26	0.42	-0.70	-0.16	-0.38	.....	0.43
2718	晶悅	20190801	-0.49	0.40	-3.63	2.10	-0.66	0.32	-1.20	.....	-0.22
2719	燦星旅	20190801	1.31	-9.68	0.22	-1.02	1.25	3.18	7.20	.....	9.04
2724	富驛-KY	20190801	-2.70	-0.13	3.98	1.95	-0.29	1.31	-0.70	.....	-0.09
2729	瓦城	20190801	-0.49	1.60	-0.21	1.31	-1.39	-0.09	-1.18	.....	0.85
2734	易飛網	20190801	1.58	-1.48	3.35	-2.22	-0.38	-1.87	2.54	.....	1.04
5301	寶得利	20190801	0.05	-0.33	-0.56	-0.70	-0.32	-0.40	0.37	.....	-0.08
5364	力麗店	20190801	-0.17	0.05	0.00	0.02	-3.14	0.83	-0.36	.....	-5.15
5701	劍湖山	20190801	-0.78	-0.94	1.38	-0.49	-0.90	0.04	0.40	.....	1.10
5703	亞都	20190801	-3.90	3.82	-0.08	0.02	7.05	-8.00	0.25	.....	-0.04
5704	老爺知	20190801	-3.28	0.03	-0.34	-0.25	4.33	-0.10	0.59	.....	-2.21
8077	洛碁	20190801	0.00	-1.26	-0.15	1.84	-3.85	1.87	0.36	.....	-2.28
平均異常報酬率 AR(AAR)			-0.42	-0.87	0.26	0.32	0.10	0.31	0.74	.....	0.04
橫斷面統計量			-1.42	-1.60	0.78	1.37	0.22	0.53	1.47	.....	0.07
Prob. Value			0.16	0.11	0.43	0.17	0.83	0.60	0.14	.....	0.94
平均累積異常報酬率			-6.32	-7.19	-6.93	-6.61	-6.52	-6.20	-5.46	.....	-7.30
橫斷面統計量(累積)			-3.18	-3.78	-3.45	-3.36	-3.20	-3.00	-2.38	.....	-1.36
Prob. Value			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	.....	0.17

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

表 4.2：2019/08/01 事件期內平均異常報酬率(AAR)檢定

事件日	AAR	橫斷面統計量	P-value
-10	0.1415	0.5417	0.588
-9	0.6036	1.1066	0.2685
-8	0.1438	0.246	0.8057
-7	-0.5286	-0.9544	0.3399
-6	-0.782	-2.1937	0.0283 *
-5	0.3715	0.903	0.3665
-4	0.2484	1.3796	0.1677
-3	-0.0179	-0.0874	0.9303
-2	-0.4497	-1.0905	0.2755
-1	-0.3469	-1.1197	0.2628
0	-1.8186	-3.1913	0.0014 **
1	-0.9574	-2.4844	0.013 *
2	-1.0627	-2.1117	0.0347 *
3	-0.2771	-0.6041	0.5458
4	0.3104	0.7761	0.4377
5	0.1685	0.518	0.6045
6	-1.0085	-1.9078	0.0564
7	-0.0837	-0.2188	0.8268
8	-0.5558	-1.1811	0.2376
9	-0.5751	-1.1198	0.2628
10	0.6726	1.5251	0.1272
11	-0.5605	-1.6714	0.0946
12	0.5475	1.2768	0.2017
13	-0.083	-0.1204	0.9042
14	-0.42	-1.4195	0.1558
15	-0.8685	-1.5981	0.11
16	0.255	0.7823	0.434
17	0.32	1.3714	0.1702
18	0.0978	0.2187	0.8269
19	0.3137	0.5262	0.5987
20	0.7411	1.4692	0.1418
⋮	⋮	⋮	⋮
100	0.04	0.07	0.94

說明：「*」Pr<0.05；「**」Pr<0.01；「***」Pr<0.001。

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

表 4.3 : 2019/08/01 事件期內累積平均異常報酬率(CAAR)檢定

事件日	CAAR	橫斷面統計量	P-value
-10	0.1415	0.5417	0.588
-9	0.7452	1.1579	0.2469
-8	0.889	0.8164	0.4143
-7	0.3604	0.2493	0.8031
-6	-0.4217	-0.2715	0.786
-5	-0.0502	-0.0298	0.9762
-4	0.1982	0.1238	0.9015
-3	0.1803	0.1074	0.9145
-2	-0.2694	-0.1657	0.8684
-1	-0.6163	-0.4124	0.68
0	-2.4349	-1.6007	0.1094
1	-3.3923	-2.1374	0.0326 *
2	-4.455	-3.3537	0.0008 ***
3	-4.7321	-3.7874	0.0002 ***
4	-4.4217	-3.3291	0.0009 ***
5	-4.2533	-3.13	0.0017 **
6	-5.2617	-3.5895	0.0003 ***
7	-5.3455	-4.072	0.0000 ***
8	-5.9012	-3.6188	0.0003 ***
9	-6.4764	-3.5578	0.0004 ***
10	-5.8038	-2.9321	0.0034 **
11	-6.3643	-3.3223	0.0009 ***
12	-5.8169	-2.8375	0.0045 **
13	-5.8998	-2.9743	0.0029 **
14	-6.3198	-3.1754	0.0015 **
15	-7.1883	-3.7785	0.0002 ***
16	-6.9333	-3.4494	0.0006 ***
17	-6.6134	-3.3622	0.0008 ***
18	-6.5156	-3.1997	0.0014 **
19	-6.2019	-3.0022	0.0027 **
20	-5.4608	-2.3786	0.0174 *
⋮	⋮	⋮	⋮
100	-7.2981	-1.3597	0.1739

