

國立臺灣大學管理學院商學研究所

碩士論文

Graduate Institute of Business Administration

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

中國概念股對於中國相關訊息反應強度之研究

The Responses of the China Concept Stocks to China-Related

Information



李佳津

Chia-Chin Li

指導教授：楊朝成 博士

Advisor : Chau-Chen Yang, Ph.D

中華民國一百零一年六月

June, 2012

論文口試委員會審定書

國立臺灣大學碩士學位論文 口試委員會審定書

(中文) 中國概念股對於中國相關評息反應強度之研究

(英文) The Response of China-Concept Stocks to China-Related Information

本論文係李佳津君 (R99741018) 在國立臺灣大學商學研究所完成之碩士學位論文，於民國 101 年 06 月 22 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

指導教授：

楊朝成

(簽名)

口試委員：

楊朝成

陳勝厚

周麗娟

系主任、所長

孫明光

(簽名)

誌謝

首先，我要感謝我的指導教授楊朝成老師，老師不因我非財金所的學生而婉拒指導，而是滿足學生對於財金的研究需求，耐心的在各方面給予指導。並感謝老師願意抽空給予我論文上的協助，不論是論文题目的適切性與內文寫作的細節，釐清我的思考邏輯並點出盲點。

最令我敬佩的是，老師鼓勵我以探索性的方式去完成此篇論文，且不斷提醒我要思考論文所帶來的價值為何，給了我不一樣的想法。很高興我選擇了老師作為指導教授，為我的研究生涯帶來不少成長。另外，也感謝口試委員陳勝源及周麗娟老師提供許多寶貴建議與不同的思考方向，使論文更臻完善。

其次，我要感謝父母及家人給我無限的支持與關心，從不干涉我的決定，讓我變得成熟。今天所擁有的一切，都是父母及家人在背後默默的支持。感謝你們！

另外，也要慶幸我在商研所認識了一群好朋友，彼此加油打氣，無話不談，為緊張的研究生涯增添許多趣味。韓國的畢旅也成為我研究所最美好的回憶之一。希望未來大家都能朝自己的夢想邁進！

最後，我要感謝訓禾，陪我走過大學與研究所共六年的時光。還記得大一時漫步在椰林大道時說的夢想，如今一一實現，感謝你一路以來的支持相伴，讓我獨自在台北的求學生涯不孤單；也謝謝你總在我無助困惑的時候給我啟發與鼓勵。希望未來我們可以一起體驗並開創更繽紛燦爛的人生！

佳津 謹誌

民國一百零一年六月

中文摘要

本研究旨在透過實證研究分析中國概念股對於不同的中國相關訊息內涵的反應，中國相關訊息分為兩種不同層次，即中國總體經濟指標發布消息（簡稱總體經濟消息）及公司於中國相關消息（簡稱公司消息）。

採用事件研究法的結果發現，總體經濟方面，中概股對於好消息發布當天有顯著異於零的正向反應、中性消息未對中概股造成顯著的異常報酬。而壞消息對於中概股造成顯著的負向報酬，且幅度大於好消息對中概股的影響。可推知市場對於壞消息的反應較大。

公司消息部分，中概股反應十分迅速，當天具有超額報酬，且事件當天即反應完畢，符合半強勢效率市場的特徵。另外，非電子類中概股有顯著的正向反應，但電子類中概股對於個股相關消息沒有顯著的反應。

最後，中概股股價僅對於個股營運狀況相關消息有顯著異於零的異常報酬率，且異常報酬率在交易日當天即反應完畢；相反的，中概股對於盈餘、資本預算、其它個股相關消息沒有顯著的反應。

關鍵字：中國概念股、總體經濟消息、公司消息、反應強度、事件研究法

ABSTRACT

This study investigates the responses of China concept stocks to the releases of China-related news. We divide the news into macroeconomic and firm-specific categories. Based on the event study method, we find that firm-specific news can explain more significant fraction of China concept stock price movements than macroeconomic news does.

On the event day, China concept stocks response positively to good macroeconomic news; while no significant response to neutral macroeconomic news and negative response to the bad one. And stock prices have a stronger response toward bad news.

Stock prices response quickly to firm-specific news. In addition, the response lasts only one day, which indicates that there is semi-strong form efficiency attribute following the release of firm-specific news.

We also separate the samples into tech stocks and non-tech stocks. Only non-tech stocks response significantly to firm-specific news.

Lastly, share prices only response significantly to firm-specific news regarding to business operation. There are no significant responses to firm-specific news regarding to earnings result, capital budgeting or other news.

Key words: China concept stocks; News releases; Event study; Macroeconomic news; Firm-specific news

目錄

論文口試委員會審定書	i
誌謝.....	ii
中文摘要.....	iii
ABSTRACT.....	iv
目錄.....	v
圖目錄.....	vi
表目錄.....	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	3
第三節 研究流程	5
第二章 文獻探討.....	6
第一節 中國概念股的定義	6
第二節 重大事件宣告對股價反應相關文獻	11
第三章 實證研究方法與資料來源.....	16
第一節 研究方法	16
第二節 研究步驟	16
第三節 變數定義與資料來源	17
第四節 估計期及事件期界定	23
第五節 資料處理	24
第四章 實證結果與發現.....	26
第一節 敘述統計	27
第二節 假設檢定	30
第五章 結論與建議.....	44
參考文獻.....	47

圖目錄

圖 1-1	中國實際使用外資金額	1
圖 1-2	歷年對中國大陸投資金額	2
圖 1-3	研究流程圖	5
圖 4-1	消息樣本種類分布	27
圖 4-2	公司消息事件期內累積異常報酬	36
圖 4-3	個股於營運狀況相關消息事件期內累積異常報酬	43



表目錄

表 2-1	TEJ 中概股包含個股.....	8
表 2-2	S&P 台商收成指數成分股.....	9
表 3-1	中國總體經濟消息資料來源與型態.....	17
表 3-2	公司消息個數.....	20
表 3-3	公司消息分類說明.....	21
表 3-4	公司好／壞消息分類說明.....	22
表 4-1	總體經濟好壞消息分布.....	27
表 4-2	公司好／壞消息分布.....	28
表 4-3	公司消息個數分類.....	28
表 4-4	總體經濟消息異常報酬率 T 檢定結果.....	31
表 4-5	總體經濟消息累積異常報酬率 T 檢定結果.....	33
表 4-6	公司好消息 T 檢定結果.....	35
表 4-7	電子類中概股對公司消息反應.....	37
表 4-8	非電子類中概股對個股於中國相關消息反應.....	38
表 4-9	中概股對盈餘相關消息反應.....	39
表 4-10	中概股對資本預算相關消息反應.....	40
表 4-11	中概股對營運狀況相關消息反應.....	41
表 4-12	中概股對其他相關消息反應.....	42

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

中國自 1978 年中國共產黨召開中共十一屆三中全會後，將國家工作重點轉為“以經濟建設為中心”，開啟了改革開放的道路。根據圖 1-1 顯示，中國吸引外商直接投資的金額自 1992 年起有顯著成長，由 1989 年的 33.92 億美元增加至 2011 年的 1160.11 億美元，短短三十多年間，外商在中國投資金額增加了三十餘倍。另外，除了 1999 年的亞洲金融風暴及 2009 年金融海嘯期間外，中國吸引外資投資金額一直維持正成長。

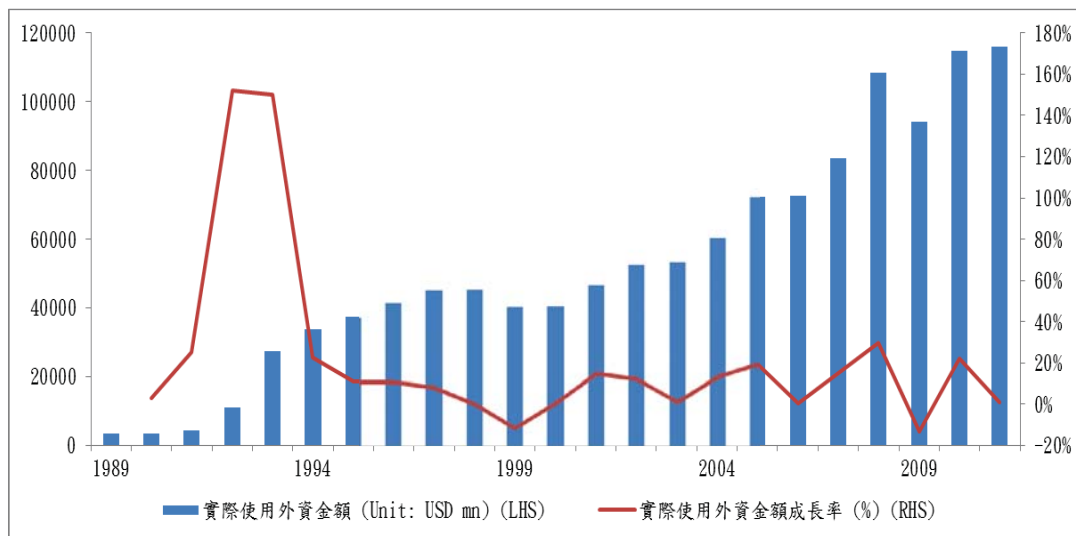


圖 1-1 中國實際使用外資金額

資料來源 中華人民共和國商務部¹

而一直以來與中國存在特殊關係的台灣，雙方開始交流的時間較晚，直至 1992 年政府通過「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」，方奠定了兩岸經濟貿易交流的重要基礎，此後兩岸在經濟上的交流日益頻繁。

¹中華人民共和國商務：<http://www.mofcom.gov.cn/>

根據經濟部投審會統計，從 1991 年至 2000 年，經濟部投資處核准國內廠商赴大陸間接投資案件計 22,974 件，總金額為 171 億美元。

由圖 1-2 可知，自 2001 年起，台灣對中國的投資金額逐年增加，過去 10 年間（2001~2011），快速增加了 817 億美元的投資額，是 20 年前的四倍之多。顯見中國市場對於台灣企業重要性日漸上升。

