

選舉對股票市場的影響_以金融股與台灣五十成分股為例

王子湄 博士	李元皓 學士
ZI-MAY WANG	Yuan-Hao Lee
銘傳大學	銘傳大學
財務金融學系	財務金融學系
zimay@mail.mcu.edu.tw	Martin8202@outlook.com
程湘晴 學士	陳宛儀學士
Cheng Hsiang-Ching	Chen Wan-Yi
銘傳大學	銘傳大學
財務金融學系	財務金融學系
chyng0530@gmail.com	ps82827@gmail.com

摘要

每當台灣選舉前，總有執政黨為了營造經濟蓬勃發展的假象而拉抬股市的傳言，此種說法一般稱之為「選舉行情」。因此本研究主要目的是探究對於台灣股票市場是否存在「選舉行情」的現象，而本研究的預期成果，主要著重在台灣股價波動是否隨著選舉而波動，因此為了能區別不同種類及政黨輪替前後的選舉事件，本文採用的研究期間為2000年至2014年期間中所有的總統大選及縣市長選舉，並運用選舉的相關研究結果，再加入模型參數設定，來驗證選舉行情是否存在以及各類選舉前後股價的波動差別。資料來源取自於台灣經濟新報及 Cmoney，並考量台灣特殊之政治及經濟情況，本文將選擇「事件研究法」之實證方法來驗證分析。

本文的驗證結果可歸納為三點：一、證實台灣中央選舉相較於地方性選舉，有更高之機率出現正向異常報酬率之股價波動，即選舉行情。二、地方選舉政府並不會針對股市作多，因此金融股無正向異常報酬率，但針對台灣五十成分股，由於地方政策會對於公司決策有重大影響，因此會出現選舉行情。三、中央選舉發生政黨輪時，不會將此事件反映於股市中，在選後股市仍呈現正常之波動，因此本文推論政黨輪替對台灣五十成分股及金融股之影響是沒有的，但還是須依當時之狀況而定。

關鍵詞：選舉行情、政黨輪替、金融股、台灣五十成分股

第一章 緒論

對於台灣來說，選舉和股票市場的股價變動一直有著密切的關係。相較於西方民主國家，台灣民主制度的發展也只算是處在剛起步的階段，再加上台灣政治環境較為特殊，使主權認知不一致的衝突常常發生，故政治議題對於國家而言是較為敏感之因素。因此在這樣的情勢下，在選舉的過程中容易促使選民流於意識形態之爭，而政黨間往往也利用這種現象，成為相互攻擊以影響選情的武器。因為台灣政治的不成熟和貿易依存度高的關係，造成台灣股市容易受到各種事件影響。這也導致每當選舉來臨，執政黨就有可能會為了營造經濟蓬勃發展的假象而拉抬股市，製造選舉行情來企圖影響選舉結果。

1.1 研究動機

在台灣股票市場，對於股票買賣的參與者似乎沒有特別嚴格的限制門檻，因此使得一般大眾也能參與其中。當市場有任何影響股價波動消息時，這些投資者也能馬上進場操作。所以若將投資標的鎖定在台股時，對於選舉前後是否為最適合的進場時機以及挑選股票的選擇等問題勢必令人感興趣。再加上選舉事件定期發生，要在適當時機做出正確選擇，是必須要花時間對選舉這項特殊事件加以了解，才能做出投資上最有利判斷。

1.2 研究目的

本研究的主要目的是探究對於台灣股票市場是否存在「選舉行情」之現象。而本研究的預期成果，主要著重於台灣股價是否隨著選舉而改變，因此為了能區別不同種類及政黨輪替前後的選舉事件，本文採用台灣近五屆總統選舉以及近五屆直轄市長的選舉來做研究。再者依過去的研究文獻，也大多忽略了執政者操作股價能力對選民投票行為的影響，執政者為了吸引選民而獲得勝選，而採取某些行動。也就是說，在過去的研究因研究成果引用不足，使得模型與參數設定尚無法貼近真實情況。因此本研究之主要目的，主要嘗試運用選舉的相關研究結果，再加入模型參數設定，來驗證選舉行情是否存在以及各類選舉前後股價的波動差別。

1.3 研究架構

本文研究目的主要是透過實證，了解選舉是否對台灣股市產生影響。研究主要分成兩部分進行實證。第一，針對選前執政者拉抬股市之行為，是否有選舉行情之出現，進而影響股市表現；第二，針對選後之政黨輪替是否對股市產生影響。因此，本文將以此二因素做為假說，根據相關文獻，了解選舉對於股價波動之影響關係。另外，本文模型之設立，將沿用較成熟與有效之事件研究法來進行實證研究。

第二章 文獻回顧

提到選舉總是與政治密不可分。因此在本章節主要分為二節論述，第一節探討政治景氣循環理論的相關文獻。第二節探討國內外選舉對於股市的影響。國外針對於選舉行情的研究，大部分針對總統大選對於股票市場的研究，其結果幾乎都證實選舉行情與股票市場之報酬率呈現顯著的正向相關關係。關於國內的研究，則因為台灣政治關係較為複雜，因此並非所有研究都顯示具顯著的正向相關關係。以下說明。

