

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

日本安倍經濟學對台灣股市之影響

The Japan Abe Economics on Taiwan Stock Market

指導教授：廖永熙 博士

ADVISOR: PH.D. YUNG-SHI LIAU

研究生：李昭佩

GRADUATE STUDENT: JAO-PEL LEE

中華民國一〇四年六月

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

日本安倍經濟學對台灣股市之影響

The Japan Abe economicson Taiwan Stock Market

研究生：廖昭佩

經考試合格特此證明

口試委員：  
賴永坡  
廖家豪  
廖永熙

指導教授：廖永熙

系主任(所長)：賴永坡

口試日期：中華民國 104 年 5 月 29 日

## 謝辭

南華兩年的碩士生涯，在撰寫論文謝辭的同時也將畫下完美的句點，內心充滿著無限的喜悅、感恩與感傷。

小時候因為家庭因素，從高職畢業後便進入職場，直至就業 20 年後選擇再踏入校園學習，最渴望的就是做個快樂的全職學生，大學畢業後經師長鼓勵有幸進入南華再次在職進修，心中是十分期待的。雖然碩專班得要兼顧工作與學業，但學生身分是最沒有負擔與煩惱的，進修反而能平衡工作的壓力跟無奈，充實的時間管理使得這兩年的生活過得更加的精采豐富，當學業及論文完成後，內心踏實的成就，非筆墨得以形容。

論文能夠如期完成，最感謝的莫過於我最敬愛的廖永熙教授，教授於論文期間不厭其煩的隨時督促與親力親為的耐心指導，對於學生的問題總能迅速回應並予以指正，使得學生能在期間內循序漸進的完成論文。此外，十分感謝口試委員李家豪教授及賴丞坡教授在學生論文口試時給予的建議與指導，甚至極度細心的對學生論文逐字批閱，使論文內容能更臻完善。

感謝南華大學所給予的學習機會，以及優質的學習環境，學生才得以順心順利的完成碩士學業並擴增了我們的財金學養與金融專業領域的學識，讓我們在職場上得以學以致用。

感謝南華財管所一〇三學年度碩專班的同學們，我們共同譜下兩年難忘的求學生涯；這所有的點滴回憶，將會是這段努力的求學過程中，最刻骨銘心的經驗與美好記憶。

感恩上天的安排，我會一輩子珍惜。祝福你們，我最棒的教授及同學們！

李昭佩 謹致於

南華大學財務管理研究所

中華民國 104 年 6 月

南華大學財務金融學系財務管理碩士班  
103 學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：日本安倍經濟學對台灣股市之影響

研究生：李昭佩

指導教授：廖永熙 博士

中文摘要

日本自1990年初因資產價格泡沫破滅開始，導致出現嚴重的經濟衰退，依據學者的研究指出，日本自1990年至2011年之年平均經濟成長率僅1.1%，其中2008年至2010年三年平均成長率更為負1.17%，顯示其經濟欲振乏力。消費者物價持續下跌、日圓升值、貿易出超轉貿易入超、政局不穩、經濟持續無感，此稱為日本「經濟迷失的二十年」。2012年12月16日日本自民黨重新執政，由自民黨總裁安倍晉三組閣。安倍政權上路後即不斷對經濟政策下猛藥，尤其於2013年1月11日祭出總額達20.3兆日圓的「緊急經濟對策」，利用大膽的金融寬鬆政策、機動性的財政政策以及鼓勵民間投資的成長策略三管齊下（被稱之為安倍經濟學的「三把箭」），希望找回強有力的日本經濟，促使實質國內生產毛額成長率達2%，並創造60萬個就業機會。本研究利用事件研究法探討2012年7月1日至2014年6月30日安倍經濟學宣告對台灣股市之影響，另外，本文進一步探討安倍經濟學對台灣上市櫃產業—電機機械、電子、汽車、塑膠及化學業等5個產業的股價影響，本研究選取安倍經濟學宣告3個事件日進行研究，分別探討這些事件日對各類股異常報酬是否有顯著不同。實證結果顯示，第一事件日日本宣布利用財政及貨幣等各種手段來提振經濟、第二事件日日本央行根據安倍經濟學宣布推出新的金融政策及第三事件日由日本首相安倍晉三發布最新經濟措施，目的在提高日本長期經濟成長，均對台股呈現顯著之正向影響；對台灣上市櫃產業的影響以電機機械類股影響最大，其次為電子及汽車類股，接著為塑膠及化工類股。

關鍵詞：安倍經濟學、事件研究法、異常報酬。

**Title of Thesis :** The Japan Abe Economics on Taiwan Stock Market

**Name of Institute:** Institute of Financial Management, Nan Hua University

**Graduate date:** July 2015

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

**Name of student:** Jao-Pel Lee

**Advisor:** Ph.D. Yung-Shi Liao

### Abstract

Since the beginning of 1990, the severe recession began due to the burst of asset price bubbles in Japan. According to the scholars' research, the annual average growth between 1990 and 2011 was only 1.1%; the annual average growth between 2008 and 2010 was negative 1.17%, showing the weak performance of economy. The continuous falling of consumer price, the appreciation of Japanese yen, the transfer from trade surplus to trade deficit, political instability, and continuous weakness of economy were the causes of "economy lost two decades" in Japan. On December 16, 2012, the Liberal Democratic Party of Japan returned to power, and the cabinet was formed by LDP president Abe Shinzo. After taking over the regime, Abe continuously implemented drastic economic policies, especially the "emergency economic measure" resorted on January 11, 2013 with the total amount reaching 20.3 trillion yen. Abe adopted three strategies for growth: implementation of bold monetary easing policy and mobile financial policy and the encouragement of private investment (called "Three Arrows" from Abenomics), hoping to regain strong economy in Japan, enable the growth of real GDP to reach 2%, and create 600,000 job opportunities. The study adopted the event study method to explore the influence of declaration of Abenomics between July 1, 2012 and June 30, 2014 on stocks in Taiwan. Moreover, the study further explored the influence of Abenomics on the stocks of 5 listed and OTC industries in Taiwan, including electrical engineering and machinery, electronics, automotive, plastics and chemical industry. Selecting 3 dates of positive events upon the declaration of Abenomics for analysis, the study explored respectively whether these dates of events were significantly different in abnormal returns of various types of stocks. The empirical result showed that the date of the first event was about the declaration of using financial and monetary approaches to boost the economy in Japan; the date of the second event was about the declaration of a new financial policy promulgated by Central Bank of Japan based on Abenomics; and the date of the third event was about the latest

economic measures promulgated by Abe Shinzo, the prime minister of Japan, aiming to increase the long-term economic growth in Japan. Three dates of events had a significant positive influence on stocks in Taiwan; for the influence on listed and OTC industries in Taiwan, the stocks of electrical engineering and machinery industry were influenced the most, followed by the stocks of electronics, automotive, plastics and chemical industry.

Keywords: Abenomics, event study method, abnormal returns



# 目錄

論文口試委員審定書.....	ii
謝辭.....	iii
中文摘要.....	iv
英文摘要目錄.....	v
目錄.....	vii
表目錄.....	ix
圖目錄.....	x
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	6
第三節 研究架構.....	7
第二章 文獻探討.....	8
第一節 效率市場假說及相關文獻.....	8
第二節 量化寬鬆政策相關文獻.....	11
第三章 研究設計.....	14
第一節 研究對象與範圍.....	14
第二節 研究方法.....	17
第四章 實證結果與分析.....	19
第一節 不同事件日對上市櫃之異常報酬及累積異常報酬.....	19
第二節 五大類股在不同事件日之AAR及CAAR.....	27
第五章 結論與建議.....	34
第一節 結論.....	34
第二節 後續研究與建議.....	35

參考文獻.....	36
中文部份 .....	36
英文部份 .....	37



## 表目錄

表 1 我國對全球主要國家進口貿易總額及名次表.....	4
表 2 我國對全球主要國家出口貿易總額及名次表.....	5
表 3 台灣與日本雙邊經貿進出口主要項目 .....	14
表 4 我國對日本進出口主要類別貿易值 .....	15
表 5 安倍經濟學相關事件日及事件發生之簡述.....	16
表 6 上市櫃公司於第一事件日宣告之 AAR 及 CAAR.....	20
表 7 上市櫃公司於第二事件日宣告之 AAR 及 CAAR.....	22
表 8 上市櫃公司於第三事件日宣告之 AAR 及 CAAR.....	24
表 9 各事件日宣告對不同產業之異常報酬 (AAR) .....	28
表 10 各事件日宣告對不同產業之累積平均異常報酬率 (CAAR) .....	29



## 圖目錄

圖 1 台灣對日本每月進出口總金額直條圖 .....	6
圖 2 研究流程架構圖 .....	7
圖 3 各事件日之平均異常報酬率 .....	25
圖 4 各事件日之平均累積異常報酬率 .....	26
圖 5 各產業於第一事件日宣告之 AAR 圖 .....	30
圖 6 各產業於第一事件日宣告之 CAAR 圖 .....	30
圖 7 各產業於第二事件日宣告之 AAR 圖 .....	31
圖 8 各產業於第二事件日宣告之 CAAR 圖 .....	31
圖 9 各產業於第三事件日宣告之 AAR 圖 .....	32
圖 10 各產業於第三事件日宣告之 CAAR 圖 .....	33

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

日本是在第二次世界大戰的廢墟中崛起成為世界經濟強權，主要的轉換點是五〇年代的韓戰。由於戰爭對重工業相關的設備需求增加，讓日本以製造業為基礎經濟迅速成長。韓戰後的六〇年代，日本每年平均經濟成長率約在9.5%以上，成為谷底翻身的楷模；七〇年代，日本平均經濟成長約為每年5%以上；八〇年代開始，日本經濟平均成長率在4.4%左右。但是日本央行(Bank of Japan, BOJ)為抑制股市與房市景氣過熱而引發的潛在性通膨危機，從1989年5月起，採用為期超過一年的緊縮貨幣政策。由於政府政策的過度緊縮，導致日本股市與房市一蹶不振。1991年後，為因應經濟景氣下滑，日本改採寬鬆貨幣政策與擴張財政政策。1992至1994年，日本經濟景氣持續低迷，GDP成長率始終在1.0%以下，直到1995年起才稍見起色。然而1997年第二季開始，日本政府認為經濟景氣已經逐漸復甦，因此希望以增加消費稅的方式來彌補先前擴張性財政政策造成的預算赤字。惟提升消費稅非但沒有明顯的增加稅收，首先衝擊的是民間消費成長率，使得內需更加萎縮。當時日本政府誤判形勢，導致擴張性財政政策太早退場以及貨幣政策過早緊縮，景氣再陷泥沼。