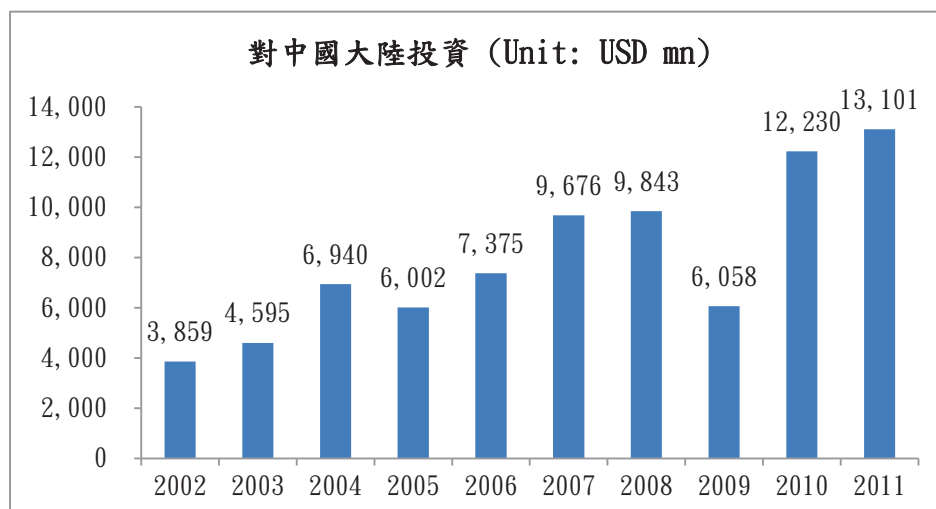


圖 1-2 歷年對中國大陸投資金額

資料來源 經濟部投資處²

因為這樣的背景，「中國概念股」的名詞開始出現在台灣的股票市場上。中國大陸的經濟政策、股市表現或產業環境都可能對這些公司產生影響。而在兩岸簽訂 ECFA 之後，相互的交流預計將更加緊密，「中國概念股」也再度成為重要焦點。

而市場通常經由媒體報導或官方訊息公布得知個別公司的經營情況，進而採取不同的買賣決策而影響股價。根據半強勢效率市場假說，所有公開資訊皆已反映於股價，任何投資人都無法持續擊敗大盤而賺取超額報酬。因此，本文希望透過實證研究，分析中國概念股對於中國相關訊息的反應是否存在半強勢效率市場的特徵，以及股價對不同層次及種類的訊息是否有不同的反應強度。

²經濟部投資業務處：<http://www.dois.moea.gov.tw/asp/relation3.asp>

第二節 研究目的

過去曾有多篇論文探討公開消息對股市的影響。例如最早由 Eugene Fama (1970) 提出效率市場的假說，探討股價對公開訊息的反應型態；林煜宗 (1981) 研究造成股價變動之因素，認為市場因素影響股價變動最大，產業因素及公司因素影響股價較小；黃昱程 (1991) 研究重大政經新聞與股價及成交量之關係，發現股價調整開始於經濟類之重大新聞發生前，且有過度反應現象。但相關研究大多以各國股市為主，尚未有針對「中國概念股」為研究對象。

其次，在消息的內涵方面，過往文獻大多以總體經濟訊息為主，包括 Castanias (1979) 以 1973~1977 的 NYSE 指數為研究對象，檢驗總體經濟消息對股價之影響；Pearce and Roley (1985) 以 Dow Jones 為研究對象，研究發現未被預期的總體經濟訊息中，除了折現率之外，包括貨幣供給、通貨膨脹、實體經濟活動都對股價有明顯影響。McQueen and Roley (1993) 以 1979~1985 的 S&P500 指數為研究對象，並討論在不同景氣循環下股價對消息的反應。Mitchell and Mulherin (1994) 以 1983~1990 年三種不同交易指數 (NYSE、AMEX、DOW JONES) 為研究對象，發現公開訊息與市場活動間並無顯著關係存在。亦即重大消息被報導當天，市場報酬率會高於水平，但交易量與全部樣本期間的交易量並無顯著差異。且總體經濟指標對市場報酬率及交易量並無顯著影響。

蔡宜臻 (2002) 進一步將公開資訊分為總體經濟與個體公司訊息，探究不同訊息對於台灣股票市場的影響。另外李顯儀、吳幸姬 (2004) 加入總體之外的訊息進行研究，諸如政治、軍事、天災等。

綜合以上所述，本文希望融合中國總體經濟指標發布消息 (簡稱總體經濟消息) 及公司於中國相關消息 (簡稱公司消息)，探討與中概股相關的中國公開資訊對於股價所引起的反應是否具有顯著影響，以及是否立即反應完畢或提前或延後一步反應，擴展此類消息與股價研究的應用對象至中國概念股。

本文以西元 2007-2011 年為研究期間，採用台灣經濟新報所編制中概股指數中

的 30 支成分股為研究對象，藉由觀察這些個股對於其在中國的相關新聞釋出後的股價反應探討所謂「中國概念股」對於不同訊息內涵的反應強度。主要研究議題分述如下：

- 一、研究樣本對於總體經濟消息會有正向或負向的反應，又反應期間會持續多長，以及是否存在提前或延後反應及資訊洩漏(Information Leakage)情況。
- 二、研究樣本對於公司消息會有正向或負向的反應，又反應期間會持續多長，以及是否存在提前或延後反應情況。
- 三、研究電子業與非電子業的樣本對於公司消息是否有不同反應。
- 四、研究樣本對於不同主題的公司消息反應是否有所不同。



第三節 研究流程

本文研究流程分為五章，如圖 1-3 所示：

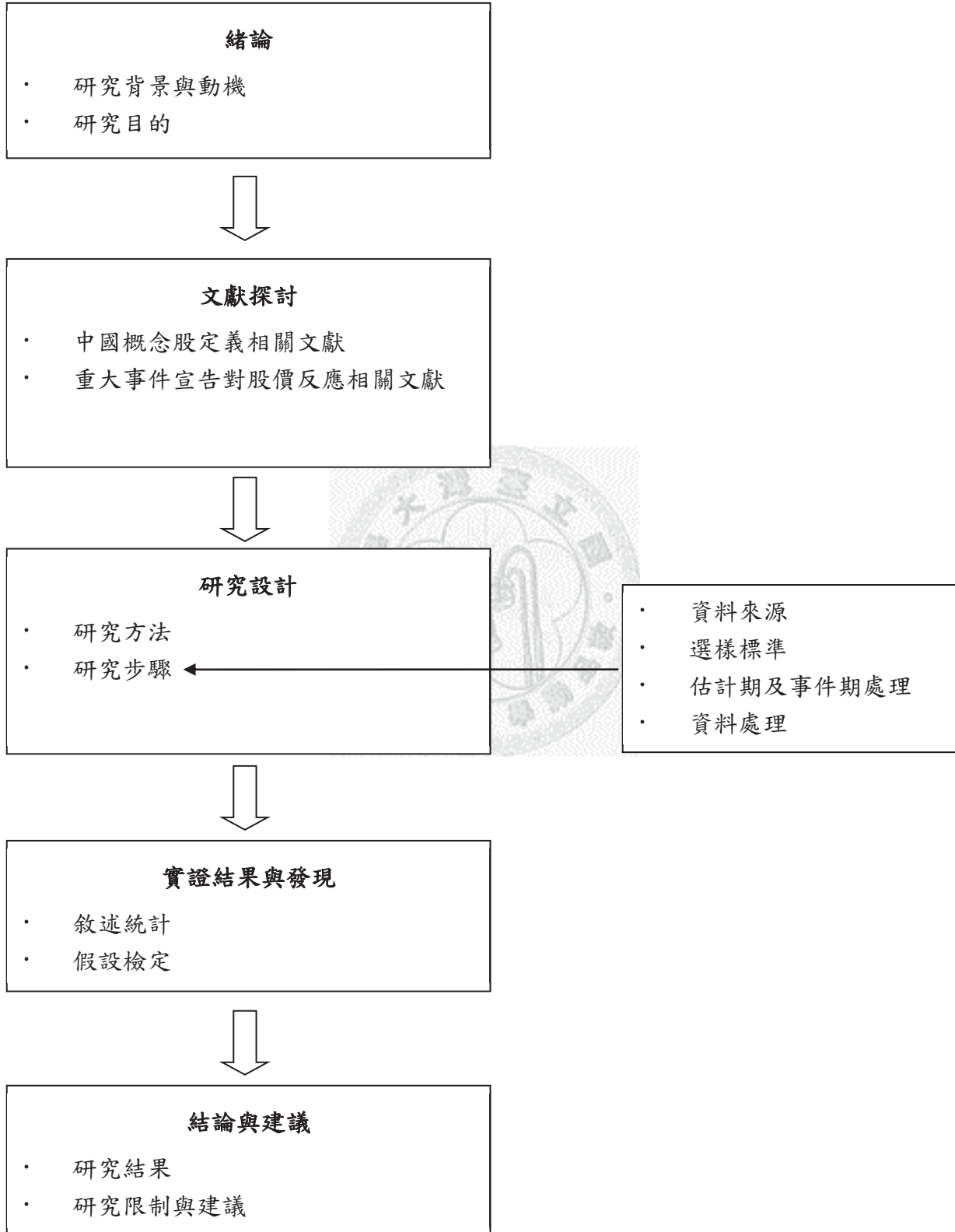


圖 1-3 研究流程圖

第二章 文獻探討

第一節 中國概念股的定義

自 1978 年底中國實施”改革開放、放權讓利”以來，台商開始赴中國投資。初期因為法令的限制，對中國投資都是私底下透過香港來進行。而 1992 年政府通過「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」後，對中國間接投資合法化，也開始有官方的統計數據資料。

根據經濟部投資審議委員會核准對外投資統計，台商投資中國核准金額占台灣對外投資的比重約六成，可說是最重要的投資區域之一。

也因此，大約在 1997 年間出現”中國概念股”之詞彙，也引起投資人的關注。所謂的”中國概念股”至今沒有統一定義，在各地區有不同的意涵如下：

在中國大陸，中國概念股泛指在境外上市，但在中國大陸的資產或營收為其主體組成部分公司的股票，例如百度（BAIDU）、土豆網（TUDO）等等。在香港的中國概念股指的即是紅籌股（H 股）。

台灣對於中國概念股一般指的是包含兩岸三地及西方國家，所有受惠於中國經濟成長的企業，不管在中國生產或以其為銷售市場的，只要有業務往來，皆可稱為”中國概念股”。

郭樂平與俞秀美（1998）對中國概念股定義為需在臺灣證券交易所或櫃台買賣中心掛牌之公司，大陸投資帳面價值對母公司淨值比需大於 5% 與在大陸有轉投資之公司，轉投資營收佔母公司營收比重較高者，符合上述定義，皆可稱為”中國概念股”，此為較廣泛的定義。

另外陳怡君（2003）根據當時的時空背景定義中國概念股為在台灣上市同時赴中國投資，且中國營收佔母公司總營收 10% 以上的個股。

且必須符合以下條件：

- 一、經由 SMART 雜誌所挑選出前 100 家具代表性之中國概念股上市公司。
- 二、上市滿五年以上（需在 1998 年前上市），中國營收佔母公司總營收 10% 以上的個股。
- 三、在 1999 年以前即赴中國投資。