2.1 政治經濟循環理論之相關文獻

大部分文獻從失業率、物價通貨膨脹率、平均經濟成長率來看這些指數因選舉前後而變動的關係，由 Nordhaus(1975)提出所謂的「投機性政治景氣循環理論」(opportunistic political business cycle theory, 簡稱 OPBC 理論或是 Nordhaus Model), 此模型假設執政黨最希望就是勝選連任，因此對於選民則有求必應之態度，即所謂需求導向。在他的研究文獻指出九個國家中只有三個國家符合選舉前失業率下降，選舉後失業率上升的模型假說，其餘國家未明顯呈現此現象。Beck(1982)則都是探討失業率與物價膨脹率的關係，並且以 1969 年至 1973 年總統大選來驗證，發現失業率與物價膨脹率並沒有受選舉影響。但在市場理性預期之結果，執政者所採行的政策工具不一定會產生其效果。Haynes(1995)以美國 1953 年到 1990 年間來看，發現平均經濟成長率在選後的第一年至第二年會最低，失業率則在選後的第二年至第三年會達到新高點，而通貨膨脹則在選後的第三年至第四年會達到最低。

國內針對此主題之研究，相關文獻不但數量不多，且其結論也呈現不一致之情況。張慈佳(2000,2001)皆表示台灣之地方選舉，有政治性景氣循環之現象。張瑞真(2000)及章國良(2001)的研究皆認為無政治性景氣循環之現象。由於台灣之政治與國外不同，因此在 2000 年以前，在長期同一執政黨情況下，高經濟成長率、長期低通貨膨脹率和低失業率，與政治性景氣循環之假設具相當之差異。因此，對於政治性景氣循環之探討必須另尋標的。

2.2 選舉與股票報酬率之相關文獻

此節會先針對各學者對於選舉之議題的相關文獻探討，之後延伸至選舉對於股票的影響，以下說明。

早在 Niederhofer(1971), Allvine and O'Neill(1980), Huang 研究美國市場報酬與總統選舉循環間關係，發現美國股票市場之報酬績效與選舉年度呈顯著正向相關關係。即選舉前一、二年之股票市場，較選舉後一、二年具顯著較大正向報酬。Buckle(1994)針對英國 1992 年國會大選，倫敦股票市場與選擇權市場之行為作驗證，顯示選前的民意調查與倫敦股票市場之 FTSE100 股價指數(金融時報股價交易所指數)有緊密關係。Foerster and Schmitz (1997)是研究美國股票市場報酬與美國總統選舉之間的關係，他以 1957 年至 1996 年間美國總統來看，其得出美國總統選舉後的第二年較選後第一、三與四年，在美國股票市場上有顯著的負報酬，而選後第一、三與四年則存在有正報酬。Christos Pantzalis, David A. Stangeland, Harry J. Turtle (2000) 三人共同利用事件研究法，以週資料針對 33 國家，在 1974-1995 年間選舉事件對股票市場影響作驗證，發現選舉前兩週至四週有正向的累積異常報酬。然而，在政治、經濟及新聞自由度較低之國家進行選舉，該國股市呈顯著的正向超額報酬，若該執政者連任失敗，正向超額報酬更甚顯著。由以上國外文獻可以發現，各國總統選舉對於股票市場有顯著的影響，選舉行情現象相當明確。

但針對台灣而言，由於政治因素較為複雜，因此具有不同的看法。黃維本(2002)利用事件研究法之風險調整模式，以 1980-2001 年台灣等 16 國之國會大選及總統選舉為例，設定選舉日正負三十日(-30, 30)為事件期，選舉日負 31 日至負 330 日(-330, -31)為

估計期，並以日股價指數之資料作驗證。發現：1.選舉前後皆存在正向異常報酬，但接近選舉日之異常報酬更為顯著。2.不同選舉層級造成不同異常報酬型態。3.不同地域之選民，對於選舉之反應程度不同。4.經濟自由度低之國家，其異常報酬顯著大於自由國家。5.選舉時，當市場處於多頭情況，其異常報酬顯著大於空頭；當市場處於空頭情況，仍出現顯著正向異常報酬。余文燕(2005)分析台灣政治事件對股票市場報酬的影響，以市場模式法探討政治選舉事件對股票市場報酬的短期影響，再以 GARCH 探討政治選舉事件對股票報酬波動性的長期影響，最後以橫斷面迴歸分析探討影響因素，並得到以下結論：在短期分析方面，在選前有較多的正向異常報酬，證明台灣存在選舉行情，並且發現在政黨輪替時，正向異常報酬比政黨未輪替時多。以上文獻均顯示台灣大選對於股票市場有顯著的影響。存在選舉行情，並與國外文獻相互呼應。

鄧彥翔(2001)以 1980-2000 年中央級選舉之股市加權股價指數波動，比較上漲天數、幅度、不同利多政策、選舉年度、跨選舉週期間加權股價指數變動之比較。比對政黨得票率之年增率及大股東申報轉讓紀錄，了解執政黨製造利多消息屬政治性或經濟性。發現執政黨影響股市的目的為經濟性，並無選舉行情存在，但有利用市場利多政策，籌措黨務經費及選舉資金之情形：1. 國民黨申報持股轉讓時間與股價高點一致，選舉年則更為明顯。2. 申報轉讓動作集中於選舉前 10 個月到前 3 個月間。3. 利多政策出現 3 到 6 個月間，持股轉讓申報密集。張倉耀、蘇志偉、張旭玲、朱曉萍(2006)從展望理論觀點，利用 GJR-GARCH 模型檢測總統大選期間執政黨是否利用利多政策刺激股市並影響選舉，其研究結果顯示，當總統大選前市場呈現樂觀狀態，執政黨有較大機會贏得總統選舉，因為選民有安於現狀之傾向，而當股市前景不被看好時，則選民傾向將票投給在野黨，期待在野黨能改變未來局勢。此與展望理論觀點一致。由此段文獻發現，台灣並不存在選舉行情。

