

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

歐洲執行貨幣寬鬆政策對台灣股市之影響

The Effects of European Monetary Quantitative Easing on Taiwan Stock
Market

指導教授：廖永熙 博士

ADVISOR: PH.D. LIAU, YUNG-SHI

研究生：劉淑貞

GRADUATE STUDENT: LIU, SHU-CHEN

中華民國 105 年 6 月

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

歐洲執行貨幣寬鬆政策對台灣股市之影響

The Effects of European Monetary Quantitative Easing on Taiwan Stock
Market

研究生：劉淑貞

經考試合格特此證明

口試委員：

吳明豐

賴永坡

廖永烈

指導教授：

廖永烈

系主任(所長)：

吳萬益

口試日期：中華民國 105 年 6 月 2 日

謝辭

人生的滿足與喜悅，在此刻無限擴大，內心充滿無限感恩，多麼難得的兩年南華碩士歷程，豐富了我的生命！雖然過程中，有煎熬、有疲累、也曾經遇到瓶頸想放棄的想法，卻因為南華有這麼好的老師和同學，每一位都是我的貴人，在帶領與陪伴下，讓我能品嚐到甜美的果實！

論文能順利如期完成，最最感謝我的恩師廖永熙博士，老師於論文期間，總是不厭其煩的耐心指導並給予鼓勵，對於學生的問題也在百忙當中抽空一起討論提供方法並協助解決，讓學生能在期間內完成。也十分感謝口試委員賴丞坡博士在過程中不斷的關心與鼓勵並給予建議指導，感謝口試委員吳明哲教授在論文口試時給學生的指導建議，讓論文內容更加完善，感謝昭佩學姊的提攜和孫玉良學長的指導與解惑，感謝南華財管所 104 學年度碩專班的同學們，在我的求學過程中留下了難得的經驗與美好的回憶！

活到老，學到老！有機會學習，真是快樂的事！感謝南華大學提供了優美且優質的環境和很好的老師，感謝上天的安排，讓我圓夢，祝福我親愛的老師和同學們，前途似錦、健康快樂！

劉淑貞 謹致於

南華大學財務管理研究所

中華民國 105 年 6 月

南華大學財務金融學系財務管理碩士班

104 學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：歐洲執行貨幣寬鬆政策對台灣股市之影響

研究生：劉淑貞

指導教授：廖永熙 博士

論文摘要內容：

全球貨幣政策偏向量化寬鬆，歐洲是我國第三大進出口地區，我國與歐洲每月進出口貿易總額平均在 45 億美元左右，歐洲執行貨幣寬鬆政策持續推展，對我國的經貿往來勢必造成影響。本研究旨在運用事件研究法探討歐洲執行貨幣寬鬆政策，以 2014 年 1 月 1 日至 2015 年 6 月 30 日為研究期間，三次 QE 事件宣告對台灣股市之影響。研究標的為台灣全體上市櫃公司與六大類股，其中六大類股包含電機機械類、電子類、汽車類、鋼鐵類、化學類、金融類等。本實證研究發現，歐洲執行貨幣寬鬆政策宣告之三個訊息，對台灣股市全體上市櫃公司及六大類股股價存在顯著正面影響，符合預期結果。對台灣上市櫃產業的影響以電子類股、化學類股及金融類股影響較大，其次為電機機械類股及鋼鐵類股，汽車類股則影響較少。本文之實證結果除可提供主管機關參考，健全證券業之發展外，亦可以提供投資人資訊，以作為投資依據。

關鍵詞：歐洲、貨幣寬鬆、事件研究法、異常報酬

Title of Thesis : The Effects of European Monetary Quantitative Easing on
Taiwan Stock Market

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

Graduate date : June 2016

Degree Conferred : M.B.A

Name of student : Liu, Shu-Chen

Advisor : Ph.D. Liao, Yung-Shi

Abstract

Due to the fact that global executes the quantitative easing monetary policy, and Europe is the third largest importer and export region to Taiwan market, the total import and export trade monthly average about \$ 4.5 billion, therefore, the implementation monetary policy easing in Europe will affect Taiwan stock market. The study aims to investigate the implementation of the European monetary quantitative easing using event study from January 1, 2014 to June 30, 2015 on the Taiwan stock market based upon three quantitative easing events. The sample in this study uses all Taiwan listed companies and six industries stocks, including electrical machinery, electronics, automobiles, iron and steel, chemistry and finance. The empirical study shows that the implementation monetary quantitative easing in European, the existence of significant positive impact on Taiwan stock market. The electronic stocks, chemical stocks and financial shares have greater impact after the implementation monetary quantitative easing in European. The results of this study provide the consultation to the authority, and robust development of the securities industry. Furthermore, the result can also provide investors decision information.

Keywords: Europe, Monetary quantitative easing, Event study, Abnormal returns

目錄

謝辭.....	i
中文摘要.....	ii
英文摘要.....	iii
目錄.....	iv
表目錄.....	vi
圖目錄.....	vii
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 寬鬆政策之相關文獻.....	11
第三節 匯率對股價報酬影響之相關文獻.....	13
第三章 研究設計.....	15
第一節 研究對象與範圍.....	15
第二節 研究方法.....	18
第四章 實證結果與分析.....	20
第一節 不同事件日對上市櫃之異常報酬及累積異常報酬.....	20
第二節 六大類股在不同事件日之 AAR 及 CAAR.....	28
第五章 結論與建議.....	35
第一節 結論.....	35
第二節 後續研究與建議.....	36

參考文獻.....	37
中文部份.....	37
英文部份.....	39



表目錄

表 1 我國對全球地區進口貿易總額&名次表.....	4
表 2 我國對全球地區出口貿易總額&名次表.....	5
表 3 台灣與歐洲雙邊經貿進出口主要項目.....	15
表 4 我國對歐洲進出口主要類別貿易值.....	16
表 5 歐洲執行貨幣寬鬆政策相關事件日及事件發生之簡述.....	17
表 6 上市櫃公司於第一事件日宣告之 AAR 及 CAAR	21
表 7 上市櫃公司於第二事件日宣告之 AAR 及 CAAR.....	23
表 8 上市櫃公司於第三事件日宣告之 AAR 及 CAAR	25
表 9 各事件日宣告對不同產業之平均異常報酬率 (AAR)	29
表 10 各事件日宣告對不同產業之累積平均異常報酬率 (CAAR) ..	30
表 11 各事件日宣告對不同產業之平均異常報酬率 (AAR) 整理總表	31
表 12 各事件日宣告對不同產業之累積平均異常報酬率 (CAAR) 整理總表...	31

圖目錄

圖 1 台灣對歐洲每月進出口貿易總金額直條圖	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	26
圖 4 各事件日之累積平均異常報酬率	27
圖 5 各產業於第一事件日宣告之 AAR 圖	32
圖 6 各產業於第一事件日宣告之 CAAR 圖	32
圖 7 各產業於第二事件日宣告之 AAR 圖	33
圖 8 各產業於第二事件日宣告之 CAAR 圖	33
圖 9 各產業於第三事件日宣告之 AAR 圖	34
圖 10 各產業於第三事件日宣告之 CAAR 圖	34

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

在 2008 年發生金融海嘯之後，讓全球的金融體系陷入困境，其市場的流動性也幾乎停滯不前，各國央行雖以降息來力挽危機，但成效不彰，於是紛紛施行貨幣寬鬆政策。2010 年發生了歐洲債務危機，歐元區出現問題的國家包括希臘、愛爾蘭、義大利、西班牙和葡萄牙等五國，債務危機主要起因於希臘急需援用鉅額融資來支付大量的到期公債，以避免出現違約的債務風險。歐元區國家及國際貨幣基金會於 2010 年 5 月同意將提供希臘總值 1,100 億歐元貸款，但條件是希臘需要執行緊縮開支措施，而愛爾蘭也於同年 11 月獲得總值 850 億歐元的援助方案，葡萄牙在 2011 年 5 月也獲得總值 780 億歐元的援救。儘管歐元區國家的主權債務只有少數顯著增長，但其問題仍困擾著整個歐元區。希臘在 2011 年 5 月因出現支付到期公債方面問題而使債務危機再度湧現，直至 2011 年 6 月底止，希臘政府勉強通過新的緊縮開支方案，從而獲得歐盟承諾提供援救希臘經濟，引發的希臘經濟危機才得以受到控制。而全球的通膨率自 2014 年中即開始放緩，迫使各國政府紛紛祭出各種措施因應，包括歐洲、日本、印度和中國在內的央行，皆擴大刺激經濟規模。

歐元區的通膨率於 2014 年 5 月降至 0.5%，距歐洲中央銀行(European Central Bank；ECB)的 2%目標甚遠，促使歐洲央行必須採取非常手段，將 2014 年的通膨率從原本 1%的預估值，下修到 0.7%。歐洲央行為了避免歐元區陷入通貨緊縮，於 2014 年 6 月將存款利率從原本的零利率降至-0.10%，成為全球第一個使用負利率的主要央行，也就是銀行把錢存在央行，還必須付利息給央行。歐洲央行除了降息外，並且提供銀行四年四千億歐元的長期低利貸款及準備購買資產擔保證券等。除此，歐洲央行亦將基準利率(再融資利率)從 0.25%，調降至 0.15%，

邊際利率也調降 35 個基點至 0.4%。歐元區的銀行對支撐其經濟的中小企業放款卻持續下滑，因而歐洲央行提供銀行長期的低利貸款，一直到 2018 年為止，並採固定利率，其貸款的最高額度是銀行借給企業或家庭的 7%，且不會受未來升息影響。歐洲央行於 2015 年 1 月宣布，將挹注 1 萬億歐元來刺激持續低靡的歐元區經濟，並且宣告在 2016 年 9 月以前，將每月購買政府債達 600 億歐元，其利率也從 2014 年 9 月起持續維持在 0.05%，且歐洲央行從 2015 年 3 月開始，將「隨通貨膨脹做出持續性的調整」。歐元區的總體經濟持續衰退，迫使歐洲央行持續發行更多的貨幣來購買政府債，並以降低借款利率來刺激經濟的貨幣量化寬鬆政策。