之後的文獻皆以上述條件做基礎，如蔡孟凱（2004）以上述條件為主，加上台灣經濟新報資料庫中概股指數更新成分報告及 PCHOME 股市網頁定義之中國概念股作為研究樣本，高宇軒（2005）則另加入 2005 年仍然有在中國大陸營運之篩選條件。

實務上，亦有專業機構亦藉由不同準則選取相關的中國概念股。台灣經濟新報資料庫 (TEJ)³ 自 1995 年 1 月起依據公司對中國投資的指標選出 30 支成分股，並定期更新。詳細編製方法如下：

先取上市公司對中國投資的四項變數：

變數一、對中國投資帳面值

變數二、中國投資帳面值佔母公司淨值之比

變數三、中國投資公司損益

變數四、中國投資公司損益佔母公司損益之比

$$Z_i = (\text{變數 } i - \text{變數 } i \text{ 平均數}) / (\text{變數 } i \text{ 標準差})$$

$$\text{變數分數} = 50 + (50/3) * Z_i$$

依上式，若為常態分配，正負三個標準差範圍內機率達 99%。若變數分數大於 100 則以 100 計，小於 0 則以 0 計。

$$\begin{aligned} \text{總分數} &= 30\% * (\text{變數一分數}) + 30\% * (\text{變數二分數}) + 20\% * (\text{變數三分數}) \\ &+ 20\% * (\text{變數四分數}) \end{aligned}$$

³Source: 貨幣觀測與信用評等雙月刊

值得注意的是，若（母公司稅後淨利／淨值）小於 3%（均以換算成年資料），為避免極端值產生使分數失真，則將權數修正為：總分數=30%*（變數一分數）+50%*（變數二分數）+20%*（變數三分數）。

根據最新資料，目前 TEJ 中概股包含下列個股：

表 2-1 TEJ 中概股包含個股

產業別	公司代碼	公司名稱	產業別	公司代碼	公司名稱
電子零組件	2313	華通	水泥工業	1101	台泥
電子零組件	2316	楠梓電	水泥工業	1102	亞泥
電子零組件	2327	國巨	食品工業	1216	統一
電子零組件	3044	健鼎	塑膠工業	1303	南亞
電子零組件	2308	台達電	塑膠工業	1313	聯成
電腦及週邊	2362	藍天	玻璃陶瓷	1802	台玻
電腦及週邊	2474	可成	橡膠工業	2105	正新
電腦及週邊	2301	光寶科	橡膠工業	2106	建大
其他電子業	2354	鴻準	紡織纖維	1402	遠東新
其他電子業	2317	鴻海	汽車工業	2227	裕日車
電器電纜	1605	華新	貿易百貨	2911	麗嬰房
電子通路業	2347	聯強	其他	9904	寶成
電機機械	1507	永大	其他	9910	豐泰
電機機械	1531	高林股	其他	9921	巨大
半導體	2311	日月光			
光電業	2409	友達			

資料來源：TEJ

至於寶來投信亦和標準普爾公司（S&P）合作，由寶來投信發行、S&P 負責編製台商收成指數（China Play 50 Index），此指數是選取台灣上市公司赴大陸投資有實質、穩定獲利的 50 檔龍頭股，亦為中概股的概念。篩選條件如下⁴：

- 一、成分個股市場流通市值的權重上限為15%
- 二、個股需為台灣上市公司並擁有最少三年的上市資料
- 三、大陸盈利率⁵> 10%

大陸盈利率是用來篩選三年內在中國大陸認列收益佔母公司稅前淨利10%以上的台灣上市公司，以表彰成分公司在中國獲利佔其稅前盈餘總額的比率

大陸盈利率＝個股於中國大陸地區所認列的收益/母公司稅前淨利

列入考量的數據是來自各股過去三年每季度財報，並將其加總平均後進行篩選，若產生負值則剔除，僅留下大陸盈利率大於10%的個股，再依照市值進行排序，依據市值排序的結果篩選前50大的公司納入成分股。

依照最新資料（2011/12/3）持股明細顯示，S&P 台商收成指數成分股有以下⁶：

表 2-2 S&P 台商收成指數成分股

產業別	公司代碼	公司名稱	產業別	公司代碼	公司名稱
貿易百貨	2903	遠百	半導體	2311	日月光
貿易百貨	2915	潤泰全球	光電	2489	瑞軒
塑膠工業	1312	國喬	光電	3059	華晶科
塑膠工業	1313	聯成	光電	6176	瑞儀
塑膠工業	1319	東陽	光電	6278	台表科

⁴ Source:基金公開說明書

⁵ 用語摘自寶來台灣 ETF 傘型證券投資信託基金公開說明書

⁶ Source:寶來投信網站；<http://www.polarisfund.com.tw/>

塑膠工業	1326	台化	其他電子	2317	鴻海
化學工業	1710	東聯	通信網路	6285	啟碁科技
化學工業	1714	和桐化學	電機機械	1503	士電
化學工業	1717	長興	電機機械	1507	永大
水泥工業	1102	亞泥	電器電纜	1605	華新
汽車工業	2206	三陽	電腦及週邊設備	2301	光寶科技
建材營建	2504	國產	電腦及週邊設備	2324	仁寶
建材營建	2515	中工	電腦及週邊設備	2362	藍天
玻璃陶瓷	1802	台玻	電腦及週邊設備	2385	群光
食品工業	1216	統一	電腦及週邊設備	2474	可成
紡織纖維	1402	遠東新	電腦及週邊設備	3231	緯創
橡膠工業	2101	南港	電腦及週邊設備	8008	建興電
橡膠工業	2103	台橡	電子零組件	2308	台達電
橡膠工業	2105	正新	電子零組件	2327	國巨
橡膠工業	2106	建大	電子零組件	2328	廣宇
其他	9904	寶成	電子零組件	2392	正歲
其他	9907	統一實	電子零組件	3042	晶技
其他	9921	巨大機械	電子零組件	3044	健鼎
其他	9939	宏全	電子零組件	6153	嘉聯益
其他	9945	潤泰創新	電子通路	2347	聯強

資料來源：寶來投信

由於寶來選取中概股的樣本基礎為公司在中國認列收益佔母公司稅前淨利比例，而本研究認為所謂中國概念股應符合在中國有大量投資的概念，因此採用 TEJ 中概股指數之 30 之成分股作為研究對象。

第二節 重大事件宣告對股價反應相關文獻

一、重大事件對股價反應相關文獻

根據 Benjamin (1966) 研究，影響股價的因素約有 52% 屬於市場因素，其餘可歸因於產業及公司因素。

Neiderhoffer (1971) 研究世界重大事件與美國股價之關係，結果顯示當世界發生重大事件的當天即第二天股價會有重大變動。且此變動持續至第五天。此研究之重大事件包括韓戰、古巴事件等。Dorfman (1972) 研究 15 項重大新聞事件對股市之影響，結果顯示股票市場有過度反應的傾向。而 Holthausen and Verrecchia (1988) 研究發現，股價及成交量會隨著市場有重大訊息的釋出而有明顯的反應。

此外，根據 Brennan, Jegadeesh and Swaminathan (1993)，不同的股票投資組合對於訊息的反應速度會隨著投資人的關注程度不同而有所差別，通常受到較高關注的股票投資組合對市場的訊息反應通常也較為迅速。因此，過往研究多顯示市場的重大事件對於股價會有影響。

二、總體經濟因素對股價反應相關文獻

在特定層次訊息反應的研究方面，國內外均以總體經濟訊息的研究為主，而結論也不盡相同，整理如下：

1. 中文文獻部分

張麗蕙(1989)採 1979~1988 的月資料為基礎，探討影響股價波動的因素。研究發現貨幣供給、躉售物價指數、利率、匯率及國民所得此五項總體經濟變數對股價不具顯著的解釋能力。

黃文輝(1997)以 1994~1997 年的月資料為基礎，探討總體經濟變數之公布是否影響股價。研究結論有二：第一，台股指數對單一經濟指標發布呈現隨機反應；第二，短期內股價不會隨經濟變數公布而影響。

李慧娟(2001)以 1990~2000 之台灣股價指數為研究對象，將定期與非定

期訊息宣告對股市波動及其持續性做探討，發現定期發布之物價指數、進出口貿易總額及非定期之存款準備率變動發布日確實會對股市波動造成顯著影響；在消息持續性方面，唯有物價指數公布日對股市波動具持續性。不定期的存款準備率變動發布日對股市衝擊是具持續性的。

2. 英文文獻部分

國外此類文獻眾多，且各有不同的結論。將相關結論摘要整理如下：

作者	年份	研究結論
Schwert	1981	股價對於未預期的 CPI 數據有負向但微弱的反應
Pearce and Roley	1985	除了折現率之外，包括貨幣供給、通貨膨脹、實體經濟活動的消息宣告都對股價有明顯影響
Hardouvelis	1987	未發現總體經濟訊息的宣告和股價變化有明顯的關係
Cutler, Poterba and Summers	1989	發現全部重大訊息平均報酬和股價平均報酬沒有明顯差異
Haugen, Talmor and Torous	1991	重大的經濟訊息平均報酬和股價平均報酬沒有明顯差異
McQueen and Roley	1993	總體經濟訊息的釋出對股價表現有密切關係
Mitchell and Mulherin	1994	重大消息被報導當天，市場報酬率會高於水平，但交易量與全部樣本期間的交易量並無顯著差異

Castanias (1979) 以 1973~1977 的 NYSE 指數為研究對象，檢驗總體經濟消息對股價之影響。研究發現不定期之總體訊息（例如聯邦準備理事會政策改變）對股價有顯著影響；至於每期公布之總體經濟指標（如 CPI 等）對股價則無顯著影響。

Schwert (1981) 以 1953~1978 的 S&P500 指數為研究對象，發現股價對於未預期的 CPI 數據有負向但微弱的反應。

Pearce and Roley (1985) 以 Dow Jones 為研究對象，研究發現未被預期的總體

經濟訊息中，除了折現率之外，包括貨幣供給、通貨膨脹、實體經濟活動都對股價有明顯影響。但在宣告日之後，股價的反應非常微弱。

McQueen and Roley (1993) 以 1979~1985 的 S&P500 指數為研究對象，並討論在不同景氣循環下股價對消息的反應。研究發現總體經濟訊息的釋出對股價表現有密切關係。