第三章 研究方法

本文研究目的為探討台灣股市之股價波動關係，在選前是否會有預期性的上漲現象。驗證選舉行情所採用之股價資料隨時間變化，產生不同結構型態之結論。故本文研究目的如下：

1. 在台灣是否有選舉行情
2. 中央及地方的政黨輪替是否影響股市

並且根據以往相關研究我們認為使用大盤指數之日報酬率作為研究標的是較為適當的。本文研究樣本為台灣五十成分股以及金融股，研究期間為 2000 年至 2014 年，期間包含所有總統大選及縣市長選舉。資料來源取自於台灣經濟新報及 Cmoney。由於考量台灣特殊之政治及經濟情況，本文將選擇「事件研究法」之實證方法來進行研究與分析。以下會分為二節，第一節將簡要說明本文所採用的事件研究法之步驟及各項相關日期設定。第二節針對所運用的實證模型及統計方法做解釋與說明。

3.1 事件研究法簡介

3.1.1 事件研究法

事件研究法主要在評估某一特定事件(如：股票分割、股利發放、企業購併、現金

增資及信用交易狀況)，對於整個股市或個別組合市場、股票之影響。本文將選舉視為事件，以探討此事件對於整個股市之影響。

沈中華、李建然(2000)將事件研究法分為以下四個程序：事件日之確定、異常報酬率之定義與估計、異常報酬率之檢定、分析結果。

1.事件日之確定

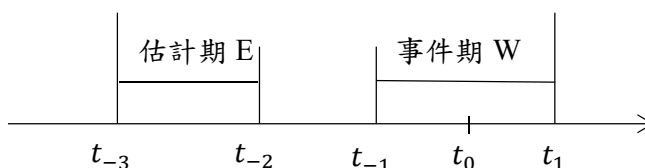
不同事件之發生，對於股價亦會產生不同程度之影響。事件日，即事件發生及宣告日，亦是觀察異常報酬率之基準日。實證研究常以事件日為「 t_0 日」，事件日前 t 個交易日為「 $-t$ 日」，事件日後第 t 個交易日為「 $+t$ 日」。

2.異常報酬率之定義與估計

觀察某一事件對於股市之影響，必須依據確定之事件發生日或市場知曉訊息發生之日期，設定事件期(event period)及窗口(window)，以下圖為例，將樣本觀察期分為「事件期」及「估計期」，事件期之期數為 W ，即 t_1-t_0+1 ；估計期之期數為 E ，即 t_2-t_3+1 。接著計算「估計期」之報酬率，將此定義為無事件之發生，該事件期之預期報酬率；計算事件發生，可得事件期之實際報酬率。將後者減去前者可得異常報酬率(abnormal returns, AR)

圖一、事件研究法之時間線圖

資料來源：自行整理



3.異常報酬率之檢定

為了解特定事件對於股價波動之實際影響，以確定異常報酬率是否顯著異於零。研究者須視資料特性，選定合適之統計檢定，一般將檢定法分為有母數檢定法(parametric test)及無母數檢定法(nonparametric test)。

4.分析結果

根據研究者之目的及理論建立之假設，進行顯著性的檢定及解釋。

3.1.2各項日期設定

設定事件期與估計期：以事件日為界，前為估計期，後為事件期，設定得太短可能影響其模式之預測能力，設定得太長則怕市場環境產生結構性變化，進而使得模式變得不穩定。

1.研究期之定義與設定

有關台灣選舉與股市之實證研究，大多以中央級及重要之選舉為研究標的，考慮台灣特殊之政治情勢，包括解嚴後台灣成為競爭性之選舉市場及自第一次政黨輪替後平均每8年就輪替一次，發現中央執政權之合法性，並非基於中央執政者之定期改選，而是有其他政治及經濟因素存在。

然而，不論中央及地方選舉，龐大競選資金需求與政商關係，皆可能與股市產生密切關係。股市若有選舉行情現象，則不應將地方性選舉排除在外。故本文之研究範圍為自第一次政黨輪替2000年起至2014年之所有中央及地方之選舉。

2. 事件日、事件期之定義與設定

a. 事件日之設定

事件發生時，股市參與者通常無法立即取得訊息，必須依靠網路及媒體得知。但媒體報導之新聞通常是前一天所發生，因此股市對於訊息的反應落後，通常將事件被媒體揭露之前一日為事件日。

本研究探討之選舉日為公開且確定之日期，透過媒體報導，股市參與者大多已了解。因此，本研究將以投票日為事件日。

b. 事件期之設定

本文研究目的為：實證股市之價格波動，是否存在選舉行情。所謂事件期，在本研究代表執政者根據事件日(投票日)，拉抬股市榮景之時間。在事件期之設定上，不需考慮事件日後之變化，但必須考慮執政者操控股市對選民產生之影響。不過由於本文還有另一個目的為：政黨輪替是否對股市有影響。因此，本文之事件期將以事件日為中心，分別取前後的時段做為事件期。

事件期之長短就日報酬率而言，大多介於 2 天至 121 天。事件期長，較易掌握事件對於股價之影響，但期間之拉長，易受其他因素干擾，進而影響估計結果。縱觀先前之實證研究，對於事件期之設定呈現不一致之情形，陳尚樂、周賢榮(2003)以選舉日正、負 10 日為事件期，估計期則為選舉日的負 11 日至負 140 日；黃維本(2002)則以選舉日正、負 30 日為事件期，估計期為選舉日的負 31 日至負 330 日。

執政者與股市之關聯，除選民結構與股市參與者高度重疊，競選所需龐大資金，亦是考慮重點。王金壽研究發現，執政者考量選民投票對象時機及選舉經費籌措問題(交割需三日)，推測執政者提高股市榮景之時間為選舉日期前 3 日到前二個月。因此，本文將事件期設為選舉日期前 3 日到前二個月(包括星期假日等非營業日)。

