

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

旅遊新法實施後陸客來台對觀光股價影響之探討

The Study of Tourists from China to Taiwan which Impact the Share Price for the  
Hotel after the New Act of Travel and Tourism



研 究 生：洪家珍

GRADUATE STUDENT：Chia-Chen Hung

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

旅遊新法實施後陸客來台對觀光股價影響之探討

研究生：洪彙瑜

經考試合格特此證明

口試委員：孔學華

許澤宇

丁誌敏

\_\_\_\_\_

指導教授：丁誌敏

系主任(所長)：連貞玲

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，以及黃柏棟、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！

家珍 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：旅遊新法實施後陸客來台對觀光股價影響之探討

研究生：洪家珍

指導教授：丁誌紋 博士

論文摘要內容：

近年來拜運輸科技快速發展所賜，國際間觀光旅遊活動日趨熱絡且成長迅速，世界各國無不處心積慮地加強觀光資源開發及行銷宣傳，以期吸引更多的國際觀光客到來，增加外匯收入。隨著大陸旅遊新法自2013年10月1日起實施，對其所有國內外旅遊市場均一致規範大陸旅行社安排團體旅遊不得以不合理低價組團，不得安排特定購物點及自費行程項目等行為，亦不得透過購物、自費旅遊項目獲取回扣及強收小費等不正當利益。陸團來臺市場因旅遊法影響而邁入盤整轉型期，旅行業以往以低價組團之操作方式，為反映成本紛紛將團費調漲，短期內大陸來臺團體人數尤其是低價團勢將減少；但長期而言，大陸旅遊法對於兩岸觀光良性發展有正向效果。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，其中直接影響的以觀光飯店及相關的行業影響最大，本研究以上市觀光類股的指數表現與旅遊新法實施後陸客來台人數之關聯性探討，相關結果可供政府於擬訂政策與推動施政作為、業者調整營運策略、學界研究相關主題時之參考。

關鍵字：旅遊新法、觀光人數、經濟指數、觀光股價指數

**Title of Thesis :** he Study of tourists from China to Taiwan which impact the share price for the Hotel after the new Act of travel and tourism

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

**Graduate Date :** June 2014

**Degree Conferred :** M.B.A

**Name of Student :** Chia-Chen Hung

**Advisor :** Chih-Wen Ting Ph.D.

## **Abstract**

The rapid development of science and technology in recent years thanks to the gift of transportation, sightseeing tours internationally becomes hot and fast-growing countries in the world are all deliberately strengthen tourism resources development and marketing campaigns to attract more international tourists coming to increase foreign exchange earnings. Continental Travel Act since October 1, 2013 implementation of all its domestic and international tourism market travel arrangements are consistent specification mainland tourist groups shall not be unreasonably cheap tour, shall cause a specific shopping trip and expense items such acts, nor through shopping, tourism projects at their own expense to obtain rebates and strong small fees received improper benefits. Miss Mission to Taiwan market due to the impact of tourism law into the consolidation transition period, the travel industry in the past, groups of low-cost operation, will have to reflect the cost of fare hikes, the number of mainland China to Taiwan in the short term, especially low-cost community group potential will be reduced; but in the long run, mainland tourism law for the sound development of cross-strait tourism has a positive effect. These sightseeing opportunities includes shipping, transportation, catering, hotels and other tourism products, such as specialty, Souvenir, etc., dominant and recessive opportunities. Economic index

represents the people's spending power, which directly affect to tourist hotels and related industries most affected, after this study, tourism stocks listed on the index performance with the new law mainland tourists travel to Taiwan to explore the relevance of the number of relevant results for the government in the formulation of policies and promotion policy as, the industry adjust the reference operating strategies, academic research related to the topic.



**Keywords:** China Tourism Law , the number of tourists, economic indicators, tourist stock index

# 目錄

中文摘要.....	i
英文摘要.....	ii
目錄.....	iv
表目錄.....	vi
圖目錄.....	vii
<b>第一章 緒論</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究動機與背景.....	1
1.2 研究目的.....	4
1.3 研究範圍及限制.....	6
1.4 研究流程及論文架構.....	8
<b>第二章 文獻回顧</b> .....	<b>9</b>
2.1 影響股價因素.....	10
2.2 影響觀光產業股價因素.....	17
2.3 事件研究法.....	24
<b>第三章 研究設計</b> .....	<b>31</b>
3.1 研究取樣.....	31
3.2 研究架構.....	32
3.3 資料分析方法.....	33
3.4 研究變數操作性定義說明.....	34
<b>第四章 研究結果</b> .....	<b>39</b>
4.1 陸客來台人數變化及季節因素探討.....	39
4.2 經濟景氣指標與陸客來台人數之關聯性.....	42
4.3 旅遊新法實施後對觀光產業股價之影響.....	51

第五章 結論與建議.....	58
5.1 結論.....	58
5.2 建議.....	58
參考文獻.....	60
一、中文部分.....	60
二、英文部分.....	64



## 表目錄

表1.1	近6年大陸旅客來台觀光人數統計	2
表4.1	近7年陸客來台成長率	40
表4.2	台灣總體經濟數據與陸客來台人數統計	43
表4.3	總體經濟景氣變數與陸客人數相關係數	46
表4.4	大陸旅遊新法對於觀光產業類股股價異常報酬檢定	53
表4.5	觀光產業異常報酬殘差常態性估計資訊	55



## 圖目錄

圖1.1	2003 至 2012 年(民 92 至 101 年)觀光外匯支出以及國內旅遊支出與總收入趨勢·····	4
圖1.2	研究流程·····	8
圖3.1	研究架構·····	33
圖4.1	2008 至 2014 年陸客來台各月份之消長變化·····	40
圖4.2	陸客 2008 年 1 月至 2014 年 3 月來台人數變化·····	41
圖4.3	平均調整模式異常報酬·····	55



# 第一章 緒論

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。觀光類股指數上市成分股通常示該產業具有規模大、市占高、具整體產業的代表性，研究大陸旅遊新法自 2013 年 10 月 1 日實施後，對陸客來台觀光的影響，以股價指數表現與來台人數作探討，股市是經濟的櫥窗，探討陸客來台人數與觀光類股之關聯性，可以瞭解整體的觀光產業的榮枯的關聯性，對有關單位(政府、業者、學者)能有效擬訂因應對策。

## 1.1 研究動機與背景

台灣政府自 2008 年 6 月恢復與中國大陸中斷 10 年的會談(協商與談判)，並簽訂「海峽兩岸關於大陸居民赴台灣旅遊協議」後，中國觀光客首發團同年七月抵達臺灣，之後包含觀光客；探親、結婚與商務旅客等各類大陸旅客來台人數穩定成長，在 2010 年正式突破 1 百萬，2013 年更達到 226 萬餘人次。

大陸旅遊法自 2013 年 10 月 1 日起實施，對其所有國內外旅遊市場均一致規範大陸旅行社安排團體旅遊不得以不合理低價組團，不得安排特定購物點及自費行程項目等行為，亦不得透過購物、自費旅遊項目獲取回扣及強收小費等不正當利益。陸團來臺市場因旅遊法影響而邁入盤整轉型期，旅行業以往以低價組團之操作方式，為反映成本紛紛將團費調漲，短期內大陸來臺團體人數尤其是低價團勢將減少；但長期而言，大陸旅遊法對於兩岸觀光良性發展有正向效果。整體陸客來臺市場除陸客觀光團外，尚包括醫美、健檢、專業參訪、自由行等名義來臺之其他

大陸旅客；大陸實施旅遊法乃近期影響大陸旅客赴各國之重要因素，大陸出境遊均呈現團費上漲、人數下降情形，臺灣與鄰近其他國家或地區如香港、泰國、日本、韓國均同樣受其影響，惟據觀光局駐陸辦事處回傳訊息，初步判斷短期應不致影響習慣出國旅遊的大陸消費者，而對於難得出國旅遊者，若鄰近各地團費價格接近，臺灣反而可能因銀髮族偏愛而影響較小，相信團客回溫的速度可望加快。從表 1.1 可知陸客來台的增減變化：

表 1.1 近 6 年大陸旅客來台觀光人數統計

年度 人數	2013	2012	2011	2010	2009	2008
總計	2,263,476	2,001,941	1,286,574	1,188,929	592,534	87,245
一月	152,757	104,484	67,257	57,184	19,345	4,224
二月	166,759	123,669	83,085	75,329	16,348	1,916
三月	222,084	210,632	120,158	112,293	56,030	13,380
四月	251,533	231,747	155,762	145,727	97,822	4,382
五月	175,607	179,066	110,562	139,644	80,053	4,892
六月	166,169	150,748	73,621	99,933	28,213	4,202
七月	191,144	181,860	88,571	90,215	39,742	4,476
八月	186,425	157,612	95,700	78,607	44,041	7,009
九月	209,148	130,694	74,397	68,697	33,239	8,822
十月	169,791	168,894	119,095	111,379	44,217	11,035
十一月	183,605	187,198	161,835	128,016	76,670	12,548
十二月	188,454	175,337	136,531	81,905	56,814	10,359

資料來源：中華民國內政部入出國及移民署(2014)

2013 年來台旅客創新高，達 800 萬餘人次，惟中國大陸 2013 年 10 月 1 日實施旅遊新法以來，大陸旅客來台各月平均成長率，人數與前一年人數相較，呈現持平或些許減少狀態，按其成長趨勢應為正成長 75%，結果卻持平(2013 年 10 月)或衰退(2013 年 11 月)，禁止以「低價採購團」方式到台灣旅遊，衝擊台灣旅遊業，交通部觀光局 6 日指出，2013 年年初累計至 9 月底，國際觀光客已達 581 萬人次，其中陸客占了 37%，2013 年預計要達 770 萬人次的目標，觀光局表示沒問題，而 10 月大陸〈旅遊法〉實施至今，觀光人數比往年減少三成。以日月潭為例，周邊觀光業者備受衝擊，據南投縣政府接觸的遊艇及住宿業者反映客源大減，業績已掉六至七成。日管處遊憩課長羅儀表示，以其對團餐及伴手禮業者的了解，以團客為主的業者大概都只剩下一半業績，而不以團客為主的業者所受衝擊就小些。這落差之大值得進一步觀察其後續影響，個人旅客及團體旅客人數之消長，值得深入瞭解。「有質才会有量」，對於政府只求量不求質的觀光發展政策，台灣旅遊環境絕不能任由政府對大陸遊客的超量開放，而形成劣幣驅良幣，令高品質的日本和歐美遊客望而生畏。

政府的觀光政策只求陸客的量，不對其他地區的遊客好好做宣傳。中國大陸以經濟綁政治的手法，讓香港淪為大陸的洗錢之地，而台灣是否也步入香港後塵？可以進一步追蹤研析。本研究以 2008 年開放大陸旅客來台觀光為取樣區間，探討其間的季節因素與相關經濟因素對觀光產業的影響，需要增加取樣的期間及相關經濟數據比對，探討旅遊新法實施後對台灣觀光產業的影響，這是一個值得相關單位及業者長期追蹤觀察的事件，掌握狀況測訂新的因應作法。

## 1.2 研究目的

台灣觀光業主要收入從 2009 年之後觀光外匯收入始超越國人國內旅遊支出(如圖 1.1)，在開放陸客來台之前，台灣觀光業主要收入以國內旅遊收入為主。其中歷經 2008 至 2009 年金融海嘯的影響有較明顯的衰退外，大致穩定成長。觀光外匯大致是在 SARS 風暴之後、開放陸客來台之前，呈現穩定微幅成長，在開放陸客來台後呈現快速增加，2008 年觀光外匯收入成長與觀光外匯收入成長與國人國內旅遊支出相當，2009 年至 2011 年都有明顯成長超越國人國內旅遊，金額達新台幣 3,108 億元(以下幣制同)，2012 年因經濟不景氣造成國人國內旅遊支出消費金額下降 2,699 億元。但是觀光外匯收入卻逐年穩定增加，可見發展觀光產業對國內經濟發展有正面助益，可與國內景氣脫鉤，可挹注國內經濟發展活力。

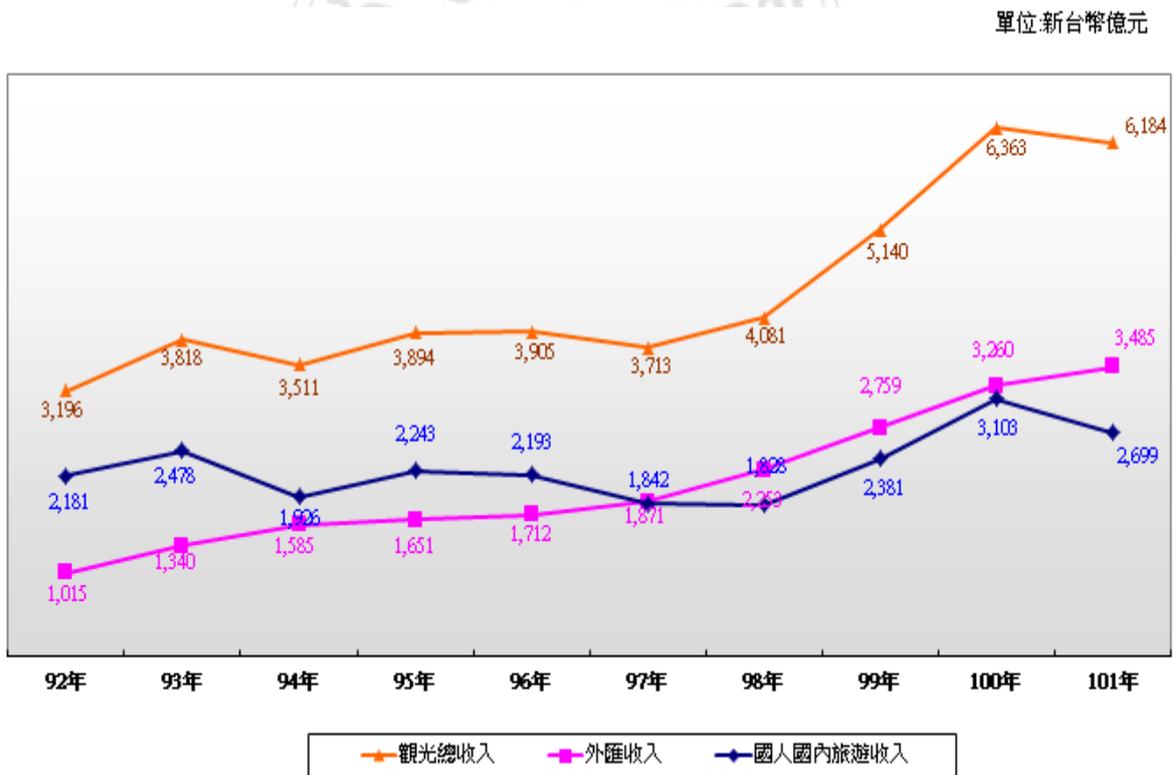


圖 1.1 2003 至 2012 年(民 92 至 101 年)觀光外匯支出以及國內旅遊支出與總收入趨勢(資料來源：交通部觀光局)

本文著眼於近年來開放中國大陸訪台，對台灣觀光產業整體股價的影響(觀光類股包含餐飲、飯店住宿、旅行社、運輸、行程安排等類股)，並選定在台灣證券交易所公開上市之觀光類股股價指數作為應變數，分析政府開放陸客觀光後，其股價走勢與月營收受到陸客來台觀光人數起落的影響，因此本研究目的為探討中國大陸旅遊新法實施前、後對觀光類股的股價以及營收的影響。