日本自1990年初因資產價格泡沫破滅，導致十年間出現嚴重的經濟衰退，不僅土地及股票等資產價格不斷地下跌，連銀行、家計部門及廠商均「去槓桿化」並積極地調整資產負債表；結果民間需求大幅萎縮，一般性物價持續下跌，平均經濟成長率不及1%，失業率則高達4%。這段期間日本的經濟表現被稱為「失落十年」(lost decade)。李沃牆(2013)的研究指出，日本自1990年至2011年之年平均經濟成長率僅1.1%，其中2008年至2010年三年平均成長率更為負1.17%，顯示其經濟欲振乏力。消費者物價持續下跌、日圓升值、貿易出超轉貿易入超、政局不穩、經濟持續無感，此稱為日本「經濟迷失的二十年」。

在失落的二十年間，日本央行（Bank of Japan；BOJ）曾於2001年3月推出全球央行史無前例的創舉——「量化寬鬆貨幣政策（Quantitative Easing；QE）」，以金融機構存放於BOJ的活期帳戶餘額為主要操作目標，搭配買入日本長期公債，以維持高度的流動性，讓核心物價年增率由負轉正，以終結通縮。但此政策是否能讓日本從失落中振起？問題源應該在於當時日本的短期貨幣市場利率，例如無擔保隔夜拆款利率、金融票券及國庫券利率等，均已降至接近於零的水準，正處於凱因斯經濟學中的流動性陷阱（Liquidity trap）——即一旦短期利率下跌及貨幣基數增加，銀行及個人均會提高現金的持有，而不進行消費及投資，因而對物價及總合需求、產出影響有限。

2012年12月16日，執政3年3個多月的民主黨，由於缺乏經驗，加上在選前提出的政權公約在執政後無力兌現，失信於民。日本人民用「懲罰性投票」讓過去曾執政達半個世紀之久的自民黨重新執政，由曾於2006至2007年擔任過首相的自民黨總裁安倍晉三再度組閣，實現政黨再次輪替。由於日本經濟已經「迷失了20年」，不只經濟零成長，而且景氣長期處於通縮狀況，民心思變。

安倍政權上路後即不斷對經濟政策下猛藥。首先，提出消費者物價上漲率2%的目標通貨膨脹率，在大型景氣對策推出的預期下，日圓匯價一反過去單獨升值的趨勢，短短時間內貶值超過10%，日本股價也因此持續上揚。接著，於2013年1月11日再度祭出總額達20.3兆日圓的「緊急經濟對策」，要使用被稱之為安倍經濟學的「三支箭」來讓日本擺脫通貨緊縮，增加經濟成長。第1箭，利用大膽的金融寬鬆政策，明確設定在兩年內達成2%的通貨膨脹率目標，希望將貨幣基礎倍增。第2箭，推出機動性的財政刺激政策，希望藉以重振日本經濟，財政政策主要用途在於：日本311海嘯之災後重建與防災工作、促進產業發展、醫療及弱勢照顧方面。第3箭，鼓勵民間投資的成長策略，希望將國民平均所得提高1/3，同時也要減少妨礙企業投資的束縛，讓日本成為「全世界復甦的引擎」。

三支箭齊下，希望找回強而有力的日本經濟，促使實質國內生產毛額成長率

達2%，並創造60萬個就業機會。安倍一連串出手重拳有人叫好，有人憂心忡忡。畢竟日本經濟課題並非短期的景氣循環，而是長期以來的結構性失衡。美國2008年諾貝爾經濟學獎得主經濟學家克魯曼（Paul Krugman）認為安倍踏出勇敢的一步，日本經驗將成為指引世界經濟走出低迷的新亮點。相反地，日本的經濟學家則重視長期問題，認為唯有大規模結構改革才能使日本經濟脫胎換骨，回復成長的軌道。

由表1我國對全球主要國家進口貿易總額及名次表暨表2我國對全球主要國家出口貿易總額及名次表中得知，日本是我國第二大進口國以及第五大出口國，我國與日本每月進出口貿易總額由圖1中可以得知平均在50億美元左右，日本也是我國在國際產業製造網絡的關鍵技術來源，因此安倍經濟學不但是左右日本未來經濟景氣動向的充分條件，對我國經濟也將產生一定程度的連帶影響。安倍晉三的經濟政策是否能振興日本經濟？沒有人能準確預測，這種不確定性只會增加投資人心理恐慌的蔓延，導致金融市場（如股市、匯市及債市等）失序，出現巨幅的震盪，進而影響亞洲各國金融市場。因此本研究將以事件研究法持續探討安倍經濟學的三支箭對台灣股市異常報酬之影響。

表 1 我國對全球主要國家進口貿易總額及名次表

單位：美元

期間	2013 年 1 月至 2014 年 6 月			
我國對全球進口貿易總額			407,034,816,081	
國家名稱	英文名稱	名次	出口金額	佔貿易總額 比重
中國大陸	CHINA	1	65,631,065,110	16.124%
日本	JAPAN	2	64,002,549,208	15.724%
美國	UNITED STATES	3	39,164,104,294	9.622%
韓國	KOREA, REPUBLIC OF	4	23,048,112,586	5.662%
沙烏地阿拉伯	SAUDI ARABIA	5	22,649,649,418	5.565%
德國	GERMANY, FEDERAL REPUBLIC OF	6	12,916,147,444	3.173%
新加坡	SINGAPORE	7	12,725,224,336	3.126%
馬來西亞	MALAYSIA	8	12,586,021,936	3.092%
澳大利亞	AUSTRALIA	9	11,779,589,400	2.894%
科威特	KUWAIT	10	11,738,326,181	2.884%
	合計		276,240,789,913	67.866%

資料來源：經濟部國際貿易局

表 2 我國對全球主要國家出口貿易總額及名次表

單位：美元

期間	2013 年 1 月至 2014 年 6 月			
我國對全球出口貿易總額			458,784,843,161	
國家名稱	英文名稱	名次	出口金額	佔貿易總額 比重
中國大陸	CHINA	1	122,088,535,231	26.611%
香港	HONG KONG	2	59,862,118,920	13.048%
美國	UNITED STATES	3	49,433,408,774	10.775%
新加坡	SINGAPORE	4	29,286,844,469	6.384%
日本	JAPAN	5	28,773,557,580	6.272%
韓國	KOREA,REPUBLIC OF	6	18,065,581,751	3.938%
菲律賓	PHILIPPINES	7	14,509,670,401	3.163%
越南	VIET NAM	8	13,850,468,817	3.019%
馬來西亞	MALAYSIA	9	12,572,319,092	2.74%
泰國	THAILAND	10	9,326,792,012	2.033%
合計			357,769,297,047	77.983%

資料來源：經濟部國際貿易局

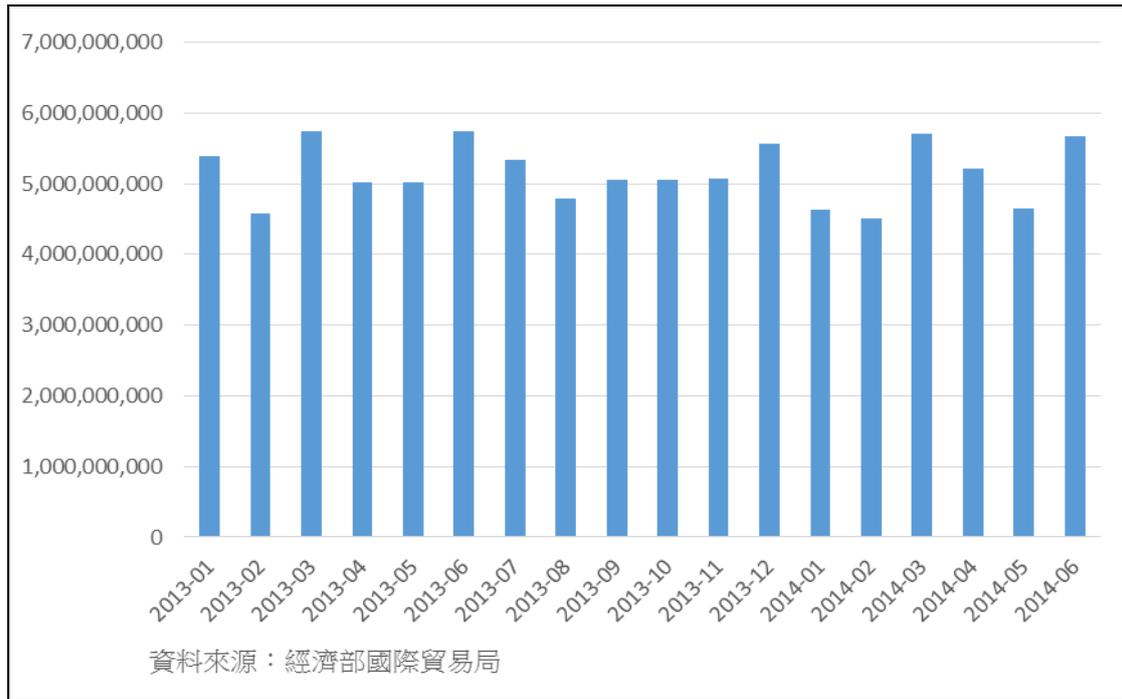


圖1 台灣對日本每月進出口總金額直條圖

## 第二節 研究目的

台灣股市是以散戶投資人為主的淺碟型市場型態，不像是歐美各國以投資機構為大宗，因此容易受政府政策（例如：核四爭議、選舉、抗議等）或國際間發生重大事件（例如：歐債危機、亞洲金融風暴、戰爭等），而造成台股非理性漲跌，因此本文利用事件研究法來探討日本「安倍經濟學」對台灣股票市場之影響，本文研究目的如下：