Mitchell and Mulherin (1994) 以 1983~1990 年三種不同交易指數 (NYSE、AMEX、DOW JONES) 為研究對象，發現公開訊息與市場活動間並無顯著關係存在。亦即重大消息被報導當天，市場報酬率會高於水平，但交易量與全部樣本期間的交易量並無顯著差異。且總體經濟指標對市場報酬率及交易量並無顯著影響。

三、總體經濟因素及個別公司訊息宣告對股價反應相關文獻

由於大部分文獻所收集的訊息都集中在定期的總經訊息或政府貨幣政策訊息，針對不同層次消息做分析的研究較少。

而總體經濟訊息大多定期預告，容易被投資人所預期，故對市場所造成的反應可能有限。因此，將總體經濟即個別公司訊息納入研究範圍內能更深入的探究消息對股價的影響。

將相關文獻及結論摘要整理如下：

作者	年份	研究結論
Bessembinder et al.	1996	個別股票交易量和個別公司訊息宣告 (firm-specific information) 相關性較大，但一籃子股票的交易量和市場訊息 (market-wide news) 較相關
Nofsinger	2001	將消息分為好消息及壞消息，公司分為大公司及小公司，發現個人投資者及機構投資者的買賣行為均會受公司相關訊息及總體經濟訊息影響
蔡宜臻	2002	不論是總體經濟或公司的壞消息，股價與訊息內容有一致的變動方向，然而只有公司的好消

		<p>息發布時，股價才會與訊息內容有一致的變動方向</p> <p>另外公司訊息對股價的影響比總體訊息來的強烈，不論是好消息或壞消息</p>
李顯儀、吳幸姬	2004	<p>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，股價報酬會有顯著為負</p>

Bessembinder et al. (1996) 以 1974 年底~1981 年初的 NYSE 的股票作為研究對象，發現個別股票交易量和個別公司訊息宣告相關性較大，但一籃子股票的交易量和市場訊息較相關。除外，市場訊息對於小公司沒有顯著影響。

Nofsinger (2001) 隨機選取 NYSE 掛牌之 144 家公司，以 1990 年初~1991 年初為研究時間，將消息分成好消息及壞消息，分別探究機構投資者與個人投資者對於個別公司消息與總體經濟訊息的反應。研究發現：在個別公司消息的反應方面，個人投資者對於個別公司的好消息會有所反應，但機構投資者對於個別公司的好壞消息均會有反應。另外在總體經濟訊息的反應方面，不論是機構投資者與個人投資者都會對大公司有相對應的買進或賣出行為。

蔡宜臻 (2002) 分別以總體經濟訊息（包含經濟成長率、景氣對策訊號、貨幣供給、失業率、重貼現率調整、工業生產指數年增率）及個別公司訊息（營收、股利等）為基礎，探究消息宣告對台股之影響。研究發現不論是總體或公司的壞消息，股價與訊息內容有一致的變動方向，然而，只有公司的好消息發佈時，股價才會與訊息內容有一致的變動方向。而不論是好消息或壞消息，公司訊息對股價的影響往往比總體訊息來的強烈。

李顯儀、吳幸姬 (2004) 進一步將市場分為多空頭，且加入總體之外的訊息，諸如政治、經濟、軍事與天災等，探討這些重大訊息對台灣股市報酬反應的影響與訊息對不同投資組合間傳遞的效果，發現在多頭市場中，股價報酬會有顯著反應；空頭市場中對於好消息的反應較不顯著，但有壞消息公告時，股價報酬會有

顯著為負。

本研究就過去實證研究中選取較常用的總體經濟變數作為總體經濟息來源進行研究，包括經濟成長率（GDP）、居民消費價格指數（CPI）、中國製造業採購經理指數（PMI）及貨幣供給額（M1 b）。

除外，亦蒐集公司於中國相關消息，並進一步根據Nofsinger（2001）將消息分類，細分為營運相關、資本預算相關、盈餘相關、資本預算相關、營運狀況相關及其他新聞，做一較具廣度的研究。亦將中概股樣本細分為電子與非電子股探討各自對消息的反應。



第三章 實證研究方法與資料來源

第一節 研究方法

本研究採用事件研究法 (Event Study) 進行實證分析。事件研究法是近代商學實證中最廣泛被應用的研究設計之一，主要目的在於探討當某一資訊或事件發生時是否會引起股價的異常報酬率。

第二節 研究步驟

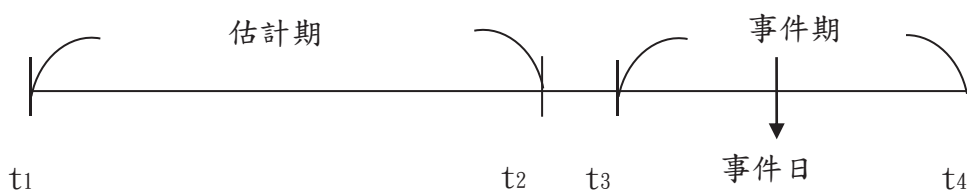
基本上事件研究法有以下步驟：

一、事件日之確定

確定要研究的事件及市場知道該事件的日期。本研究以中國總體經濟指標發布消息 (簡稱總體經濟消息) 及公司於中國相關消息 (簡稱公司消息) 作為研究事件，而以指標發布及事件見報當日作為事件日。

二、設定估計期及事件期

一般而言，研究者必須先設定在“沒有”事件發生下，個股預期的報酬率，因此需要決定有一段期間來建立預期模式，而且該期間可以合理的預期到某股票價格應該不會受到要研究事件的影響。此期間稱為「估計期」。再以此估計期建立的預期模式預測可能會受到所要研究事件影響的期間，即「事件期」的個股報酬率。再以個別股票在事件期的實際報酬率減去事件期的預期報酬率得到異常報酬率 (Abnormal Returns, AR)。時間軸表示如下：



第三節 變數定義與資料來源

本研究以 2007/1/1~2011/12/31 為資料期間，以台灣經濟新報資料庫所定義之“中國概念股”為樣本內容，共計 30 支股票。個別證券及大盤股價資料均取自台灣經濟新報資料庫，以除權息調整後收盤價為準。

經由第二章之文獻探討，本節將先定義消息的種類。本研究預計採取總體經濟消息及公司消息兩種不同種類消息，分述如下：

一、總體經濟消息

本研究以總體經濟數據做為總體經濟消息的衡量指標。總體經濟數據是衡量一國經濟情況的重要指標，各國通常會定期公布相關數據及未來展望。根據過往文獻探討，會影響股價的總體經濟數據主要有經濟成長、物價、貨幣供給、利率、匯率、貿易餘額、工業生產、融資融券餘額、就業成長率等等（朱博湧、吳壽山，1991；Abdullah and Hayworth，1993；劉宗達，1995；Mukherjee and Naka，1995；邱奕德、劉曦敏、蔡瑞煌，1996；Flannery Protopapadakis，2002）。

由於總體經濟數據繁多，本研究採取較常被選取探討的經濟成長率、物價指數、中國製造業採購經理指數、貨幣供給額作為總體經濟消息來源。

由於各經濟數據由不同機構公布，且各期發布日期均有些微差異，為求精準，以彭博資料庫（Bloomberg）公布之發布日期為準。資料來源與型態整理如表 3-1：

表 3-1 中國總體經濟消息資料來源與型態

經濟數據	發佈時點資料來源	發佈時點	頻率
經濟成長率 (GDP 年增率)	中國統計局「經濟統計 信息發布日程表」	約 1、4、7、10 月舉行國民 經濟運行情況新聞發佈會時 一併公告，時間不定	季
居民消費價格指 數 (CPI)	中國統計局「經濟統計 信息發布日程表」	約每月 10 號	月

中國製造業採購經理指數 (PMI)	中國物流與採購聯合會	每月 1 日	月
貨幣餘額 (M1 b、M2)	中國人民銀行	每月 10~15 日	月

資料來源：本研究整理

1. 經濟成長率 (GDP)

經濟成長率可說是最重要的經濟指標，公式為經濟成長率=(當年的國內生產毛額-前一年的國內生產毛額)/前一年的國內生產毛額。中國統計局約 1、4、7、10 月舉行國民經濟運行情況新聞發佈會時會一併公告，因此時間不一定。經濟成長率對產業、企業營運皆有影響，因此將其納入研究之消息來源之一

2. 居民消費價格指數 (CPI)

CPI 是由消費者的立場，來衡量財貨及勞務的價格。一般而言，CPI 若持續上揚，代表通膨有升溫跡象，民眾購買力將下降，對於整體民生經濟有很大影響。因此，各國央行皆以控制通膨作為重要的政策目標之一。

從 2001 年起，中國採用國際通用做法，逐月編制並公布以 2000 年價格水準為基期的居民消費價格指數。由於 CPI 對整體消費水準有重大影響，直接影響到中概股之營運，因此將其納入研究之消息來源之一。

3. 中國製造業採購經理指數

製造業採購經理指數是國際上通用的監測宏觀經濟走勢的先行性指數之一，具有事先預警作用。中國也首次由國家統計局和中國物流與採購聯合會共同合作完成，於 2005 年 4 月底首次發布。

此數值通常以 50 作為經濟強弱的分界點，PMI 高於 50 時，反映製造業經濟擴張；低於 50，則反映製造業經濟收縮。本文之中概股絕大部分屬於電子與傳統製造業，因此希望探究其股價是否會對 PMI 指數的公布做反應。

4. 貨幣餘額

貨幣供給額可用以判斷金融情勢的指標，分為 M1a，M1b，M2 三項，由中國人民銀行定期公布。

其定義如下：

M1a: 將所有的現金發行量 + 支票存款餘額 + 活期存款餘額加在一起的總額。

M1 b: 將所有的活期儲蓄存款餘額（含郵政儲金）加上 M1a，即為 M1 b，稱作狹義貨幣供給額。

M2: 將國內某日所有的 ” 定期存款餘額 ” 加上該日的 M1 b，即為 M2，又稱廣義貨幣供給額。

一般會用 M1 b 的年增率來衡量股票資金的動能，M1 b 年增率大幅增加，顯示民眾較願意持有活期存款，進而可能反應股市交易熱絡，因投資報酬率高於銀行存款，民眾因而將定存轉為活存。本研究亦採用 M1 b 為貨幣餘額資料來源。

值得一提的是，中國經濟數據的發布存在資訊洩漏的情況，本研究也將以實證方法檢視是否確有資訊洩漏的情況。

二、公司消息

本研究主要採用「聯合知識庫」為公司消息資料來源，此資料庫包含聯合報系八種報紙（聯合報、經濟日報、民生報、聯合晚報、星報、Upaper、美洲世界日報、歐洲日報），為國內最大的新聞檢索資料庫。