## 1.3 研究範圍及限制

### 1.3.1 研究場域

本研究以旅遊新法實施前後陸客來台觀光人數與台灣股票市場觀光產業整體指數表現作分析，其中上市公司包含「萬企」、「華園」、「國賓」、「六福」、「第一店」、「晶華」、「遠雄來」、「夏都」、「F-美食」、「王品」、「雄獅」、「鳳凰」、「新天地」共13家；上櫃公司包含「安心食品」、「桃園飯店」、「燦星旅遊」、「F-富驛」、「瓦城」、「易飛網」、「劍湖山」、「亞都」、「老爺知本」共9家。另外，考慮此次開放兩岸觀光政策，促成「直航政策」，航空業亦因此受惠，故將航運業中的「中華航空」、「長榮航空」及「復興航空」一併放入本研究的樣本，合計研究樣本共25家作為分析對象。

### 1.3.2 研究期間

自2008年5月至民國2014年4月共6年之陸客來台觀光人數、觀光類股價整體指數及營收資料變化(含營業收入、獲利能力、費用率等)之年(月)資料進行分析。

### 1.3.3 研究面向

本研究主要著重於陸客來台觀光人數對在台灣證券交易所公開上市觀光類股公司之營收相關面向之影響、對觀光類股指數變動之影響指標主要分析相關變數之關聯性，較少涉及因果關係之探討。

### 1.3.4 研究限制

本文針對在台灣證券交易所掛牌上市之公司為分析對象，其餘未上市之公司因資料取得及徵信困難，不列入研究分析對象。其關係可能含線性趨勢及二次趨勢；變數間短期互動，陸客來台觀光客人數的變化，對公開上市的觀光產業營收等變數的走勢，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。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：在台灣證券交易所公開掛牌上市觀光產業公司家數少，資料之完整性及產業代表性可能受到影響。

## 1.4 研究流程及論文架構

本文之研究架構區分為五章：

第一章緒論：介紹研究動機、背景、範圍、目的及架構及研究對象。

第二章文獻回顧：簡介大陸旅遊新法實施前後之影響及相關研究所得結論及模式驗證所需之學理及實證研究。

第三章研究方法：實證模型之建立，介紹研究分析模式及演算方式、資料蒐集方法及研究期間選定。

第四章結果與分析：說明實證結果，並解釋可能原因與關聯性。

第五章結論與建議：研提因應對策，建議區分對政府、業者及後續研究相關建議。

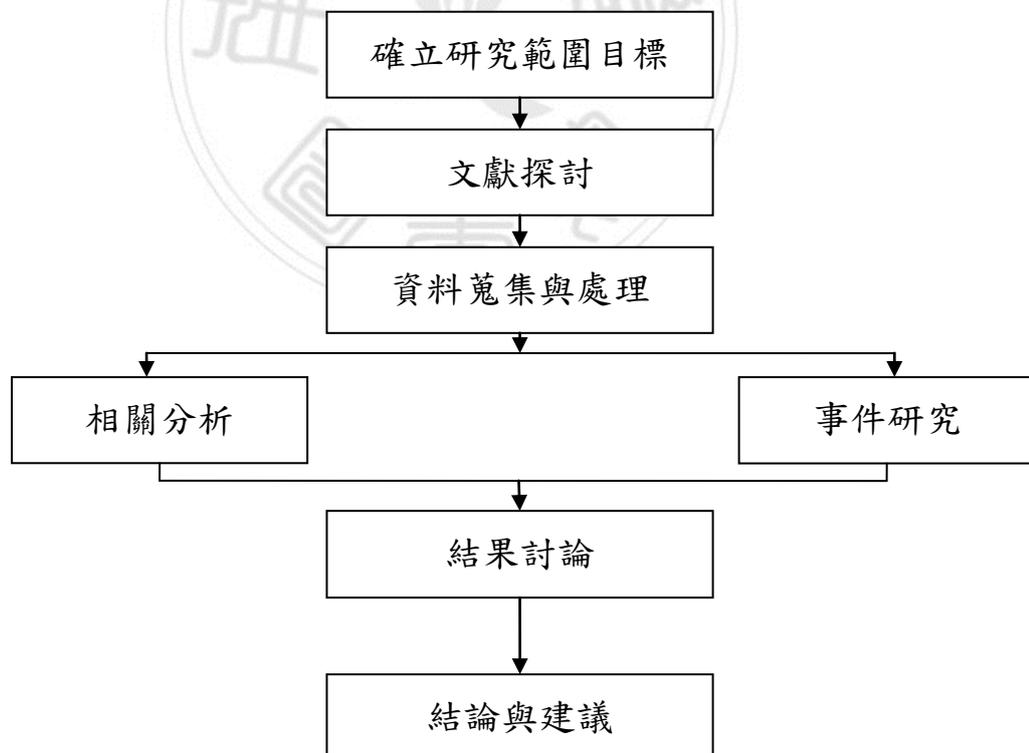


圖 1.2 研究流程

## 第二章 文獻回顧

中國大陸旅遊法自 2013 年 10 月 1 日起實施，對其所有國內外旅遊市場均一致規範大陸旅行社安排團體旅遊不得以不合理低價組團，不得安排特定購物點及自費行程項目等行為，亦不得透過購物、自費旅遊項目獲取回扣及強收小費等不正當利益。交通部觀光局(2013)為與業者共體時艱，針對近期陸客市場眾所關心之觀光相關課題，於北中南區辦理業界座談會，邀請相關政府單位、專家學者、相關公(協)會及業者共商因應策略，與多管道方交流與溝通，打造更美好健全的市場環境，並適時透過兩岸觀光協會與中國大陸方面溝通健全市場發展因應事宜。

整體陸客來臺市場除陸客觀光團外，尚包括醫美、健檢、專業參訪、自由行等名義來臺之其他大陸旅客；大陸實施旅遊法乃近期影響大陸旅客赴各國之重要因素，大陸出境遊均呈現團費上漲、人數下降情形，臺灣與鄰近其他國家或地區如香港、泰國、日本、韓國均同樣受其影響，惟依據觀光局駐陸辦事處回傳訊息，初步判斷短期應不致影響習慣出國旅遊的大陸消費者，而對於難得出國旅遊者，若鄰近各地團費價格接近，臺灣反而可能因銀髮族偏愛而影響較小，相信團客回溫的速度可望加快。

以往較多文獻將焦點放在陸客旅遊行為、旅遊品質及旅遊滿意度等觀光旅遊層面上。金田正 (2004) 指出「零團費」成為招攬大陸人士來台的低劣行銷手段，強迫陸客購物，踐踏旅遊品質。陳光華等 (2004) 則探討大陸旅客來台觀光的消費行為及重遊台灣的意願，進而檢視台灣觀光資源是否能吸引陸客來台，成為提昇台灣觀光產業的主要助力，結果發現「對台灣的好奇心」是吸引陸客來台觀光的主要因素，而陸客對國內的「旅遊景點的建築設施」、「餐廳菜餚的口味」、「遊樂設施」與「景

點流動攤販的管理」較不滿意，且發現服務品質愈好，重遊意願愈高，但來台停留越長、消費金額愈高、團費愈貴，則重遊意願愈低。

## 2.1 影響股價因素

股票市場的經濟功能在暢導社會資金流通，並希望能分配資金於有效率之產業，促成資本的形成，協助企業的研發與創新，使企業能永續經營，從而達到國家經濟發展的目標。風險與報酬是投資人所最關心的兩個變數。一個風險過大的股票市場將會增加上市公司籌資的不確定性；長期而言，大多數風險規避型的投資者亦會因為風險的增加而退出市場，導致成交量萎縮，喪失股票市場的基本功能（Edwards, 1988），且使企業不易籌措到所需的資金，從而導致企業成長減緩，不利整個社會經濟的發展。故從投資證券的角度而言，事前若能對掌握股市的波動性有進一步的瞭解，將有助於投資者擬訂更正確的投資策略。影響股價因素有很多項，而公司營收與利多利空因素直接影響投資人對公司未來獲利的預期，對股價的影響不容低估。國外文獻指出，當期甚至還有前期盈餘宣告跟當期股價波動具有連動性。Beaver(1968)分析1961年至1965年美國143家上市公司的506個資訊樣本，發現公司揭露營於該週的前後8週股票都會出現異常交易量，且揭露當週前後八週的異常報酬變異數比分街近揭露週期間的變異數大，顯示盈餘公佈具有資訊內涵，且該預期改變也影響投資人之決策。

Ball 與 Brown(1968)分析261家在約交易所上市公司1957~1965年的年度營收報告，發現公司盈餘發佈與股價波動有正相關，超出預期的盈餘或未達盈餘跟異常報酬間會產生同方向的變動，呈現顯著正相關。

詹世煌、許溪南及謝宗祐(2003)研究發現：(1) 探討股價波動性與實質生產風險、通貨膨脹風險、利率風險、資金風險及市場交易活絡程度(相

對股價水準)間的關係；(2)崩盤前後經濟結構是否有明顯的改變。實證結果顯示：(1)無論全期抑或崩盤前後，股價波動性皆會存在自身序列相關。(2)就全期而言，股價波動性會受到實質生產風險、通貨膨脹風險的正向影響。在崩盤之前，股價波動性會受到過去兩期以來通貨膨脹風險的正向影響，而且與資金面的風險成正相關；但在崩盤之後，股價波動性僅與當期的通貨膨脹風險、利率風險成正相關。

1987 年全球股市大崩盤事件，已引起學者對股票市場風險更進一步深入研究的興趣，例如 Rubinstein (1994) 認為在崩盤後，投資人似乎患有「崩盤恐懼症」(crash-o-phobia)，因此影響股價波動性的因素結構是否改變，值得深入探討。影響股票市場波動性的因素十分複雜，但就長期而言，一個國家經濟狀況的榮枯才是影響股市表現的最終因素。近年來，有些學者指出總體經濟因素約能解釋三分之一股市波動的來源（如 Roll, 1988; Cutler, Poterba and Summers, 1989 等），藉由 S&P 500 波動性的股價指數與總體經濟基本因素之間的關係，進一步瞭解一個國家經濟因素是如何的影響股市的波動。

### 2.1.1 利率

一般而言，利息是指金融市場中使用資金所需支付的成本；利率就是利息佔資金總額的比率。企業或資本市場對利率的變化非常敏感，投資人將資金視為機會成本，過高的利率水準會降低民間的投資意願；因此在其他方面不變之下，可能會使得經濟狀況變差，進一步的影響股票市場。但有些學者卻認為利率的變動與股價無太大的關係，因為對於一個穩健的投資人而言；不會因為利率的下降而改以借貸方式來從事股票交易，而投機者也不會因為利率過高而不從事借貸。陳厚侗 (1984)曾指出：「不論就公司理財的觀點或經濟理論的觀點來看，利率水準的提高

表示信用的緊縮，必損及企業家的投資，自然不利股票的價格，然而若就投機觀點來看，利率水準縱然提高，只要有利可圖，多頭仍願意融資買進；反之，利率水準縱然降低，多頭倘若認為股票市場價格一時不會好轉，投資人可能會躊躇不前。」由上可知利率與歷史波動性之間的關係真可謂錯綜複雜。Schwert(1990), 胡秀琴(1991)的實證研究指出：利率風險與歷史波動性並無顯著的關係，然而，Fortune (1989), Spiro (1990)的研究指出歷史波動性與利率風險有關；而Christie (1982), Campbell (1987), Glosten, Jorgannathan& Runkle(1993)更進一步指出歷史波動性與利率風險成正相關。Whitelaw (1994)指出Baa-Aaa 公司債殖利率差(yield spread)、商業本票與國庫券之殖利率差、一年期國庫券殖利率、股利率等因素對股價波動性有很強的預測力。

### 2.1.2 貨幣供給

貨幣供給(money supply)為央行達成穩定物價最有效的工具。貨幣供給額減少，則大眾所擁有的資金較少，因此會有抑制物價上漲的效果，但卻會使利率上升，而對股市不利；此外，亦會因為資金的減少，使股市「失血」，導致股價下跌。當貨幣供給額增加，市場資金寬鬆，物價將有上漲的趨勢，利率可能會下降，有助於股票市場；另一方面，由於貨幣具有乘數效果，貨幣供給額的增加，將使資金流向股市，進而提高股價。一國的貨幣政策關係到整體社會的資金寬鬆，而貨幣供給額(M2)又常被視為貨幣政策的代表之一，故有其必要探討貨幣供給額(M2)與歷史波動性間的相關性，Officer (1973)的實證研究指出貨幣供給額(M2)的波動性與歷史波動性有關，Whitelaw (1994)也認為貨幣政策對波動性的影響可能很重要，而Schwert (1989, 1990), Liljeblom & Stenius (1997)發現貨幣供給額(M2)的波動性與歷史波動性有不甚顯著的正相關；然而，

Hardouvelis(1990) 卻實證指出貨幣供給額(M2)波動性與歷史波動性無顯著的關係。

### 2.1.3 工業生產指數

工業生產指數是反應企業生產規模的指標，當企業的生產量增加時，單位成本隨之降低，如果銷售額也隨之增加，則營利亦隨之增加；反之，生產下降，營利亦隨之下降，而營利係影響股價成長的重要指標，股票對股東而言，係對公司未來獲利的求償權，故公司實質生產活動的波動性可能是影響股票變動的來源。工業生產指數波動性代表著一國實質經濟生產面之不確定性，而一國的經濟面會影響股票市場的興衰。Officer (1972)的研究指出工業生產指數之波動性與歷史波動性有關；而 Liljeblom & Stenius(1997)卻指出工業生產指數的波動性與歷史波動性有不甚顯著的正相關；然而Schwert (1990), Hardouvelis (1990)卻認為工業生產指數之波動性與歷史波動性無關。

### 2.1.4 物價水準

物價水準的變化率就是一般所謂的「通貨膨脹率 (inflation rate)」，通常以消費者物價指數來衡量。除非經濟成長率高於通貨膨脹率，否則物價水準的提高對股市具有負面的效果，雖然與股價有著密切的關係，但Schwert (1990)實證研究卻指出通貨膨脹風險與歷史波動性沒有顯著的關係；而黃德芬 (1994)實證研究卻指出通貨膨脹風險與歷史波動性成正相關。最近，Campbell, Lattau, Malkiel & Xu (2001)指出股市的整體波動性，在過去35年(1962-1997)並未有大幅變化，但個別公司與產業股價的波動性卻大幅增加，此與個股股價間的相關係數逐漸下降及市場模式 (market model)對個股股價的解釋能力也逐漸下降的現象是一致的。

### 2.1.5 其他因素

除上述因素會影響股價表現，另有一些因素也會影響股價漲跌，如氣候因素、政治事件、傳染病(如SARS)、戰爭、突發事件...等其他因素，影響的層面及範圍大小不一，對各種產業的影響程度也不一而足，茲列舉相關研就說明其影響。

Nofsinger 與 Prucyk (2003)收集自 1993 年至 1994 年。檢驗21種經濟訊息資料(含營建支出、新屋銷售、消費者貸款、全美採購經理人指數、聯邦政府預算、消費者信心指數、商業存貨、非農業人員收入數據、生產者物價指數、零售業銷貨、消費者物價指數、貿易赤字、工業生產指數、失業率、新屋開工數、企業僱用成本、國民生產毛額、耐久財訂單、個人所得、領先指標、工廠存貨)對S & P 100 股價指數選擇權的交易量和選擇權價格波動的影響。文中發現，在經濟訊息宣示之後兩個小時交易量開始增加，但價格是立即波動，之後幾個小時便慢慢地消散。通常，公佈壞的訊息會帶來較快速且強勁的反應使交易量變大、波動性劇烈變動，而好消息雖然也會使交易量增加但沒有像壞消息帶來的交易量大，而且波動性較溫和。經濟訊息中會造成權益選擇權市場較大波動的因素分別為消費者貸款、營建支出、工廠存貨、全美採購經理人指數、非農業人員收入。在權益選擇權市場中，估計時把選擇權的隱含性波動當作未來波動性期望值，也可以作為市場上不確定的程度。