- 一、日本安倍經濟學對台灣上市櫃公司是否產生異常報酬。
- 二、日本安倍經濟學對台灣股市電機機械類、電子類、汽車類、塑膠類及化學類等 5 大類股是否產生異常報酬。

### 第三節 研究架構

本文共分五個章節，依序如下：

第一章「緒論」說明本文研究動機、目的及架構。

第二章「文獻探討」基於研究動機與目的，闡述關於探討安倍經濟學對台灣股市之影響，並且探討近年來相關研究中重要議題。

第三章「研究設計」說明本研究的資料來源、樣本選取以及研究方法。

第四章「實證結果與分析」針對實證結果做最後整理、歸納並分析。

第五章「結論與研究建議」說明本研究的結論與建議。

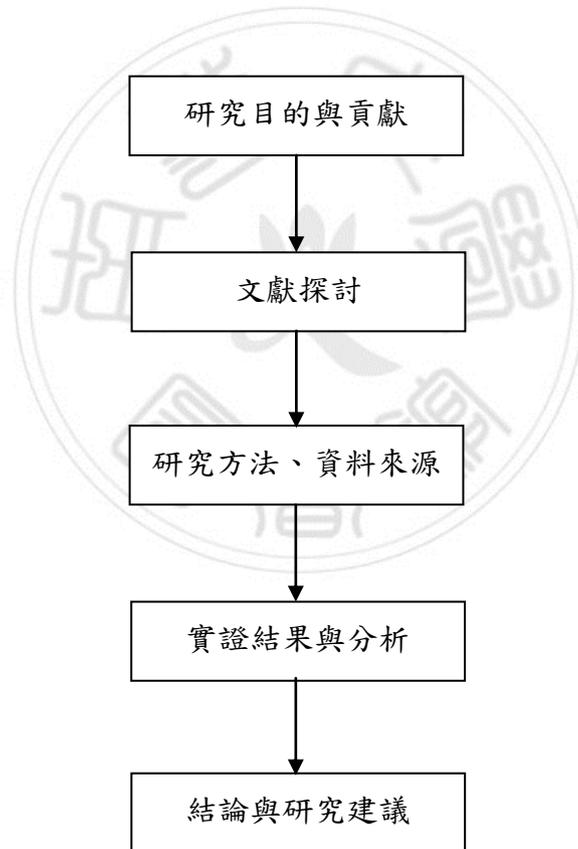


圖 2 研究流程架構圖

## 第二章 文獻探討

### 第一節 效率市場假說及相關文獻

#### 一、效率市場假說

所謂效率市場是指所有證券的價格都能充分且快速的反應所有市場攸關的訊息，故投資者做投資決策時，會將所有相關訊息反應在證券價格上。Fama(1970)認為效率市場理論存在包括三個基本假設：

- (一)市場會立即反應新的資訊，調整至新的價位。因此價格變化是取決於新資訊的發生，股價呈隨機走勢。
- (二)新資訊的出現是呈隨機性，意即好、壞資訊是相伴而來的。
- (三)市場上許多投資者是理性且追求最大利潤，而且每人對於股票分析是獨立的，不受相互影響。

再由效率市場理論延伸發展，Fama(1970)依股價反應訊息內容的不同程度做分類，將效率市場區分為三個等級：

#### (一)弱式效率市場 (Weak Form Efficiency Market)

過去的價格變化、交易量及其他的資訊已充分地反應於價格上；因此，使用過去的資料來分析目前的市場狀況，並無法獲取超額利潤。

#### (二)半強式效率市場 (Semi-Strong Form Efficiency Market)

過去及目前所有大眾皆知的資訊(包括價格變化、交易量及其他資訊)已充分地反應於價格上；因此，使用大眾皆知的資料來分析目前的市場狀況，並無法獲得超額利潤。

#### (三)強式效率市場 (Strong Form Efficiency Market)

過去及目前所有大眾或私有的資訊已充分地反應於價格上；因此，無論使用大眾皆知或私有的資訊，皆無法預測市場的情況。

Fama (1970) 在提出效率市場理論後，已成為學者專家研究資本市場效率性及財務理論的一項重要指標，Fama (1991) 又更進一步地彙集了市場效率性的相關研究，將市場效率性的檢定分為三部分：

- (一) 弱式效率市場檢定，為報酬預測能力的檢定，由原先歷史資料價量資訊，又納入可預測報酬的變數，如股利殖利率、盈餘價格比、利率及公司規模等。
- (二) 半強式效率市場檢定，為事件研究法，是利用觀察某一特定事件的宣告，造成股票的異常報酬時，異常報酬率在某一特定事件日之後是否能在一、二天之內迅速反應完畢，而沒有延遲現象。Fama (1991) 亦認為事件研究法是檢定市場效率較佳的實證方法，特別是以日報酬計算，因為此種方法可以較清楚的描繪出股價對資訊調整的速度。
- (三) 強式效率市場檢定，為私有訊息檢定，探討投資人是否可以因為擁有私有訊息而擊敗市場。

## 二、效率市場假說相關文獻

效率市場假說在學術實證研究上的文獻相當多，大部份都是探討事件的發生是否會產生異常報酬並很快反應完畢而符合效率市場。文獻中，對於不同的議題，如庫藏股宣告、重大金融事件、國際重大事件、公司重大事件的宣告及專家推薦資訊等，在以效率市場假說為理論基礎下，應用迴歸、相關係數分析、t檢定等分析方法加以驗證。本節針對相關之文獻歸納為：庫藏股宣告及公司重大事件的宣告二個類型來做說明。

在庫藏股宣告相關文獻方面，黃泰銘 (2001) 利用市場模型 (market model) 探討事件宣告期間，投資人是否有異常報酬的產生，進而研究台灣證券市場是否具有效率性。實證結果指出，市場上的訊息並非由宣告日開始反應，而是在宣告日之前的幾天就已經陸續反應，表示資訊性投資人透過內線交易的方式，可比流動性投資人較早獲得公司資訊，所以在宣告日之前就有異常報酬產生，並且在事件宣告日之後，市場仍有異常報酬率存在，此一現象也反應出台灣並不存在半強

式效率市場。李憲彥（2005）利用事件研究法來分析庫藏股購回宣告效應，另以 t 檢定、Seheffe 檢定、複迴歸分析來檢定各因子是否因庫藏股購回效應而有影響。實證結果指出，台灣的庫藏股購回宣告效應顯著，股價回升為明顯是在宣告的 3 至 5 天內，而且在之後仍然有持續性的股價異常上漲，一直到第 21 天，由此可誰論台灣上市公司庫藏股的購回不具半強式效率市場。綜合上述研究發現，台灣並不符合效率市場，因為市場上的資訊是不對稱的，有些投資人可能透過內線交易的方式，比一般投資者較早獲得公司資訊，所以在宣告日之前就有異常報酬的產生，另一方面庫藏股購回宣告乃是一利多消息，因此在宣告後股價仍然有持續性的異常上漲。

在公司重大事件宣告相關文獻方面，鄭瑞宗（1995）主要探討股利宣告與公司股價間之關係，結果顯示，市場上對於首次股利宣告之資訊，有效率地利用並立即反應於事件日的股價上，符合半強式效率市場假說，而後續股利則未符合。林章德（2000）主要探討國內上市公司重大投資宣告對股價變化之影響，實證結果發現，就全體樣本而言，國內上市公司進行重大投資宣告事件時，在宣告日當天產生了顯著的正向異常報酬，顯示重大投資宣告具有正面的資訊效果，而此效果在 1 至 2 天之內就反應完畢，沒有延遲的情況發生，說明了臺灣地區股票市場符合半強式效率假說。葉慧敏（2007）採事件研究法，探討藥物通過核准上市之訊息是否具有資訊內涵，研究結果顯示，核准宣告效果於藥品通過 FDA 核准上市前五日即已存在，呈現正顯著異常報酬，此表示藥品通過核准上市之資訊可能有外溢之情形發生；綜觀整體宣告效果，藥品核准上市之宣告效果自事件日前五日持續至事件日後第十日，由於投資人尚可從公開資訊中獲取超額報酬，故藥品通過核准上市之訊息在美國市場並未達半強式效率市場而是呈現弱式效率市場，因此投資人可於藥品通過核准上市前估計新藥通過審核上市的日期，並提前買進該公司股票以獲取較高之超額報酬。綜合上述文獻發現，公司經營若有利多消息則會使股價呈現正向的異常報酬，而經過一段時間後則股價會回歸正常水準，相反的

若公司經營出現利空消息，則會使股價有負向的異常報酬。

## 第二節 量化寬鬆政策相關文獻

量化寬鬆 (Quantitative Easing, 簡稱 QE) 是一種貨幣政策，由中央銀行通過公開市場操作以提高貨幣供應，可視之為「無中生有」創造出指定金額的貨幣，也被簡化地形容為間接增印鈔票。其操作是中央銀行通過公開市場操作購入證券等，使銀行在央行開設的結算戶口內的資金增加，為銀行體系注入新的流通性。「量化寬鬆」中的「量化」指將會創造指定金額的貨幣，而「寬鬆」則指減低銀行的資金壓力。

中央銀行利用憑空創造出來的錢在公開市場購買政府債券、借錢給接受存款機構、從銀行購買資產等。這些都會引起政府債券收益率的下降和銀行同業拆借利率的降低，銀行從而坐擁大量只能賺取極低利息的資產，央行期望銀行會因此較願意提供貸款以賺取回報，以紓緩市場的資金壓力。當銀根已經鬆動，或購買的資產將隨著通脹而貶值（如國庫債券）時，量化寬鬆會使貨幣傾向貶值。由於量化寬鬆有可能增加貨幣貶值的風險，所以政府通常在經歷通縮時才會推出量化寬鬆的措施。

量化寬鬆政策的實施也造成了貧富不均的問題，Saez (2013) 指出從 2009 年到 2012 年，每戶家庭實質所得適度的成長約 6%，而大部分的所得是在到 2012 年間發生的（2011 到 2012 年的所得成長率為 4.6%）；然而，所得的分配是不均的，從 2009 年到 2012 年，全美收入前 1% 的人之收入成長了 31.4%，而後 99% 的人之收入只成長了 0.4%，也就是說，2008 年金融海嘯後首三年的復甦期間，全美收入前 1% 的人掌握了 95% 的收入所得，因此在金融海嘯後，前 1% 的人比後 99% 的人更容易從金融海嘯中復甦。