量化寬鬆(Quantitative Easing；QE)是屬於一種貨幣政策，其目的在當官方利率為零的情況下，央行仍然持續挹注資金到銀行體系，讓利率維持在極低的水準。簡單的說就是增印鈔票，即是中央銀行必須在維持低利率的條件之下，創造出指定金額的貨幣，向金融市場注入龐大資金，並操作其資產購買，來化解市場上資金不流通，藉此改善處於資金緊縮的環境。量的意思為要供給貨幣的數量，而寬鬆是指供給貨幣數量的程度來減低金融市場的資金壓力。以量化寬鬆政策來改善整體經濟的問題，其主要的功能在於對金融市場缺少信心和投資降低的情況下，提供資金供給充足，進而協助解決流動性問題，促使金融業的體系更加健全，其次是低利率，使得投資者在貸取資金方面可以降低成本，促進市場上消費力增強。

貨幣寬鬆政策以美國和日本為例，美國在 2008 至 2014 年期間實施了量化寬鬆政策並且收到成效，日本首相安倍晉三於 2012 年 12 月就任後，為了擺脫日本通貨長達 15 年持續緊縮的困境及重振日本經濟，於是提出了安倍經濟學的三箭計畫，大力推動貨幣寬鬆的政策、並擴大財政支出，及結構性經濟改革與成長策略之三大政策等即所謂「安倍三箭」。第一支箭：貨幣寬鬆政策，擬定 2 年內達成通膨目標 2%，貨幣基數增加 2 倍，長期公債及總資產餘額增加 2 倍，利用日

圓貶值，來帶動經濟成長。第二支箭：擴大財政支出，提出 20.2 兆日圓之「緊急經濟刺激方案」。其刺激方案分別用在促進民間經濟活性化、重建/防災對策以及援助民眾生計與區域經濟。第三支箭：加強促進投資，以結構性經濟改革與成長策略整體目標，設立經濟特區來提供稅賦優惠，並放寬部分限制，加強促進民間投資，預計在 2020 年前外國直接投資（Foreign Direct Investment；FDI）規模擴增至 35 兆日圓。在基礎建設方面，開放民間資金投資道路和橋樑整修等基礎設施，並設定 10 年創造 12 兆日圓能源政策，以改革電力系統，加速火力發電和再生能源投資計劃，擬定 10 年電力相關投資將增加到 30 兆日圓，在「安倍三箭」的政策推動下，讓日本經濟成為「世界經濟復甦的引擎」。

歐洲央行於 2015 年 3 月，正式開始執行歐洲貨幣寬鬆政策，也就是宣布歐洲將近似日本零利率的時代來臨。在 2015 年 2 月法國 10 年期公債殖利率為 0.54%，德國殖利率下跌至 0.3%，但歐元區的邊陲國家如義大利及西班牙的殖利率，則維持在 1.59% 及 1.42%。以歐洲其他個別貨幣計價的債券來看，10 年期英國殖利率為 1.33%，而瑞士 10 年期公債殖利率交易價位為 -0.04%。估計在 2015 年大部分都是由歐洲政府發行的 5 年期以下的債券，並且約有 1.4 兆歐元的歐元區政府債券是呈現負的殖利率。

全球的貨幣政策目前仍偏向量化寬鬆，這將有利於全球的經濟復甦，尤其在國際油價下跌之後，更加提高了消費者可支配所得，其歐洲通膨也可望溫和走升。由表 1 我國對全球地區進口貿易總額&名次表暨表 2 我國對全球地區出口貿易總額&名次表中得知，歐洲是我國第三大進口地區以及第三大出口地區，我國與歐洲每月進出口貿易總額由圖 1 中可以得知平均在 45 億美元左右，歐洲貨幣寬鬆政策持續推展，對全球的經貿往來將造成影響，尤其對仰賴出口帶動經濟成長的我國，勢必將受到衝擊。因此，若歐洲一直受貨幣寬鬆政策持續刺激經濟，那台灣的進出口產業勢必也將會受到衝擊，因而影響台灣整體經濟表現。因此本研究以事件研究法探討歐洲貨幣寬鬆政策事件宣告對台灣股市異常報酬之影響。

表 1 我國對全球地區進口貿易總額&名次表

單位:美元

期間	2014 年 1 月至 2015 年 6 月			
我國對全球進口貿易總額			389,485,914,004	
地區名稱	英文名稱	名次	進口金額	占貿易總額比重
亞洲	ASIA	1	208,907,698,141	53.637%
中東及近東	MIDDLE AND NEAR EAST	2	52,760,888,447	13.546%
歐洲	EUROPE	3	45,542,329,353	11.693%
北美洲	NORTH AMERICA	4	42,338,601,752	10.870%
大洋洲	AUSTRALASIA	5	13,200,575,242	3.389%
非洲	AFRICA	6	9,156,587,140	2.351%
南美洲	SOUTH AMERICA	7	6,545,169,979	1.680%
中美洲	CENTRAL AMERICA	8	2,426,304,474	0.623%
合計			380,878,154,528	97.790%

資料來源：經濟部國際貿易局

表 2 我國對全球地區出口貿易總額&名次表

單位:美元

期間	2014 年 1 月至 2015 年 6 月			
我國對全球出口貿易總額			430,425,723,652	
地區名稱	英文名稱	名次	出口金額	占貿易總額比重
亞洲	ASIA	1	300,783,333,357	69.880%
北美洲	NORTH AMERICA	2	53,848,119,615	12.510%
歐洲	EUROPE	3	40,158,174,983	9.330%
中東及近東	MIDDLE AND NEAR EAST	4	11,515,690,166	2.675%
大洋洲	AUSTRALASIA	5	6,327,809,035	1.470%
南美洲	SOUTH AMERICA	6	5,017,611,902	1.166%
中美洲	CENTRAL AMERICA	7	4,401,288,491	1.023%
非洲	AFRICA	8	3,935,318,440	0.914%
合計			425,987,345,989	98.969%

資料來源：經濟部國際貿易局

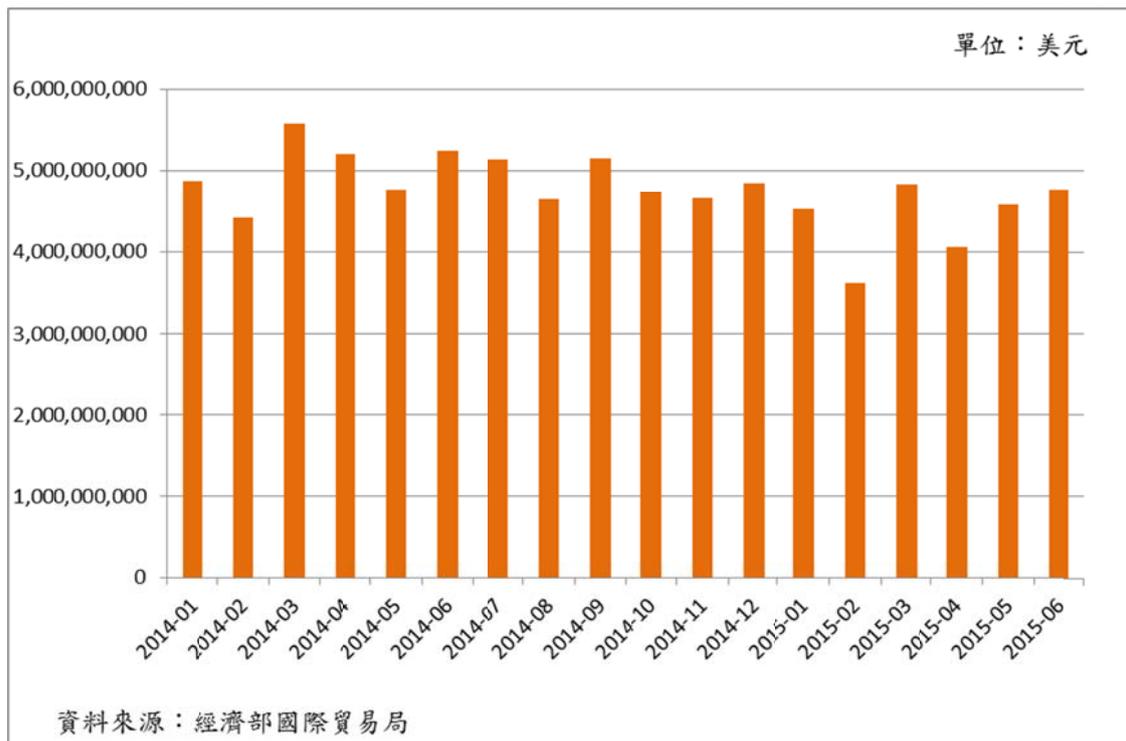


圖 1 台灣對歐洲每月進出口貿易總金額直條圖

第二節 研究目的

歐洲貨幣寬鬆政策持續推展，對全球的經貿往來勢必造成衝擊，尤其對仰賴出口帶動經濟成長的我國，將受到一定的影響，因而進一步影響台灣經濟整體表現。因此本研究以事件研究法探討歐洲貨幣寬鬆政策事件宣告對台灣股市之影響，本文研究目的如下：

- 一、探討歐洲執行貨幣寬鬆政策對台灣上市上櫃公司是否產生異常報酬。
- 二、依據事件日，檢驗這些事件日對台灣上市櫃產業-電機機械類、電子類、汽車類、鋼鐵類、化學類等股價之影響，由於本文研究歐洲執行貨幣寬鬆政策，因此加入金融類股合計六大類股作為研究，探討歐洲執行貨幣寬鬆政策對台灣六大類股的股價影響異常報酬是否有顯著不同。

第三節 研究架構

本文研究共分為五章,依序如下:

第一章「緒論」說明本研究之背景、動機及目的。

第二章「文獻探討」說明效率市場假說、量化寬鬆及匯率對股價報酬影響台灣總體經濟與金融資產之文獻。

第三章「研究設計」介紹研究期間、研究對象與資料選取來源,並介紹事件研究法及建立市場模式。

第四章「實證結果與分析」針對不同事件日宣告對台灣股價及選取的類股之影響,解釋其結果並作實證結果分析。

第五章「結論與建議」綜合實證結果整理為研究之結論與建議。

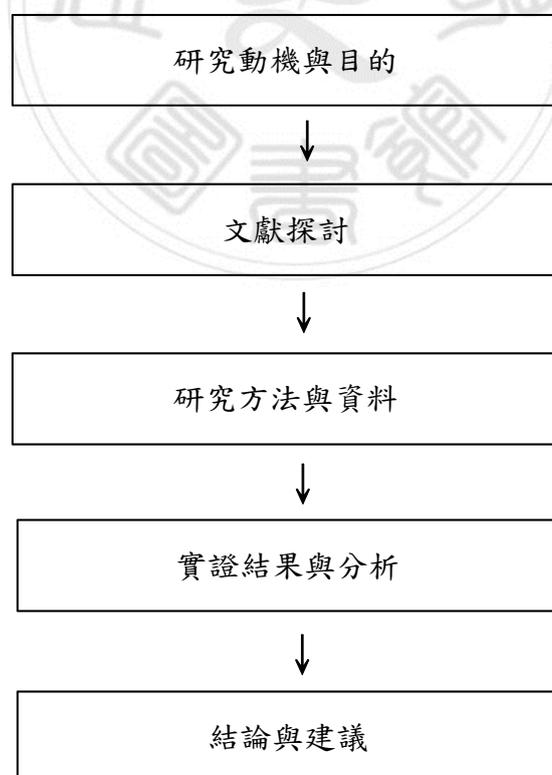


圖 2 研究流程架構圖

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

效率市場假說(Efficient Market Hypothesis)為：「所有證券的價格都能充分並且快速的反應在所有市場相關的訊息，所以投資者在做投資決策時，會將所有相關訊息反應在證券價格上，也因此投資人所收集的資訊並不能獲得超額利潤。」Fama (1970) 將市場效率分成弱式效率市場、半強式效率市場和強式效率市場三種基本型態：

1. 弱式效率市場 (Weak Form Efficiency Market)

即過去的價格變化、交易量及其他的訊息皆已充分地反應於價格；若以過去的資料來分析目前的市場狀況，並無法獲取超額利潤。

2. 半強式效率市場 (Semi-Strong Form Efficiency Market)

在過去及目前所有大眾皆知的訊息 (包括交易量、價格變化及其他相關訊息) 充分反應在價格上；若以大眾皆知的資訊來分析目前的市場狀況，無法獲得超額利潤。

3. 強式效率市場 (Strong Form Efficiency Market)

即在過去和目前所有大眾或私有的訊息皆充分地反應在價格上；無論使用大眾皆知或私有的訊息，都無法預測市場的情況。

Fama (1970) 效率市場理論目前已成為學者專家在研究資本市場效率性及財務理論上的一項重要指標，Fama (1991) 再進一步地整合市場效率性的相關研究，把市場效率性檢定分成三部分：

1. 弱式效率市場檢定，即報酬預測能力檢定，將原先歷史資料價量資訊，再加入可預測報酬的變數，如盈餘價格比、利率、股利殖利率與公司規模等。

- 2.半強式效率市場檢定，即事件研究法，在應用觀察某一特定事件的宣告，造成股票的異常報酬時，其異常報酬率在某一特定事件日之後是否能在一、二天之內反應完畢，而沒有延遲現象。Fama 認為事件研究法是檢定市場效率較適合的實證方法，尤其是以日報酬計算，此種方法可以較清楚的描繪出股價對資訊調整的速度。
- 3.強式效率市場檢定，即私有訊息的檢定，為探討投資人是否可以因擁有私有訊息而擊敗市場。

二、效率市場假說相關文獻

在學術實證研究中，效率市場假說的文獻相當多，大都以探討事件的發生是否會產生異常報酬並且迅速反應完畢而符合效率市場假說。對其國際重大事件、重大金融事件、庫藏股宣告、公司重大事件等各種不同議題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。本節將針對研究相關之文獻歸納為：庫藏股宣告、公司重大事件宣告及專家推薦資訊等三個類型來做說明。

在庫藏股宣告相關文獻，李憲彥（2005）應用事件研究法分析庫藏股購回宣告之效應，以 t 檢定、Seheffe 檢定、複迴歸分析來檢定各因子是否對庫藏股購回效應存在影響。實證結果指出，台灣庫藏股購回宣告效應顯著，股價回升明顯是在宣告的 3-5 天內，而且在之後仍然有持續性的股價異常上漲，直到第 21 天，由此推論台灣上市公司庫藏股的購回不具半強式效率市場。此外，台灣並不符合效率市場，因市場上的資訊是不對稱的，有些投資人可能透過內線交易方式，比一般投資者更早獲得公司資訊，因此在宣告日之前就有異常報酬的產生；其次庫藏股購回宣告是一利多消息，因而在宣告後股價仍有持續性的異常上漲。黃泰銘（2001）應用市場模型（Market Model）來探討事件宣告期間，投資人是否有異常報酬產生，研究探討台灣證券市場是否具有效率性。結果顯示，市場訊息在宣告日之前幾天就已經陸續反應，表示資訊投資人可能透過內線交易的方式，比流

動性投資人更早獲得公司資訊，因此在宣告日之前就有異常報酬產生，並在事件宣告日之後，市場仍有異常報酬率存在，反應出台灣並不存在半強式效率市場。

公司重大事件宣告相關文獻方面，葉慧敏（2007）利用事件研究法，來探討藥物通過上市之資訊是否具有內涵，研究結果指出，其宣告效果於藥品通過 FDA 核准上市前五日就已存在，且呈現正的顯著異常報酬，此表示藥品通過上市訊息可能有外溢之情形發生；整體宣告效果顯示，藥品上市宣告效果自事件日前五日持續至事件日後第十日，投資人可從公開訊息中獲取超額報酬，因此藥品通過上市之訊息在美國市場是呈現弱式效率市場，顯示投資人可在藥品通過上市前，提前買進該公司股票來獲取較高之超額報酬。林章德（2000）以市場模式來估計期望報酬率，檢驗上市公司重大投資宣告對股價之影響。依全體樣本而言，上市公司在進行重大投資宣告時，於宣告日當天出現顯著的正向異常報酬，於重大投資具有正面的資訊效果，而此效果在一、二天之內就反應完畢，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。

專家推薦資訊相關文獻，王慧雯（1998）研究晚報推薦訊息對臺灣股票市場之影響，實證結果顯示，以推薦資訊與隨機選取之投資組合的結果來說，在考慮交易成本之後，其異常報酬檢定結果為零，顯示其報酬率等於市場之報酬率，而投資人只能獲取正常之投資報酬，無超額報酬，顯示出台灣的股票市場符合半強式效率市場的假說。

第二節 寬鬆政策之相關文獻

量化寬鬆 (QE) 是屬於一種貨幣政策，簡單的說法就是增印鈔票，即是中央銀行必須維持低利率的條件之下，創造出指定金額的貨幣，向金融市場注入龐大的資金，並操作資產購買來化解市場上資金不流通，藉以改善處於資金緊縮的環境。以量化寬鬆政策來改善整體經濟的問題，其主要的功能在對金融市場缺少信心和投資減少的情況下，提供充足的資金供給，進而解決流動性的問題，促使金融業的體系能更健全。其次是低利率使得投資者在貸取資金上得以降低成本，促使市場上消費力增強。

有關寬鬆政策相關文獻，李昭佩(2015)日本安倍經濟學對台灣股市之影響，研究探討日本「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。蔡宜洲(2015)研究美國實施量化寬鬆對台股之影響研究選取 QE 事件各 3 個正面與負面的事件期進行研究，分別探討這些事件期對各類股累積平均異常報酬(CAAR)是否有顯著不同。實證結果顯示，QE2 及 QE3 宣佈實施結束對台股呈現顯著之負向影響。陳韻婷(2013)以三次 QE 來看，實證顯示，台股報酬率皆會「Granger 影響」促使外資買賣超變動。在 QE1 期間外資買賣超操作對台股報酬率呈現正向反應，於 QE2 則略呈正向反應，再以 QE3 開始實施起至 2013 年 4 月 30 日期間來看與 QE1、QE2 相同。郭芳誌(2013)美國量化寬鬆以 2000 年至 2012 年為例，研究顯示，美國在實施第一次量化寬鬆時，影響台灣對國際金融業務分行獲利能力形成上升情形。黃菁芸(2013)研究指出，台灣金融股及電子股之股價指數受美國第一次量化寬鬆政策影響，呈現顯著的正相關。李建璋(2013)實證結果呈現，QE 對其相關類股，長期來看為有利之資訊可獲取異常報酬，短期來看則有利空之效應，顯示美國執行量化寬鬆對台灣股票市場會造成影響。

寬鬆政策的實施同時也產生貧富不均的問題，Rey (2013) 的研究顯示，在主要經濟體的貨幣政策是全球性金融週期的主要決定性因素之一，相對的影響國際金融體系中銀行的槓桿、資本的流動與信貸的增長，並且影響到其他國家貨幣政策的獨立性。Saez (2013) 研究指出在 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，顯示在金融海嘯後，收入前 1% 的人比後 99% 的人更容易從金融海嘯中復甦，研究結果從 2009 年至 2012 年，每戶家庭實質所得成長約 6%，且大部分的所得是在到 2012 年間發生，且從 2009 年到 2012 年，全美收入前 1% 的人其收入成長了 31.4%，後 99% 的人之收入卻只成長了 0.4%，顯示所得分配不均。美國實施寬鬆政策對殖利率也產生很大的影響，Gagnon et al. (2010) 以量化寬鬆政策為樣本，實證結果顯示購債計畫導致了一系列債券的長期利率包含了那些未在購債計畫中的債券都持續下跌。Bauer and Rudebusch (2013) 認為購債計畫對於降低未來短期利率預期會有很重要的信息效果。Amico and King (2010) 探討量化寬鬆政策期間平均每次的購買操作，會使購買當天殖利率下降 3.5 個基點，依整體而言殖利率曲線則下移了 50 個基點。

也有部分的研究指出美國實施量化寬鬆政策未對台灣總體經濟及金融資產產生影響，陳俊諺 (2013) 研究探討美國實行量化寬鬆期間台灣總體經濟指標對類股指數之影響，以 2008 年 11 月至 2012 年 12 月為研究期間，結果顯示，類股指數的走勢可依量化寬鬆期間時台灣總體經濟的變動，如匯率、外匯存底、通貨膨脹等來做預測。但因 M1B 與 M2 與類股指數不互為因果關係，其類股指數並不會受量化寬鬆期間貨幣供給的增長而產生變動。

