



政府與市場

政治事件與股票市場的關係

政治學論叢 50

洪綾君 著

Weber
韋伯文化
良知・品味・責任

政治學論叢 50

政府與市場

政治事件與股票市場的關係

作者：洪綾君

Weber
韋伯文化
良知・品味・責任



Weber Publication International Ltd

Since 1998 良知 品味 責任

將學術當成一生的志業

政治學論叢 X01-050

政府與市場：政治事件與股票市場的關係

版權聲明

作者委託韋伯文化印行

文稿由作者負責

©版權歸原作者所有

該書智慧財產權的全部法律權利和責任由原作者完全所有及承擔

作者：洪綾君

發行人：陳坤森

出版者：韋伯文化國際出版有限公司

責任編輯：黃斯佳

客服專員：陳玉蟾

營業事業登記證字號：13118544

住址：新北市永和區永和路二段 285 號 6 樓

網址：<http://www.weber.com.tw>

Email：weber98@ms45.hinet.net

電話：(02)22324332

傳真：(02)29242812

出版：2012 年 8 月

ISBN：978-986-6338-59-5

◎歡迎個人透過郵政劃撥訂書，團體訂購另有優惠價格

郵撥帳號：19686241 戶名：韋伯文化國際出版有限公司

定價：150 元

版權所有 翻印必究

◎本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回本公司更換新書

作者自序

台灣的股票市場可說十分容易被政治的風吹草動影響，二〇一二年初開始討論開徵的證所稅議題，不但「犧牲」了一個財政部長，更被指稱讓股市空轉半年；一遇到選舉年，股市更是耳語滿天飛，基金護盤、選舉行情等名詞紛紛出爐，投資人因各種消息調整自己對手中股票的買賣行為，也讓政治面的決定影響到人民財富的分配狀況。上述的這些狀況都是典型的因為政治事件而影響經濟表現，過去許多學者已注意到這方面的現象，並陸續投入相關的研究，同時建立不同的模型對這些現象進行估計，如選舉對股市的影響即被歸於政治景氣循環理論之下，並被稱作選舉循環理論。雖然在實務中政治事件影響股市的狀況常被提及，但過去相關的學術研究在台灣較為少見，有系統性地討論與比較不同政治事件對資本市場影響的著作更是缺乏。本書一方面彙整過去國內外相關的研究，另一方面提供對國內不同政治事件的實證研究結果，希望能填補台灣此方面研究不足的缺口，並期能拋磚引玉，希望未來能有更多學者投入本領域的研究。

本書得以順利完成，首先要感謝國科會三年研究經費的支持，讓我得以擁有資源對此主題專心地進行研究。再來，要感謝許多人在這個過程中的幫助，感謝何庭豪、劉依雯、羅宜敬、彭翔毅、謝雨豆、呂亞霖等同學在三年期間擔任此系列計畫的助理，協助文獻與資料的蒐集與整理，以及謝婉

柔與沈明潔同學協助表格的製作與文稿的整理，沒有這些助理與同學的幫助，這些計畫無法得以執行，本書也不可能順利出版。更要感謝世新大學行政管理系的所有師長與行政人員，讓我在一個充滿溫暖與支持的環境中工作及成長，愉快地從事教學與研究，並獲得許多友誼與關懷，能加入這樣一個大家庭，個人真的感到非常幸運。

時光荏苒，自美國完成博士學業轉眼已滿五年，在這期間需同時兼顧教學、研究、服務、及家庭等，常有蠟燭幾頭燒，希望多出幾隻手的感慨，但能見到學生成長、研究出版與兒女成長，又覺喜悅無限。在本書整理出版期間，家中又添一成員，在育兒的同時，還能兼顧本書的寫作，自要十分感謝支持我的家人，尤其是幫我照顧老二的婆婆、常不辭辛苦來幫助我的媽媽、以及監督我書寫進度的另一半。最後，這本書的完成最要謝謝我的女兒思俞，為著她想要我能在暑假多多陪她的企盼，是以激勵我終於能把本書完成付梓。

書中難免有錯誤或疏漏，尚祈讀者先進不吝指正。

洪綾君

目錄

圖表目次	iii
作者自序	vii
第一章 緒論	1
第二章 政府與市場文獻回顧	11
第一節 政策與市場	11
第二節 選舉與市場	27
第三章 研究設計與方法	53
第一節 研究設計	53
第二節 研究方法	55
第四章 政策與市場之實證研究	73
第一節 兩岸直航政策	74
第二節 消費券政策	87
第三節 分析與討論	96
第五章 選舉與市場之實證研究	101
第一節 台灣總統選舉與台灣股市	102
第二節 美國總統選舉與台灣股市	118
第三節 分析與討論	138
第六章 結語	143
參考書目	151