說明：「*」Pr<0.05；「**」Pr<0.01；「***」Pr<0.001。

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

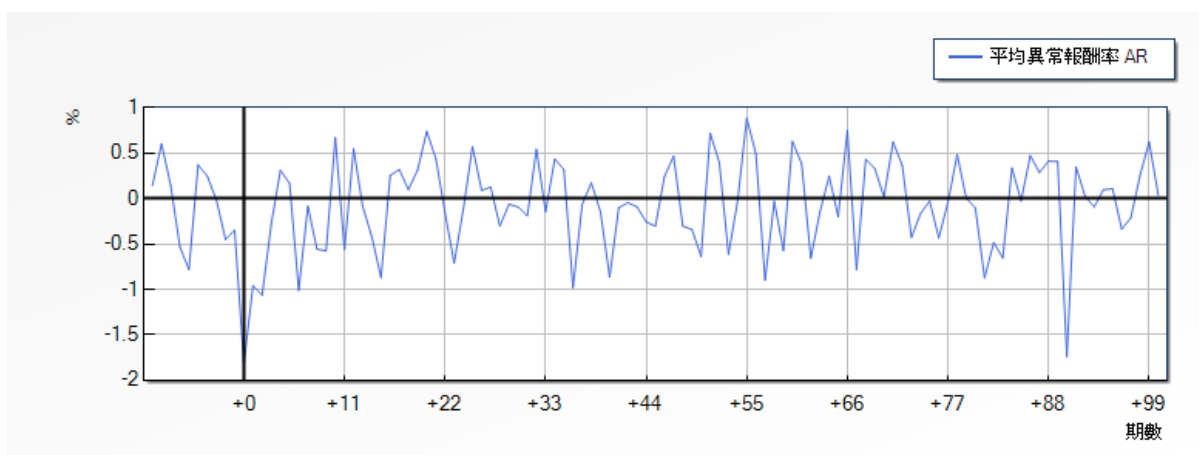


圖 4.1：平均異常報酬率 AAR
資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

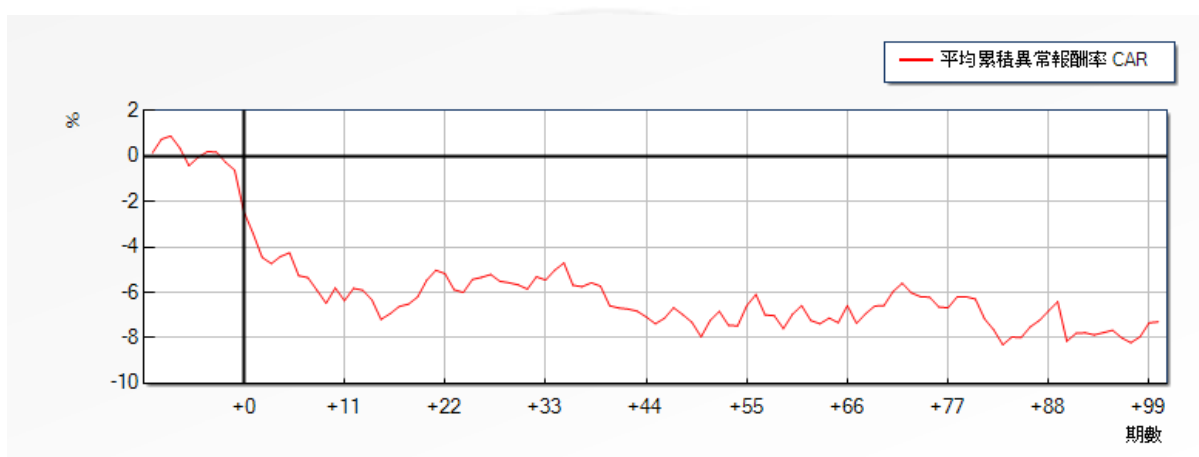


圖 4.2：累積平均異常報酬率 CAAR
資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

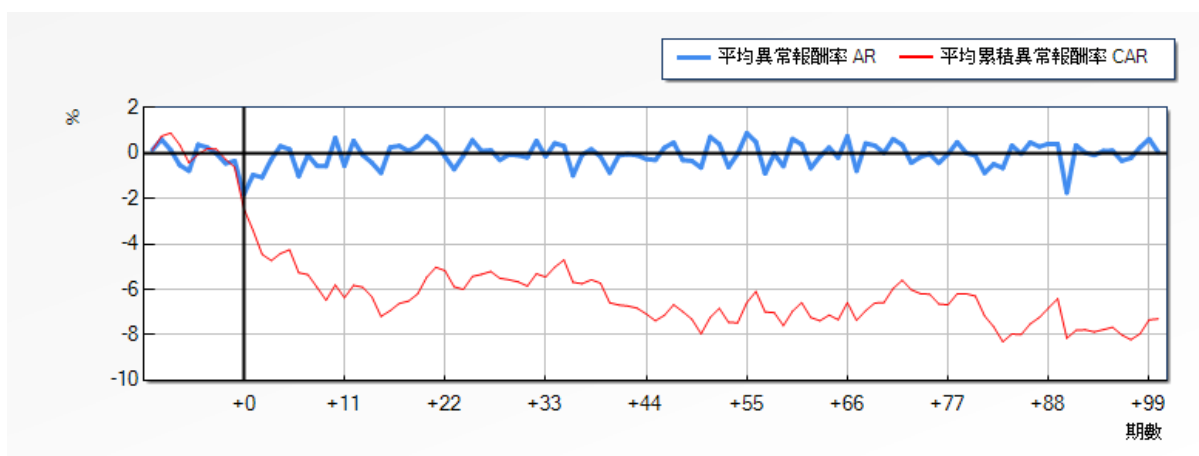


圖 4.3：平均(累積)異常報酬率 AAR, CAAR
資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

4.1.3 異常報酬與股本的相關分析

股本越大的公司，在外流通股數相對的較多，本預期對於整個股票市場較不易被人為炒作而產生劇烈變化，但從表 4.4 可以看到，股本的大小和事件發生當天有著中度負相關，具顯著性。可見得當不利消息產生時，人為炒作並非造成股價下跌的主要因素，甚至如果大公司對於該事件的依賴性更強，更容易使投資人產生更恐懼的心理，而造成較大的跌幅。

表 4.4：異常報酬與股本的相關分析

		股本	事件 前 1 日	事件日	事件 後 1 日	事件 後 2 日	事件 後 3 日
股本	Pearson 相關性	1	-0.180	-.524*	-0.265	-0.037	0.115
事件 前 1 日	Pearson 相關性	-0.180	1	0.126	-0.217	.415*	-0.190
事件日	Pearson 相關性	-.524*	0.126	1	.497*	0.270	-0.103
事件 後 1 日	Pearson 相關性	-0.265	-0.217	.497*	1	0.368	0.005
事件 後 2 日	Pearson 相關性	-0.037	.415*	0.270	0.368	1	-0.054
事件 後 3 日	Pearson 相關性	0.115	-0.190	-0.103	0.005	-0.054	1

說明：「*」Pr<0.05。

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

4.2 各類股異常報酬率分析

4.2.1 飯店類股異常報酬率

表 4.5 可看出飯店類股從事件日前二天到事件日後第九天（事件日後第四天除外），都有負向平均異常報酬率發生，而且以遠雄來（2712）在事件日後第九天來到-8.68%，以及富驛-KY（2724）事件日後第九十天來到-11.1052%影響最為嚴重。在事件日後，遠雄來的異常報酬率略有異動，但均在-2~+2 之間浮動（2019/8/5 股價下跌 4.85%，AR 為-5.47%），唯獨 8/14 來到 -8.68%的高峰，原因是 2019/8/13 遠雄來正好公布 2019 年第 2 季綜合損益表，每股虧損 0.07 元，當期損益來到 -19,190（千元），也連帶影響了隔日的股價。而富驛-KY 是以『輕資產』方式經營，本身不實際擁有飯店所有權，僅以租賃方式經營，在旅遊前景看好的狀態下，這樣的經營方式可以很迅速的拓展版圖，但一旦旅遊前景不看好的狀態下，極容易與屋主產生產權糾紛，很容易影響到企業本身的經營體質。在 2019/11 月底，財報揭示股東借款餘額新台幣 5,000,000 元、美金 4,226,221.07 元（折合新台幣約 128,920,874 元）及新台幣 736,000 元（折合新台幣約 16,442,240 元），自結負債比率高達 99.45%，這樣的財務狀況也影響了事件日 +90 時的 AAR。