第三節 匯率對股價報酬影響之相關文獻

由於貨幣寬鬆政策使利率下跌，進一步影響匯率貶值，因此，本文加入匯率對股價報酬影響的相關文獻。當我國的經濟受到進出口影響較大時，匯率的變動除了會透過貨幣供給而影響股價外，也會影響其國家對外貿易的變化及進出口結構，而間接地影響股價。在出口方面，若本國幣貶值，外國通貨表示的本國產品價格下跌，則將會增加外國對本國貨物的需求，使出口增加。倘若本國貨幣升值，外國通貨表示的本國產品價格上升，則將影響使本國出口減少。而在進口方面，若本國貨幣貶值，以本國通貨所表示的外國產品價格上升，則會減少本國對外國貨物的需求，使進口減少。相反地，如果本國貨幣升值，以本國通貨表示的外國產品價格下跌，則將使本國進口增加。對外貿易依存度高的產業或企業來說，不論是大部分產品銷售到國外或是設備和原料自國外進口，其營運和獲利狀況都會受匯率變動的影響而反應在股價上。在匯率變動對各產業的影響方面，一般而言，自國外進口原料而以內銷為主的產業，將會因本國貨幣升值而提高獲利能力，進而使股價上漲；若以出口為主的產業，則會因本國貨幣升值而降低其產品的國際競爭力，因而減少獲利使股價下跌。

在匯率對股價報酬影響之相關文獻，高國盛（1995）分別以匯率因素及匯率與市場報酬指數與股票報酬的實證分析，研究指出臺灣在出口商與產業受到匯率暴露的影響相較於美、日、加等國皆來得大。在廖明興（1996）研究結果，顯示於異常報酬率定義為市場調整模式的情況下（以每月為一期），則當期的匯率變動，對股票異常報酬率會產生顯著的影響。彭美鳳（2006）研究結果顯示，於傳統資本市場法下，整體有 12.9% 之公司股票報酬率皆會受到當期匯率變動的影響，並且具顯著之公司集中於資訊電子、紡織及電器產業。而處在不對稱資本市場法下，具顯著外匯暴露之公司中，大約有 64% 的公司股票報酬率皆會受到不對稱暴露影響，且暴露係數以正向居多（83%），研究結果顯示，當台幣升值時，將有利於進口導向之公司而使得股票報酬率上升。

部分研究指出沒有足夠證據支持落後匯率變動會顯著影響股價，例：蘇松齡（1999）研究結果顯示，當台幣貶值時，對出口商股票報酬有利的效應會反應在一、兩個月後，而台灣公司的速動比率、負債比率、出口比例皆正向且顯著的影響匯率暴露。黃亭穎（2011）實證結果顯示，於首次 ECFA 事件宣告時，對整體受影響的股價，或個別產業下的股價，於證券市場上均認為此一消息為利多之宣告，因而產生顯著的異常報酬。雖然在市場上諸多消息的釋出以及經過一年多的兩岸協商，有部分認為會對臺灣之產業造成負面的影響，但股票市場在之前已反應其事件的宣告效果，在 ECFA 正式簽署時，結果顯示市場對此消息之股價反應並沒有顯著的影響效果。



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2014年1月1日至2015年6月30日為研究期間，本研究資料取自聯合晚報、聯合報、經濟日報及關於歐洲執行貨幣寬鬆政策之報導做為參考之依據，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

本研究樣本選取以我國與歐洲往來密切的產業類股股價作為研究標的(如表3)，在2014年1月~2015年6月期間進出口貿易總金額約857億美元，其中包括電機機械類股、化學類股、汽車類股、鋼鐵類股、電子類股等5大類股占約743億美元約86.8%（如表4），由於本文研究歐洲執行貨幣寬鬆政策，因此加入金融類股共6大類股作為研究。

表3 台灣與歐洲雙邊經貿進出口主要項目

我國對歐洲主要出口項目	電機與設備及其零件；錄音機及聲音重放機；電視影像、聲音記錄機及重放機；；核子反應器、鍋爐、機器及機械用具及其零件鐵道及電車道車輛以外之車輛；鋼鐵製品；塑膠及其製品；鋼鐵；卑金屬製工具、器具、利器；光學、照相、電影、計量、精密、內科或外科儀器及器具；玩具、遊戲品與運動用品，以及上述各物之零件及附件；有機化學產品
我國對歐洲主要進口項目	核子反應器、鍋爐、機械用具；礦物燃料、礦油及其蒸餾產品；含瀝青物質；礦蠟電機與設備；錄音機及聲音重放機；電視影像、聲音記錄機及重放機；鐵道及電車道車輛以外之車輛；醫藥品；有機化學產品；光學、計量、精密、內科或外科儀器及器具，；鋼鐵；雜項化學產品

資料來源：本研究整理

表 4 我國對歐洲進出口主要類別貿易值

單位:千美元

期間	2014 年 1 月~2015 年 6 月			
我國對歐洲進出口貿易總金額			85,700,504	
類別	出口金額	進口金額	合計金額	占總金額比例
電機機械類	20,162,108	12,118,522	32,280,631	37.70%
化學類	5,348,818	10,156,907	15,505,726	18.10%
汽車類	3,989,746	8,442,488	12,432,235	14.50%
鋼鐵類	6,389,629	2,197,987	8,587,616	10.00%
電子類	2,196,914	3,373,406	5,570,321	6.50%
合計	38,087,218	36,289,313	74,376,531	86.80%

資料來源：本研究整理

三、事件日

本文為探討歐洲執行貨幣寬鬆政策對台灣股市之影響，以 2014 年 9 月 4 日 ECB 宣布預期將於 10 月推歐版 QE，2015 年 1 月 22 日宣告 (QE) 措施將從 3 月開始及 2015 年 3 月 9 日歐洲央行開始啟動 QE 等 3 個相關之事件日為研究，表 5 為歐洲執行貨幣寬鬆政策相關事件日及事件發生之簡述。

表 5 歐洲執行貨幣寬鬆政策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
2014.09.04 宣布預期將於 10 月推歐版 QE	經濟日報	2014 年 9 月 4 日，ECB 宣布預期將於 10 月推歐版 QE，市場反應激烈，歐元貶破 1.3 美元。另外，10 月起開始收購民間資產將開始向銀行收購證券化貸款以及擔保債券，以協助釋出資金、促進歐元區境內的放款。
2015.01.22 宣告 (QE) 措施將從 3 月開始	經濟日報	2015 年 1 月 22 日歐洲央行 (ECB) 總裁德拉基宣布推出量化寬鬆 (QE) 措施將從 3 月開始，購買的資產包括各成員國公債、資產擔保證券 (ABS) 及擔保債券 (Covered Bond) 並對銀行業提供總額達數千億美元的長期低利貸款，降低貸款利率。ECB 明年初將重新評估，視需要決定是否改變 QE 措施的規模、速度及組合。
2015.03.09 開始啟動 QE	經濟日報	2015 年 3 月 9 日，歐洲央行 (ECB) 開始啟動 QE 收購公債計畫，從次級市場收購歐元計價公債，並持續買進去年開始購入的資產擔保證券 (Asset Backed Security; ABS) 與擔保債券 (Covered Bond)。」預計每月將收購 600 億歐元公債 (665 億美元)，直到「2016 年 9 月或通膨回升到低於、但接近 2% 的通膨目標值為止」。藉此對歐元區經濟達到提振成長與通膨的目的。

資料來源：本研究整理

第二節 研究方法

一. 設定估計期

本文以事件研究法進行研究，因必須建立證券預期報酬，所以需設立一段期間 t_1 到 t_2 的預期模式，這段期間稱之為估計期，而全部的估計長度為 T 期，以 $T=t_2-t_1+1$ 。用這個估計期就可以建立預期模式在股票報酬上面，但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，做為探討此一期間異常報酬之依據。再以事件日的前一期定義為 $t-1$ 期，前兩期為 $t-2$ 期，事件日本身定義為第 0 期，後兩期為 $t+1$ 和 $t+2$ 期，以此類推。本文的估計期依蔡宜洲(2015)事件研究法設定為-180 至-11 天，檢驗 3 個不同事件日，觀察歐洲執行貨幣寬鬆政策對台灣整體股市及不同類股之影響是否產生異常報酬。

二. 市場模式 (Market Model)

市場模式是建立在傳統之資本資產定價模型(CAPM; Capital Asset Pricing Model)之理論，而市場風險為唯一納入估算預期報酬之解釋因子，亦稱為單因子模型，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(Average Abnormal Returns; 簡稱 AAR)及累積平均異常報酬率(Cumulative Average Abnormal Returns; 簡稱 CAAR)。本文的研究方法是以市場模式為主，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 ; OLS) 建立以下的迴歸模式

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

R_{it} ：是表示公司 i 在 t 期的報酬率， ε_{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} 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。

在進行統計檢定之前，要計算平均異常報酬率 (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(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，利用事件研究法來求出歐洲執行貨幣寬鬆政策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，第一節為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），第二節探討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 2014 年 09 月 04 日歐洲央行（ECB）宣布預期將於 10 月推歐版 QE，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 0.1558%，達到 1%顯著水準，且延續到事件日後的第 1 天、第 3 天、第 7 天、第 9 天及第 10 天都有達到 10%的顯著水準之正的平均異常報酬率（AAR），在事件日後的第 5 天及第 6 天也有達到 1%的顯著水準之負的平均異常報酬率（AAR）。