由於美國是世界經濟強國，其所進行之經濟政策通常牽一髮而動全身，量化寬鬆政策的實施確實對美國經濟復甦有正面的影響，但量化寬鬆政策對全球所造

成的風險主要來自其政策外溢效果及未來退場對市場的衝擊，可能會引發全球通貨膨脹風險及資產泡沫危機。Rey (2013)的分析認為，主要經濟體的貨幣政策是全球性金融週期的決定性因素之一，進而影響國際金融體系中銀行的槓桿、資本的流動以及信貸的增長，進而影響到其他國家貨幣政策的獨立性。

美國實施量化寬鬆政策對於殖利率也有很大的影響，Bauer and Rudebusch (2013)認為購債計畫對於降低未來短期利率的預期有很重要的信號效果。根據D'Amico and King (2010)，在量化寬鬆政策期間每次的購買操作，平均會使在購買當天殖利率下降 3.5 個基點(the flow effect)，而整體而言殖利率曲線下移了 50 個基點(the stock effect)。而在 Gagnon et al. (2010)中，也以量化寬鬆政策為樣本，實證結果發現購債計畫導致了一系列債券的長期利率持續下跌，也包含了那些未在購債計畫中的債券。

然而持續的量化寬鬆政策則會增加惡性通膨的風險，QE 的實施營造出全球超低利率的環境，除了提振全球經濟等正面效果之外，也有其他外溢效果及負面影響，像是所得及財富分配不均、資產價格泡沫、通膨風險等。White(2012)認為貨幣政策透過傳統管道刺激需求的效果已經不如以往，而存量效果也會產生惡性循環、弱化供給與需求，而過度寬鬆貨幣政策最終會危及金融機構的健全及金融市場的功能，各國中央銀行的獨立性也會受到影響並且使得部分政府機構做出不負責任的決策，也會使得所得分配不均的問題更加嚴重。

賴信廷 (2011) 探討2008年的次貸風暴後，美國陸續推出的量化寬鬆貨幣政策是否對於新台幣兌美元匯率有顯著的影響性，研究發現，在誤差修正模型中的誤差修正項與虛擬變數均呈現顯著，表示美國資金確實有流向台灣並對於即期匯率產生影響。

陳俊諺 (2013) 探討美國量化寬鬆實行期間台灣總體經濟指標對類股指數之影響，實證結果顯示，在美國量化寬鬆實行期間，台灣總體經濟變數（匯率、利率、外匯存底、通貨膨脹指數、M1B、M2與外資投入台股金額），對於台灣加權

指數與產業類股指數皆各有顯著性之領先關係，顯示在量化寬鬆期間總體經濟的變動可以用於預測類股指數的趨勢。

朱珈瑩（2014）探討日本首相安倍的寬鬆政策下-台幣、日圓、韓元之關聯結構分析，實證結果顯示，無論是全樣本或安倍實施寬鬆貨幣政策前後，日圓對台幣及韓元匯率均數方程式影響皆呈現顯著效果且為正向影響。變異數方程式參數估計而言，在全樣本、寬鬆貨幣政策前亦呈顯著影響，意涵不同消息面對市場衝擊，除了安倍實施寬鬆貨幣政策前，韓元匯率的不對稱性不顯著外，其餘皆具顯著性。



## 第三章 研究設計

### 第一節 研究對象與範圍

#### 一、研究期間

本研究以台灣整體上市櫃股價為研究對象，以2012年7月1日至2014年6月30日為研究期間，本研究事件日資料取自聯合晚報、聯合報、經濟日報及關於安倍經濟學之報導做為事件日選擇之依據，主要研究資料包括臺灣經濟新報社 (Taiwan Economics Journal ; TEJ) 資料庫上市櫃公司。

#### 二、樣本選取

本研究樣本選取以與日本往來密切的產業類股股價作為研究標的 (如表 1)，其中包括電機機械類、電子類、汽車類、塑膠類及化學類等 (如表 2)，合計 5 大類股。

表3 台灣與日本雙邊經貿進出口主要項目

我國對日主要出口項目	積體電路；二極體、電晶體及類似半導體裝置；碟片，磁帶，固態非揮發性儲存裝置，智慧卡及其他錄音或錄製其他現象之媒體；聚縮醛，其他聚醚及環氧樹脂，初級狀態；通訊器具；熱軋之鐵或非合金鋼扁軋製品
我國對日主要進口項目	積體電路；製造晶圓、半導體、積體電路及平面顯示器之機器及器具；其他塑膠板、片、薄膜、箔及扁條，非經其他物質加工者；環烴；機動車輛；精煉銅及銅合金

資料來源：本研究整理

表 4 我國對日本進出口主要類別貿易值

單位：千美元

期間	2013 年 1 月至 2014 年 6 月			
我國對日本進出口貿易總金額			92,776,106	
類別	出口金額	進口金額	合計金額	佔總金額 比例
電子類	10,961,914	10,626,499	21,588,413	23.3%
電機機械類	2,622,954	13,130,453	15,753,407	17%
化學類	2,234,064	11,433,254	13,667,318	14.7%
塑膠類	2,430,690	4,605,802	7,036,492	7.6%
汽車類	927,602	3,973,742	4,901,344	5.3%
合計	19,177,224	43,769,750	62,946,974	67.8%

資料來源：本研究整理

### 三、事件日

表 5 安倍經濟學相關事件日及事件發生之簡述

事件日	資料來源	事件之簡述
2013.1.11	聯合報	2013 年 1 月 8 日，日本新政府迅速敲定「緊急經濟對策框架」，並於 1 月 11 日經國會通過，利用財政、貨幣等各種政策手段來提振經濟，被通稱為「安倍經濟學」。
2013.04.03	經濟日報	2013 年 4 月 3 日，日本央行召開了新行長黑田東彥就任後的首次金融貨幣政策會議。會議根據日本首相安倍晉三提出的經濟政策，推出了以“用兩年左右時間達成 2%的通脹目標和將資金供應規模擴大至目前兩倍”的新金融政策。
2014.06.24	聯合報	日本首相安倍晉三於 6 月 24 日發布最新經濟措施，目的為提高日本長期經濟成長，包括調降企業稅、賦予女性及外籍勞工更重要角色等。

資料來源：本研究整理

## 第二節 研究方法

### 一、設定估計期

由於必須建立證券預期報酬，所以必須設立一段期間 $t_1$ 到 $t_2$ 的預期模式，我們稱這段期間為估計期，而全部的估計長度為 $T$ 期， $T=t_2-t_1+1$ 。用這個估計期我們就可以建立預期模式在股票報酬上面，不過預測可能會受到我們所要觀察的事件影響，所以事件期共計為 $W$ 期， $W=t_4-t_3+1$ 。在事件期中，以實際報酬減預期報酬，這樣就可得到每一個事件期所受到的事件影響所產生的異常報酬率。通常事件日的前一期定義為-1期，事件日本身定義為第0期，前兩期為-2期，後兩期為1和2期，以此類推。本文的估計期設定為-180至-11天。

本文用事件研究法檢驗3個不同事件日，並觀察安倍經濟學對台灣整體股市及不同類股之影響是否不同。

### 二、市場模式 (Market Model)

市場模式最早是由Sharpe (1964) 和Lintner (1965) 所使用，用來估計股價預期報酬率，並將會影響股價報酬率變動之市場因素加以排除。市場模式假設股價之預期報酬率與市場投資組合呈線性關係，且假設影響股票報酬率之來源為市場本身之風險與個別股票之風險，其目的在探討某一事件是否影響股價異常報酬率，就是透過觀察在事件日前後數天的股價異常報酬率是否異於零，以檢測此一事件造成股價異常報酬率的反應過程。本研究利用個別股價預期報酬率與個別股價實際報酬率之差額，從而計算台灣股市相關類股上市公司平均異常報酬率 (AAR) 及累積平均異常報酬率 (CAAR)。

本文的研究方法是以市場模式為主，市場模式是以估計期為資料，估計某一件事件宣告或是發生後，對於股價的影響，市場模式是用普通的最小平方法 (Ordinary Least Square；簡稱 OLS) 建立以下的迴歸模式

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

$R_{it}$ ：表示公司  $i$  在  $t$  期的報酬率， $\varepsilon_{it}$  為誤差項， $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$  經過最小平方法就可得到估計值  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$  事件期  $E$  的預期報酬率為

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

異常報酬率是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率公式如下

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad (3)$$

$AR_{iE}$  是為事件期中公司第  $i$  家的異常報酬率。

其中， $R_{iE}$  是實際報酬率， $AR_{iE}$  是超額報酬， $E(\hat{R}_{iE})$  是預期報酬率。

再進行統計檢定之前，要計算平均異常報酬率 (average abnormal returns；簡稱 AAR)，定義為

$$AAR_E = \sum_{i=1}^N AR_{iE} \div N \quad (4)$$

其中， $N$  為全部公司的數量。

最後，累積平均異常報酬率 (cumulative average abnormal returns；簡稱 CAAR) 定義為

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{E=t_1}^{t_2} AAR_E \quad (5)$$

## 第四章 實證結果與分析

本章將所收集的樣本資料進行實證分析，利用事件研究法求出安倍經濟學宣告日對台灣股票市場之平均異常報酬率（AAR）及累積平均異常報酬率（CAAR），本章分為兩小節，第一節不同事件日對上市櫃之平均異常報酬率（AAR）及累積平均異常報酬率（CAAR），第二節各產業在不同事件日之平均異常報酬率（AAR）及累積平均異常報酬率（CAAR）。

### 第一節 不同事件日對上市櫃之異常報酬及累積異常報酬

由表6實證結果顯示，在2013年01月11日日本宣布利用財政及貨幣等各種手段來提振經濟，此訊息對我國而言為好消息，事件日當天呈現正的平均異常報酬率（AAR）為0.2963%，達到顯著水準，且延續到事件日後的第1-2天、第6天及第9天都有達到1%的顯著水準之正的平均異常報酬率（AAR），在事件日後的第3天及第8天也有達到5%的顯著水準之負的平均異常報酬率（AAR）；其中又以事件日後第1天達到最高正的平均異常報酬率（AAR）為0.3848%。