圖表目次

■圖次

圖 1-1：Nordhaus 提出之美國政治景氣循環圖形·····	6
圖 2-1：市場對公共政策制定或改變可能的反應·····	27
圖 3-1：研究架構圖·····	56
圖 3-2：事件研究法之時間線·····	63
圖 3-3：事件期與估計期圖示·····	71
圖 4-1：所有公司對兩岸直航政策在事件期(-30, +30)之異常報酬率圖·····	82
圖 4-2：消費券運作流程圖·····	89
圖 4-3：所有公司對消費券政策在事件期(-30, +30)之異常報酬率圖·····	94
圖 5-1：2000 年至 2010 年股價指數走勢圖·····	106
圖 5-2：2000 年後台灣總統選舉循環期間大盤股價年報酬率圖	108
圖 5-3：台灣 2000-2012 總統選舉台灣股市平均異常報酬率日趨勢圖(-30, +30)·····	112
圖 5-4：美國 1988-2008 總統選舉台灣股市平均異常報酬率日趨勢圖(-30, +30)·····	128

■表次

表 2-1：台股過去縣市長選舉指數表現統計	29
表 2-2：探討選舉對股市產生影響相關文獻結果整理表	49
表 4-1：兩岸直航之重要時程	77
表 4-2：兩岸直航政策實際估算時點表	79
表 4-3：兩岸直航政策樣本數目	79
表 4-4：所有公司對兩岸直航政策在各事件期之異常報酬率表	80
表 4-5：有利產業對兩岸直航政策提出各時點之累積異常報酬率表	84
表 4-6：不利產業對兩岸直航政策提出各時點之累積異常報酬率表	86
表 4-7：消費券重要相關時程	89
表 4-8：實際估算時點表	91
表 4-9：消費券政策樣本數目	91
表 4-10：所有公司對消費券政策提出各時點累積異常報酬率表	92
表 4-11：個別產業對消費券政策提出各時點累積異常報酬率表	95
表 4-12：兩政策市場反應結果之綜合比較表	96
表 5-1：第 10 任至第 13 任總統選舉相關資訊表	103
表 5-2：台灣總統選舉異常報酬率計算樣本數	105
表 5-3：2000 年後台灣總統選舉循環期間大盤股價年報酬率表	107
表 5-4：美國在 1948 至 1978 年總統循環期間之 S&P 年報酬率表	109
表 5-5：台灣總統選舉循環期間年報酬率差異 t 檢定表	110
表 5-6：選舉日前後加權股價指數之變化	111
表 5-7：台灣總統選舉前後日台灣股市累積異常報酬率表	113
表 5-8：台灣總統選舉前後大盤指數與累積異常報酬率依當選政黨不同整理表	115

表 5-9：台灣及美國總統選舉循環比較表·····	116
表 5-10：第 49 到 56 屆美國總統當選人與所屬政黨列表·····	119
表 5-11：美國總統選舉異常報酬率計算樣本數·····	122
表 5-12：美國總統選舉循環期間各年度台灣股市月報酬率之年 平均值(標準差)·····	123
表 5-13：美國總統選舉循環期間台灣股市月報酬率之年平均值： 以第一年及第二年與第三年及第四年劃分·····	125
表 5-14：美國總統選舉循環期間台灣股市月報酬率之年平均值： 以第一年、第三年及第四年的平均與第二年劃分·····	127
表 5-15：美國總統選舉前後日台灣股市累積異常報酬率表： 1980-2008·····	129
表 5-16：美國總統選舉前後日台灣股市累積異常報酬率表依當 選人所屬政黨整理：1988-2008·····	132
表 5-17：總統選舉與股市關係假設驗證整理表·····	139