表 4.5：2019/08/01 事件期內平均異常報酬率(AAR)-飯店類股

事件日	華園	第一店	遠雄來	夏都	晶悅	富驛 -KY	力麗店	亞都	老爺知	洛基	AAR%
-10	-0.64	-0.72	-0.74	-0.18	-0.64	3.57	0.08	2.86	-0.46	0.54	0.37
-9	-4.23	0.83	1.93	-0.04	5.82	2.96	0.03	-0.16	0.02	0.30	0.75
-8	-2.25	1.74	-0.82	-0.24	-0.28	2.57	3.34	-2.82	0.06	2.47	0.38
-7	-1.75	-1.66	-2.27	-2.32	-3.33	-4.55	-0.01	3.17	-0.21	-1.71	-1.46
-6	-0.55	-1.06	0.03	0.59	-7.16	1.01	-0.05	-2.48	-1.85	0.14	-1.14
-5	0.23	-0.41	0.91	-0.09	-1.76	-4.28	0.07	1.68	0.18	0.78	-0.27
-4	0.98	0.20	-1.39	0.38	1.64	1.82	-0.02	0.33	-0.32	-0.95	0.27
-3	1.62	0.54	0.01	0.70	-0.56	-0.05	0.10	0.11	0.30	-0.03	0.27
-2	-0.69	-1.04	1.90	-0.09	0.35	-0.95	0.06	-6.93	-2.45	-0.79	-1.06
-1	-0.94	-0.42	-3.26	-2.71	0.52	-0.11	0.02	0.00	2.98	-0.54	-0.45
0	-6.91	-2.36	-2.23	1.03	0.49	-5.42	-0.07	1.97	-0.76	-0.09	-1.43
1	-2.63	-0.43	2.03	0.48	0.04	-6.58	-0.31	-0.15	-0.60	0.19	-0.80
2	-0.89	-2.74	-5.47	0.37	-0.09	-0.51	-0.03	-0.10	-0.44	-1.86	-1.18
3	1.73	-0.46	2.74	0.58	-2.87	-0.02	-8.50	0.11	2.35	1.64	-0.27
4	0.44	0.23	0.30	-0.75	-0.43	1.27	7.46	0.01	-0.04	1.57	1.01
5	0.59	0.56	1.67	-0.03	1.36	-0.26	-2.26	0.30	-0.98	-2.10	-0.11
6	1.28	0.22	-0.07	0.25	-0.30	-0.07	-0.52	-2.74	-0.17	-2.80	-0.49
7	-2.14	0.55	-0.84	-0.46	-0.33	0.68	-0.03	-1.81	-0.61	-0.21	-0.52
8	-0.17	0.23	-0.17	-0.07	-3.30	-0.38	0.07	0.08	0.19	2.77	-0.07
9	1.07	-0.76	-8.68	-0.23	0.19	0.37	0.00	0.16	-0.26	-3.11	-1.12
10	-0.10	0.56	-0.31	-0.18	-0.74	-0.17	0.09	0.12	0.11	5.03	0.44
11	1.64	0.52	1.83	0.21	-1.63	-0.46	-0.05	0.57	-1.17	-0.55	0.09
12	-0.61	-0.10	1.96	-0.08	1.65	-0.24	0.07	0.07	-0.05	0.13	0.28
13	-0.49	-0.44	9.37	2.08	-1.11	0.18	-0.01	3.95	-0.25	-5.64	0.76
14	0.45	-0.74	-0.69	-0.24	-0.49	-2.70	-0.17	-3.90	-3.28	0.00	-1.18
15	-0.49	-0.10	-6.79	-0.40	0.40	-0.13	0.05	3.82	0.03	-1.26	-0.49
16	0.21	-1.75	2.94	-0.05	-3.63	3.98	0.00	-0.08	-0.34	-0.15	0.11
17	-0.10	1.54	1.55	2.07	2.10	1.95	0.02	0.02	-0.25	1.84	1.07
18	-0.48	-0.44	1.29	-0.13	-0.66	-0.29	-3.14	7.05	4.33	-3.85	0.37
19	-0.36	-0.79	9.09	3.71	0.32	1.31	0.83	-8.00	-0.10	1.87	0.79
20	0.10	-0.08	8.83	-0.08	-1.20	-0.70	-0.36	0.25	0.59	0.36	0.77
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
90	0.61	0.23	-2.79	-0.34	-6.02	-11.11	-8.46	-0.46	1.33	0.32	-2.67
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
100	0.16	-0.43	0.44	-1.09	-0.23	-0.09	-5.15	-0.04	-2.20	-2.28	-1.09

資料來源：本研究及台灣經濟新報(TEJ)

4.2.2 餐飲類股異常報酬率

表 4.6 中餐飲類股在整個事件日前 10 天就開始有負向異常報酬率發生，而事件日當天則是來到最高-1.68%。以單一類股來說，則是晶華(2707)在事件日當天-4.75%來到最高。證交所 2019/07/18 公告晶華股票 2019/07/17 最近六個營業日之借券賣出成交量占最近六個營業日總成交量比率 17.10%，且 2019/07/17 借券賣出成交量較最近六十個營業日之日平均借券賣出成交量放大為 10.93 倍本日收盤價 178.00 元，本益比為 15.56，借券賣出將於產生實際賣出行為時，對股價產生賣壓，容易使得股價下跌，使股票面臨短期籌碼不安定現象，也確實造成事件日『-8、-6』產生 -3.58%、-3.15% 的異常報酬率。

由於中國政府禁止人民來台自由行，此政策一出預估飯店將流失 5%~6%的客源，事件日當日也因反映消息面，產生了 -4.75% 的異常報酬率。但由於陸客本身僅佔晶華的 8 至 10%，對下半年度客房營收影響不大，加上日韓貿易戰有升高趨勢，許多原本要去韓國短期旅遊的日客，便轉到台灣旅遊，而日客住房比重增加恰好補足大陸自由行旅客的減少。面對突襲式的宣布暫停陸客自由行，業者擔心的並不是限縮的數量，而是限縮政策的時效。

表 4.6：2019/08/01 事件期內平均異常報酬率(AAR)-餐飲類股

事件日	國賓	晶華	王品	安心	瓦城	AAR%
-10	-1.37	0.50	-0.15	0.20	-2.39	-0.64
-9	-0.05	-1.74	-0.95	0.62	-1.01	-0.63
-8	0.22	-3.58	-0.38	-0.56	0.03	-0.85
-7	-0.62	-0.11	-0.72	-0.12	-2.56	-0.83
-6	0.11	-3.15	-0.12	-0.15	-0.64	-0.79
-5	-0.31	1.11	-0.14	0.16	-0.98	-0.03
-4	0.55	0.36	1.52	-0.30	1.28	0.68
-3	-0.32	-0.95	-0.17	0.03	-0.34	-0.35
-2	-0.22	-0.54	-0.44	-0.61	-0.13	-0.39
-1	-0.21	-0.04	-0.15	0.20	0.15	-0.01
0	-1.64	-4.75	-2.10	0.02	0.06	-1.68
1	-0.69	-3.84	-0.52	-1.03	-1.29	-1.47
2	-0.30	0.44	0.80	0.03	-1.46	-0.10
3	-0.10	0.88	0.70	-0.10	-0.05	0.27
4	0.00	-2.82	0.36	-0.04	1.02	-0.30
5	-0.12	-1.65	0.52	0.88	-0.60	-0.19
6	0.28	-1.32	-0.49	0.64	-0.93	-0.36
7	2.02	3.60	0.60	-1.77	-0.41	0.81
8	-1.26	-0.78	-0.93	0.27	-1.75	-0.89
9	0.57	-1.54	-0.52	1.31	-3.44	-0.72
10	0.33	2.39	-0.32	-0.07	-1.97	0.07
11	0.30	-0.81	-0.58	-0.32	-4.29	-1.14
12	-0.07	0.93	0.22	-0.25	-0.41	0.09
13	-0.18	0.81	-0.12	0.44	-1.21	-0.05
14	-0.31	2.63	-0.12	-1.15	-0.49	0.11
15	-0.03	-1.50	-0.42	-0.07	1.60	-0.08
16	0.39	0.10	0.58	-0.26	-0.21	0.12
17	-0.02	-0.47	0.10	0.42	1.31	0.27
18	-0.09	0.25	0.01	-0.70	-1.39	-0.39
19	0.00	-0.47	-0.26	-0.16	-0.09	-0.20
20	-0.30	-0.20	-0.17	-0.38	-1.18	-0.45
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
100	0.23	-0.08	-0.27	0.43	0.85	0.23

