

南華大學旅遊管理學系旅遊管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER PROGRAM OF TOURISM
MANAGEMENT DEPARTMENT OF TOURISM MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

來台觀光人數與經濟景氣指數對觀光飯店股價變動影響之探討

Discussion on the Impact of Number of Arriving Tourists in Taiwan and Economic
Indexes on Fluctuation of Tourist Hotel Stock Prices

研究生：黃柏棟

GRADUATE STUDENT：Po-Tung Huang

指導教授：丁誌紋 博士

ADVISOR：Chih-Wen Ting Ph.D.

中 華 民 國 一 百 零 三 年 六 月

南 華 大 學

旅遊管理學系旅遊管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

來台觀光人數與經濟景氣指數對觀光飯店股價變動影響之探討

研究生：黃 栢 棟

經考試合格特此證明

口試委員：孔 何 華
許 澤 宇
丁 慧 敏

指導教授：丁 慧 敏

系主任(所長)：陳 貞 吟

口試日期：中華民國 103 年 6 月 23 日

謝 誌

首先想誠摯感謝指導教授 丁誌敏 博士的提攜，從剛進研究所時就提供許多研究方向讓我去摸索嘗試，只要有關於研究總是能不吝嗇地給予許多寶貴的意見與指導，並且當我在學習過程中遇到阻礙時，願意在緊湊繁忙的行程中抽出時間引導我思考的方向，讓我在研究的過程中能夠順利，以及在論文的編寫上給予許多建議，在這七百多個日子裡，在旅遊管理的領域上學習到相當多的知識，而且學習到嚴謹求實的態度，讓我終身受益無窮。此外，感謝口試委員許澤宇教授與孔繁華教授願意在百忙之中抽空給予指導並提供許多寶貴的意見，讓我在論文撰寫上能夠更加完整。

再來要感謝研究室裡的所有成員，感謝方台生同學不厭其煩地在撰寫論文與學習領域中給予許多幫助與建議，讓我在研究的過程中能夠順利，以及洪家珍、楊國書同學在學習與生活中幫忙我解決許多事，另外感謝石燕儒助教在研究上的幫忙。此外，也要感謝 陳貞吟所長，感謝你們的照顧與鼓勵讓我能順利渡過碩士生涯。

最後，深深感謝我摯愛的家人，提供精神與物質上的支持，讓我能堅定的追求理想，感恩之情難以用言語衡量，僅以最樸實的話語致以最崇高的敬意，感謝有你們！

柏棟 謹誌

南華大學旅遊管理學系旅遊管理碩士班

民國 103 年 6 月

南華大學旅遊管理學系旅遊管理碩士班
102學年度第2學期碩士論文摘要

論文題目：來台觀光人數與經濟景氣指數對觀光飯店股價變動影響之探討

研究生：黃柏棟

指導教授：丁誌紋 博士

論文摘要內容：

國民所得提高之後，稱為無煙囪產業的觀光休閒產業，在 21 世紀已經成為一個國家的重要產業。資訊的廣泛傳播，電子媒體的介紹，引發一般民眾旅遊的企圖。交通的便捷、入境簽證障礙的消除，使得觀光的方便性大為提高，因此觀光旅遊的人數大幅的增加。觀光人數所代表的是消費與商機，而來台觀光人數更代表著本地的商機的產生。這些觀光商機包含有航運、交通、餐飲、飯店與其他觀光商品，如特產、伴手禮等等，顯性與隱性的商機。經濟指數代表民眾的消費能力，一般指數包含有匯率、物價指數、所得、油價、利率等。匯率與物價將影響來台觀光人士的來台與消費意願。而油價將影響本地內陸運輸成本，為一項隱函數。本文將利用來台觀光人數與經濟景氣指數來探討「來台觀光人數與經濟景氣指數對觀光飯店股價變動影響」。本研究中將僅針對台灣已上市之觀光飯店為研究標的。分析上市之觀光飯店股價受到影響的關聯性與程度。

關鍵字：觀光人數、經濟指數、股價

Title of Thesis : Discussion on the Impact of Number of Arriving Tourists in Taiwan and Economic Indexes on Fluctuation of Tourist Hotel Stock Prices

Name of Institute : Master Program of Tourism Management, Department of Tourism Management , Nan Hua University

Graduate Date : June 2014

Degree Conferred : M.B.A

Name of Student : Po-Tung Huang

Advisor : Chih-Wen Ting Ph.D.

Abstract

With the increase of domestic income, tourism, a non-smokestack industry, has become a crucial activity in the 21st century. The wide spread of information and electronic media is the spur for popular involvement in tourism and leisure. The volume of travelers has skyrocketed thanks to convenient traffic and elimination of immigration barriers. The arrival of tourists bespeaks consumption and lucrative opportunities. This is no exception to the case of Taiwan, which has witnessed the prosperity of local businesses making enormous profits from air freight delivery, transportation, hospitality, and local souvenirs and specialties, including both explicit and implicit opportunities. Economic indexes represent the ability of purchasing, defined by exchange rates, consumer price indexes, income, oil prices, interest rates. Exchange rates and price indexes shape the willingness of tourists visiting Taiwan and their consumption. Oil price may be an important implicit function, for it determines inland transportation costs. The paper addresses the impact of number of arriving tourists in Taiwan and economic indexes on fluctuation of tourist hotel stock prices, targeting exclusively tourist hotels that are listed companies for the analysis on the impact on stock prices of such listed corporate and the degree of impact.

Keywords: Tourists, Economic Indexes, Stock Price

目錄

中文摘要.....	i
英文摘要.....	ii
目 錄.....	iii
表 目 錄.....	vi
圖目錄	vii
第一章 緒論	1
1.1 研究背景動機.....	1
1.2 研究目的.....	6
1.3 研究範圍與限制.....	7
1.3.1 研究場域.....	7
1.3.2 研究期間.....	7
1.3.3 研究限制.....	7
1.4 研究內容與流程.....	8
1.4.1 確立研究範圍目標.....	8
1.4.2 文獻探討.....	9
1.4.3 研究方法.....	9
1.4.4 實證分析結果.....	9
1.4.5 結論與建議.....	9
第二章 文獻探討	11
2.1 來台觀光人數有關之經濟面向.....	12
2.2 經濟指標與產業之關聯性.....	16
2.2.1 股價與觀光產業之關聯性.....	18
2.2.2 經濟指標與觀光產業之關聯性.....	21
2.3 觀光需求構面之經濟模式建構.....	24

2.3.1	利率與股價關係.....	32
2.3.2	利率、匯率關聯性.....	34
2.3.3	匯率、股價關聯性.....	34
2.3.4	物價、利率、股價、匯率關聯性.....	36
2.4	股價指數變動之理論探討.....	38
2.4.1	市場因素.....	38
2.4.2	行業因素.....	39
2.4.3	公司因素.....	39
第三章	研究設計.....	42
3.1	研究架構.....	42
3.2	資料分析方法.....	43
3.2.1	時間序列分析.....	43
3.2.2	皮爾森積差相關分析 (Pearson's product-moment correlation analysis)	44
3.2.3	AR 模式.....	45
3.2.4	單根檢定.....	46
3.3	研究變數操作性定義說明.....	46
3.3.1	來台旅客人數.....	46
3.3.2	經濟景氣指標.....	48
3.3.3	觀光飯店股價指數.....	49
第四章	研究結果.....	51
4.1	來台觀光人數及季節因素變化探討.....	52
4.2	來台觀光人數與經濟指標之關聯性.....	54
4.2.1	來台觀光人數與貨幣供給額之關聯性.....	56

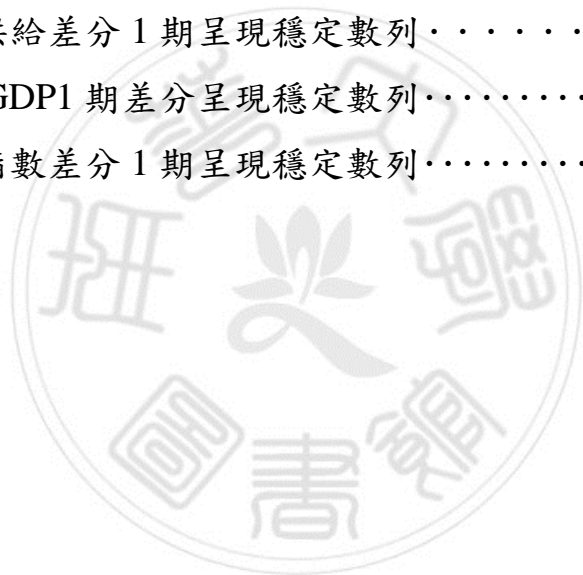
4.2.2	來台觀光人數與物價指數之關聯性.....	56
4.2.3	來台觀光人數與失業率之關聯性.....	56
4.2.4	來台觀光人數與利率之關聯性.....	56
4.2.5	來台觀光人數與實質匯率之關聯性.....	56
4.2.6	來台觀光人數與經濟成長之關聯性.....	56
4.2.7	來台觀光人數與油價之關聯性.....	57
4.3	來台觀光人數與上市觀光飯店股價表現.....	57
4.3.1	來台人數與上市觀光飯店股股價關聯性.....	58
4.4	經濟景氣指標與上市觀光飯店股價表現之關聯性.....	59
4.4.1	經濟景氣指標與上市觀光飯店股價表現之迴歸分析	60
4.4.2	觀光飯店類股價指數與經濟景氣指標季節變動比較	61
4.5	小結	63
第五章	結論與建議	64
5.1	結論	65
5.2	建議.....	66
5.2.1	產業建議.....	66
5.2.2	研究建議.....	66
	參考文獻	68
	一、中文部分	68
	二、英文部分	72

表目錄

表21	2012年來台旅客消費及動向調查·····	15
表31	皮爾遜積差相關程度係數說明·····	45
表32	來台旅客人數統計·····	47
表33	上市觀光飯店基本資料·····	50
表41	定態檢驗·····	51
表42	2012年1月至2014年3月來台旅客人數統計·····	52
表43	來台觀光人數與經濟指標之相關係數·····	55
表44	上市觀光飯店股基本資料·····	58
表45	來台人數與上市觀光飯店股相關分析·····	59
表46	ADF單根檢驗·····	59
表47	經濟指標與觀光飯店股迴歸分析·····	60

圖目錄

圖1.1	2004至2013年(民93至102年)來台觀光目的與人次	3
圖1.2	研究步驟流程	10
圖2.1	觀光需求評估方法體系	24
圖3.1	研究架構	43
圖3.2	觀光類股股價表現趨勢	50
圖4.1	民國93年至民國102年來台觀光人數趨勢	54
圖4.2	來台觀光人數1期差分及原始資料	61
圖4.3	觀光飯店股價指數差分1期呈現為穩定數列	62
圖4.4	貨幣供給差分1期呈現穩定數列	62
圖4.5	實質GDP1期差分呈現穩定數列	63
圖4.6	物價指數差分1期呈現穩定數列	63



第一章 緒論

1.1 研究背景動機

國民所得提高之後，稱為無煙囪產業的觀光休閒產業，在 21 世紀已經成為一個國家的重要產業。資訊的廣泛傳播，電子媒體的介紹，引發一般民眾旅遊的企圖。交通的便捷、入境簽證障礙的消除，使得觀光的方便性大為提高，因此觀光旅遊的人數大幅的增加。觀光商機包含有航運、交通、餐飲、飯店與其他觀光商品，如特產、伴手禮等等，顯性與隱性的商機。

從觀光市場課題觀察台灣觀光產業瓶頸時，第一是離尖峰需求差距過大，整個供給面結構性失衡的問題。目前台灣觀光也客源仍以國內遊客為主，2004 年 12 歲以上國人國內旅遊總次數便比同期來台旅客 295 萬人次要多出 3 倍有餘，然而國人目前利用假日出遊者占六成八，平常日僅三成二，造成台灣週末離尖峰旅次差異過大，週休二日及假日時無法胃納遊客，因而造成一房難求、設施不足、服務品質下降、道路擁擠等現象，而離峰卻又造成觀光設施閒置，因此無法擴大投資。旅館、遊樂區餐飲業的經營均無法正常營運，而形成經營瓶頸。

第二是國際觀光客源不足，如圖 1.1 所示，無法填補離峰客源的問題。雖然國內旅客較觀光旅客多出三倍，但國內旅客當天來回者較多，消費相對不若國際觀光客，國際旅館業、餐飲業等關聯產業仍須國際觀光客挹注。而在吸引國際觀光客方面，我國國內物價及人事成本都比東南亞國家高，加上台灣沒有大量吸引國際觀光客來台的誘因，因此純粹來台灣觀光的旅客不多，機場亦非國際轉運站，缺乏轉機旅客。來台觀光簽證便利性又不足，自然降低我國在國際觀光市場之競爭力。

2005 年開放 30 萬人次大陸人士來台(譚瑾瑜，2004)，預估可立即創

造 191.1 億台幣的觀光收益，並粗估將使旅館業營業額增加 90.73 億台幣，綜合商品零售業及餐飲業營業額增加 64.52 億台幣，客運業營業額增加 13.19 億台幣。2005 年數據與 2004 年相較，旅館業總營業收入將可以因而多成長 25.88%，綜合商品零售業及餐飲業將可多成長 0.67%，客運業將可多成長 9.81%。若再加上跨境運輸服務增加 20 億台幣，將可創造 211.1 億台幣的觀光收益，GDP 從 3.63% 成長 3.65%，亦即民間消費對經濟成長的直接貢獻則從 1.77 個百分點增至 1.79 個百分點。若加上民間消費所引發的中、長期效果，開放 30 萬人次大陸人士來台旅遊、所創造 211.1 億元台幣的觀光收益，中、長期所衍生的所得效果，將可使台灣 GDP 將可增加 844.4 億台幣，以目前台灣 GDP 約 10 兆左右的規模，開放 30 萬大陸人士來台觀光，中長、期可迅速推升經濟成長。

觀光人數所代表的是消費與商機，而來台觀光人數更代表著本地的商機的產生。觀光業和汽車業、建築營建業一樣，又稱為火車頭產業，因為它可以帶動相關產業的發展，是值得政府大力輔導的產業。這些觀光商機包含有航運、交通、餐飲、飯店與其他觀光商品，如特產、伴手禮等等，顯性與隱性的商機。因它的效益涵蓋層面廣，本研究以「來台觀光人數與經濟景氣指數對觀光飯店股價變動影響之探討」，可以瞭解觀光股股價、觀光客來台人數、經濟成長之間的關聯性，影響層面及提出興革建言，供各界參考。

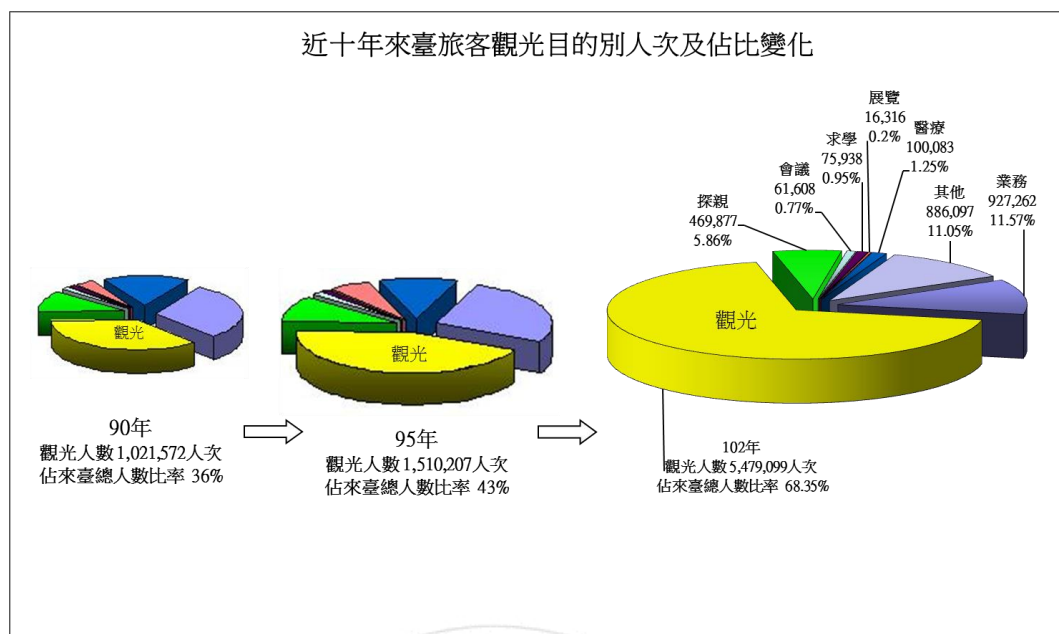


圖1.1 2004至2013年(民93至102年)來台觀光目的與人次

資料來源：交通部觀光局

經濟指數代表民眾的消費能力，一般指數包含有匯率、物價、所得、油價、利率等。匯率與物價將影響來台觀光人士的來台與消費意願。而油價將影響本地內陸運輸成本，為一項隱函數。開放觀光最直接受益者為旅館業者及旅遊週邊產業，發展觀光業將會進一步創造台灣就業機會，使就業人口增加，將進一步提振國內消費。以大陸開放個人遊為例，在假設整體經濟及不同行業的每人平均增額不變下，2004年個人遊計畫使香港增加16,588個就業機會或增長0.51%，是2004年新增就業人口的15.4%，表示香港2004年有一成五的就業機會因個人遊而來，也因此該年失業率從2003年7.4%降至6.5%。其中零售業增加5,034個就業機會，其次為飲食業，增加2,450個就業機會，其他個人服務增加919個就業機會，酒店和旅社業增加700個就業機會，跨境運輸服務增加91個就業機會。個人遊計畫不但讓香港創造出就業機會，亦使非技術勞工就業機會增加。2004年台灣服務業人口已占台灣總就業人數的58.2%，而相關行

業占服務業人口比率依序為批發零售業 30.3%、住宿餐飲業 10.6%、運輸倉儲通訊業 8.6%，若觀光業蓬勃發展，將有助於進一步提升服務業人口，創造就業機會，並提振消費，刺激經濟成長。是平緩近年來台灣貧富差距愈形擴大的良方，宜儘速實踐！本研究探討來台人數、經濟指標及旅館觀光指數之關聯性，對於觀光政策之調整及產業輔導作法，均能有效增加就業機會與提升經濟活力。

觀光旅館為休閒旅遊產業中不可或缺的重要產業，提供住宿、餐飲、社交、會議、健身、購物、娛樂及美容等多角化服務，其經營管理績效的良窳，對觀光服務品質及觀光產業發展影響甚鉅，進而影響社會經濟與文化發展。故如何有效評估觀光旅館的經營績效成為企業本身及政府相關單位所關心的重要課題。本文將利用來台觀光人數與經濟景氣指數來探討「來台觀光人數與經濟景氣指數對觀光飯店股價變動影響」。本研究中將僅針對台灣已上市之觀光飯店為研究標的。分析上市之觀光飯店股價受到影響的關連性與程度。隨著來台旅客人次增加、觀光旅館住用率提高及國內國民旅遊的興起，台灣地區觀光旅館需求亦隨之增加，截至 2008 年 4 月止，觀光旅館共計 90 家，其中國際觀光旅館有 60 家，一般觀光旅館有 30 家，申請興建或籌建中之觀光旅館共計有 55 家，其中國際觀光旅館有 36 家，一般觀光旅館有 19 家，總計客房數達 13,867 間(觀光局，2008)。就台灣地區國際觀光旅館稅前獲利率表現來觀察其經營情況，由 2001 年的 0.63%，2002 年、2003 年稅前獲利率甚至下滑至 0.00%及-2.47%，2004 年的 5.12%至 2005 年的 5.85 %，雖有微幅成長，但國際觀光旅館稅前獲利率並不高。在如此低的稅前獲利率前提下，觀光旅館業者目前的經營績效如何?如何追求永續經營?此為引發本研究動機。