第一章

緒論

政治與經濟之間的關係自有政府存在以來就盤根錯節，無法分割。經濟學最早的名稱即為政治經濟學，政治與經濟這兩個學門，在十九世紀馬歇爾(Marshall)開創出以邊際效用為主的個體經濟學後才正式分家，形成今日政治學探討與政治運作相關的各種理論與現象，經濟學則專注於市場的供需運作與各種經濟現象的實證分析，兩個學門處在壁壘分明的狀況。然天下事合久必分，分久必合，政治與經濟本就為一體之兩面，人民雖然各自追求經濟上的繁榮以維生，但生活中需共同決定的事務，如國防、造橋鋪路、法律訴訟等，則需交由政府進行裁斷以維持社會運作。政府的決策事實上皆會影響人民在經濟上獲得的結果，大如國家選擇的經濟體制是資本主義或共產主義，小如購物時應繳納的稅款等，都會影響人民在經濟上的決策判斷或造成財富的重分配。也因此，在許多公共事務的探討上，無法單純地僅分析政治面或經濟面造成的影響，需要全面性地觀照與探討。緣此，在政治學與經濟學分家甚久後，政治經濟學又以新的面貌出現，有時亦被冠以「新政治經濟學」之名，為的是要與早期幾乎以經濟學為內涵

的政治經濟學有所區隔。

雖說如此，政治經濟學一詞實難以確切定義。Kratke and Underhill (2006) 認為今天的政治經濟學一詞至少有四種涵意：第一，許多經濟學家仍然用政治經濟學一詞來稱呼經濟學中與經濟政策事務有關的研究，故政治經濟學在這些經濟學家的口中指的是運用新古典的分析角度對特定的政策進行分析，以找出某些經濟變數的最佳解(如通貨膨脹率或失業率等)；第二種涵意是政治學的經濟理論(economic theory of politics)，指的是應用新古典經濟學的概念及分析模式在政治的互動或談判上；第三種涵意指的是激進的經濟學派，或非主流的經濟學派，如後凱恩斯學派、後馬克斯學派、制度經濟學派等等；第四種涵意指的則是近年來政治學家重新體認到經濟事務的重要性，尤其是許多經濟的事實、結構與過程基本上都具有政治的性質，故政治經濟學實為一跨學科的概念(Kratke and Underhill, 2006：25)。

本書以政府與市場為名，顯見屬政治與經濟互動的討論。但在政治經濟或公共經濟學的理論下，政府與市場的主題多指政府對市場的干預，然本書的主題雖是探究政府與市場的關係，但主要重心放在政治事件對資本市場的影響，而非政府政策對經濟事務的干預。由過去文獻可知，政治事件與資本市場的關係，在理論上實涵蓋於政治經濟學範疇中的政治景氣循環理論底下，對此主題進行研究的學者，主張與政治相關的事件，如政府的政策制定、法令修改或選舉等，可能造成政治風險的變化，該變化可能造成人民在投資行為上的轉變，而使資本市場產生變化，故觀察政治事件對股票市場帶來的影響，可幫助吾人瞭解市

場如何評價或回應政治相關事件。但為何股票市場的反應對政治人物如此重要？股票市場的反應到底意味著什麼？股票市場又如何和政治事件有所關連？由過去對於股票價格變動的研究或可對這些問題提供一些解答。

股票市場的存在為資本主義的特徵之一，且股票市場的興衰也廣泛地被認為是經濟情勢的先行指標(Herbst and Slinkman, 1984: 38; Riley and Luksetich, 1980: 541)。股票市場提供公司與投資人公開交易的場所，投資人購買其認為有前景的公司股票，成為公司股東，而公司也經由此方式募集經營資金，並將其經營成果回饋股東，故股票的價格原是公司經營的反映。但今日許多投入股票市場的人卻是抱著短期獲利的投機心態，股票投資人的投機心理造成股市的價格波動劇烈，市場的風吹草動都可能造成股市的漲跌。除了與產業面相關的消息，如某上市公司公布其營運狀況、公司間的併購、甚至公司的重大決定(如增加研發投入等)，可能對特定產業或公司的股票價格造成影響外，其他如總體經濟面的消息，如經濟成長率、失業率等，也可能對股票市場大盤的指數產生影響。

然而有些學者不認為股票價格的變動可以完全被市場的經濟面消息所解釋，如Shiller (1981) 就認為股票收益的變動無法被公司未來的現金流量或未來的折現率的相關消息解釋，而Saunders (1993) 則是提出氣候會影響人們購買股票的行為，他研究紐約的天氣與紐約市上市公司的股票價格，發現紐約的天氣的確影響當地人們的股票購買行為，其他如Andris (1972)，Hirshleifer and Shumway (2003)，Cao and Wei (2005) 分別以濕度、溫度與陽光等與氣候有關

