

南 華 大 學

管理經濟學系經濟學碩士班

碩士論文

重大新聞訊息對台灣股票市場影響之研究

以經濟日報頭版新聞為例

Assessing the impact of major newspaper events on
the stock market in Taiwan

using the Economic Daily News front-page news

指導教授：崔可欣 博士

研 究 生：陳育季

中華民國九十八年六月

南 華 大 學

管理經濟學系經濟學碩士班

碩士學位論文

重大新聞訊息對台灣股票市場影響之研究

以經濟日報頭版新聞為例

Assessing the impact of major newspaper events on
the stock market in Taiwan
using the Economic Daily News front-page news

研究生：陳育季

經考試合格特此證明

口試委員：

邱魏頌正

蔡亞明

崔可欣

指導教授：

崔可欣

系主任(所長)：

陳寶媛

口試日期：中華民國九十八年五月十九日

摘要

本研究將經濟日報頭版新聞，依照重大訊息定義加以區分成好壞消息，並且依照研究常見分類方式，將研究期間區分成多空頭市場，以探究重大訊息宣告對台灣加權股價指數報酬率波動的影響，與重大訊息宣告後對台灣加權股價指數報酬率的傳遞情形及持續期間。實證結果首先顯示，報酬率受多空頭階段的影響程度要遠高於消息性質好壞的影響，亦即空頭市場中好消息的報酬率影響仍為負，多頭市場中即使是壞消息的平均報酬仍為正。第二，好壞消息對報酬率的高低仍有其獨立影響，亦即空頭市場中的好消息會造成較輕微負報酬，而壞消息造成較嚴重的負報酬。相反地，多頭市場中的好消息導致的正報酬要高於多頭市場壞消息所得正報酬。在訊息傳遞的時間型態方面有兩點發現：就消息宣告後之 10 日平均報酬率觀察，僅在多頭市場好消息宣告的影響持續四天之外，其它三種類別則在當天即全數反應完畢；另就 10 日之累積平均報酬率觀察，仍發現市場的多空型態主導著累積報酬率的上升或下降趨勢，但好消息仍舊對空頭下降趨勢有緩和作用，壞消息也對多頭上升型態有壓抑作用。

關鍵詞：重大訊息、好壞消息、事件研究法、訊息影響

Abstract

This article studies the impact of major news events on the stock price movements in Taiwan and the persistence patterns of the impact. The definition of a major news event is the front-page headlines in the Economic Daily News, which is further broken down according to the good-bad nature of news and according to their occurring during a rising or declining stage of general stock price movement. The empirical results show that the rising-declining market-stage association is more influential than the good-bad nature of news in determining Taiwan's stock index returns, i.e., price tends to rise rather than fall following bad news events in an up market. Nevertheless, the good-bad nature of news has its independent effect on stock returns, i.e., prices in an up market rise less with bad news and rise more with good news. On the persistence of news effects on the stock market, we find that prices continue to rise for four days following good news in up markets. The rest three combinations of news nature and market trend witness price effects on only the days of news revelation with no time-lag effects. Lastly, the cumulative effects of news on stock returns also show dominance by the impact of market trend over news nature, with good-bad news nature still exerting a secondary yet independent influence on the size of cumulative returns.

Keyword: major news event; good-bad news; event study; news impact

目 錄

頁次

壹 緒論

- 一 研究動機.....1
- 二 研究目的.....1
- 三 研究架構.....2

貳 文獻探討

參 研究資料與方法

- 一 資料期間.....3
- 二 研究資料.....5
- 三 研究方法.....9

肆 實證結果與分析

- 一 訊息宣告對股票報酬的影響.....12
- 二 訊息宣告後對股價的傳遞情形.....14

伍 結論與建議

- 參考文獻.....25
- 附錄.....27

表 次

	頁次
表一 重大訊息的分類.....	7
1-A 多空頭好壞消息分類表.....	7
1-B 總多空頭好壞消息分類表.....	7
1-C 各年份好壞消息分類表.....	7
表二 重大訊息對台灣股價指數報酬率影響結果.....	13
表三 多空頭好消息平均報酬率.....	15
表四 多空頭壞消息平均報酬率.....	16
表五 多空頭好消息累積平均報酬率.....	18
表六 多空頭壞消息累積平均報酬率.....	20
附表 所有研究期間的重大訊息宣告樣本.....	27

圖 次

	頁次
圖一 台灣加權股價指數走勢圖.....	4
圖二 重大訊息數年度分佈圖.....	8
圖三 多頭好消息之平均報酬率(n=46).....	15
圖四 空頭好消息之平均報酬率(n=41).....	15
圖五 多頭壞消息之平均報酬率(n=60).....	17
圖六 空頭壞消息之平均報酬率(n=76).....	17
圖七 頭好消息之累積平均報酬率(n=46).....	19
圖八 空頭好消息之累積平均報酬率(n=41).....	19
圖九 多頭壞消息之累積平均報酬率(n=60).....	21
圖十 空頭壞消息之累積平均報酬率(n=76).....	21

壹、緒論

一、研究動機

在全球資訊科技日新月異，媒體傳播普及迅速的演進下，金融市場的價格波動已有因訊息流動而顯現日益上升的趨勢。Kim and Verrecchia (1991) 與 Foster and Viswanathan (1993) 即指出當市場上有重大訊息宣告時，該訊息對股價報酬與成交量都會產生明顯的影響。

文獻中有諸多訊息散佈對市場影響的研究，但主題多半集中在定期性的總經訊息或政府的貨幣政策之影響，訊息的性質大多是定期公告，也因此容易被投資人所預期，造成此訊息在市場上先行反應，進而使訊息發佈時僅產生有限影響，參見 Hardouvelis (1987) 等研究。國內文獻則多數是針對特定或單一相同性質事件，研究其對台灣股票市場加權股價指數的影響，參見張琬瑜與涂良育 (2004) 及張貴婷、陳青浩、林明俊和隋安莉 (2006) 等研究。有鑑於此，本文乃依據台北市報業商業同業公會網站中的會員介紹，選擇了目前市場上兩大財經報紙中發行量最大，且對市場具有高度影響力的經濟日報。此外，本文嘗試採取與上述文獻不同的作法，著眼探討不定期與非預期的重大總體事件對台灣股市之影響。

二、研究目的

本研究將台灣股票市場區分成多頭或空頭市場後，目的在(1)探究好與壞的重大訊息宣告對台灣加權股價指數，在多頭與空頭市場中報酬的影響差異；(2)探究多頭與空頭市場中，好與壞二類重大訊息宣告後，當天及往後十個營業日的平均報酬率以及累積平均報酬率，以探索重大訊息對台灣股市報酬的傳遞情形及持續期間。¹

¹好、壞消息的定義：本文採重大訊息公布後，依該訊息對於台灣股票市場的反應影響情形，來判斷此訊息的好壞；若該訊息公布後，對於台灣股票市場的股價指數為正相關時，此訊息為好消息，反之則為壞消息。

三、研究架構

本文共分為五大部份，第一部分為前言介紹，說明本文的研究動機與研究目的。第二部分為文獻探討，說明以往文獻研究內容及結果。第三部分為研究資料與方法，說明本文研究期間、多空頭市場區分方式、資料來源及樣本選取方式與研究方法。第四部分為實證結果與分析。第五部份則為結論與建議。

貳、文獻探討

有諸多實證文獻探討資訊揭露與股價是否有關的課題，然而對雙方之間關係的推論結果卻相當的不一致。

有影響的部分如 Castanias (1979) 研究 1973 至 1977 年間的 NYSE 指數，發現特定的總體經濟訊息對股價有明顯的影響；McQueen and Roley (1993) 研究 1979 至 1985 年間的 S&P 500 指數呈現了在不同的景氣循環階段中，發現股價對經濟新聞事件會有不同的反應；張琬喻與涂良育 (2004) 研究 1999 年至 2001 年間台灣企業電子商務宣告對股東財富的影響，發現電子商務的訊息在宣告當日對股東財富會有顯著正向的影響；徐清俊與顏雯津 (2008) 研究 2003 年 1 月 2 日至 2003 年 12 月 31 日的台灣加權股價指數報酬率與市場情緒指標的互動關係，以及當台指選擇權 VIX(波動率指數)指標重大訊息出現時對於股市報酬的反應影響，發現在多頭市場中，當對未來產生正(反)面訊息時，股價報酬會有顯著為正且變大的影響；在空頭市場中，當對未來產生正面訊息時，股價報酬會有顯著為正的結果；當對未來產生負面訊息時，股價報酬會有顯著為負的結果。

相反的如 Hardouvelis (1987) 研究 1979 至 1984 年間的 S&P 500 指數，並沒有發現總體經濟變數公告對股票價格有顯著的影響；Mitchell and Mulherin (1994) 研究 1983 至 1990 年間紐約證券交易所道瓊指數受公共訊息的影響，發現道瓊指數受訊息的影響沒有特別的強烈；陳君達、陳志鈞和李文雄 (2007) 1998 年 10 月 1 日至 2004 年 12 月 31 日間研究美國與台灣定期的總體經濟訊息宣告對台灣經金融市場的衝擊，發現美國除了工業生產訊息公布對台灣股票市場有顯著影響

之外，其他變數對報酬率的影響皆不顯著；張貴婷、陳青浩、林明俊和隋安莉(2006)研究1996至2004年間選舉事件的結果是否會對股市投資造成長遠的影響，發現了在政黨輪替的前提下，得不到實證的結果來支持選舉行情或慶祝行情。

另外，在訊息分類上亦可發現訊息的好壞對股價也會有影響，例如：Arsad and Coutts (1996)研究1935至1994年間英國金融時報工業指數(Financial Times Industrial Ordinary Shares Index)日報酬的週末效應，發現在壞消息的環境下周末效應存在，但在好消息的環境下周末效應不在存在。李顯儀和吳幸姬(2005)探討1996至2000年間重大訊息對台灣股市報酬反應的影響上，發現在多頭市場中，當有好(壞)消息公告時，股價報酬會有顯著為正(負)；在空頭市場中，當有好消息公告時，股價報酬為負，但不顯著；當有壞消息公告時，股價報酬會有顯著為負。