針對政黨輪替的部分，由於選民結構與政黨相關性極高，因此在選舉過程中，選民所支持的政黨是否成為執政黨為本研究關注的要點。本文參考中央選舉委員會所訂定之程序，以選舉日為事件日擬訂出適合的時間參數。

為求實證資料一致，扣除星期假日等非營業日，針對本文是否有選舉行情假設之事件期起算日為投票日前 45 個營業日；截止日為投票日前 16 日，即 $W=(-45,-16)$ 。針對本文政黨輪替是否對股市有所影響假設之事件期起算日為投票日後 1 個營業日；截止日為投票日後 10 個營業日，及 $X=(1,10)$

A0 估計期之設定

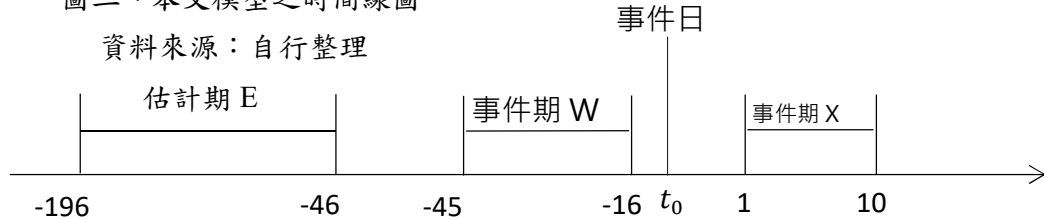
本文目的在於實證股市是否存在選舉行情，考慮執政者藉由某些手段拉抬股市，造成短期性影響、選舉通常在年底或年初舉行，巧遇春節會有季節性之上漲、以及政黨輪替是否對於股市有拉抬的效果三個因素。為避免估計期落在股市高點，影響實證之正確性，本文將估計期設在事件期之前。

估計期長度之設定會基於選民投票時機及籌措競選經費之需要，執政者將會營造相對繁榮之景象，選前二個月短期股市起伏，即是選民評價事件期間執

政者對於股價操縱之重要指標。因此，估計期長度設定過長或過短，將難以避免執政者對於股市影響，本文選定選舉日二個月前 150 個營業日為估計期，即 $E=(-196,-46)$ 。

3.2 模型設定

圖二、本文模型之時間線圖



本文針對上節已說明日期設定部分。因此本章節將依照上節所述事件研究法四步驟設計本文的模型，以下內容將分為三點論述，一、期望報酬率模型設定。二、異常報酬率模型設定。三、檢定方法統計模型設定。

3.2.1 期望報酬率模型設定

實證上計算期望報酬率模型可分為：

1. 平均調整法(Mean-Adjusted Return Model)：平均調整法之使用表示事件發生前一段時間，研究對象之股票平均報酬率為期望報酬率。
2. 市場指數調整法(Market-Adjusted Return Model)：事件期當中，用大盤的報酬率來代表各股的預期報酬率。
3. 風險調整法(Risk-Adjusted Return Model)：是較簡單且運用廣泛的市場模式(market model)，其回歸模式： $E(R_{iE}) = \alpha_i + \beta_i R_{mE}$ 。式中 $E(R_{iE})$ 代表期望報酬率， α_i 代表市場之系統風險(system risk，以 α 表示)， β_i 表示個別股價之系統風險(以 β 表示)， R_{mE} 為事件中之大盤報酬率。將個別證券的系統風險(即為 β 風險)，作為個別證券報酬率的預期因子。

由上述說明發現，市場指數調整法必須有個別股價資料與股票市場大盤指數，而計算預期報酬率；風險調整法則須加上市場 α 與個別市場 β 係數；而平均調整法僅用單一股價資料即可計算。由於本文不探討個別股價之波動情形，代表股市整體波動，僅有股價加權指數。雖然平均調整法可能因估計期、事件期屬於多頭與空頭市場，而產生模式之偏誤，若估計期屬多頭市場，執政者仍需拉抬股市；若估計期屬空頭市場，則更需拉抬股市。因此，本文將以平均調整法，計算估計期、事件期之樣本係數求得期望報酬率，公式如下：

1. 股票市場報酬率之計算

$$R_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{mt-1}}{I_{mt-1}} * 100$$

R_{mt} ：第 t 日股票市場報酬率之收盤指數。

I_{mt} ：第 t 日台灣發行量加權股價指數之收盤指數。

I_{mt-1} ：第 t-1 日台灣發行量加權股價指數之收盤指數。

2. 估計期望報酬率之計算

$$E(R_t) = \frac{1}{T_1} \sum_{i=t_1}^{t_2} R_t$$

R_t ：估計期第 t 日股票市場之實際報酬率。

$E(R_t)$ ：股票市場第 t 日期望報酬率。

T_1 ： $t_2 - (t_1 - 1)$ ，即估計期。

3.2.1 異常報酬率模型設定

事件期之實際報酬率與期望報酬率之差為異常報酬率，又可分為平均異常報酬率 (Average Abnormal Return, AAR) 及累積異常報酬率 (Cumulative AAR, CAAR)，公式為：