利用搜尋標題關鍵字方式，搜尋個股公司 2007/1/1~2011/12/31 在中國營運之相關新聞，並以新聞發布時點為事件日。例如：2008/3/21，新聞標題「麗嬰房 加碼投資大陸」即為一個事件發生日。

蒐集新聞數量如表 3-2：

表 3-2 公司消息個數

公司名稱	新聞數量	公司名稱	新聞數量
華通	2	台泥	103
楠梓電	6	亞泥	35
國巨	4	統一	34
健鼎	5	南亞	9
台達電	11	聯成	6
藍天	30	台玻	14
可成	5	正新	14
光寶科	2	建大	6
鴻準	2	遠東新	5
鴻海	64	裕日車	18
華新	7	麗嬰房	30
聯強	20	寶成	13
永大	12	豐泰	11
高林股	7	巨大	11
日月光	10		
友達	21		

資料來源：本研究整理

本研究亦將公司消息依不同主題做分類，研究中概股對於不同主題的公司消息會有甚麼不同反應。

分類方法參照 Nofsinger (2001) 將新聞分類的方法，並依照本研究主題作微調。Nofsinger (2001) 將新聞分類為盈餘相關、股利相關、資本預算相關及其他新聞（包含營運狀況、管理階層新聞、組織重整及產業相關等新聞）。

本研究由於未採集到有關股利之新聞，因此排除這一分類。至於本文希望研究針對單一公司之新聞，因此產業相關新聞也不納入。

最終採取盈餘相關、資本預算相關、營運狀況相關及其他新聞（包含公司證券交易行為、組織異動、管理階層異動、訴訟等相關新聞）。表 3-3 以台泥為例說明各新聞分類：

表 3-3 公司消息分類說明

分類	例子（新聞標題）
盈餘相關	大陸業績豐收 台泥獲利進補
資本預算相關	台泥 擬赴廣東韶關設廠
營運狀況相關	台泥 調漲大陸水泥價
其他新聞	中國建材搶婚？ 台泥、科華分手

資料來源：本研究整理

最後，本研究亦將個股分為電子業與非電子業，探究股價對新聞的反應是否因產業而異。

三、好消息與壞消息

一般而言，在事件研究中研究者必須確定依其研究目的及其所要研究的性質，是否需要將樣本進行分類。

分類的目的即在於確保每一個子樣本中，研究事件對股價有相同的方向性。否則可能會造成好、壞消息對樣本股價的反應抵銷，而做出沒有資訊內涵的錯誤結論（沈中華與李建然，2000）。

因此，本研究亦將中國總體經濟數據消息及個股於中國相關消息分成好消息與壞消息，區分出不同消息對中概股股價的影響。

在總體經濟消息方面，本研究參照 Nofsinger（2001）的分類方法。

Nofsinger 計算出每一經濟指標公布事件日當日之市場報酬，並據此加以排序，排名前三分之一的市場報酬率，則稱為好消息。

中間三分之一的市場報酬率，則稱為中性（Neutral）消息，以此類推，後三分之一的市場報酬率為壞消息。

因此本研究計算每一經濟指標公布事件日當天上海證券交易所綜合股價指數（簡稱上證指數、上證綜合或滬指）的報酬率，依照 Nofsinger 的方法排序區分好消息與壞消息。

根據本研究結果，歸類於“好消息”的樣本點，當日上證指數報酬率介於 4.816~0.472% 之間；中性消息樣本點當日上證指數報酬率介 0.471%~-0.304% 之間。壞消息樣本點當日上證指數報酬率則是介於-0.401%~-0.804%。

在公司消息方面，以新聞標題及內文判斷，若有提到營收大幅成長或分店增加、新建廠房等消息，則歸類於好消息，其餘歸類為壞消息。

以下舉數例說明本研究分類準則：

表 3-4 公司好／壞消息分類說明

新聞日期	新聞標題	分類
2010/5/30	台玻節能玻璃 搶當大陸一哥	好消息
2007/7/8	建大 加速天津建廠	好消息
2007/9/6	富士康爆紅眼病 陸媒：千人隔離	壞消息
2011/11/19	寶成大陸廠 爆發大罷工	壞消息

資料來源：本研究整理

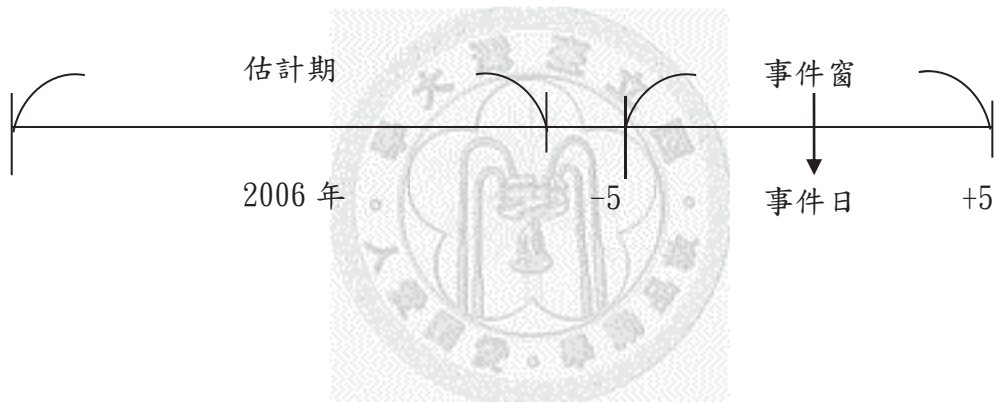
特別的是，公司消息共蒐集到 526 則相關新聞，其中 516 則為好消息，10 則壞消息，約有 98% 皆為好消息。由於好壞消息個數差異過大，因此本研究僅研究公司好消息。

第四節 估計期及事件期界定

本研究以事件報導當天為事件日 ($t=0$)。由於總體經濟消息發生時點固定，屬於周期性的事件，大眾在事件發生前常會先做預期（例如 GDP 公布的前幾天即會有預測性報導出現），因此將事件窗事件發生前五日至後五日 ($t=-5\sim t=+5$)，探究是否有資訊洩漏的情形出現。

另公司消息則是因為可能有內部人先於大眾知道資訊的現象發生，因此也將事件窗設定為事件發生前五日至後五日 ($t=-5\sim t=+5$)，而為了簡化個股預期報酬率的計算，估計期設定為事件期前一年(2006)所有交易日(2006/1/2~2006/12/29)，共計 248 天。

如下圖所示：



第五節 資料處理

一、個別證券預期報酬率之建立

首先，分別求出「估計期」中每一期個股報酬率 (R_{it}) 與市場報酬率 (R_{mt})。

其中

$$R_{it} = (P_{it} - P_{i,t-1})/P_{i,t-1}$$

R_{it} ：個別證券 i 第 t 日之報酬率

P_{it} ：個別證券 i 第 t 日之調整後收盤價

$P_{i,t-1}$ ：個別證券 i 第 $t-1$ 日之調整後收盤價

$$R_{mt} = (I_{mt} - I_{m,t-1})/I_{m,t-1}$$

R_{mt} ：第 t 日之市場報酬率

I_{mt} ：台灣發行量加權股價指數第 t 日之調整後收盤指數

$I_{m,t-1}$ ：台灣發行量加權股價指數第 $t-1$ 日之調整後收盤指數

其次，採取市場模式建立估計期中下列個別證券之迴歸模型：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$i=1,2,\dots,N$

其中 α_i 、 β_i 為估計參數

第三，計算「事件期」中某一期的之「預期報酬率」如下：

$$E(R_{iE}) = \alpha_i + \beta_i R_{mE}$$

E ⊂ 事件期； α_i 、 β_i 為估計期算出

二、個別證券異常報酬率的估計

建立個別證券事件期中某一期的之預期報酬率後，可進一步求得異常報酬率 (Abnormal Returns, AR)，即：

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(R_{iE})$$

式中

AR_{iE} ：為 i 證券在事件期中之異常報酬

R_{iE} ：為 i 證券在事件期中實際報酬

$E(R_{iE})$ ：為 i 證券在事件期中預期報酬

三、個別證券累積平均異常報酬率 (Cumulative average abnormal returns, CAR)，

計算方式如下：

$$CAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AR_E$$

$[\tau_1, \tau_2] \subseteq$ 事件期

式中 $CAR(\tau_1, \tau_2)$ 即為將 τ_1 到 τ_2 之平均異常報酬率相加

第四章 實證結果與發現

本章分為兩小節，第一節先就蒐集之資料做敘述統計；第二節進行假設檢定，主要探討問題如下：

- 一、研究樣本對於總體經濟消息會有正向或負向的反應，又反應期間會持續多長，以及是否存在提前或延後反應及資訊洩漏情況。
- 二、研究樣本對於公司消息會有正向或負向的反應，又反應期間會持續多長，以及是否存在提前或延後反應情況。
- 三、研究電子業與非電子業的樣本對於公司消息是否有不同反應。
- 四、研究樣本對於不同主題的公司消息反應是否有所不同。

本研究採用事件研究法，檢定不同事件發生期各樣本的異常報酬率是否顯著異於零，又為多少。本研究以 2007~2011 年為研究期間，在台灣上市之中國概念股為研究對象，主要探究公司股價對於總體經濟消息及公司消息的反應。第一節彙整研究樣本的基礎統計量，第二節進行假設檢定，探討是否存在超額報酬，以及超額報酬的持續程度。

第一節 敘述統計

第一節中整理變數的基本統計量，了解樣本初步特性與分布。

一、中國總體經濟數據消息敘述統計

首先在中國總體經濟數據消息方面，由於 GDP 為季資料，因此發布次數較少。

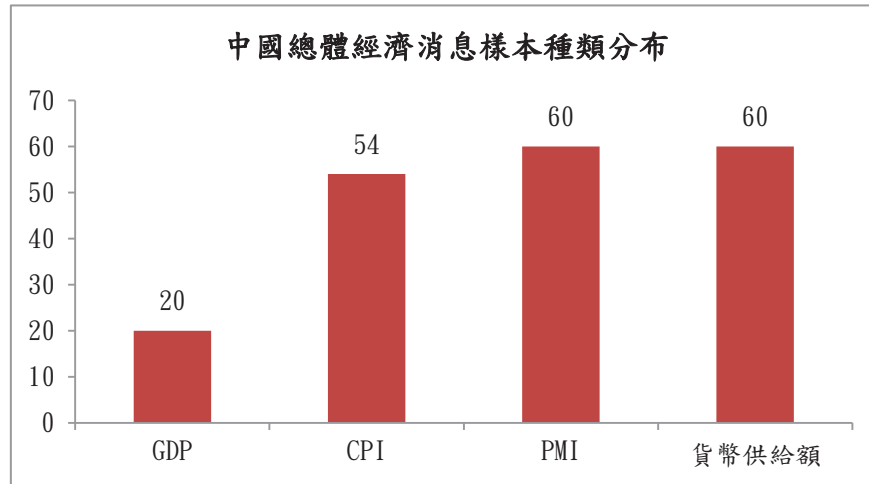


圖 4-1 消息樣本種類分布

資料來源：本研究整理

另外，本研究計算每一經濟指標公布事件日當天上海證券交易所綜合股價指數（簡稱上證指數、上證綜合或滬指）的報酬率排序，區分好消息與壞消息。由表 4-1 可知總體經濟好壞消息的分布：