另由表 6 中顯示的累積平均異常報酬率（CAAR）在事件日前第 10 天為顯著負報酬，事件日前第 9 天轉為正報酬。事件日前第 8 天開始至事件日後第 10 天均顯著為正，且累積平均異常報酬率（CAAR）仍維持 1%的顯著水準。研判應該是歐洲宣布將執行貨幣寬鬆政策剛發生，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	-0.3194 ^{***}	0.0000	-10	-0.3194 ^{***}	0.0000
-9	0.4312 ^{***}	0.0000	-9	0.1118	0.1463
-8	0.5110 ^{***}	0.0000	-8	0.6228 ^{***}	0.0000
-7	0.5864 ^{***}	0.0000	-7	1.2092 ^{***}	0.0000
-6	-0.0677	0.2136	-6	1.1416 ^{***}	0.0000
-5	0.1068 ^{**}	0.0497	-5	1.2483 ^{***}	0.0000
-4	0.7347 ^{***}	0.0000	-4	1.9830 ^{***}	0.0000
-3	-0.0774	0.1547	-3	1.9056 ^{***}	0.0000
-2	0.1220 ^{**}	0.0250	-2	2.0276 ^{***}	0.0000
-1	-0.5318 ^{***}	0.0000	-1	1.4958 ^{***}	0.0000
0	0.1558 ^{***}	0.0042	0	1.6516 ^{***}	0.0000
1	0.2370 ^{***}	0.0000	1	1.8885 ^{***}	0.0000
2	-0.0702	0.1972	2	1.8184 ^{***}	0.0000
3	0.2803 ^{***}	0.0000	3	2.0986 ^{***}	0.0000
4	-0.0643	0.2372	4	2.0343 ^{***}	0.0000
5	-0.1475 ^{***}	0.0067	5	1.8868 ^{***}	0.0000
6	-0.3359 ^{***}	0.0000	6	1.5509 ^{***}	0.0000
7	0.1304 ^{**}	0.0165	7	1.6814 ^{***}	0.0000
8	-0.0538	0.3226	8	1.6275 ^{***}	0.0000
9	0.0909 [*]	0.0950	9	1.7184 ^{***}	0.0000
10	0.4886 ^{***}	0.0000	10	2.2070 ^{***}	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

表 7 為第二事件日於 2015 年 1 月 22 日由歐洲央行 (ECB) 總裁德拉基宣布將推出量化寬鬆 (QE) 措施的金融政策，此訊息應為好消息，但台灣股市卻漲跌互見。事件日當天呈現正的平均異常報酬率 (AAR) 為 0.2577%，在事件日前第 9 天、前第 6 天、前第 2 天及事件日後第 5 及第 6 天均有達到 5% 的顯著水準之正的平均異常報酬率 (AAR)，其中又以事件日前第 6 天達到最高為正的平均異常報酬率 (AAR) 0.7352%。但在事件日前第 10 天、前第 4 天、前第 3 天、前第 1 天及事件日後的第 1 天、第 7 天至第 9 天也有達到 5% 的顯著水準之負的平均異常報酬率 (AAR)；其中又以事件日前第 10 天達到最高之負的平均異常報酬率 (AAR) 為 -1.3615%。

另由表 7 中的累積平均異常報酬率 (CAAR) 以呈現事件日前第 5 天及前第 6 天為正的累積平均異常報酬率 (CAAR) 外，均為負的累積平均異常報酬率 (CAAR)，其中除事件日前第 5 天至事件日前第 8 天不顯著外，餘均達到 10% 的顯著水準之負的累積平均異常報酬率 (CAAR)，其中又以事件日後的第 10 天呈現最高負的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 -4.2730%，且達到 1% 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	-1.3615 ^{***}	0.0000	-10	-1.3615 ^{***}	0.0000
-9	0.6646 ^{***}	0.0005	-9	-0.6969 ^{***}	0.0097
-8	0.2925	0.1249	-8	-0.4044	0.2205
-7	-0.1557	0.4140	-7	-0.5601	0.1417
-6	0.7352 ^{***}	0.0001	-6	0.1750	0.6813
-5	0.1002	0.5992	-5	0.2752	0.5555
-4	-1.1149 ^{***}	0.0000	-4	-0.8397 [*]	0.0959
-3	-1.0457 ^{***}	0.0000	-3	-1.8854 ^{***}	0.0005
-2	0.4560 ^{**}	0.0167	-2	-1.4293 ^{**}	0.0124
-1	-0.7709 ^{***}	0.0001	-1	-2.2002 ^{***}	0.0003
0	0.2577	0.1764	0	-1.9425 ^{***}	0.0021
1	-1.0002 ^{***}	0.0000	1	-2.9427 ^{***}	0.0000
2	0.1027	0.5901	2	-2.8400 ^{***}	0.0000
3	-0.1046	0.5832	3	-2.9446 ^{***}	0.0000
4	0.1592	0.4036	4	-2.7854 ^{***}	0.0002
5	0.5327 ^{***}	0.0052	5	-2.2527 ^{***}	0.0031
6	0.4419 ^{**}	0.0204	6	-1.8108 ^{**}	0.0212
7	-1.1759 ^{***}	0.0000	7	-2.9867 ^{***}	0.0002
8	-0.4711 ^{**}	0.0135	8	-3.4577 ^{***}	0.0000
9	-0.7344 ^{***}	0.0001	9	-4.1921 ^{***}	0.0000
10	-0.0809	0.6713	10	-4.2730 ^{***}	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

表 8 為第三事件日於 2015 年 03 月 09 日由歐洲央行 (ECB) 開始啟動 QE 收購公債計畫，藉此對歐元區經濟達到提振成長與通膨的目的，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 0.7429%，且在事件日前第 1 天至前第 2 天、前第 4 天至前第 6 天、前第 9 天及事件日後第 4 至 5 天、第 9 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 3 天也有達到 10% 顯著水準之正的平均異常報酬率 (AAR)；其中以事件日前第 6 天達到最高正的平均異常報酬率 (AAR) 為 0.9291%。

由表 8 的實證結果顯示事件日前第 7 天至前第 10 天呈現負的累積平均異常報酬率 (CAAR)，自事件日前第 6 天起轉為正報酬，至事件日後第 10 天均達到 1% 顯著水準之正的累積平均異常報酬率 (CAAR)，其中又以事件日後第 5 天達到最高之正的累積平均異常報酬 (CAAR) 為 3.6192%，研判應該是歐洲宣布執行貨幣寬鬆政策，藉此對歐元區經濟達到提振成長與通膨的目的，對台股產生顯著之影響。

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	-0.3732 ^{***}	0.0000	-10	-0.3732 ^{***}	0.0000
-9	0.1867 ^{***}	0.0002	-9	-0.1865 ^{***}	0.0077
-8	0.0658	0.1831	-8	-0.1207	0.1590
-7	-0.0226	0.6474	-7	-0.1433	0.1475
-6	0.9291 ^{***}	0.0000	-6	0.7858 ^{***}	0.0000
-5	0.2162 ^{***}	0.0000	-5	1.002 ^{***}	0.0000
-4	0.1551 ^{***}	0.0017	-4	1.157 ^{***}	0.0000
-3	0.0916 [*]	0.0641	-3	1.2486 ^{***}	0.0000
-2	0.7137 ^{***}	0.0000	-2	1.9623 ^{***}	0.0000
-1	0.2178 ^{***}	0.0000	-1	2.1801 ^{***}	0.0000
0	0.7429 ^{***}	0.0000	0	2.9229 ^{***}	0.0000
1	-0.1457 ^{***}	0.0032	1	2.7773 ^{***}	0.0000
2	-0.2009 ^{***}	0.0000	2	2.5764 ^{***}	0.0000
3	-0.0049	0.9208	3	2.5714 ^{***}	0.0000
4	0.4208 ^{***}	0.0000	4	2.9922 ^{***}	0.0000
5	0.6269 ^{***}	0.0000	5	3.6192 ^{***}	0.0000
6	-0.3395 ^{***}	0.0000	6	3.2796 ^{***}	0.0000
7	-0.5165 ^{***}	0.0000	7	2.7632 ^{***}	0.0000
8	0.0704	0.1546	8	2.8336 ^{***}	0.0000
9	0.2716 ^{***}	0.0000	9	3.1051 ^{***}	0.0000
10	-0.0331	0.5029	10	3.0720 ^{***}	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

圖 3 及圖 4 為全體樣本之 1,544 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。由圖 3 各事件日的 AAR 曲線可看出，第一事件日在歐洲央行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，尤其是宣告當天及事件日後第 1 天均為正的平均異常報酬率 (AAR)，顯示投資人對歐洲執行貨幣寬鬆政策之議題十分敏感，第二事件日在歐洲央行宣布推出新的金融政策時，台灣股市卻漲跌互見，反應最為激烈，且在事件後第 7 天 ($t=7$) 達到最高之負的平均異常報酬率 (AAR) -1.1759% 。在第三事件日由歐洲央行發布最新經濟措施時，當天 ($t=0$) 為正報酬，自事件日後第 1 至 3 天均為負的平均異常報酬率 (AAR)。

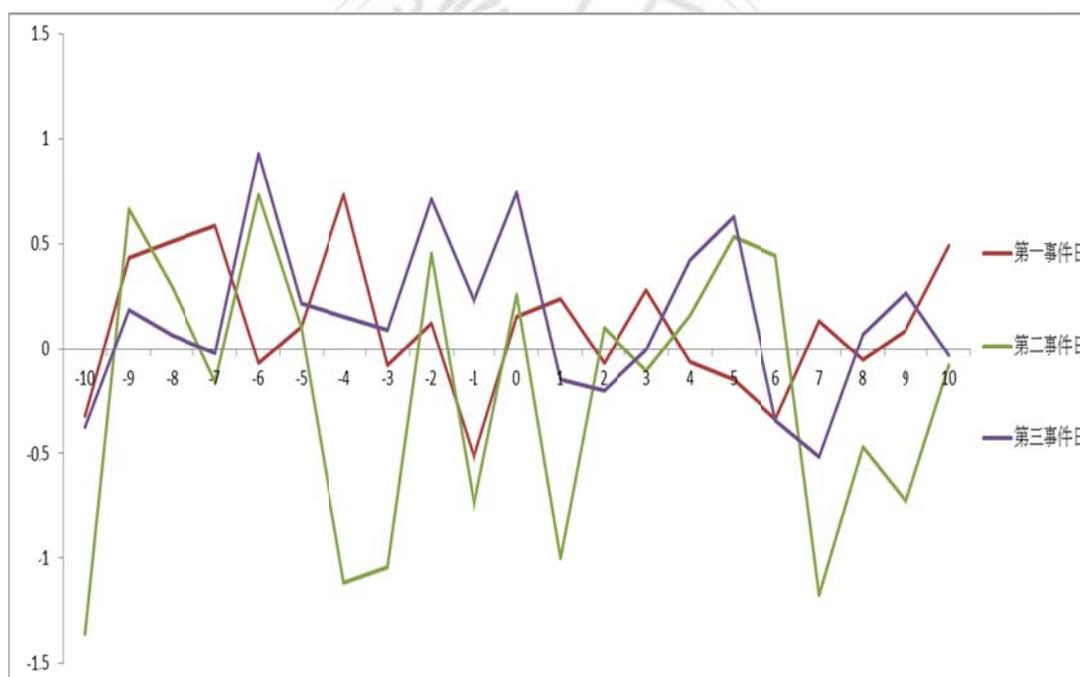


圖 3 各事件日之平均異常報酬率

圖 4 為各事件日的 CAAR 曲線，顯示在第一事件日歐洲執行貨幣寬鬆政策宣告，台股股價受激勵且有延燒之現象，自事件日前第 9 日起均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前第 4 天起(t-4)跌幅加重至事件日後 10 天的期間內均為負的累積平均異常報酬率 (CAAR)，但在第三事件日前第 6 天至後 10 天的期間內均為正的累積平均異常報酬率 (CAAR)，表示此訊息之宣告對台灣股市存在正面影響。