1. 事件其異常報酬率之計算：

$$AR_t = R_t - E(R_t), t \in (t_3, t_4)$$

AR_t ：事件期第 t 日之異常報酬率。

R_t ：事件期第 t 日之實際報酬。

$E(R_t)$ ：期望報酬率。

t ： $t_4 - (t_3) - 1$ ，即事件期。

2. 平均異常酬率：事件期異常報酬率之算術平均數，

公式如下：

$$AAR_t = \frac{1}{T_2} \sum_{i=t_3}^{t_4} AR_t$$

AAR_t ：平均異常報酬率。

AR_t ：事件期第 t 日之異常報酬率。

T_2 ： $t_4 - (t_3 - 1)$ ，即事件期。

3. 累積異常報酬率：事件期股票異常報酬率，由 t_3 累加至 t_4 之累加值，公式如下：

$$CAAR_t = \sum_{i=t_3}^{t_4} AR_t$$

$CAAR_t$ ：累積平均異常報酬率。

AR_t ：事件期第 t 日之異常報酬率。

3.3 檢定方法統計模型設定

如果僅計算異常報酬之多寡，則無法得出事件是否有影響股市之明確結論。必須將事件期各期之異常報酬率加以平均及累計，檢定平均異常報酬率或累計平均異常報酬率是否顯著異於 0。而檢定報酬率是否顯著於 0 前，需決定要用有母數或無母數之方式進行檢定，以下說明。

有母數檢定法，利用常態分配理論作為基礎。假定橫剖面個別證券異常報酬率之分配，屬獨立且齊一之常態分配 (independence and identical normal distribution)。雖個別證券之報酬率通常不是呈常態分佈，但此檢定認為在中央極限定理下，只要樣本數足夠大，則趨近於常態分配；無母數檢定法，不需對股價異常報酬率之分配做出假設、太大樣本

即可算出 t 值。但其檢定力較弱，且無法處理較複雜之多因子交互作用模式。

目前相關文獻大多以有母數檢定法為主，但周賓鳳與蔡坤芳(1997)研究指出：台灣股票日報酬資料，嚴重偏離常態分佈。此與有母數檢定所設之「常態分配」之假設背道而馳，故本文以無母數檢定法進行驗證。

然而，無母數檢定法常用之檢定法為符號檢定法(sign test)，用來推論母體參數之值，適用單一及成對樣本之情況。利用觀察資料中正、負號個數當統計量基礎，觀察事件期之某一期中，異常報酬率之正、負比例是否顯著異於 50%。因此，本文將分別就事件期及測試期之異常報酬率累積進行正、負向之檢定。

3.3.1 異常報酬率(AR)之符號檢定：

選舉宣告當選時，股價是否有較佳的表現是我們所要了解的，因此對事件期間之平均異常報酬率進行檢定。

$$H_0: M_{AR} = 50\%$$

$$H_1: M_{AR} \neq 50\%$$

H0：虛無假設，表示無異常報酬率情形(正、負比例相同)。

H1：對立假設，表示有異常報酬率情形(正、負比例不同)。

$$t^{AR} = \left| p - \frac{1}{2} \right| * \left[\frac{\left(\frac{1}{2}\right)^2}{N} \right]^{-\frac{1}{2}}$$

p：事件期或測試期，在異常報酬率大於 0 之觀察值占樣本總數(N)百分比。

N：事件期或測試期之樣本總數。

tAR：異常報酬率之 t 檢定值。

3.3.2 累積異常報酬率(CAR)符號檢定：

選舉宣告當選後股價之上漲及下跌波動的持續期間也是我們關注的重點，因此對累積異常報酬進行檢定：

$$H_0: M_{CAR} = 50\%$$

$$H_1: M_{CAR} \neq 50\%$$

H0：虛無假設，表示無累積異常報酬率情形(正、負比例相同)。

H1：對立假設，表示有累積異常報酬率情形(正、負比例不同)。

$$t^{CAR} = \left| p - \frac{1}{2} \right| * \left[\frac{\left(\frac{1}{2}\right)^2}{N} \right]^{-\frac{1}{2}}$$

p：事件期或測試期，異常報酬率累積大於 0 之觀察值佔樣本總數之百分比。

N：事件期或測試期之樣本總數。

TCAR：累積異常報酬率之 t 檢定值。

本文模型設計，主要運用事件研究法中之平均調法，並利用無母數分析法之符號檢定法予以檢定。期望能達成本文研究目的，驗證選舉期間台灣股市是否存在選舉行情。

第四章 實證分析

本文是依據政治景氣循環的觀點，來設計事件研究法的起始長度，與其他使用事件研究法來分析選舉行情之論文不同。因此，基於台灣選舉在半個月前，選民就會決定支持者的情況下，本論文的事件期設為自選舉日起前 45 日至選舉日前 16 日，且不考慮選後的影響。爾後針對政黨輪替的部分，本文認為股市對於選舉結果反應快速。因此，基於以上之設定，本文之事件期設為選舉日後第 1 個至第 10 個交易日。以下分為六節分別敘述其結果。

4.1 中央選舉行情之金融類股

經下表所述，從各選舉年來看，2000 年中央選舉金融類股在窗口(-45,-36)及窗口(-35,-26)都呈正的異常報酬，分別為 14.86%及 22.16%，在窗口(-25,-16)呈現負的異常報酬-13.85%，代表政府在前一個半月有拉抬股市的情形，而產生正向異常報酬，此稱為選舉行情。而在 2002 年和 2004 年以及 2006 年，在窗口(-45,-36)和窗口(-35,-26)以及窗口(-25,-16)皆呈現正向異常報酬率，代表執政黨在選前一個半月持續釋放利多消息，影響股市來吸引選民，但影響強度卻沒有 2000 年來的強烈。2008 年和 2012 年在窗口(-45,-36)有負向的異常報酬，分別為-1.42%及-5.6%，而在窗口(-35,-26)以及窗口(-25,-16)皆呈現正的異常報酬率，代表選前一個月有選舉行情。而在 2010 年和 2014 年，在窗口(-45,-36)及窗口(-35,-26)皆呈現負向的異常報酬，而在窗口(-25,-16)皆呈現正的異常報酬，分別為 2.39%及 2.32%，代表在選前半個月有選舉行情。