表 4-1 總體經濟好壞消息分布

	消息個數
好消息	670
中性消息	660
壞消息	670

資料來源：本研究整理

二、公司消息敘述統計

首先，本研究共蒐集到 526 則公司消息，其中 516 則為好消息，10 則壞消息，約有 98% 皆為好消息。由於好壞消息個數差異過大，因此本研究僅研究公司好消息。因此，本研究中公司消息樣本數為 516 則

表 4-2 公司好／壞消息分布

好消息	壞消息	消息個數總計
516	10	526
98.1%	1.9%	100%

其次我們可以看到在公司消息方面，消息數量（總計 516 件）平均分布在各年份，而以非電子業⁷的消息較多。另外，就新聞主題而言，以資本預算及營運狀況相關種類的新聞絕大多數。

表 4-3 公司消息個數分類

公司消息個數	
N=516	
年度別	
2007	109
2008	93
2009	96
2010	126
2011	92
產業別	
電子業	206
非電子業	310

⁷非電子業包含水泥、食品、塑膠、玻璃陶瓷、橡膠、紡織、汽車、貿易百貨、其他等

新聞主題別

盈餘相關	119
資本預算相關	134
營運狀況相關	193
其他新聞	70

資料來源：本研究整理



第二節 假設檢定

本研究同時採用有母數檢定來檢驗樣本平均異常報酬率及累計平均異常報酬率是否顯著異於 0。

有母數的檢定基礎是建立在個別證券異常報酬率屬於獨立的齊一常態分配 (Independent identical normal distribution) 之下。就實證而言，個別證券的異常報酬率通常不是常態分布，尤其是股票日報酬。但在中央極限定理之下，只要樣本夠大，則每一事件期的證券異常報酬率即可趨於常態分配。

本研究在總體經濟消息及公司消息每一期分別約有 2,000 筆及 200~500 筆資料，符合中央極限定理的應用，因此進行有母數檢定。



一、總體經濟消息檢定結果

首先對各期之異常報酬率資料進行檢定結果如下：

表 4-4 總體經濟消息異常報酬率 T 檢定結果

Event Day	Good News N=2,010	Neutral News N=1,980	Bad news N=2,010
-5	0.0002866 (0.6794)	-0.0010823 (-2.7175)**	-0.0014657 (-3.8675)**
-4	-0.0010114 (-2.5541)*	-0.0014934 (-4.4752)**	-0.0004866 (-1.1813)
-3	0.0002856 (0.6807)	0.0033217 (7.4642)**	0.0014473 (3.2584)**
-2	0.0011244 (2.5194)*	0.003646 (8.6405)**	0.00031 (0.8215)
-1	0.0010343 (2.3330)*	0.0014631 (3.2781)**	0.0010473 (2.2278)*
0	0.0008413 (2.0609)*	-0.0007167 (-1.4516)	-0.0013104 (-2.7445)**
+1	-0.0009955 (-2.4473)*	-0.0013106 (-2.9436)**	-0.0004114 (-0.8824)
+2	0.0014602 (3.5925)**	-0.0008803 (-1.8610)	0.0018209 (4.4023)**
+3	-0.0005219 (-1.3254)	-0.0000722 (-0.1634)	0.0014194 (3.3831)**
+4	-0.002609 (-6.4656)**	-0.0019864 (-4.9236)**	0.0005706 (1.3573)
+5	-0.0003025 (-0.7313)	-0.0010535 (-2.2888)*	0.0010204 (2.4766)*

*：表 $\alpha=0.05$ 下的顯著水準；**：表 $\alpha=0.01$ 下的顯著水準；括弧內為 T 值

由表 4-4 之單變數 T 實證數據可做出以下推論：

1. 事件發生前五天：在 5% 顯著水準之下，可以觀察到事件發生前中概股股價對於總體經濟消息已有顯著異於零的反應，且不論是何種型態的消息均為正報酬。原因推測是在研究資料期間（2007/1/1~2011/12/31）各界對於中國的總體經濟情況大致保持樂觀態度，投資者的心理預期較為樂觀，因此在發布前股價傾向有正報酬；另外在事件日之前即有反應，表示可能有資訊洩漏情形。
2. 事件發生當天：在 5% 顯著水準之下，事件日當天股價對好消息有顯著異於零的正向反應；中性消息未對中概股造成顯著的異常報酬。而壞消息對於中概股造成顯著的負向報酬，且幅度大於好消息對中概股的影響。可推知市場對於壞消息的反應較大。
3. 事件發生後五日，大體而言中概股都有顯著異於零的異常報酬率，且好消息在此段期間內會有顯著異於零的負報酬；壞消息在此段期間內會有顯著異於零的正報酬。

接著觀察事件期的累積異常報酬率

表 4-5 總體經濟消息累積異常報酬率 T 檢定結果

Event Day	Good News N=2,010	Neutral News N=1,980	Bad news N=2,010
-5	0.0002866 (0.6794)	-0.0010823 (-2.7175)**	-0.0014657 (-3.8675)**
-4	-0.0007398 (-1.1988)	-0.0025808 (-4.5833)**	-0.0019413 (-3.1124)**
-3	-0.0004318 (-0.5426)	0.0007475 (1.0285)	-0.0004786 (-0.5746)
-2	0.0006796 (0.6951)	0.0043929 (4.8647)**	-0.0001592 (-0.1688)
-1	0.0017343 (1.5099)	0.0058662 (5.7970)**	0.0009109 (0.8659)
0	0.0025761 (2.1098)*	0.0051485 (4.4801)**	-0.00041 (-0.3445)
+1	0.0015811 (1.2342)	0.0038601 (3.0160)**	-0.0008493 (-0.6610)
+2	0.0030398 (2.2509)*	0.0029712 (2.0694)*	0.0009657 (0.7136)
+3	0.0025209 (1.7708)	0.002896 (1.8590)	0.002399 (1.6263)
+4	-0.0000945 (-0.0635)	0.0009051 (0.5586)	0.0029756 (1.9262)
+5	-0.000396 (-0.2479)	-0.0001394 (-0.0798)	0.0039811 (2.4411)*

*：表 $\alpha=0.05$ 下的顯著水準；**：表 $\alpha=0.01$ 下的顯著水準；括弧內為 T 值

在累積異常報酬率方面，由表 4-5 可做出下列結論：

1. 好消息對中概股的累積異常報酬在事件發生兩天後即不顯著異於零，顯示好消息在約兩天之後即反應完畢；中性消息亦為相同情況。
2. 壞消息部分，中概股在事件發生後第五天有異於零的累積異常報酬，這顯示了市場對總體經濟壞消息有過度反應的行為，因此負事件發生後，CAR 顯著為正。



二、公司消息檢定結果

首先，檢驗中概股對公司消息的反應是否顯著異於零，又反應會持續幾個交易日。結果如表 4-6：

表 4-6 公司好消息 T 檢定結果

Event Day	AR N=516	CAR N=516
-5	0.0005551 (0.7325)	0.000556 (0.7351)
-4	0.0000986 (0.1215)	0.0006853 (0.5747)
-3	0.0027466 (3.1361)**	0.003417 (2.1549)*
-2	0.0016867 (2.0170)*	0.0050676 (2.8169)**
-1	0.0028104 (2.9701)**	0.0079073 (3.8030)**
0	0.0029845 (3.2013)**	0.0109208 (4.5915)**
+1	-0.000323 (-0.4210)	0.0105753 (4.1678)**
+2	0.0000503 (0.0628)	0.0106525 (4.0474)**
+3	-0.0006905 (-0.8410)	0.0099942 (3.5508)**
+4	-0.0010464 (-1.2461)	0.0089151 (3.0105)**
+5	0.0002863 (0.3479)	0.0092181 (2.9539)**

*：表 $\alpha=0.05$ 下的顯著水準；**：表 $\alpha=0.01$ 下的顯著水準；括弧內為 T 值

由表 4-6 之單變數 T 檢定結論可知，在 5% 顯著水準之下，事件前幾日及事件發生當天均有顯著異於零的異常報酬，尤其事件當日更為顯著。

因此我們也由實證數據可做出以下推論：

1. 事件前一日會有顯著異於零的異常報酬，推估可能因為媒體報導的時間點距離事件真正發生有些許時間差，早在事件發生之初公司內部人即得知，做出反應。
2. 而中概股對於公司消息反應十分迅速，當天具有超額報酬，且事件當天即反映完畢。而這也符合半強勢效率市場的特徵。
3. 接著觀察事件期的累積異常報酬率（CAR）的實證結果：在累積異常報酬率方面，由表 4-6 看出事件發生後 5 天累積異常報酬率均顯著大於零，顯示事件對中概股報酬率有正向影響。但事件發生後五日，公司好消息對於中概股並未造成顯著異於零的累積負報酬，顯示市場對公司好消息並無過度反應的行為。
4. 將事件期內累積異常報酬的變化狀況繪製如下圖