資料來源：本研究及台灣經濟新報(TEJ)

4.2.3 旅行社類股異常報酬率

旅行社類股則是從事件日前一天到事件日後三天有連續的負向平均異常報酬率，一樣是在事件日當天-3.48 來到最高，而以單一類股來說，則是易飛網(2734)在事件日後二天-10.23 來到最高。易飛網自結財務資訊，108/6 月營收較前年同時大增 21.92%、5、6 月份亦較前年增加 18.27%，股市在 108/7 月已反應該項訊息，當月漲幅達到 40%。然而事件日時，政策面的影響對於旅遊業來說，仍是一個不確定的因素，在事件日當天及隔天，AR 均來到 -2.36 及 -2.71，事件日第二日即來到 -10.23 的高點，應是反應 108/7 月份的漲幅修正，而後 AR 便漸趨平緩。燦星旅在事件日前第 8 天，實有異常 AR 來到 -4.72，不過該公司營運狀況也深受母公司影響，原本態勢就不佳，更在 2019/7/17 連公司稽核主管都求去，更隱約透露出公司體質面的不尋常。燦星旅也是在事件日前後受影響較大的一家公司，同時也在 2020/4/30 不敵新冠疫情，處分超過 50% 的股權。

表 4.7：2019/08/01 事件期內平均異常報酬率(AAR)-旅行社類股

事件日	雄獅	燦星旅	易飛網	鳳凰	AAR%
-10	0.76	1.34	0.49	0.09	0.67
-9	0.14	0.38	9.30	0.68	2.63
-8	0.25	-4.72	9.61	0.83	1.50
-7	0.14	0.42	9.48	-0.52	2.38
-6	-0.80	0.04	1.15	-0.98	-0.15
-5	0.49	7.08	3.12	0.45	2.79
-4	-0.05	1.00	-1.35	0.14	-0.06
-3	0.20	1.23	1.24	0.07	0.69
-2	-0.45	3.84	-2.69	-0.27	0.11
-1	-0.21	-3.03	-2.77	1.58	-1.11
0	-0.66	-9.97	-2.36	-0.93	-3.48
1	0.31	0.96	-2.71	-1.37	-0.70
2	0.25	-1.18	-10.23	-0.79	-2.99
3	-0.01	-1.99	0.22	-0.66	-0.61
4	-0.78	1.11	0.10	0.55	0.25
5	0.40	5.25	-0.80	1.14	1.50
6	-0.80	0.58	-5.40	0.08	-1.38
7	-1.60	-3.14	-2.64	0.14	-1.81
8	-0.17	2.64	-0.42	-0.15	0.47
9	0.28	4.92	1.05	0.60	1.71
10	-0.52	8.12	-0.04	-0.47	1.77
11	-0.10	-4.65	-3.25	-0.47	-2.12
12	-0.32	0.92	9.48	0.06	2.54
13	-0.75	-9.69	0.54	0.57	-2.33
14	-0.45	1.31	1.58	-0.10	0.58
15	-1.27	-9.68	-1.48	-0.18	-3.15
16	-0.11	0.22	3.35	-0.33	0.78
17	-0.22	-1.02	-2.22	0.27	-0.80
18	0.41	1.25	-0.38	-0.10	0.30
19	-0.20	3.18	-1.87	-0.70	0.10
20	0.61	7.20	2.54	0.22	2.64
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
100	0.05	9.04	1.04	0.41	2.63

資料來源：本研究及台灣經濟新報(TEJ)

4.2.4 其他類股異常報酬率

從表 4.8 可知，其他類股在整個事件期內有三分之二有負向異常報酬率發生，而事件日第六天的平均異常報酬率來到最高-2.73%，它是受到寶得利當天-10.51%的影響。寶得利（5301）原位在台經營以中客團為主的購物店，在事件日發生前期，其實已受大環境中方來台旅遊消減之影響，已經呈現多日的 AR，在事件日後，仍維持一個定量的 AR，同時寶得利於 2019/8/13 決議減資四億多元，減資比率達 32.36%，也因此反映在隔日（事件日 +6）股票交易市場跌停，形成 -10.51% 的高度負向 AR。

在中客團消失後，寶得利也開始思維改變營運策略，在 2019 年關閉台灣購物店，朝餐飲發展，可惜今年 2020 年初又受新冠肺炎影響，營運面屢受衝擊，期間透過減資、私募，希望能在疫情過後回歸正常營運。

表 4.8：2019/08/01 事件期內平均異常報酬率(AAR)-其他類股

事件日	萬企	六福	寶得利	劍湖山	AAR%
-10	-0.42	0.11	-0.40	0.84	0.03
-9	0.31	0.23	-0.99	-0.50	-0.24
-8	0.69	-0.61	-0.58	-1.68	-0.55
-7	-0.78	-0.97	-0.08	-1.07	-0.73
-6	-0.40	-0.74	-0.82	-0.12	-0.52
-5	0.31	0.01	-0.24	0.19	0.07
-4	0.35	-0.43	-0.06	0.03	-0.03
-3	0.31	-0.51	-0.39	-3.54	-1.03
-2	-0.41	0.06	-0.41	2.54	0.45
-1	-0.41	-0.32	-0.05	1.74	0.24
0	-0.75	-1.44	-2.91	-0.05	-1.29
1	-0.74	-1.45	-2.90	1.21	-0.97
2	-1.14	-0.24	0.48	0.66	-0.06
3	-0.40	0.14	-1.10	-1.17	-0.63
4	0.34	1.35	-1.51	-2.60	-0.61
5	0.68	0.50	-1.83	0.65	0.00
6	0.72	0.49	-10.51	-1.62	-2.73
7	-0.01	0.02	1.93	4.51	1.61
8	0.31	1.24	-9.01	-2.02	-2.37
9	-0.77	-2.80	-1.82	0.19	-1.30
10	0.30	0.33	0.59	2.38	0.90
11	0.34	0.74	-0.50	-0.21	0.09
12	-0.06	0.01	-0.94	0.20	-0.20
13	1.08	-0.31	-0.72	-0.01	0.01
14	-0.06	0.00	0.05	-0.78	-0.20
15	-0.05	-0.77	-0.33	-0.94	-0.52
16	0.38	-0.20	-0.56	1.38	0.25
17	-0.43	0.10	-0.70	-0.49	-0.38
18	-0.07	0.60	-0.32	-0.90	-0.17
19	0.33	-0.08	-0.40	0.04	-0.03
20	0.27	-0.04	0.37	0.40	0.25
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
100	-0.03	-0.93	-0.08	1.10	0.01

資料來源：本研究及台灣經濟新報(TEJ)

4.3 觀光類股獲利能力與股本之關聯性

4.3.1 股本與營收月增率關聯性分析

受到陸客停止來台自由行事件影響，從表 4.10~表 4.13 可以看到，從 108 年 8 月到 12 月，各類股營業收入月增率為負數的比例看起來很高，旅行社類 70% > 其他類為 65% > 餐飲類 52% > 飯店類 48%，以營業收入來說影響最深的是旅行業者，而以單一公司來看，影響最嚴重的為燦星旅，從八月開始營業收入一路往下滑，可見得陸客停止來台這個事件，讓台灣旅遊業從八月以後的營業收入明顯減少許多。

由圖 4.4 看到 108 年 8~12 月觀光類股的股本和其營收月增率，似乎股本愈大對於營業收入來說相對穩定，股本較小的企業好像震動幅度較大，但透過相關係數分析得知（表 4.9）這二者之間為低度正相關（0.135），顯著性為 0.583，並無顯著的關聯性。可見得股本的多寡對營業收入來說，可能會有些微的影響，但不會影響太多，可能還是得視其營業項目而定。例如：飯店業者，雖然受到陸客減少的衝擊，但因政府祭出秋冬旅遊補貼飯店住宿，所以飯店業者影響相對較輕微。