另由表6中顯示的累積平均異常報酬率（CAAR）在事件日前第5天開始至事件日後第10天均為正值，且事件日前第4天至事件日後第3天均呈現顯著之正報酬，在事件日後第3天達到最高正的累積平均異常報酬率（CAAR）為1.8111%，且事件日後第6天起至第10天累積平均異常報酬率（CAAR）仍維持顯著水準，研判應該是安倍經濟學剛發生，對台股產生顯著之影響。

表 6 上市櫃公司於第一事件日宣告之 AAR 及 CAAR

事件期	AAR	P-Value	事件期	CAAR	P-Value
-10	0.2807 ***	0.0000	-10	0.2807 ***	0.0000
-9	-0.1338 **	0.0162	-9	0.1469 **	0.0618
-8	-0.1122 **	0.0437	-8	0.0347	0.7186
-7	-0.1488 ***	0.0075	-7	-0.1141	0.3052
-6	0.0204	0.7141	-6	-0.0937	0.4513
-5	0.2444 ***	0.0000	-5	0.1507	0.2686
-4	0.7513 ***	0.0000	-4	0.9020 ***	0.0000
-3	-0.0001	0.9987	-3	0.9019 ***	0.0000
-2	0.2039 ***	0.0002	-2	1.1059 ***	0.0000
-1	-0.4222 ***	0.0000	-1	0.6836 ***	0.0001
0	0.2963 ***	0.0000	0	0.9799 ***	0.0000
1	0.3848 ***	0.0000	1	1.3646 ***	0.0000
2	0.3268 ***	0.0000	2	1.6914 ***	0.0000
3	0.1197 **	0.0314	3	1.8111 ***	0.0000
4	-1.5132 ***	0.0000	4	0.2979	0.1666
5	-0.0505	0.3639	5	0.2475	0.2660
6	0.3414 ***	0.0000	6	0.5888 **	0.0102
7	-0.0564	0.3107	7	0.5324 **	0.0240
8	0.1189 **	0.0325	8	0.6514 ***	0.0072
9	0.3434 ***	0.0000	9	0.9948 ***	0.0001
10	-0.0190	0.7326	10	0.9758 ***	0.0001

註：\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準

表7為第二事件日於2013年04月03日由日本央行根據安倍經濟學宣布推出新的金融政策，此訊息應為好消息，但台灣股市卻漲跌互見，除在事件日當天呈現1%的顯著水準之正的平均異常報酬率（AAR）為0.1912%外，在事件日前第3天、第6天、第8-10天及事件日後第8-9天均有達到1%的顯著水準之正的平均異常報酬率（AAR），其中又以事件日後第8天達到最高正的平均異常報酬率（AAR）為0.4956%。但在事件日前第2天及事件日後的第1天、第4天、第6-7天、第10天也有達到1%的顯著水準之負的平均異常報酬率（AAR）；其中又以事件日後第1天達到最高之負的平均異常報酬率（AAR）為-0.9677%。

另由表7中的累積平均異常報酬率（CAAR）則呈現事件日前第10天至事件日當天均為正的累積平均異常報酬率（CAAR），且餘均達1%的顯著水率，其中又以事件日前第3天達到最高正的累積平均異常報酬率（CAAR）為1.1649%。然而自事件日後第1天起即無顯著的水準，甚至在事件日後的第7天呈現最高負的累積平均異常報酬率（CAAR）為-0.5716，且達到0.5%的顯著水準。

表 7 上市櫃公司於第二事件日宣告之 AAR 及 CAAR

事件期	AAR	P-Value	事件期	CAAR	P-Value
-10	0.3178 ***	0.0000	-10	0.3178 ***	0.0000
-9	0.3292 ***	0.0000	-9	0.6470 ***	0.0000
-8	0.1477 ***	0.0067	-8	0.7947 ***	0.0000
-7	-0.0461	0.3981	-7	0.7486 ***	0.0000
-6	0.1928 ***	0.0004	-6	0.9415 ***	0.0000
-5	-0.0761	0.1629	-5	0.8654 ***	0.0000
-4	0.1129 **	0.0383	-4	0.9783 ***	0.0000
-3	0.1866 ***	0.0006	-3	1.1649 ***	0.0000
-2	-0.2032 ***	0.0002	-2	0.9617 ***	0.0000
-1	-0.0466	0.3924	-1	0.9150 ***	0.0000
0	0.1912 ***	0.0005	0	1.1062 ***	0.0000
1	-0.9677 ***	0.0000	1	0.1385	0.4634
2	-0.0290	0.5952	2	0.1095	0.5775
3	-0.0593	0.2766	3	0.0502	0.8056
4	-0.2483 ***	0.0000	4	-0.1981	0.3480
5	0.0704	0.1963	5	-0.1277	0.5582
6	-0.2239 ***	0.0000	6	-0.3516	0.1177
7	-0.2200 ***	0.0001	7	-0.5716 **	0.0135
8	0.4956 ***	0.0000	8	-0.0761	0.7489
9	0.3797 ***	0.0000	9	0.3036	0.2130
10	-0.5234 ***	0.0000	10	-0.2198	0.3790

註：\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準

表8為第三事件日於2014年06月24日由日本首相安倍晉三發布最新經濟措施，目的在提高日本長期經濟成長，在此消息宣布的當天大盤呈現1%顯著水準之正的平均異常報酬率（AAR）達0.2659%，且在事件日前第2天、第6-8天及事件日後第1天、第7-8天都有達到1%顯著水準之正的平均異常報酬率（AAR），另在事件日前第9天及事件日後第3天也有達到5%顯著水準之正的平均異常報酬率（AAR）；其中以事件日後第1天達到最高正的平均異常報酬率（AAR）為0.2803%。

由表8的實證結果顯示事件期期間均呈現負的累積平均異常報酬率（CAAR），且自事件日前第4天起至事件日後第10天均達到1%顯著水準之負的累積平均異常報酬率（CAAR），其中又以事件日後第6天達到最高之負的累積平均異常報酬率（CAR）為-1.9771%。



表 8 上市櫃公司於第三事件日宣告之 AAR 及 CAAR

事件期	AAR	P-Value	事件期	CAAR	P-Value
-10	-0.6361 ***	0.0000	-10	-0.6361 ***	0.0000
-9	0.1250 **	0.0211	-9	-0.5111 ***	0.0000
-8	0.1759 ***	0.0012	-8	-0.3352 ***	0.0004
-7	0.1455 ***	0.0073	-7	-0.1898 *	0.0801
-6	0.1635 ***	0.0026	-6	-0.0263	0.8284
-5	-0.1789 ***	0.0010	-5	-0.2051	0.1225
-4	-0.5333 ***	0.0000	-4	-0.7384 ***	0.0000
-3	0.0737	0.1742	-3	-0.6647 ***	0.0000
-2	0.1893 ***	0.0005	-2	-0.4754 ***	0.0035
-1	-1.2745 ***	0.0000	-1	-1.7499 ***	0.0000
0	0.2659 ***	0.0000	0	-1.4840 ***	0.0000
1	0.2803 ***	0.0000	1	-1.2037 ***	0.0000
2	0.0406	0.4538	2	-1.1631 ***	0.0000
3	0.1092 **	0.0441	3	-1.0539 ***	0.0000
4	0.0798	0.1413	4	-0.9742 ***	0.0000
5	0.0134	0.8050	5	-0.9608 ***	0.0000
6	-1.0163 ***	0.0000	6	-1.9771 ***	0.0000
7	0.3242 ***	0.0000	7	-1.6529 ***	0.0000
8	0.1603 ***	0.0031	8	-1.4926 ***	0.0000
9	-0.4174 ***	0.0000	9	-1.9101 ***	0.0000
10	0.0595	0.2727	10	-1.8506 ***	0.0000

註：\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準

全體樣本之 1,557 家台灣上市櫃公司，在各事件當日與前後各 10 日的平均異常報酬率 (AAR) 及累積平均異常報酬率 (CAAR) 圖形，如圖 3 及圖 4 所示。

由圖 3 的各事件日的 AAR 曲線可看出，第一事件日在日本宣布利用財政及貨幣等各種手段來提振經濟時 (即  $t=0$ )，其台灣股市股價上漲，尤其是宣告當天至事件日後第 3 天均為正的平均異常報酬率 (AAR)，顯示投資人對安倍經濟學之議題十分敏感，因此第一事件日反應最為激烈，第二事件日在日本央行根據安倍經濟學宣布推出新的金融政策時，台灣股市卻漲跌互見，且在事件後第 1 天 ( $t=1$ ) 達到最高之負的平均異常報酬率 (AAR) 為  $-0.9677\%$ ，在第三事件日由日本首相安倍晉三發布最新經濟措施時，自當天 ( $t=0$ ) 起至事件日後第 5 天 ( $t=0$ ) 均為正的平均異常報酬率 (AAR)。