參、研究資料與方法

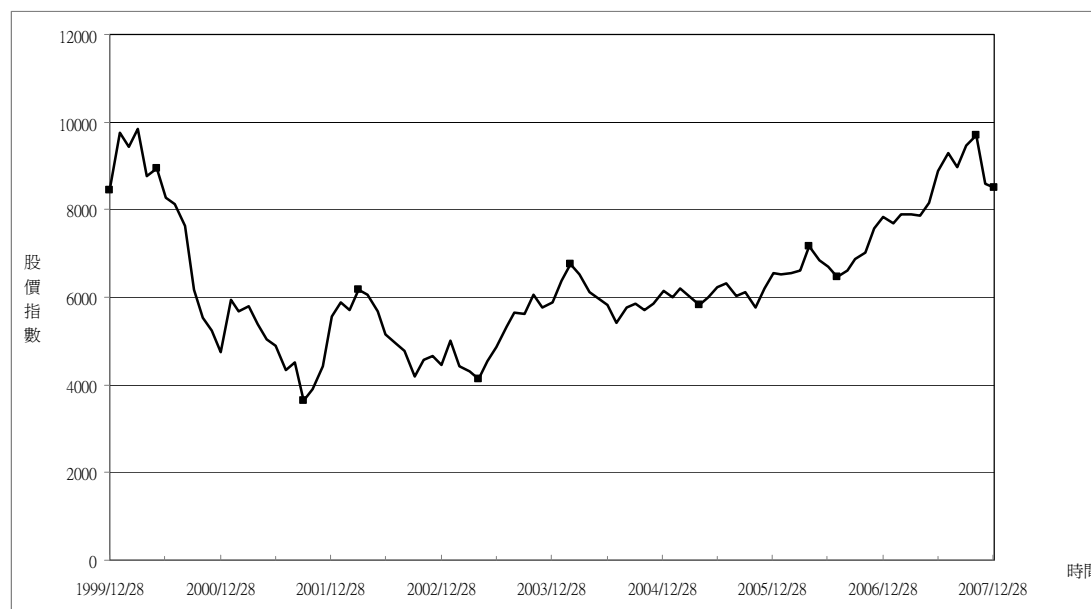
一、資料期間

本文的研究期間是從2000年年初至2007年年底，共計8年的研究期間。根據以往的研究，多頭與空頭市場的區分方法大致分為以下三種：

1. Fabozzi and Francis (1977,1979) 依照市場的趨勢來進行區分：若市場指數呈現上升的趨勢則定義為多頭市場；若市場指數呈現下降的趨勢則定義為空頭市場。
2. Bhardwaj and Brooks (1993) 認為若市場報酬率為正則定義為多頭市場；反之，若市場報酬率為負則定義為空頭市場。

3. Kim and Ismail (1998) 則依市場報酬率是否大於無風險利率來區分，若市場報酬率大於無風險利率時，即表示風險溢酬大於零，則定義為多頭市場；反之，若市場報酬率小於無風險利率時，即表示風險溢酬小於零，則定義為空頭市場。

本文的多頭與空頭市場的劃分方式乃依據 Fabozzi and Francis (1977,1979) 對多空頭市場的分類方式，即依照市場的趨勢來進行區分，若市場指數由波段低點上漲或由波段高點下跌連續 3 個月以上，即為多頭或空頭市場的開始。本文依據這 8 年台灣的月股價指數資料及走勢圖（如圖一），將 2000 年 1 月至 2000 年 5 月、2001 年 10 月至 2002 年 3 月、2003 年 5 月至 2004 年 2 月、2005 年 5 月至 2006 年 4 月及 2006 年 8 月至 2007 年 10 月這五個期間（共計 48 個月）劃分為多頭時期，而將 2000 年 6 月至 2001 年 9 月、2002 年 4 月至 2003 年 4 月、2004 年 3 月至 2005 年 4 月、2006 年 5 月至 2006 年 7 月以及 2007 年 11 月至 2007 年 12 月（共 48 個月）劃分為空頭時期。資料來源：台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫及台灣證券交易所。



圖一 台灣加權股價指數月走勢圖²

² 資料來源：本文自行整理。

二、研究資料

(一)重大訊息

本文重大訊息的定義如下：

- (1)經濟訊息：包含國內整個經濟大環境的景氣訊息及政府當局財經政策改變等訊息。
- (2)政治訊息：包含國內政治情勢的變化與總統選舉等訊息。
- (3)軍事訊息：包含中國的軍事演習等訊息。
- (4)天災訊息：包含國內水災、地震或嚴重急性呼吸道症候群（Severe Acute Respiratory Syndrome，簡稱 SARS）等訊息。
- (5)國外訊息：包含國外可能影響國內股票市場的經濟、政治、軍事、天災等訊息。

而資料收集則是來自於「經濟日報」，期間則從 2000 年年初至 2007 年年底，每天報紙的頭版新聞中篩選的結果，其篩選標準為剔除頭版上針對個別或產業股票報導的部分，以及地方性的選舉結果。

個別股票或產業報導的部分，如：任何一家公司或產業接到大訂單，或是申請專利進度超前，或是新產品提前研發成功等…因素，由於這些事件只是和特定或特別公司、產業有關，係屬於個體範疇，對於股票市場的影響層面範圍不大，本文是故給予刪除。

而地方性的選舉結果，本文也將之去除，僅保留具有影響力的正、副總統選舉事件。統合篩選出來的結果，僅包含會對整體市場有廣泛或全面性的衝擊事件，以及重大訊息特殊性的定義事件。此外，並依據該訊息的好壞，將其區分成好消息與壞消息，及搭配 Fabozzi and Francis (1977,1979) 對多空頭市場的分類方式來分類(如表一 1-A)。

除此之外，由表一 1-B 總多空頭好壞消息分類表，可知本研究期間多頭及空頭的月分個數各為 48 個月，總研究期間共為 96 個月，重大訊息總數為 223 筆，其中多頭市場共有 106 個訊息筆數，佔了訊息總數 47.53%，內含 46 筆好消息和 60 筆壞消息；空頭市場共有 117 個訊息筆數，佔了訊息總數 52.47%，內含 41 筆好消息和 76 筆壞消息。

由表 1-C 各年份好壞消息分類表及圖二，可發現 2000 年為重大訊息筆數最多的一年，共有 44 筆訊息，佔了訊息總數 19.73%，其中含有 18 筆好消息和 26 筆壞消息；2001 年共有 41 筆訊息，佔了訊息總數 18.39%，其中含有 14 筆好消息和 27 筆壞消息；2002 年共有 28 筆訊息，佔了訊息總數 12.55%，其中含有 14 筆好消息和 14 筆壞消息。

在 2003 年則共有 16 筆訊息，佔了訊息總數 7.17%，其中含有 10 筆好消息和 6 筆壞消息；2004 年共有 20 筆訊息，佔了訊息總數 8.97%，其中含有 10 筆好消息和 10 筆壞消息；2005 年共有 24 筆訊息，佔了訊息總數 10.76%，其中含有 5 筆好消息和 19 筆壞消息。

最後兩年，2006 年與 2007 年則分別有 28 筆與 22 筆訊息，其分別佔了訊息總數的 12.55% 與 9.87%，並分別含有 4 筆好消息和 24 筆壞消息與 12 筆好消息和 10 筆壞消息。

表一 重大訊息的分類

1-A 多空頭好壞消息分類表

市場走勢	多頭		空頭		多頭		空頭		多頭	
期間	2000/01 ~2000/05		2000/06 ~2001/09		2001/10 ~2002/03		2002/04 ~2003/04		2003/05 ~2004/02	
月份個數	5		16		6		13		10	
訊息情況	好	壞	好	壞	好	壞	好	壞	好	壞
訊息個數	9	12	18	38	9	4	13	17	9	2

市場走勢	空頭		多頭		空頭		多頭		空頭	
期間	2004/03 ~2005/04		2005/05 ~2006/04		2006/05 ~2006/07		2006/08 ~2007/10		2007/11 ~2007/12	
月份個數	14		12		3		15		2	
訊息情況	好	壞	好	壞	好	壞	好	壞	好	壞
訊息個數	8	12	8	23	0	8	11	19	2	1

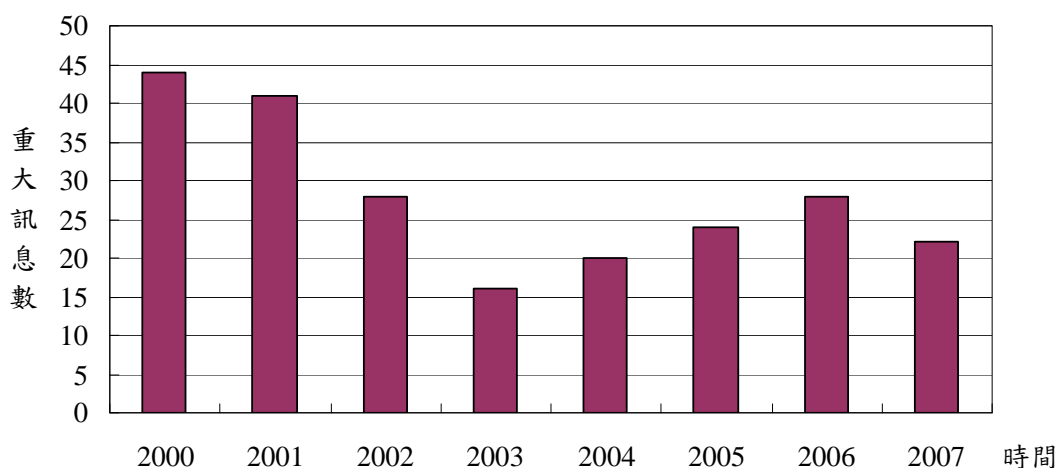
1-B 總多空頭好壞消息分類表

市場走勢	多頭		空頭		多頭和空頭	
月份個數	48		48		96	
訊息情況	好	壞	好	壞		
訊息個數	46	60	41	76		
訊息總數 (%)	106 (47.53%)		117 (52.47%)		223 (100%)	