但這樣的經濟衝擊事實上並非對每個不同產業產生了一樣的影響，Lazo(2011)研究美國不同產業對天氣事件的敏感度發現，不同的產業所受衝擊的確不盡相同。因此本研究希望挑選出一些可能潛在相關的產業來進行研究，分別選擇了水泥工業、食品工業、航運業、營建業、汽車工業、觀光業、鋼鐵工業、油電燃氣業和貿易百貨業一共九個產業來進行

研究，這幾個產業皆是與颱風事件可能潛在相關的產業，效果也應因產業而有所不同。

Gabe (2008)提出一個新的股價決定因素，除了常見的總體經濟因素外，權益風險溢酬亦是一個重要的原因。研究期間自1978年1月至2005年9月，樣本取自澳大利亞、比利時、加拿大、德國、丹麥、法國、日本、荷蘭、奧地利、瑞士、英國和美國等12個股票市場。實證結果顯示，若把權益風險溢酬變數放進模型，其判定係數較沒把此變數放進迴歸式時高，在12個股票市場皆是如此，證實權益風險溢酬的確是股價決定因素中一個很重要的原因。

Paramita 與 Suchismita (2008)檢驗印度股票市場是否受亞洲市場影響，而不再是全球的經濟龍頭美國。研究期間為1999年1月至2005年6月。實證結果顯示，印度股票市場的走勢的確受亞洲金融市場如日本、南韓、香港、新加坡等影響較大。而美國市場方面，其資料依舊是可參考的標地，但不再是最主要的依據。顯示出亞洲金融市場漸漸變成全球經濟的重心，而不是美國。

劉明典(2009)研究認為決定股票價格因素最為人所熟知的是股利折現模式，以及常見的幾個總體經濟指標，諸如盈餘率、無風險利率、匯率等，Gabe (2008)提出一種新的證據也就是權益風險溢酬亦是一個重要的決定因素。股票風險溢酬包含在預期報酬率中，投資人對股票的預期報酬要求應會高於無風險利率，投資者才會願意投入資金。資金投入的程度是投資者對風險的態度，風險趨避者(Risk Averter)的投資對風險相當敏感，假如風險溢酬為零或是負數，投資者將不願對此股票進行任何投資。理論上，股票總會有正風險溢酬以趨使風險規避的投資者，去買入市場中的股票，以取代將資產置放於無風險資產。投資者無論是基金資

產管理公司、退休基金、保險公司等機構法人和投資大眾多投入於股市，即為資金追求並獲取其風險溢酬。Gabe (2008)以澳大利亞、比利時、加拿大、德國、丹麥、法國、日本、荷蘭、奧地利、瑞士、英國和美國等12個股票市場為研究對象，其實證結果顯示除了所熟知的總體經濟指標如整體市場益本比、無風險利率、匯率外，權益風險溢酬亦是重要的股價決定因素。將權益風險溢酬變數有無放進模型兩相比較，可發現到有把權益風險溢酬變數放進模型時，其調整後判定係數有較高的情形，在12個股票市場皆是如此。而近幾年來，亞洲經濟體的掘起，世界各國的資金紛紛湧入亞洲市場，顯示出全球經濟情況正在轉變，並不再是一味以歐美市場為主。故本研究取中國、香港、印度、馬來西亞、新加坡、南韓、台灣和泰國這八個亞洲新興股市，進一步探討股價的決定因素。實證結果顯示在亞洲新興股市中，權益風險溢酬亦是重要的股價決定因素。因為將權益風險溢酬變數放進模型，調整後判定係數有顯著升高的趨勢，八個國家的調整後判定係數平均值為0.44，未加入權益風險溢酬變數為0.13。

賴穎緻(2013)研究台灣重大氣候事件對於台灣產業的影響，以極端降雨前十名的颱風為事件，使用事件研究法來確認颱風事件對股價報酬率的衝擊。選定的九個產業分別為水泥工業、食品工業、航運業、營建業、汽車工業、觀光業、鋼鐵工業、油電燃氣業和貿易百貨業。若以整體事件期間來看，食品工業、觀光業和油電燃氣業、貿易百貨業的影響較大。分個別產業以t統計量檢定之，發現大部分股價報酬率在颱風警報發布日加計前後三個交易日並未出現顯著的異常報酬，只有汽車工業的受到較為明顯的負向影響。而如果以符號檢定來進行檢定，則可以發現顯著性較t統計檢定來得高上許多，其中食品工業所受衝擊，無論在事件日前後

皆呈現明顯的負向影響，顯示颱風可能造成食品工業負向的異常報酬率；航運業、營建業、和鋼鐵工業則出現了在事件日之前顯著偏正、事件日之後顯著偏負的情形。水泥工業、汽車工業、觀光業、油電燃氣業與貿易百貨業相比起來則相對比較輕微。兩種檢定結果相差甚多，可能是因為極端值的存在所造成的影響。從結果來看，颱風事件對於台灣股市確實存在其影響力，但效果在各個產業間有所不同，並且隨著時間點的變化，可能會出現正負反轉的現象，也因此可能造成在整體來看顯著性並不強烈的現象。以迴歸模式診斷，發現特定產業的異常報酬率的確可以由雨量解釋之。

由以上的文獻回顧顯示影響歷史波動性的因素錯綜複雜，文獻的差異性可能由於研究方法、變數衡量方式、抽樣期間抑或樣本不同等種種因素所引起結論的不一致。不過，過去的文獻指出，影響歷史波動性的因素，可能為股價水準、利率風險、貨幣供給的變動風險、工業指數的變動風險、以及通貨膨脹的風險，基於此，本研究取此等因素為研究的自變數（有些學者指出總體經濟因素約能解釋三分之一股市波動的來源（如Roll, 1988; Cutler, Poterba & Summers, 1989 等）。

## 2.2 影響觀光產業股價因素

從許多討論觀光政策的文獻發現，政策的訂定受當時政治或政黨意識及宗教等諸多因素的影響。Kim et al. (2007) 就北韓觀光政策與政治意識的關係進行研究，發現共產主義體制的北韓限制了入境觀光客的增長，在觀光的條件上，北韓對特定國家（如：美國、南韓）觀光客加以禁止。Nyaupane and Timothy (2010) 檢視不丹所提倡「低量高收益 (low-volume, high-yield)」的觀光政策，控制西方觀光客至不丹的人數，

除了是為了維持觀光產業一定水準外，主要是要極小化當地環境、文化及宗教受西方觀光客的衝擊。換言之，觀光產業發展與政府擬定的政策有密切關連性，此次「開放大陸人士來台觀光政策」亦將對國內觀光產業亦將帶來相當大的影響。過去有關「開放大陸人士來台觀光政策」之研究，大致可分為幾類：(1) 政策的介紹、規劃及法規之探討（黃敬天，2001、2002）、(2) 政策開放產生的安全管理問題（葉昌華，2004；蔡英文，2003）、(3) 政策執行產生的效益及衝擊（王逸峰，2008；吳宛芳，2001；張宏生等，2008；韓德威，2001）、(4) 政策對觀光旅遊的影響，包含：旅遊行為、服務品質、旅遊滿意度等（金田正，2004；陳光華等，2004）。上述文獻，大多使用量化（問卷）的方式、或透過深度訪談的質化方式進行研究。

謝鎔聯(2004)研究認為觀光休閒遊憩產業係結合旅館業、餐飲業、休閒遊憩業及旅行社等行業組成的綜合性服務產業。近年來雖然政府政策很重視我國觀光業，但歷經外在大環境的考驗，卻依然有統合開發等公司下市事件。相關產業在經營管理模式上，的確需要改善體質，以因應大環境變化的嚴酷考驗。本研究旨在探討財務比率資訊以分析影響觀光業獲利因素，對內作為企業財務診斷及規劃之參考，對外作為投資者投資時之參考依據。以台灣證券交易所分類之觀光業十一家股票上市櫃公司為研究對象，研究期間從1996年至2003年止，共連續八年之財務比率資料，研究方法採主成份分析法萃取主成份，以多元逐步迴歸分析法進行影響變數的研究。主要研究結果發現如下：1.我國觀光業上市櫃公司的獲利能力與資金能力因素有顯著相關，此成份之解釋量占最大比重，表示其營業活動所創造的資金流量越高，營業費用相關成本越低，則獲利能力將提升。2.包含存貨公司的獲利能力與資產運用因素及資金運用因

素有顯著相關，此成份之解釋量占最大比重。顯示每單位資產能創造營收效率越高越好，發放現金股利不宜偏高和現金流量越高越好。3.不含存貨公司的獲利能力與資產運用因素及資金運用因素有顯著相關，此成份之解釋量占最大比重，且為負相關。顯示相關產業之資產總額應該在擴張業務時也跟著膨脹，若資產總額太小，則擴張業務不宜太快。

吳念昌 (2005) 指出，陸客來台的龐大商機，對國內的航空、飯店、交通以及零售業而言，是一項利多。錢思敏 (2003) 認為，若全面開放大陸人士來台觀光，台灣將面臨經濟、社會、文化及環境的衝擊；王逸峰 (2008) 對開放陸客對觀光業的影響，亦持保留態度，其認為過去陸客不當行為時有所聞，不僅可能造成國內觀光景點品質下降，甚至產生與其他客群間「排擠效應」的負面效果。Nowak and Sahli (2007) 提出類似的觀點，其指出入境觀光客暴增將對小型開放經濟島嶼產生負面衝擊，因為增加的觀光客人數過度使用景點資源將使淨社會福利產生損失。另外，客源的穩定問題、中國的航空公司加入兩岸直航市場、及未來中資可能進入台灣投資觀光產業，這些衝擊對觀光產業長期而言，恐怕值得堪憂。

江佩縈 (2007) 以台灣17家觀光業的整體績效表現，利用灰關聯分析法(Grey Relational Analysis)，旨在評估觀光業經營績效。以2000年至2005年為研究期間，茲將研究結果概述如下：(1) 以財務指標選取的結果來看，以熵權重做觀光業評估指標權重分析，以財務比率而言，在22個評估指標中主要以股東權益報酬率、佔實收資本比率-營業利益、現金再投資比率、資產報酬率、營業槓桿度為影響業者較大的財務比率。(2) 以財務績效評估指標，以整體灰關聯分析，進行民90年至94年國內觀光業整體財務績效之排名結果，經計算總期間排名較佳之前三名依序為國賓、六福、新天地。

林詩婷 (2010) 以台、海兩地觀光產業上市、櫃公司為樣本，研究期間自2001年至2009年，而樣本資料來自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。實證發現，(1)在負債管理指標方面，台灣的現金比率對托賓Q(Tobin's Q)呈正向顯著水準，利息保障倍數對ROA、ROE、托賓Q呈正向顯著水準，負債比率對股價報酬率呈負向顯著水準。(2)中國大陸的負債比率對ROA、ROE、現金流量報酬率呈負向顯著水準，資金運用期間配適比對現ROA、ROE、托賓Q呈負向顯著水準。在資產管理指標方面，台灣的總資產週轉率對ROA、ROE、現金流量報酬率呈正向顯著水準。(3)中國大陸的總資產週轉率對ROA、ROE、現金流量報酬率呈正向顯著水準，應付帳款週轉率對ROE呈負向顯著水準。在現金流量指標方面，台灣的現金流量比率對ROA、ROE、現金流量報酬率呈正向顯著水準，現金再投資比率對股價報酬率呈正向顯著水準。(4)中國大陸的現金流量比率對ROA、現金流量報酬率、托賓Q呈正向顯著水準。在成長潛力指標方面，台灣的市價對帳面價值比對ROA、ROE、現金流量報酬率呈正向顯著水準，營業毛利成長率對ROA、ROE呈正向顯著水準。而中國大陸的本益比對托賓Q呈正向顯著水準，市價對帳面價值比對現金流量報酬率呈正向顯著水準，營收成長率對ROA、現金流量報酬率呈正向顯著水準。(5)在股權結構方面，台灣的董監事持股對現金流量報酬率呈正向顯著水準，經理人持股對托賓Q呈正向顯著水準，大股東持股對ROA、ROE、現金流量報酬率呈正向顯著水準。(6)中國大陸的大股東持股對ROA、ROE、現金流量報酬率、托賓Q、股價報酬率呈正向顯著水準，政府持股比率對ROA、ROE、現金流量報酬率呈正向顯著水準。台灣觀光產業負債比率對公司ROA、ROE、托賓Q，呈正向顯著水準，反映出負債比率愈高公司績效愈好，可能由於台灣觀光產業大多是以舉債的形式經營，來建立更

新穎的設備，使其營收大量增加。而在應付帳款週轉率方面，台灣觀光產業應付帳款週轉率ROA、ROE，呈正向顯著水準，反映出應付帳款週轉率愈高公司績效愈好，可能由於台灣觀光產業多是以收現為主的經營型態，其償還現款的速度亦會較快，造成應付帳款週轉率與公司績效正向的影響。

經由以上文獻可知基於股票市場受供需理論影響之基本因素，包括經濟因素、非經濟因素、市場內部因素和人們心理因素等方面進行討論。

### 2.2.1 經濟因素

經濟因素包括發行公司經營狀況、景氣動向、形勢、財政收支、匯率、國外經濟動向等。

#### 1. 公司的盈利能力和經營狀態

股票發行企業的收益是它利潤分配的基礎，因此，企業盈利能力和經營狀況是股票價格的最重要的因素之一。同時，凡是對企業盈利能力有較大影響的一切因素也都會對企業股票的市場價格產生影響。穰

(1)營業額：公司的營業額增加，表示銷售能力娘好，這會使公司獲利的可能性增大，而將刺激股價上漲，當然營業額增加有時並不一定等於獲利增多，還要考慮許多其他因素而定。但大體上來說，營業額增加，對股價是有利的。

(2)盈利：盈利增加，股票價格應該上漲；反之，就下跌。不過盈利和股價的變化過程，並不是齊頭並進的，通常股價往往先於盈利的增加而上漲，且其上漲程度超過盈利增加的比例。這是因為股票市場會預先反應的緣故，公司是盈是虧，早在公司未結算之前已有徵照了。

(3)股息：公司盈餘增多，並不表示股息也一定多，這要看公司的股息政策而定。公司的股息政策各有不同，有的採取固定股息政策，不論公

司盈餘多少，每年都按固定的比例派發股息。有的公司則按當年的實際盈利情形決定派發金額。同時公司對股息的派發方式，也會對股價有不同影響。投資股息，正常的心理是要領取公司因盈餘而派發的股息。因此，每年公司在除權或除息前後都是股價變動最大的階段。

(4)公司經營者的交替：經營者的交替可能改變經營方針，進而影響公司的財務狀況、收益能力及股息政策。因此，公司董事長、總經理等重要經營者的更換，會引起投資者的猜測，改變對公司的信任程度。至於股價變動的方向，則視投資者對經營者的信任程度而定。

(5)新訂單：公司新訂單增加表示營業額增多，是好消息；反之，新訂單減少，當然是壞消息。不過據統計資料結果，股價的變動，先於訂單增加或減少。

(6)人們對於公司今後發展的預期：人們對於公司今後發展的預期。有的公司雖然目前經營狀況良好，但如果人們預計幾年後該公司經營上可能出現問題，其股票就難以有銷路，價格要下降。