資料來源：自行整理

表一、中央選舉行情金融類股事件窗口之累積異常報酬率表 單位：%

事件日\窗口	(-45,-36)	(-35,-26)	(-25,-16)
2000.03.18	14.86	22.16	-13.85
2002.12.07	8.80	2.81	11.40
2004.03.20	1.4	10.51	4.18
2006.12.09	0.86	0.02	0.77
2008.03.22	-1.42	4.67	3.42
2010.11.27	-0.15	-4.46	2.39
2012.01.14	-5.60	3.57	2.84
2014.11.29	-0.96	-3.99	2.32
平均數	2.22	4.41	1.69

因此我們可以發現，在窗口(-45,-36)，正向異常報酬的機率是 50%(4/8)，在窗口(-35,-26)中，八個選舉年中有六個選舉年為正向異常報酬，因此機率為 75%(6/8)，在窗口(-25,-16)中，八個選舉年中有七個選舉年為正向異常報酬，機率為 87.5%(7/8)，顯示這三段窗口產生正向異常報酬的機率為遞增，代表越靠近投票日，選舉行情發生的機率越大；除此之外，由三段窗口的異常報酬平均數來看，皆為正向，並可看出在窗口(-35,-26)選舉行情反應最為強烈，平均異常報酬為 4.41%。故綜合以上，推斷金融股在中央選舉時選舉行情是存在的。

4.2 中央選舉行情之台灣五十成分股

資料來源：自行整理

表二、中央選舉行情台灣五十成分股事件窗口之累積異常
單位：%

事件日\窗口	(-45,-36)	(-35,-26)	(-25,-16)
2000.03.18	0.05	-1.72	-4.24
2002.12.07	9.42	3.49	9.10
2004.03.20	1.23	2.23	1.08
2006.12.09	1.26	1.04	0.55
2008.03.22	-4.97	5.17	5.39
2010.11.27	-0.58	-3.01	2.07
2012.01.14	-5.23	4.46	3.49
2014.11.29	-1.18	-2.81	3.04
平均數	0.14	1.11	2.56

由上表所列，2000年中央選舉台灣五十成分股在窗口(-45,-36)呈現正向異常報酬，為0.05%，在窗口(-25,-16)及(-35,-26)呈負向異常報酬，分別為-1.72%及-4.24%，表示政府在前一個半月有拉抬股市之舉動，因而產生正向異常報酬。在2002年、2004年以及2006年，所有窗口皆呈現正向異常報酬率，代表執政黨在選前一個半月開始持續釋放利多，企圖影響股市吸引選民，然而其中2004年以及2006年正向異常報酬率之反應程度不如2002年。2008年和2012年在窗口(-45,-36)有負向異常報酬，分別為-4.97%及-5.23%，而後在窗口(-35,-26)以及窗口(-25,-16)皆呈現正向異常報酬率，表示在2008年和2012年的選前一個月有選舉行情之情形發生。在2010年和2014年，在窗口(-45,-36)及窗口(-35,-26)皆呈現負向的異常報酬，而在窗口(-25,-16)皆呈現正的異常報酬，分別為2.07%及3.04%，代表在2010年和2014年的選前半個月有選舉行情。

由表可得，在窗口(-45,-36)之中，發生正向異常報酬的機率是50%，在窗口(-35,-26)之中，機率為62.5%，在窗口(-25,-16)之中，機率為87.5%，顯示這三段窗口產生正向異常報酬的機率為遞增，代表越靠近投票日，選舉行情發生的機率越大；除此之外，由三段窗口的異常報酬率平均數來看，皆為正向，並可看出在窗口(-25,-16)選舉行情反應最為強烈，平均異常報酬為2.559925%，顯示越接近投票日，其正向異常報酬率越高。綜合以上所述，故推斷台灣五十成分股在中央選舉中存在選舉行情。

4.3 地方選舉行情之金融類股

資料來源：自行整理

表三、地方選舉行情金融類股事件窗口之累積異常報酬率表
單位：%

事件日\窗口	(-45, -36)	(-35, -26)	(-25, -16)
2001.12.01	3.52	4.09	-2.13
2005.12.03	1.37	-5.88	7.90
2009.12.05	2.31	-12.89	-0.32
2014.11.29	-0.96	-3.99	2.32
平均數	1.56	-4.67	1.94

由上表所述，從選舉年來看2001年之地方選舉，金融類股在窗口(-45, -36)及窗口(-35, -26)都呈現正的異常報酬率，分別為3.52%及4.09%，在窗口(-25, -16)呈現負的異常報酬

率為-2.13%，代表政府於2001年選舉日前一個半月開始做多金融股，拉抬金融類股之股價，並持續一個月之久，產生正的異常報酬率，此為選舉行情。2005年及2009年在窗口(-45, -36)有正向異常報酬率，分別為1.37%及2.31%，在窗口(-35, -26)，皆呈現負向異常報酬率，在窗口(-25, -16)則有不同的數據，分別為7.90%及-0.32%。其表示此兩年政府實行利多政策之影響，只有10天左右，並且影響程度並不像2001年如此的高。在2014年在(-25, -16)的窗口才呈現正性異常報酬率，其三個窗口之異常報酬率分別為-0.96%、-3.99%及2.32%。本文推論2014年與其他趨勢不同的原因在於2014年為中央及地方合併選舉年(及九合一選舉年)，因此股市之影響會與中央選舉之走向相同。

就以上四年扣除2014年合併選舉，我們可以發現在窗口(-45, -36)正向異常報酬率的機率為75%(3/4)。在窗口(-35, -26)，正向報酬率的機率為25%(1/4)。在窗口(-25, -16)，有50%的機率為正向異常報酬率，就這三個窗口而言，其數據資料呈現波動性。除此之外，觀察其平均數，亦呈現波動性。因此依照資料所述，其推論沒有選舉行情。