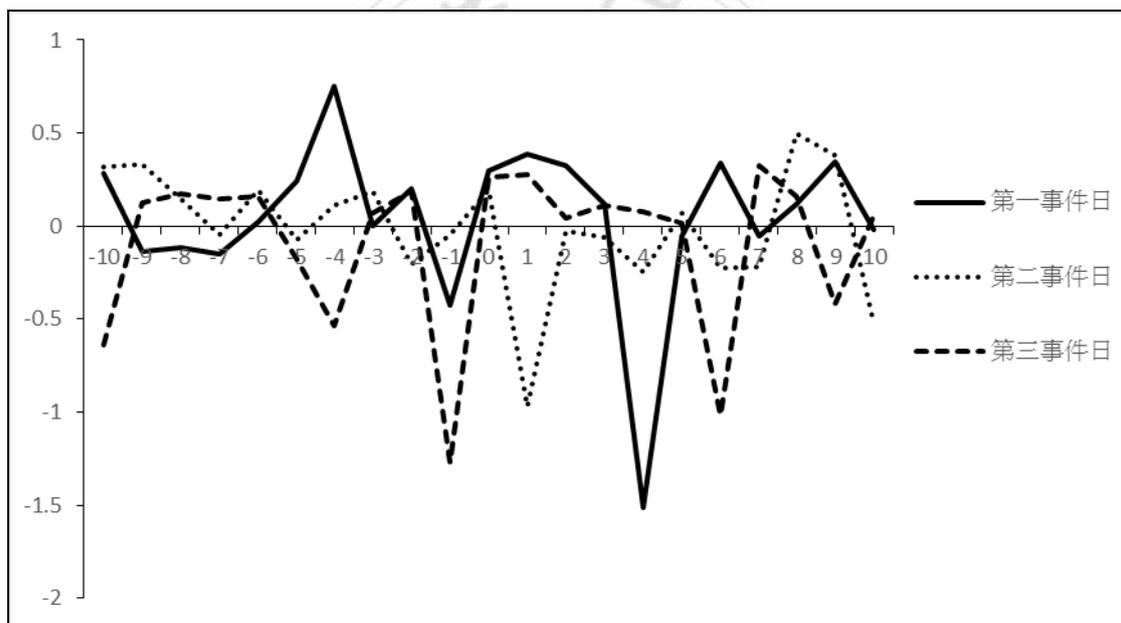


圖 3 各事件日之平均異常報酬率

圖 4 為各事件日的 CAAR 曲線，顯示在第一事件日日本安倍經濟學宣告，台股股價受激勵且有延燒之現象，存在正的累積平均異常報酬率 (CAAR)，但在第二事件日後反應變少且於事件日後第 4 天起 ( $t=4$ ) 跌幅加重，事件日後累積平均異常報酬率 (CAAR) 大部分為負值，尤其在第三事件日前後各 10 天的期間內

均為負的累積平均異常報酬率 (CAAR)，隱含此訊息之宣告對台灣股市存在負面影響。

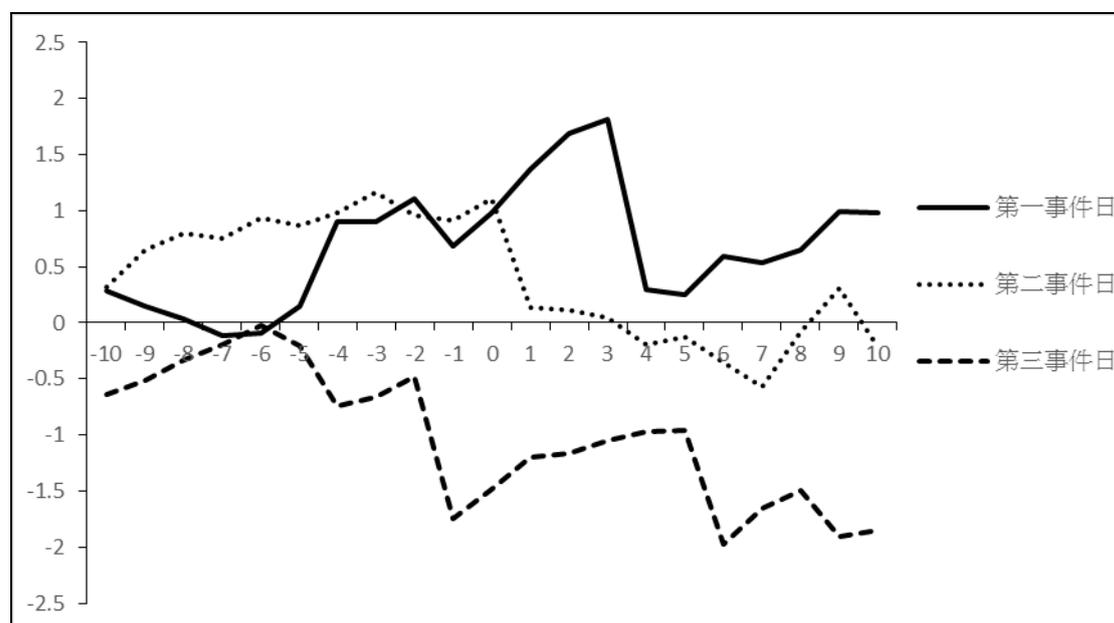


圖 4 各事件日之累積平均異常報酬率

綜合以上結果，顯示日本安倍經濟學，市場投資人多視之為股市之好消息，因此，促使股價上漲而有顯著正面反應，但影響力卻逐漸下降，甚至於第三事件日產生負面影響。以下將進一步檢視五大類股在不同產業別下是否會有不一樣的結果出現，以進一步釐清股價背後所傳達的資訊。

## 第二節 五大類股在不同事件日之 AAR 及 CAAR

表9為安倍經濟學宣告三個事件日之五大類股平均異常報酬率(AAR)之實證結果,表10為安倍經濟學宣告三個事件日之五大類股累積平均異常報酬率(CAAR)之實證結果。

由表9結果顯示,第一事件日宣告當天除了電子類股達到1%顯著水準之正的平均異常報酬率(AAR)為0.4346%外,電機機械類股的0.3395%及汽車類股的0.2675%均為正的平均異常報酬率(AAR),塑膠類股的-0.0051%及化學類股的-0.0578%則為負的平均異常報酬率(AAR),但都不顯著;上述結果,隱含安倍經濟學宣告之初次事件,台灣股市反應普遍上揚,且以電子類股漲幅較大。另由表10結果中得知第一事件日之五大類股累積平均異常報酬率(CAAR)均為正值,其中電機機械類股及電子類股均達到1%的顯著水準,且電機機械類股的累積平均異常報酬率(CAAR)最高達5.7232%。

另由表9結果顯示,第二事件日宣告時五大類股均呈現正的平均異常報酬率(AAR),但是全部均不顯著,電機機械類股為0.1402%、電子類股為0.0348%、汽車類股為0.0943%、塑膠類股為0.0178%及化學類股為0.1346%;上述結果,隱含日本推出新的金融政策對於台灣五大類股股價影響是正面的,但是影響力漸淡。所以由表10結果中得知第二事件日之五大類股累積平均異常報酬率(CAAR)漲跌互見,其中只有電子類股達到5%的顯著水準且為正的累積平均異常報酬率(CAAR),其他類股的累積平均異常報酬率(CAAR)均不顯著。

再由表9結果顯示 第三事件日宣告當天五大類股也是全部都為正的平均異常報酬率(AAR),其中電子類股達1%的顯著水準之正的平均異常報酬率(AAR)為0.3780%,電機機械類股達10%的顯著水準之正的平均異常報酬率(AAR)為0.4882%,其餘汽車類股為0.5611%、塑膠類股為0.5539%及化學類股為0.0880%,均不顯著;上述結果,應該與日本首相安倍晉三發布最新經濟措施有關,因為此

消息為好消息，所以各類股均呈現正的平均異常報酬率（AAR）。但由表10結果中得知第三事件日之五大類股累積平均異常報酬率（CAAR）只有汽車類股的4.3727%為正值，其他類股均為負的累積平均異常報酬率（CAAR），尤其電機機械類為-4.6018%及電子類股為-2.8272%都有達到1%的顯著水準。

綜合上述，該三個事件日宣告對五大類股的影響是正面的，所以平均異常報酬率（AAR）為正值的居多，但也因影響力愈來愈小，導致累積平均異常報酬率（CAAR）以負值居多。

表 9 各事件日宣告對不同產業之平均異常報酬率(AAR)

事件日	電機機械	電子	汽車	塑膠	化學
第一事件日 (2013/01/11)	0.3395 (0.1186)	0.4346 (0.0000)***	0.2675 (0.7121)	-0.0051 (0.9858)	-0.0578 (0.8215)
第二事件日 (2013/04/03)	0.1402 (0.5280)	0.0348 (0.6694)	0.0943 (0.8852)	0.0178 (0.9502)	0.1346 (0.6044)
第三事件日 (2014/06/24)	0.4882 (0.0685)*	0.3780 (0.0000)***	0.5611 (0.4325)	0.5539 (0.1237)	0.088 (0.7359)

註：1.括號中為 P 值。

2.\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準

表 10 各事件日宣告對不同產業之累積平均異常報酬率(CAAR)

事件日	電機機械	電子	汽車	塑膠	化學
第一事件日 (2013/01/11)	5.7232 (0.0000)***	2.5211 (0.0000)***	2.4180 (0.4667)	0.4504 (0.7302)	-0.6828 (0.5611)
第二事件日 (2013/04/03)	-0.2045 (0.8409)	0.7625 (0.0413)**	-1.5739 (0.5988)	1.8887 (0.1469)	-0.5319 (0.6551)
第三事件日 (2014/06/24)	-4.6182 (0.0002)***	-2.8272 (0.0000)***	4.3727 (0.1819)	-0.3638 (0.8254)	-1.1127 (0.3520)

註：1.括號中為 P 值。

2.\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準

由圖 5 顯示在第一事件日宣告時塑膠類股於事件日前第 4 天有 1% 的顯著水準之最高正的平均異常報酬率 (AAR) 為 2.3615%，但化學類股於事件日後第 4 天有 1% 的顯著水準之最高負的平均異常報酬率 (AAR) 為 -1.9266%