1-C 各年份好壞消息分類表

年份	2000		2001		2002		2003	
訊息情況	好	壞	好	壞	好	壞	好	壞
訊息個數	18	26	14	27	14	14	10	6
訊息總數(%)	44 (19.73%)		41 (18.39%)		28 (12.55%)		16 (7.17%)	

年份	2004		2005		2006		2007	
訊息情況	好	壞	好	壞	好	壞	好	壞
訊息個數	10	10	5	19	4	24	12	10
訊息總數(%)	20 (8.97%)		24 (10.76%)		28 (12.55%)		22 (9.87%)	



圖二 重大訊息數年度分佈圖

(二) 台灣加權股價指數

1、基期

民國 55 年平均數為基期，基期指數設定為 100。

2、樣本：

納入採樣樣本為所有掛牌交易的普通股，並依下列情況處理：

- (1) 新上市公司股票在上市滿一個日曆月的次月第一個營業日納入樣本，如 6 月份上市則 8 月 1 日列入樣本。但已上市公司轉型為金融控股公司及上櫃轉上市公司，則於上市當日即納入採樣。
- (2) 暫停買賣股票在恢復普通交易滿一個日曆月的次月第一個營業日納入樣本，但因公司分割辦理減資換發新股而停止買賣的股票，新股恢復買賣當日即納入樣本。
- (3) 全額交割股不納入樣本，恢復普通交易當日，即納入樣本。

3、編算方法

以樣本中各股票的發行股數當作其股價的權數來計算指數，其計算公式為：

$$\text{發行量加權股價指數} = (\text{當期總發行市值} / \text{基值}) \times \text{基期指數}$$

三、研究方法

本文實證主要分成兩大部分，實證方法分別採用集群平均差異的假設檢定及事件研究法(event study methodology)的概念，第一部分是檢測重大訊息宣告時對股票報酬的影響，第二部分則是檢測重大訊息宣告後，對台灣加權股價指數報酬的傳遞情形及持續期間。

(一) 訊息宣告對股票報酬的影響

本文的研究目的是當有重大訊息宣告時，股票報酬的反應是否比起平時期來的大，而檢測的方法乃參考Nofsinger (2001) 將訊息宣告當日的成交量和全時期平均的成交量相比較以檢驗是否有異常的交易量，由於有些訊息有被預期的可能是訊息提早揭露，也因此本文乃再參考李顯儀 (2004,2006) 將每一重大訊息宣告日的當日及其前後兩個交易日（共五個營業日）當作重大訊息的觀察日期，且再與全部交易日的股票平均報酬來互相作比較。³

由前面的表一 1-B 可得到，本文所收集到的重大訊息共有 223 筆，且區分成多頭好消息共 46 筆，多頭壞消息共 60 筆，及空頭好消息共 41 筆，空頭壞消息共 76 筆，由於本文是以每一筆重大訊息宣告日的當日及其前後兩個交易日（共五日）當作重大訊息的觀察日期，也因此，多頭市場中的好消息觀察日期共有 230 筆，多頭市場中的壞消息觀察日期共有 300 筆；空頭市場中的好消息共有 205 筆，空頭市場中的壞消息觀察日期共有 380 筆。此外，本文以多頭或空頭市場全部的交易日為交易樣本日，以研究在多頭市場或空頭市場中好消息或壞消息的觀察日加總後的股票平均報酬與多頭市場或空頭市場中全部的交易日的股票平均報酬來進行比較。因此，可推斷出下面的假說，並就其檢定的方法來做一個解釋與說明：

³ 若重大訊息宣告日，在休假日時，則將該訊息併入往後的營業日中

假說：在多頭或空頭市場的情形下，當有重大好消息或壞消息宣告時，股票的報酬反應應該會比平時期的情形來的大。

$$H_0 : IR \leq NR$$

$$H_1 : IR > NR$$

$$t = \frac{IR - NR}{\frac{\sigma_{IR}}{\sqrt{n}}}$$

IR：為多頭或空頭市場中，每一項重大訊息觀察日加總後的股票平均報酬。

NR：為多頭或空頭市場中，全部交易日的股票平均報酬。

σ_{IR} ：為多頭或空頭市場中，每一項重大訊息觀察日加總後的股票平均報酬標準差。

n：為多頭或空頭市場中，每一項重大訊息觀察日的加總天數。

此外，本文也檢定多頭或空頭市場，重大好消息或壞消息宣告時，股票的報酬波動程度，檢定方法如下：

$$H_0 : \sigma_1^2 \leq \sigma_2^2 \quad H_0 : \sigma_1^2 \geq \sigma_2^2$$

或

$$H_1 : \sigma_1^2 > \sigma_2^2 \quad H_1 : \sigma_1^2 < \sigma_2^2$$

$$F = \frac{S_1^2}{S_2^2}$$

S_1^2 ：為多頭市場中，每一項重大訊息交易日的股票平均報酬變異數；或重大訊息好消息觀察日的股票平均報酬變異數。

S_2^2 ：為空頭市場中，每一項重大訊息交易日的股票平均報酬變異數；或重大訊息壞消息觀察日的股票平均報酬變異數。

(二) 訊息宣告後對股價的傳遞情形

根據 Fama 財務學家在 1970 年所提出的效率市場理論，在效率的資本市場裡，當訊息公佈或宣告時，股票投資者應該能夠分辨出，該訊息在股票市場的反應會如何，若該訊息能增加投資者的利益，則在訊息的宣告日時，股價應該會上升，反之，股價應該會下降。

在財務與會計領域中，事件研究法常常被廣泛地使用在研究訊息宣告與股票市場之間的關聯。根據諸多文獻發現，許多的研究文章皆會針對特定的總經訊息或特定的公司訊息來研究其是否與股價或股價指數有所關係。以下便分別列出該部分所需的式子說明與方法：平均每日報酬率為在多空頭市場下，好壞消息的報酬率加總後除以樣本數(訊息總數)。

$$\bar{R}_t = \frac{\sum_{i=1}^n R_{i,t}}{n} \quad t=0\sim 10$$

\bar{R}_t ：多頭或空頭市場重大訊息的平均每日報酬率。

n ：多頭或空頭市場重大訊息的訊息總數。

此外，為了考量訊息宣告對股價指數變化可能有訊息傳遞上的時間差異，因此本文要觀察訊息宣告後某期間 a 至 b 之平均報酬，以每日累積平均報酬率來表示之：

$$\overline{CR}_t = \sum_{t=a}^b \overline{R}_t$$

\overline{CR}_t ：多頭或空頭市場重大訊息的累積平均報酬率。

a 、 b ：分別為累積平均報酬率計算的起始及結束日。

肆、實證結果與分析

一、訊息宣告對股票報酬的影響

本文針對經濟日報頭版新聞的篩選結果，對台灣加權股價指數的報酬率作一訊息影響的檢測，其結果如表二所揭示：

(一)多頭市場

在這 8 年的研究期間樣本中，多頭市場的全部樣本天數為 991 天，共計 48 個月，而全部樣本的每日平均報酬率為 0.1791%，變異程度為 0.0171%。由於多頭市場中好消息的宣告共有 46 筆，也因此有 230 個觀察日期，而其觀察日期的每日平均報酬率為 0.3467%，變異程度為 0.0243%，t 值則為 16.3097，此即顯示出了在多頭市場中當有好消息宣告時，股票報酬會有顯著為正且變大的情形，且其變異程度相較於多頭時的變異程度來的大，也就是說，多頭時期的好消息具有好的加乘效果。

多頭市場中壞消息的宣告共有 60 筆，也因此有 300 個觀察日期，其觀察日期的每日平均報酬率為 0.0608%，變異程度為 0.0194%，t 值為-14.7187，此即顯示出了在多頭市場中當有壞消息宣告時，股價報酬會有顯著的正報酬但其報酬卻有變小的情形，且其變異程度相較於多頭時的變異程度相差無幾，表示了多頭市場中壞消息的宣告對於多頭市場產生一定程度負面的影響，但這負面程度的影響卻不足以使多頭壞消息中的每日平均報酬率轉成負數，而只是使其漲幅減小而已。

除此之外，我們由表 2-B 的 F 值為 1.2526 可知，在多頭市場中好消息所造成的股價波動程度比起壞消息所造成的波動程度來的大，表示了多頭市場中好消息的宣告所造成的股價報酬波動影響情形比壞消息還大。

(二)空頭市場

空頭市場中的全部樣本天數為 1013 天，共計 48 個月，而全部樣本的每日平均報酬率為-0.1507%，變異程度為 0.0305%。由表 2-A 的 F 值為 0.5607 可知，

空頭市場中的報酬波動程度是大於多頭市場中的報酬波動程度，表示了空頭時期好壞消息的宣告所造成的股價報酬波動程度大於多頭時期，也就是說，空頭時期的訊息容易使股價報酬波動劇烈。

空頭市場中好消息的宣告共有 41 筆，也因此有 205 個觀察日期，而其觀察日期的每日平均報酬率為-0.1273%，變異程度為 0.0523%，t 值則為 1.4651(10%顯著水準下顯著)，此即顯示了在空頭市場中當有好消息宣告時，股價會有負的報酬，但只在 10%顯著水準下顯著，表示了空頭市場中好消息的宣告對於空頭市場只有一部分的影響，但這一部分的影響也不足以使其每日平均報酬率轉成正數，而只是使其微幅縮小而已。此說明了空頭市場中好消息的宣告對於股價表現只有些微的正面影響，可能的原因是投資者信心不足不敢全力追價及上檔套牢賣壓重。

空頭市場中壞消息的宣告共有 76 筆，也因此有 380 個觀察日期，而其觀察日期的每日平均報酬率為-0.5063%，變異程度為 0.0326%，t 值為-38.0884，此即顯示了在空頭市場中壞消息的宣告，對股價會有負面的報酬影響，且變異程度相較於空頭時期相差無幾，表示了空頭市場中當有壞消息宣告時，股價報酬會有顯著為負且變大的情形，所以空頭市場中的壞消息會使的股票市場的情勢更形惡化。

除此之外，由表 2-B 的 F 值為 1.6043 可知，在空頭市場中好消息所造成的股價波動程度比起壞消息所造成的股價波動程度來的大，表示了空頭市場中好消息的宣告所造成的股價報酬波動影響情形比壞消息還大。