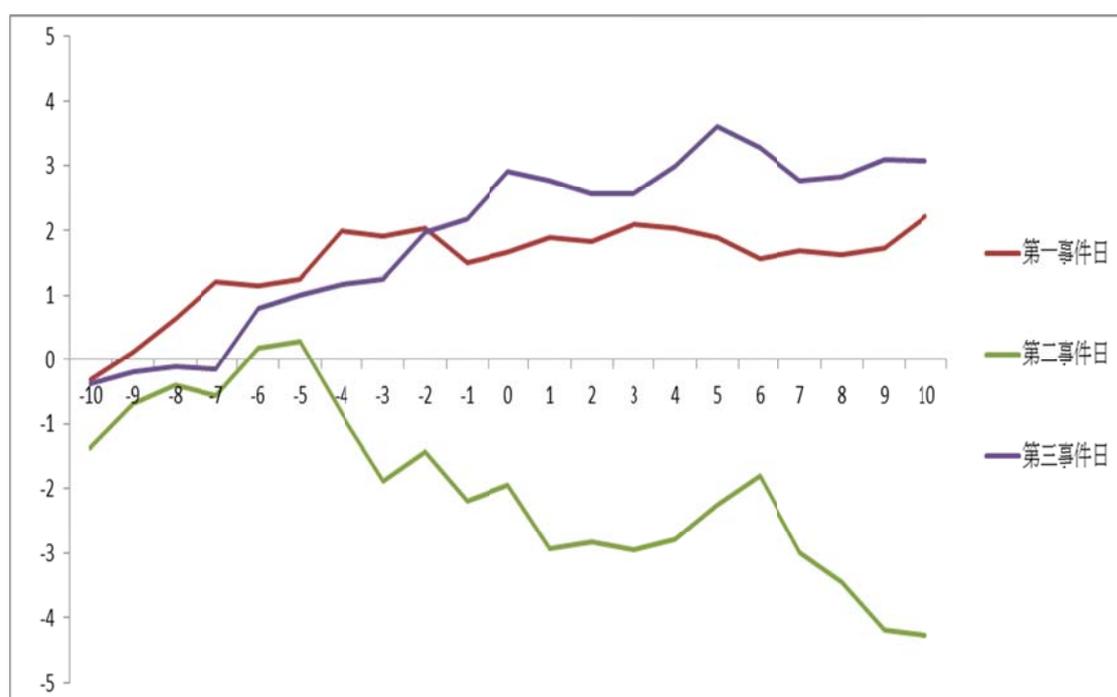


圖 4 各事件日之累積平均異常報酬率

綜合以上結果，顯示歐洲執行貨幣寬鬆政策，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，雖第二事件日的影響力呈負面下滑，但在第一事件與第三事件日皆產生正面影響。以下將進一步檢視六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 六大類股在不同事件日之 AAR 及 CAAR

表9為歐洲執行貨幣寬鬆政策宣告三個事件日之六大類股平均異常報酬率 (AAR) 之實證結果，表10為歐洲執行貨幣寬鬆政策宣告三個事件日之六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和汽車類股達到負報酬外，電機機械類股為0.0962%，鋼鐵類股為3.2201%，化學類股為0.0919%，金融類股為0.2660%均為正的平均異常報酬率 (AAR)，除金融類股為10%的顯著水準外，全部都不顯著。上述結果，隱含歐洲執行貨幣寬鬆政策宣告之初次事件，台灣股市反應普遍上揚，且以鋼鐵類股漲幅較大。另由表10結果中得知第一事件日之六大類股累積平均異常報酬率 (CAAR) 均為正值，其中電子類股、鋼鐵類股、化學類股及金融類股均達到5%的顯著水準，且化學類股的累積平均異常報酬率 (CAAR) 最高達2.5384%。

另由表9結果顯示，第二事件日宣告時六大類股除汽車類股為負報酬外均呈現正的平均異常報酬率 (AAR)，電機機械類股為0.1245%、電子類股為0.2657%、鋼鐵類股為0.6290%、化學類股為0.4653%及金融類股為0.4259%；上述結果，隱含歐洲執行貨幣寬鬆政策宣告推出新的金融政策對於台灣六大類股股價影響是正面的，其中電子類股及金融類股達到1%的顯著水準，鋼鐵類股為5%顯著水準及化學類股為10%顯著水準之正的平均異常報酬率 (AAR)。但由表10結果中得知第二事件日之六大類股均為負的累積平均異常報酬率 (CAAR)，其中電子類股達到1%的顯著水準，汽車類股為10%顯著水準之負的累積平均異常報酬率 (CAAR)。

再由表9結果顯示 第三事件日宣告當天六大類股也是全部都為正的平均異常報酬率 (AAR)，其中電機機械類股為1.0006%及電子類股為0.7424%均達1%的顯著水準之正的平均異常報酬率 (AAR)，化學類股為0.5642%達5%的顯著水

準之正的平均異常報酬率(AAR)，其餘汽車類股為0.6412%、鋼鐵類股為0.0840%及金融類股為0.2051%，均不顯著；上述結果，應該與歐洲貨幣寬鬆政策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)。再由表10結果中得知第三事件日之六大類股累積平均異常報酬率(CAAR)只有鋼鐵類股的-0.4533%及金融類股的-0.7786%為負值，其他類股均為正的累積平均異常報酬率(CAAR)，尤其電機機械類為3.7690%及電子類股為2.9159%都有達到1%的顯著水準，化學類股為2.2756%達到5%的顯著水準之正的累積平均異常報酬率(CAAR)。

綜合上述，該三個事件日宣告對六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，雖第二事件日呈現負的累積平均異常報酬率(CAAR)但整體之累積平均異常報酬率(CAAR)以正值居多。

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	鋼鐵	化學	金融
第一事件日 (2014/06/05)	0.0962 (0.2102)	-0.0432 (0.6089)	-0.9812 (0.2071)	3.2201 (2.4671)	0.0919 (0.7381)	0.266 (0.0631)*
第二事件日 (2015/01/22)	0.1245 (0.5705)	0.2657 (0.0007)***	-0.6380 (0.3462)	0.6290 (0.0296)**	0.4653 (0.0874)*	0.4259 (0.0027)***
第三事件日 (2015/03/09)	1.0006 (0.0000)***	0.7424 (0.0000)***	0.6412 (0.3212)	0.0840 (0.7640)	0.5642 (0.0354)**	0.2051 (0.1483)

註：1.括號中為 P-Value。

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	鋼鐵	化學	金融
第一事件日 (2014/09/04)	0.6963 (0.4066)	1.2665 (0.0000) ^{***}	1.9249 (0.4555)	2.1364 (0.0192) ^{**}	2.5384 (0.0053) ^{***}	1.1371 (0.0165) ^{**}
第二事件日 (2015/01/22)	-0.7892 (0.2782)	-1.6511 (0.0000) ^{***}	-4.0640 (0.0704) [*]	-1.0971 (0.2527)	-1.1407 (0.2064)	-0.6839 (0.1460)
第三事件日 (2015/03/09)	3.7690 (0.0000) ^{***}	2.9159 (0.0000) ^{***}	0.6328 (0.7679)	-0.4533 (0.6251)	2.2756 (0.0105) ^{**}	-0.7786 (0.0980) [*]

註：1.括號中為 P-Value。

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 11 為歐洲執行貨幣寬鬆政策宣告三個事件日之六大類股平均異常報酬率 (AAR) 之整理總表，平均異常報酬率 (AAR) 為正值且 P-Value<10%顯著水準之類股為符合假說。表 12 為歐洲執行貨幣寬鬆政策宣告三個事件日之六大類股累積平均異常報酬率 (CAAR) 之整理總表。由表 11 結果顯示只有汽車類股不符合假說，電子類股、化學類股、金融類股都有 2 個符合假說，電機機械類股及鋼鐵類股則有 1 個符合假說。再由表 12 結果顯示三個事件日之六大類股累積平均異常報酬率 (CAAR) 只有汽車類股不符合假說，電子類股、化學類股都有 2 個符合假說，電機機械類股、鋼鐵類股及金融類股則有 1 個符合假說。

表 11 各事件日宣告對不同產業之平均異常報酬率 (AAR) 整理總表

事件日	電機機械	電子	汽車	鋼鐵	化學	金融
第一事件日 (2014/06/05)	不符合	不符合	不符合	不符合	不符合	符合
第二事件日 (2015/01/22)	不符合	符合	不符合	符合	符合	符合
第三事件日 (2015/03/09)	符合	符合	不符合	不符合	符合	不符合

註：平均異常報酬率 (AAR) 為正值且 P-Value<10%顯著水準之類股為符合。

表 12 各事件日宣告對不同產業之累積平均異常報酬率 (CAAR) 整理總表

事件日	電機機械	電子	汽車	鋼鐵	化學	金融
第一事件日 (2014/09/04)	不符合	符合	不符合	符合	符合	符合
第二事件日 (2015/01/22)	不符合	不符合	不符合	不符合	不符合	不符合
第三事件日 (2015/03/09)	符合	符合	不符合	不符合	符合	不符合

註：累積平均異常報酬率 (CAAR) 為正值且 P-Value<10%顯著水準之類股為符合。

由圖 5 顯示在第一事件日宣告時，鋼鐵類股於事件日前第 7 天為最高正的平均異常報酬率 (AAR) 2.4324%，但鋼鐵類股於事件日前第 3 天呈現最高負的平均異常報酬率 (AAR) 為-2.0762%。此結果顯示鋼鐵類股在第一事件日宣告時波動最大。