觀光旅館業屬於服務業的一環，其經營特性與一般產業略有不同，因觀光旅館是一資本密集的行業，其需具備富麗堂皇的建築、現代化的設備，便捷的場所及地點，餐飲供應及休閒設施，且回收期間長，是一典型的資本密集、投資報酬緩慢之長期投資事業，經營期間的維修亦需大筆資金。觀光旅館業也是一勞力密集的產業，需具備訓練有素的員工，二十四小時全天候的向客人提供殷勤、周到的服務。外加觀光旅館賣的是房間、是餐飲，其交易與一般商品不同，因客房出租只能在當天，不可能提前或延後，房間賣完也無法臨時加蓋以提供尚有需求的客人，餐飲營業則受限於人們的需求時間，無法大量生產以求節省成本，故觀光旅館業之經營在時間及空間上沒有彈性。

觀光旅館業除了觀光淡季、經濟不景氣、戰亂、天災等會帶來經營風險外，其營業成本結構之固定成本偏高，變動成本所佔比率小，導致損益平衡點偏高，也為其帶來經營上的風險。台灣之股票市場自民國 51 年開始，已有五十多年的歷史，股市更隨著國內經濟的成長，以及民眾投資、理財觀念的提昇，股價波動及股票報酬率成為一般大眾關心的話題。從基本面來看，事業經營之獲利能力會影響公司股票之價格，觀光旅館業亦是如此，然而除了公司本身之經營能力之外，公司盈餘之多寡與經濟景氣密切相關，利率之高低也會影響觀光旅館業之高額投資成本，國民所得則會影響消費能力，進而影響旅遊住宿人數。然而經濟因素對觀光旅館的影響程度又有多大呢？台灣觀光旅館業之經營又與哪些因素關係最密切？又存在著怎樣的關係呢？從國內的實證資料顯示，或許短期內股價可能受人為操作，而造成與經濟狀況背道而馳的現象，但就中長期而言，一些重要經濟因素的變動與股價報酬的變化卻是息息相關。因此本研究在於希望能深入了解影響觀光旅館股價報酬率背後可能

之經濟因素，而對觀光產業波動之掌握有所助益。進而透過來台觀光人數及經濟指標預測觀光產業之榮枯。

1.2 研究目的

觀光旅館業從基本面來看，事業經營之獲利能力會影響公司股票之價格，然而除了公司本身之經營能力之外，公司盈餘之多寡與經濟景氣密切相關，利率之高低也會影響觀光旅館業之高額投資成本，國民所得則會影響消費能力，進而影響旅遊住宿人數。然而經濟因素對觀光旅館的影響程度又有多大呢？台灣觀光旅館業之經營又與哪些因素關係最密切？又存在著怎樣的關係呢？從國內的實證資料顯示，或許短期內股價可能受人為操作，而造成與經濟狀況背道而馳的現象，但就中長期而言，一些重要經濟因素的變動與股價報酬的變化卻是息息相關。

因此本研究希望能深入了解來台觀光人數、經濟指標與觀光旅館背後可能之關聯因素，而對觀光政策的調整或觀光旅館業者經營上的調整之掌握有所助益。

1. 瞭解來台觀光人數與主要經濟指標之關聯性，以利找出觀光政策之建議。
2. 瞭解來台觀光人數與上市觀光旅館股價之關聯性，研提有效的觀光旅館經營管理作法，以利提升經營效率及效能。
3. 瞭解來台觀光人數、主要經濟指標(如利率、匯率、物價指數等...)、上市觀光旅館營收水準及上市觀光旅館股價間之關聯性，有助於政府整體考量調整相關政策，有利於提升台灣的觀光競爭力。
4. 本研究欲了解物價、股價、利率與匯率之間的關聯性。
5. 本研究欲了解物價、股價、利率與匯率分別發生改變時，對其他變數

的影響為何。

6. 本研究希望透過實證結果分析，以作為投資者投資、政府制定相關金融政策及學術研究者研究參考。

1.3 研究範圍與限制

1.3.1 研究場域

本研究以來台觀光人數與台灣股票市場觀光產業分類包括萬企、華園、國賓、六福、第一店、晶華、遠雄來及夏都等 8 家觀光旅館之觀光類股價指數的平均數及上市公司普通股為分析對象。經濟指標如利率、匯率、經濟成長率、國內生產毛額(GDP)等指標為主。

1.3.2 研究期間

受限於部分資料之蒐集期間，本研究採樣區間自 1991 年 1 月至 2013 年 12 月共 22 年數百筆之來台觀光人數、觀光類股價指數及相關經濟成長變數(含貨幣供給額、國民所得、物價指數、失業率、匯率、利率、經濟成長率、油價等項目)之月資料。

1.3.3 研究限制

本文針對台灣觀光旅遊業，探討自 1991 年至 2013 年期間，最可能影響旅遊業榮枯之實質國內生產毛額、消費者物價及匯率等三個總體經濟因素與作為旅遊業興盛指標的歷年來台觀光人數及觀光飯店指數表現之長、短期互動影響模式。五個選取變數間存在長期均衡的關係，其關係可能含線性趨勢及二次趨勢；變數間短期互動，除了匯率走勢外，來台觀光客人數的變化，對消費者物價指數(CPI)、實質 GDP 等變數的走勢，在長、短期可能扮演著一個輪動解釋觀光客人數變異之兩個重要關鍵角色。而來台觀光人數在解釋觀光外匯收入波動上，具有較強的解釋力。綜合上述各項結果顯示，於領先指標上，來台觀光客人數的變化，

對 CPI、實質 GDP、及觀光外匯收入等變數的走勢影響性；從突發衝擊及波動產生的角度來觀察，發現匯率水準及實質 GDP 對來台觀光人數以及觀光飯店股價表現具有較強的波動解釋能力。其他時間上述來台觀光人數、經濟指標及觀光飯店的股價變化，不在本研究探討的範疇內。

(1)忽略投資人預期因素：本研究對於股市投資人的預期未加以研究，因投資人的預期因素屬於心理層面問題，其反映程度差異很大，且目前並無客觀指標可反映出股價變動中有哪些成分是屬於投資者預期因素所造成的，因此本論文不將此因素列入研究範圍。

(2)樣本代表性：觀光旅館上市公司家數太少，資料之完整性可能受到影響。

1.4 研究內容與流程

探討經濟因素對股價影響的國內外文獻相當多，國內目前相關研究之文獻所得到的相關經濟變數有就市場因素，將總體經濟因素及國際股市之變化對台灣股市之影響，加以量化分析後得到利率、匯率、貨幣供給、對外貿易、景氣的變動以及國際政治因素（國際股市）等幾項影響股價報酬率之總體經濟因素，結果對於觀光飯店之股價報酬率影響分析，從其關聯程度萃取出成份指標解釋觀光市場總變異程度。

本研究步驟之流程圖，如圖 1.2 所示，以下為本研究各章研究步驟之說明：

1.4.1 確立研究範圍目標

針對觀光飯店與旅客來台人數、整體經濟指標等，提出關聯性差異因素，提出研究背景與動機說明，亦提出研究目的及研究範圍與限制。

1.4.2 文獻探討

探討來台觀光人數、總體經濟指標及觀光飯店股價表現之關聯性之文獻。針對觀光飯店的經營績效（營收）及股價、來台觀光人數及總體經濟指標關聯性之相關文獻整理、歸納及演繹。

1.4.3 研究方法

本文以台灣上市的觀光飯店主要研究對象，突破單一變數的影響，進行歷年來台灣的整體經濟指標（國內生產毛額、消費者物價指數、以及匯率的波動）等總體經濟因素對歷年來台觀光人數及觀光飯店經營表現之影響模式之研究探討。本研究主要研究方法有：（1）時間序列、（2）相關分析、（3）迴歸分析。本章將各項研究方法分別詳述，並將實證結果附入分析說明。

1.4.4 實證分析結果

實證分析，包括說明研究資料與變數選取、觀光旅館經營績效分析、觀光旅館生產力變化分析及公司治理與經營績效關係之實證結果分析。

1.4.5 結論與建議

根據分析結果，提出本研究結論與建議。

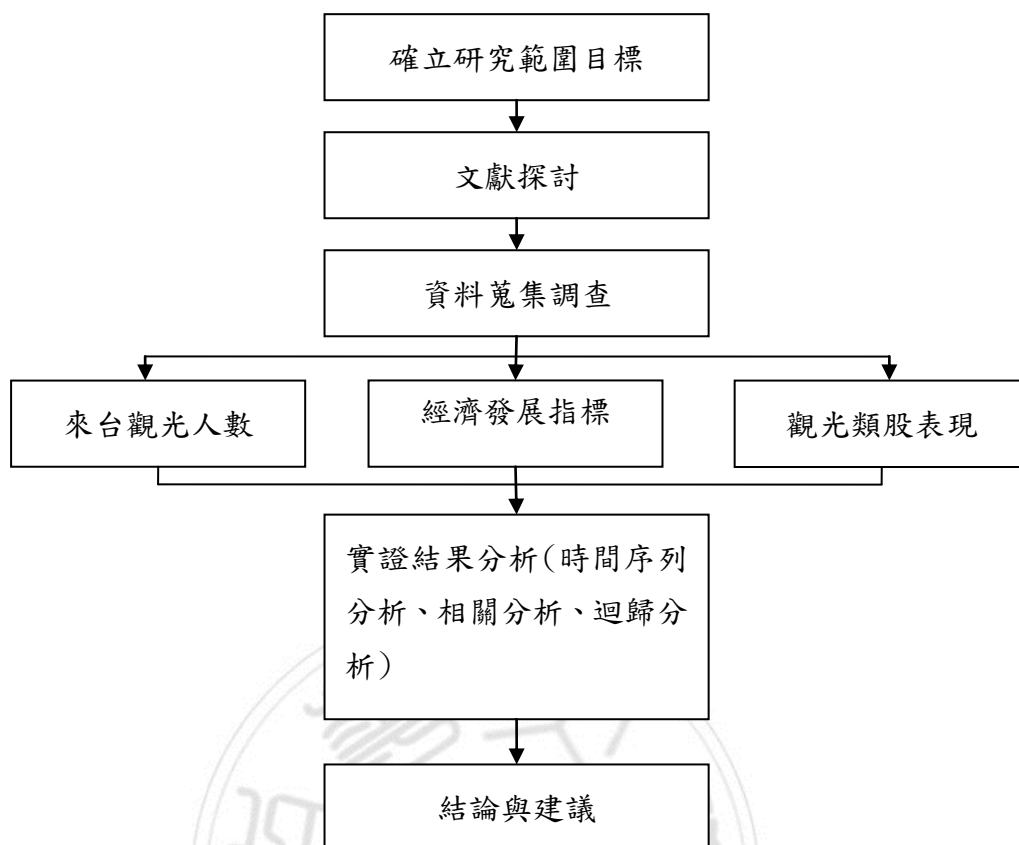


圖 1.2 研究步驟流程

第二章文獻探討

如何簡化及整合預測（觀察）指標一直是學者研究的焦點所在，本研究聚焦於來台觀光人數與經濟景氣指數對觀光飯店股價變動影響之探討，透過幾項經濟綜合指標即可了解觀光與整體經濟態勢之關聯性，有助於業者與政府主管單位妥善運用於政策規劃及經營策略調整。本研究著手探討上述指標（變數）間之關連性，茲將相關文獻探討分項說明如次。

觀光局自1956年開始統計歷年來台旅客人數及觀光外匯收入。來台旅客人數從1956年的14,974到2013年已突破8百萬人，成長約534倍；另外，來台旅客給台灣所帶來的觀光外匯收入，自1956年的U.S.\$936,000到2013年的U.S.\$11,769,000,000，也約成長了12,573倍。全世界各國推展觀光產業發展的主要目標是要推廣國家的吸引力，而吸引大量的國外觀光客來訪，其最主要的目的就是要增加國家觀光外匯收入及創造當地的就業機會。來台旅客人數及觀光外匯收入，對國家經濟的成長及物價的變化，都有著相當大的影響。反之，在推廣國家的觀光業吸引力，以增加來台觀光人數及觀光外匯收入方面，除了完善軟、硬體的觀光設施外，總體經濟的因素的考量，亦不可不顧。例如，興之所至旅遊乃是可以自行決定的項目，然受制於物價和收入的波動，一觀光地區的成長可能會呈現不穩定現象；另外，景氣循環亦帶動著觀光業之興衰，繁榮、衰退等景氣現象，常反應在觀光旅遊業之榮枯上。自1994年政府對日、美、英等十五國實施免簽證措施後，來台之旅遊市場分別在當年及1995年創下15%及9.5%之高成長率，因國際航線航點的擴增及新台幣匯率於1997年亞太金融風暴發生前的持穩，替來台觀光旅遊市場增加不少誘因；然而，1997年亞太金融風暴發生後，其金融動盪引發的經濟不確定性影響

我主要客源地的居民出遊意願與旅遊消費，造成台灣旅遊業的空前重擊，直至1998年末匯率再度回穩後，來台旅遊市場才逐步復甦，台灣旅遊業也才再度回歸興盛時期。根據觀光局的資料顯示，2013年來台旅客突破八百萬人次、國人出國亦突破一千二十四萬人次，雙雙再創歷年新高點，較2012年之年增率達6.84%，創歷史新高。

2.1來台觀光人數有關之經濟面向

影響他國人民來台旅遊意願的總體經濟因素，尚可能包括台灣的貨幣供給額及利率等因素，然貨幣供給額與物價呈現正向關係，物價的膨脹，來自超額的貨幣追逐過少的商品；此外，當貨幣供給多過需求時，利率會降低，而利率的高低又將會左右投資及消費，進而刺激經濟的成長，於是代表景氣成長的國內生產毛額最能反映旅遊業之興衰。綜合上述，總體環境中，經濟因素以代表景氣成長的國內生產毛額、物價指數、及匯率三項總體因素對影響來台旅客人數及外匯收入最為顯著。

綜觀近二十年來探討旅遊與總體經濟變數互動之文獻，以所得為主的，包括Agarwal and Yochum(1999)及Crompton, Lee and Shuster (2001)以美國旅遊景點與Baaijens and Nijkamp (2000)針對希臘小島之區域性觀點出發者¹；而以國度進行所得與旅遊影響關係之研究，有Greg (1999)比較歐洲與美、日之間、Victurine (2000)針對烏干達(Uganda)、Goldstein (2001)以非洲撒哈拉(Saharan)、Strizzi and Meis (2001)以拉丁美洲國家及加勒比海(Latin American and Caribbean,LAC)為主要研究對象，根據上述研究結果顯示所得會影響旅遊之意願。而消費物價與旅遊關係之互動研究，Martin and Cooper (1999)分析紐西蘭機票價格對航空業的衝擊、Lindberg and Aylward (1999)研究哥斯達尼加三大國家公園旅客參觀數的物價彈

性，物價與旅遊之探討，另可發現於Papatheodorou (1999)、Kashyap and Bojanic (2000)、Goodrich (2001)。另外，有關匯率與旅遊互動關係之研究，Shachmurove (1999) 分析黑市與官方匯率對旅遊業的不同影響程度、Matteo (1999)探討加拿大汽車旅客旅遊美國受實質匯率變化的影響、Coshall (2000)則以時間序列方法探討英鎊兌美元及法郎匯率之變化，所可能造成旅客遊英國消費支出的影響。結合各總體經濟變數對觀光旅遊業之影響進行分析者，可發現於：Toh, Khan and Koh (2001)結合所得與物價、Webber (2001)以物價及匯率波動、而Lim and McAleer (2001)更綜合所得、物價、以及匯率波動等三大總體經濟變數，以共整合(cointegration)方法探討其與旅遊澳洲的香港與新加坡旅客間之長期互動關係。

針對總體變數影響旅遊觀光之研究探討者，國內文獻亦多所著墨，茲以近二十年來之研究發現進行分析，甘承洲(1991)利用TRAM(Travel Analysis Model)模型，發現經濟因素確實足以解釋國民之國際旅遊行為，其中包括：目的地國家的物價指數對旅遊成本的增加會有直接影響；國內生產毛額反映出目的地國家的財富及經濟狀況，而此因素會影響國外人士來台意願；而匯率變動會影響旅遊成本，也會對國內的物價變動造成影響，對美元貶值的地區將刺激美國人旅遊，相反的，對美元升值的地區將大大降低美國人的旅遊意願。

江麗文(1995)認為所得、價格及匯率會影響來台旅客需求，因為隨著經濟發展及所得之增加，人們對觀光需求有增加的現象，一般以國民生產毛額、平均每人國民所得來衡量；價格方面，若台灣的物價水準過高，自然會降低他國來台觀光的意願，觀光客轉而會選擇其他物價較低又相類似的地區觀光；而在匯率的解釋上，當來台旅客增加且平均消費都增加時可以說是受到匯率影響所致，匯率的變動較通貨膨脹指數來得快，

觀光客更能在短期上獲得匯率差額之利益。曹文彬(1995)進行出國觀光消費者行為與旅遊消費特性之關聯分析。錢思敏(1998)則探討我國出國人次與總體經濟變數關係之研究，發現開放大陸探親前，出國人次對國內生產毛額及匯率的衝擊反應較大，股價指數及貨幣供給額對出國人次的衝擊呈現較大的正負向衝擊；而開放大陸探親後，出國人次對消費者物價指數的衝擊反應較為明顯。另外，由於事業經營之獲利能力會影響公司股票之價格，且公司盈餘之多寡與經濟景氣密切相關，因此，劉雪華(1998)以台灣觀光旅館股價報酬率作為代理變數(proxy)，探討經濟變數對觀光旅遊業的影響程度，發現利率之高低會影響觀光旅館業之高額投資成本，國民所得則會影響消費能力，進而影響旅遊人數。

來台旅遊人次與觀光外匯收入之間的關聯性，看似為必然性的正向關係，實則不然，因為尚有其他經濟因素會影響外國人士來台旅遊花費，而其花費的方式及多寡將直接影響我國的觀光外匯收入。根據交通部觀光局的資料顯示，來台總人次雖增加，但旅客所帶來的觀光外匯收入，不論是在台灣所花費之購物費用、旅館外餐飲費用、旅館內支出費用、娛樂費用、交通費用、甚或其他雜支費用，並無正向成長，究其因，乃因旅客停留天數有縮短之趨。依據交通部觀光局「2012年來台旅客消費及動向調查」摘要報告中提到(如表2.1)：