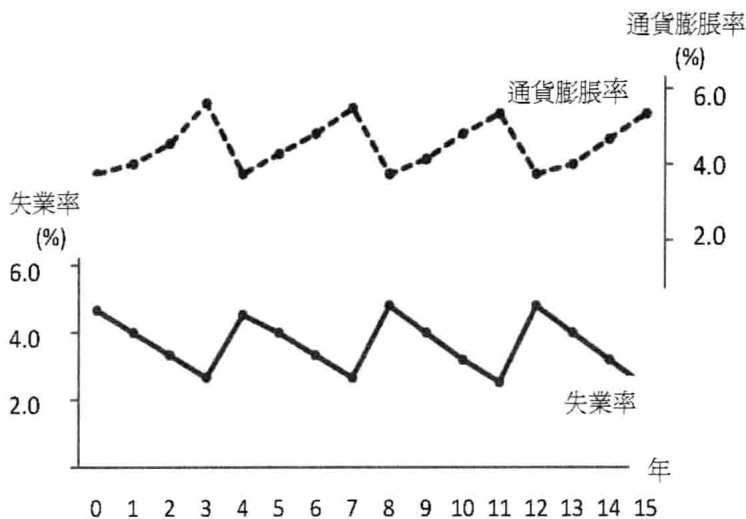
的因素與股票報酬進行研究，發現這些因素的確與股票報酬率產生相關性，又或股市存有一月效應、週末效應等等。可見股票價格除了受到經濟面消息的影響外，也非常明顯地受到投資人的心理狀況所影響，相關的結論同時說明了市場並非完全的理性(Saunders, 1993: 1344-1345)。

Culter, Poterba and Summers (1989) 研究總體經濟面及非經濟面的消息如何解釋股價的變動，該研究在進行了一系列的模型分析後，得出總體經濟面的消息包括利率、貨幣供給、過去股市表現、通貨膨脹等只能解釋約三分之一的股價變動之結論。故Culter et al. (1989) 進一步地試圖以非經濟面的消息，如總統選舉、國際衝突或財政政策的改變來解釋股價變動，但這些非經濟面的消息對股價的解釋力在該研究中無法得到統計上的支持。即使如此，許多研究仍致力於找出非經濟面消息對股票價格變動的影響，例如許多學者研究政治事件與股票市場的相關性(如Agmon and Findlay, 1982; Niederhoffer, 1971)，很重要的原因便是政治事件會為股票市場帶來風險。其他如重大的特殊災害，不論是天災或人禍，亦可能對股市造成巨大影響，例如2001年美國發生的九一一恐怖攻擊，該事件讓美國的股市暫停交易一週，且在第一個恢復交易日道瓊指數即從攻擊前一天的9605.51點，下跌至8920.70點，跌幅達7.1%，其影響更擴及其他國家，不但國際股市普遍因該事件而重挫，台灣股市在隔日開盤的跌幅也達到5.3%。Niederhoffer, Gibbs and Bullock (1970) 分析從1946到1966年間的世界重大事件(world events)如何影響股市，他所定義的世界重大事件的種類便包含國家間的衝突、戰爭、自然災害、國家領導人的

更換、選舉等等事件(Niederhoffer, 1971: 199)。

政治事件往往造成市場投資的風險(Bittlingmayer, 1998)，Clark (1997) 將政治行為所造成的風險分為明確性政治行為(explicit events)與持續性政治行為(ongoing changes)。明確性政治行為可能是政策或法令的宣告(如徵收、國有化與貶值)或直接行動(如罷工、杯葛或恐怖攻擊)造成的明確性衝擊，這樣的衝擊造成斷層般的變化並產生直接的損失；在持續性政治行為方面，指的則是以連續性或週期性形式發生，且對財經造成持續性衝擊的行為，如政府部門的總體經濟管理行為與貨幣政策、立法過程、或是社會與政治上的持續改革等(Clark, 1997: 478-479)，可見政策的宣告與修正過程皆可被視為對經濟造成影響的政治性行為。然而，在各種不同的政治事件中，過去學者最關注的應是總統大選與股市的關係。由以往文獻可知，過去有相當多的學者投入總統大選與股市關係的相關研究，尤其是美國的學者，對於四年一次的美國總統大選與華爾街股市的相關有極大的興趣，這部分的研究在理論上屬於「政治景氣循環」(Political Business Cycle)理論。