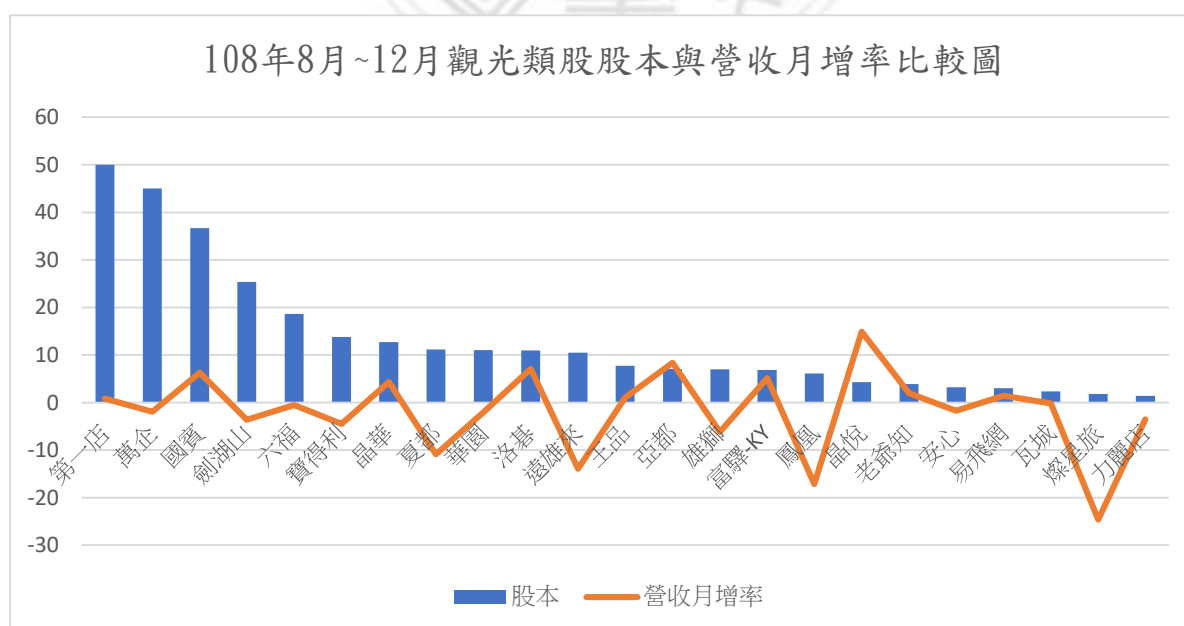


圖 4.4：108 年 8~12 月觀光類股股本與營收月增率比較圖

表 4.9：2019 年 8~12 月各觀光類股股本與營收月增率相關係數

		股本	營收月增率
股本	皮爾森 (Pearson) 相關性	1	0.135
	顯著性 (雙尾)		0.538
營收月增 率	皮爾森 (Pearson) 相關性	0.135	1
	顯著性 (雙尾)	0.538	

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

表 4.10：飯店類 2019 年 1~12 月營業收入及營收月增率

名稱	華園		第一店		遠雄來		夏都		晶悅	
	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率
108/01	76,763	-16.02%	27,496	-7.20%	25,327	-22.00%	48,922	-15.14%	20,100	-17.68%
108/02	91,878	19.69%	27,662	0.60%	38,784	53.13%	66,026	34.96%	16,751	-16.66%
108/03	114,452	24.57%	29,926	8.18%	22,413	-42.21%	53,883	-18.39%	19,764	17.99%
108/04	97,973	-14.40%	28,575	-4.51%	28,008	24.96%	60,216	11.75%	18,361	-7.10%
108/05	148,249	51.32%	29,333	2.65%	29,515	5.38%	58,471	-2.90%	17,214	-6.25%
108/06	143,421	-3.26%	28,793	-1.84%	41,413	40.31%	69,325	18.56%	17,090	-0.72%
108/07	156,869	9.38%	29,575	2.72%	57,299	38.36%	88,515	27.68%	16,156	-5.47%
108/08	150,731	-3.91%	28,696	-2.97%	54,224	-5.37%	82,360	-6.95%	26,652	64.97%
108/09	131,287	-12.90%	26,609	-7.27%	35,405	-34.71%	60,316	-26.77%	13,949	-47.66%
108/10	148,321	12.97%	28,809	8.27%	38,381	8.41%	63,512	5.30%	21,036	50.81%
108/11	131,262	-11.50%	30,711	6.60%	29,352	-23.52%	53,467	-15.82%	20,499	-2.55%
108/12	137,703	4.91%	30,550	-0.52%	25,120	-14.42%	48,030	-10.17%	22,338	8.97%

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

表 4.10：飯店類 2019 年 1~12 月營業收入及營收月增率(續)

名稱	富驛-KY		力麗店		亞都		老爺知		洛基	
	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率
108/01	41,621	-17.63%	34,396	-31.20%	74,668	-8.59%	32,603	-6.03%	97,049	-19.85%
108/02	36,439	-12.45%	45,691	32.84%	66,674	-10.71%	37,091	13.77%	91,280	-5.94%
108/03	47,058	29.14%	38,035	-16.76%	69,897	4.83%	26,759	-27.86%	110,428	20.98%
108/04	50,521	7.36%	41,198	8.32%	59,391	-15.03%	25,832	-3.46%	97,340	-11.85%
108/05	51,014	0.98%	39,957	-3.01%	65,908	10.97%	20,464	-20.78%	100,649	3.40%
108/06	47,508	-6.87%	42,659	6.76%	62,973	-4.45%	23,551	15.09%	92,694	-7.90%
108/07	24,931	-47.52%	56,425	32.27%	57,343	-8.94%	35,512	50.79%	95,916	3.48%
108/08	25,969	4.16%	46,785	-17.08%	67,392	17.52%	31,576	-11.08%	107,832	12.42%
108/09	25,248	-2.78%	41,601	-11.08%	62,962	-6.57%	24,000	-23.99%	93,319	-13.46%
108/10	25,420	0.68%	48,905	17.56%	72,221	14.71%	29,200	21.67%	100,362	7.55%
108/11	27,919	9.83%	43,447	-11.16%	77,286	7.01%	30,823	5.56%	102,255	1.89%
108/12	31,749	13.72%	45,247	4.14%	84,418	9.23%	36,230	17.54%	129,746	26.88%

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

表 4.11：餐飲類 2019 年 1~12 月營業收入及營收月增率

名稱	國賓		晶華		王品		安心		瓦城	
	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率
108/01	298,024	1.51%	640,177	-2.14%	1,388,954	-5.28%	434,403	-0.41%	367,530	-5.16%
108/02	256,959	-13.78%	533,934	-16.60%	1,480,827	6.61%	425,382	-2.08%	496,863	35.19%
108/03	249,825	-2.78%	507,013	-5.04%	1,342,704	-9.33%	442,305	3.98%	386,497	-22.21%
108/04	211,493	-15.34%	478,596	-5.60%	1,203,309	-10.38%	432,786	-2.15%	358,308	-7.29%
108/05	224,344	6.08%	544,474	13.76%	1,452,142	20.68%	473,037	9.30%	429,104	19.76%
108/06	226,259	0.85%	517,069	-5.03%	1,357,864	-6.49%	471,523	-0.32%	429,916	0.19%
108/07	215,876	-4.59%	527,235	1.97%	1,360,605	0.20%	494,332	4.84%	430,156	0.06%
108/08	223,618	3.59%	561,999	6.59%	1,610,051	18.33%	482,921	-2.31%	477,507	11.01%
108/09	232,378	3.92%	525,866	-6.43%	1,237,834	-23.12%	468,247	-3.04%	379,490	-20.53%
108/10	225,714	-2.87%	513,371	-2.38%	1,225,769	-0.97%	467,301	-0.20%	371,701	-2.05%
108/11	261,260	15.75%	552,323	7.59%	1,213,705	-0.98%	440,813	-5.67%	362,681	-2.43%
108/12	289,954	10.98%	641,858	16.21%	1,357,845	11.88%	451,430	2.41%	409,792	12.99%

