

總統選舉事件對股市之影響

陳怡誼^{*}、卓翠月^{**}、白詩婷^{***}

《本文摘要》

本文採用事件分析法，針對 1996 年至 2016 年開放民選後之的六次總統選舉結果，利用選前民調的差距是否顯著，將樣本區分為可預期和不可預期兩組，探討選舉結果對市場的影響。本文發現，不論選舉結果可否預期，選前因兩黨對峙的不確定性，使得選前均呈現顯著負報酬，而選後因不確定性降低出現顯著上升之調整行情，但不可預期組之正面調幅小於可預期組。再依據企業選前的表態區分為藍、綠概念股兩組，檢驗個別概念股與政黨輪替的選舉效應。結果發現，在歷屆的選舉事件中，選前會因民調的差距及投資人的偏好，而使預期敗選的政黨概念股選前出現較小之報酬，然整體事件期則產生較大之累積異常報酬，隱含臺灣股市投資人選前有高估壞消息傾向，使選後對壞消息之調整幅度顯著較大，實證結果支持不確定訊息假說。

關鍵詞：總統選舉、不確定訊息假說、累積平均異常報酬率

^{*} 國立臺中科技大學保險金融管理系副教授。E-mail: schen@nutc.edu.tw。

^{**} 國立臺中科技大學保險金融管理系副教授（通訊作者）。E-mail: yueh@nutc.edu.tw。

^{***} 國立臺中科技大學保險金融管理系學士生。E-mail: maggie892020@gmail.com。

壹、緒論

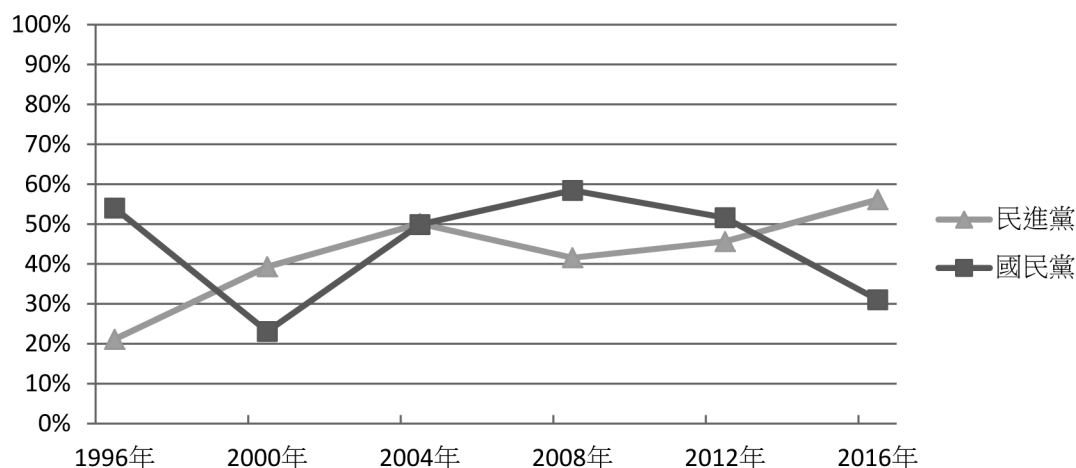
有關探討總統選舉如何影響股票市場之假說衆多。由效率市場假說 (the Efficiency Market Hypothesis, EMH) 主張在不同效率市場下，投資人對不可預期訊息之反映不同而影響股價。而 Brown、Harlow 與 Tinic(1988) 延伸 EMH，首先提出不確定訊息假說 (the Uncertain Information Hypothesis, UIH)，認為投資人會因市場新訊息的不確定性而產生不同報酬，主張當市場不確定程度減少，則股票市場會反映正面報酬。針對訊息的不確定性，一個理性且風險趨避的投資人會高估壞消息、低估好消息，使得對壞消息的反應遠大於對好消息的反應。而選舉事件所帶來之不確定性，將影響股價波動，且隨著選舉結果公布不確定性降低，則投資人將修正其先前的預期，導致壞消息後的修正引起較大之累積報酬。而根據 Pantzalis、Stangeland 與 Turtle(2000) 針對 33 個國家總統選舉事件對股票市場影響之研究，發現隨著選舉過程不確定性的降低，股票市場會呈現正向的累積異常報酬，且選前不確定性程度愈高的國家，其累積之正向報酬愈大，此結論支持 UIH 假說。

而臺灣總統選舉制，歷經一連串的變革。自中華民國成立後，總統原由國民大會間接選舉，任期為六年，連選得連任一次。1960 年國民大會援引與修改「動員戡亂時期臨時條款」，使總統、副總統得連選連任，不限一次。並於 1992 年修憲，自 1996 年起改以公民直選方式選出總統，任期也由原本的六年改為四年，自此正式邁入總統直選的新時代。自 1948 年至 1996 年近五十年間，國民黨一直是中華民國的執政黨，而由黨外運動各團體於解除戒嚴與黨禁前整合而成的民進黨，逐漸具有挑戰長期執政之國民黨的政治實力。2000 年總統選舉，因國民黨分裂由民進黨取得勝選，產生中華民國首次政權移轉，也開啓中國國民黨（國民黨）與民主進步黨（民進黨）兩大政黨政治版圖的變化。直至 2008 年總統選舉，國民黨重新獲得勝選，產生第二次政黨輪替。