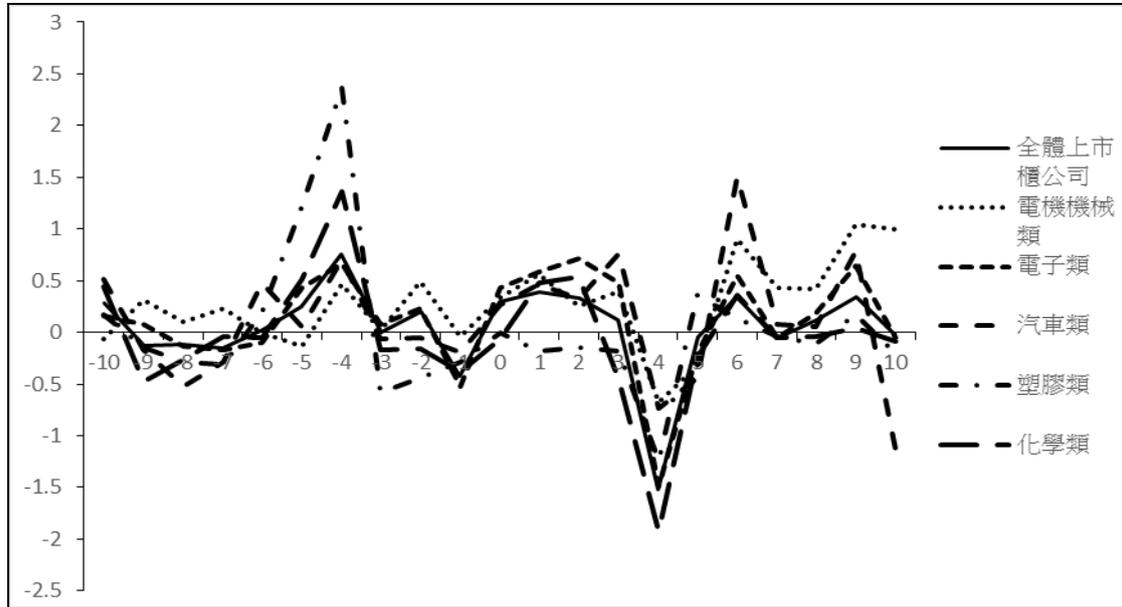


圖 5 各產業於第一事件日宣告之 AAR 圖

由圖 6 顯示電機機械類股於事件日後第 10 天有 1% 的顯著水準之最高正的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 5.7232%，其次為塑膠類股於事件日後第 9 天的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 3.5478%，但不顯著，其餘類股除化學類股外，均呈現正的累積平均異常報酬率 (CAAR)。

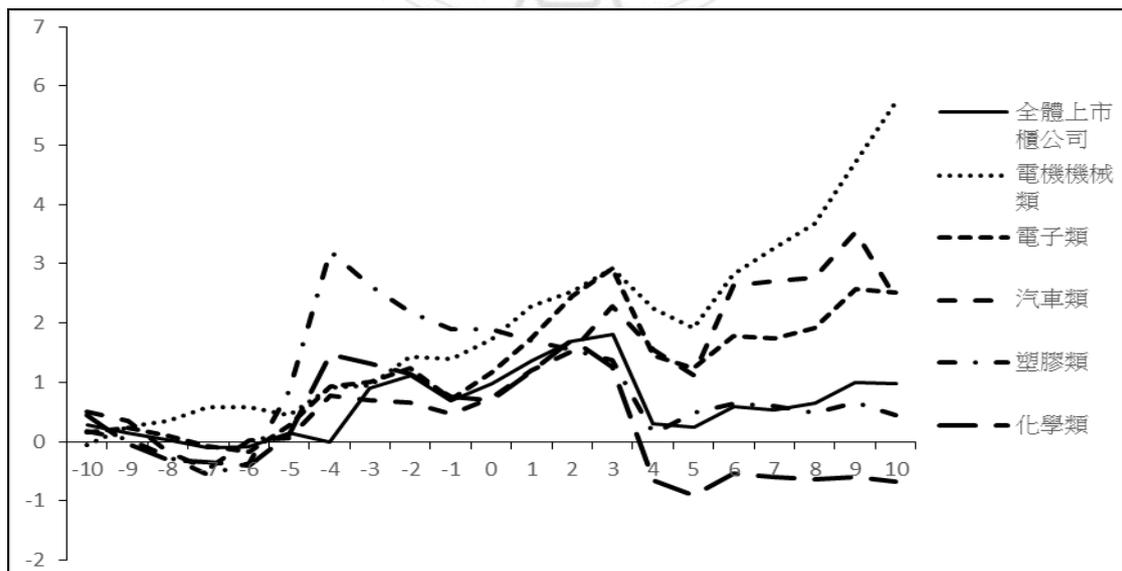


圖 6 各產業於第一事件日宣告之 CAAR 圖

由圖 7 顯示在第二事件日宣告時汽車類股於事件日後第 7 天有 1% 的顯著水準之最高正的平均異常報酬率 (AAR) 為 1.8143%，汽車類股於事件日前第 10 天有 5% 的顯著水準之最高負的平均異常報酬率 (AAR) 為 -1.3025%。

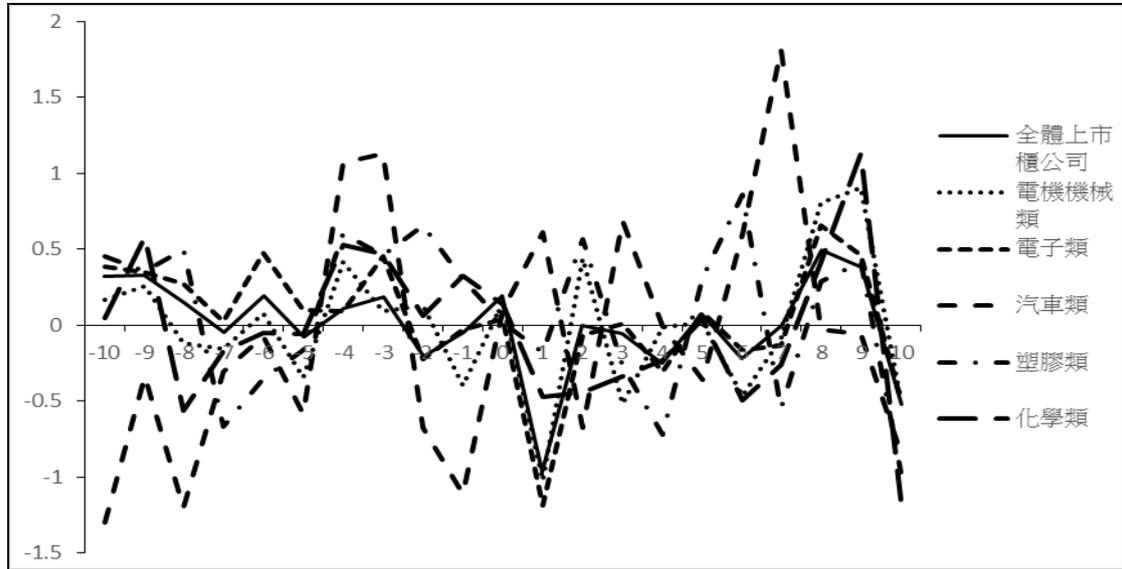


圖 7 各產業於第二事件日宣告之 AAR 圖

由圖 8 顯示塑膠類股於事件日後第 9 天有 5% 顯著水準之最高正的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 2.8561%，汽車類股於事件日前第 5 天有 5% 的顯著水準之最高負的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 -3.8035%，且除汽車類股外，各類股均呈現正的累積平均異常報酬率 (CAAR)。

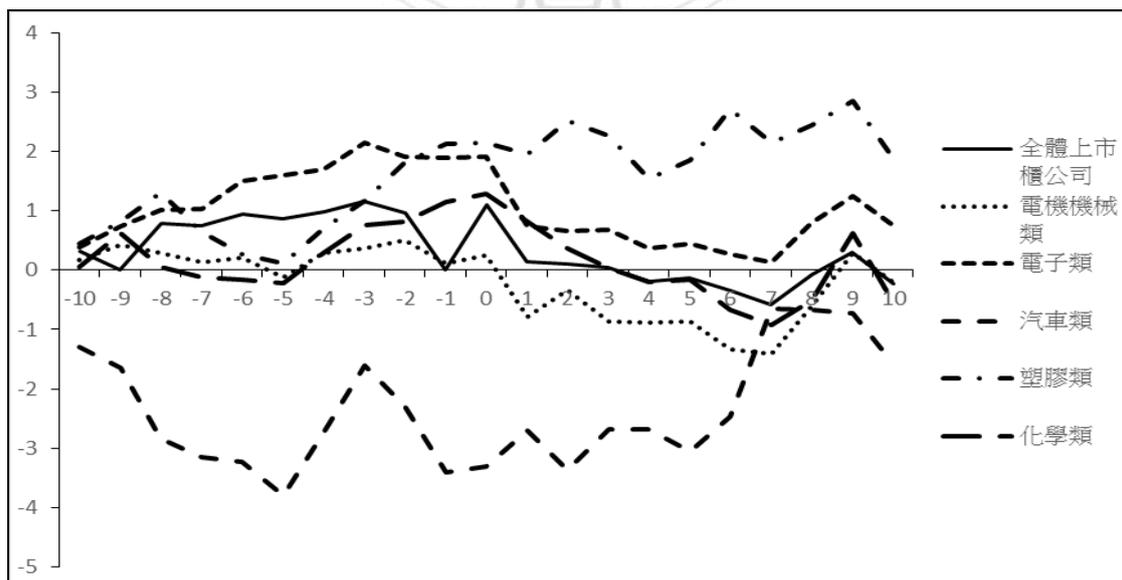


圖 8 各產業於第二事件日宣告之 CAAR 圖

由圖 9 顯示在第三事件日宣告時電子類股於事件日前第 1 天有 1% 的顯著水準之最高負的平均異常報酬率 (AAR) 為 -2.0494%，其次為汽車類股於事件日前第 5 天有 5% 的顯著水準之次高負的平均異常報酬率 (AAR) 為 -1.7764%。