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

表 4.12：旅行社類 2019 年 1~12 月營業收入營收月增率

名稱	雄獅		燦星旅		易飛網		鳳凰	
	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率
108/01	1,932,837	-0.87%	121,568	12.73%	67,322	-19.03%	91,199	-43.90%
108/02	2,607,481	34.90%	174,596	43.62%	76,698	13.93%	275,944	202.57%
108/03	2,693,361	3.29%	139,901	-19.87%	72,061	-6.05%	150,836	-45.34%
108/04	2,491,970	-7.48%	158,453	13.26%	72,309	0.34%	281,503	86.63%
108/05	2,772,200	11.25%	176,191	11.19%	98,681	36.47%	288,438	2.46%
108/06	2,809,980	1.36%	204,281	15.94%	98,701	0.02%	342,529	18.75%
108/07	2,800,447	-0.34%	221,953	8.65%	85,500	-13.37%	330,183	-3.60%
108/08	2,353,335	-15.97%	164,619	-25.83%	68,224	-20.21%	303,335	-8.13%
108/09	2,569,622	9.19%	116,640	-29.15%	83,800	22.83%	341,103	12.45%
108/10	2,684,773	4.48%	96,259	-17.47%	86,355	3.05%	328,356	-3.74%
108/11	2,484,709	-7.45%	68,654	-28.68%	82,801	-4.12%	172,322	-47.52%
108/12	1,959,681	-21.13%	53,656	-21.85%	87,419	5.58%	105,253	-38.92%

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

表 4.13：其他類 2019 年 1~12 月營業收入營收月增率

名稱	萬企		六福		寶得利		劍湖山	
	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率	營收	月增率
108/01	26,398	-24.98%	152,112	-47.70%	114,562	-7.65%	49,463	9.52%
108/02	28,598	8.33%	180,524	18.68%	105,696	-7.74%	51,615	4.35%
108/03	29,493	3.13%	172,536	-4.42%	238,206	125.37%	36,901	-28.51%
108/04	29,890	1.35%	166,083	-3.74%	214,741	-9.85%	56,476	53.05%
108/05	28,661	-4.11%	158,387	-4.63%	217,719	1.39%	34,706	-38.55%
108/06	31,692	10.58%	162,331	2.49%	135,153	-37.92%	41,876	20.66%
108/07	31,682	-0.03%	221,127	36.22%	113,859	-15.76%	50,908	21.57%
108/08	29,014	-8.42%	222,063	0.42%	112,488	-1.20%	45,127	-11.36%
108/09	28,225	-2.72%	165,885	-25.30%	94,070	-16.37%	44,366	-1.69%
108/10	29,075	3.01%	214,185	29.12%	80,478	-14.45%	50,899	14.73%
108/11	27,279	-6.18%	207,515	-3.11%	84,939	5.54%	44,781	-12.02%
108/12	28,547	4.65%	200,057	-3.59%	88,327	3.99%	41,325	-7.72%

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

4.3.2 股本與營業收入、營業利益率及毛利率之關聯性

接著再以各類股股本和營業收入、營業利益率及毛利率做相關性分析，取 2017 年到 2019 年三年的資料(表 4.14、表 4.15、表 4.16)，以 SPSS 計算相關係數得知其關聯性，資料如表 4.17 所示。分述如下：

表 4.14：2017 年各觀光類股股本、營業收入、營業利益率、毛利率

名稱	股本 (單位:億)	營業收入 (單位:千元)	營業利益率 (%)	毛利率 (%)
第一店	48.70	330	61.98	71.67
萬企	45.00	371	44.01	52.15
國賓	36.70	3,094	13.55	43.38
劍湖山	25.38	662	-14.47	45.93
六福	18.65	3,255	-20.77	16.25
寶得利	13.80	624	-26.01	39.24
晶華	12.70	7,005	18.42	34.16
夏都	10.70	656	17.41	51.47
華園	10.20	1,365	10.07	75.85
洛碁	11.00	1,096	5.60	18.71
遠雄來	10.50	448	4.32	30.97
王品	7.70	15,807	6.43	49.59
亞都	7.02	896	-0.02	30.80
雄獅	7.00	26,784	1.61	11.96
富驛-KY	6.82	757	-17.05	14.79
鳳凰	6.26	2,741	6.85	15.16
晶悅	2.26	222	-3.76	8.64
老爺知	3.89	293	2.64	36.02
安心	3.24	4,919	3.67	26.19
易飛網	3.03	1,231	-7.33	12.61
瓦城	2.33	4,107	9.68	53.32
燦星旅	3.63	2,437	-3.24	13.07
力麗店	1.41	455	-3.24	8.46

資料來源：台灣股市資訊網、證交所及本研究整理

表 4.15：2018 年各觀光類股股本、營業收入、營業利益率、毛利率

名稱	股本 (單位:億)	營業收入 (單位:千元)	營業利益率 (%)	毛利率 (%)
第一店	50.00	330	63.83	73.67
萬企	45.00	365	46.98	55.36
國賓	36.70	2,977	10.75	41.73
劍湖山	25.38	581	-18.00	45.38
六福	18.65	2,025	-6.86	29.50
寶得利	13.80	1,339	-3.16	48.40
晶華	12.70	6,676	16.98	33.72
夏都	11.20	670	-1.60	34.40
華園	10.20	1,170	7.01	80.52
洛基	11.00	1,162	9.31	24.78
遠雄來	10.50	370	-10.36	21.62
王品	7.70	16,286	3.49	46.03
亞都	7.02	824	-6.79	25.61
雄獅	7.00	29,622	0.60	10.74
富驛-KY	6.82	644	-18.39	6.50
鳳凰	6.11	2,918	6.46	13.82
晶悅	2.26	220	-7.48	4.79
老爺知	3.89	328	7.31	36.48
安心	3.24	5,252	3.19	25.84
易飛網	3.03	962	-7.93	16.85
瓦城	2.33	4,301	10.23	53.85
燦星旅	3.63	2,246	-4.64	15.07
力麗店	1.41	501	-6.18	4.68

資料來源：台灣股市資訊網、證交所及本研究整理

表 4.16：2019 年各觀光類股股本、營業收入、營業利益率、毛利率

名稱	股本 (單位:億)	營業收入 (單位:千元)	營業利益率 (%)	毛利率 (%)
第一店	50.00	347	65.07	74.48
萬企	45.00	349	50.19	59.03
國賓	36.70	3,062	6.52	38.67
劍湖山	25.38	548	-18.05	44.03
六福	18.65	2,226	-15.35	20.22
寶得利	13.80	1,595	-23.32	56.25
晶華	12.70	6,398	19.33	33.49
夏都	11.20	753	4.36	39.90
華園	11.00	1,538	14.45	84.70
洛基	11.00	1,219	11.10	26.94
遠雄來	10.50	425	-3.77	26.02
王品	7.70	15,375	3.72	44.45
亞都	7.02	823	-3.30	27.94
雄獅	7.00	30,160	0.44	10.66
富驛-KY	6.82	439	-8.03	18.87
鳳凰	6.13	2,990	6.27	14.10
晶悅	4.26	230	-1.20	12.47
老爺知	3.89	354	10.45	39.27
安心	3.24	5,389	3.18	25.94
易飛網	3.03	973	-8.43	19.36
瓦城	2.33	4,900	9.69	53.00
燦星旅	1.83	1,697	-6.72	14.37
力麗店	1.41	524	-1.13	9.20