4.4 地方選舉行情之台灣五十成分股

資料來源：自行整理

表四、地方選舉行情台灣五十成分股事件窗口之累積異常報酬 單位：%

事件日\窗口	(-45, -36)	(-35, -26)	(-25, -16)
2001.12.01	6.04	6.88	3.25
2005.12.03	-0.43	-6.12	6.63
2009.12.05	0.48	-8.76	0.99
2014.11.29	-1.18	-2.81	3.04
平均數	1.23	-2.70	3.48

由上表所列，由各選舉年觀察，2001年地方選舉之台灣五十成分股在所設三個窗口呈正向異常報酬，分別為6.04%、6.88%、3.24%，顯示執政者在選前之利多政策已反映於股價，有拉抬股市之行為。然而，窗口(-25, -16)相較於前兩窗口(-45, -36)及(-35, -26)之正向異常報酬則相對趨緩，但此選舉年仍有選舉行情之出現。2009年在窗口(-45, -36)及(-25, -16)雖呈正向異常報酬，分別為0.48%、0.99%，但較於2001年影響則較不強烈。2005及2014年在窗口(-45, -36)及(-35, -26)呈負向異常報酬，分別為-0.43%、-6.12%及-1.18%、-2.81%，在窗口(-25, -16)則皆呈正向異常報酬，分別為6.63%、3.04%，顯示此兩選舉年執政者對於利多政策執行之股價反應只持續10天左右。

綜觀上表四個選舉年，可以發現，窗口(-45, -36)四個選舉年正負異常報酬機率各半，看不出其規律性，只有2001年明顯高出平均值。在窗口(-35, -26)在四個選舉年中有三個選舉年呈現負向異常報酬，顯示此期間執政者之利多政策對於股價之拉抬無效，甚至有下跌之情形發生。然而，值得一提的窗口(-25, -16)則皆呈現正向異常報酬，且從所設之三個窗口可以看出，越接近選舉日，正向異常報酬率之發生明顯，股價波動相對激烈，顯示執政者在此期間利多政策會有選舉行情之出現。因此，本文推論台灣地方選舉之台灣五十成分股在接近事件日之選舉行情存在。

4.5 政黨輪替之金融類股

依下表所述，政黨輪替後五天內，七個選舉年有五個選舉年出現負向異常報酬，顯示在期間股價呈現下跌趨勢明顯。在政黨輪替五天後，七個選舉年有四個選舉年出現正

向異常報酬，而負向異常報酬率波動幅度不大，但正報酬率大多出現在前幾個選舉年，顯示近幾年在此期間投資者對於政黨輪替之消息，股價反應沒有前幾年強烈，甚至有下跌之趨勢。依上述，政黨輪替對股價之影響正負各半，但近幾年之影響程度不大，故本文推論政黨輪替對金融類股之影響是沒有的，但還是須依當時之狀況而定。

表五、政黨輪替金融類股事件窗口之累積異常報酬率表

事件日\窗口	(1, 5)	(6, 10)	單位：%
2000.03.18	9.51	6.08	
2001.12.01	-19.33	9.64	
2002.12.07	-1.73	7.00	
2005.12.03	-2.27	2.20	
2008.03.22	-2.89	-0.80	
2009.12.05	-2.81	-2.73	
2014.11.29	0.77	-1.41	
平均數	-2.68	2.85	

4.6 政黨輪替之台灣五十成分股

資料來源：自行整理

由上表所述，2002年之前台灣50成分股窗口(1, 5)皆呈現較大的正異常報酬，從2002年後，除了2014年之外，台灣50成分股窗口(1, 5)皆呈現為負異常報酬，由於台灣五十成分股對於政府之政策相關性大，加上2002年台灣勞力成本大幅提升，使產業外移。當時執政黨對於產業開放政策，採取保守態度。所以可以得知在2000年以及2001年有選舉行情，而且特別明顯，但之後4次輪替皆呈現負異常報酬，可以得知無選舉行情，這可能跟實施的政策有關，而針對2014年，由於當年度為中央及地方合併選舉年之關係，因此其窗口(1, 5)呈現正異常報酬。而在窗口(6, 10)，除了2009年及2014年之外，皆呈現正向異常報酬。

表六、政黨輪替台灣五十成分股事件窗口之累積異常報酬率

事件日\窗口	(1, 5)	(6, 10)	單位：%
2000.03.18	12.68	1.61	資料來源：自行整理
2001.12.01	18.19	3.46	
2002.12.07	-3.26	1.33	
2005.12.03	-1.86	3.04	
2008.03.22	-2.96	1.28	
2009.12.05	-1.87	-1.95	
2014.11.29	1.00	-3.07	
平均數	3.13	0.82	

由上表所述，在窗口(1, 5)，7個選舉日中有4個呈現負向異常報酬率，顯示股價呈現下跌的趨勢明顯。而在窗口(6, 10)，7個選舉日中有5個呈現正向異常報酬率，且其報酬率皆高於平均異常報酬率，但其正向異常報酬率皆反應於前幾年，近幾年皆呈現負向異常報酬率。顯示近幾年投資者對於政黨輪替的訊息沒有前幾年反應強烈，甚至呈現負影響。依上述，政黨輪替對股價之影響正負各半，但近幾年之影響程度不大，故本文

推論政黨輪替對台灣五十成分股之影響是沒有的，但還是須依當時之狀況而定。

第五章 結論

本文研究目的為實證台灣股市之股價波動，在選前之預期性上漲現象，驗證是否存在選舉行情，以及選後政黨輪替是否影響股市，皆運用事件研究法來進行實證與分析。本文研究期間及研究標的，考慮台灣政治之特殊情勢，將以台灣第一次政黨輪替 2000 年至 2014 年之所有中央及地方性選舉作為研究標的來進行實證與分析。