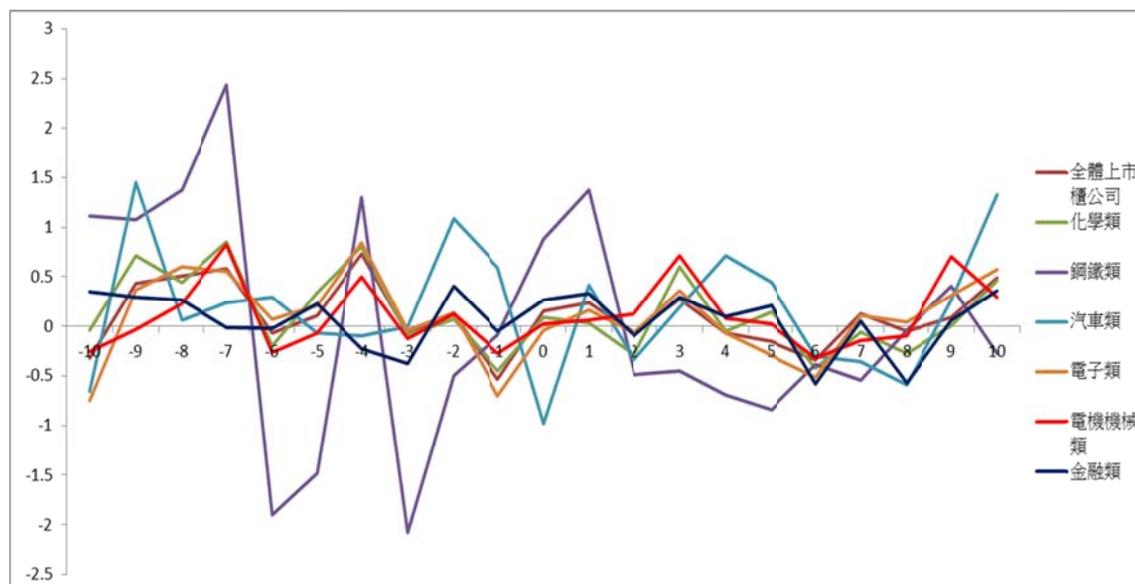


圖 5 各產業於第一事件日宣告之 AAR 圖

由圖 6 顯示鋼鐵類股於事件日前第 7 天有 1% 的顯著水準之最高正的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 5.9962%，其次為汽車類股於事件日後第 10 天正的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 3.7032%，但不顯著，其餘類股，均呈現正的累積平均異常報酬率 (CAAR)。

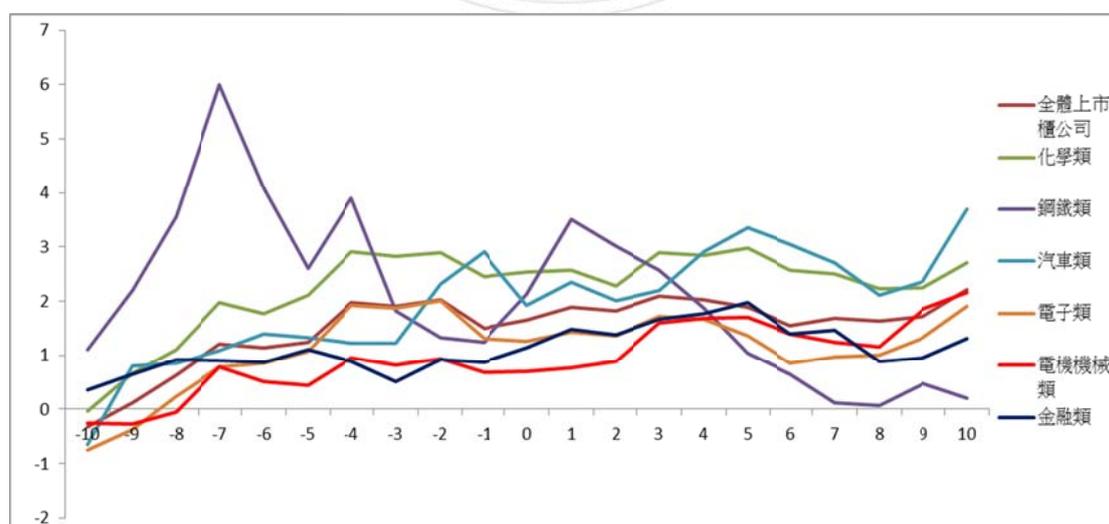


圖 6 各產業於第一事件日宣告之 CAAR 圖

由圖 7 顯示在第二事件日宣告時化學類股於事件日前第 6 天有 1% 的顯著水準之最高正的平均異常報酬率 (AAR) 為 1.1188%，汽車類股於事件日前第 4 天有 5% 的顯著水準之最高負的平均異常報酬率 (AAR) 為 -1.3875%。

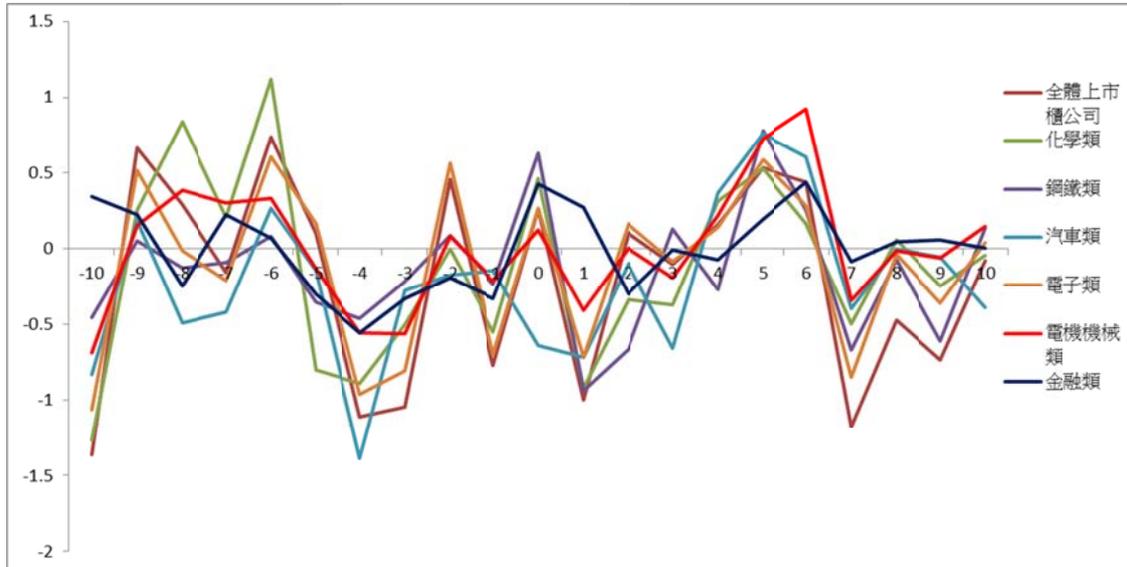


圖 7 各產業於第二事件日宣告之 AAR 圖

由圖 8 顯示化學類股於事件日前第 6 天有 10% 顯著水準之最高正的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 1.1501%，汽車類股於事件日後第 3 天有 5% 的顯著水準之最高負的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 -5.5423%，且除電機機械類股外，各類股均呈現負的累積平均異常報酬率 (CAAR)。

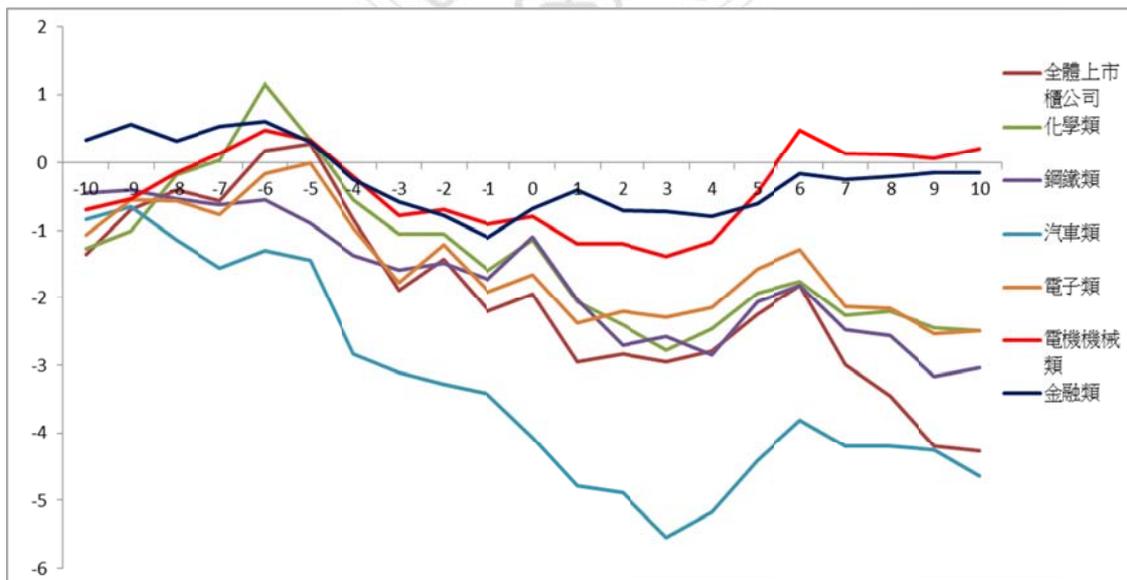


圖 8 各產業於第二事件日宣告之 CAAR 圖

由圖 9 顯示在第三事件日宣告時汽車類股於事件日前第 1 天達最高正的平均異常報酬率 (AAR) 為 1.0424%，但不顯著，其次為電機機械類股於事件日當天有 1% 的顯著水準之次高正的平均異常報酬率 (AAR) 為 1.0006%。