表2.1 2012年來台旅客消費及動向調查

來台旅客人次 731.1 萬人次	較上年成長 20.11%
觀光外匯收入 117.69 億美元	較上年成長 6.36%
來台旅客平均每人每次消費 1,610 美元	較上年減少 11.44%
來台旅客平均停留夜數 6.87 夜	較上年減少 0.18 夜
來台旅客平均每人每日消費 234.31 美元	較上年減少 9.12%
觀光目的旅客人次 467.7 萬人次	較上年成長 28.72%
觀光目的旅客平均每人每日消費 256.87 美元	較上年減少 8.39%
業務目的旅客人次 89.4 萬人次	較上年減少 9.25%
業務目的旅客平均每人每日消費 217.48 美元	較上年減少 6.75%
來台旅客整體滿意度 95%	較上年增加 2 個百分點
近 3 年旅客來台重遊比率 31%	較上年減少 4 個百分點

資料來源：交通部觀光局(2012)，中華民國2012年來台旅客消費及動向調查

交通部觀光局(2012)為瞭解每年來台旅客旅遊動機、動向、消費情形、觀感及意見，以供相關單位研擬國際觀光宣傳與行銷策略、提昇國內觀光服務品質與國際旅遊觀光競爭力之參考，並作為估算觀光外匯收入之依據，特辦理「2012年來台旅客消費及動向調查」，分別在台灣桃園國際機場、高雄國際機場及台北松山機場現場訪問離境旅客。本次調查對象為2012年1月1日至12月31日入境之外籍與華僑旅客(含大陸旅客，不含過境之外籍與華僑旅客)，採用「配額抽樣法」抽樣，取樣時盡量符合作業標準及樣本特徵之控制，以達隨機性及樣本代表性。本調查2012年有效樣本數為6,015人，其中大陸旅客2,058人，日本旅客1,242人。主要

調查結果區分為「來台旅遊市場相關指標」、「旅遊決策分析」、「旅遊動向分析」、「消費概況」、「滿意度分析」及「基本資料分析」六部分。

受訪旅客遊覽的熱門景點中以「九份」最獲喜愛(喜歡比例為33.04%)，其次依序為「太魯閣.天祥」、「日月潭」、「阿里山」、及「野柳」，喜歡比例皆在18%以上。由來台主要目的分析，觀光目的旅客最喜歡的熱門景點為「九份」；業務目的旅客最喜歡的熱門景點為「台北101」；國際會議或展覽目的旅客最喜歡的熱門景點為「故宮博物院」。

2.2經濟指標與產業之關聯性

2007年油價雖由每桶60美元飆漲到2013年100美元左右，且美國於2007/8月爆發次貸風暴，但根據世界旅遊委員會(World Travel & Tourism Council, WTTC)表示，2007年全球的觀光經濟產值(直接加間接)為5.3兆美元，僅略低於2007年初預估的5.39兆美元。2007年的實質年成長為4.1%，較2006年的5.2%下滑，而觀光經濟產值對整體經濟GDP的貢獻為9.9%，略高於2006年的9.6%。2008年因美元貶值、油價持續飆漲、全球經濟成長減緩，占全球觀光市場24%的美國將略為下滑，但新興國家包括中國大陸、印度及中東等對觀光旅遊需求仍呈現強勁成長，部份彌補美國、歐盟等國家觀光需求的下滑。WTTC預估2008年全球觀光經濟產值為5.89兆美元，實質成長率為3%，對全球整體GDP的貢獻維持在9.9%。台灣觀光產業向來不是重點扶植產業，根據WTTC報告顯示，2007年台灣觀光經濟產值為175億美元，占台灣整體GDP僅4.5%，在176個調查國家中排名第167名。台灣在觀光旅遊業為一入超國，一直處於出國人數大

於來台旅客人數的狀態。來台旅客在1994年突破200萬人次後，一直呈現正成長，直到1998年遭遇亞洲金融風暴，使當年來台人數為負成長3.1%。自2000年以來，國際間共發生三件大事影響台灣觀光產業，分別是2001年的911恐怖攻擊、2003年的SARS事件及2004年底的南亞海嘯。其中以SARS事件因直接發生在華人地區，所受到的負面衝擊最大，使當年的來台人數衰退了24.5%。而南亞海嘯則使日本旅客不敢前往東南亞，加上當年大陸的排日風潮盛行，使日本旅客紛紛選擇來台灣旅遊。從2013年起日圓大幅貶值影響日本遊客來台人數，2013年較2012年衰退，2012年來台為143萬餘人次，2013年來台日本觀光客達140萬餘人次，呈現下滑趨勢。

2013年來台主要客源為日本及大陸兩大市場，受日圓貶值及大陸旅遊法實施的衝擊下，在歲末年終之際，在12月31日正式突破800萬人次。中國旅客是台灣旅遊業最大客源，2013年來台陸客預計會突破275萬人次；第2名則是日本，受到日幣貶值影響，民眾出境人數減少，來台人數約140萬人次。2012年首度破百萬的港澳旅客，2013年11月再度達成，全年預計有110萬人次。韓國是2013年來台旅遊成長率最高國家，觀光局(2013)指出，韓國電視節目《花漾爺爺》播出台灣專題，讓民眾對台灣旅遊更有興趣。觀光消費力方面，日幣雖然貶值，但日本旅客花錢不手軟，消費力仍位居冠軍，其中約3成是購物消費；陸客消費力居次，購物花費超過6成。觀光局表示，2013年第8百萬人次「幸運兒」將獲得80多項台灣製好禮獎額超過50萬元，比2012年獲得30項、總值台幣30萬元的第7百萬人次旅客高2倍多。

劉于禎(2013)景氣循環與企業的財務指標有密切關係，在不同產業中財務績效指標受到總體景氣循環影響有所差異。由於經濟的不確定性在

金融海嘯而加深了經濟蕭條和減緩復甦，不但對各產業的衝擊大也間接影響了經濟。本文旨探討總體經濟指標對台灣各產業財務績效指標之影響，為1995年第一季到2012年第四季資料，故以台灣上市公司為研究對象，分別取半導體業、食品業、貿易百貨業、鋼鐵業、觀光業進行迴歸實證分析。實證研究結果發現，總體經濟指標對半導體業、食品業、貿易百貨業、鋼鐵業、觀光業各產業財務績效指標有顯著差異影響，在總體經濟指標的變化波動，因各產業特性不同，各產業的財務績效指標表現顯著差異。加入前期的總體經濟指標，結果發現對當期各產業的財務績效指標有顯著差異影響。

2.2.1 股價與觀光產業之關聯性

股市素有「經濟櫥窗」之稱，股價反應投資人對於未來經濟景氣的預期，高惠娟及戴有德(2011年)以事件研究法(event study)檢視此一利多政策是否對觀光產業股價產生正的異常報酬。研究發現除了航空業外，政策將開放的宣告確實讓觀光產業股價存在顯著平均異常報酬，但僅有一、二天的短期效果。再者，在政策實施後以差異性檢定法檢視政策實施前後對觀光產業實質財務績效產生的變化。結果發現僅有飯店業及遊樂園類其經營效率指標中的「每人營收」變數有顯著上升，其他經營效率、獲利能力及成長性等財務績效指標的衡量變數幾乎皆呈下降趨勢，從2008年7月18日開放第一類大陸人士直接來台觀光政策，實施至今已有一段時間，顯示政策開放產生的陸客商機，並未如預期的對上市櫃觀光業財務績效有實質的提昇。

張淑婷(1991)研究發現觀光事業在現代經濟結構中，已列為多目標的新興綜合企業，不但可顯示一個社會經濟結構的進步與達到現代化的程度，其發展亦是經濟發展重要的一環。此外，觀光事業對社會所造成的

正面效益及負面衝擊亦不容忽視，如何發揮觀光事業的功能，提高正面效益并使負面衝擊減至最低，是目前政府、企業、學者等努力的方向之一。該研究以民國74年至78年國人出國觀光旅遊人數為對象，探討觀光與經濟及觀光與社會等細部因素之關係，其目的為：

- (1)探討觀光與經濟之關係，以作為國人發展TRAM之建議。
- (2)尋求最有效之經濟指標，以預測出國觀光旅遊趨勢之消長。
- (3)尋求最有效之社會指標及區隔市場，供業者參考。

依據次級資料，使用Pearson 積差相關分析，簡單回歸分析及復回歸分析等統計方法，結果顯示：

- (1)經濟因素中，以貨幣供給額與國人出國觀光旅遊之相關性最高，其回歸模式為：

$$\text{出國觀光旅遊人數} = -4664.397579 + 36.799153 * \text{貨幣供給額}。$$

- (2)社會因素中，以出國人數年齡層在三十至卅九歲，其職業為經理、秘書、職員者共同對出國觀光旅遊之解釋能力最高，其回歸模式為：

$$\text{出國觀光旅遊人數} = -22143 + 1.528981 * \text{三十至卅九歲之出國者} + 0.378516 * \text{職業為經理、秘書、職員者}。$$

觀光產業最忌諱的有幾項不可測的因素，例如：國和國之間的交戰與衝突、恐怖分子的行動、重大天災、疫情或傳染病等 (Cook et al., 2007)，有關上述重大事件造成股票市場受衝擊的研究，大多以「事件研究法 (event study)」檢視之。

在國外文獻部分Nobuyoshi and Takeshi (1999) 研究1995 年的阪神大地震對日本股市的衝擊，發現所有樣本公司皆有顯著負的異常報酬。Chen et al. (2007) 使用事件研究法探討SARS流行病對台灣國際觀光飯店股價的影響。其結果發現，SARS爆發期間，七家公開上市國際觀光飯店

盈餘與股價皆大幅下滑，而在SARS 爆發之後，所有國際觀光飯店的股價皆呈現顯著負的累計平均異常報酬 (CAR)，顯示SARS 疫情對台灣上市觀光產業的表現，確實有不良影響。

在國內文獻部分，蔡佳燕(2003)以台灣九二一集集大地震對股市報酬率的影響進行研究，其實證結果發現，股票市場的確因地震事件產生異常報酬，但並不顯著。李瑋鈞 (2005) 以SARS與2004年總統大選二次事件，利用事件研究法探討對運輸業、百貨業與觀光業三個類股的股價影響，其研究結果發現，SARS事件與2004年總統大選皆造成運輸類、觀光類以及百貨業類股出現負向累積異常報酬。另外，林佳欣 (2005) 以事件研究法分析2004 年「南亞海嘯」對泰國旅遊觀光業股價的影響，是否有產生異常報酬，結果顯示泰國旅遊觀光產業呈現部份顯著之負向異常報酬。重大事件的衝擊通常會反應在特定產業、或特定公司的股價上。由於「開放大陸人士直接來台觀光」政策是近期政府推動國內觀光的重大政策，龐大的陸客商機，加上此政策所促成的兩岸「直航」開啟，對國內「觀光業」及「航空業」屬一利多消息。因此，本研究乃以「開放大陸人士直接來台觀光」政策為一事件，利用事件研究法探討該政策宣告對觀光業及航空業股價的影響。

陳怡君(2013)針對台灣觀光旅遊產業，探討觀光旅遊與總體經濟因素相互關係之探討，利用單根檢定、Johansen共整合檢定、Granger 因果關係檢定模型、向量自我迴歸模型及向量誤差修正模型來分析觀光旅遊的來台人數、觀光收益及股價指數與總體經濟因素之間的相互關係。變數選取自台灣經濟新報(TEJ)、TWSE 台灣證券交易所與觀光局，期間為2002年1月至2012年12年之月資料，採用台灣觀光股價指數、觀光來台人數、觀光收益、國內生產毛額、消費者物價指數、匯率等變數進行實證

分析。實證結果顯示：國內生產毛額與消費者物價指數、觀光收益、匯率、觀光股價指數及觀光來台人數間存在著長期均衡關係。消費者物價指數與觀光股價指數、觀光股價指數與匯率存在著因果關係。

2.2.2 經濟指標與觀光產業之關聯性

由2013年世界觀光旅遊委員會（World Travel and Tourism Council，WTTC）所公布的全球觀光產業發展概況統計可知，觀光發展與我們日常生活的關係是十分密切的，而由 WTTC 對台灣的觀光評比資料中發現，台灣雖擁有良好的觀光旅遊環境，但是觀光對台灣的經濟貢獻卻相對落後其他國家。因此，政府應積極推動觀光旅遊，發展國際觀光、提升國內旅遊品質，建立優質的旅遊環境與形象，藉以吸引更多的國際觀光客，創造更高的旅遊與觀光業產值，而為了提升國家的區域經濟發展及旅遊與觀光產業更高的經濟貢獻，除了擴大來台旅遊人數之外，促進更大的旅客分散和更多的消費支出，也是相當重要的。所以，本研究欲朝來台國際旅客的旅遊是否分散和分散程度進行研究，並分析來台國際旅客願意到台北市以外的景點旅遊是受了那些因素的影響，以期研究結果能提供給政府部門在訂定觀光旅遊政策時之參考。

施瑞峰(2000)利用時間數列方法，以台北、高雄、台中、花蓮、風景與其他等六個地區國際觀光旅館國人住宿率為研究對象，以Box-Jenkins之四個步驟建立ARIMA模型。根據實證結果顯示，本研究所建立的預測模型其泰勒不等係數均小於一，RMSPE值亦皆很小，顯示該模型是適合進行預測之用。根據本研究預測分析發現，民國八十九年各地區的國際觀光旅館國人住宿率平均而言有增加的現象。高雄、台中、花蓮與其他地區等四個地區國人住宿率均超過50%，顯示國人已逐漸成為國際觀光旅館市場重要的客源。

張淑婷(2004) 採用計量經濟模型，選取所得、消費者物價指數、住宿價格、匯率、來華人數及其他突發事件等變數，以共整合與誤差修正模型進行來華旅客住宿需求的分析及預測，並透過模型中短期及長期參數的推估，來探究住宿之動態需求的長短期影響程度。研究結果顯示，影響日本、香港及美國旅客之住宿需求的最重要變數分別為長期相對消費者物價指數、長期來華人數與短期來華人數。其中，日本的長短期價格彈性皆大於1，在經濟理論上意指降低價格可增加業者之住宿收入；而香港與美國的長短期彈性皆小於1，意指價格的提升可增加業者之住宿收入；此外，三個國家長短期之所得彈性皆小於1，在經濟意涵上指來華住宿對此三個國家皆是「必須品」。在調整速度方面，此三個國家的住宿需求受到短期外在因素波動時，約半年即可調整至原來之水準值。在未來住宿人次預測值部份，推估至2007年三國之來華住宿人次預測值約為178萬人次；若依據「觀光倍增計畫」下之來華人數來預估三國之住宿人次則為242萬人次，建議有修訂計畫之必要性，否則節慶活動或觀光旅遊景點的推廣將成為此計畫達成與否之關鍵因素。

林秀錦(2013)以世界各國來台之國際觀光客為研究對象，採用行政院交通部觀光局之「來台旅客消費及動向調查」問卷調查資料為研究樣本，總合世界 31 個主要來台觀光的國家，以 2009 至 2010 年為研究期間。採用 STATA 統計軟體和probit 模型及線性迴歸模型，來探討來台國際觀光客之旅遊觀光動向與旅遊分散程度，是否會受到來台次數、停留天數、到訪旅遊景點總數、來台目的、旅行安排方式、居住地、年齡、所得、性別、來台年度、入境處等因素的影響。問題探討分成兩個面向，第一部份，採用 PROBIT 模型探討旅客是否拜訪台北市以外的景點與其人口特徵之關係。第二部份，採用線性迴歸模型探討旅客旅程分散程度

的大小與其人口特徵之關係。以分析來台國際旅客之旅遊觀光動向與旅遊分散程度，及探討不同國家的觀光客赴台灣旅遊的行為是否存在差異。研究結果顯示，來台次數並不影響旅客是否拜訪台北市以外景點的機率，但對旅客旅程分散程度具有顯著影響。拜訪台北市以外景點的機率較高，且旅客旅程分散程度也較大的旅客，有以下四種（1）來台停留天數越長、（2）到過的旅遊景點總數越多、（3）由旅行社規劃行程且包辦的旅客、（4）年齡 60 歲以上。日本、韓國旅客在停留天數的估計上，拜訪台北市以外景點的機率最高且旅程分散程度也最大。中國大陸旅客在旅遊景點總數及居住地兩個變數的估計上，均顯示其拜訪台北市以外景點的機率較大且旅程分散程度也較高。來台目的為從事各種工作的旅客，拜訪台北市以外景點的機率較低且旅程分散程度也較低。所得在是否分散和旅程分散程度的估計上差異並不大。女性旅客與男性旅客拜訪台北市以外景點的機率差異並不大，但女性旅客的旅程分散程度比男性旅客低。2010 年來台旅客在是否分散及旅程分散程度的估計上高於 2009 年來台的旅客。由桃園國際機場入境來台的旅客，其拜訪台北市以外景點的機率及旅程分散程度較低。由研究結果可知，政府若能擬訂觀光宣傳計劃，吸引因工作目的來台的旅客，願意利用工作來台的機會，多停留一點時間在台從事旅遊活動。並針對港、澳、新、馬區，除了加強觀光行銷之外，也可與觀光業者合作，設計適合年紀稍長者的旅遊行程，以吸引年紀稍長者願意來台從事旅遊活動。藉此，不只能增加來台的旅客人數，亦可提高拜訪台北市以外景點的機率及旅程分散程度。

從上可知，來台旅客人數、經濟指標與觀光股價表現之間具有密切關係，本研究即著眼於建立經濟指標、來台觀光人數及觀光股價之關聯性模式為主，以利相關業者、政府單位、研究單位擬訂對策之參考。

2.3 觀光需求構面之經濟模式建構

就觀光需求構面領域中，在實證時所使用的方法而言，大致可區分為二大類，即量化方法及質化方法。國內外學者在研究方法的使用上，常根據研究動機、目的與其資料收集難易度的不同，其模式建構的方法亦有所不同，Kulendran 和King（1997）、Kulendran 和Witt（2003）指出，時間序列模型適合用在短期且波動程度不是很顯著時，可達到良好的預測績效。在計量經濟方法的使用上，Martin 和Witt（1989）、曹勝雄、曹國雄、江勁毅（1996）研究皆指出，計量經濟模式的預測能力皆有良好的預測績效。如圖2.1所示，量化的預測方法主要可以分成：計量經濟模型（Econometric Causal Model）、時間序列模型（Time Series Models）、空間模型（Spatial Model）、類神經網路（Artificial Neural Network）等四種方式；質化的預測方法可以分成：德菲爾（Delphi method）和情境分析（Scenarios method）等二種方法（陳宗玄、施瑞峰，2001）。



圖2.1 觀光需求評估方法體系(資料來源：本研究整理)

計量經濟模型：計量經濟模型是以經濟分析觀點來建立因果模式，並且找出影響觀光需求的因素，並利用過去資料建立需求與各影響變數的關係式，進而推估未來的需求量，在過去的觀光預測研究中，大多以計量經濟模型居多（Martin and Witt，1989、Witt and Witt，1995、Kulendran and King，1997、Kim and Song，1998、Kulendran and Witt，2001、李旭