## 2.貨幣政策

在金融市場上，央行為了減少貨幣創造效果採取升息手段，會加重公司支付利息的負擔，造成公司經營困難，結果股價下跌。反之，放鬆使利率下降，公司的投資活動活躍起來，股價也會因而隨之上升。

## 3.經濟週期

週期由繁榮、危機、蕭條和復甦四個階段組成。在繁榮階段，公司增加投資，設備更新速度加快，生產規模不斷擴大。同時，市場需求增加，社會失業人數下降，使公司的產品數量和銷售額都大幅上升，股份公司盈利增長快速，股息也不斷提高，因而人們踴躍購買股票，從而推動股票價格扶搖直上。而在危機階段，社會需求減少，產量減少，產品

的銷售價格下除，造成股份公司的生產規格逐漸收縮，公司利潤不斷下降。同時，由於危機到來，企業破產倒閉增加，投資者的心理受到打擊，從而紛紛拋售股票，促使股票價格急劇下跌。蕭條階段，社會生產停滯不前，商品銷售不景氣，少量資本開始慢慢流入股市，從而抑制了股票價格的進一步下跌。復甦階段，投資逐步擴大，市場也開始好轉，公司的資金周轉開始加快，利潤也出現穩步增長的趨勢，股市開始恢復生氣，股票價格進入上升趨勢階段。

### **2.2.2 非經濟因素**

非經濟因素包括：戰爭、政局、國際政治形勢及自然災害等。

### **2.2.3 股票市場內部因素**

股票市場中的股價變動經常是以不規則的、波浪式的曲線運動，並常常出現這樣的情形：股票實際價格與運用影響股票的各種基本因素分析出來的結果差距很大，比如在客觀的經濟、政治因素並未出現異常的變動情況下，一些公司盈利情況、內部財務結構都表現良好，股票價格按理應該上升，但實際情形則是股價不但未升，反而有所下降。而相反，一些公司經營情況並不理想，股票價格卻反而上升，這說明股票價格在受到基本因素的作用外，還有其他因素的作用，一般認為股票市場的內部因素經常起到重要作用。在此不多做討論。

### **2.2.4 心理因素**

投資者購買股票都寄希望於持有股票的價格上漲，好在高價時買出，從中獲利。但就一般小戶投資者來說，他們並不了解市場高價時買出，從中獲利。但就一般小戶投資者來說，並不了解市場行情，也缺少判斷能力，只好跟在大戶投資者後面轉，一旦有大宗股票被拋售，股價有所下跌時，他們就會產生恐懼心理，急於拋出股票，以盡量減少損失，

拋售者越多，股價下跌就越嚴重。在相反情況下，股價就會上升。

## 2.3 事件研究法

事件研究法 (Event Study) 是一種統計方法，係在研究當市場上某一個事件發生的時後，是否會對股價產生波動，主要源於 Fama et al. (1969) 探討公司發佈新訊息對股票價格的調整過程，主要探討股票分割或盈餘宣告之訊息發布效果和觀察資本市場的效率，其方法是針對股票的實際報酬與預期報酬之間差異來做研究，而發展出累積平均殘差 (cumulative average residuals) 分析。近代廣泛應用於會計、財務、金融實證研究。事件研究法之主要目的，係在探討某一資訊或事件發生時，是否會引起股價的異常變動，亦即是否會產生「異常報酬率 (abnormal returns; AR)」(沈中華、李建然，2000)。本文以事件研究法的市場模式 (market model) 為研究方法，針對庫藏股買回宣告事件，進行宣告公司股市報酬宣告效果的顯著性檢定，以分析股價是否會產生顯著異於零的市場異常報酬率，及觀察短期股價市場異常報酬率變化。

事件研究法在金融和財務領域應用廣泛，最早是由多雷(Dolley, 1933)提出的，他使用該方法是為了研究拆股對股價變化的影響，近 20 年來，該方法已被廣泛地應用於證券市場的研究。Ball 和 Brown(1968)引入了目前使用的事件研究法，研究了盈餘的信息含量，Fama(1969)研究了股票股利效應。Brown 和 Warner(1980)進一步完善了事件研究法，對幾個統計假定進行了修正。事件研究法是進行“半強式有效性檢驗”的基本方法。事件可以是指公司重大事件的發生日，如公司兼併公告日、債券發行日、盈利宣告日、股票股利發放日，也可以是普遍的經濟事件，如通貨膨脹、貿易赤字等的發生。事件研究(Event Study)描述了一種經驗財務

研究技術，運用這種技術可以使觀察者評估某一事件對一個公司股價的影響。

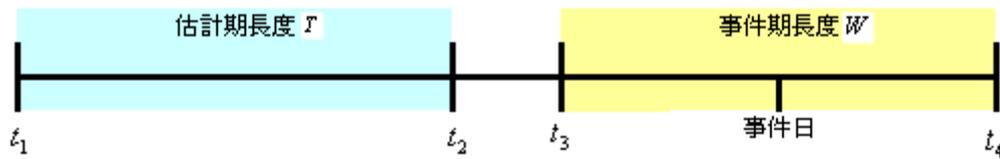
事件研究法探討當某一事件發生時(如公司股利宣告或盈餘發布等事件)是否會引起股價的異常變動，因而產出異常報酬率(abnormal returns; 簡稱 AR)，此資訊可以用來瞭解市場證券價格與特定事件是否有關聯性。主要就是利用統計方法檢定異常報酬率狀況，亦即檢定期望異常報酬率是否為零，虛無假設為  $H_0: E(R_i | event) - E(R_i) = 0$ ，其中  $E(R_i | event)$  與  $E(R_i)$  分別代表有無事件發生之下的期望報酬率，藉以明瞭事件是否對公司股價造成影響。近代事件研究法大量應用於會計與財務領域實務狀況，截至目前為止已累積相當多的研究文獻。近年來，由於台灣財經股價料庫已建立且研究風氣逐漸興盛，事件研究法儼然成為商學研究中常見的研究方法。一般來說，事件研究的相關文獻，大致可以分為四大類：

- (1) 市場效率性研究(market effect studies)，這類的主題探討股票市場是否快速的，不偏的反映某項新資訊。
- (2) 資訊內涵之研究(information content studies)，探討資訊有用性之研究，主要目的是評估股價對於某項資訊揭露的反應程度。
- (3) 解釋異常報酬率研究(metric explanation studies)，主要目的是進一步瞭解影響異常報酬率之因素（例如盈餘反應係數）。
- (4) 方法論之研究(methodology studies)，主要目的在於探討事件研究法之改進，並多以模擬方法(simulation)進行。

## 2.6.1 建立股票報酬率預期模式與異常報酬率估計模式

### 1. 股票報酬率之建立

為方便說明，定義以下期間



由於必須建立證券預期報酬率為何，因此必須根據一段時間  $t_1$  至  $t_2$  來建立預期模式，此一區間稱為估計期，且估計期長度共計  $T$  期， $T = t_2 - t_1 + 1$ 。以此估計期建立之股票報酬率預期模式，預測可能會受到事件影響的事件期間 ( $t_3$  至  $t_4$ )，亦即事件期共計  $W$  期， $W = t_4 - t_3 + 1$ 。在事件期中，在以實際報酬率減去預期報酬率，即可得到每一事件期受到事件影響所產生的異常報酬率。一般來說，常將事件日定義為第 0 期，事件日前期定義為 -1 期，前二期定義為 -2 期；事件日後期則為 +1 期，後二期為 +2 期等等，以此類推。

估計期的長短，亦即  $T$  設定，並無客觀的標準，不過研究者必須衡量估計期太短可能導致預期模式的預測能力；估計期太長有可能資料發生結構性改變，產生模式不穩定的現象。目前文獻表示，若以日報酬率建立估計模式的時候，估計期間通常設定為 100 日至 300 日；週報酬率則為 50~120 週；月報酬率則通常設定 24 個月至 60 個月。事件期長度方面，與估計期相同並沒有客觀標準，事件期越長雖然可以掌握到事件對股價的影響，但是也越容易遭受其他因素的干擾。主要還是因研究目的而異，若著重於某事件發生對股價是否造成影響，通常事件期僅設為事件日當日以及前後二天。一般而言，使用日報酬率時，多採用 2 天至 120 天；採用月資料則採用 12 個月至 24 個月。

## 2. 股票報酬率預期模式

一般來說，股票報酬率預期模式可以分為三大類：

### (1) 平均調整模式 (Mean Adjusted Returns model)

(2) 市場指數調整模式(Market Adjusted Returns model)

(3) 市場模式(Market model)

(a) 平均調整模式：此模式存在一個強烈假設，亦即個別證券事件期的預期報酬率即為估計期平均報酬率，

$$E(\hat{R}_{iE}) = \frac{1}{T_i} \sum_{t=t_1}^{t_2} R_{it} \quad (1)$$

其中， $R_{it}$  代表  $i$  公司在估計期  $t$  期的報酬率， $E(R_{iE})$  代表  $i$  公司事件期  $E$  期的預期報酬率。

(b) 市場指數調整模式

此模式是假設某公司股價報酬率事件期在某一期之預期報酬率即為當期市場報酬率，亦即：

$$E(\hat{R}_{iE}) = R_{mE} \quad (2)$$

其中， $R_{mE}$  為市場報酬率。至於  $R_{mE}$  則為市價加權指數(value weighted index)，或是平均加權指數(equal weighted index)來計算市場報酬率？理論上，市價加權指數可能會較理想，可反映市場的績效 (Roll,1980)。然而Brown與Warner(1980)指出，使用平均加權指數較能夠發現異常報酬率。Paterson(1989)認為平均加權指數與股票報酬率之間相關性較大，因此參數估計較為精準，故能發現異常報酬率。

(c) 市場模式

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。

然而上述之分類並非互斥，例如探討資訊內涵之研究亦可以同時進行解釋異常報酬率的分析。有關事件研究法之方法論等問題之討論，可

參考周賓鳳與蔡坤芳(1997)以及沈中華與李建然(2000)。本研究採行市場模式，其步驟說明如次：

### (1)決定研究假說

譬如假設估計期間的 CAR 並沒有產生資訊效果，而事件期的 CAR 可能產生資訊效果。

### (2)事件日的確定

事件研究法的第二步，即確定所要研究的事件。所謂的「事件日」，係指市場「接收」到該事件即將發生或可能發生的時間點，而非該事件「實際」上發生的時間點，此時點通常以「宣告日」為準。時點認定的適當與否，對於研究的正確性，會有決定性的影響。

### (3)市場模式

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)建立以下迴歸模式估計某一事件發生或公佈後，對於股價影響，必須建立股票報酬率的「預期模式」，以估計「預期報酬」(expected returns)。股票報酬率的預期模式有很多種，應用最廣的是「市場模式」(Market Model)。此模式假設個股股票的報酬率與市場報酬率間存在線性關係，並以市場報酬率建立股價報酬率之迴歸模式，公式如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中， $R_{it}$ ：表示  $i$  公司  $t$  期的報酬率，計算方式為 (該股 $X$ 日時收盤價 - 該股 $[X-1]$ 日時收盤價) / 市場 $[X-1]$ 日時收盤價。

$R_{mt}$ ：表示  $t$  期的市場加權指數股票之報酬率，計算方式為 (市場  $X$  日時收盤指數 - 市場 $[X-1]$ 日時收盤指數) / 市場 $[X-1]$ 日時收盤指數。

$\alpha_i$ ：表示迴歸截距項。

$\varepsilon_{it}$ ：表示迴歸殘差項。

$\beta_i$ ：表示迴歸斜率。

#### (4) 建立股票報酬率的「預期模式」

針對誤差項的部分，根據 Fama(1968)、Beja(1972)及 Fama(1973)之研究，市場模式有下列之假設： $E(\varepsilon_{it}) = 0$   $Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{iy}) = 0$  ,  $\tau, \gamma$  [  $t1, t2$  ]  $Cov(\varepsilon_{it}, R_{mt}) = 0$

因此，經由以上所示之公式，可求得個別證券在「事件期」某一期之「預期報酬率」，即為：

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} \quad (4)$$

$R_{it}$ ：表示 i 公司 t 期之預期報酬率，經由估計期計算得來。

$R_{mt}$ ：表第 t 期市場加權指數股票之報酬率。

#### (5) 估計平均異常報酬率(AAR)、累積異常報酬率(CAR)

一旦估計出「預期報酬率」，也就可以得到異常報酬率。為了了解某一特定事件之異常報酬率或累積效果的行為，並且提供有關異常報酬率，何時開始出現關聯以及何時結束，採用異常報酬率 (AR) 及累積異常報酬率 (CAR) 以看出此項反應。

異常報酬 (Abnormal Returns, AR<sub>it</sub>) 指以事件期的實際報酬減去事件期的預期報酬：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (5)$$

AR<sub>it</sub>：表示 i 公司第 t 期之異常報酬率。  $R_{it}$ ：表示 i 公司第 t 期之實際報酬率。  $\hat{R}_{it}$ ：表示 i 公司第 t 期之預期報酬率。

累積異常報酬率 (Cumulative Abnormal Returns, CAR(T))，則為特定期間內每日異常報酬率的累加值。

#### (6) 異常報酬率的檢定

如果異常報酬率為「正」，我們可以推論事件對股價有正的影響；如果異常報酬率為「負」，我們可以推論事件對股價有負的影響。但只知道正負仍不夠，因為我們不確定此種影響是否足夠明顯，因此必須進行「顯著性檢定」。

#### (7)分析結果

依據研究假說，對於異常報酬率以及檢定的結果進行分析，並提出解釋。

由於事件研究主要是對某事件的發生是否對股價造成影響，僅觀察對個別證券並無法作出結論。因此必須檢定平均異常報酬率或是累積異常報酬率是否顯著異於零。欲進行檢定時，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，我們所關心的是橫剖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)，只要橫剖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剖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。

### 第三章 研究設計

本研究探討旅遊新法實施後陸客來台對觀光股價之影響，綜合文獻可知觀光產業與之密切相關，考量資料取得之便利性、2008年開放陸客來台及中國大陸旅遊新法自2013年10月1日實施，故以2008年7月以前、2008年7月以後至2013年9月30日、2013年10月1日以後為資料採計取樣的分界點，以觀察其間得變化，相關事項說明如次。

#### 3.1 研究取樣

本研究以台灣上市櫃之觀光產業為研究對象，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)」、「2712遠雄來」、「夏都(2722)」、「F-美食(2723)」、「王品(2727)」、「雄獅(2731)」、「鳳凰(5706)」、「新天地(8940)」共13家；上櫃公司包含「安心食品(1259)」、「桃園飯店(2718)」、「燦星旅遊(2719)」、「F-富驛(2724)」、「瓦城(2729)」、「易飛網(2734)」、「劍湖山(5701)」、「亞都(5703)」、「老爺知本(5704)」共9家。另外，考慮此次開放兩岸觀光政策，促成「直航政策」，航空業亦因此受惠，故將航運業中的「中華航空(2610)」、「長榮航空(2618)」及「復興航空(6702)」一併放入本研究的樣本，合計研究樣本共22家。

為避免短期股價暴起暴落之影響，採計為上市上櫃觀光類股股價指數及各公司的週平均股價資料，納入分析範圍。大陸來台人數以月統計量為主、經濟景氣指標以

2008年7月18日「大陸人士直接來台觀光政策」正式實施，本研究針對該政策實施前對觀光業股價報酬的影響、及政策實施後真實財務績效的變化加以探討，故本研究的樣本類型及期間包含2008年7月以前、