本文認為台灣執政者對於股市有極大影響力，可能會有拉抬股市榮景的情形發生，加上選民與股市參與者之高度連結關係。因此，有關選舉行情之實證，必須考慮執政者操控股市對於選民產生之影響。由於選民結構與政黨相關性極高，因此，選民支持之政黨是否成為執政黨亦為本研究關注要點。因此，本文之事件期將以事件日為中心，分別取前後的時段做為事件期來進行實證與分析。

而本文實證結果，可歸納以下三點：

- 一、證實台灣中央選舉相較於地方性選舉，有更高之機率出現正向異常報酬率之股價波動，即為選舉行情。
- 二、地方選舉政府並不會針對股市作多，因此金融股無正向異常報酬率，但針對台灣五十成分股，由於地方政策會對於公司決策有重大影響，因此會出現選舉行情。
- 三、中央選舉發生政黨輪時，不會將此事件反映於股市中，在選後股市仍呈現正常之波動。

就政黨輪替而言，台灣在政黨輪替後，包括經濟成長率及失業率都會產生一定之影響。對於此種經濟表現之改變，是為執政者之責任亦或是世界經濟景氣低迷所致，則需更加深入探討。但就執政者而言，聲望及支持度為其重大要點，若執政者表現不佳，通常會以提出有力之政策改變困境，如貨幣政策或財政政策。因此，為了贏得選舉，自然有較大動機進行股市拉抬之動作，但其結果顯示台灣投資者對於執政者是否更換已無影響力。

就選舉行情而言，執政者為求勝選，不一定藉由拉抬股市達成，因股價之上漲與下跌，並不能概括股市參與者對於執政者認同與否。但大多數股市參與者追求之目標無非是獲利，進而，提供執政者有拉抬股市之空間運作。本文先前有提到，台灣政治及經濟股市之變動關係密切，股市之波動具牽一髮而動全身之特性。台灣股市參與人數龐大，又與選民結構相關性高，因此，執政者如果在選前拉抬股市，至少可以創造股市榮景之情形，以維持支持者之熱度，甚至是一種良好政績表現。簡言之，拉抬股市之榮景不見得對選情產生變化，但執政者有動機拉抬股市之可能性甚高。但影響股市波動因素甚多，政治性、經濟性等因素，皆可能是造成股價波動之主要原因。本文僅單一以金融成分股及台灣五十成分股日資料進行驗證，並無針對執政者拉抬股市之行為進行探討，因此，對於執政者在選前拉抬股市之可能也僅能以推斷方式進行。

總結來說，不論執政者在選前是否有意拉抬股市，就台灣歷屆選舉數據顯示，選前特定期間大多會有選舉行情之情形。因此，股市參與者在投資決策時，應將選舉行情之影響納入考量。

參考文獻

- [1]. Beck, Nathaniel, (1982) Does the exist apolitical business cycle: A Box-Tiao Analysis. Public Choice 38:205-209.
- [2]. F.D. Allivine, and D.D. O'neil, "Stock Market Retrurns and the Presidential Election Cycle." Financial Analysts Journal, 36(1980), pp. 49-56
- [3]. Haynes, S. E. (1995) Electoral and Partisan Cycles between US Economic Performance and President Popularity. Applied Economics, Vol.27, pp. 95-105.
- [4]. MacRae, D.,(1977) A political model of the business cycle. Journal of Political Economy,85, 239-264.
- [5]. Nodahaus Willian "The Political Business Cycle," Review of Economic Studies, 52(April 1975), pp. 1969-1990
- [6]. O.A.Gwilym, and M.Buckle,"The Efficiency of Stock and Options Markets:Test Based on 1992 UK Election Option Polls,"Applied Financial Economics, Vol. 4 (1994), pp. 345-354
- [7]. Pantzalis, Christos David A. Stangeland, and Harry J. Turtle,"Political Elections and the Resolution of Uncertainty: The International Evidence," Journal of Banking &Finance, 24(2000), pp. 1575-1604
- [8]. R.D. Huang,"Common Stock Returns and Presidential Elections." Financial Analysts Journal, 41(1985), pp. 58-61
- [9]. V. Niederhofer, "The Analysis of World Events and Stock Prices." Journal of Business, 44(1971), pp.193-219.
- [10].張慈佳：〈地方經濟之政治景氣循環現象—以台灣地區之縣市長選舉為例〉，《國科會人為社會科學彙刊》第10卷第3期(2000年7月)，頁362-377。
- [11].張慈佳：〈政治景氣循環現象對房地產價格影響之研究〉，國立政治大學地政學研究所博士論文，2001年。
- [12].張慈佳：〈地價稅基與公共設施政治景氣循環之研究—以台灣省二十一個縣市為例〉，《科技學刊》第9卷第3期(2000年7月)，頁215-221。
- [13].章國良：〈台灣之選舉與總體政策循環〉，國立中山大學經濟學研究所碩士論文，2001年。
- [14].黃維本：〈選舉事件對股價指數之影響〉，國立高雄第一科技大學金融營運所碩士論文，2002年。
- [15].余文燕：〈政治選舉事件對股票報酬之影響〉，南華大學財務管理研究所碩士論文，2005年。
- [16].鄧宴翔：〈台灣股票市場選舉行情的政經分析〉，國立政治大學政治學系碩士論文，2001年。
- [17].張倉耀、蘇志偉、張旭玲、朱曉萍：〈從展望理論看總統選舉對股票市場之效應分析〉，選舉研究，第十三卷第一期(2006年)，頁87-118。