煌，1994、時巧煒，1994、江麗文，1995等）。利用計量經濟模型進行預測的優點，在於可以掌握觀光需求的影響因素，但相對的會耗費較多的時間與成本。一般最常用之模式為迴歸模型，其使用之變數多以時間序列方式來蒐集資料，因此其假設前提亦需定態之資料。

空間模型：空間模型是陳述在環境條件中兩個地理學地區範圍之間相互作用的程度。此模型乃是為了解決資料中所隱含的空間不確定因素，乃嘗試從凌亂的空間資料中，以統計方法發掘空間變動(spatial variation)之規律；其與時間序列最大的差異在於空間中並無過去、未來之次序，因而不易透過某種因果關係的描述來建構空間模型（Witt and Witt，1995、黃昭通，1994）。

類神經網路：此法是模仿生物神經網路功能的資訊處理系統，其使用大量簡單的相連人工神經元來模仿生物神經網路的能力，所得之資訊給予不同之權重，再轉換成數學模式輸出，並利用此模式作預測（Han and Kamber，2001）。

德爾菲法：此種預測方法是依賴專家意見去預測未來可能發生的狀況。此法通常牽涉一群專家各回合的預測，並且藉由小組間的資訊回饋，研究出完全採用人類智慧直覺感應的技術預測法，研究結果會匯集出一致的意見，其使用時機為較無歷史資料及較需專家意見時所採用（Martino, 1983、Witt and Witt，1995、歐聖榮，2003）。

情境分析：情境分析將未來的演變視為一項隨機過程，情境預測建立在未來環境的認知架構中，主要探討未來不同可能的發展狀況，並幫助決策者進行長期策略的規劃，其使用時機為環境因素不確定性較大、不需估計未來逐年的實際數值及較無大量的歷史性資料時所採用（Martino，1983、Witt and Witt，1995）。在國外文獻上，其研究範圍多

屬於國際觀光需求方面；而預測方法多偏向計量經濟與時間序列為主。在計量經濟方法部份，Martin and Witt (1989) 預測從法國、英國、美國、德國的出國觀光人數；Kulendran and King (1997) 預測從日本、英國和紐西蘭等國到澳洲的觀光人數；Manuel and Croes (2000)，預測美國旅客到阿拉伯的旅遊人數；Turner and Witt (2001) 預測到澳洲、日本等國到紐西蘭的觀光人數。在時間序列方法部份，Kim and Song (1998) 使用時間序列模型建立日本、美國、英國和德國到南韓的觀光人數；Lim and McAleer (2002) 建立香港、馬來西亞、新加坡等三個國家至澳洲的觀光旅遊預測模型；Goh and Law (2001) 使用時間序列模型與介入分析法，預測十個不同國家到香港的旅遊人數。

王天賜 (2005) 運用Granger因果關係、VAR和VECM等方法，探討台灣1981年到2004年間，油價、總體經濟與股價指數之關聯性。實證發現：(1)Granger因果關係、VAR 和VECM等方法，皆顯示原油價格顯著地領先台灣實質GDP的變化。(2)雙變數的因果檢定中，發現在落後期數為8期的情況下，油價會領先實質GDP、進口物價及股價指數。(3)落後期數為4期的情況下，油價會領先M1b。此外，亦發現於台灣景氣衰退起始時，如1974年2月、1980年1月、1989年5月、1995年2月，皆伴隨國際原油價格調升的現象。

Berument, Ceylan & Olgun (2007) 採用GARCH 方法探討七大工業國及45 個發展中國家利率的關係，結果發現在G7 國家中有6 個國家及有18 個發展中國家的利率與通貨膨脹間呈現顯著的正向關係，而有7 個發展中國家的利率與通貨膨脹間呈現負向關係。Yamada(2005)檢驗日本過去三十年來月資料的Fisher 相關，結果發現利率和通貨膨脹維持非線性的決定性趨勢。熊治平(民94)探究主要影響短期利率的因素及影響程度，

如通貨膨脹率、貨幣供給額、兩國利差、股價指數、失業率、匯率等，並以複迴歸分析來進行檢測，結果發現通貨膨脹率、貨幣供給額、兩國利差、股價指數對於短期利率的影響是顯著的。

在我國經濟、金融發展已漸趨成熟之際，政府究竟應採取何種有效的貨幣政策來因應這些經濟情勢的變化？為了維持經濟發展之穩定與繁榮，利率政策是政府操控股、匯市及穩定物價的利器，利率水準會影響股價，當利率上升，除了直接影響資金從股市流回銀行體系外，也可能會改變各種替代性金融商品對投資人的吸引力，投資人可能出售手中股票轉而購買債券，因而使股價下跌，利率上升，投資人購買股票的機會成本提高，融資成本增加，購買力自然減弱，投資股市意願降低，股價因而下跌。就企業經營而言，利率上升將增加企業的資金成本、利息負擔，而降低其投資設廠意願，因而不利經濟的成長，更進而影響股價；另一方面，企業融資成本增加，影響企業的獲利與盈餘，使投資人投資股票市場意願減弱，造成股價下跌，我們預期在其他情況不變下，利率與股價間有負向關係。股價與利率在實證上的研究結果不一，Mcmillan (2005)檢查股市指數與利率之間是否存在著共同整合性的關係，同時去估計兩者之間在時間上變動的關聯性，研究結果支持股價與工業生產呈現正相關，而與利率呈現負相關。但這樣的相關形態會隨著時間上的變動呈現相反的結果，這種時間上的變動須要其他的股價模式去進一步解釋。

按照一般投資理論的說法，物價上漲時帶動廠商產品價格上升，而工資率的調升落後於物價的上漲，使得產品價格上升幅度大於成本上升幅度，使得公司盈餘增加，公司價值相對提高進而反映在股票價格上，使股票在通貨膨脹時成為避險的工具之一。但，另一派學者卻認為，實質資產報酬與通貨膨脹間具有負向關係。理由為工資上升幅度超過生產

力的提高，從而使公司盈餘降低，使得股票報酬與通貨膨脹之間呈負相關。例如Fama (1981)測試1953年到1977年之間，Geske and Roll (1983)測試1947年到1979年之間，Bulent Gultekin (1983)測試1947年到1980年之間，均認為股票報酬與通貨膨脹具有負向關係。

張懿芬 (2004)將研究期間以亞洲金融危機為分隔點，選取台灣、南韓、新加坡和香港為實證對象，發現在1997年亞洲金融危機後，以衝擊反映分析發現，通貨膨脹與股價存有顯著正相關；以預測誤差變異數分解發現，通貨膨脹對股票有顯著的影響。

不同國家的利率差異引起資金的流動而影響匯率的變化，資金會由利率較低的國家流向利率較高的國家，因此，國內調升利率時會吸引國外資金的流入，促使台幣升值，但是，當新台幣過度升值時，央行會在公開市場拋售新台幣，增加貨幣供給，以維持匯率穩定，貨幣供給增加，利率自然下降，當新台幣過度貶值，央行賣出美元，買回新台幣，將匯率拉回應有價位，可見利率與匯率關係密切。Ansgar, Kai & Daniel (2004)對國家在匯率變動性和利率變動性之間的互動做一個回顧，也討論了幾個用以解釋這兩個變項間系統關聯的模式，並檢驗這兩個變項間應該有正向的關聯性，結果顯示一個國家的匯率和利率之間存在著顯著的共變性。

匯率對於股價的影響亦不容小覷，目前台灣已是一個小型開放的經濟體系，自由化與國際化的程度逐漸提高，本國資本市場與國際資金或外國資本市場間的關係，必定更為密切而相互影響。不但外資的移動與本國股價的變化息息相關，外資的進出更會牽動到本國匯價的起伏。當貨幣貶值，投資人為避免匯兌損失，將資金抽離國內股票市場匯往國外，將使國內股價下跌，所以匯率的變動，將影響股價；當一國股價下跌，

資金將撤出該國股市匯往別國，促使貨幣貶值。Pan, Fok & Liu (2007) 採用1988年1月至1998年10月期間的資料檢查七個東亞國家包括香港、韓國、日本、馬來西亞、新加坡、台灣和泰國的匯率和股價的動態關聯性，實徵性結果顯示在1997年亞洲金融風暴前香港、日本、馬來西亞和泰國匯率對股價有顯著因果關係，也發現香港、韓國和新加坡公平市場對國外匯率有一個因果關係，且在亞洲金融風暴期間股價對匯率有顯著的因果關係；除了馬來西亞之外，匯率對股價有因果關係。結果亦指出匯率和股價的關聯性且會隨著匯率政策、貿易大小、資本控制的程度及公平市場大小而有所不同。Vygodina & Anna (2006) 採用Granger因果關係方法調查1987年到2005年美國股市與匯率間的關係，發現大型股票對匯率有Granger因果關係，小型股票則沒有，這個結果支持了先前的研究結果，而且發現這個關係會隨著時間而改變，也支持匯率與股市間的在某個時間會有變動性的因果關係。這些研究顯示股價與匯率相互關係密切。

利率政策是央行為達成物價穩定有效的工具，當利率上升，資金流入銀行體系，貨幣供給減少，則大眾手上所持有的資金減少，因此會有抑制物價上漲的效果，反之，當利率下降，資金流出銀行體系，貨幣供給增加，則大眾手上所持有的資金增加，因此會有帶動物價上漲的壓力。中央銀行如何透過貨幣政策來穩定股、匯市場及物價，是政府、投資人、消費者以及學術研究者所關心且極待思索的問題。故本研究擬就當前物價波動的現況、以及政府應對的措施來加以探討物價、利率、匯率與股價之間關聯性，結果將有助於投資人更瞭解台灣金融市場的互動情形，以利其進行投資策略管理。

綜觀國內外觀光需求文獻，其研究範圍大多為國家或遊憩區，探討

住宿需求之研究甚少，目前國內僅有二篇是探究住宿需求之研究（施瑞峰，2000、洪靜霞，2001），皆研究國內觀光旅館住宿需求，基於來華旅客之住宿需求研究闕如，故以來華旅客之住宿人次為研究範圍可補足相關領域之不足，另有研究外在經濟因素對來華旅客住宿之影響程度與預測未來之住宿需求量。

朱清貴(2008)探討物價、利率、股價、匯率之間的關聯性，並加入衝擊反應函數(impulse responds function, IRF)的概念，觀察當其中一變數發生變動時，對其它變數所造成的衝擊影響，藉此驗證與釐清物價、利率、股市及匯市彼此間之互動情形，發現股價、匯率、利率與物價間具有共整合關係，表示四個變數間具有長期均衡關係。Granger因果關係中發現：股價會影響利率，股價與物價兩者互相影響。在利率變異數分解關係中發現，利率除了被利率本身所解釋外，主要被股價所解釋，與Granger因果關係中的發現，股價指數會影響利率，結果相符合。

由於國際觀光旅館住宿需求是來華旅客之引申需求，影響來華旅客之相關變數，都可能會是影響國際觀光旅館住宿需求之變項。過去的實證研究較少採用旅館住宿人次為需求量之應變數，本研究主要以總體經濟變數(指標)為主。根據變數選取歸納之結果，本研究選用以下幾個變數，分別為：所得、消費者物價指數、匯率、住宿價格及其它突發事件。以下對自變數說明如下：

- (1)所得：通常在觀光需求分析中，所得是最常被使用當成自變數的變項（Kim & Song, 1998、Song & Witt, 2000）。所得變項 (income variable) 一般以國民生產毛額、國內生產毛額或個人實質所得表示之。
- (2)消費者物價指數：考慮物價指數的原因乃是若本國的物價高昂，自然會降低他國觀光客來華的意願。另一個考慮因素為物價指數本身具有

替代性，遊客亦會比較來華旅遊與它國旅遊的物價指數。國外研究大多將交通成本此項變數納入模式中，國內由於缺乏適當的資料而作罷。一般而言，是以目的國與出發國兩地的消費者物價指數比率表示之。

(3)匯率：通貨的價格亦會影響外國遊客來華的意願，如果出發國的匯率上升，會降目的地國旅客前往之意願，故會對觀光需求造成影響（Douglats & Frechting，1996）。

(4)住宿價格：可以說明目的地國相對於出發國的住宿成本，因為價格具有替代性，旅客不僅會比較本國旅遊與國外旅遊的住宿價格，也會比較相類似之國外住宿的價格（Song & Witt，2000）。

Chulho, Shambora & Kyongwook(2007)研究股票報酬和通貨膨脹在四個歐洲市場之間的關係，包括：法國、德國、義大利和英國。結果顯示在法國、義大利和英國，非預期性通貨膨脹會影響股票報酬；預期性通貨膨脹不會影響股票報酬；非預期性利率會影響股票報酬，然而這些結果在德國則未顯示出。

Laopodi(2006)利用雙變項和多重變項向量自我迴歸共整合方法檢驗公平市場、經濟活動、通貨膨脹和貨幣政策之間的互動關係，結果發現股票報酬和通貨膨脹在1970 至1980 之間呈弱的負相關；股票報酬和公債在1970 至1980 之間亦呈弱的負相關。貨幣政策和股價之間沒有持續性的關係。Al-Abadi & Al- Sabbagh(2006)由檢測利率風險、市場風險、通貨膨脹和股票報酬來作實徵性的研究。採用三個模式，每一個模式都將焦點放在測量特定型態的風險和由股票報酬產果的影響，並應用CAPM來檢定市場風險及二因素模式來整合利率風險的效果，而二因素模式再被擴展為多因素模式來檢測其他的總體經濟因素，研究樣本由13 個最具

代表性的Jordanian 商業和投資銀行所組成，包括從1990 年至2003 年每個財政年度的月資料。結果指出市場風險與股票報酬有一個正向顯著的關聯性，利率則對股票報酬有顯著的負相聯；預期性的通貨膨脹對股票報酬有顯著的負相關，非預期性的通貨膨脹對股票報酬有不顯著的負相關。

在 1997 年亞洲金融風暴期間，發現幾個東亞國家面臨了明顯的內外衝擊，因而導致普遍的經濟不景氣。匯率下降可能會傷害這些國家的供應面，因此使得生產緊縮。許多人認為初始各國因應這些衝擊及重建經濟成長的緊縮政策會進一步加劇危機。Chomsisengphet & Kandil(2007)分析韓國、印度、馬來西亞、菲律賓和泰國在真實匯率、財政花費、貨幣供給、輸出的能源價格及物價預期和非預期的改變。結果指出在風暴期間預期性的貨幣貶值會相反地影響供應面、縮小輸出成長；而會加速通貨膨脹。相對地，供需兩面的結合效果會使非預期性的貨幣貶值對輸出成長和物價通膨的影響變得沒有結論性。印度和馬來西亞經驗到在風暴期之外，平均輸出成長降低，而印度更有國內通貨膨脹增加的情況。這些案例使我們確信因應這些外在衝擊應有通融政策。

2.3.1 利率與股價關係

Ratanapakorn & Sharma(2007)調查美國股市和六個經濟變項於1975 年1 月到1999 年4 月長期和短期的關係。結果發現股價在長期上與利率有負相關，但與貨幣供給、工業生產、通貨膨脹、匯率和短期利率有正相關。在Granger 因果關係上，每個經濟變項在長期上會影響股價，短期則不會。這些結果支持了股價與其他變項有相當的關聯性。Chen(2007)採用Markov-switching 模式調查貨幣政策對於股票報酬是否有不對稱的效果，來自S&P500 物價指數的實徵性資料顯示出貨幣政策在繁榮的股

票市場對股票報酬有較大的效果。Bohl, Siklos & Werner(2007)探討 Bundes 銀行於1999 年所負責的貨幣政策對股價波動是否有系統性的影響？與美國的研究結果相反，本研究結果顯示出德國股票報酬與短期利呈現弱的相關性，此結果與Bundes 銀行對德國股價有系統性影響的假設不一致。然而，研究結果發現Bundes銀行藉著寬鬆的貨幣政策來因應1987年的股市崩盤。Honda & Kuroki(2006)調查從1989 年七月至2001 年三月日本貨幣政策的改變股價和利率的影響，結果發現貨幣政策的改變會對長期和短期利率有顯著性的影響。而1%利率的調降平均會使股價增加3%。Alper & Atilla(2007)採用wavelet 分析，以實徵性方法檢查美國貨幣政策對新興股票市場的效果。以國際購買力理論來說，先進國家利率和匯率的波動會影響新興市場，故以美國國庫卷10 年的每日利率值及歐元兌美元的匯率作為自變項，以2003 年2 月1 日至2006 年10 月22 日的伊斯坦堡的股匯作實徵性的檢定，運用wavelet 和Granger 分析，結果顯示美國利率及歐元兌美元的匯率會在不同時間影響伊斯坦堡股匯市的報酬，且利率的效果比匯率的效果較早反應。

張貴欣(2006)以向量自我回歸模型、共整合檢定、誤差修正模型、Granger 因果關係檢定、變異數分解以及衝擊反應，個別分析美國與加拿大、墨西哥、中國、日本、德國、英國、韓國及台灣之股價、匯率及利率的互動關係，研究結果發現：由共整合檢定得知，美國—加拿大、美國—日本、美國—德國、美國—韓國、美國—台灣等五國模型，美國與各國至少存在有一個共整合向量，即美國與這些國家的經濟變數至少存在一長期趨勢關係。由Granger 因果關係檢定及變異數分解之結果顯示，美國與加拿大、墨西哥、日本、德國、韓國及台灣之股價、匯率及利率的關聯性較高而美國與中國、英國之股價、匯率及利率的關聯性則較低。

美國股價會單向影響到美國利率，美國利率政策似乎受美國股市所影響。

2.3.2 利率、匯率關聯性

Brailsford, Penm & Lai(2006)以實徵性的研究檢驗在亞洲金融風暴期間，急速上升的利率下匯率的效果。結果顯示在南韓、菲律賓和泰國急速上升的利率協助穩定匯率；而在馬來西亞並沒有發現利率對匯率顯著的因果關係，這是因為馬來西亞當局未積極採取高利率政策來防禦貨幣。Yu(2007)研究出M2 需求受到真實GDP、存款率和真實股價的正向影響；受到名義匯率、國外利率和預期性通貨膨脹的負向影響。Benigno, Benigno & Ghironi(2007)研究出經過設計的利率規則可以維持匯率的穩定性，同時結果亦顯示出在一個現代化的總體經濟架構中，利率、匯率政策及合理預期平衡的決定是有關聯性的。

鄭婉秀、吳佩珊、陳君達及陳玉瓏(民94)利用雙變量GARCH 模型分析貨幣政策、股市及外匯市場三者間之相互影響關係進行深入分析，並融入衝擊反應函數觀察各市場受到衝擊的波動情形。實證結果發現，在臺灣市場，貨幣政策是一個有效的管理工具，其不會受到股市與匯市之強烈干擾，政府當局得以善用貨幣政策來監管兩投資市場，其中，貨幣供給對股價呈現正向之單向影響關係，對匯率則呈現負面且單向之影響關係，至於股價與匯率在總和檢定中皆呈現不顯著結果，推論兩者之關連性應以貨幣供給為傳導媒介，是為間接影響所致。另外，在衝擊反應分析方面，發現任一變數波動，都會對其它變數產生至少10 期以上之影響，其反應方向與雙變量之結果互相吻合。