表二 重大訊息對台灣股價指數報酬率影響結果

2-A

	多頭	空頭
天數	991	1013
平均數	0.1791	-0.1507
變異數	0.0171	0.0305
F值*	0.5607***	

2-B

	多頭		空頭	
	好消息	壞消息	好消息	壞消息
天數	230	300	205	380
平均數	0.3467	0.0608	-0.1273	-0.5063
變異數	0.0243	0.0194	0.0523	0.0326
t 值	16.3097***	-14.7187***	1.4651*	-38.0884***
F值**	1.2526***		1.6043***	

註 1：F值*：為多頭與空頭市場報酬波動的比較。

註 2：F值**：為多頭或空頭市場中，好或壞消息對報酬波動的比較。

註 3：t 值：為多頭或空頭市場中，重大訊息宣告時與一般時期樣本的報酬比較。

註 4：*：表示在 10%的顯著水準下顯著，**：表示在 5%的顯著水準下顯著，***：表示在 1%的顯著水準下顯著。

二、訊息宣告後對股價的傳遞情形

(一)多空頭市場好消息

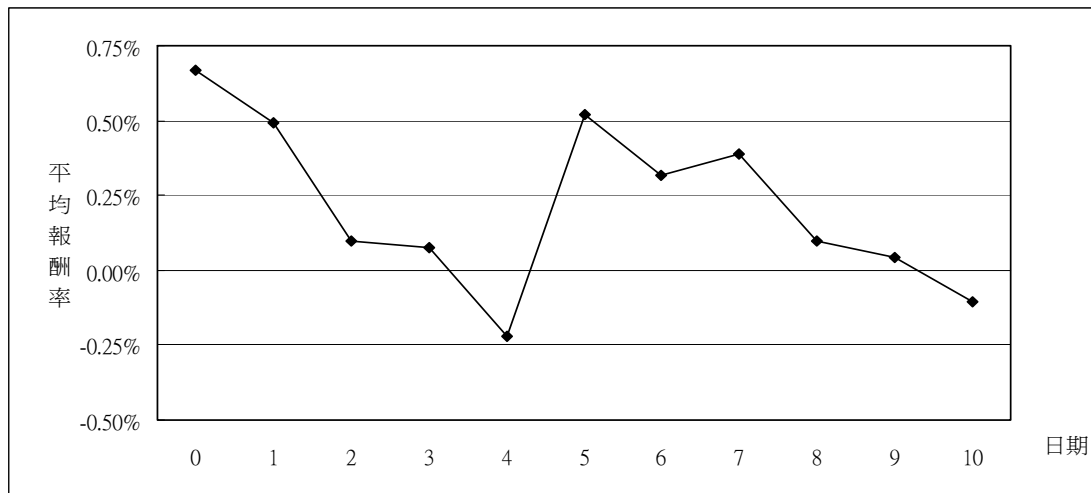
由表三多空頭好消息平均報酬率，及圖三、圖四可知，在訊息宣告當日，及往後 10 個營業日中，多空頭市場的好消息平均報酬率，皆於重大訊息宣告日(t=0)時為最大，其分別為 0.6696%及 0.5135%，呈現出重大訊息中，當好消息出現時，不論多頭市場或空頭市場，其對於當天的台灣加權股價指數報酬率，皆會有正面的影響。

從圖三中可發現到，當多頭好消息出現後，當天及往後三個營業日，皆呈現出正的平均報酬率，直到訊息後第四天才呈現反轉，也就是說，該訊息對台灣加權股價指數報酬率的影響持續期間，共有四天(t=0~t=3)。

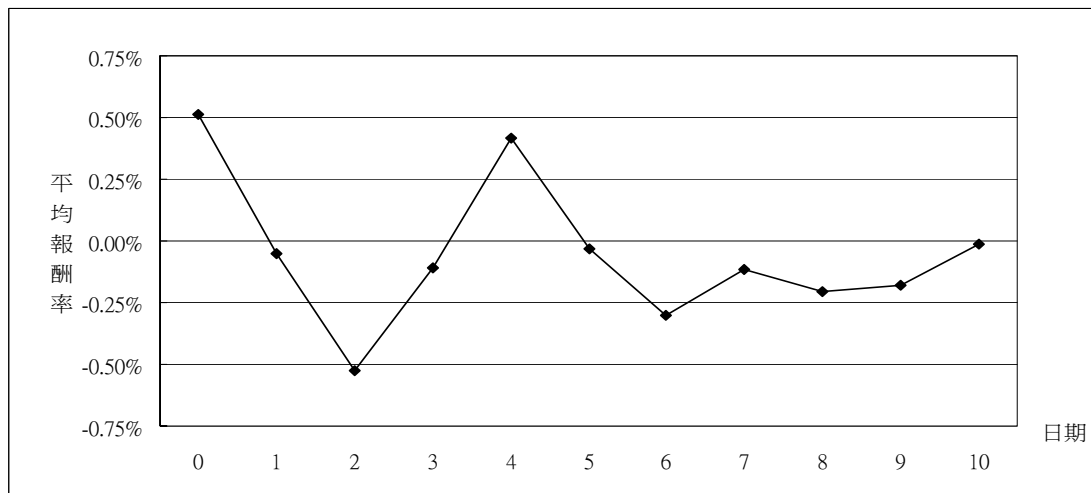
而空頭好消息方面，則可以從圖四中觀察出，當空頭好消息出現後，訊息的影響會在當天立即反應完畢，並呈現出正的平均報酬率，並隨即再次一營業日呈現反轉，表示了該訊息對台灣加權股價指數報酬率的影響持續期間，僅有一天(t=0)。

表三 多空頭好消息平均報酬率

		多頭平均報酬率	空頭平均報酬率
好消息	0	0.6696%	0.5135%
	1	0.4926%	-0.0490%
	2	0.0994%	-0.5232%
	3	0.0759%	-0.1062%
	4	-0.2187%	0.4166%
	5	0.5176%	-0.0327%
	6	0.3182%	-0.3019%
	7	0.3891%	-0.1170%
	8	0.0970%	-0.2024%
	9	0.0414%	-0.1767%
	10	-0.1037%	-0.0115%



圖三 多頭好消息之平均報酬率(n=46)



圖四 空頭好消息之平均報酬率(n=41)

(二) 多空頭市場壞消息

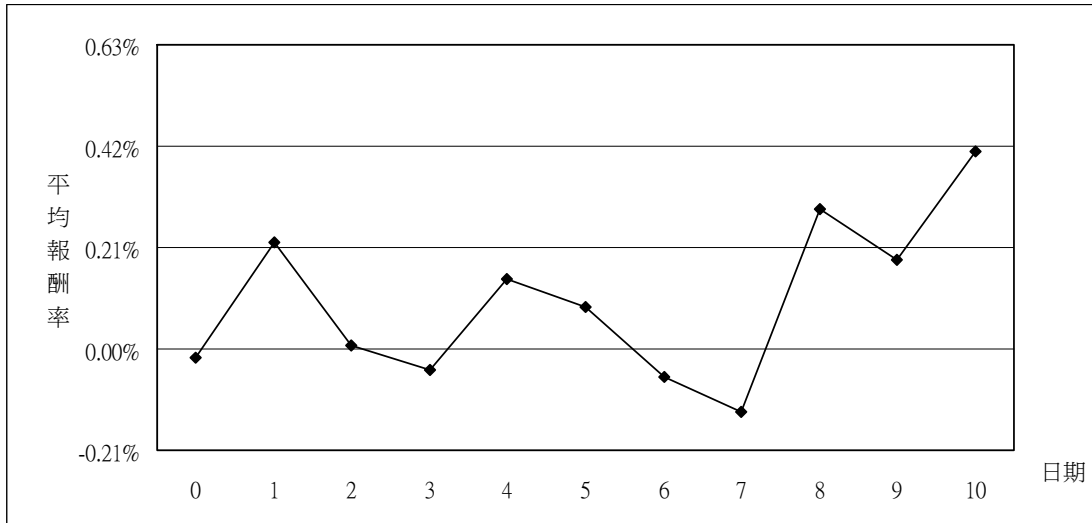
由表四多空頭壞消息平均報酬率，及圖五、圖六可知，在訊息宣告當日，及往後 10 個營業日中，多頭市場的壞消息平均報酬率，於重大訊息宣告日($t=0$)時，相較於事件期($t=0\sim t=10$)各平均報酬率偏低，其平均報酬率為 -0.0164% ；空頭市場的壞消息平均報酬率，於重大訊息宣告日($t=0$)時為最小，其平均報酬率為 -0.9717% ，呈現出重大訊息中，當壞消息出現時，不論多頭市場或空頭市場，其對於當天的台灣加權股價指數報酬率，皆會有負面的影響。

從圖五中可發現到，當多頭壞消息出現後，訊息的影響會在當天立即反應完畢，並隨即在次一營業日呈現反轉，也就是說，該訊息對台灣加權股價指數報酬率的影響持續期間，僅有一天($t=0$)。

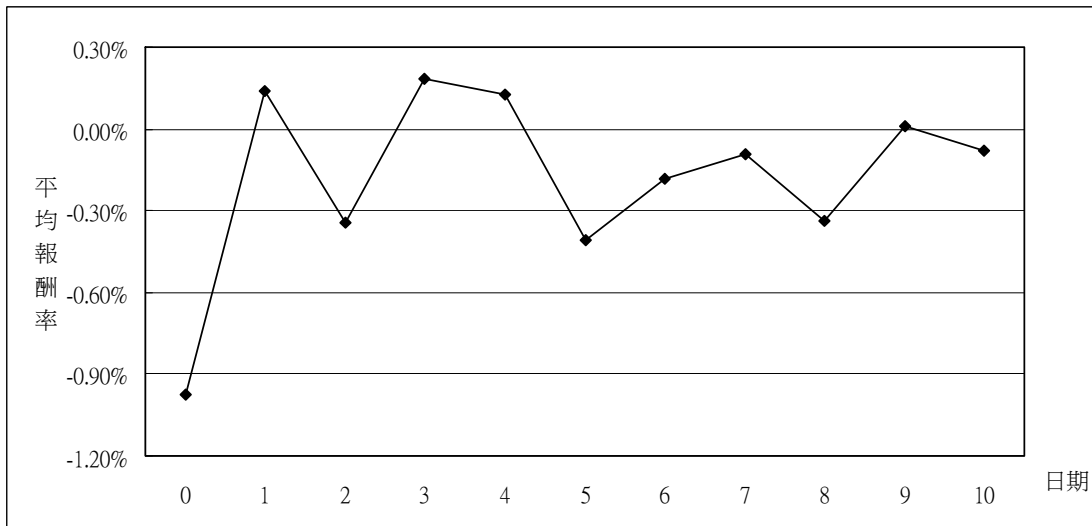
在空頭壞消息方面，則可以從圖六中觀察出，當空頭壞消息出現後，訊息的影響也會在當天立即反應完畢，且也隨即再次一營業日呈現反轉情形，表示出，空頭時期的壞消息，對我國集中市場加權股價指數的影響持續期間，僅有一天($t=0$)。