從Nordhaus (1975) 奠基的政治景氣循環理論指的是在民主政體下，由於執政黨存在勝選考量，故會在選前干預經濟決策，即執政者會選擇在選舉前讓失業率降低，但代價是會造成較高的通貨膨脹率，也就是經濟學中的菲利普曲線(Phillips Curve)間的替代關係(trade-off relationship)；選後則放手讓失業率上升，通貨膨脹下降，這種干預的情況會因應選舉的時程而造成循環(如圖1-1)，這樣的現象即稱作政治景氣循環。



資料來源：Nordhaus, 1975: 185。

圖1-1：Nordhaus提出之美國政治景氣循環圖形

在政治景氣循環的實證研究中，早期的研究以傳統的總體經濟指標，如失業率、通貨膨脹率及GNP/GDP等經濟表現面工具衡量政治景氣循環為主。但由於總體經濟指標易受其他因素影響，且通常會有遞延表現的狀況，故近期許多研究轉而探討執政黨可使用以干預選前的經濟表現的工具，即政府可使用的財政政策或貨幣政策是否存在「政治預算循環」（如Gonzalez, 2002；Galli and Rossi, 2002）、「政治貨幣循環」（如Alpanda and Honig, 2009; Heckelman and Wood, 2005），以及「股市循環」等（如Huang, 1985; Hung, 2011; Worthington, 2009）。雖然相較於財政政策與貨幣政策，政府對股市的可著力點較少，但股價指數為經濟景氣之先行指標，股票上漲代表經濟在執政黨的領導下呈現繁榮景象，

故大選前執政黨仍有誘因操縱股票上漲，說服人民認同其執政績效，以求再次獲選(張倉耀、蘇志偉、張旭玲及朱曉萍，2006：99)，是故市場一直存在股市會隨著選舉產生波動的說法。

隨著台灣總統的直選與兩黨政治的成熟，「選舉行情」、「慶祝行情」成為接近選舉常在報紙財經版可見的用語，甚至在2012的總統選舉，出現所謂「馬友友概念股」的歸類用詞^❶。由於美國的兩黨民主政治具有最久遠的歷史，且股市的交易也早就頗具規模，美國的學者早在1970年代起便開啟相關的研究(如Niederhoffer et al., 1970)，這些研究有的研究支持選舉循環、選舉行情的存在(如Allvine and O'Neill, 1980; Gärtner and Wellershoff, 1995; Huang, 1985)，但有些研究則未找到強有力的支持證據(如Homaifar, Randolph, Helms and Haddad, 1988)。除了選舉行情外，相關的研究亦檢視市場是否有偏好的政黨，如華爾街一直存在有市場偏好共和黨的迷思，這樣的說法亦被某些研究支持(如Riley and Luksetich, 1980)或挑戰(如Huang, 1985)。

除了選舉一向是學者們認為與政府操作有關，可以解釋股票價格變動的非經濟面事件外，政府的政策宣布亦可能造成股市的波動，尤其是與經濟相關的政策宣布，如加稅或減稅，或是市場開放等政策，亦可能對股市造成一定的影響。例如由於房價在2003年SARS事件過後便一路走高，造成民怨，故政府在2011年6月1日推出奢侈稅因應，期盼能使過高的房價向下修正，此政策被著名的財經專家

❶ 以名小提家馬友友為名，但指的是對馬英九總統友好的公司集團，如裕隆、遠百、亞泥等公司之股票。

評為「打斷台股一隻腿」^②，指出政策打房的結果會使營建股股價下跌，可見政策的推出被視為與股票價格變化息息相關。

本書主要探討在非經濟面的消息中，與政府有關的事件如何影響股票價格的變動。由以上討論可知，經濟政策與總統選舉皆為可能影響股市的政治事件，故本書分別討論這兩類事件對台灣股市造成的影響。本書的章節安排如下：

第一章：說明本書的目的與主要內容。

第二章：政府與市場相關的文獻回顧。主要分為兩個部分，一為政策與市場的關係，一為選舉與市場的關係。從過去的理論與實證研究中，釐清政治與市場間的關係，並據之發展出本研究之研究架構與研究假設。

第三章：說明本書的研究設計，包括實證研究的案例選擇、研究架構、以及所使用的量化研究方法與資料來源等。

第四章：政策與市場在台灣의 實證經驗，包括「兩岸直航政策」及「消費券政策」兩個政策案例的實證結果。

第五章：選舉與市場在台灣의 實證經驗，第一部分遵循傳統選舉與股市的研究設計，討論本國選舉事件與本國股市的關係，而以台灣總統選舉為研究主軸，故探討的是台灣總統選舉與

② 謝金河，2011，先探投資週刊，第 1615 期。