2.3.3 匯率、股價關聯性

Pan, Fok, & Liu(2007)採用1988 年1 月至1998 年10 月期間的資料檢查七個東亞國家包括香港、韓國、日本、馬來西亞、新加坡、台灣和

泰國的匯率和股價的動態關聯性，實徵性結果顯示在1997年亞洲金融風暴前香港、日本、馬來西亞和泰國匯率對股價有顯著因果關係，也發現香港、韓國和新加坡公平市場對國外匯率有一個因果關係，且在亞洲金融風暴期間股價對匯率有顯著的因果關係；除了馬來西亞之外，匯率對股價有因果關係。結果亦指出匯率和股價的關聯性且會隨著匯率政策、貿易大小、資本控制的程度及公平市場大小而有所不同。

Tabak(2006)研究巴西股價和匯率之間的動態關係，利用近來發展的單根和共整合測驗來檢測這兩個變項之間長期性的關係，結果發現股價對匯率沒有長期的關係，但有線性的Granger因果關係，即股價與匯率為負相關。此外，匯率對股價有非線性的Granger因果關係，與傳統研究方法結果一致：匯率會引導股價。這些研究結果對國際投資客及匯率政策的制定有實際的應用。

Doong, Yang & Wang(2005)檢查六個亞洲新興財政市場股價與匯率之間的動態關係，結果發現股價和匯率沒有共整合，採用Granger因果關係測驗後顯示出印度、韓國、馬來西亞和泰國有雙向的因果關係。除了泰國之外，股票報酬與匯率呈現負相關，這表示貨幣貶值會伴隨著股價下跌。此研究結果對於亞洲新興市場國際性的檔案管理是重要的。自從亞洲1997的經濟危機以來，經濟學家、國際投資者和制定政策者十分關注股價與匯率之間的關係。本研究運用線性、非線性及時間序列等方法來探討從1991年一月份至2005年七月份台灣與日本股價及台幣與日元匯率之間長期性和短期性的關係。結果發現1.台灣與日本短期中股價會相互衝擊2.在股價與匯率之間的關係方面，台灣財政市場短期上較適合檔案方法，而長期則以傳統方法較為可行；而檔案方法在日本股票市場上則較不適合。3.台灣與日本股價及台幣與日元匯率之間未有長期性的關

係。

陳明輝(民93)以共整合模型、誤差修正模型、Granger 因果關係來探討匯率變動對加權股價指數之關聯性影響，區分全期間及子期間，從1996年3月至2004年3月政黨輪替前的子期間，1.從1996年3月至2000年3月及政黨輪替後的子期間，2.從2000年4月至2004年3月。經實證研究結果如下：(1)以全期間來看匯率變動對加權股價的影響為負向關係，另外，在政黨輪替前匯率變動對加權股價指數的影響為正向關係，但在政黨輪替後轉變為負向關係。(2)以全期間來看加權股價指數與匯率維持長期均衡關係，在政黨輪替前後也維持相同的結果，表示匯率與股價有長期均衡關係。(3)在全期間，匯率領先加權股價指數，另外政黨輪替前匯率與加權指數從沒有領先落後關係到政黨輪替後轉變為加權指數領先匯率。(4)在全期間，加權股價指數與匯率無因果關係，至於政黨輪替前後的影響，從政黨輪替前的加權股價對匯率有單向因果關係，至輪替後轉變為無因果關係。

2.3.4 物價、利率、股價、匯率關聯性

Ratanapakorn & Sharma(2007)調查美國股市和六個經濟變項於1975年1月到1999年4月長期和短期的關係。結果發現股價在長期上與利率有負相關，但與貨幣供給、工業生產、通貨膨脹、匯率和短期利率有正相關。在Granger 因果關係上，每個經濟變項在長期上會影響股價，短期則不會。這些結果支持了股價與其他變項有相當的關聯性。

Quartey & Gaddah (2007) 利用Johnansen 的共整合程序，以1991年至2004年的資料調查迦納的總體經濟因素如何影響股市發展。結果發現：國民儲蓄影響股市發展，而真實收入、國民儲蓄、匯率可預測長期股匯市的發展。然而，國庫券對於長期GSE 的發展有負向的影響，與預

期相反的是，通貨膨脹對於預測長期股市的發展不是一個顯著的因素。

蘇啟仁(民 93)透過建立多變量VEC GJR GARCH-M 模型以進行台灣、美國股價與其總體經濟變數間關連性、波動性、不對稱現象、風險溢酬效果與跨國外溢效果之實證研究。研究變數於台灣方面分別選取台灣加權股價指數、CPI、M1b 與美元兌新台幣匯率以進行實證分析；美國方面則選取NASDAQ 股價指數、CPI、M1 與美元指數作為主要研究變數，研究期間為1984 年10 月至2003 年10 月之月資料。共整合分析法可得知台灣、美國之股價與其總體經濟變數間各存在一組共整合向量。利用對角化形式之四變量VEC GJR GARCH-M 模型進行實證研究實可發現台灣、美國個別股價及其總體經濟變數間皆具有一階或二階動差的因果關係，於一階動差中股價會受到總體經濟變數之影響，但在衡量波動性的二階動差中，股價波動卻能有效捕捉總體經濟變數之波動性。並可發現台灣、美國個別股價皆具有顯著之風險溢酬效果、波動叢聚現象與波動不對稱性，但上述現象於台灣與美國之物價、貨幣供給、匯率中則不易尋獲。此研究嘗試以外生變數的處理方式分別將台灣、美國股價及其總體經濟變數交叉代入對角化形式之四變量VEC GJR GARCH-M 模型中，結果顯示美國之股價與其總體經濟變數均對台股產生顯著影響，且美股波動能有效預測台股波動，但股價與其總體經濟變數卻無法對美股及其總體經濟變數產生任何影響。

由上述文獻發現，國內外學者以利率、股價、匯率三者為主題，研究其互動關係的相關文獻較為豐富，而以研究物價、利率、股價、匯率四者之間互動關係的相關文獻則較少，在當國內外正面臨通貨膨脹或緊縮威脅之際，加入以物價為主題之研究，可以了解物價與其他三變數的互動關係，研究結果亦可提供政府制定穩定物價政策之參考，凸顯其

重要性。另外，先前學者對物價、利率、股價、匯率四者之間的互動關係的研究結果，會因研究對象、研究期間、研究方法的不同，而有不一致的研究結果，因此有進一步探討台灣地區物價、利率、股價、匯率四者之間互動關係的必要性。

2.4 股價指數變動之理論探討

就理論上而言，證券價格的決定，是以發行公司資產淨值及獲利能力為基礎，但股票價格在實務上是市場供需平衡的結果，供過於求時股價下跌，需求多時則上漲；市場出現利多消息，或市場心理趨向於樂觀的預期時，投資人惜售股票，則股票需求大於供給，股價上升，反之，股價下跌。因此供需關係是股價變動的直接因素，影響供需關係的其他因素均概稱為間接因素。觀光旅館業亦是國內股票市場的一環，自然遵循此種情形。但是到底有那些因素會影響供需情況的變化，進而影響股價變動呢？一般分為經濟性因素、政治性因素及技術性因素。

依據學者的研究其影響因素非常廣泛，林煜宗（2011）之研究說明影響股價因素中有69%歸因於市場因素，並將各類因素大致歸納為三種：

2.4.1 市場因素（market factor）

指的是影響整個市場股價報酬率的因素。

（1）市場外在因素

經濟性因素：貨幣供給量、經濟景氣循環、物價、匯率、利率、對外貿易等，又稱為「總體經濟因素」。

政治、社會因素：戰爭、政權更替。

其他經濟、金融及政治因素：例如政府為促進資本形成，對證券投資及股票上市採取租稅減免等措施，或為收縮通貨而對股市採取抑制措

施，罷工或街頭運動等等。

(2) 市場內在因素：是指影響股價變動的主要內在因素。例如

股票的發行總量、逐日成交量。

融資融券等信用交易：是假性供需的來源，其活動會影響股票供應進而影響股價。

季節性趨勢：如春節前後、暑假後等季節性的資金短缺，或每年三、四月第一季業績公佈及除息，或當股東會召開等之時，股價多呈現強勢的季節性趨勢。

人為的投機操作。

2.4.2 行業因素 (industry factor)

指的是影響某一行業股價的因素，例如行業景氣、淡旺季、法令措施、稅率及其他如氣候變化、價格變動等。

2.4.3 公司因素 (company factor)

指的是影響某一公司股價的因素，例如股利、盈餘、董監事改選、股票上市、現金增資、新開工廠、破產、重整等。

就財務管理的角度來看，俞海琴、陳隆麒（2014）認為公司的股價主要決定於五個因素，即預期每股盈餘、盈餘源流的發生時機、預期盈餘的風險、負債融資的程度及其股利政策，而外在因素是公司所無法控制的因素，包括經濟景氣、利率水準、以及政府制定之公司所得稅法、勞動基準法等等，這些因素會影響個股公司之內在因素，包括負債融資程度、股利政策、生產方式、促銷方式、擬提供之服務或產品等等可控制之策略性決策，再分別影響到每股預期盈餘、盈餘源流的發生時機、預期盈餘的風險以及股市榮枯，而形成股票在市場上之價格。

而影響股價變動的因素，在時間上有先後不一致的現象。Adam and

Tweneboah (2008) 在探討股價與經濟變數關係的時間落差上，將經濟循環假設為三階段，並依據此假設模型，採用經濟變數的月資料，期間從 1991 至 2006 共 16 年，利用迴歸分析法，探討股票價格與長期及短期經濟變數之關係。此一經濟循環模型之第一階段乃假設在沒有通貨膨脹，價格穩定的狀態下，基於聯邦政府的擴張政策所採取的貨幣經濟刺激，財富漸漸增加，並導致實際消費及金融資產的增加，金融機構及大眾開始投資股票、債券及長期國庫券等，因而股價上漲。此時經濟發展進入第二階段，該階段之經濟發展重點在於擴張經濟活動，增加就業率，股價將持續上漲，因為實際及預期的利潤成長。當經濟進入第三階段則聯邦政府察覺貨幣擴張政策，設法振興經濟，而將使經濟狀況回到第一階段如此週而復始。

錢思敏 (1998) 在探討我國出國人次與總體經濟變數之間的關係，以總體經濟變數取消費者物價指數、國民儲蓄毛額、匯率、貨幣供給額、實質國內生產毛額、景氣動向指標、股價加權指標等作為自變數，利用向量自我迴歸模式建立出國人次與總體經濟變數組成的聯立方程式，同時以開放大陸探親作為分段研究的時間點，結果發現開放大陸探親前，國民儲蓄毛額與出國人次互為因果關係，國內生產毛額及利率得變動短期領先出國人次的變動，出國人次則領先消費者物價指數國民儲蓄毛額、股價指數、利率及貨幣供給額。開放大陸探親後，消費者物價指數、國民儲蓄毛額及國內生產毛額與出國人次互為因果關係，消費者物價指數領先出國人次五期可作為領先指標。但是就出國人次對總體經濟變數的解釋能力而言很低，因此影響不大。

聶建中、周明智(2002)針對台灣觀光旅遊業，探討自 1956 年至 2000 年期間，最可能影響旅遊業榮枯之實質國內生產毛額、消費者物價及匯

率等三個總體經濟因素與作為旅遊業興盛指標的歷年來台觀光人數及觀光外匯收入之長、短期互動影響模式。Johansen共整發現，五個選取變數間存在長期均衡的關係，其共移模式含線性趨勢及二次趨勢；變數間短期互動，由Granger(1988)含誤差修正項之因果關係得知，除了匯率走勢外，來台觀光客人數的變化，對CPI、實質GDP、及觀光外匯收入等變數的走勢，均呈現顯著相對領先的地位，此外，實質GDP為觀光外匯收入之顯著領先指標；由衝擊反應函數得知：短期間，匯率的起落(升、貶)，對來台觀光人數的所造成的衝擊，扮演著重要的角色，長期而言，對來台觀光人數的衝擊，取而代之的為實質GDP以及觀光外匯收入；由變異數分解可歸納：匯率以及實質的GDP波動在解釋觀光客人數的變異上，在長、短期扮演著一個輪動解釋觀光客人數變異之兩個重要關鍵角色，而來台觀光人數在解釋觀光外匯收入波動上，具有較強的解釋力。綜合上述各項結果顯示，於領先指標上，來台觀光客人數的變化，對CPI、實質GDP、及觀光外匯收入等變數的走勢，均呈現顯著影響；從突發衝擊及波動產生的角度來觀察，發現匯率水準及實質GDP對來台觀光人數以及觀光外匯收入具有較強的衝擊影響及波動解釋能力。

綜合以上文獻，本研究探討歷年來台觀光人數與油價、國內生產毛額(國民所得)、消費者物價指數、股價波動、利率、匯率的波動、重大事件等總體經濟指標與觀光飯店股價指數變化的關聯性，本文以來台灣上市觀光旅館業做為主要研究對象，突破單一變數的影響，研究結果可供政府相關部門於政策擬訂、觀光旅遊產業經營規劃、關注本項議題相關學者研究探討等。

第三章 研究設計

本研究為探討來台觀光人數與經濟景氣指數對觀光飯店股價變動影響，因此本研究需將歷年來台觀光人數與經濟景氣指數及觀光飯店股價之資料進行分析與蒐集其他相關資料以作為依據。因此，為求能確實的進行資料分析，故本研究透過時間序列分析法以統計分析系統（SAS，Statistics Analysis System）進行探討來台旅客人數、經濟景氣指標及觀光飯店股價指數，分析三類變數兩兩間之相關係數及應變數(觀光飯店股價表現)與自變數(來台旅客人數、經濟景氣指標)間之迴歸分析，其中經濟景氣指標包含多項因素或變數，宜採多元迴歸模式進行探討，以利找出個因素間的關聯性及可解釋的變異性。為考量資料數據取得的限制及市場規模、流通性、樣本代表性等因素，以上市之觀光飯店類股股價指數表現做為研究對象。上市觀光飯店類股計有萬企、華園、國賓、六福、第一店、晶華、遠雄來、夏都等8家為分析對象。因各家飯店上市時間點不同，故部分資料會斟酌調整呈現，以觀察其與來台觀光人數及經濟景氣指數之關聯性。

3.1 研究架構

本研究歸納第二章文獻所得的結果，整合不同學者的研究結論及數據獲得來源，規劃出研究架構，如圖3.1所示，其來台觀光人數與經濟指標為自變數，兩者之間又因經濟指標包含了貨幣供給額、國民所得、物價指數、失業率、利率、匯率、經濟成長率、油價等多項因素與變數，故在進行資料分析時，本研究採取多元迴歸模式進行探討，以找出來台觀光人數與經濟指標間之關聯，在由兩者間之關聯性探討出對上市觀光飯店股價之影響。

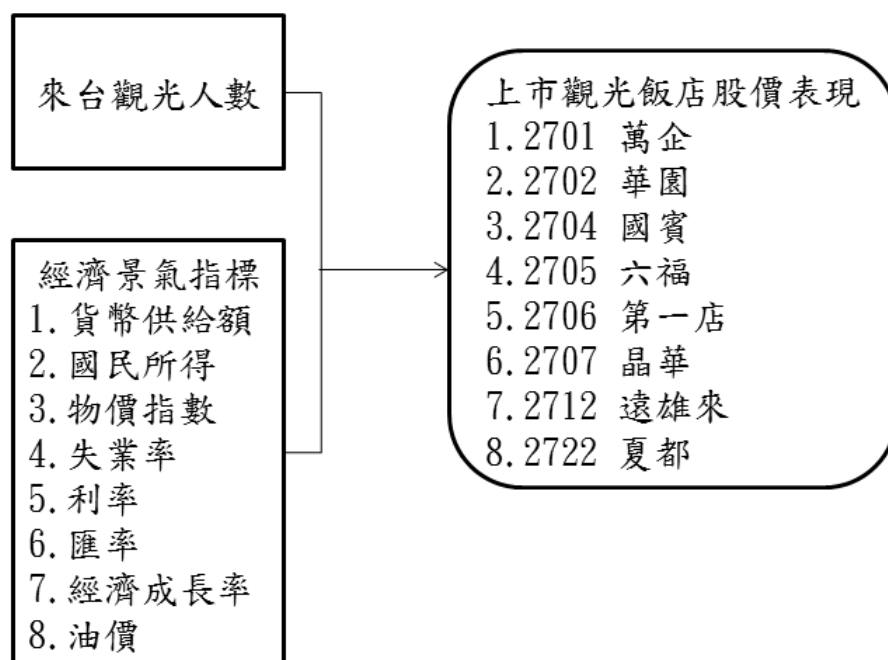


圖3.1 研究架構

3.2 資料分析方法

本研究依據台灣證券交易所、上市觀光飯店財務報表(含資產負債表、損益表)及交通部觀光局(來台觀光人數)、行政院主計處等所提供之數據，作為後續統計分析資料，並以SAS (Statistics Analysis System)為分析工具來進行資料之統計分析，其採用的分析方法說明如下。

3.2.1 時間序列分析

因素分析以最少的資訊漏失為前提，試圖將眾多的原始變數綜合成少數幾個綜合指標，這些綜合指標即名為因素。一般而言，因素具有以下幾個特點：因素個數遠少於原始變數的個數、因素能夠反映原始變數的絕大部分資訊、因素之間的線性關係不顯著性、因素具有命名解釋性。因素分析的核心價值在於它能使用較少且相互獨立的因素，來反映原始變數的絕大部分資訊。由於任何一個變數都可以透過標準化的程序 $z = \frac{x_i - \bar{x}}{\sigma}$ 的轉換而變成標準化變數。

假設原有 p 個變數 x_1, x_2, \dots, x_p ，且每個變數的平均數為0，標準差均為1。假設因素有 k 個（ $k < p$ ），現將每個原始變數都可以用 k 個因素（ f_1, f_2, \dots, f_k ）的線性組合來表示：

$$\begin{aligned} x_1 &= a_{11}f_1 + a_{12}f_2 + a_{13}f_3 + \dots + a_{1k}f_k + u_1 \\ x_2 &= a_{21}f_1 + a_{22}f_2 + a_{23}f_3 + \dots + a_{2k}f_k + u_2 \\ x_3 &= a_{31}f_1 + a_{32}f_2 + a_{33}f_3 + \dots + a_{3k}f_k + u_3 \\ &\dots \\ x_p &= a_{p1}f_1 + a_{p2}f_2 + a_{p3}f_3 + \dots + a_{pk}f_k + u_p \end{aligned} \quad (3.2-4)$$

所謂共通性是指原始變數的變異數中由共同因素所決定之部分所佔的比例，變數 x_i 的共通性記做 h_i^2 。當共同因素之間彼此正交時，共通性等於和該變數有關的因素負荷的平方和，用方程式可表示為：

$$h_i^2 = \sum_{j=1}^k a_{ij}^2 = a_{i1}^2 + a_{i2}^2 + \dots + a_{ik}^2 \quad (3.2-5)$$