2008年7月以後至2013年9月30日、2013年10月1日以後，上述23家上市櫃公司觀光類股及3家航空公司股價日報酬，及上市櫃加權股價指數日報酬及來台陸客人數、經濟景氣指標。資料來源為交通部觀光局、中央銀行、行政院主計處、國發會及「台灣經濟新報 (TEJ)」等。

由於觀光產業中公司屬性不同，為了瞭解不同屬性公司受政策影響時，是否存在差異，因此，本研究將觀光產業公司，區分成四種類別：分別為「飯店類」、「遊樂園類」、「航空類」以及「其它類」；「飯店類」含華園、國賓、第一大、晶華、亞都、六福（皇宮）、劍湖山（耐斯王子）以及老爺知；「遊樂園類」含六福（村）以及劍湖山（世界）；「航空類」含中華航空、長榮航空及復興航空；「其它類」含萬企、新天地（餐廳）以及鳳凰（旅行社）、雄獅旅遊、燦星網、易遊網等。各項觀光分類採記的時間點以2013年10月1日為分界點，實施前以2008年7月18日區分旅遊新法實施前後之觀光類股之股價、來台陸客人數、經濟景氣指標間之關聯性。

### 3.2 研究架構

本文針對政府自2008年開放陸客來台前後及2013年10月1日旅遊新法實施前後，對觀光產業帶來的實質效益，檢視自陸客開放以來，觀光類股股價、月營收與台灣加權股價指數、台灣出國人數及陸客來台人數、經濟景氣指標等變數間之相互關聯性。利用迴歸分析、變異數分析及相關分析等模式分析，研究架構如圖3.1所示。

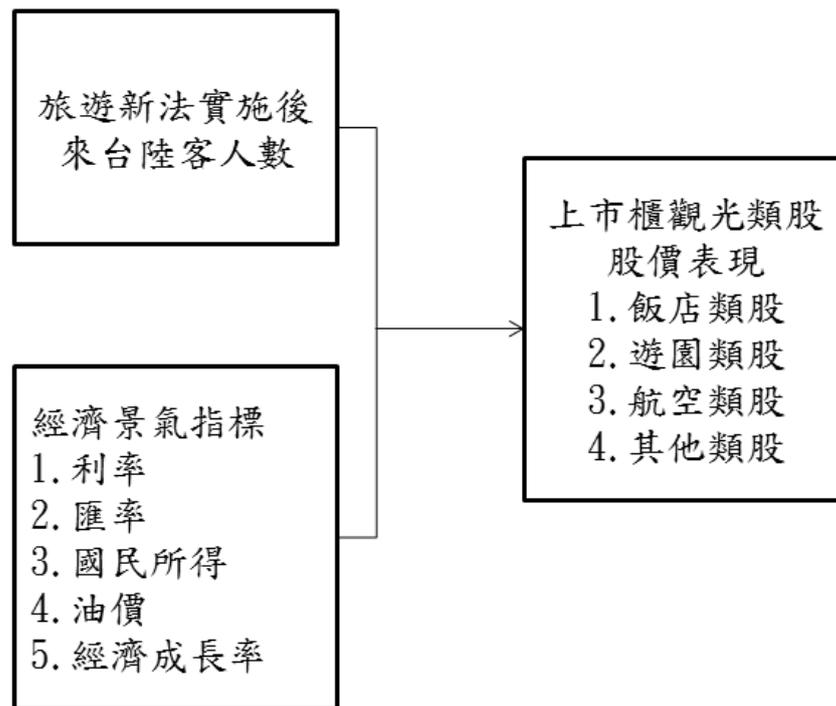


圖3.1 研究架構

旅遊新法實施前後來台陸客人數、經濟景氣指標與上市櫃觀光類股股價表現之關聯性，運用敘述性統計、事件研究法、相關分析及迴歸分析(簡單迴歸、多元迴歸)等分析模式，採用SPSS 18.0版進行差異性分析與歸納可能產生差異之原因，輔以重大事件觀察法，釐清對於觀光產業發展得有利及不利因素，研究結果可有提升觀光產業的自我覺知能力。

### 3.3 資料分析方法

本研究採行的資料分析方法為相關統計模式與事件研究法，藉由事件研究法大陸旅遊新法2014年10月1日為研究時間點，藉由此時間點之後觀察其是否會影響投資人並驗證中國大陸旅遊新法實施後，對陸客來台人數的影響，也觀察對於旅遊產業的衝擊程度，建立預測模式可簡化觀察變項，其採用之資料分析方法為估計大陸旅遊新法實施事件發生後，對於股價影響，首先建立股票報酬率的「預期模式」，以估計「預期報

酬」(expected returns)。股票報酬率的預期模式採用「市場模式」(Market Model)。市此模式假設個股股票的報酬率與市場報酬率間存在線性關係，並以市場報酬率建立股價報酬率之迴歸模式進行分析與探討。

### **3.4研究變數操作性定義說明**

本研究研究變數計有陸客來台人數、經濟景氣指標(利率、匯率、國民所得、油價、經濟成長率)與上市櫃觀光類股相關公司(區分成飯店類股、遊園類股、航空類股及其他類股))之股價表現之關聯性探討。相關變數之操作行定義說明如次：

#### **3.4.1陸客來台人數**

以交通部觀光局行政資訊系統統計數據為準，採計(1)2008年7月以前、(2)2008年7月1日至2013年9月30日、(3)2013年10月1日之後的來台人數，交通部觀光局，預估大陸10月分實施旅遊法，對來台人數稍降，統計2013年1-11月分陸客人數也超過去年的258.6萬人次，2013年12月陸客來台自由行上限也提高至3千人，2014年陸客人數可超過275萬人次。

#### **3.4.2上市(櫃)觀光類股公司股價(指數)**

上市、上櫃觀光類股相關公司(區分成飯店類股、遊園類股、航空類股及其他類股))之股價表現以台灣證券交易所資訊觀測站所公佈之數據資料為準，經由台灣經濟新報(TEJ)資料庫獲得，股價資料以每週平均收盤價為主，不考量當週最高價、最低價或平均價。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。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。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2013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。

### 3.4.3 利率

利率是借款人需向其所借金錢所支付的代價，亦是放款人延遲其消費，借給借款人所獲得的回報。影響利率變動的因素：通貨膨脹、貨幣政策、經濟景氣、國際收支、財政理由等因素。利率通常以一年期利息與本金的百分比計算。利率是調節貨幣政策的重要工具，亦用以控制例如投資、通貨膨脹及失業率等，繼而影響經濟增長。利率對總體經濟的影響非常深遠包含投資與消費、存款與資金貸放等議題。利率以中央銀行公佈之國內五大銀行平均存款利率平均1年期定存利率為利率水準為利率標準。2014年第1季「1年期定期存款利率」水準為1.36%。利率高低易受資金供需及貨幣政策左右，政府透過重貼現率或存款準備率之調整，影響一般銀行存款與放款利率及整體資金市場利率走勢；當景氣產生過熱之虞，透過適度緊縮貨幣政策，將可推升市場利率，進而影響民間消費與投資；反之，當景氣趨於低迷之際，則可採取低利率政策因應。隨國際利率走低，我國央行重貼現率亦呈下降趨勢，影響所及，本國一

般銀行加權平均存款利率由1999年5.00%降至2003年1.48%(其中第4季僅1.27%)，放款利率則由8.03%降至4.07%(3.74%)；至於加權平均放款與存款利率差距主要受貨幣政策、市場資金狀況、經營效率及存放款結構等因素影響，2002年因市場資金寬鬆，加上銀行大幅轉銷呆帳，致盈餘縮減，放款利率降幅空間小於存款利率，第3季利差達3.25個百分點，惟隨銀行陸續改採指數型房貸，或推行新基本放款利率定價制度等貸放措施，利差逐漸縮小，至2003年平均利差降為2.59個百分點。央行沒有設定存款利率，是改由幾個大銀行主導，此外利率也分從量和從價，要細分來看台灣的利率就是看國內CPI為主，跟國際利率有相關，但關係沒那樣大，不然世界各國的利率會非常接近至於美國公債殖利率，那個如果上升很大，美國財政第一個承受超大壓力，對後面借新還舊有很大影響。表3.3-2為81~102年為台灣存款利率走勢表，本研究以存款利率為研究對象。

#### 3.4.4 匯率

匯率亦稱“外匯行市或匯價”。一國貨幣兌換另一國貨幣的比率，是以一種貨幣表示另一種貨幣的價格。由於世界各國貨幣的名稱不同，幣值不一，所以一國貨幣對其他國家的貨幣要規定一個兌換率，即匯率。匯率是國際貿易中最重要調節杠桿。因為一個國家生產的商品都是按本國貨幣來計算成本的，要拿到國際市場上競爭，其商品成本一定會與匯率相關。匯率的高低也就直接影響該商品在國際市場上的成本和價格，直接影響商品的國際競爭力及國外觀光旅遊購買力。外匯買賣一般均集中在商業銀行等金融機構。它們買賣外匯的目的是為了追求利潤，方法就是賤買貴賣，賺取買賣差價，商業銀行等機構買進外幣時所依據的匯率叫“買入匯率”(Buying Rate)，也稱“買價”；賣出外幣時所依據匯率叫“

賣出匯率"(Selling Rate)，也稱"賣價"，買入匯率與賣出匯率相差的幅度一般在千分之一至千分之五，各國不盡相同，兩者之間的差額，即商業銀行買賣外匯的利潤。買入匯率與賣出匯率相加，除以2，則為中間匯率(Medial Rate)。在外匯市場上掛牌的外匯牌價一般均列有買入匯率與賣出匯率。在直接標價法下，一定外幣後的一個本幣數字表示"買價"即銀行買進外幣時付給客戶的本幣數；後一個本幣數字表示"賣價"，即銀行賣出外幣時向客戶收取的本幣數。在間接標價法下，情況恰恰相反，在本幣後的前一外幣數字為"賣價"，即銀行收進一定量的(1個或100個)本幣而賣出外幣時，它所付給客戶的外幣數；後一外幣數字是"買價"，即銀行付出一定量的(1個或100個)本幣而買進外幣時，它向客戶收取的外幣數。

### 3.4.5 國民所得

國民所得是衡量一國國民生產經濟活動成果的會計制度。美國經濟學者顧志耐(Simon Kuznets, 1901~1985)，被稱為「國民所得之父」。我國由行政院主計處編印中華民國台灣地區國民所得。國民所得統計的用途有：(1) 顯示國民的生活水準。(2) 可以供作各國生活水準的比較之用。(3) 可以供作政府擬定經濟政策之依據。但在應用國民所得的統計時必須注意一些限制：名目國內生產毛額(Nominal GDP)以當期市價計算的國內生產毛額、以基期價格計算的國內生產毛額，所謂基期(Base Year)是指作為價格與產量比較標準的年度。平均每年每人國民所得是目前衡量人民經濟生活水準比較常用的指標，一般常用於：(1) 比較一國家在長期內經濟發展過程中人民生活水準的變化。(2) 比較世界各國得每年每人國民所得之排名，可以知道世界各國經濟發展的程度。

### 3.4.6 油價

當前油價高漲下的全球與臺灣經濟，並比較臺灣與鄰近同屬石油進

口國的因應差異。第三節討論油價影響經濟的管道，包括國際油價變動對進口物價的直接影響，對躉售物價、消費者物價、及各項最終需求平減指數的間接衝擊，以及由此引伸對個人貨幣所得購買力、對外貿易競爭力和廠商利潤的影響，進而對國內消費、投資支出及對外貿易的影響。第四節進行油價政策對政府財政及總體經濟影響之模擬分析，包括本文採用之總體經濟計量季模型的介紹，對未來臺灣經濟的基準預測與政策模擬設定，以及不同模擬情境對總體經濟和對政府財政的衝擊。下圖為近年的美國西德州油價走勢，依據美國能源部估計：油價每增加100美元對主要國家及組織經濟發展的衝擊評估，影響最大的前3名國家是南韓(10%)、墨西哥(9%)及俄羅斯(0.8%)，日本(3.6%)、澳洲(3.8%)及歐盟(4%)衝擊較小。油價走勢與觀光飯店股價表現趨勢，值得進一步研究探討。

#### 3.4.7 經濟成長率

經濟成長是透過勞動力投入、資本累積與技術創新等方式提高生產能力，以滿足更多最終需求，促進經濟規模擴增的現象。在總體經濟學中，一般都以實質國內生產毛額（GDP）變動率來表示經濟成長速度，也就是經濟成長率（Economic growth rate）。台灣自1995年起循國際慣例採實質國內生產毛額（Real GDP）之年增率作為經濟成長率之計算。所謂「實質」則是指剔除物價漲跌因素，以相同基期價格（目前係按2006年價格編算）所計算出的產出價值。國內生產毛額（GDP）被定義為單一經濟體內一段特定時間（一般為一年）所生產供最終使用的商品與勞務之市場總值。經濟成長率是判斷總體經濟情勢最重要的經濟指標，可反映出一國經濟總產出規模的變化，亦是各國經濟景氣的最具體象徵。

## 第四章 研究結果

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。大陸旅遊新法實施後對於台灣觀光產業是否造成衝擊或影響，值得持續追蹤與關心。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。大陸旅遊新法自 2013 年 10 月 1 日起實施，對其所有國內外旅遊市場均一致規範大陸旅行社安排團體旅遊不得以不合理低價組團，不得安排特定購物點及自費行程項目等行為，亦不得透過購物、自費旅遊項目獲取回扣及強收小費等不正當利益。陸團來臺市場因旅遊法影響而邁入盤整轉型期，旅行業以往以低價組團之操作方式，為反映成本紛紛將團費調漲，短期內大陸來臺團體人數尤其是低價團勢將減少；但長期而言，大陸旅遊法對於兩岸觀光良性發展有正向效果。

### 4.1 陸客來台人數變化及季節因素探討

陸客的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，其中直接影響的以觀光飯店及相關的行業影響最大，本研究以上市觀光類股的指數表現與旅遊新法實施後陸客來台人數之關聯性探討，分析各構面間的關聯性。相關說明如表 4.1、圖 4.1 與圖 4.2 數據及說明。

表 4.1 近 7 年陸客來台成長率

年度 人數	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	平均年成長率
合計	87,245	592,534	1,188,929	1,286,574	2,001,941	2,263,476	786,412	72.06%
一月	4,224	19,345	57,184	67,257	104,484	152,757	221,189	76.03%
二月	1,916	16,348	75,329	83,085	123,669	166,759	251,940	100.77%
三月	13,380	56,030	112,293	120,158	210,632	222,084	313,283	56.91%
四月	4,382	97,822	145,727	155,762	231,747	251,533	NA	96.41%
五月	4,892	80,053	139,644	110,562	179,066	175,607	NA	81.63%
六月	4,202	28,213	99,933	73,621	150,748	166,169	NA	84.58%
七月	4,476	39,742	90,215	88,571	181,860	191,144	NA	86.96%
八月	7,009	44,041	78,607	95,700	157,612	186,425	NA	72.77%
九月	8,822	33,239	68,697	74,397	130,694	209,148	NA	69.49%
十月	11,035	44,217	111,379	119,095	168,894	169,791	NA	57.71%
十一月	12,548	76,670	128,016	161,835	187,198	183,605	NA	56.39%
十二月	10,359	56,814	81,905	136,531	175,337	188,454	NA	62.17%
月成長率	7.76%	9.39%	3.04%	6.08%	4.41%	1.77%	12.30%	