表四 多空頭壞消息平均報酬率

		多頭平均報酬率	空頭平均報酬率
壞消息	0	-0.0164%	-0.9717%
	1	0.2218%	0.1420%
	2	0.0073%	-0.3430%
	3	-0.0434%	0.1813%
	4	0.1453%	0.1232%
	5	0.0856%	-0.4082%
	6	-0.0573%	-0.1842%
	7	-0.1313%	-0.0948%
	8	0.2896%	-0.3366%
	9	0.1853%	0.0119%
	10	0.4081%	-0.0777%



圖五 多頭壞消息之平均報酬率(n=60)



圖六 空頭壞消息之平均報酬率(n=76)

(三) 多空頭市場好消息

由表五多空頭好消息累積平均報酬率，及圖七、圖八可知，在訊息宣告當日及往後十個營業日的累積平均報酬率中，多頭市場的好消息累積平均報酬率，於重大訊息宣告日(t=0)時，其累積平均報酬率為 0.6696%，且為研究期間最低的數值；空頭市場的好消息累積平均報酬率，於重大訊息宣告日(t=0)時，其累積平均報酬率為 0.5135%，卻是該研究期間最高的數值。

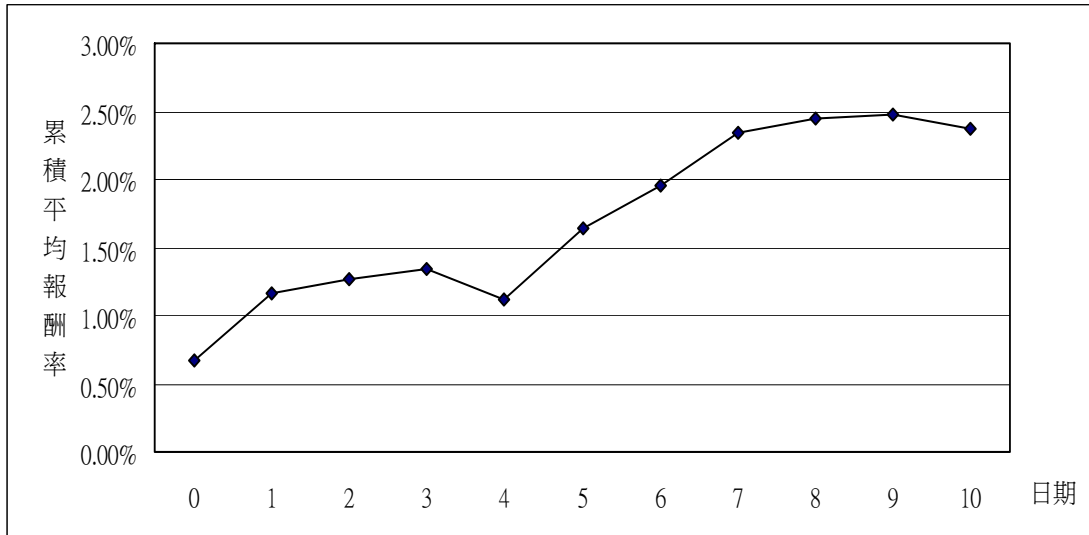
從圖七中可發現到，當多頭好消息出現後，當天及往後十個營業日的累積平

均報酬率，皆呈現大於零的情形，其在當天及往後三個營業日，皆呈現上揚的趨勢，直到訊息宣告後第四個營業日才出現反轉，但隨即在訊息宣告後第五個營業日，再回到向上上升的趨勢上，一直到研究期間最後營業日，才又出現反轉情形。也就是說，在多頭市場下好消息的傳遞持續反應期間，僅有四天。而在其整體趨勢上，則大致顯現出後一天的累積平均報酬率較前一天上升的狀況，

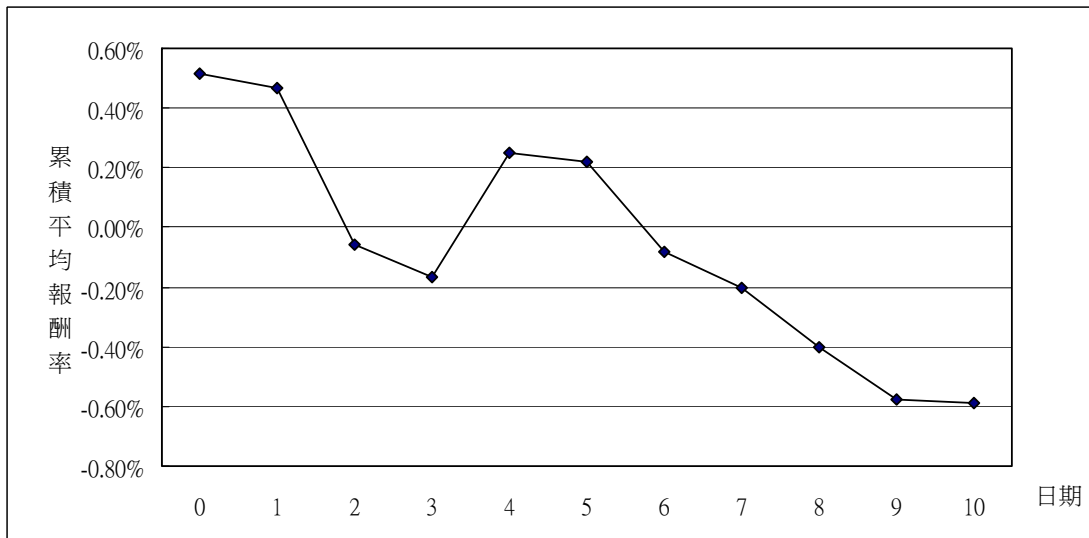
而從圖八中可發現到，當空頭好消息出現後，當天的累積平均報酬率呈現大於零的正值，但在訊息宣告往後的第一個營業日，隨即呈現向下反轉情形，直到訊息宣告後第四個營業日才再出現向上反轉，但僅有一天的時光，便又呈現出向下反轉的趨勢，直到研究期間結束。也就是說，在空頭市場下好消息的傳遞持續反應期間僅有一天。在整體趨勢上，則呈現了後一天的累積平均報酬率較前一天下降的狀況。

表五 多空頭好消息累積平均報酬率

		多頭累積平均報酬率	空頭累積平均報酬率
好消息	0	0.6696%	0.5135%
	1	1.1622%	0.4644%
	2	1.2616%	-0.0588%
	3	1.3375%	-0.1649%
	4	1.1187%	0.2517%
	5	1.6363%	0.2189%
	6	1.9545%	-0.0830%
	7	2.3436%	-0.2000%
	8	2.4406%	-0.4024%
	9	2.4820%	-0.5791%
	10	2.3783%	-0.5906%



圖七 多頭好消息之累積平均報酬率(n=46)



圖八 空頭好消息之累積平均報酬率(n=41)

(四) 多空頭市場壞消息

由表六多空頭壞消息累積平均報酬率，及圖九、圖十可知，在訊息宣告當日及往後十個營業日的累積平均報酬率中，多頭市場的壞消息累積平均報酬率，於重大訊息宣告日(t=0)時，其累積平均報酬率為-0.0164%，且為研究期間最低的數值。空頭市場的壞消息累積平均報酬率，於重大訊息宣告日(t=0)時，其累積平均報酬率為-0.9717%，為該研究期間相對較高的數值。

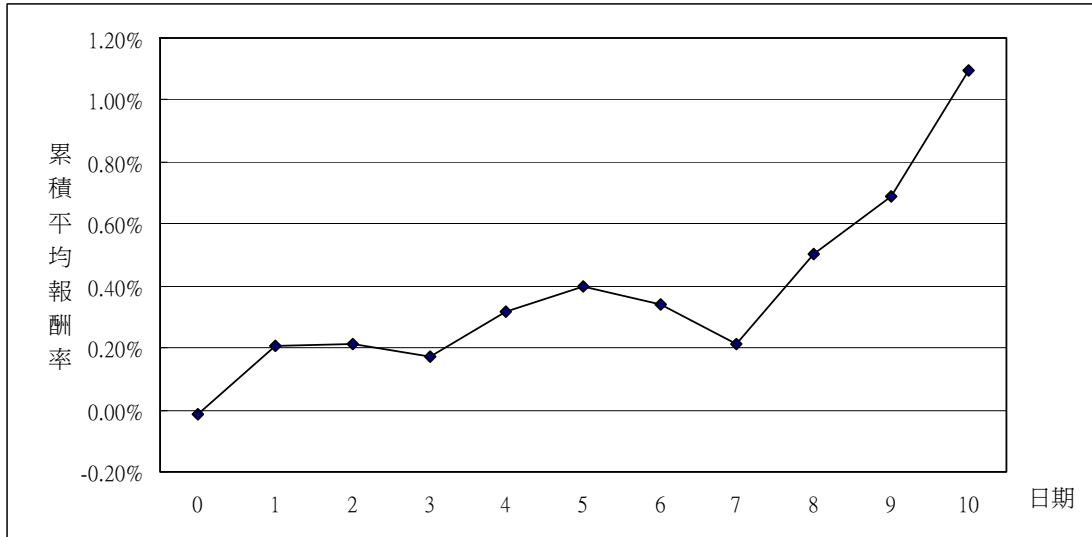
從圖九中可發現到，當多頭壞消息出現後，當天的累積平均報酬率呈現小於

零的負值，但在訊息宣告往後的第一個營業日，隨即呈現向上反轉情形，直到往後第三個營業日才略為下降，但僅有一天的時光，便又出現向上趨勢，經過兩個營業日後才又再次反轉向下兩天，之後便一路增加，直到本研究期間結束。也就是說，在多頭市場下壞消息的傳遞持續期間僅有一天。在整體趨勢上，則呈現了累積平均報酬率大致向上的趨勢。