資料來源：台灣股市資訊網、證交所及本研究整理

表 4.17：2017~2019 年各觀光類股股本、營業收入、營業利益率、毛利率相關係數

		股本	營業收入	營業利益率	毛利率
股本	皮爾森 (Pearson) 相關性	1	-0.165	.657 ^(**)	.564 ^(**)
營業收入	皮爾森 (Pearson) 相關性	-0.165	1	-0.029	-0.147
營業利益率	皮爾森 (Pearson) 相關性	.657 ^(**)	-0.029	1	.568 ^(**)
毛利率	皮爾森 (Pearson) 相關性	.564 ^(**)	-0.147	.568 ^(**)	1

註：** Pr<0.01。

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究整理

1. 股本與營業收入之關聯性

由表 4.17 可知股本與營業收入雖呈現負相關(-0.165)，但未顯著。某些行業的特性，比如旅行業他們有代收代付的項目（如：機票、票券、訂房……等等），造成其營業收入的總額相對的較高。以雄獅為例，其股本只有七億，但在樣本年度中，卻創造出觀光類股中最高的營業額。因此造成營業收入與股本並無明顯相關性。

2. 股本與營業利益率之關聯性

營業利益率是公司每創造一元的營業收入所能到的獲利，營業利益率為反映一家公司本業獲利能力的指標，比率愈高，表示獲利率越高。由表 4.17 可知營業利益率與股本呈現顯著的正相關(0.657)，一般而言，股本越大的公司，擁有較多的資源、較成熟的管理能力，獲利性較好，穩健度也相對的高。

3. 股本與毛利率之關聯性

毛利率是指每一元銷售收入扣除銷售成本後，有多少錢可以用於各項期間費用和形成盈利。毛利率代表的是產品的成本及收入的關係。由表 4.17 可以看出毛利率與股本呈現明顯正相關(0.568)，也就是股本愈高的公司，對於成本及費用方面控制的能力相對較好，因此能獲得較高的盈利。

4.4 不同事件之異常報酬率分析

再以中國大陸於 2013 年 10 月 1 日開始實施「旅遊法」(以下簡稱事件一)及本研究 109 年 8 月 1 日中國暫停 47 個城市大陸居民赴台個人遊試點(以下簡稱事件二)這二個事件發生，以事件研究法分析其對台灣旅遊業的影響有何異同處。

由表 4.18 發現事件一發生前第五天開始至事件後二十天幾乎都有負向的異常報酬率發生，但幅度都不大；而事件二則是在事件日前三天才有負向異常報酬率直至事件日第 15 日，且幅度相對事件一來得大，可能是因為事件二是在 7 月 31 日當天才公告，事情發生得太突然，8 月 1 日當天投資者心理預期效應完全反應在股票價格上。而事件一在事件發生後三個月異常報酬回歸正常變動，應是大陸旅遊新法衝擊消失，市場回歸基本面(洪家珍，2014)。

表 4.18：2013/10/01 及 2019/08/01 事件期內異常報酬率(AAR)檢定

日期	2013/10/1			2019/8/1		
事件日	AAR	橫斷面統計量	P-value	AAR	橫斷面統計量	P-value
-10	0.410	0.997	0.319	0.142	0.542	0.588
-9	-0.295	-0.630	0.529	0.604	1.107	0.269
-8	0.213	0.425	0.671	0.144	0.246	0.806
-7	0.519	0.822	0.411	-0.529	-0.954	0.340
-6	0.579	1.356	0.175	-0.782	-2.194	0.028*
-5	-0.083	-0.222	0.825	0.372	0.903	0.367
-4	-0.367	-0.628	0.530	0.248	1.380	0.168
-3	-0.128	-0.265	0.791	-0.018	-0.087	0.930
-2	-0.707	-1.333	0.183	-0.450	-1.091	0.276
-1	0.303	0.504	0.615	-0.347	-1.120	0.263
0	-0.577	-0.965	0.335	-1.819	-3.191	0.001**
1	-0.624	-1.122	0.262	-0.957	-2.484	0.013*
2	-0.859	-2.475	0.013*	-1.063	-2.112	0.035*
3	-0.552	-1.729	0.084	-0.277	-0.604	0.546
4	-0.672	-1.416	0.157	0.310	0.776	0.438
5	-1.087	-2.348	0.019*	0.169	0.518	0.605
6	-0.080	-0.260	0.795	-1.009	-1.908	0.056
7	-0.716	-1.109	0.268	-0.084	-0.219	0.827
8	-0.771	-1.976	0.048*	-0.556	-1.181	0.238
9	-0.116	-0.572	0.568	-0.575	-1.120	0.263
10	0.227	0.628	0.530	0.673	1.525	0.127
11	-0.121	-0.721	0.471	-0.561	-1.671	0.095
12	-0.014	-0.022	0.983	0.548	1.277	0.202
13	-0.614	-1.358	0.174	-0.083	-0.120	0.904
14	-0.745	-1.399	0.162	-0.420	-1.420	0.156
15	-0.728	-1.846	0.065	-0.869	-1.598	0.110
16	-0.614	-1.365	0.172	0.255	0.782	0.434
17	0.288	0.827	0.409	0.320	1.371	0.170
18	-0.223	-0.450	0.653	0.098	0.219	0.827
19	-0.637	-1.467	0.142	0.314	0.526	0.599
20	-1.027	-1.680	0.093	0.741	1.469	0.142

資料來源：本研究及台灣經濟新報(TEJ)

第五章 結論與建議

5.1 結論

本研究探討『中國自 2019 年 8 月 1 日起暫停 47 個城市大陸居民赴台個人遊試點』這個事件，是否會對台灣上市櫃旅遊業造成影響。由實證結果發現：

1. 事件日前三天至事件日後三天，上市櫃觀光類股連續七天都有單日負向平均報酬率出現；事件日當天一直到本研究之事件日第 100 天，皆有負向累積平均異常報酬率出現。上市櫃旅遊類股在事件日當天負向平均異常報酬率，每一家幾乎都來到最高。
2. 股本的大小和事件日當天有著中度負相關，具顯著性。可見得當不利消息產生時，人為炒作並非造成股價下跌的主要因素，甚至如果大公司對於該事件的依賴性更強，更容易使投資人產生更恐懼的心理，而造成較大的跌幅。
3. 而在營收表現方面，上市櫃觀光類股 8 月~12 月營收的月增率為負數的比例如下：旅行社類 70% > 其他類為 65% > 餐飲類 52% > 飯店類 48%。以單一公司來看，影響最嚴重的為燦星旅，從八月開始營業收入一路往下滑。可見得這個事件對旅遊類股的負向影響很深，應該與該事件事出突然（中國政府於 108 年 7 月 31 日才宣佈）令投資人卻步有關。
4. 在股本與營收表現方面並無明顯相關性；股本與營業利益率及毛利率則是呈現明顯的正相關，反而是公司經營團隊、經營理念與策略，對於面對未來的不確定因素之時，有著更大更穩定的支撐力量。同樣是受影響比例較大的旅行社類來說，雄獅旅遊固然有其相對較大的資本，但其多面向的經營策略，擁有多數的轉投資項目，雖然同樣面對一樣的環境，但是表現上仍是較其他業者為佳。燦星旅在資本運用上受母集團的影響