資料來源：中華民國內政部入出國及移民署(2014)及本研究

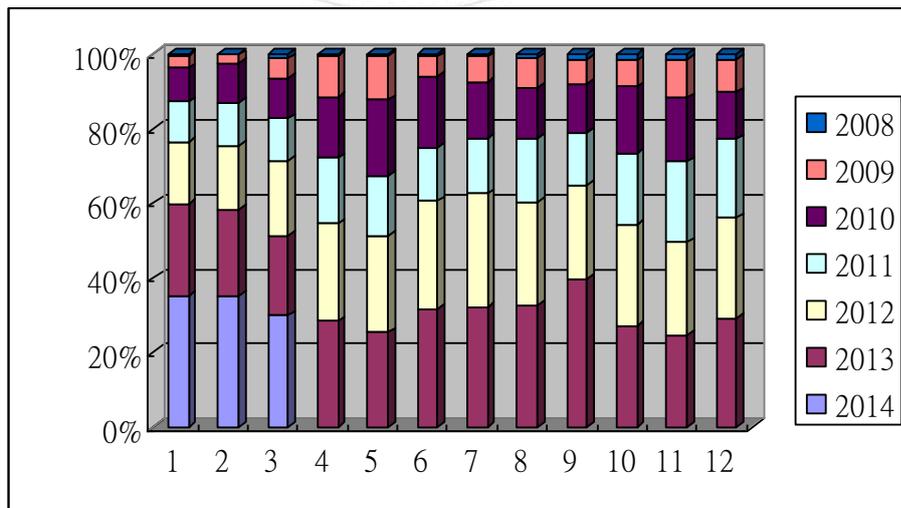


圖 4.1 2008 至 2014 年陸客來台各月份之消長變化

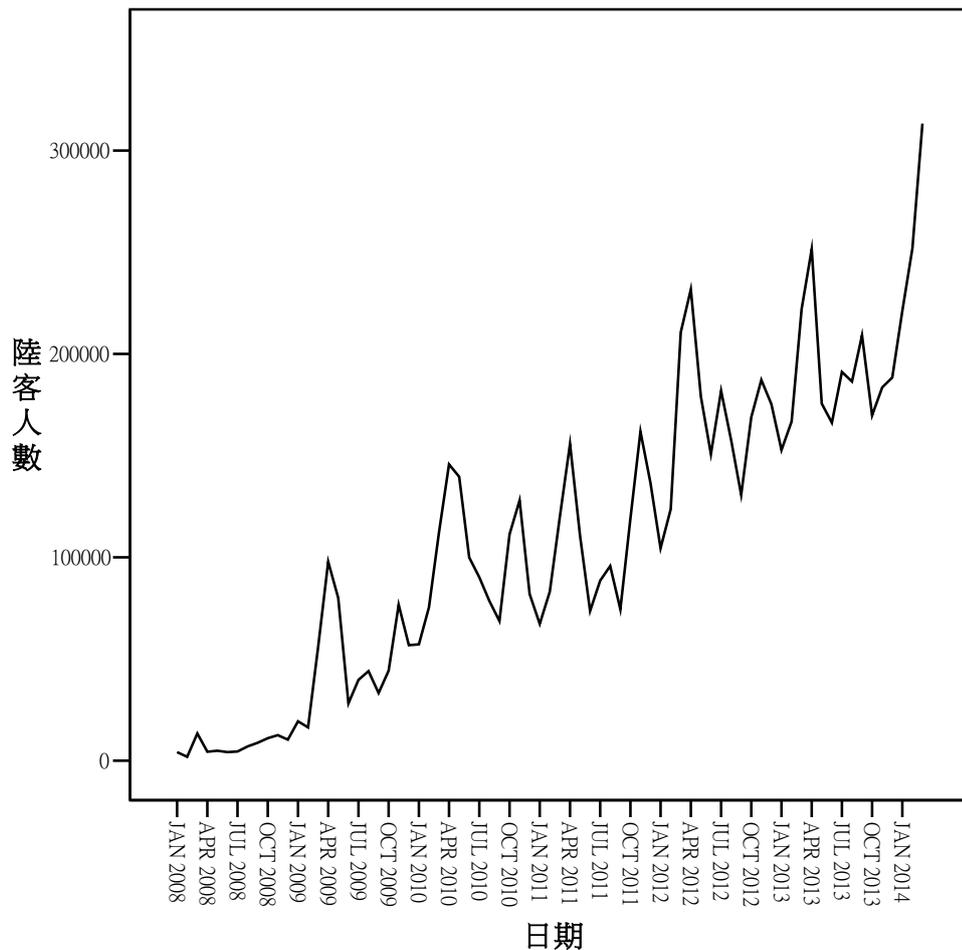


圖 4.2 陸客 2008 年 1 月至 2014 年 3 月來台人數變化

#### 4.1.1 旅遊新法實施對觀光人數影響為短期效應

以時間序列分析，大陸旅遊新法自 2013 年 10 月 1 日起實施，依據內政部入出國及移民署至 2014 年 3 月的統計數據，在實施初期 3 個月人數由 20 萬 9148 人銳減 16 萬 9791 人至 18 萬 8454 人，該年期間月成長率僅剩 1.77%(正常之月成長率為 6.33%)，反觀自 2014 年 1 至 3 月來台人數卻不減反增，月成長率達 12.3%，高於平均成長率 6.33%(以幾何平均數計算)。可見大陸旅遊新法實施後的效應僅為短期現象，目前已恢復新法實施前的成長性。

#### 4.1.2 陸客來台人數的季節因素變化極為明顯

季節因子以大於 1 為旺季、小於 1 為淡季來衡量，自 2008 年起至 2014 年 3 月，陸客來台人數每年以 3、4 月及 9 月為旺季（季節因子為 1.33、1.18、1.11），1、2 月維淡季（季節因子為 0.88 及 0.81），以 2014 年 1 至 3 月的淡、旺季之情況，以移動平均法(MA)來預估 2014 年全年來台人數約為 265 萬 4268 人比 2013 年 226 萬 3476 人還要成長將近 20%。

#### 4.1.3 制度改變需時間調適(整)

在《旅遊法》實施半年多來，中國大陸一些旅行社已經嘗試根據新法修改自己的旅遊合同。據中國國家旅遊局統計，在 2013 年 10 月，中國國旅、神舟國旅、凱撒旅遊、捷達假期等旅行社已調整旅遊合同，增加遊客對自費專案的拒絕及索賠權《中國公民出國旅遊管理辦法》、《旅行社管理條例實施細則》、《旅行社服務品質賠償標準實施細則》等這些與《旅遊法》相關的配套法律法規，在《旅遊法》實施之後，都應該有相應的調整，改變其中跟《旅遊法》不一致的地方，仍需時間調適。

#### 4.1.4 旅遊新法實施初期

對台灣衝擊較大者為著名風景區如日月潭、阿里山、故宮等景點，以 2013 年 11 月份的日月潭為例，周邊觀光業者備受衝擊，據南投縣政府接觸的遊艇及住宿業者反映客源大減，業績已掉六至七成。以其對團餐及伴手禮業者的了解，以團客為主的業者大概都只剩下一半業績，而不以團客為主的業者所受衝擊就小些。

### 4.2 經濟景氣指標與陸客來台人數之關聯性

觀察陸客來台人數(以人數計)與總體經濟指標 5 項指標：利率(以百分比計)、匯率(以實質匯率計，以 2010 年為 100 基準)、國民所得(以實質

GDP 衡量)、油價(油價以美元/每桶計)、經濟成長率(以百分比計)等，資料採樣時點為 2008 年 1 月至 2014 年 3 月，以月份為單位，這段期間經由 EXCEL 計算相關係數及簡單迴歸分析得知其關聯性，分項說明如次：相關資料如表 4.2 與表 4.3 所示。

表 4.2 台灣總體經濟數據與陸客來台人數統計

日期(月/年)	陸客人數	利率(%)	實質匯率 (以 2010 為 100)	實質 GDP (百萬元)	油價(美 元/每桶)	經濟成長率 (%)
2008/01	4,224	2.62	105.07	1,834,987	92.18	5.23
2008/02	1,916	2.62	104.95	1,898,081	95.25	5.23
2008/03	13,380	2.62	105.16	1,945,802	103.37	5.23
2008/04	4,382	2.66	106.13	2,029,700	109.6	1.78
2008/05	4,892	2.66	106.74	1,922,909	122.75	1.78
2008/06	4,202	2.67	108.93	1,998,715	131.97	1.78
2008/07	4,476	2.72	108.48	2,062,066	132.69	-5.87
2008/08	7,009	2.72	107.69	2,160,077	113.74	-5.87
2008/09	8,822	2.7	105.31	2,012,698	98.29	-5.87
2008/10	11,035	2.5	105.07	2,084,844	72	-9.41
2008/11	12,548	2.17	101.39	2,140,475	52.69	-9.41
2008/12	10,359	1.42	97.53	2,241,496	40.61	-9.41
2009/01	19,345	0.92	96.45	2,122,857	43.63	-6.22
2009/02	16,348	0.77	96.40	2,233,515	42.94	-6.22
2009/03	56,030	0.77	96.82	2,250,497	46.54	-6.22
2009/04	97,822	0.77	97.52	2,383,260	50.37	-4.53
2009/05	80,053	0.77	97.70	2,259,351	57.34	-4.53
2009/06	28,213	0.77	98.17	2,351,221	68.61	-4.53
2009/07	39,742	0.77	98.89	2,396,132	64.64	1.47

表 4.2 (續)

2009/08	44,041	0.77	99.90	2,492,679	72.88	1.47
2009/09	33,239	0.77	99.52	2,269,807	67.45	1.47
2009/10	44,217	0.89	98.62	2,271,676	72.81	8.33
2009/11	76,670	0.89	98.43	2,285,844	76.72	8.33
2009/12	56,814	0.89	98.94	2,476,310	74.45	8.33
2010/01	57,184	0.89	99.21	2,289,952	76.39	10.53
2010/02	75,329	0.89	99.31	2,401,497	73.82	10.53
2010/03	112,293	0.89	99.81	2,452,642	78.95	10.53
2010/04	145,727	0.89	101.43	2,613,148	84.72	11.51
2010/05	139,644	0.89	102.47	2,380,086	75.68	11.51
2010/06	99,933	1.02	101.57	2,389,146	74.92	11.51
2010/07	90,215	1.02	100.19	2,576,699	75.64	10.38
2010/08	78,607	1.02	99.92	2,789,932	76.97	10.38
2010/09	68,697	1.02	99.10	2,522,912	77.86	10.38
2010/10	111,379	1.13	98.65	2,613,884	83.17	2
2010/11	128,016	1.13	99.20	2,726,683	85.8	2
2010/12	81,905	1.13	99.24	2,883,343	91.53	2
2011/01	67,257	1.19	99.43	2,596,982	96.5	3.57
2011/02	83,085	1.19	100.56	2,714,073	103.9	3.57
2011/03	120,158	1.19	100.88	2,860,633	114.64	3.57
2011/04	155,762	1.28	101.04	3,085,554	123.44	-0.57
2011/05	110,562	1.28	101.25	2,755,661	114.75	-0.57
2011/06	73,621	1.28	100.86	2,877,451	113.97	-0.57
2011/07	88,571	1.36	100.49	3,050,437	116.88	0.01
2011/08	95,700	1.36	99.48	3,209,268	110.04	0.01
2011/09	74,397	1.36	98.80	2,879,382	111.52	0.01
2011/10	119,095	1.36	97.45	3,029,873	109.13	0.32
2011/11	161,835	1.36	97.14	3,268,418	110.53	0.32
2011/12	136,531	1.36	97.06	3,415,326	107.78	0.32

表 4.2 (續)

2012/01	104,484	1.36	96.45	3,106,707	110.87	-0.11
2012/02	123,669	1.36	96.45	3,206,602	119.47	-0.11
2012/03	210,632	1.36	97.63	3,257,145	124.94	-0.11
2012/04	231,747	1.36	98.53	3,138,707	120.27	2.31
2012/05	179,066	1.36	99.21	2,809,735	110.29	2.31
2012/06	150,748	1.36	98.74	3,006,032	95.54	2.31
2012/07	181,860	1.36	98.59	3,237,652	102.39	3.73
2012/08	157,612	1.36	98.74	3,459,175	113.11	3.73
2012/09	130,694	1.36	98.72	3,232,764	112.86	3.73
2012/10	168,894	1.36	98.62	3,392,688	111.57	6.38
2012/11	187,198	1.36	98.78	3,553,917	109.34	6.38
2012/12	175,337	1.36	98.74	3,667,271	109.1	6.38
2013/01	152,757	1.36	98.17	3,524,506	112.67	2.57
2013/02	166,759	1.36	97.82	3,574,300	116.12	2.57
2013/03	222,084	1.36	98.11	3,669,637	109.02	2.57
2013/04	251,533	1.36	98.69	3,670,270	102.71	3.45
2013/05	175,607	1.36	98.98	3,520,756	102.87	3.45
2013/06	166,169	1.36	98.95	3,604,678	103.13	3.45
2013/07	191,144	1.36	99.99	3,737,938	107.74	2.61
2013/08	186,425	1.36	99.75	3,765,273	111.08	2.61
2013/09	209,148	1.36	100.60	3,577,238	111.58	2.61
2013/10	169,791	1.36	102.61	3,654,580	109.22	3.72
2013/11	183,605	1.36	100.75	3,777,078	108.02	3.72
2013/12	188,454	1.36	100.44	3,851,667	110.77	3.72
2014/01	221,189	1.36	100.57	3,967,217	109.78	3.72
2014/02	251,940	1.36	100.47	4,086,234	111.25	3.72
2014/03	313,283	1.36	100.51	4,208,821	108.23	3.72

資料來源：台灣經濟新報(2014)

表4.3 總體經濟景氣變數與陸客人數相關係數

		陸客人數	利率	實質匯率	實質GDP	油價	經濟成長
陸客人數	Pearson 相關	1	-.317(**)	-.397(**)	.908(**)	.445(**)	.304(**)
	顯著性(雙尾)		.006	.000	.000	.000	.008
利率	Pearson 相關	-.317(**)	1	.806(**)	-.257(*)	.438(**)	-.289(*)
	顯著性(雙尾)	.006		.000	.026	.000	.012
實質匯率	Pearson 相關	-.397(**)	.806(**)	1	-.405(**)	.306(**)	-.030
	顯著性(雙尾)	.000	.000		.000	.008	.798
實質GDP	Pearson 相關	.908(**)	-.257(*)	-.405(**)	1	.517(**)	.187
	顯著性(雙尾)	.000	.026	.000		.000	.107
油價	Pearson 相關	.445(**)	.438(**)	.306(**)	.517(**)	1	.136
	顯著性(雙尾)	.000	.000	.008	.000		.243
經濟成長	Pearson 相關	.304(**)	-.289(*)	-.030	.187	.136	1
	顯著性(雙尾)	.008	.012	.798	.107	.243	

註\*\* 在顯著水準為0.01時(雙尾), 相關顯著。

\* 在顯著水準為0.05時(雙尾), 相關顯著。

#### 4.2.1 利率與陸客來台人數之關聯性

由上表可知利率與陸客來台人數呈現顯著負相關(-0.310), 經濟指標利率水準愈高, 陸客來台人數愈少, 利率是中央銀行的貨幣政策工具, 一般是調控總體經濟之用, 在使用上須慎重, 若僅考量陸客來台人數多寡即動用利率之貨幣工具, 因利率的影響層面廣泛, 恐得不償失, 動用利率工具前須審慎評估, 且須與其他工具配套使用, 因為其影響層面是全面性的。

#### 4.2.2 實質匯率與陸客來台人數之關聯性

實質匯率是指在計算匯率時, 將兩個國家的物價列入考量。計算方

法為：實質匯率=名目匯率×外國的物價指數÷本國的物價指數。實質匯率是指由兩國財貨的相對物價的變動所產生的匯率，換句話說，實質匯率是指名目匯率經由兩國財貨相對物價的調整而計算出來的匯率。以數學式表示：