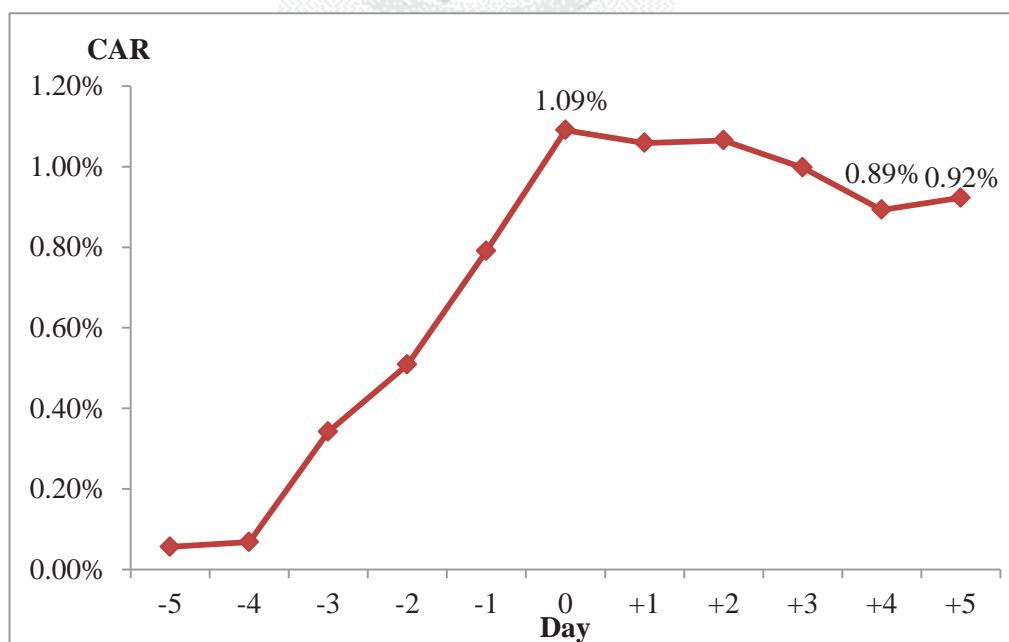


圖 4-2 公司消息事件期內累積異常報酬

由圖 4-2 可知，CAR 在事件日當天急速上升，但隔天起 CAR 即趨於平緩，顯示事件對中概股有正向影響，且大致於五天內反應完畢。

三、電子股與非電子股於公司消息檢定結果

接著將樣本分為電子股與非電子股，以單根 T 檢定檢視不同產業是否會有不同反應。結果如表 4-7 及 4-8。

表 4-7 電子類中概股對公司消息反應

Event Day	AR N=206	CAR N=206
-5	0.0013527 (1.1587)	0.0013527 (1.1587)
-4	-0.0011353 (-0.8888)	0.0002464 (0.1311)
-3	0.0031208 (2.2494)*	0.003314 (1.2619)
-2	-0.0001014 (-0.0743)	0.0032222 (1.0752)
-1	0.0026135 (1.7573)	0.0058599 (1.7356)
0	0.0012319 (0.8500)	0.0071111 (1.7904)
+1	-0.0007295 (-0.6319)	0.0063575 (1.5098)
+2	.0002319 (0.1874)	0.0065894 (1.5133)
+3	-0.0015845 (-1.2620)	0.0050628 (1.0904)
+4	-0.0005362 (-0.3809)	0.0045024 (0.9180)
+5	-0.0010966	0.0034058

(-0.8226)

(0.6369)

*：表 $\alpha=0.05$ 下的顯著水準；**：表 $\alpha=0.01$ 下的顯著水準；括弧內為 T 值

表 4-8 非電子類中概股對個股於中國相關消息反應

Event Day	AR N=310	CAR N=310
-5	0.0000226 (0.0227)	0.0000226 (0.0227)
-4	0.0009226 (0.8780)	0.0009774 (0.6306)
-3	0.0024968 (2.2078)*	0.0034871 (1.7525)
-2	0.0028806 (2.7400)**	0.0063 (2.8069)**
-1	0.0029419 (2.3951)*	0.0092742 (3.5060)**
0	0.0041548 (3.4216)**	0.0134645 (4.5541)**
+1	-0.0000516 (-0.0505)	0.0133903 (4.2254)**
+2	-0.000071 (-0.0675)	0.0133645 (4.0542)**
+3	-0.0000935 (-0.0864)	0.0132871 (3.7634)**
+4	-0.0013871 (-1.3343)	0.0118613 (3.2001)**
+5	0.0012097 (1.1601)	0.0131 (3.4551)**

*：表 $\alpha=0.05$ 下的顯著水準；**：表 $\alpha=0.01$ 下的顯著水準；括弧內為 T 值

觀察表 4-7 及 4-8 可發現，電子類中概股對於公司消息沒有顯著的反應，但非電子類中概股有顯著的正向反應。且同表 4-6，事件前幾日及事件發生當天均有顯

著異於零的異常報酬，尤其事件當日更為顯著，推估可能早在事件發生之初公司內部人即得知。

四、個股對於不同主題之公司消息檢定結果

檢視中概股對於不同新聞主題的反應。本研究將新聞主題分為盈餘相關、資本預算相關、營運狀況相關、其他新聞。結果如表 4-9~4-12：

表 4-9 中概股對盈餘相關消息反應

Event Day	AR N=119	CAR N=119
-5	-0.0027311 (-2.1009)*	-0.0027311 (-2.1009)*
-4	-0.0033361 (-2.1797)*	-0.0061008 (-3.0926)**
-3	0.0008403 (0.4333)	-0.0052521 (-1.8626)
-2	0.0027311 (1.4087)	-0.0025378 (-0.7386)
-1	0.0027563 (1.2899)	0.0003193 (0.0751)
0	0.0025294 (1.2029)	0.0027899 (0.5499)
+1	0.0018151 (0.9701)	0.0045546 (0.8219)
+2	-0.0027899 (-1.4350)	0.0018487 (0.3019)
+3	-0.0038235 (-1.7072)	-0.0019328 (-0.2701)
+4	-.001563 (-0.7615)	-.003521 (-0.4312)
+5	-0.0001429	-0.0036639

(-0.0800)

(-0.4247)

*：表 $\alpha=0.05$ 下的顯著水準；**：表 $\alpha=0.01$ 下的顯著水準；括弧內為 T 值

表 4-10 中概股對資本預算相關消息反應

Event Day	AR N=134	CAR N=134
-5	0.002 (1.3533)	0.002 (1.3533)
-4	0.0019627 (1.1785)	0.0040075 (1.7424)
-3	0.0021716 (1.4595)	0.0061791 (2.1010)*
-2	0.0032463 (2.0472)*	0.0093657 (2.5867)*
-1	0.002097 (1.3806)	0.0114627 (2.9873)**
0	-0.0001045 (-0.0788)	0.0113955 (2.8025)**
+1	-0.0010448 (-0.8925)	0.0103358 (2.4791)*
+2	-0.0000522 (-0.0347)	0.0103209 (2.2629)*
+3	0.000709 (0.5173)	0.0110522 (2.2948)*
+4	-0.0003284 (-0.2217)	0.0107015 (2.1293)*
+5	0.0009478 (0.6406)	0.0116418 (2.1939)*

*：表 $\alpha=0.05$ 下的顯著水準；**：表 $\alpha=0.01$ 下的顯著水準；括弧內為 T 值

表 4-11 中概股對營運狀況相關消息反應

Event Day	AR N=193	CAR N=193
-5	0.0009119 (0.7190)	0.0009119 (0.7190)
-4	0.0005699 (0.4322)	0.0015648 (0.8019)
-3	0.0046528 (3.1838)**	0.006171 (2.4394)*
-2	0.0016943 (1.2322)	0.0078497 (2.7391)**
-1	0.0023057 (1.6521)	0.0101451 (3.2689)**
0	0.0053212 (3.5069)**	0.0155078 (4.4789)**
+1	-0.0004249 (-0.3567)	0.0150725 (4.0943)**
+2	0.0014611 (1.1686)	0.0165803 (4.1669)**
+3	-0.0000777 (-0.0662)	0.0165181 (3.8974)**
+4	-0.0019482 (-1.5159)	0.0145078 (3.4199)**
+5	-0.0006943 (-0.5215)	0.0138238 (3.1631)**

*：表 $\alpha=0.05$ 下的顯著水準；**：表 $\alpha=0.01$ 下的顯著水準；括弧內為 T 值

表 4-12 中概股對其他相關消息反應

Event Day	AR N=71	CAR N=71
-5	-0.0006197 (-0.2984)	-0.0006197 (-0.2984)
-4	-0.001493 (-0.6793)	-0.0021268 (-0.6549)
-3	0.0003944 (0.1932)	-0.0018028 (-0.4060)
-2	-0.0010704 (-0.5423)	-0.0028732 (-0.6093)
-1	0.0032958 (1.0289)	0.0004507 (0.0730)
0	0.0023803 (0.8517)	0.0029014 (0.4007)
+1	-0.0009577 (-0.4033)	0.0020141 (0.2487)
+2	0.0010704 (0.4351)	0.0030845 (0.3645)
+3	-0.0003521 (-0.1723)	0.0027183 (0.3201)
+4	0.0018028 (0.7725)	0.0045211 (0.5291)
+5	-0.0000845 (-0.0358)	0.0044789 (0.4935)

*：表 $\alpha=0.05$ 下的顯著水準；**：表 $\alpha=0.01$ 下的顯著水準；括弧內為 T 值

由表 4-9~4-12 可做出下列結論：

1. 中概股股價僅對於營運狀況相關消息有顯著異於零的異常報酬率，且在異常報酬率在交易日當天即反應完畢；相反的，中概股對於盈餘、資本預算、其它相關消息沒有顯著的反應。
2. 進一步由表 4-11 可看出事件後五日，中概股有顯著異於零的累積異常報酬率（CAR）。將表 4-11 中概股對營運狀況相關消息反應之累積異常報酬率（CAR）繪製如圖 4-3，可看出 CAR 在事件日當天急速上升，五天內 CAR 即趨於平緩，顯示事件對中概股有正向影響，且大致於五天內反應完畢。

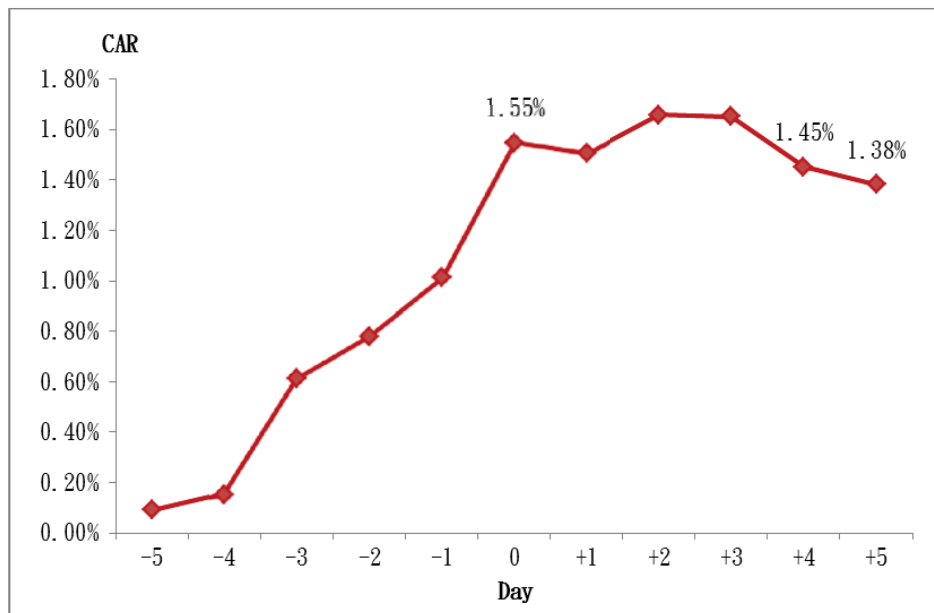


圖 4-3 個股於營運狀況相關消息事件期內累積異常報酬

第五章 結論與建議

隨著兩岸交流的越發緊密，「中國概念股」的名詞開始出現在台灣的股票市場上，並在過去幾年受到投資大眾的重視。中國大陸的經濟政策、股市表現或產業環境都可能對這些公司產生影響。而市場通常經由媒體報導或官方訊息公布得知個別公司的經營情況，進而採取不同的買賣決策而影響股價。因此，本文希望透過實證研究，分析中國概念股對於中國相關訊息的反應強度。中國相關訊息分為兩種不同層次，即中國總體經濟指標發布消息（簡稱總體經濟消息）及公司於中國相關消息（簡稱公司消息）。主要研究議題如下：