甚多，加上公司企業文化基本承襲自母集團，在面對相同環境下，更顯得捉襟見肘，對於大環境轉變的調整較為緩慢。再以飯店類的富驛為例，經營策略固然是影響對事件反應調整的要素，但其本身過多的訴訟、與股東間的經營權爭議，更讓其無法在大環境變動下專注於其本業的經營與改善。

5. 在不同事件的發生來說，會因為投資者接收到訊息的時間點不同，而有不同的預期心理出現，以本研究探討的二個事件（事件一：2013年10月1日旅遊新法實施；事件二：108年8月1日陸客停止來台自由行），幾乎在事件日前後都會有負向異常報酬率發生，但事件一的異常報酬率的反應時間較事件二來得長。

5.2 建議

1. 由本研究顯示，不管是旅遊新法實施或是停止陸客來台自由行事件，都對陸客來台人數造成驟減，以及投資人的衝擊。這樣的結果與其說是觀光產業的危機，不如說是一記響亮的警鐘，讓大家看到了產業的轉機，並且進一步發掘商機。因此建議政府機關，如遇類似這突如其來的政策性事件，能夠有相關配套措施扶助旅遊業渡過難關；而旅遊業者更應積極面對，改變思維，例如：降低成本、客製化等來創造產業的附加價值。
2. 在檢定方法的五種方法中，本研究只用普通橫斷面法來做檢定，如果可以再增加1~2種檢定法，更能提升研究之檢定能力。
3. 在事件期的設定中，如果能增加到事件發生後3~6個月，則能看出事件對旅遊業的中長期影響。
4. 本研究僅對上市櫃旅遊業做分析，後續研究建議還能增加航空或海運的分析，甚至能走入人群，做遊客或觀光景點的市場調查，以期得到更貼近民意的回饋。

參考文獻

一、中文部分

1. <https://www.taiwan.net.tw/> 交通部觀光局
2. <https://stat.motc.gov.tw/> 交通部統計查詢網
3. <https://www1.stat.gov.tw/> 中華民國統計資訊網
4. <https://goodinfo.tw/> 台灣股市資訊網
5. <https://www.twse.com.tw/> 台灣證券交易所
6. <https://www.ttnmedia.com/> 旅報
7. <https://ec.ltn.com.tw/> 自由時報自由財經
8. 沈中華與李建然(民 89)，事件研究法-財務與會計實證研究必備，台北：華泰文化事業公司。
9. 許碧書(民 106 年)，臺灣觀光產業發展與中國大陸旅遊法因應策略，兩岸經濟統計月報，258 期，1-13 頁。
10. 袁淑芳 & 陳宥橙(民 107)，中美貿易談判對我國股市之影響，管理科學研究，12 卷 2 期，53-65 頁。
11. 段瑞強(2004)，金融市場的事件研究方法，統計與決策，第 2 期，44-44 頁。
12. 張曉琴(民 106)，央行降息政策在股市動蕩時期的短期影響研究—基於事件研究法，時代金融，第 09 期中旬刊（總第 672 期）。
13. 王逸峰(民 98)，中國觀光客來台對台灣觀光業的影響，新世紀智庫論壇，45 期，1-9 頁。
14. 王慧菱、譚醒朝 & 張曉芬(民 94)，SARS 疾病災難事件對台灣生技醫療產業股價影響之研究，健康管理學刊，3 卷 2 期，99-119 頁。

- 15.張曉芬、譚醒朝&王慧菱(民 96)，禽流感事件對台灣生技醫療產業股價影響之研究，健康管理學刊，5 卷 2 期，107-116 頁。
- 16.詹錦宏&吳政哲(民 101)，飛機失事與股票市場之反應—中華航空之案例，商略學報，4 卷 1 期，41-58 頁。
- 17.胡均立、張子溥、周雨田&張嘉文(民 102)，經濟預測對台灣產業加權指數報酬率影響之事件研究，應用經濟叢，94 期，1-37 頁。
- 18.王煥騰(民 108)，台指選擇權隱含波動率事件研究，國立高雄科技大學金融系碩士論文。
- 19.吳庭維(民 107)，一例一休法案對台灣觀光產業績效影響之分析，東海大學經濟系碩士論文。
- 20.李柏遑(民 105)，大陸旅客來台自由行之旅遊行為與民宿住宿選擇關係之研究—以日月潭之民宿為例，崑山科技大學房地產開發與管理研究所碩士論文。
- 21.洪家珍(民 93)，旅遊新法實施後陸客來台對觀光股價影響之探討，南華大學旅遊管理學系旅遊管理學系碩士論文。
- 22.徐暉綸(民 104)，以事件分析法分析權證發行與標的物對股價變動的影響—以台灣電子類型股為例，南華大學旅遊管理學系旅遊管理學系碩士論文。
- 23.涂育榮(民 106)，食品安全事件對臺灣食品產業鏈相關個股之影響探討—事件研究法應用，銘傳大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文。
- 24.莊采恩(民 108)，影響來臺自由行遊客農業旅遊消費支出之因素，國立嘉義大學生物事業管理學系研究所碩士論文。
- 25.黃對(民 102)，兩岸經濟合作架構協議對台灣股價影響之事件研究，南華大學財務金融學系財務管理碩士班碩士論文。

- 26.楊于萱(民 102)，旅遊吸引力與阻礙因素對大陸遊客來臺自由行影響之研究，世新大學觀光學系碩士論文。
- 27.劉珮瑗(民 108)，新南向政策對台灣觀光類股的影響—以事件研究法分析，國立雲林科技大學財務金融系碩士論文。
- 28.潘靜儀(民 103)，高雄地區自由行陸客旅遊動機與旅遊滿意度之研究，國立高雄餐旅大學餐旅管理研究所在職專班碩士論文。
- 29.蔡佳燕(民 92)，重大災難事件對股票市場之影響—以台灣九二一集集大地震對電子業、銀行業、營建業為例，國立高雄第一科技大學金融營運系碩士論文。
- 30.賴郁欣(民 106)，兩岸關係緊縮對台灣觀光產業之衝擊，中國文化大學財務金融學系碩士論文。
- 31.謝幸姩(民 108)，自由行旅客來台旅遊服務品質、滿意度與重遊意願之研究，台北海洋科技大學海洋休閒觀光系碩士論文。

二、英文部分

1. Chan, C. H. (2012), A Study of Signaling Effects on Sequential Stock Repurchases in Taiwan, SOOCHOW JOURNAL OF ACCOUNTING, Vol. 4, No. 2, pp. 31-70.
2. Demirer, R. & Kutan, A.M. (2010), The Behavior of Crude Oil Spot and Futures Prices around OPEC and SPR Announcements: An Event Study Perspective, Energy Economics, 32(6), pp. 1467-1476.
3. Im, K. S., Dow, K.E. & Grover, V. (2001), Research Report: A Reexamination of IT Investment and the Market Value of the

Firm—An Event Study Methodology, Information Systems Research, Vol. 12, No1, pp. 103-117.

4. Miyajima, H. & Yafeh, Y. (2007), Japan' s Banking Crisis: An Event-study Perspective, Journal of Banking and Finance, Vol. 31, No9, pp. 2866-2885.
5. Peng, Y.S., Lin, Y.E. & Yang, Y.C. (2015), Contagion or Competitive Effect? An Event-Study Approach to Uncover the Impacts of Patent Infringement Litigation Announcement, Sun Yat-sen Management Review, Vol. 23, No. 4, pp. 1155-1178.