$E = e \times P_f / P$ ，其中，E 是實質匯率， $P_f$ ：外國的物價，P：本國物價水準，e：名目匯率。

實質匯率E衡量了每多進口一單位國外商品，所以須放棄的國內商品數量。一國的財貨的競爭力是決定於實質匯率的變動，而不是名目匯率的變動。(參考資料來源：蕭欽篤(2002)，貨幣銀行學原理。提供者：三(B)林君玲、顏碧霞、陳慧玲、陳疆平、林昆召、古晏銘，2002.12.10)。匯率變動對台灣小型開放經濟體具有深廣影響，並為貨幣政策重要的傳遞管道之一。本文以2008年1月至2014年3月為樣本期間，實證分析新台幣實質有效匯率與陸客來台人數變數的關聯，一般由多變量共整合分析法進行估計，本研究採單變量迴觀分析探討陸客來台人數與實質匯率之關聯性。

陸客來台人數與實質匯率呈現顯著負相關(-0.397)，台灣對於大陸的貿易依賴已日益加深，考量新台幣實質有效匯率和國內外相對生產力、相對貿易條件、相對消費比例及相對經濟開放程度等變數，具有長期共整合關係，且經濟基本面變數大致上可以捕捉新台幣實質有效匯率的中長期趨勢。新台幣實質有效匯率走低的因素，主要是受到台灣貿易條件相對惡化與國內消費需求相對趨緩所致。由於貿易條件惡化產生的所得效果及消費成長減緩，大部分反映在國內非貿易財部門，使得台灣非貿易財對貿易財的相對價格相較貿易對手國呈下跌的趨勢，新台幣實質有效匯率因而下降。實質匯率的走勢與利率因素的影響層面都是廣泛，在

運用上都需謹慎小心考量，以免政策作為得不償失。

### 4.2.3 實質GDP與陸客來台人數之關聯性

名目 GDP 係以當期市場價格來計算最終產品的市值。未考慮物價波動後所得到的數值。GDP 數值是以最終商品與勞務的市價加總計算，這種 GDP 稱之為名目 GDP。實質 GDP 係以當期名目 GDP 除以當期物價指數，得到當期的實質 GDP。亦即，名目 GDP 考慮物價波動後所得到的數值。實質 GDP=當期名目 GDP/當期物價指數。

陸客來台人數多寡與實質GDP的走勢呈現高度正相關(0.908)，代表整體市場產值愈高，陸客來台人數也愈多，根據國際貨幣基金(IMF)資料顯示，2009年中國的GDP為4.9兆美元，為世界第三大經濟體；2010年第二季，中國的GDP為1.34兆美元，首度超越日本的1.29兆美元，成為僅次於美國的世界第二大經濟體。但即使如此，2009年中國人均GDP是3,678美元，還不到美國或日本的十分之一，排名世界第九十八位。整體觀光產業之發展與陸客法規調整兩個部分須仰賴在地性質濃厚之民宿業、會展業等與觀光業之跨產業結合，主管機關應提出對於新興產業之管理推動措施，並提供更多優質付費觀光活動、解決平假日離尖峰問題；後者則包含了陸客團費限制、低廉團費衍生之購物佣金法制化問題、陸客醫美健檢旅遊之價格調整，以及延長陸客來台停留天數等。此外，延續去年建言，對於花東地區之觀光發展，期能藉由輕軌列車、文創館、爭取常態性大型郵輪停靠花蓮港等方式，吸引更多旅客進行深度在地之旅。

在全球各國的外匯收入中約有超過 8%來自觀光收益，總收益亦超過所有其他國際貿易種類，高居第一，約五兆三千三百億美元。世界觀光旅遊委員會（World Tourism and Travel Council，簡稱 WTTC）就觀光產業對世界經濟貢獻度所進行的相關統計與預估顯示，至 2014 年止，全球

觀光產業的規模將達全世界 GDP 的 12.6%，相當於六兆五千九百一十一億美元，並將再創造五千九百四十一萬人次的工作機會，使全球觀光產業就業人口數達二億五千一百六十二萬人。由此可知，觀光產業之於全球，乃至於單一國家之經濟發展，在可見的未來均扮演重要之角色。此項結論符合本研究之研究結果。

#### 4.2.4 油價與陸客來台人數之關聯性

油價與陸客來台人數呈現中度正相關(0.445)，油價影響觀光產業最直接的莫過於航空客運用油成本、遊覽車業者用油成本及間接的影響其他觀光產業層面(如物價、人力成本等)，依據行政院主計處的統計資料推算油品價格提高5%後生產者物價會上升0.3161%，消費者物價會上升0.2624%，油品價格提高10%後生產者物價會上升0.6323%，消費者物價會上升0.5248%，油品價格提高20%後生產者物價會上升1.2646%，消費者物價會上升1.0496%，對其他陸上運服務業之價格影響最大，分別為1.1764%、2.3528%和7.7057%，其餘影響較大之產業則為軌道車輛運輸服務業(分別為0.2479%、0.4959%和0.9917%)、空中運輸服務業(分別為0.2858%、0.5715%和1.1430%)和運輸服務業(分別為0.2397%、0.4795%和0.9590%)，此皆因用油較多之工業特性使然。旅館服務業、餐飲服務業、旅行服務業和娛樂文化服務業在油品價格提高5%後物價會分別上升0.1432%、0.1279%、0.1537%和0.0640%，其意義即為：若原來油品價格一公升為20元，今提高5%成為21元，對旅館服務業、餐飲服務業、旅行服務業和娛樂文化服務業分別上升0.14元、0.12元、0.15元和0.06元，合計約為0.5元。近年來，隨著國際經濟的復甦，國際石油價格開始逐步攀升，2003年伊拉克戰爭更促使石油價格爆漲；2002年初國際原油價格每桶約為25美元，2004年最高峰為每桶50美元，2006年最高

達到每桶70 美元，2008 年7 月最高達到147 美元，7 年之年平均上漲率為30%，終於引發全球通貨膨脹，臺灣為世界貿易成員國，自是無法倖免，故依本估算模式之基準年設定2008年9月國際原油價格每桶約為100 美元相較，成長幅度達100%，由於投入產出分析法為線性模型，故會比2004 年之生產者物價高6.32%，而消費者物價會上升5.24%，旅館服務業、餐飲服務業、旅行服務業和娛樂文化服務業在油品價格提高100%後其物價會分別上升2.86%、2.55%、3.07%和1.27%。

#### 4.2.5 經濟成長與陸客來台人數之關聯性

經濟成長率係衡量一國經濟的消長，最常見的指標就是經濟成長率。由經濟成長率可以看出一國產值的增加幅度。經濟成長率即以兩期實質GDP變化來計算。經濟成長率與陸客來台人數呈現中度正相關(0.304)，參考香港及澳門經驗，面對中國經濟改革開放，由於強勁快速的經濟成長，創造高所得族群大幅增加，每年高達數以千萬計的出國旅遊人口，更成為全世界積極爭取觀光客源的對象。回顧香港經驗，2003年7月，中國開放主要城市居民可以自由行方式前往香港旅遊，2004年中國居民到香港觀光人數大幅成長53.5%，達到426萬人次，在香港消費121億港幣；另外，在航空、陸路及海上運輸服務上，總計消費增加64.8億港幣，使香港的經濟成長率由2003年的3%，2004年躍升為8%。香港觀光客中，中國客就占五成以上，香港酒店住房率從70%大幅提升至88%。同一時期，澳門的經濟成長率更為驚人，從15%增加為28%。由於中國龐大旅遊人口所帶動的消費刺激，造就香港高經濟成長率佳績，旅遊所帶動的消費成長，充分彌補內需不振的隱憂，普遍被全世界認定是救活香港經濟主要功臣。台灣到大陸的旅遊人數(2013年約513萬人次)遠大於陸客來台人數(2014年約222萬人次)，如何吸引陸客來台，可以從觀光產

業資源的擴充及管理著手，有目標、計畫性地增加觀光市場的能量，改善旅遊品質以利本地觀光市場永續發展。

#### 4.2.6 經濟景氣指標與陸客來台人數之預測模式

經濟景氣指標計有5項，這幾項中究竟誰會在陸客來台人數扮演重要角色，利用多元迴歸模式分析經濟景氣指標與陸客來台人數之關聯性可知道，開放陸台來台政策執行後，對於台灣影響層面可概分為對觀光產業及對相關從業人員兩個面向，開放大陸觀光客來台對台灣可帶來正面的影響，如：促進旅遊資源合理人潮差距分配、有效帶動台灣旅遊人口成長、提升台灣之國內生產毛額並能有效提升相關從業人員封業機會。開放陸台來台對台灣亦可能產生負面影響，如：過度經濟依賴陸客客源、對既有旅客產生排擠現象、台灣人民旅遊之機會成本提高、陸客人數未受到適當控管、政府缺乏對台灣業者的保障與規範、團費積欠致影響我國旅行業者營運等諸多陋習弊病相伴而生。本研究亦基於前述研究結果之發現，針對台灣政經情況、相關業者及從業人員可能產生之負面影響提出相關政策建議，經濟景氣指標與陸客來台人數之預測模式供政府有關部門在制定相關觀光政策時參考。

#### 4.3 旅遊新法實施後對觀光產業股價之影響

從2008年5月20日馬政府上台以來，採取開放政策，故陸客來台由2008年的197,987人次，在2009年快速成長至972,123人次，至2010年則名列來台觀光人數第一名，達到1,630,735人次（遠超過日本旅客的突破百萬人次），2013年更達到2,263,476人次，2014年預估可突破265萬人次，故其成長潛力十分地驚人且帶來無限商機。但是卻有不肖的旅行社業者，以每人每天約新台幣1,000元左右的低價團費，來強力刺激陸客來

台觀光。根據交通部觀光局官員表示，陸客來台消費的購物商店開始出現仿冒品販售的情況並常有購物糾紛之發生，導致觀光局考量我國國際間觀光形象致勒令多家旅行社暫時停業（年代新聞，2010）。

台灣係一出口仰賴國，在歐債危機波及下，出口產業一定會受到衝擊，因應措施卻只能靠內需，而內需主要靠投資與消費這兩部分：投資包括外資與陸資，消費者是觀光客。觀光業依營運服務內容及型態被歸屬於勞力密集及產業關聯性較高產業，我國觀光產業涉及第一類型產業，如：農產、土產、農特產商品；第二類型產業，如：ICT 以及第三類型產業中的服務業及其相關行業。前述產業關聯特性也導致我國觀光產業成為經濟不景氣期間能見指數最強、信心指標最高的產業類彙，早期陸客來台主要是以團進團的方式下產業經濟外溢效果較有限（受限於特定景點與商店、遊覽公司…等），雖與陸客團隊具有合作關係，才能產生觀光效益。因此，我國對陸客觀光服務模式從團進團出漸漸往自由行方向推動，才可能創造產業經濟外溢效果(張五岳，2002)。

大陸旅遊新法自2013年10月1日起實施，對於陸客來台旅遊在品質、權益及秩序上有所規範及保障，透過觀察來台人數創下新高對於觀光產業(區分觀光飯店類股、遊園類股、航空運輸類股及其他觀光類股等4類)之股價影響，本研究採用台灣經濟新報(TEJ)之事件研究法模式進行探討，以2013年10月1日為事件日，主要目的在探討當旅遊新法實施前後(如公司股利宣告或盈餘發布等事件)是否會引起股價的異常變動，因而產出異常報酬率(abnormal returns;簡稱AR)，此資訊可以用來瞭解市場證券價格與特定事件是否有關聯性。主要就是利用統計方法檢定異常報酬率狀況，亦即檢定期望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。

操作步驟說明如次：

- (1)事件日之確定:2013年10月1日。估計期為2013年10月1日前180天，事件期為2013年10月1日起180天。
- (2)估計異常報酬率:建立股票報酬率之預期模式以及估計事件發生時，個別證券所產生的異常報酬率。首先設定在沒有該事件影響下個別證券的預期報酬率，再以事件發生後的實際報酬率減去預期報酬率估計之。
- (3)異常報酬率之檢定:本文研究依目的將樣本中的觀察值區分為二個的子樣本，計算其平均異常報酬率以及累積平均異常報酬率，如表4.4、表4.5與圖4.3所示。

表 4.4 大陸旅遊新法對於觀光產業類股股價異常報酬檢定

項目	證券代碼	公司簡稱	事件日	-3	-2	-1	0	1	2	3
證券 1	2701	萬企	20131001	0.3432	-0.0083	0.691	-0.0083	-0.0083	1.7189	1.3523
證券 2	2702	華園	20131001	-0.8036	0.7816	2.0724	-1.8316	-1.0664	0.2539	-0.011
證券 3	2704	國賓	20131001	-0.645	1.0954	1.2557	-0.979	-0.121	0.3973	0.0519
證券 4	2705	六福	20131001	-0.2959	1.3154	6.6869	0.1081	-1.7823	1.6233	-2.1734
證券 5	2706	第一店	20131001	-0.0057	-0.0057	-0.0057	0.5262	-0.0057	0.2592	0.522
證券 6	2707	晶華	20131001	-0.9737	-0.3889	-2.0328	-0.6981	0.8111	0.9517	-1.1395
證券 7	2712	遠雄來	20131001	-1.8303	0.6523	-0.9515	-0.1496	0.6523	1.5591	19.6542
證券 8	2722	夏都	20131001	0.6719	0.426	-0.0571	0.0633	-0.6606	0.3054	-0.1778
證券 9	2723	F-美食	20131001	-0.5054	-0.0281	1.3971	-0.976	0.2097	1.6209	-1.9149
證券 10	2727	王品	20131001	-1.4493	1.1452	-0.6919	3.7775	2.2212	-0.4528	-0.866
證券 11	2731	雄獅	20131001	-4.3792	-2.4019	0.748	2.4439	-2.131	0.3798	-0.9934
證券 12	5706	鳳凰	20131001	-1.9008	-0.0379	0.8132	-0.7182	-1.4125	-0.2111	1.168
證券 13	8940	新天地	20131001	0.261	1.1377	0.4757	-0.8334	0.2591	0.4767	-0.6157
證券 14	1259	安心	20131001	0.1325	0.1325	-1.5526	0.3936	-1.4444	0.5291	1.7032
證券 15	2718	桃園店	20131001	-0.0355	-0.0355	-0.0355	-0.0355	-0.0355	-0.0355	-1.0612

表 4.4 (續)