- 一、研究樣本對於總體經濟消息會有正向或負向的反應，又反應期間會持續多長，以及是否存在提前或延後反應及資訊洩漏(Information Leakage)情況。
- 二、研究樣本對於公司消息會有正向或負向的反應，又反應期間會持續多長，以及是否存在提前或延後反應情況。
- 三、研究電子業與非電子業的樣本對於公司消息是否有不同反應。
- 四、研究樣本對於不同主題的公司消息反應是否有所不同。

透過實證研究分析，本研究得出以下結論：總體經濟消息方面，過去的研究結果對於總體經濟消息對個股報酬率的影響結論不一，而本研究主要結論為事件發生前五天，可觀察到事件發生前中概股股價對於總體經濟消息已有顯著異於零的反應，且不論是何種型態的消息均為正報酬；另外在事件日之前即有反應，表示有資訊洩漏情形。

事件發生當天，好消息對當天股價有顯著異於零的正向反應；中性消息未對中概股造成顯著的異常報酬。而壞消息對於中概股造成顯著的負向報酬，且幅度大於好消息對中概股的影響。可推知市場對於壞消息的反應較大。

事件發生後五日，大體而言中概股都有顯著異於零的異常報酬率，且好消息在此段期間內會有顯著異於零的負報酬；壞消息在此段期間內會有顯著異於零的

正報酬。

由累積異常報酬來看，總體經濟好消息對中概股的累積異常報酬在事件發生兩天後即不顯著異於零，顯示總體經濟好消息在約兩天之後即反應完畢；總體經濟中性消息亦為相同情況；總體經濟壞消息部分，中概股在事件發生後第五天有異於零的累積異常報酬，這顯示了市場對總體經濟壞消息有過度反應的行為，因此負事件發生後，累積異常報酬顯著為正。

公司好消息方面，事件前一日會有顯著異於零的異常報酬，推估可能因為媒體報導的時間點距離事件真正發生有些許時間差，早在事件發生之初公司內部人即得知，做出反應。

而中概股對於公司好消息反應十分迅速，當天具有超額報酬，且事件當天即反應完畢。這符合半強勢效率市場的特徵。

累積異常報酬率實證結果顯示，事件發生後5天累積異常報酬率均顯著大於零，顯示事件對中概股報酬率有正向影響。

但事件發生後五日，個股相關消息對於中概股並未造成顯著異於零的累積負報酬，顯示市場對個股相關消息好反應並無過度反應的行為。

另外，電子類中概股對於公司好消息沒有顯著的反應，但非電子類中概股有顯著的正向反應。同時，事件前一日會有顯著異於零的異常報酬。

最後，中概股股價僅對於營運狀況相關消息有顯著異於零的異常報酬率，且在異常報酬率在交易日當天即反應完畢；相反的，中概股對於盈餘、資本預算、其它相關消息沒有顯著的反應。

在研究過程中，遭遇兩種主要的限制，分別提供建議如下，供後續研究之參考改進：

樣本量的限制

在個股相關消息方面，本研究發現壞消息數量所占比重過少，故在實證上剔除壞消息之樣本，因此此部分研究發現僅針對個股相關之好消息。推估是由於媒體傾向正面報導，抑或是研究期間（西元 2007-2011 年）大多是好消息發生。因此建議後續研究者可拉長研究期間，蒐集更多個股相關之壞消息，探究中概股對其反應為何。

好／壞消息的決定

在中國總體經濟數據消息方面，本研究筆者認為最精準決定好壞消息的方法是蒐集當時市場對經濟數據的預估，與實際發布數據比較後決定其為好消息或壞消息。但市場對經濟數據的預估個數繁多，例如各家證券研究機構均會針對經濟數據的發布做預估，因此難以全部取得，故本研究參考 Nofsinger（2001）以當天市場報酬來決定的方法，採用消息當天中國股市（滬深指數）的漲跌決定其為好消息或壞消息。建議後續研究者若解決資料不易取得的問題後，可採用比較預估與實際數據的方法進行研究。

參考文獻

中文文獻

朱博湧、吳壽山，1991，台灣金融環境變遷下風險報酬之總體經濟模式初探，科學發展月刊，第19卷，第1期，pp.16-24。

邱奕德，劉曦敏，與蔡瑞煌，1996，應用理解神經網路系統於臺灣股價指數之分析及預測，經濟研究，Vol.34，No.2，pp.171-200。

李慧娟，2001，定期與不定期訊息宣告對股市波動影響之實證研究，高雄第一科技大學金融營運研究所未出版碩士論文。

李顯儀與吳幸姬，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，Vol.12，No.3，pp.71-94。

沈中華與李建然，2000，事件研究法—財務與會計實證研究必備，台北：華泰
林煜宗，1985，現代投資學：制度，理論與實證，台北：三民。

周賓鳳與蔡坤芳，1997，台灣股市日資料特性與事件研究法，證券市場發展季刊第九期，pp.1-27。

高宇軒，2005，中國概念股股價報酬率之關聯性分析，開南管理學院財務金融學系碩士論文。

張麗蕙，1989，台灣股價波動之總體因素分析，國立政治大學國際貿易研究所碩士論文。

黃文輝，1997，臺灣地區總體經濟指標公佈與股市關係之研究，台灣大學商研所未出版碩士論文。

黃昱程，1991，重大政經新聞與股價及成交量之關係，中國文化大學企業管理研究所碩士論文。

劉宗達，1995，大陸股市研究，成功大學企業管理研究所碩士論文。

郭樂平與俞秀美，1998，以巴菲特理論評比「中國概念股」的選股迷思，會計研

究月刊。pp.135-140。

劉馨薇，2002，總體經濟變數及重大事件對中國大陸股市之影響，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。

陳怡君，2003，中國概念股股價指數與其他指數關聯性研究，國立成功大學國際企業研究所碩士論文。

蔡宜臻，2002，台灣股票市場對總體與個體訊息宣告反應強度之研究，元智大學財務金融研究所未出版碩士論文。

鍾惠民、吳壽山、周賓凰、范懷文，2002，財金計量，台北市：雙葉書廊

蔡孟凱，2004，以功能性貨幣觀點探討台灣中概股電子業匯率暴露和決定因子之研究，國立東華大學國際企業研究所碩士論文。



英文文獻

- Abdullah, D. A., 1993. Macroeconometrics of stock price fluctuations, *Nebraska Journal of Economics and Business*, 50.
- Ball, R., and P. Brown, 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research* 6, 159-178.
- Bessembinder, H., K. Chan, and P. J. Seguin, 1996. An empirical examination of information, differences of opinion, and trading activity, *Journal of Financial Economics* 40, 105-134.
- Boehmer, E., J. Masumeci, and A. B. Poulsen, 1991. Event-study methodology under conditions of event-induced variance, *Journal of Financial Economics* 30, 253-272.
- Brennan, M. J., N. Jegadeesh, and B. Swaminathan, 1993. Investment analysis and the adjustment of stock prices to common information, *Review of Financial Studies* 6, 799-824.
- Brown, S. J., and J. B. Warner, 1980. Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics* 8, 205-258.
- Brown, S. J., and J. B. Warner, 1985. Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Castanias, R. P., II, 1979. Macroinformation and the variability of stock market prices, *The Journal of Finance* 34, 439-450.
- Cutler, D. M., J. M. Poterba, and L. H. Summers, 1998. What moves stock prices?, *The Journal of Portfolio Management*, 56-63.
- Dorfman, J., and C. Harlan, 1992. Heard on the street: New brokerage firm pushes a hot stock, *The Wall Street Journal*, July 6th, A 21.
- Fama, E., L. Fisher, M. Jensen, and R. Roll, 1969. The adjustment of stock prices to

- new information, *International Economic Review* 10, 1-21.
- Fama, E. F., 1970. Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, *The Journal of Finance* 25, 383-417.
- Flannery, M. J., and A. A. Protopapadakis, 2002. Macroeconomic factors do influence aggregate stock returns, *Review of Financial Studies* 15, 751-782.
- Hardouvelis, G. A., 1987. Macroeconomic information and stock prices, *Journal of Economics and Business* 39, 131-140.
- Haugen, R. A., E. Talmor, and W. N. Torous, 1991. The effect of volatility changes on the level of stock prices and subsequent expected returns, *The Journal of Finance* 46, 985-1007.
- Haugen, R. A., E. Talmor, and W. N. Torous, 1991. The effect of volatility changes on the level of stock prices and subsequent expected returns, *Journal of Finance*, 985-1007.
- Holthausen, R. W., and R. E. Verrecchia, 1990. The effect of informedness and consensus on price and volume behavior, *The Accounting Review* 65, 191-208.
- King, B. F., 1966. Market and industry factors in stock price behavior, *The Journal of Business* 39, 139-190.
- McQueen, G., and V. V. Roley, 1993. Stock prices, 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, *The Journal of Finance* 49, 923-950.
- Mukherjee, T. K., and A. Naka, 1995. Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: An application of a vector error correction model, *Journal of Financial Research* 18, 223-237.
- Niederhoffer, V., 1971. The analysis of world events and stock prices, *The Journal of Business* 44, 193-219.

Nofsinger, J. R., 2001. The impact of public information on investors, *Journal of Banking & Finance* 25, 1339-1366.

Pearce, D. K., and V. V. Roley, 1985. Stock prices and economic news. (National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA).

Schwert, G. W., 1981. The adjustment of stock prices to information about inflation, *The Journal of Finance* 36, 15-29.