2012 年國民黨取得繼續執政權後，國民黨開始面臨低迷的執政滿意度威脅：首先 2014 年被視為總統選舉前哨戰的縣市長選舉，選前有部分企業家表態支持執政黨推出之候選人，也大力提出配合執政黨候選人當選之經濟投資方案，然而此次選舉的結果，卻出乎此些表態企業主之預期，在 22 席的縣市長當選人中，僅有 6 席由執政黨候選人取得，其中台北市市長更由無黨籍候選人當選，顯露選民對當時執政黨的執政績效不滿意的不信任投票。而緊接其後之 2016 年總統選舉，選前對兩大政黨候選人之民調雖或有增長，但整體而言在野黨始終對執政黨有顯著領先之差距，隱含著政黨再次輪替的機率大增，選舉結果也如選前預期由在野的民進黨取得政權，形成第三次的政黨輪替。

根據中選會所公告歷屆民選總統得票率，圖 1 顯示自 1996 年開放總統直選以來至 2016 年止，各候選政黨得票率的消長。綜觀過去六屆的民選總統，以 1996 年首次選舉結

果的得票率來看，國民黨候選人的得票率為民進黨得票率的兩倍多，顯示在國民黨長期執政下，欲完成政黨輪替有一定的難度，這是一場選前即可預期結果的選戰。而再觀察 2016 年總統選舉，透過選前民調顯示民進黨候選人支持率顯著領先國民黨候選人，最終如民調所預期由民進黨勝選，由兩大政黨得票率的消長，展現出臺灣政治版圖的多變。



資料來源：根據中選會選舉資料庫網站所公告歷屆得票率，本文自行整理。

圖 1 歷屆民選總統選舉兩大政黨得票率

自臺灣總統開放直選以來，提供選民表達對執政績效滿意度之投票機會，而選前訊息萬變，影響股票市場，即使選舉結果出爐，因選舉結果是否如多數選民之預期，亦深刻地影響股市。本文旨在以選舉之不確定性程度來觀察其對股市報酬之影響，藉此印證不確定訊息假說。因選前民調往往是對執政績效的滿意指標，當民調差距愈不顯著，選舉結果的可預期性降低，使得選舉之不確定性之增加。表 1 列示出 2000 年至 2016 年臺灣總統選舉前民調，¹ 而 2000 年之選前民調差距，是 1996 年開放民選以來，競爭最激烈的一次，選前國民黨、民進黨、親民黨三大政黨之候選人支持度相當接近，以此不可預期因素的升高，也造就股票市場的跌幅，選舉結果由民進黨勝出，產生臺灣首次的政黨輪替。而在八年綠色執政後，2008 年總統選舉再次由國民黨取回執政權，第二次政黨輪替的結果，造成股市單日漲幅 340.36 點，在兩次的政黨輪替下，大盤股價波動不盡相同。

¹ 本文所用之民調資料，是以該屆選舉選前最近一次媒體所公告民調資料為主，根據選罷法第五十三條規定，投票日前十日起至投票時間截止前，任何人都不得發布、引述、散布、評論民調，故本文以媒體所公布之選前十天民調為主。因 1996 年總統第一次直選，國民黨支持度領先確定而未使用民調，自 2000 年開始而有民調。除 2000 年以中時電子報公布之民調外 (<http://forums.chinatimes.com/report/vote2000/main/89030323.htm>)，2004-2016 年均採用電視媒體 TVBS 民調中心公告 (<http://other.tvbs.com.tw/other/poll-center/>)。

表 1 2000 年至 2016 年臺灣總統選舉前民調分布

選舉年度	民調單位	國民黨	民進黨	親民黨	其他與未表態
2000	中時電子報	20	22	22	36
2004	TVBS	40	36	na	24
2008	TVBS	47	30	na	23
2012	TVBS	41	35	7	17
2016	TVBS	25	43	15	17

資料來源：除 2000 年之民調採用中時電子報選前所發布之最近一次資料外，其餘各次民調乃根據 TVBS 民調中心所發布之新聞稿。

故此，不同於過往臺灣之選舉研究，本文嘗試採用事件研究法，探討因選前民調差距程度的不同，隱含選舉結果的可預期或不可預期，以檢驗不確定訊息假說。因此，本文以選前民意調查作為衡量臺灣民選總統選舉不確定因素性的指標，根據兩大政黨候選人支持度是否有明顯之差距，而分為可預期和不可預期兩種，本文實證結果發現，不論選前民調結果可預期否，選舉結果之確立，會使股價帶來較大之向上調整幅度，使得整個事件期產生顯著為正之累積異常報酬，而支持不確定訊息假說。然以整個事件期 30 天窗口之累積報酬來看，可預期組較不可預期組有顯著較大之累積異常報酬，而不支持 UIH 假說。