證券 16	2719	燦星旅	20131001	1.6412	0.3253	-1.5384	-1.9434	1.0971	-0.0458	1.2712
證券 17	2724	F-富驛	20131001	3.3959	1.2342	-1.9182	-1.3135	0.5106	-0.7864	-0.6863
證券 18	2729	瓦城	20131001	-3.7771	-0.073	-0.073	5.433	-0.073	-1.1502	1.0042
證券 19	2734	易飛網	20131001	-3.389	-0.9485	3.0949	-1.8031	-0.4142	0.9747	0.4442
證券 20	5701	劍湖山	20131001	0.6766	-4.166	-4.5255	-1.6829	1.9809	-0.1816	0.6445
證券 21	5703	亞都	20131001	-0.4682	0.1344	-0.0666	0.134	-0.2713	1.1554	-3.1501
證券 22	5704	老爺知	20131001	0.1778	-0.9951	-0.0561	-0.0561	4.553	-1.1886	0.6249
證券 23	2610	華航	20131001	-1.3625	2.7757	0.4747	0.0232	0.0232	-0.8818	-0.89
證券 24	2618	長榮航	20131001	-0.5965	3.0038	-0.8793	-1.4897	0.3113	0.3104	0.0096
證券 25	6702	復航	20131001	1.3173	1.7063	1.2826	-0.319	0.0802	-0.3206	-0.3222
平均異常報酬率 AR				-0.552	0.2711	0.1843	-0.0774	0.1313	0.2905	0.5779
傳統法統計量				-1.4372	0.7058	0.4799	-0.2015	0.342	0.7562	1.5048
Prob.Value				0.1507	0.4803	0.6313	0.8403	0.7324	0.4495	0.1324
橫斷面統計量				-1.6365	0.9262	0.4508	-0.225	0.4766	1.7066	0.6973
Prob.Value				0.1017	0.3543	0.6521	0.822	0.6336	0.0879	0.4856
符號法統計量				-1.4	0.6	-0.6	-1.4	-0.2	1	-0.2
Prob.Value				0.1615	0.5485	0.5485	0.1615	0.8415	0.3173	0.8415
一般化符號法統計量(p = 0.443)				-0.8317	1.1816	-0.0264	-0.8317	0.3763	1.5842	0.3763
Prob.Value				0.4056	0.2374	0.9789	0.4056	0.7067	0.1131	0.7067
平均累積異常報酬率 CAR				-0.552	-0.2809	-0.0966	-0.174	-0.0427	0.2478	0.8258
傳統法統計量(累積)				-1.4372	-0.5172	-0.1452	-0.2265	-0.0497	0.2634	0.8126
Prob.Value				0.1507	0.605	0.8845	0.8208	0.9604	0.7922	0.4164
橫斷面統計量(累積)				-1.6365	-0.5718	-0.1518	-0.2742	-0.0676	0.3958	0.8413
Prob.Value				0.1017	0.5674	0.8794	0.7839	0.9461	0.6922	0.4002
符號法統計量(累積)				-1.4	-0.6	-0.2	0.2	0.6	1	1
Prob.Value				0.1615	0.5485	0.8415	0.8415	0.5485	0.3173	0.3173
一般化符號法統計量(累積)				-0.8317	-0.0264	0.3763	0.7789	1.1816	1.5842	1.5842
Prob.Value				0.4056	0.9789	0.7067	0.436	0.2374	0.1131	0.1131

資料來源：台灣經濟新報(TEJ)及本研究

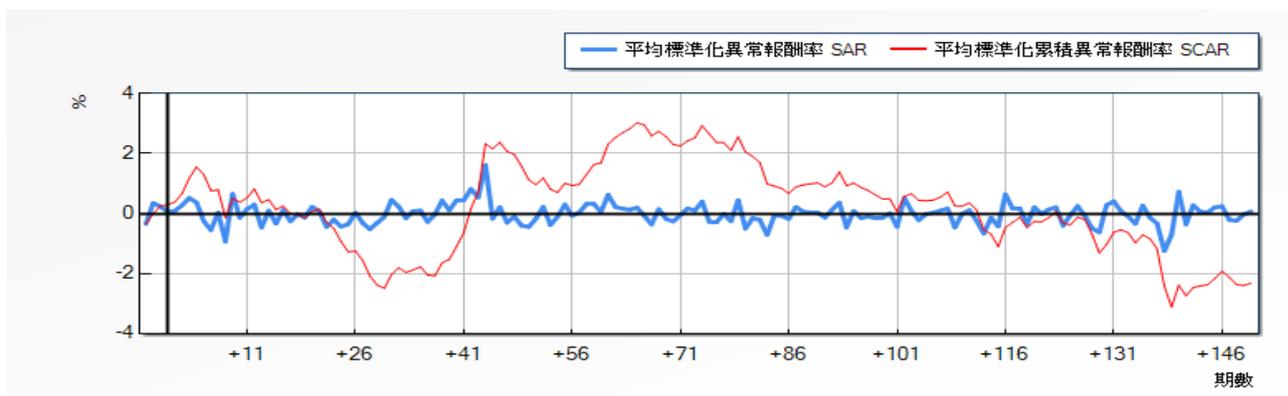


圖 4.3 平均調整模式異常報酬

資料來源：本研究及 TEJ

表 4.5 觀光產業異常報酬殘差常態性估計資訊

項目	證券代碼	公司簡稱	事件日	Jarque-Bera	P-value	顯著水準 ** < 0.05 *** < 0.01
證券 1	2701	萬企	20131001	4.4945	0.1057	
證券 2	2702	華園	20131001	565.9968	0	***
證券 3	2704	國賓	20131001	344.0921	0	***
證券 4	2705	六福	20131001	184.6954	0	***
證券 5	2706	第一店	20131001	26.0353	0	***
證券 6	2707	晶華	20131001	7.0186	0.0299	**
證券 7	2712	遠雄來	20131001	149.1149	0	***
證券 8	2722	夏都	20131001	24.8798	0	***
證券 9	2723	F-美食	20131001	17.8363	0.0001	***
證券 10	2727	王品	20131001	46.3612	0	***
證券 11	2731	雄獅	20131001	57.2101	0	***
證券 12	5706	鳳凰	20131001	106.3395	0	***
證券 13	8940	新天地	20131001	61.2756	0	***
證券 14	1259	安心	20131001	265.6841	0	***
證券 15	2718	桃園店	20131001	19.7727	0.0001	***
證券 16	2719	燦星旅	20131001	28.8888	0	***
證券 17	2724	F-富驛	20131001	29.3372	0	***

表 4.5 (續)

證券 18	2729	瓦城	20131001	437.6316	0	***
證券 19	2734	易飛網	20131001	5702.2707	0	***
證券 20	5701	劍湖山	20131001	126.54	0	***
證券 21	5703	亞都	20131001	19.7762	0	***
證券 22	5704	老爺知	20131001	197.2268	0	***
證券 23	2610	華航	20131001	49.261	0	***
證券 24	2618	長榮航	20131001	85.217	0	***
證券 25	6702	復航	20131001	824.5874	0	***

資料來源：台灣經濟新報 TEJ 及本研究

各種觀光類股對於 2013 年 10 月 1 日除了 2701 萬企未有異常報酬出現外，其餘不論是哪一種觀光類股均有異常報酬率出現。推測其可能原因為其主要業務非實質觀光內容產業，故其股價表現並無異常報酬存在(2012 年租金收入 52.20%、育樂收入 47.80%)。檢視大陸旅遊新法實施前後宣告對台灣觀光飯店類股、遊園類股、航空類股及其他觀光類股股價報酬率之影響，可以發現在事件日前後 3 個月內會出現異常報酬，但三個月後其影響歸於正常變動的情況，依照本研究分析可以發現，其事件日前後 3 個月內所出現之異常報酬，是因消息面所引起股價之波動，三個月後歸於正常變動則是該大陸旅遊新法衝擊消失，市場歸於基本面。

比較估計期及事件期的異常報酬率，探討影響異常報酬的因素為何。實證結果發現，觀光飯店類股及航空類股股價的確會因開放陸客自由行宣告而提前產生正向的累計異常報酬，而且可以發現事件之宣告對遊園類股及其他觀光類股股價報酬率的影響是延後到事件期以後才產生，又以遊園類股股價較低達到顯著水準。此外，本研究分析異常報酬的成因中顯示，公司規模對於累計異常報酬沒有負向的顯著水準，表示我國股票市場存在規模效應，屬於效率市場，投資人在獲知訊息後，投

資於規模較小的公司，無法獲得較高之異常報酬，而三大法人(外資、投信、自營商)買賣超則對全體樣本亦無正向之顯著水準，可見大陸旅遊新法實施後，利多或利空的想法分歧，可從觀光類股股價表現上分析出有異常報酬存在。



## 第五章 結論與建議

### 5.1 結論

本研究為探討旅遊新法實施後陸客來台對觀光股價之影響，根據本文所作之實證結果可以得知觀光產業與總體經濟息息相關：利率走勢水準向上與觀光產業股價表現呈現負相關、本國匯率走勢與觀光產業股價表現呈負相關、國民所得走勢與觀光產業股價表現呈現正相關、油價走勢與油價走勢呈現負相關、經濟成長率高低與觀光產業股價表現呈現正相關。觀光業者可針對經濟景氣指標利用行銷管理 4P 模式或五力分析模式、SWOT 分析模式等，評估市場態勢，策訂有利於經營管理的策略，審視政治、環保、經濟、社會環境等之變化並彈性因應，以立於不敗之地。此外，市場消息面對於股價有異常報酬，隨著時間拉長則效應相對遞減。旅遊新法實施之後，對於旅遊品質的提升有一定的幫助，雖有短期衝擊及陣痛，但經過 3 個月的調適，可從事件日前後 3 個月對於股價存在異常報酬率，存有異常報酬率的觀光產業依高低分別為：飯店類股>遊園類股>航空類股>其他觀光產業類股的股價。對於事件日的影響效應，隨著時間的經過逐漸遞減，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。

### 5.2 建議

本文依據研究結果、研究限制、研究方法及現行觀光產業生態，針對政府主管機關、觀光業者與後續研究者研提相關建議項目，以供相關之利害關係人參考。

#### 1. 對政府主管單位的建議：

觀光產業的輔導與總量調控：隨著兩岸服貿協定爭議的擴大，兩岸之

間的開放與競合關係的發展，對於陸資(含港資、澳資)的投資，應審時度勢依公平交易法規範，建立相關的審查及輔導機制，避免內資因政治因素陷於不公平的競爭。

2. 對觀光產業業者之建議：

由本研究可以了解，在未實施旅遊新法前，削價競爭及旅遊購物糾紛時有所聞，避免陷入惡性競爭須要觀光產業各界的努力與配合，才能建立市場秩序。此外，隨著中國的經濟發展陸客的消費實力，讓很多以發展觀光業為主的國家又愛又恨，然而，消費者的偏好與喜好是善變的，有必要建立蒐集資訊及觀察市場變化之機制，可由同業公會、聯合會或職業工會來建置。



## 參考文獻

### 一、中文部分

- [1] 鄧意滿、劉添仁、翁梓維，臺灣地區上市櫃觀光旅館之經營績效評估，北臺灣學報，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] 臺灣證券交易所，<http://www.twse.com.tw/ch/index.php>。
- [4] 曾芳儀，在2008年金融海嘯及臺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，臺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 Management，Vol.7, No.2, pp257-283, 2011
- [7] 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。
- [8] 張宏生，開放大陸人士來台旅遊對臺灣觀光產業之效益影響，臺灣觀光學報6期，頁15-32，2009年。
- [9] 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。
- [10] 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。
- [11] 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。
- [12] 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>。
- [13]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。
- [14]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>。
- [15]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。
- [16]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。
- [17]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。
- [18]金田正 (2004)，零團費會把台灣觀光玩垮掉，《商業周刊》，864，88。
- [19]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。
- [20]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/>。
- [21]黃敬天 (2001)，政府研議大陸人士來台觀光，《交流雜誌》，57，38-39。
- [22]黃敬天 (2002)，開放大陸人士來台觀光，《交流雜誌》，61，41-43。
- [23]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。
- [24]蔡英文 (2003)，全球化下的兩岸關係，《立法院院聞》，31，29-43。

- [25]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。
- [26]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。
- [27]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。
- [28]俞海琴、陳隆麒 (2014)，財務管理概論，華泰文化出版社，第12-14頁。
- [29]詹世煌、許溪南、謝宗祐(2003)，”股價波動性之影響因素”，風險管理學報第五卷第二期 2003年7月，p167-193頁。
- [30]謝鎔聯(2004)，我國觀光業上市櫃公司財務績效之研究，國立臺灣師範大學運動休閒與管理研究所碩士論文。
- [31]林詩婷(2010)，影響公司績效之重要因素-以兩岸觀光業為例，嶺東科技大學財務金融研究所碩士論文。
- [32]江佩縈(2007)，台灣觀光業績評估—灰關聯分析之應用，銘傳大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文。
- [33]賴穎緞(2013)，天氣事件對台灣不同產業股價報酬率的影響，國立政治大學財物管理研究所碩士論文。
- [34]劉明典(2009)，影響股價因素之探討:以亞洲新興股市為例，逢甲大學國貿系碩士論文。
- [35]陳炳欽(2002)，台灣地區連鎖國際觀光旅館經營效率之研究，南華大學旅遊事業管理研究所碩士論文。
- [36]范世平(2010)，大陸觀光客來台對兩岸關係影響的政治經濟分析，台北：秀威資訊科技股份有限公司。

- [37] 范世平(2004)，從國家行銷角度分析中國大陸入境旅遊產業之競爭優勢，《遠景基金會季刊》，卷5，期2，頁69-104。
- [38] 范世平(2006a)，〈中國大陸發布《大陸居民赴臺灣地區旅遊管理辦法》影響之研究〉，《展望與探索》，卷4，期7，頁76-92。
- [39] 范世平(2006c)，〈開放「第一類」陸客來臺旅遊1 周年對兩岸關係影響之研究〉，《中共研究》，卷43，期10，頁95-110。
- [40] 范世平(2006d)，〈開放大陸觀光客來臺對當前兩岸關係發展之研究〉，《展望與探索》，卷7，期1，頁60-74。
- [41] 傅豐誠(2009)，〈大陸來台採購團的政經效應〉，《展望與探索》，卷7，期7，頁11-15。
- [42] 交通部觀光局，2010，《中華民國99 年觀光業務年報》，台北市：交通部觀光局。
- [43] 沈中華與李建然，民89年，事件研究法 財務與會計實證研究必備，華泰文化事業公司。
- [44] 周賓鳳與蔡坤芳，民86年，台灣股市日資料特性與事件研究法，證券市場發展季刊，pp.1-27。
- [45] 張揖平與賴博志，民90年，廣義自我迴歸條件異質變異數模式之參數估計介紹，貨幣觀測與信用評等，pp.166-174。
- [46] 中華民國交通部，2012，〈101 年1-2 月份重要交通統計指標〉，更新日期 2012 年 4 月 20 日，2012 年 4 月 22 日，取自：  
<http://www.motc.gov.tw/ch/home.jsp?id=576&parentpath=0,6,575>。

## 二、英文部分

- [47] Bollerslev, T., (1986), "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity," *Journal of Econometrics*, 31, 307-327.
- [48] 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.
- [49] 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.
- [50] Fama, E. F., (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- [51] Guizzardi, A. and M. Mazzocchi, (2010), "Tourism Demand for Italy and the Business Cycle," *Tourism Management*, 31, 367-377.
- [52] 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.
- [53] 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.
- [54] Nowak, J. and M. Sahli, (2007), "Coastal Tourism and 'Dutch Disease' in a Small Island Economy," *Tourism Economics*, 13, 49-65.
- [55] Nyaupane, G. P. and D. J. Timothy, (2010), "Power, Regionalism and Tourism Policy in BHUTAN," *Annals of Tourism Research*, 37, 969-988.
- [56] 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.

- [57] Bollerslev, T., (1986), "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity," *Journal of Econometrics*, 31, 307-327.
- [58] 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.
- [59] 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.
- [60] Fama, E. F., (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- [61] Guizzardi, A. and M. Mazzocchi, (2010), "Tourism Demand for Italy and the Business Cycle," *Tourism Management*, 31, 367-377.
- [62] 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.
- [63] 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.
- [64] Nowak, J. and M. Sahli, (2007), "Coastal Tourism and 'Dutch Disease' in a Small Island Economy," *Tourism Economics*, 13, 49-65.
- [65] 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.
- [66] Morey, R. C. and Dittman, D. A. (1995) . Evaluating a hotel GM's performance : A case study in benchmarking. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 36 ( 5 ) , 30-35