由於變數 x_i 是標準化變數，所以變數的變異數可以表示成 $1 = h_i^2 + u_i^2$ ，也就是說原始變數 x_i 的變異數可由兩個部分來加以解釋：第一部分為共同因素所決定，即共通性，它是變數 x_i 之變異數能被共同因素所能解釋說明的部份，其說明了所有因素對變數 x_i 的解釋貢獻程度。共通性越大，代表變數 x_i 能被因素說明的程度也越高。共通性越接近1，代表因素解釋說明了變數的大部分變異數，也就是說，如果我們使用因素來描述變數 x_i 時，則變數 x_i 的資訊遺失較少，第二部分則由獨特因素所決定，即獨特因素的平方，它反映了變數 x_i 的變異數中不能由所有因素解釋說明的部份，越小則說明變數的資訊遺失越少。總之，變數的共通性描述了所有因素對變數所蘊含之資訊的解釋程度，是評價變數之資訊遺失程度的重要指標。

3.2.2 皮爾森積差相關分析 (Pearson's product-moment correlation analysis)

以皮爾遜積差相關方法分析兩者的相關程度，積差相關係數可作為兩個連續變數間線性相關的指標，本研究用來分析來台觀光人數、經濟指數和觀光飯店股價間的相關性，其相關聯之程度之係數可如表3.1所示。

表3.1 皮爾遜積差相關程度係數說明

相關係數(r)	相關程度
0.8 以上	極高
0.6-0.8	高
0.4-0.6	普通
0.2-0.4	低
0.2 以下	極低

資料來源:本研究整理

3.2.3 AR 模式

(一) 自我迴歸模式

若時間序列 $\{X_t\}$ 可以表成下式，則稱此時間序列 $\{X_t\}$ 為自我迴歸模式，記成AR(p)：

$$X_t = C + \phi_1 X_{t-1} + \phi_2 X_{t-2} + \dots + \phi_p X_{t-p} + a_t,$$

或

$$\Phi_p(B)X_t = C + a_t,$$

其中，C為常數，p為階次 (order)， a_t 為干擾項 (shock)， $(\phi_1, \phi_2, \dots, \phi_p)$ 為自我迴歸參數(parameters)，B為後移運算子， $\Phi_p(B) = 1 - \phi_1 B - \phi_2 B^2 - \dots - \phi_p B^p$ 。當 $\Phi_p(B) = 0$ 的所有複數根都落在單位圓外時，AR(P)稱為穩定型(stationary)自我迴歸模式。

(二) 差分

當時間序列 X_t 為非穩定型時，則可以經由差分，使其成為平穩型。

一般，將 ∇X_t 稱為一階差分。因此， $\nabla^d X_t$ 為 d 階差分。經一階差分即可成穩定型時，是屬於部份水準 (local level) 不平穩，通常是適合股票價格及其他財務變數的情況。而部份水準不平穩型中帶有斜率趨勢 (slope trend) 時，則要進行二階差分，使之平穩。因此，非定態性的時間序列，對其採取連續差分後，終可化為定態性的序列。

3.2.4 單根檢定

單根檢定乃檢定時間序列資料是否平穩及整合級數 (integrated order)；所謂整合級數乃是指時間序列資料只要經過若干次差分即可轉換成平穩型時間序列模式。因此，本研究採用單根檢定法。因此，本研究採用擴增迪奇福爾檢定 (augmented dickey-fuller, 簡稱 ADF)。迪奇福爾 (Augmented Dickey-Fuller Unit Root Tests) 是由 Fuller、Dickey & Fuller 所提出的單根檢定法，其自我迴歸模式進而整理出一組檢定統計量，稱為迪奇福爾統計量，以最小平方法 (ordinary least squares, 簡稱 OLS) 針對標準模式、漂浮項模式、漂浮項與趨勢三種時間序列模式做迴歸。

3.3 研究變數操作性定義說明

本研究探討因素區分3類變數：以來台旅客人數、經濟景氣指標及觀光飯店股價指數，分析應變數(觀光飯店股價指數)與自變數(來台旅客人數、經濟景氣指標)變數關聯性。相關變數的操作性定義說明如次：

3.3.1 來台旅客人數

來台旅客前三大地區依序為大陸、日本、港澳，2014 年初日本市場因為日幣貶值原因，來台人數較去年呈現負成長。大陸地區因為觀光局推出優質行程政策，加上 10 月大陸旅遊法實施等，市場原擔心會影響旅

客來台意願，最終觀光局仍端出超預期成果，誠屬不易。觀光局表示，主要客源市場中，第一大市場的陸客團市場雖稍有衝擊，但因自由行旅客逐月增加，且12月起放寬每日自由行配額至3,000人，預計全年將可超越275萬人次，年增6.6%。第二大市場日本，在2013年下半年因交通部觀光局積極宣傳推廣，推出雙塔（台北101與東京晴空塔）、兩鐵（台鐵平溪線與江之島電鐵）、二山（玉山與富士山）等多項促銷，來台人次已於2013年9月起回穩正成長，全年預計仍能超越140萬人次，與去年持平。至於港澳市場，觀光局指出，去年首次邁入百萬俱樂部，今年提前於11月再破百萬人次大關，全年預估可達110萬人次，年增8.9%。來台旅客人數統計詳如表3.2所示。

表 3.2 來台旅客人數統計

年度	來台旅客	與去年同期增減%	每日平均人次	日本	中國大陸	港澳
90年	2,831,035	7.89	7,756	976,750	211,050	435,164
91年	2,977,692	5.18	8,158	998,497	233,283	456,554
92年	2,248,117	-24.5	6,159	657,053	212,863	323,178
93年	2,950,342	31.24	8,061	887,311	220,248	417,087
94年	3,378,118	14.5	9,255	1,124,334	211,253	432,718
95年	3,519,827	4.19	9,643	1,161,489	299,821	431,884
96年	3,716,063	5.58	10,181	1,166,380	306,776	491,437
97年	3,845,187	3.47	10,506	1,086,691	329,204	618,667
98年	4,395,004	14.3	12,041	1,000,661	972,123	718,806
99年	5,567,277	26.67	15,253	1,080,153	1,630,735	794,362
100年	6,087,484	9.34	16,678	1,294,758	1,784,185	817,944
101年	7,311,470	20.11	19,977	1,432,315	2,586,428	1,016,356
102年	8,016,280	9.64	21,962	1,421,550	2,874,702	1,183,341

103年1月	667,116	26.56	21,520	113,282	266,881	75,850
--------	---------	-------	--------	---------	---------	--------

資料來源：交通部觀光局及內政部入出境管理局(2014年2月)

3.3.2 經濟景氣指標

經濟景氣指標包含很多項，依文獻探討及本研究目的，所關注的項目為貨幣供給額(M1B)、國民所得、物價上漲率、失業率、利率、匯率、經濟成長率等因素。各項說明如次。

1. 貨幣供給額：本文以中央銀行貨幣供給額(M1B)作為衡量經濟景氣指標。
2. 國民所得：本文以行政院主計總處提供之國民所得作為衡量經濟景氣指標。
3. 消費者物價指數：本文以行政院主計總處提供之消費者物價指數 (Consumer Price Index, 簡稱 CPI) 作為衡量經濟景氣指標。
4. 失業率：本文以行政院主計總處提供之失業率作為衡量經濟景氣指標。
5. 利率：本文以中央銀行提供之存款利率作為衡量經濟景氣指標。
6. 匯率：本文所謂之匯率係以中央銀行，新台幣分別兌美元、日圓、人民幣、歐元等主要貨幣之匯率作為衡量經濟景氣指標，用以觀察匯率走勢對觀光客來台及觀光飯店股價指數之連動性，以利相關組織或單位調整政策或營運管理。
7. 經濟成長率：經濟成長率是判斷總體經濟情勢最重要的經濟指標，本文以行政院主計總處提供之國內生產毛額 (GDP) 變動率來衡量經濟景氣指標。
8. 油價：本文以國際油價作為衡量經濟景氣指標，以總體經濟計量季模型，模擬分析國際原油價格長期上升對台灣總體經濟與政府財政的影響，並透過政策模擬分析，比較不同的油價政策、油價走勢對觀光飯店股價表現趨勢之影響。

3.3.3 觀光飯店股價指數

事業經營之獲利能力會影響公司股票之價格，然而除了公司本身之經營能力之外，公司盈餘之多寡與經濟景氣密切相關，利率之高低也會影響觀光旅館業之高額投資成本，國民所得則會影響消費能力，進而影響旅遊住宿人數。然而經濟因素對觀光旅館的影響程度又有多大呢？台灣觀光旅館業之經營又與哪些因素關係最密切？又存在著怎樣的關係呢？隨著來台旅客成長，觀光等內需產業也直接受惠，在飯店業部份，更直接反應在住房率以及平均房價的提升上。根據觀光局統計，2013年上半年觀光旅館業客房總平均住用率為六八·八%，與去年同期比較，足足增加了三個百分點，平均房價亦由新台幣3243元上揚到3416元，成長5.3%；亦優於去年全年平均住房率68.1%、平均房價3279元的水準。而今年上半年觀光旅館業總營收為257.47億元，較去年同期增加15.85億元。依往年觀光飯店的客房收入變化來看，高峰月份落在三、十、十一月，次高峰則在六、七月，而觀光飯店的住用率則以第四季最高；在過去除非旺季期間，觀光飯店的住用率鮮少高於七成，但今年情況卻不同，觀光飯店的住用率明顯高於過去，尤其在次旺月份的住用率仍能維持七成的水準，顯示觀光客來台人數成長的加持效果顯著。

本研究以台灣證券交易所之上市觀光飯店類股之股價作為研究標的，如表3.3與圖3.2所示，為觀光飯店2012年的營收、每股獲利、股價走勢及股本資料。分析數據之採計以2013年及2014年第1季財務報表資料為分析對象。

表3.3 上市觀光飯店基本資料

代號	名稱	股本 (億)	毛利 率%	每股淨 值(元)	每股營 收	2011年 EPS(元)	2012年 EPS(元)	特色
2701	萬企	36.52	49.15	16.5	0.24	0.51	0.6	大陸時尚商務飯店品牌
2702	華園	22.1	7.78	12.07	4.88	1.88	2.2	高雄在地+投資美國旅館
2704	國賓	36.69	44.82	22.26	5.6	1	1.1	台北、新竹、高雄五星級
2705	六福	33.02	35.13	15.77	8.84	2	1.27	旅館+遊樂園+餐飲
2706	第一店	33.35	64.09	18.16	0.77	0.6	0.65	萬企集團
2707	晶華	8.78	39.17	33.54	46	12	12.7	擁有國際酒店品牌， Regent
2718	遠雄來	10.5	29.91	12.26	5.2	0.99	0.66	花蓮觀光度假飯店
2722	夏都	6.98	59.62	14.18	8.75	1.88	3	墾丁觀光度假旅館

資料來源：台灣證券交易所股票觀測站(2013)



圖3.2 觀光類股股價表現趨勢

資料來源：台灣經濟新報資料庫(2014)

第四章 研究結果

本研究針對台灣證券交易所公開上市之觀光飯店為研究對象，以來台觀光人數及經濟景氣指標作為觀光飯店股價興衰之指標，突破單一變數的影響，探討歷年來最可能影響觀光飯店股價變動之因素。因觀光局統計歷年來台旅客人數及觀光外匯收入等觀光數據資料為1956年開始，故本文研究選取自1991年至2013年期間，來台旅客人數、經濟景氣指標與上市觀光飯店等項變數，各包含數十筆年資料。在根據第三章敘述之研究方法時間序列的分析，必須變數為現定態，因此本文先將本研究各變數依定態檢驗，其研究乃採ADF單根檢驗法。若原始變數依定態檢驗均未能通過單根檢驗，則本研究乃將各變數作1階差分再檢定，如表4.1所示，其值均通過定態檢驗，故本研究乃採各變數的1階差分作為分析。本研究依據上述ADF單根檢驗法分析出，來台觀光人數與經濟指標之關聯性、來台觀光人數與上市觀光飯店股價表現、經濟景氣指標與上市觀光飯店股價表現之關聯性及其他跟本研究相關之關聯性，本研究之結果與資料分析整理與分析闡述於下。

表4.1 定態檢驗

統計 項目	Single Mean	Trend
來台人數	F=400.30	F=399.01
貨幣供給	F=63.24	F=65.41
物價指數	F=205.52	F=205.90
失業率	F=63.80	F=63.65

表 4.1 (續)

利率	F=101.83	F=101.92
匯率	F=67.92	F=68.27
經濟成長	F=273.57	F=272.55
油價	F=75.73	F=75.37

資料來源:本研究整理

4.1 來台觀光人數及季節因素變化探討

2013年來台觀光客人數突過800萬人次，為台灣觀光史上寫下新頁，以近10年(2004年至2013年)的成長趨勢分析，如圖4.1所示，其季節淡、旺季，以季節因子代表之，若大於1表示旺季，若小於1表是淡季，若等於1表示平均水準。表4.2，是2012年至2014年3月份來台旅客人數表，來台旅客超過90%來自以亞洲地區，美洲、歐洲、非洲、大洋洲等地區來台旅客不到1成，顯示其他地區之觀光宣導有待加強開發，尤其是交通部觀光局應協調整合相關資源，以利觀光產業的發展與推廣。以季節來區分，每年3、4月及8、9、11、12月為旺季，以台灣的地理位置、氣候、人文風景等屬於一年四季皆宜觀光遊覽，可考量推出不同方案的Long Stay，結合各地特色，調節觀光資源平衡淡旺季之差異，搭配優惠措施，以行銷4P的理念，建立口碑以吸引更多的各地遊客。

表4.2 2012年1月至2014年3月來台旅客人數統計

日期	來台總數	亞洲	美洲	歐洲	大洋洲	非洲	其他	季節因子*
2014/03	873712	821976	32853	9158	9546	0	179	1.14
2014/02	752246	689056	36320	20018	5889	821	142	0.98
2014/01	667116	595034	42943	18723	9657	599	160	0.87
2013/12	804328	717656	52323	18649	11457	831	3412	1.20

表4.2 (續)

2013/11	731430	649932	47419	22347	6760	699	4273	1.10
2013/10	679028	597948	45381	21852	6688	719	6440	1.02
2013/09	674072	609266	35740	18343	6691	983	3049	1.01
2013/08	685912	622,338	37,514	17,068	3,512	723	4,757	1.03
2013/07	635232	563,990	40,846	18,803	5,065	653	5,875	0.95
2013/06	637577	560,105	45,916	18,647	5,686	802	6,421	0.95
2013/05	617943	548,541	40,587	15,501	5,010	535	7,769	0.93
2013/04	691501	618,140	40,533	18,596	6,461	779	6,992	1.04
2013/03	759233	674,083	45,771	23,108	7,061	807	8,403	1.14
2013/02	572156	513,221	34,383	14,653	4,992	690	4,217	0.86
2013/01	527096	463,566	36,033	15,495	7,567	574	3,861	0.79
2012/12	702588	622433	47683	16937	9697	764	5074	1.15
2012/11	671617	593166	45499	22737	6521	818	2876	1.10
2012/10	610342	535,571	42,161	20,625	6,540	735	4,710	1.00
2012/09	550901	489,992	34,332	16,767	5,937	882	2,991	0.90
2012/08	607122	547,088	37,193	16,027	4,053	697	2,064	1.00
2012/07	592449	522,977	42,821	17,700	5,254	735	2,962	0.97
2012/06	607778	530,788	48,917	18,559	5,545	821	3,148	1.00
2012/05	599098	535,590	41,289	15,274	4,567	565	1,813	0.98
2012/04	691086	619,324	41,056	18,761	6,647	783	4,515	1.13
2012/03	693185	617,585	43,150	22,908	6,403	685	2,454	1.14
2012/02	525240	465,474	33,460	16,859	6,125	734	2,588	0.86
2012/01	460064	393,696	40,036	14,891	8,125	646	2,670	0.76

*季節因子>1表示全年旺季，季節因子=1表示平均水準，季節因子<1表示淡季(資料來源：交通部觀光局(2014)及本研究整理)

近十年來臺旅客及國民出國人次變化

單位:人次

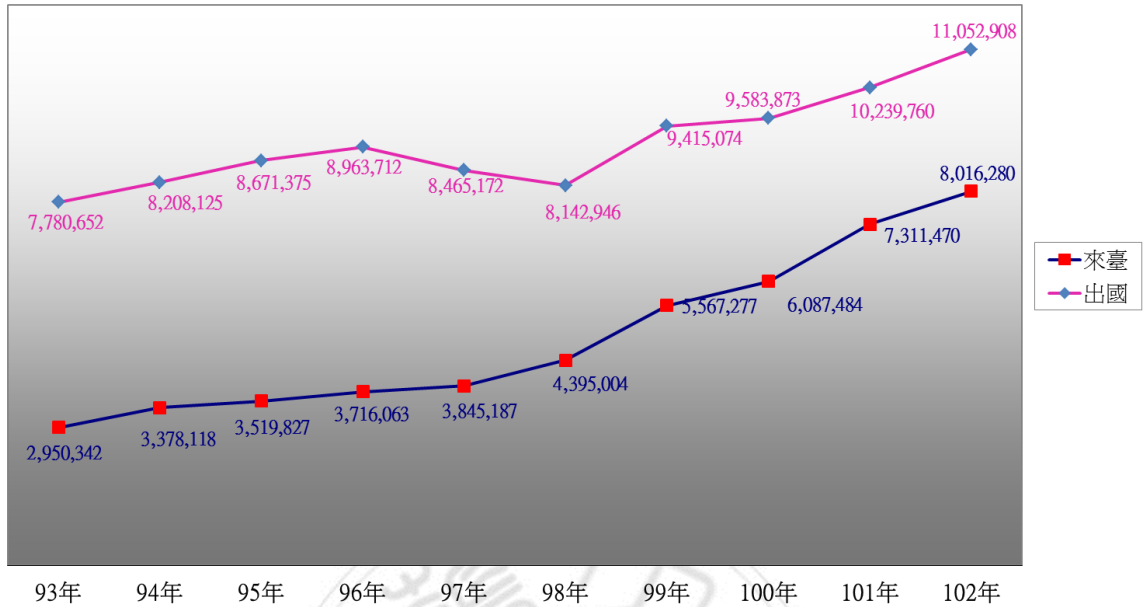


圖4.1 民國93年至民國102年來台觀光人數趨勢

4.2 來台觀光人數與經濟指標之關聯性

2013年來台觀光人數已突破800萬人次大關，對於如何提升觀光產業的質與量至為關鍵，從國外相關研究總體經濟指標與旅遊市場息息相關。為驗證此一趨勢，本研究取1991年至2013年之貨幣供給額、實質GDP、物價指數、失業率、利率、實質匯率、經濟成長、油價等8項關聯性為本研究樣本，如表4.3所示，分項說明如次。