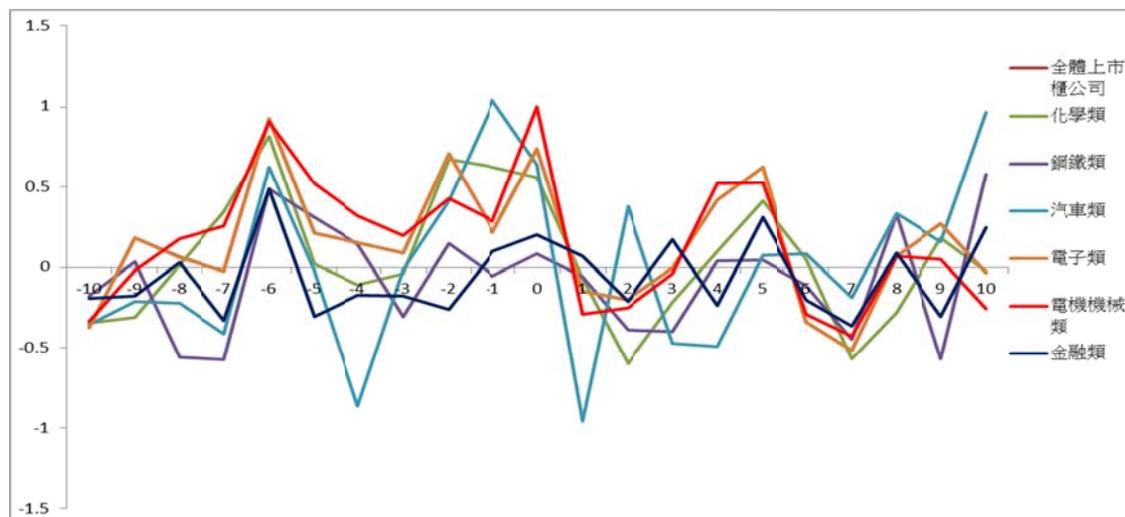


圖 9 各產業於第三事件日宣告之 AAR 圖

由圖 10 顯示電機機械類股在事件日後第 5 天達到 1% 的顯著水準之最高正的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 4.2491%，其次為電子類股於事件日後第 5 天有 1% 的顯著水準之次高正的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 3.6116%，除鋼鐵類股及金融類股外均呈現正的累積平均異常報酬率 (CAAR)，由此可知第三事件日的宣告對各類股雖呈現短暫的負向影響，但整個事件期的累積平均異常報酬率 (CAAR) 卻是正向影響。

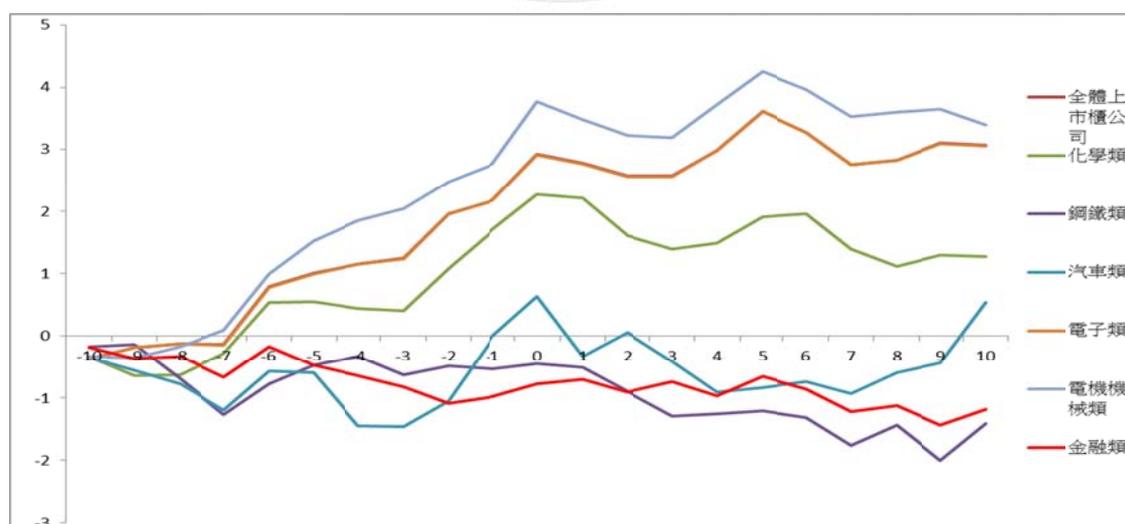


圖 10 各產業於第三事件日宣告之 CAAR 圖

第五章 結論與建議

第一節 結論

由於歐洲是我國第三大進口地區以及第三大出口地區，而我國與歐洲每月進出口貿易總額平均在45 億美元左右，歐洲貨幣寬鬆政策持續推展，對全球的經貿往來造成影響，尤其對仰賴出口帶動經濟成長的我國，勢必將受到衝擊，因而影響台灣整體經濟表現。因此本研究使用事件研究法，選取歐洲央行貨幣寬鬆政策實施的各項提振經濟政策的三個事件日，主要探討歐洲執行貨幣寬鬆政策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2014年1月1日至2015年6月30日為研究期間，另外，本研究進一步探討對台灣上市櫃產業-電機機械類、電子類、汽車類、鋼鐵類、化學類及金融類等6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、歐洲貨幣寬鬆政策之訊息公佈時，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正的平均異常報酬率(AAR)且第一個事件日及第三個事件日達1%的顯著水準；在第一個事件日及第三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)，但在第二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、當歐洲執行貨幣寬鬆政策之訊息公布時，對台灣股市六大類股之股價產生異常報酬。第一個事件日金融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、鋼鐵類股及化學類股均呈現正的平均異常報酬率(AAR)，另電子類股及汽車類股均呈現負的平均異常報酬率(AAR)但都不顯著；第二個事件日六大類股之平均異常報酬率除汽車類股為負值外餘均為正值，且電子類股、鋼鐵類股、化學類股及金融類股均達顯著為正的平均異常報酬率

(AAR)，第三個事件日六大類股之平均異常報酬率(AAR)也是均為正值，且電機機械類股、電子類股及化學類股均達顯著水準。累積平均異常報酬率(CAAR)則在第一個事件日六大類股之累積平均異常報酬率(CAAR)全部均為正值，其中電子類股、鋼鐵類股及化學類股及金融類股均達顯著水準，漲幅最大為化學類股高達2.5384%；第二個事件日均為負值且電子類股及汽車類股達顯著水準，漲幅最大為汽車類股達-4.0640%；第三個事件日除鋼鐵類股及金融類股為負值外，均為正值，漲幅最大為電機機械類股高達3.7690%，其次電子類股2.9169均達1%顯著水準，而化學類股則達5%正的顯著水準。

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、化學類股及金融類股影響較大，均有二個顯著為正之異常報酬，其次為電機機械類股及鋼鐵類股有一個顯著為正之異常報酬，汽車類股則無顯著影響。

綜合以上分析，本研究針對歐洲執行貨幣寬鬆政策宣告之三個訊息，對台灣股市全體上市櫃公司及六大大類股股價之異常報酬，研究結果顯示，前述三個事件對台灣股市全體上市櫃公司及六大類股中，除汽車類股不顯著外，皆存在顯著正面效果。由於世界地球村，資訊的傳遞快速發展，讓國與國間的貿易往來及國際金融市場相互間連動性愈來愈密切，因而當經濟大國推出重大的經濟政策時，對於進出口貿易密切之相關產業影響將會最大。本文之結果可提供主管機關參考幫助健全進出口產業之發展外，亦可以提供投資人參考，作為投資依據。

第二節 後續研究與建議

本研究針對相關事件對台灣電機機械類、電子類、汽車類、鋼鐵類、化學類及金融類等六大產業的股價影響進行探討，但未加入其它和公司有關之財務資料，建議後續研究者亦可加入研究，如 ROE/ROA、獲利比率、現金流量等相關進行研究，至進一步探討財務比率和事件日之股票報酬關係。

參考文獻

中文部份

王慧雯，「晚報推薦資訊對臺灣股票市場影響之研究」，國立成功大學工業管理學系碩士論文，1998年。

王慧菱，「SARS疾病災難事件對股票市場之影響—以台灣生技醫療產業為例」，國立陽明大學醫務管理研究所碩士論文，2005年。

李昭佩，「日本安倍經濟學對台灣股市之影響」南華大學財務金融研究所碩士論文，2015年。

李憲彥，「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，2005年。

李建璋，「美國量化寬鬆貨幣政策對台灣股票市場之影響-事件研究法之應用」，淡江大學財務金融學研究所碩士論文，2013年。

林章德，「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，2000年。

林章德，「上市公司重大投資宣告對股價影響之研究」，東海大學管理研究所碩士論文，2000年。

高國盛，「台灣出口商股票報酬與匯率的實証研究」，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文，1995年。

郭芳誌，「總體經濟因素,美國量化寬鬆與台灣金融政策對台灣國際金融業務分行獲利之影響-以2000年至2012年為例」，國立成功大學企業管理學研究所碩士論文，2013年。

陳俊諺，「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，2012年。

陳韻婷，「在美國量化寬鬆政策下的主要國家匯率與外資買賣超對台股之關聯性」，

國立台灣科技大學財務金融研究所碩士論文，2013年。

黃泰銘，「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

務金融研究所碩士論文，2001年。

黃菁芸，「美國量化寬鬆政策對台灣金融及電子股股價指數之影響」，國立成功

大學企業管理學研究所碩士論文，2013年。

黃亭穎，「ECFA 事件宣告與股價報酬關聯性之研究-以早收清單產業為例」，

銘傳大學企業管理研究所碩士論文，2011年。

彭美鳳，「匯率變動對公司營業收入及股票報酬率之影響：以台灣非金融上市公

司為例」，國立台北大學合作經濟研究所碩士論文，2006年。

廖明興，「探討匯率變動對股票價格之影響--以臺灣股票市場上市公司為例」，

國立成功大學工業管理研究所碩士論文，1996年。

蔡宜洲，「美國實施量化寬鬆對台股之影響」南華大學財務金融研究所碩士論文，

2015年。

鄭瑞宗，「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，1995年。

蘇松齡，「探討匯率變動對股票價格之影響-以台灣之股票市場為例」，國立成

功大學國際企業研究所碩士論文，1999年。

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. 383-420.
- Fama, E. F., 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, The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, pp. 13-37.
- Rey, H., 2013, “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” *Jackson Hole*, Wyoming.
- Saez, E., 2013, “Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States,” (Updated with 2012 preliminary estimates).
- Sharpe, W. F. 1964, Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *The Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3, pp. 425- 442.