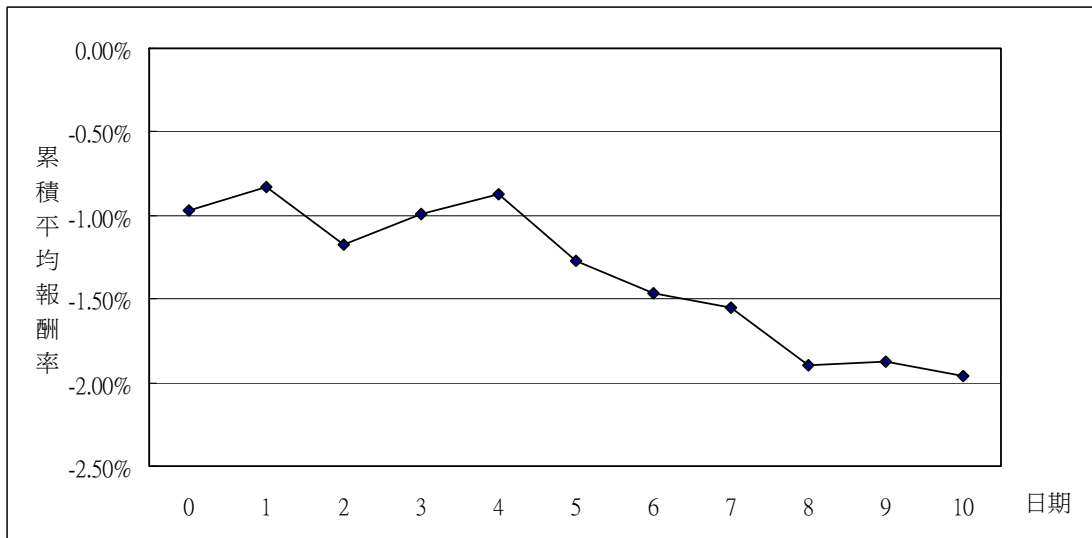
而從圖十中可發現到，當空頭壞消息出現後，當天及往後十個營業日的累積平均報酬率，皆呈現小於零的情形，但在訊息宣告往後的第一個營業日，隨即呈現反轉向上的情形，但也是僅有一天的時光，便又出現向下反轉，而此反轉持續期間也同樣是僅有一天，便又出現向上趨勢，經過兩個營業日後才又再次反轉向下，直到訊息宣告後第九個營業日才略為上升，並再次一營業日，又再次回到向下趨勢。表示了，在空頭市場下壞消息的傳遞持續期間僅有一天。在整體趨勢上，則呈現了累積平均報酬率大致向下的趨勢。

表六 多空頭壞消息累積平均報酬率

		多頭累積平均報酬率	空頭累積平均報酬率
壞消息	0	-0.0164%	-0.9717%
	1	0.2054%	-0.8297%
	2	0.2127%	-1.1727%
	3	0.1693%	-0.9914%
	4	0.3146%	-0.8682%
	5	0.4002%	-1.2764%
	6	0.3430%	-1.4605%
	7	0.2117%	-1.5553%
	8	0.5013%	-1.8919%
	9	0.6866%	-1.8800%
	10	1.0947%	-1.9577%



圖九 多頭壞消息之累積平均報酬率(n=60)



圖十 空頭壞消息之累積平均報酬率(n=76)

綜合(三)(四)小節之討論可知，多頭市場好壞消息的趨勢，雖然一致，但其在累積平均報酬率上，仍然表現出好壞消息的影響，使得多頭好消息的累積平均報酬率高於多頭市場壞消息，相反地，空頭時期好壞消息，則呈現出空頭市場好消息的累積平均報酬率高於空頭市場壞消息。此說明了多頭市場好消息宣告後，市場上投資人得以信用交易中的融資或現金加碼投資，以獲取報酬。空頭市場好消息宣告後，市場上投資人應儘快拋售手中持股，以便獲利入袋為安，若有使用信用交易者，則可以放空，以增加獲利。多頭市場壞消息宣告後，市場上投資人

應採積極收購股票，以便爾後獲取報酬。空頭市場壞消息宣告後，市場上投資人應該認賠殺出或放空，以使損失減少或由虧轉盈。

伍、結論與建議

以集群平均差異的假設檢定及事件研究法的概念，來探討台灣加權股票市場在區分成多空頭市場後，重大訊息宣告對台灣加權股價指數報酬率波動的影響，與重大訊息宣告後對台灣加權股價指數報酬率的傳遞情形及持續期間。若該訊息對投資人而言算是正面的重大訊息時，則市場上的投資人即會在市場上進行買進的動作，反之，該訊息對投資人而言算是負面的重大訊息時，投資人即會進行反向操作，使的訊息的影響效果表現在股價的調整上。統合前面第肆章實證結果與分析，可得到以下的結論。

實證結果顯示：(1)訊息影響方面：多頭市場中當有好消息宣告時，股票報酬會有顯著為正且變大的情形，多頭市場中當有壞消息宣告時，股價報酬會有顯著為正，但其報酬卻有變小的情形；空頭市場中當有好消息宣告時，股票報酬會有顯著為負，但其報酬卻有變小的情形，空頭市場中當有壞消息宣告時，股票報酬會有顯著為負且變大的情形。(2)訊息傳遞及持續期間方面：多頭市場與空頭市場好壞消息宣告後，僅在多頭市場好消息宣告的影響持續期間較長外，其它部分則在當天即全數反應完畢。多頭市場好壞消息的傳遞影響呈現上升趨勢，而空頭市場則相反，但好壞消息，仍然對多空頭市場有加乘及壓抑作用。

在訊息影響方面的結果顯示，多頭市場中，當有好消息宣告時，該訊息會對投資人產生正面的激勵作用，促使投資人更願意進場加碼投資，而使的股價有更大幅度的上漲；多頭市場中，當有壞消息宣告時，該訊息會對投資人產生負面的壓抑作用，促使投資人採取觀望保守的態度，而使的股價漲幅產生縮小情形。空頭市場中，當有好消息宣告時，該訊息雖會對投資人產生正面的影響，但由於處在空頭市場下，訊息的正面影響，仍然敵不過上檔的重重套牢賣壓，而使的股價反彈受限；空頭市場中，當有壞消息宣告時，該訊息會對投資人產生負面的影響，

讓市場情勢更為悲觀，促使投資人更急欲出脫手中的股票變現，而使得股價出現跌勢加重的情形。

在訊息傳遞及持續期間方面，平均報酬率顯示，多頭市場中，當有好消息宣告時，該訊息對台灣加權股價指數的正面影響持續期間，共有四天；多頭市場中，當有壞消息宣告時，該訊息對台灣加權股價指數的負面影響持續期間，僅有一天。空頭市場中，當有好消息宣告時，該訊息對台灣加權股價指數的正面影響持續期間，僅有一天；空頭市場中，當有壞消息宣告時，該訊息對台灣加權股價指數的負面影響持續期間，也是僅有一天。綜上所述，可發現到以上各時期的好壞消息宣告，僅在多頭市場好消息宣告的影響持續期間較長外，其它部分則在當天即全數反應完畢。

而累積平均報酬率方面，多頭市場中好壞消息宣告後，兩者的整體趨勢大致呈現向上上升的型態，而空頭市場中好壞消息宣告後，則呈現出與多頭市場中好壞消息宣告後，相反的趨勢。在此可發現到，在多頭與空頭市場中，好消息宣告後，對台灣加權股價指數的傳遞情形與持續期間結束後，整體的走向趨勢大致與多頭或空頭市場的趨勢一致；在多頭與空頭市場中，壞消息宣告後，對台灣加權股價指數的影響，也同樣具有相同趨勢。多頭時期好壞消息的趨勢，雖然一致，但其在累積平均報酬率上，仍然表現出好壞消息的影響，使得多頭好消息的累積平均報酬率高於多頭市場壞消息，相反地，空頭時期好壞消息，則呈現出空頭好消息的累積平均報酬率高於空頭壞消息。說明了多頭市場好消息宣告後，市場上投資人得以信用交易中的融資或現金加碼投資，以獲取報酬。空頭市場好消息宣告後，市場上投資人應儘快拋售手中持股，以便獲利入袋為安，若有使用信用交易者，則可以放空，以增加獲利。多頭市場壞消息宣告後，市場上投資人應採積極收購股票，以便爾後獲取報酬。空頭市場壞消息宣告後，市場上投資人應該認賠殺出或放空，以使損失減少或由虧轉盈。

本文最主要的貢獻共有以下參點，第一：本文收集經濟日報 8 年來，每日頭版新聞標題，並依重大訊息定義，將其篩選且區分成好壞消息，以有別於一般文

獻所收集的訊息，僅侷限在定期性的總經訊息或特定事件。第二：將台灣加權股價指數，區分成多頭與空頭市場，以研究訊息在兩市場時，對股票市場的影響與傳遞及持續期間。第三：本研究提供投資人在多頭或空頭市場時，對於重大新聞訊息宣告，應該採取的策略提供些許建議。

參考文獻

一、中文部分

- 沈中華、李建然，2000，「事件研究法：財務與會計實證研究必備」，台北：華泰出版社。
- 李顯儀、吳幸姬，2005，「台灣股票市場中訊息的反應與傳遞效果之研究」，輔仁管理評論，12(3)：71-94。
- 李顯儀、吳幸姬、王元章，2006，「機構投資人的買賣行為與公共訊息認知差異之研究」，台灣管理學刊，6(1)，105-128。
- 徐清俊、顏雯津，2008，「情緒指標與股價報酬關係之研究」，明新學報，34(1)：89-106。
- 張琬瑜、涂良育，2004，「台灣企業宣告從事電子商務對股東財富的影響」，台灣管理學刊，4(2)：161-186。
- 張貴婷、陳青浩、林明俊、隋安莉，2006，「總統及北高市長選舉事件對股市報酬率之影響」，嘉南學報，(32)，350-363。
- 陳君達、陳志鈞、李文雄，2007，「美國與台灣總體經濟訊息對台灣現貨與期貨市場之影響與不對稱波動傳遞之現象」，東海管理評論，9(1)，65-90。
- 顏月珠，2006，「商用統計學」，台北：三民書局。

二、英文部分

- Arsad, Z. and J. A. Coutts, 1996, "The Weekend Effect, Good News, Bad News and the Financial Times Industrial Ordinary Shares Index: 1935-94," Applied Economics Letters, 3, 797-801.
- Bhardwaj, R. K. and L. D. Brooks, 1993, "Dual Betas from Bull and Bear Markets: Reversal of The Size effect," Journal of Finance Research, 16, 269-283.
- Castanias, R. P., 1979, "Macroinformation and the Variability of Stock Market Price," Journal of Finance, 34, 439-450.