表4.3 來台觀光人數與經濟指標之相關係數

相關係數	來台人數	貨幣供給	物價指數	失業率	利率	實質匯率	經濟成長	油價
Pearson 來台人數 Correlation	1	-0.09679	-0.13024	0.0122	0.02912	0.04497	0.24180	-0.00224
Sig. (2-tailed)		0.108	0.0299	0.8395	0.6288	0.4552	0.0022	0.9704
Pearson 貨幣供給 Correlation	-0.09679	1	0.25407	-0.1915	-0.11486	-0.02898	0.07392	-0.02881
Sig. (2-tailed)	0.108		<.0001	0.0014	0.0562	0.6311	0.3575	0.633
Pearson 物價指數 Correlation	-0.13024	0.25407	1	-0.03822	0.02469	-0.05478	-0.1471	0.09308
Sig. (2-tailed)	0.0299	<.0001		0.5257	0.6814	0.362	0.0643	0.1209
Pearson 失業率 Correlation	0.0122	-0.1915	-0.03822	1	-0.19929	0.11345	-0.15667	-0.10298
Sig. (2-tailed)	0.8395	0.0014	0.5257		0.0008	0.0589	0.0493	0.0866
Pearson 利率 Correlation	0.02912	-0.11486	0.02469	-0.19929	1	-0.09458	0.06051	0.23013
Sig. (2-tailed)	0.6288	0.0562	0.6814	0.0008		0.115	0.4486	0.0001
Pearson 實質匯率 Correlation	0.04497	-0.02898	-0.05478	0.11345	-0.09458	1	-0.01382	-0.20645
Sig. (2-tailed)	0.4552	0.6311	0.362	0.0589	0.115		0.8628	0.0005
Pearson 經濟成長 Correlation	0.24180	0.07392	-0.1471	-0.15667	0.06051	-0.01382	1	0.05228
Sig. (2-tailed)	0.0022	0.3575	0.0643	0.0493	0.4486	0.8628		0.5128
Pearson 油價 Correlation	-0.00224	-0.02881	0.09308	-0.10298	0.23013	-0.20645	0.05228	1
Sig. (2-tailed)	0.9704	0.633	0.1209	0.0866	0.0001	0.0005	0.5128	

資料來源:本研究整理

4.2.1來台觀光人數與貨幣供給額之關聯性

來台旅客人數與貨幣供給額依照表 4.3 顯示，其貨幣供給額對於來台人數並未有顯著關聯，其原因可能為貨幣供給政策尚有其他影響因素，而來台旅客人數所占影響比例較小。

4.2.2來台觀光人數與物價指數之關聯性

來台觀光人數與物價指數依照表 4.3 顯示，來台人數愈高對其物價指數會有些微影響，其原因可能為因來台觀光旅客的採買，促進消費進而影響物價指數。

4.2.3來台觀光人數與失業率之關聯性

來台觀光人數與失業率依照表4.3顯示，來台觀光人數對失業率並無顯著影響，其原因可能為失業率主要受國家政策、市場與環境影響，觀光旅遊僅占於少數。

4.2.4來台觀光人數與利率之關聯性

來台觀光人數與利率依照表4.3顯示，來台觀光人數與利率並無顯著影響，其原因可能為中央銀行調整利率是依國內多項經濟指標為主要考量，故來台觀光人數並不是造成利率調整之主要因素。

4.2.5來台觀光人數與實質匯率之關聯性

來台觀光人數與實質匯率依照表4.3顯示，來台觀光人數與實質匯率並無顯著影響，其原因為實質匯率是相對性的，很多因素屬於非政府可控制項目。

4.2.6來台觀光人數與經濟成長之關聯性

來台觀光人數與經濟成長依照表4.3顯示，來台觀光人數有著影響經濟成長之關係，其原因為來台旅客可促進當地消費進而影響經濟成長，依照數據顯示結果，雖然有關聯性但其影響不高，可以視為觀光產業屬

於整體經濟的一部分，對於經濟成長的貢獻須視觀光產業佔總體經濟的比例為何而定。

4.2.7 來台觀光人數與油價之關聯性

來台觀光人數與油價依照表4.3顯示並無顯著影響，其可能原因為油價可能受戰爭、暴動、政變、疫情、恐怖攻擊等因素影響，其油價走勢非我國政府可主導。

4.3 來台觀光人數與上市觀光飯店股價表現

高價奢華、簡約時尚等風格獨具的飯店，點綴了街頭景緻，國際知名飯店品牌更大舉登台，繼W-Hotel、寒舍艾美及日本大倉久和等頂級飯店陸續營運後，東方文華酒店（Mandarin Oriental）、宜華國際旅館（Marriott）也將於2014年後陸續完工營運。在國內經濟景氣疲弱不振之際，飯店業卻逆勢大舉擴張，新建飯店不斷出現，看中的就是國際觀光客人流帶來金流的龐大商機。過去日本常年為來台最大客源國，但這個冠軍寶座，2011年就已被大陸旅客所取代，陸客來台人數已由2008年33萬人次，擴增至2013年已突破220萬人次。隨著來台旅客成長，觀光等內需產業也直接受惠，在飯店業部份，更直接反應在住房率以及平均房價的提升上。根據觀光局統計，2013年上半年觀光旅館業客房總平均住用率為68.8%，與去年同期比較，足足增加了3個百分點，平均房價亦由3243元上揚到3416元，成長5.3%；亦優於2012年全年平均住房率68.1%、平均房價3279元的水準。而2013年上半年觀光旅館業總營收為257.47億元，較去年同期增加15.85億元。本研究探討來華觀光人數與上市觀光飯店股價表現的關聯性。本研究受限於資料蒐整，僅以上市觀光飯店類股為研究標的。8家觀光飯店股基本資料如表4.4所示，本研究以相關分析及迴歸

分析探討來台觀光人數與上市觀光飯店股價表現之關聯性，其相關說明如次。

表4.4 上市觀光飯店股基本資料

公司簡稱	最近上市日	統一編號	董事長	總經理	員工人數	實收資本額(元)
2701 萬企	1965/3/22	ID 15415013	蔡茂昌	吳雅珍	21	3,651,577,830
2702 華園	1965/6/1	ID 75560601	陳海尼	呂志雄	123	874,557,700
2704 國賓	1982/11/10	ID 11636802	許育瑞	李昌霖	1,405	3,669,233,430
2705 六福	1988/12/24	ID 11081274	莊村徹	莊秀石	1,678	3,302,410,010
2706 第一店	1991/6/25	ID 11587957	顧安生	徐小華	43	3,698,137,210
2707 晶華	1998/3/9	ID 04268726	潘思亮	薛雅萍	1,136	1,062,936,600
2712 遠雄來	2013/12/3	ID 23986016	洪賢德	王慶祺	392	1,050,000,000
2722 夏都	2012/3/14	ID 89434676	陳溪圳	蔡德祥	341	849,541,890

資料來源：各上市公司(2014)

4.3.1 來台人數與上市觀光飯店股股價關聯性

上市觀光飯店股股價與來台觀光人數之關聯性(見表4.5)，除2712遠雄來係於102年12月3日上市，相關的股價數據不足以代表外，本研究採五家上市觀光飯店為主要分析資料，其股價定態檢驗與相關分析如表4.5與表4.6所示。表4.6為各股價之定態檢驗，其值均通過定態檢驗，故本研究乃採各股變數的1階差分作為分析。依照表4.5顯示來台人數與上市觀光飯店股價相關分析其並沒有很高的顯著影響，分析其原因可能為影響股價高低是公司內部經營問題與投資者之間的影响占絕大部分，外在之來台人數因素影響較為小。

表4.5 來台人數與上市觀光飯店股價相關分析

	萬企	華園	國賓	六福	第一店	晶華	夏都
來台人數	0.00140	0.00041	0.01187	0.00337	-0.00276	-0.001599	0.00999

資料來源:本研究整理

表4.6 ADF單根檢驗

相關係數	Single Mean	Trend
2701 萬企	F=71.14	F=71.84
2702 華園	F=87.75	F=91.84
2704 國賓	F=87.26	F=87.35
2705 六福	F=74.84	F=74.72
2706 第一店	F=169.84	F=169.20
2707 晶華	F=74.76	F=74.68
2722 夏都	F=8.71	F=7.62

資料來源：本研究整理

4.4 經濟景氣指標與上市觀光飯店股價表現之關聯性

觀光業係結合飯店業、餐飲業、遊樂園業及旅行社等行業組成的綜合性服務業，上市觀光飯店更是觀光產業的代表。政府於2008年7月18日實施大陸第一類人士來台觀光，對我國的經濟發展預期可以產生一定程度的效益，本研究旨在探討來台觀光人數對台灣上市觀光飯店公司之股價表現之影響。針對經濟景氣指標及股價報酬進行敘述性統計、平均數差檢定、變異數檢定，對股價報酬分析，檢視政策實施後是否具顯著正向效益。2008、2009年國際金融海嘯侵襲及歐債危機之影響，經濟景氣不佳，致短期內影響財務績效之全面改善。

4.4.1 經濟景氣指標與上市觀光飯店股價表現之迴歸分析

觀光飯店股價表現與來台觀光人數、經濟景氣指標之逐步迴歸分析得到迴歸方程式，整理如表4.7所示。以SAS軟體工具分析經濟指標與觀光飯店股價的迴歸模式中共同因素為物價指數及油價。可見相關利害關係人可簡化從總體經濟指標的物價指數、經濟成長及油價走勢等項目，可用來了解來台觀光人數與上市觀光飯店之股價表現關係。

表4.7 經濟指標與觀光飯店股迴歸分析

觀光飯店	經濟指標迴歸模式
2701 萬企	2701 股價 $t = -0.02137 + 0.03674 * \text{油價}t - 0.54058 * \text{匯率}t + 0.05984 * \text{經濟成長}t$ R-Square=0.1266 Durbin-Watson D=1.924
2702 華園	2702 股價 $t = 0.01943 + 0.12563 * \text{華園股價}t-1 - 1.52272 * \text{匯率}t + 0.12037 * \text{經濟成長}t$ R-Square=0.1030 Durbin-Watson D=2.010
2704 國賓	2704 股價 $t = 0.00110 - 3.26226 * \text{利率}t - 0.62660 * \text{物價指數}t + 0.14842 * \text{油價}t - 2.26333 * \text{匯率}t$ R-Square=0.2133 Durbin-Watson D=1.954
2705 六福	2705 股價 $t = -0.06554 + 0.04919 * \text{油價}t - 0.87244 * \text{匯率}t + 0.11853 * \text{經濟成長}t$ R-Square=0.1238 Durbin-Watson D=1.821
2706 第一店	2706 股價 $t = -0.43727 + 0.16454 * \text{第一店股價}t-1 - 1.65044 * \text{匯率}t$ R-Square=0.0335 Durbin-Watson D=2.053
2707 晶華	2707 股價 $t = 1.49639 + 0.62708 * \text{油價}t - 13.57199 * \text{匯率}t$ R-Square=0.1491 Durbin-Watson D=2.004
2722 夏都	2722 股價 $t = -0.03475 + 0.30760 * \text{夏都股價}t-1 - 0.15731 * \text{油價}t - 5.96569 * \text{匯率}t$ R-Square=0.4631 Durbin-Watson D=2.179

資料來源：本研究整理 註：*表示 $p < 0.05$

4.4.2 觀光飯店類股價指數與經濟景氣指標季節變動比較

研究季節變動的目的地主要是讓人們能夠充分了解及評估季節因素對經濟活動及企業行為的影響。季節變動的估計方法是利用比率移動平均法（ratio- to-moving average method）去計算季節指數（seasonal index），用以分析及預測經濟活動。來華觀光人數及觀光飯店股價指數採用差分1期可得平穩時間數列，如圖4.2 – 圖4.6所示。如此可利用此一差分1期的特性作為預測之用。