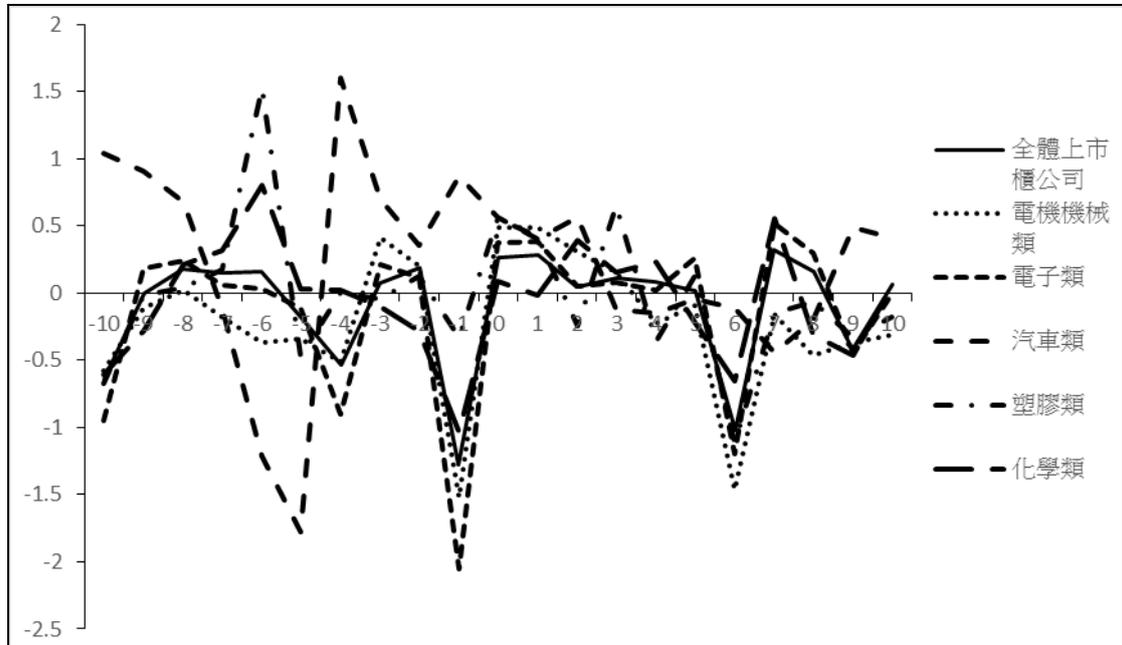


圖 9 各產業於第三事件日宣告之 AAR 圖

由圖 10 顯示汽車類股在事件日後第 10 天達到最高正的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 4.3727%，但不顯著，除汽車類股外，其餘各類股的累積平均異常報酬率 (CAAR) 均呈現負值，尤其是電機機械類股於事件日後第 10 天達到 1% 的顯著水準之最高負的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 -4.6182%，其次電子類股於事件日後第 6 天達到 1% 的顯著水準之次高負的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 -3.1888%，由此可知第三事件日的宣告對各類股雖呈現短暫的正向影響，但整個事件期的累積平均異常報酬率 (CAAR) 卻是負向影響。

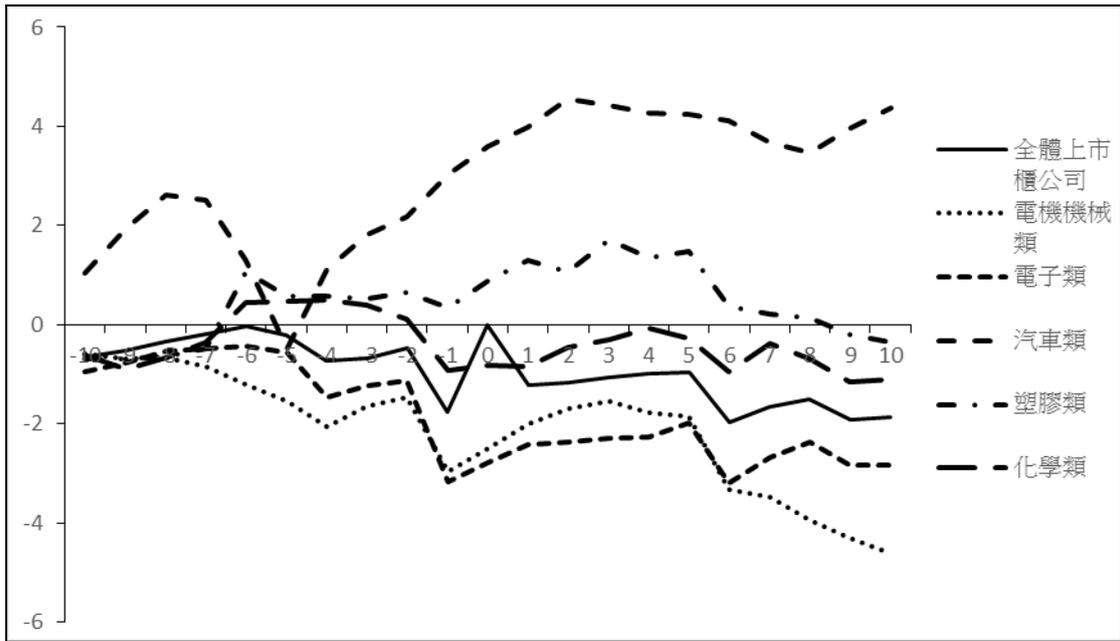


圖 10 各產業於第三事件日宣告之 CAAR 圖



## 第五章 結論與建議

### 第一節 結論

由於日本發生「經濟迷失的二十年」造成該國經濟欲振乏力、日圓升值及消費者物價下跌，而日本又是世界的經濟大國，全球經濟景氣因而遭受影響，我國與日本經濟貿易往來頻繁，二國經濟關係密切，因此本研究使用事件研究法，選取日本首相安倍晉三實施的各項提振經濟政策的三個事件日，主要探討安倍經濟學事件對台灣全體上市櫃公司是否產生異常報酬，股價報酬率是取自「台灣經濟新報資料庫」，以2012年7月1日至2014年6月30日為研究期間，另外，本研究進一步探討安倍經濟學對台灣上市櫃產業-電機機械類、電子類、汽車類、塑膠類及化學類等5個產業的股價影響，經由第四章實證結果及分析，歸納結論如下：

一、安倍經濟學之訊息公佈時，對台灣全體上市櫃公司之股價會產生異常報酬。

實證結果發現第一個事件日、第二個事件日及第三個事件日對台灣股市均呈現顯著正的平均異常報酬率（AAR）；在第一個事件日及第二個事件日對台灣股市呈現顯著正的累積平均異常報酬率（CAAR），但在第三個事件日卻存在顯著負的累積平均異常報酬率（CAAR），且自事件日前第4天（ $t=-4$ ）起即均為顯著負的累積平均異常報酬率（CAAR）。

二、當安倍經濟學之訊息公布時，對台灣股市五大類股之股價產生異常報酬。第一個事件日電子類股存在顯著水準之正的平均異常報酬率（AAR），電機機械類股及汽車類股均呈現正的平均異常報酬率（AAR），另塑膠類股及化學類股均呈現負的平均異常報酬率（AAR）；第二個事件日五大類股之平均異常報酬率全部為正值；第三個事件日五大類股之平均異常報酬率（AAR）也是均為正值，且電機機械及電子類股均達顯著水準。累積平均異常報酬率（CAAR）則在第一個事件日電機機械類股及電子類股均為正值且達顯著水準，漲幅最大為電機機械類股高達 5.7232%；第二個事件電子類股為正值達

顯著水準，但漲幅最大為塑膠類股達 1.8887%；第三個事件日電機機械類股及電子類股均為負值且達顯著水準，跌幅最大為電機機械類股達-4.6182%。

三、就產業的各事件日之平均異常報酬率（AAR）而言，以電子類股的影響最大有二個顯著之正向影響，其次為電機機械類股有一個顯著之正向影響，其餘汽車類股、塑膠類股及化學類股均無顯著影響。

綜合以上，本研究針對日本「安倍經濟學」宣告之三個訊息，對台灣股市全體上市櫃公司及五大類股股價之異常報酬，研究發現前述相關三個事件，對台灣股市全體上市櫃公司及五大類股股價存在顯著正面影響。由於國與國間的貿易往來愈來愈密切，另外資訊的發達促使國際金融市場連動性愈來愈高，因此當經濟大國推出重大經濟政策時，其相關進出口貿易往來密切之產品將會影響最大。本文之結果除可提供主管機關參考，健全進出口產業之發展外，亦可以提供投資人資訊，以作為投資依據。

## 第二節 後續研究與建議

本研究僅針對相關事件對台灣股市及電機機械類、電子類、汽車類、塑膠類及化學類等 5 大產業的影響進行探討，建議後續研究者可加入財務比率，如公司資產、獲利比率、ROE/ROA...等進行相關之研究，進一步探知哪些財務比率對股市之影響較為顯著。

## 參考文獻

### 中文部份

- 朱珈瑩(2014)，「日本首相安倍的寬鬆政策下-台幣、日圓、韓元之關聯結構分析」，淡江大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文。
- 李憲彥(2005)，「台灣上市公司庫藏股購回宣告效應之研究」，國立中央大學企業管理研究所碩士論文。
- 李沃牆(2013)，「日本量化寬鬆當道，另一個失落或崛起的十年？」會計研究月刊第 334 期，頁 76-82。
- 林章德(2000)，「上市公司重大投資宣告對股價影響之研究」，東海大學企業管理研究所碩士論文。
- 陳俊諺(2013)，「美國量化寬鬆實行期間台灣總體經濟指標對類股指數之影響」，南台科技大學財務金融研究所碩士論文。
- 黃泰銘(2001)，「上市公司股票買回宣告期間買賣價差行為之實証研究」，淡江大學財務金融系碩士班論文。
- 葉慧敏(2007)，「製藥產業藥品通過核准上市宣告效果之研究」，國立高雄應用科技大學商務經營研究所碩士論文。
- 鄭瑞宗(1995)，「股利宣告與股價關係之研究—兼論 Native Model 之適當性」，國立政治大學會計學研究所碩士論文。
- 賴信廷(2011)，「美國量化貨幣政策對新台幣兌美元匯率決定因素之影響」，銘傳大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文。

## 英文部份

- Bauer, M.D., and G.D. Rudebusch, (2013), “The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases,” Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series 2011-21.
- D’Amico, and T.B. King, (2010), “Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases,” Finance and Economics Discussion, Series 2010-52, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Fama, E. F., 1970, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,” *Journal of Finance*, vol. 25, pp. 383-417.
- , 1991, “Efficient Capital Markets:II,” *Journal of Finance*, vol. 46,pp. 1575-1618.
- Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache, B. Sack, (2010), “Large- Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?” Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 441.
- Lintner, J., 1965, Security prices, risk and Maximal gain from diversification, *Journal of Finance*, 587-616.
- Rey, H., (2013), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” Jackson Hole, Wyoming.
- Saez, E., 2013.9.3, “Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States,” (Updated with 2012 preliminary estimates).
- Sharpe, W., 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 425-42.
- White, W.R., (2012), “Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences,” Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 126.