- Fabozzi, F. J. and J. C. Francis, 1977, "Stability Tests for Alphas and Betas Over Bull and Bear Market Conditions," *Journal of Finance*, 32, 1093-1099.
- Fabozzi, F. J. and J. C. Francis, 1979, "Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Markets: An Empirical Examination," *Journal of Finance*, 34, 1243-1250.
- Fama, E. F., 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Foster, F. D. and S. Viswanathan, 1993, "The Effect of Public Information and Competition on Trading Volume and Price Volatility," *Review of Financial Studies*, 6, 23-56.
- Hardouvelis, G. A., 1987, "Macroeconomic Information and Stock Prices," *Journal of Economics and Business*, 39, 131-140.
- Kim, O. and R. E. Verrecchia, 1991, "Trading Volume and Price Reaction to Public Announcements," *Journal of Accounting Research*, 29, 302-321.
- Kim, M. K. and B. E. Ismail, 1998, "An Accounting Analysis of the Risk-Return Relationship in Bull and Bear Market," *Review of Financial Economics*, 7, 172-182.
- McQueen, G. and V. V. Roley, 1993, "Stock Price, News, and Business Conditions," *Review of Financial Studies*, 6, 683-707.
- Mitchell, M. L. and J. H. Mulherin, 1994, "The Impact of Public Information on the Stock Market," *Journal of Finance*, 49, 923-950.
- Nofsinger, J. R., 2001, "The Impact of Public Information on Investors," *Journal of Banking and Finance*, 25, 1339-1366.

附表 所有研究期間的重大訊息宣告樣本

日期	經濟日報頭版新聞標題	分類
2000/1/26	股市熱 活存增 三大貨幣指標俱揚 資金充沛	好
2000/1/29	美經濟上季強勁成長 5.8%	好
2000/2/4 併入 2/9	Fed 升息一碼 暗示擬再調高利率	壞
2000/2/13 併入 2/14	微軟視窗 2000 遭質疑 重創紐約股市	壞
2000/2/18	葛林斯班:Fed 將逐步提高利率	壞
2000/2/29	四大基金今進場支撐股市	好
2000/3/8	葛氏再暗示提高利率 衝擊美股	壞
2000/3/19 併入 3/20	陳水扁當選總統 得票率 39.3%	壞
2000/3/24	貼放利率 今起調高半碼	壞
2000/3/31	瘋狂賣匯 匯市爆巨量 新台幣升破 30.5 元	好
2000/4/5	微軟敗訴 那斯達克早盤跌破 4000 點	壞
2000/4/9 併入 4/10	央行放手 新台幣衝抵 30.36 元	好
2000/4/12	那斯達克跌跌不休 11 日盤初續挫	壞
2000/4/14	那斯達克重挫拖累台股 外資賣超 172 億元 創紀錄	壞
2000/4/16 併入 4/17	美股殺聲慘烈 台股應聲狂瀉	壞
2000/4/25	微軟早盤狂瀉 18% 波及美股	壞
2000/5/19	摩根新興市場自由指數調高台股權值	好
2000/5/20	今年經濟成長率主計處調高到 6.73%	好
2000/5/23	美股持續重挫 全球股市慘綠	壞
2000/5/27 併入 5/29	唐飛信心喊話 股市止跌反彈	好
2000/5/31	摩根金調高台股權值至 65%	好
2000/6/17	立院三讀 兩周 84 工時 明年實施	壞
2000/6/27	貼放利率今起調高半碼	壞
2000/6/30	拯救股市 融資融券成數今起調高	好
2000/7/24	政府下達股匯市護盤動員令	好
2000/7/25	唐飛請辭 股市長黑 新台幣續貶	壞
2000/7/28	領先指標連五黑 景氣暫中挫	壞
2000/8/31	融資追繳令萬箭齊發 將引爆賣壓	壞
2000/9/20	財政部放利多 銀行投資證券 額度增 3650 億元	好
2000/9/30	核四停建衝擊股市 國安基金備戰	壞
2000/10/2	股市破十年線 銀行今起執行股票斷頭	壞
2000/10/15 併入 10/16	政院振興經濟 宣布八大措施	好
2000/10/19	股匯市重挫 雙創今年新低	壞
2000/10/20	挽救股市 財部宣布六大措施	好

附表 所有研究期間的重大訊息宣告樣本

日期	經濟日報頭版新聞標題	分類
2000/10/21	上月外銷訂單 金額成長率雙創新高	好
2000/10/30	因應廢核空襲 政府全力穩定股匯市	壞
2000/11/17	摩根月底調高台股權值至 80%	好
2000/12/7	標準普爾:台灣主權評等 降為負向	壞
2000/12/9 併入 12/11	摩根更新權值計算 有力台股走揚	好
2000/12/17 併入 12/18	微軟調降獲利 美股爆量劇挫	壞
2000/12/21	Eed 暫不降息 貨幣政策轉向寬鬆	壞
2000/12/22	美股慘跌 歐亞股市受衝擊	壞
2000/12/27	關廠歇業激增 上月失業率升至 3.23%	壞
2000/12/29	央行貼放利率 今起各降半碼	好
2001/1/5	Fed 突降利率兩碼 全國股市激昂	好
2001/1/10	外資大舉匯入 股匯市齊放光芒	好
2001/1/27 併入 1/29	葛林斯班:美經濟成長恐已接近零	壞
2001/2/2	央行降低貼放利率各一碼	好
2001/2/6	一月民生痛苦指數於 5% 創新高	壞
2001/2/18 併入 2/19	美英轟炸伊拉克 美股疲軟不振	壞
2001/2/24 併入 2/26	失業率惡化 上月 3.35%創同月新高	壞
2001/2/28 併入 3/1	美消費者信心大跌 美股早盤重挫	壞
2001/3/6	貼放利率各降半碼 創新低	好
2001/3/10 併入 3/12	英特爾營收劇降 美股早盤重挫	壞
2001/3/22	Eed 降息兩碼 市場大失所望	壞
2001/3/27	上月 M2 年增率降至 5.87% 創新低	壞
2001/4/7 併入 4/9	美三月失業率 創 20 月來新高	壞
2001/4/17	景氣不佳 七大行庫逾放比創新高	壞
2001/4/19	Fed 突降息兩碼 美股早盤爆漲	好
2001/4/21 併入 4/23	今年經濟成長 中經院下修為 4.57%	壞
2001/4/26	景氣惡化 銀行放款與 M2 年增率 雙創新低	壞
2001/5/26 併入 5/28	首季經濟成長 1.06% 26 年來最低	壞
2001/5/29	央行尾盤放手 新台幣劇貶 1 元	壞
2001/6/5	振興股市 財政部開三帖猛藥	好
2001/6/8	五月進出口銳減 雙創單月最大降幅	壞
2001/6/23 併入 6/26	五月失業率 4.22% 創單月新高	壞
2001/6/29	提振景氣穩定股市 政府決改善金融財稅環境	好
2001/7/12	新台幣貶破 35 元 14 年新低	壞

附表 所有研究期間的重大訊息宣告樣本

日期	經濟日報頭版新聞標題	分類
2001/7/17	股市重挫 116 點 匯價貶破 35 元	壞
2001/7/25	股市重挫 面臨 4000 點保衛戰	壞
2001/7/28 併入 7/31	六月領先指標回升 16 月來首見	好
2001/8/18 併入 8/20	第二季經濟負成長 2.35% 景氣步入蕭條	壞
2001/8/24	失業率再創新高 擴及高科技業	壞
2001/9/3	政府明年償債支出 22.7%創新高	壞
2001/9/6	台股評等 瑞士信貸降為減碼	壞
2001/9/12 併入 9/13	美遭恐怖攻擊 紐約華府重創	壞
2001/9/19	央行降息兩碼 股市跌幅減半	好
2001/10/2	全球央行發動新一波降息	好
2001/10/4	央行下猛藥 大降存款準備率	好
2001/10/8	美英空襲阿富汗	壞
2001/11/4 併入 11/5	台經院:今年經濟將衰退 1.79%	壞
2001/11/12	我入世過關 重返經貿聯合國	好
2001/11/16	台股爆量勁揚 125 點 漲破半年線	好
2001/11/17 併入 11/19	第四季 GDP-2.68% 經濟衰退確立	壞
2001/12/28	經濟復甦力道薄弱 央行降息半碼	好
2002/2/15 併入 2/18	美零售業露春意 道瓊早盤破萬點	好
2002/3/3 併入 3/4	經濟復甦加速 美股大漲 晶片類股最亮麗	好
2002/3/6	外資買超創新高 股市熱度升高	好
2002/3/8	葛林斯班:美經濟擴張 全面展開	好
2002/3/22	石油腦缺貨 石化原料蓄勢飆漲	壞
2002/4/1	強震撼台	壞
2002/4/9	伊拉克禁石油出口, IBM 發布獲利警訊 全球金融市場震驚	壞
2002/4/12	優惠房貸利率跌破 3% 創新低	好
2002/4/13 併入 4/15	摩根調整遠東指數 台股升幅稱冠	好
2002/4/21 併入 4/22	外資大買助陣 股市噴出行情可期	好
2002/5/2	全台供水拉警報 桃園告急	壞
2002/5/12 併入 5/13	股市急速回檔 除權行情受期待	壞
2002/5/15	全球外資 36%最想加碼台股	好
2002/6/2 併入 6/3	新台幣勁升 台股資金行情可期	好
2002/6/15 併入 6/17	美駐巴使館遭恐怖攻擊 美股美元早盤重挫 金價漲	壞
2002/6/23 併入 6/24	利空接二連三 美股全面收黑	壞
2002/6/27	世界通訊爆財報醜聞 全球股災	壞