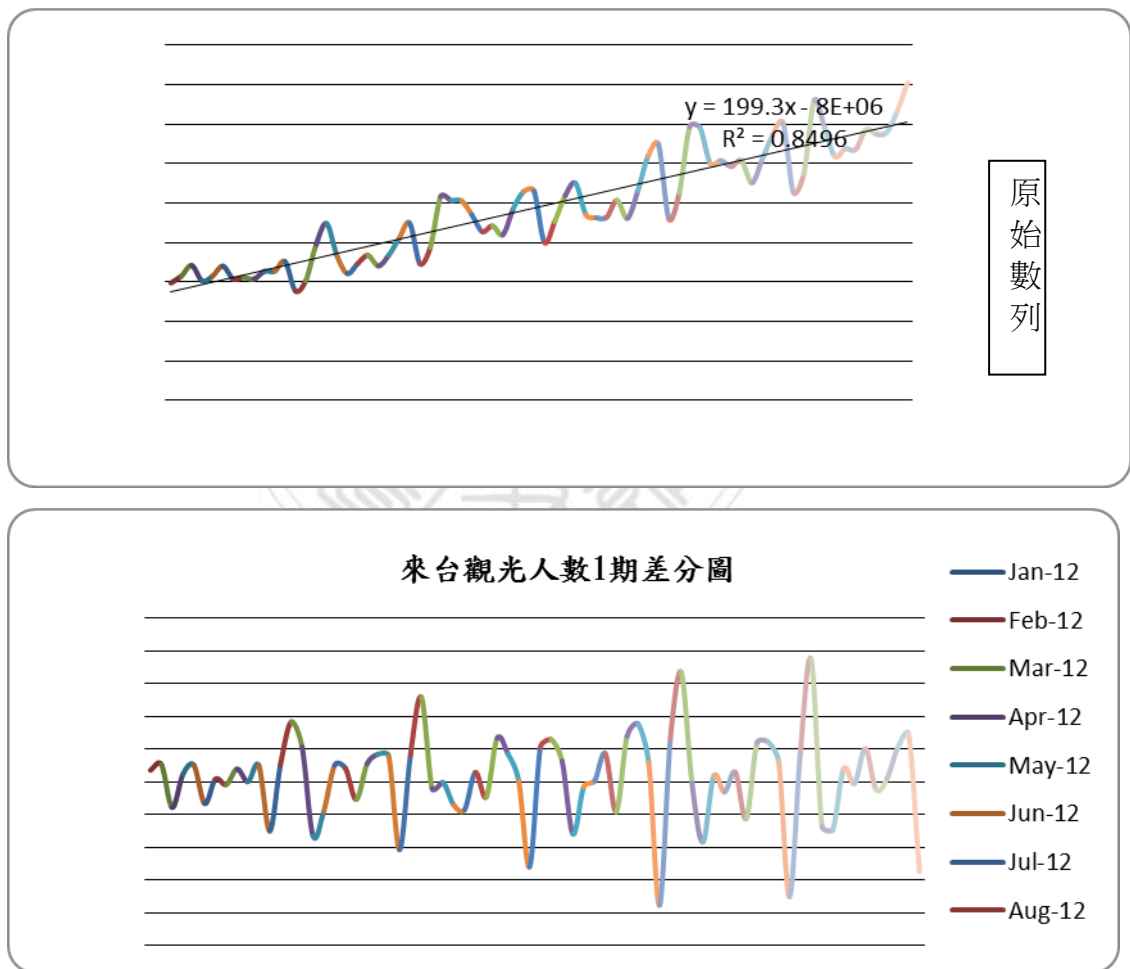


圖4.2 來台觀光人數1期差分及原始資料

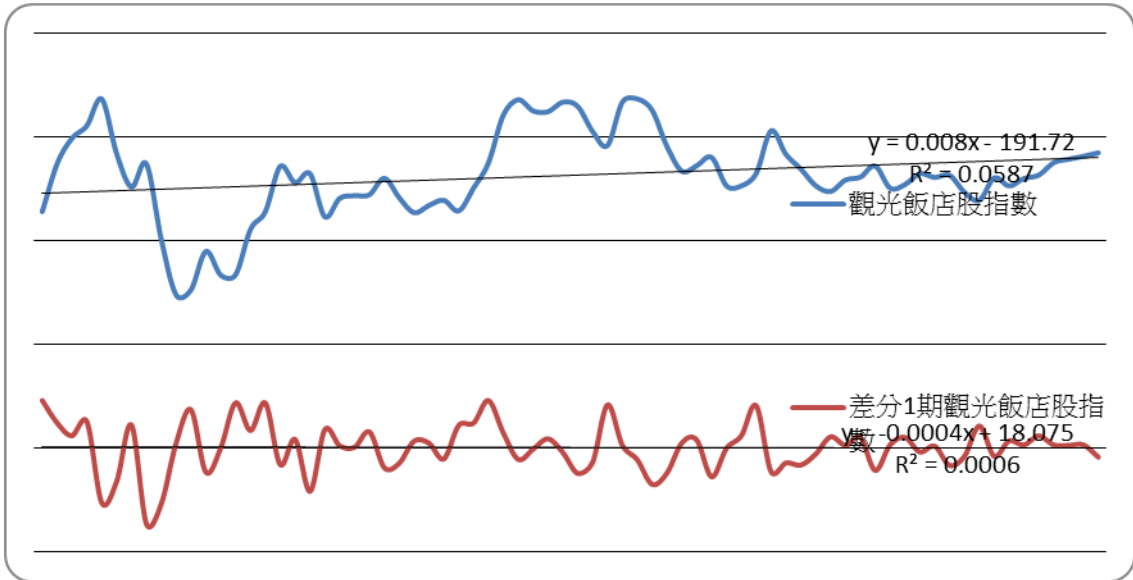


圖4.3 觀光飯店股價指數差分1期呈現為穩定數列

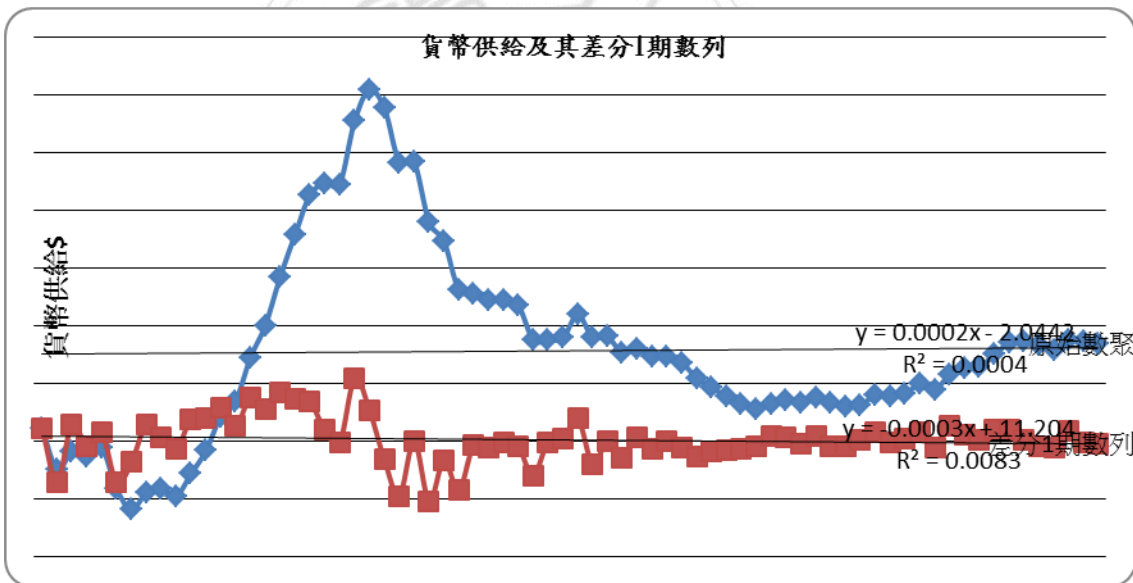


圖4.4 貨幣供給差分1期呈現穩定數列

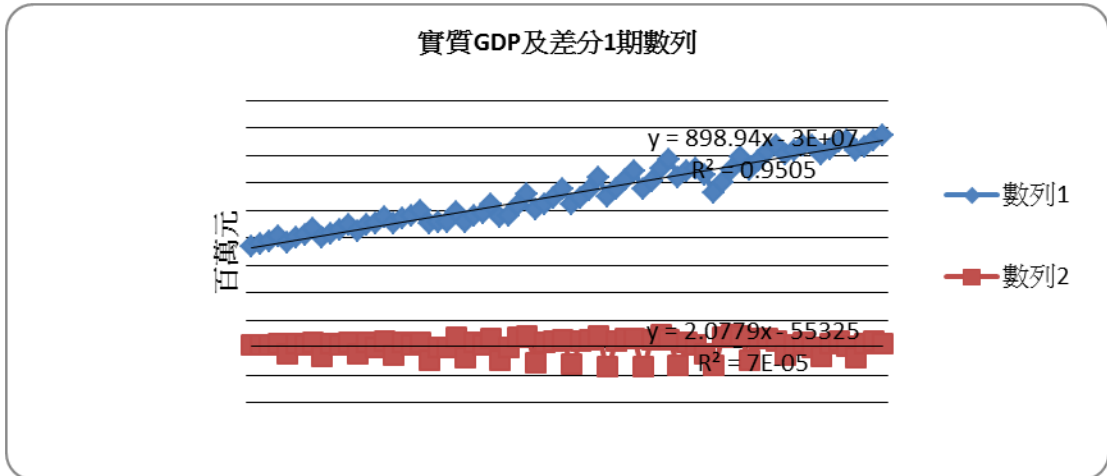


圖4.5 實質GDP1期差分呈現穩定數列

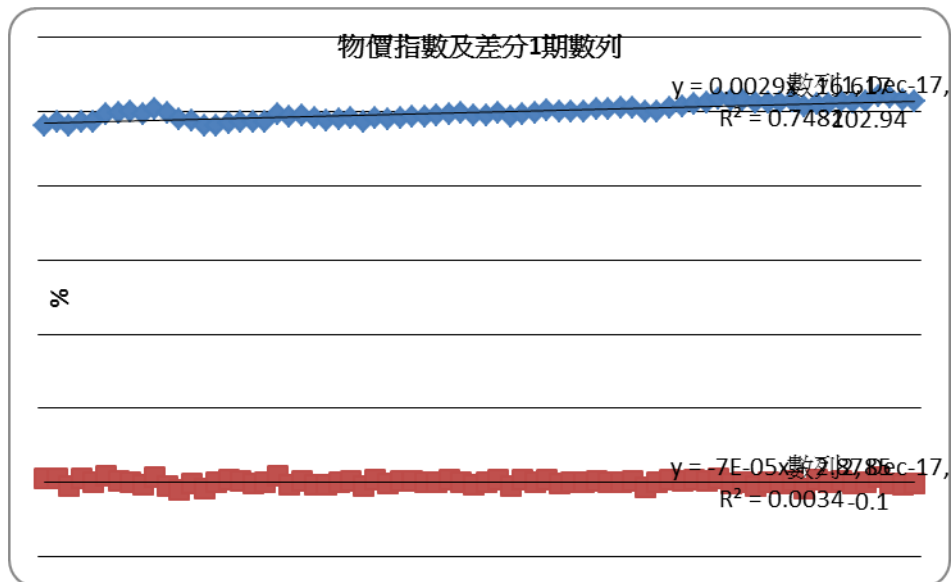


圖4.6 物價指數差分1期呈現穩定數列

4.5 小結

綜上所述，上市觀光飯店類股股價與來台觀光人數之關聯性並非十分明顯，以整體性指標建立模式並非最佳選擇，仍應從營運構面檢視其關聯性，可採由下而上方式來預測整體來台觀光人數的模式。

第五章 結論與建議

本研究以來台觀光人數與經濟景氣指數作為依據，針對觀光飯店股價變動影響進行探討。本研究分析結果顯示景氣越高股價越高，台幣貶值則購買力下降消費能力較少，對觀光飯店業者影響會造成股價下跌，而國際原油波動也會間接影響到觀光旅遊的意願，此外根據本研究所分析顯示物價指數與經濟成長因素是影響觀光飯店股價變動的明顯因素，其原因可能有以下三點因素。

- 1.市場因素（market factor）：物價指數與經濟成長主要因市場外在因素如：貨幣供給量、經濟景氣循環、物價、匯率、利率、對外貿易、政治以及股票的發行總量、逐日成交量、融資融券等信用交易、人為的投機操作等，導致觀光飯店業者股價受到影響。
- 2.行業因素（industry factor）：因觀光旅遊業景氣、淡旺季、法令措施、稅率及其他如氣候變化、價格變動等因素影響。
- 3.公司因素（company factor）：因公司股利、盈餘、董監事改選、股票上市、現金增資、新開工廠、破產、重整等因素影響。

在本研究中股價表現較佳的是國際知名品牌晶華酒店，其營收是8家上市觀光飯店業者中最高的，與競爭對手差距達到10倍以上，晶華的獲利能力也是最高，但員工人數與資本額並非最高，可見連鎖品牌觀光旅館的經營管理有獨特的一面，後續研究者可針對其經營指標與優勢進行比對研究。晶華酒店是台灣一家連鎖旅館，1990年成立於臺北市。該公司擁有三個旅館品牌，在全球各地設有多處據點，同時跨足餐飲與酒店式公寓管理等事業。2010年4月16日，晶華酒店從美國卡爾森集團（Carlson Companies）手中收購昔日的合作夥伴——麗晶酒店連鎖體系，創下台灣本土旅館業者收購國際品牌首例，也使晶華酒店邁入跨國連鎖旅館品牌

之列。晶華酒店收購麗晶酒店品牌後，規劃將台北晶華酒店塑造為麗晶酒店連鎖體系的品牌旗艦店。麗晶酒店（Regent Hotels & Resorts）是頂級商務旅館品牌。現於北京、柏林、普吉島、新加坡、台北（即台北晶華酒店）和特克斯凱恩斯群島（位於巴哈馬）設有據點，另有峇里島、阿布達比、卡達多哈、蒙特內哥羅港（位於蒙特內哥羅蒂瓦特）、吉隆坡等5處據點籌設中。晶英酒店（Silks Place）屬於休閒度假旅館品牌。現有宜蘭的蘭城晶英酒店、花蓮天祥的太魯閣晶英酒店等2處據點，另有台南晶英酒店營運中。捷絲旅（Just Sleep）屬於平價旅館品牌。現有台北的西門館、林森館、公館館等3處據點，另有高雄中正館、花蓮中正館等2處據點試營運中。另外受託經營商務出租住宅目前有台北市信義區的新光信義傑仕堡。引進國際連鎖品牌有助於本土觀光飯店的體質轉變，有競爭就可帶來更新，政府應做好產業輔導與協助業者開拓更廣大的客源，並宏觀調控整體觀光政策，提升整體觀光飯店的競爭力。

5.1 結論

依照本研究結果歸納，觀光事業為多目標之綜合性事業，係自然資源、文化資產、交通運輸、旅館、餐飲、購物中心、商店、休閒設施、遊樂場所、觀光宣傳推廣及其他工商企業等之整合性事業。來看提供旅客住宿、餐飲、社交、會議場所、健康、娛樂、購物等多方面功能之觀光旅館業更是觀光事業中最關鍵性的一環，其服務品質，客房數量，經營管理，對於觀光事業之發展影響至鉅。本研究受限於時間、資源及研究工具，僅針對來台旅客人數與觀光飯店業股價表現進行探討。研究發現上市觀光飯店股價表現與來台觀光人數及經濟景氣指數，根據本研究之時間序列分析，取1991年至2013年之貨幣供給額、實質GDP、物價指

數、失業率、利率、實質匯率、經濟成長、油價等8項關聯性顯示來台觀光人數與經濟景氣指數對觀光飯店股價變動，大致上會造成20%的影響，其原因可能為總體經濟所帶來之間接性之影響，如國際原油之波動與金融動盪引發的經濟不確定性皆會影響主要客源地的居民出遊意願與旅遊消費，進而造成觀光飯店股價之下跌，至於其他80%影響因素，因本研究受限於時間未能進行觀光飯店之經營效能研究，故其他80%之因素可能為公司內部經營問題以及投資者炒作等在本研究中未能探討到之因素。

5.2 建議

經本研究分析可以整理出產業與研究兩方面之建議:

5.2.1 產業建議

本研究以上市櫃觀光飯店業者為例，業者在經營管理時可以參考物價指數與經濟成長率，並以股價作為經營指標，透過本研究指出，可以了解哪些因素會直接或間接影響股價，例如台幣貶值會些微影響股價，那麼在公司經營管理財務面上就可做出靈活資金運用與調整，而透過本研究之分析也可以了解觀光飯店業者在來台觀光人數與經濟指標之間的影響，依照其分析資料進而可以調整出適合之經營方向策略與投資策略。

5.2.2 研究建議

本研究指出總體經濟指標對於觀光飯店業者之股價有20%的影響，而80%的因素是本研究未能掌握到之因素，探討其因素可能為公司經營策略與投資者行為等，因此對於未來研究發展上可給後續研究者以下八點之建議:

1. 探討觀光飯店產業鏈之關聯性及生態。
2. 探討觀光飯店的經營效能及競爭力。

- 3.探討觀光飯店市場的供給與需求，如何提升胃納量。
- 4.探討台灣觀光飯店的整體服務滿意度。
- 5.探討觀光飯店產業的供應鏈效率及投資利基。
- 6.探討國際連鎖品牌及本土觀光飯店之經營管理的比較。
- 7.探討都會區觀光飯店及觀光景點地區度假型觀光飯店之生存利基與差異性。
- 8.探討各地觀光飯店的特色及永續觀光旅遊之競爭力。



參考文獻

一、中文部分

- [1] 鄧意滿、劉添仁、翁梓維，台灣地區上市櫃觀光旅館之經營績效評估，北台灣學報，第33期，2010年3月，p123-140。
- [2] 交通部觀光局，交通部行政統計系統，<http://admin.taiwan.net.tw/>。
- [3] 台灣證券交易所，<http://www.twse.com.tw/ch/index.php>。
- [4] 曾芳儀，在2008年金融海嘯及台灣觀光旅遊政策開放下國際觀光旅館之因應對策-以晶華酒店為例，碩士論文，中央大學，2011。
- [5] 劉雪華，台灣觀光旅館股價報酬率與經濟變數關係之研究，碩士論文，中國文化大學，1999年。
- [6] 高惠娟、戴有德，開放大陸人士來台觀光政策對觀光業股價及財務績效之影響，Journal of Economics and Mngement，Vol.7,No.2, pp257-283,2011
- [7] 陳鴻宜，台灣地區休閒渡假旅館經營效率之研究，碩士論文，朝陽科技大學，2000年。
- [8] 陳俊傑，股價與總體經濟變數關聯性之實證研究-向量自我回歸模型(VAR)之應用，碩士論文，淡江大學，1992年。
- [9] 張宏生，開放大陸人士來台旅遊對台灣觀光產業之效益影響，台灣觀光學報6期，頁15-32，2009年。
- [10] 林佳欣，南亞海嘯對旅遊業股價報酬之衝擊，碩士論文，靜宜大學，2006年。
- [11] Cook, R., L. Yale, and J. Marqua, (2007)，觀光學 (賴韻如等譯)，譯自《Tourism: The Business of Travel》，台北：華泰。
- [12] 王逸峰 (2009)，中國觀光客來台對台灣觀光業的影響，《新世紀智庫

- 論壇》，45，74-83。
- [13]交通部觀光局 (2002)，觀光市場概況，《中華民國九十一年觀光年報》，台北：交通部觀光局。
- [14]行政院大陸委員會 (2001)，開放大陸地區人民來台觀光政策之規劃推動相關說明，來源：<http://www.mac.gov.tw/index.htm>。
- [15]吳宛芳 (2001)，開放大陸人士來台觀光之商機評析，《元大京華投資資訊》，15-18。
- [16]吳念昌 (2005)，兩岸未來經貿，阿扁運籌帷幄，《新台灣新聞週刊》，479，來源：<http://www.newtaiwan.com.tw/bulletinview.jsp?bulletinid=22036>。
- [17]李瑋鈞 (2005)，非經濟事件對股價的影響-以SARS 事件與2004 年總統大選為例，中央大學企業管理研究所碩士論文。
- [18]沈中華、李建然 (2000)，《事件研究法—財務與會計實證研究必備》，華泰文化事業出版社。
- [19]林佳欣 (2005)，南亞海嘯對旅遊業股價報酬之衝擊，靜宜大學企業管理研究所碩士論文。
- [20]金田正 (2004)，零團費會把台灣觀光玩垮掉，《商業周刊》，864，88。
- [21]張宏生、蕭漢良、鄧知義 (2008)，開放大陸來台旅遊對台灣觀光產業之衝擊-透過層級法分析，2008 年管理創新與新願景研討會，台北：真理大學，5月。
- [22]陳世紀、涂維穗 (2001)，開放大陸人民來台觀光政策之評析，財團法人國家智庫研究基金會e 智庫，來源：<http://www.npf.org.tw/>。
- [23]陳光華、容繼業、陳怡如 (2004)，大陸地區來台觀光團體旅客旅遊消

- 費行為與重遊意願之研究，《觀光研究學報》，10，95-110。
- [24]陳世紀、涂維穗 (2001)，開放大陸人民來台觀光政策之評析，財團法人國家智庫研究基金會e 智庫，來源：<http://www.npf.org.tw/>。
- [25]陳光華、容繼業、陳怡如 (2004)，大陸地區來台觀光團體旅客旅遊消費行為與重遊意願之研究，《觀光研究學報》，10，95-110。
- [26]黃敬天 (2001)，政府研議大陸人士來台觀光，《交流雜誌》，57，38-39。
- [27]黃敬天 (2002)，開放大陸人士來台觀光，《交流雜誌》，61，41-43。
- [28]葉昌華 (2004)，大陸人士來台觀光的安全管理問題，《交流雜誌》，77，38-40。
- [29]蔡佳燕 (2003)，重大災難事件對股票市場之影響——以台灣921 集集大地震對電子業、銀行業、營建業為例，高雄第一科技大學金融營運研究所碩士論文。
- [30]蔡英文 (2003)，全球化下的兩岸關係，《立法院院聞》，31，29-43。
- [31]錢思敏 (2003)，福爾摩沙敞開大門迎賓前的準備：開放大陸人士來台觀光之現在與未來式，《台灣經濟研究月刊》，26，85-91。
- [32]韓德威 (2001)，開放大陸人士來台觀光政策對台灣之影響與衝擊，《旅遊健康學刊》，1，28-32。
- [33]林秀錦(2013)，來台旅客旅遊景點分散程度之研究，南華大學休閒產業經濟學系碩士論文。
- [34]張淑婷(2004)，來華旅客國際觀光旅館住宿需求預測之研究——以日本、香港及美國為例，朝陽科技大學休閒事業管理系碩士論文。
- [35]俞海琴、陳隆麒 (2014)，財務管理概論，華泰文化出版社，第12-14頁。
- [36]陳寬裕、王正華(2011)，論文統計分析實務，五南出版社，第438-441

頁。

- [37]周濟、何金巡、周麗芳和林建甫(2010)，油價高漲下油價政策對總體經濟及政府財政影響之模擬分析，台灣經濟預測與政策，2010年，41卷第1期，頁47至84。



二、英文部分

- [38] Bollerslev, T., (1986), "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity," *Journal of Econometrics*, 31, 307-327.
- [39] Bollerslev, T., R. Chou, and K. Kroner, (1992), "ARCH Modeling in Finance: A Review of the Theory and Empirical Evidence," *Journal of Econometrics*, 52, 5-59.
- [40] Chen, M.-H., S.-C. Jang, and W.-G. Kim, (2007), "The Impact of the SARS Outbreak on Taiwanese Hotel Stock Performance: An Event-Study Approach," *International Journal of Hospitality Management*, 26, 200-212.
- [41] Fama, E. F., (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- [42] Guizzardi, A. and M. Mazzocchi, (2010), "Tourism Demand for Italy and the Business Cycle," *Tourism Management*, 31, 367-377.
- [43] Kim, S., D. J. Timothy, and H. Han, (2007), "Tourism and Political Ideologies: A Case of Tourism in North Korea," *Tourism Management*, 28, 1031-1043.
- [44] Nobuyoshi, Y. and K. Takeshi, (1999), "Is It True that Insurers Benefit from A Catastrophic Event: Market Reactions to the 1995 Hanshin-Awaji Earthquake," *Pacific Basin Working Paper Series*, 15, 1-18.
- [45] Nowak, J. and M. Sahli, (2007), "Coastal Tourism and 'Dutch Disease' in a Small Island Economy," *Tourism Economics*, 13, 49-65.
- [46] Nyaupane, G. P. and D. J. Timothy, (2010), "Power, Regionalism and Tourism Policy in BHUTAN," *Annals of Tourism Research*, 37, 969-988.
- [47] Shelor, R. M., D. C. Anderson, and M. L. Cross, (1990), "The Impact of the California Earthquake on Real Estate Firms' Stock Value," *The Journal of Real Estate Research*, 5, 335-340.

- [48]Cook, R., L. Yale, and J. Marqua, (2007), 觀光學 (賴韻如等譯), 譯自《Tourism: The Business of Travel》, 台北: 華泰。
- [49]Bollerslev, T., (1986), “Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity,” *Journal of Econometrics*, 31, 307-327.
- [50]Bollerslev, T., R. Chou, and K. Kroner, (1992), “ARCH Modeling in Finance: A Review of the Theory and Empirical Evidence,” *Journal of Econometrics*, 52, 5-59.
- [51]Chen, M.-H., S.-C. Jang, and W.-G. Kim, (2007), “The Impact of the SARS Outbreak on Taiwanese Hotel Stock Performance: An Event-Study Approach,” *International Journal of Hospitality Management*, 26, 200-212.
- [52]Fama, E. F., (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,” *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- [53]Guizzardi, A. and M. Mazzocchi, (2010), “Tourism Demand for Italy and the Business Cycle,” *Tourism Management*, 31, 367-377.
- [54]Kim, S., D. J. Timothy, and H. Han, (2007), “Tourism and Political Ideologies: A Case of Tourism in North Korea,” *Tourism Management*, 28, 1031-1043.
- [55]Nobuyoshi, Y. and K. Takeshi, (1999), “Is It True that Insurers Benefit from A Catastrophic Event: Market Reactions to the 1995 Hanshin-Awaji Earthquake,” *Pacific Basin Working Paper Series*, 15, 1-18.
- [56]Nowak, J. and M. Sahli, (2007), “Coastal Tourism and ‘Dutch Disease’ in a Small Island Economy,” *Tourism Economics*, 13, 49-65.
- [57]Adam, Anokye M. and Tweneboah, George (2008),” *Macroeconomic Factors and Stock Market Movement: Evidence from Ghana.* ”, *Munich Personal RePEc Archive*, 14079, October 2008 , 1-27