附表 所有研究期間的重大訊息宣告樣本

日期	經濟日報頭版新聞標題	分類
2002/6/28	央行再降息 零利率時代來臨	好
2002/7/6 併入 7/8	熱錢湧入 央行存單突破 2 兆元 利率仍看跌	好
2002/7/18	台幣升破 33 元 削弱出口競爭力	壞
2002/7/20 併入 7/22	微軟昇陽降財測 歐美股重挫	壞
2002/8/6	一邊一國論效應 股匯市重挫	壞
2002/8/23	七月外銷訂單增幅 近兩年最大	好
2002/9/7 併入 9/9	美英空襲伊拉克 國際油價飆漲	壞
2002/10/12 併入 10/14	外資持續賣超 股匯市重挫破底	壞
2002/11/12	央行降貼放利率各一碼	好
2002/11/16 併入 11/18	MSCI 調升台股權重 台灣大納入成分股	好
2002/12/19	標準普爾調降台灣主權評等	壞
2003/1/25 併入 1/27	四大行庫同步降息 將引發全面跟進	好
2003/3/2 併入 3/3	伊銷毀四枚飛彈 期貨油價下跌	好
2003/3/21	波灣戰爭 二度爆發 全球經濟恐受衝擊	壞
2003/3/23 併入 3/24	美軍挺進 美股衝高	好
2003/4/1	SARS 恐慌 外資大砍亞股	壞
2003/4/2	美國經濟 再現衰退	壞
2003/4/10	IMF: 全球經濟成長率下修至 3.2%	壞
2003/5/19	IMF: 台灣通貨緊縮風險高	壞
2003/5/24 併入 5/26	台股站上月線 中期末部浮現	好
2003/6/27	央行降息 行庫下周跟降	好
2003/7/6 併入 7/7	融資重回 2000 億 股市明顯偏多	好
2003/8/9 併入 8/11	景氣脫離谷底 長期利率看揚	好
2003/10/18 併入 10/20	外資強力加碼 金融股可望領軍攻堅	好
2003/11/8 併入 11/10	央行宣示 短期利率維持低檔	好
2003/11/29 併入 12/1	聯貸利率看升 明年預測將逾 2%	壞
2003/12/14 併入 12/15	道瓊萬點激勵 台股可望緩步反彈	好
2004/1/10 併入 1/12	外資大舉匯入 央行清查資金流向	好
2004/1/17 併入 1/27	短率跌破 1% 春節後銀行恐掀降息風	好
2004/3/6 併入 3/8	央行提高美元拆借成本 緩和台幣升壓	好
2004/3/20 併入 3/22	總統遭槍擊 股匯市安定機制啟動	壞
2004/4/11 併入 4/12	上市櫃三月營收大增 45% 季報效應升溫	好
2004/4/22	葛老明示 將升息抑制通膨	壞
2004/4/27	外資湧入 M2 激增 央行升息壓力加重	好

附表 所有研究期間的重大訊息宣告樣本

日期	經濟日報頭版新聞標題	分類
2004/4/30	大陸降溫 外資撤軍 台股匯市急挫	壞
2004/5/13	MSCI 下月調升台股權重	好
2004/5/18	挽救股市 政院四管齊下 鬆綁外資	好
2004/5/23 併入 5/24	沙國提議增產 油價跌破 40 美元	好
2004/6/20 併入 6/21	MSCI 將調高台股權重至 100%	好
2004/7/6	水濁中南部工業區用水告急	壞
2004/8/3	恐怖威脅再起 油價飆高 歐美公債上揚	壞
2004/9/7	上月躉售物價漲 10.34% 23 年最大	壞
2004/9/14	MTSE 調升台股 MSCI 可能跟進	好
2004/9/29	油價衝破 50 美元 威脅全球經濟	壞
2004/10/1	低利率時代結束 央行升息 1 碼	壞
2004/12/1	標準普爾:台灣主權評等展望 降為負向	壞
2004/12/31	央行今升息半碼 國內利率漲風起	壞
2005/3/4	台幣超升 央行籲居高思危	壞
2005/4/16 併入 4/18	國際空襲 台股跌破半年線	壞
2005/5/12	避險基金慘賠 全球股市驚跌	壞
2005/5/14 併入 5/16	MSCI 調高台股權重 新增九檔成分股	好
2005/5/20 併入 5/23	經濟成長大幅下修 主計處降為 3.63%	壞
2005/5/26	股市打冷顫 活期資金往定存走 國內資金往海外走	壞
2005/6/21	油價挺進 60 美元 國內電價喊漲	壞
2005/6/25 併入 6/27	油價飆 塑化報喜 航運股憂	壞
2005/6/28	史上最大錯帳 衝擊股市 富邦證備 140 億元護盤	壞
2005/7/1	央行升息半碼 存放利率漲	壞
2005/7/8	倫敦連環爆 全球金融市場振盪	壞
2005/7/21	豪雨造成原水濁度暴增 南台水荒 工業區損失上億	壞
2005/8/6 併入 8/8	物價走高 央行近期可能升息	壞
2005/8/30	石油風暴 侵襲全球經濟	壞
2005/8/31	油價驚驚漲 央行可能升息	壞
2005/9/6	油價飆 負利率惡化	壞
2005/9/23 併入 9/26	台股破 6000 股匯雙套 外資抽腿	壞
2005/10/21	救股市 政院推四大利多	好
2005/10/26	彭淮南明示 利率還要漲	壞
2005/11/19 併入 11/21	散戶回來了 台股站上 6100	好
2005/11/23	明年大減稅 扣除額免稅額都提高	好

附表 所有研究期間的重大訊息宣告樣本

日期	經濟日報頭版新聞標題	分類
2005/11/24	緊縮轉中立 美升息近尾聲	好
2005/12/10	併入 12/12 最低稅負 明年開始課徵	壞
2005/12/23	央行調高貼放利率半碼	壞
2006/1/5	狂飆三角 彭淮南:台幣走國際盤	好
2006/2/1	併入 2/3 財報利多發酵 亞股創近十年新高	好
2006/2/21	兆元資金外流 順差縮水	壞
2006/3/16	九月稅改 營業稅升1個百分點	壞
2006/3/28	MSCI:台灣列已開發國 難	壞
2006/4/3	卡債風暴 掃到車貸房貸	壞
2006/4/14	游資泛濫 央行沖沖沖 促利率上揚	壞
2006/4/25	保留盈餘 課稅放寬	好
2006/4/27	國際商品瘋狂飆漲	壞
2006/5/18	國安基金釋股 啟動	壞
2006/5/20	併入 5/22 國人資金 奔湧外流	壞
2006/6/6	信心危機 衝擊台股	壞
2006/6/7	柏南克升息說 全球股匯冷顫	壞
2006/6/9	全球升息 歐元區漲1碼	壞
2006/6/13	央行月底升息 至少半碼	壞
2006/7/26	原料吃緊 全球石化市場大亂	壞
2006/7/27	黃藍燈亮 景氣罩陰霾	壞
2006/8/11	恐怖攻擊再起 英美警戒 航空股重挫	壞
2006/8/19	併入 8/21 員工分紅費用化 後年上路	壞
2006/8/22	資金外移潮湧現	壞
2006/9/3	併入 9/4 倒扁登場 國道若封鎖 產業鏈恐失控	壞
2006/9/9	併入 9/11 倒扁風雲起 台股山雨欲來	壞
2006/9/17	併入 9/18 遊行落幕 作帳行情啟動	好
2006/9/27	全球競爭力 台灣跌到13	壞
2006/10/10	併入 10/11 北韓核試 台股恐爆遞延衝擊	壞
2006/11/4	併入 11/6 吳淑珍起訴 罷扁案啟動	壞
2006/12/2	併入 12/4 大陸軍演 突關閉上海機場	壞
2006/12/29	物價漲壓大 央行升息半碼	壞
2007/1/23	大宗物資 行情飆漲	壞
2007/2/14	特別費案馬失前蹄 外資:不要抱股過年	壞
2007/2/28	併入 3/1 從雲端摔落 陸股暴跌 市值蒸發1兆人民幣	壞

附表 所有研究期間的重大訊息宣告樣本

日期	經濟日報頭版新聞標題	分類
	2007/3/7 物價四月再吹漲風	壞
	2007/3/30 房市過熱 央行升息半碼	壞
2007/4/28 併入 4/30	盼了 9 個月 景氣亮綠燈	好
	2007/5/16 錢進境外基金 台股急凍	壞
2007/6/3 併入 6/4	除權息行情 1.1 兆資金狂湧向台股	好
	2007/7/6 股市湧錢潮 期指動能強	好
2007/7/22 併入 7/23	1.5 兆元資金 等著買台股	好
	2007/8/8 16 國銀 捲入美房貸風暴	壞
	2007/8/10 美房貸風暴 狂掃歐洲	壞
2007/8/11 併入 8/13	房貸核爆 歐美日加碼紓困	好
	2007/8/17 次貸核爆 升高警戒 FED 繼續砸錢滅火	好
2007/8/18 併入 8/20	柏南克奇襲 鎮壓次貸核爆 FED 調降重貼現率兩碼	好
2007/9/15 併入 9/17	次帶風暴蔓延 英銀行擠兌 英磅重貶	壞
	2007/9/20 外資回頭 買超 259 億(史上第四大買超)	好
2007/9/22 併入 9/26	央行出手 台幣看漲 資金可望回流	好
	2007/10/29 油價凍漲機制 醞釀啟動	好
	2007/11/8 美元破底 油價逼近百元	壞
	2007/11/12 十年來第一次 物價飆 財部減稅	好
	2007/12/13 歐美五央行救市	好