此外，為明瞭不同企業在選前以各種形式的背書或站台，而在選民心中形成相關藍綠概念股的認定，根據 UIH 理論，主張投資人會有高估壞消息及低估好消息效果之傾向，因此選前相關概念股可預期的敗選結果，將導致有較預期勝選股為差之報酬；而選後因結果揭露後使政治不確定性降低，不論原先預期敗選股其選後結果為實際敗選或勝選，會產生較大之累積異常報酬，本文的實證結果支持第二、第三假說，亦支持 UIH 假說。

本研究之架構，第一部分為緒論，第二部分為文獻探討，第三部分為研究方法與實證設計，實證結果與分析、結論分別為陳述於第四部分和第五部分。

貳、文獻探討

眾多文獻討論政治選舉事件對股票市場所造成之衝擊。在國內文獻中，林少斌與鄭喬明（2010）探討選前民調是否會減緩總統選舉結果的市場反應，以事件研究法分析臺灣第 11 屆（2004 年）、第 12 屆（2008 年）總統大選前後，臺灣上市櫃股票及不同產業別是否有異常報酬現象。研究結果顯示，當選前民調有明顯差距時，會讓股市提早產生影響，且在事件日對股市的緩衝有緩和效果，顯示選前民調是一項不可忽視的因素。另有學者以事件研究法中 GARCH 模型來探討選舉效應，張倉耀等（2006）以 GJR-GARCH 模型檢

測展望理論，檢測三次直選總統期間，臺灣執政黨是否會在選前利用利多政策影響選民決策，而產生所謂的總統行情。結果顯示：總統選舉前三個月在執政黨的大力作多下，大部分類股雖都有顯著的正向影響，而支持展望理論；但觀察選前一個月報酬，卻沒有任何影響，推測主因為選舉前強大的政治利空事件，抵消選舉前的利多消息；而選後行情，會隨著總統選舉結果之確定，對股票報酬產生正向的慶祝行情。徐清俊與于文燕（2006）以 GARCH 模型，針對 1992 年 9 月 1 日至 2004 年 9 月 1 日期間，三次首長選舉、三次立法委員選舉及三次縣長選舉事件，對股票報酬之影響，再利用橫斷面迴歸分析影響股票報酬之因素。研究結果顯示，在選前以正異常報酬為多，且累積異常報酬及各階段事件窗口皆出現正的累積異常報酬。若以選舉結果是否政黨輪替來看異常報酬率及累積異常報酬率，政黨輪替所造成之報酬率均較政黨未輪替為高。再透過迴歸分析，印證選前特定期間內有顯著正報酬，且執政者政策動向，造成選舉事件對股票市場之影響。

此外，溫玉芳與趙珮伊（2011）探討 2008 年臺灣總統大選期間，股票市場是否存在異常報酬，以印證選舉事件的資訊內涵；再以行為財務學中的定錨效應，解釋異常報酬是投資人對選舉行為偏誤的反應。研究結果顯示，2008 年總統大選對國內股市具有資訊內涵，股票價格存在顯著的異常報酬及累積異常報酬。而此次總統大選期間：股價走勢上修之股票，存在顯著的過度反應之現象；股票走勢下修之股票，存在顯著的反應不足之現象，而支持臺灣整體股票市場存在定錨效應。

有關於國外選舉效應之研究，Nordhaus(1975) 首先提出政治景氣循環理論 (the political business cycle theory)，主張執政者會在選前執行經濟政策，塑造較佳經濟績效的假象以影響選舉。而 Niederhofer、Gibbs 與 Bullock(1970)、Allvine 與 O'Neil(1980)、Gartner 與 Wellershoff(1995) 等研究，發現總統選舉的景氣循環影響美國股票市場，而支持政治景氣循環假說。Nippani 與 Arize(2005) 針對 2000 年美國總統選舉爭議，對於鄰國加拿大與墨西哥股市之影響。結果發現，美國總統選舉結果之延緩事實會影響國際市場，對於相鄰國家的影響更為顯著。

此外，由效率市場假說 (EMH) 探討投資人對訊息的反應程度不同而影響股價，衍生出相關研究。Brown、Harlow 與 Tinic(1988) 首先提出不確定訊息假說 (UIH)，主張不可預期的訊息會增加系統風險，使得理性投資人在面臨不可預期的好（壞）消息，均會低估股票價值，直到不確定性降低解除，股價會回復其基本價值，使得不確定訊息後的調整期內呈現一正的累積異常報酬。Pantzalis、Stangeland 與 Turtle(2000) 以 33 個國家所進行的 129 個政治選舉事件，對各自股票市場的影響。研究結果發現，當政治、經濟及新聞自由程度較低的國家舉行選舉時，事件日前兩週，該國的股票市場會呈現顯著的正向異常報酬；當現任執政者連任失敗而產生最高行政首長更迭的現象時，正向異常報酬會

更加顯著，而支持不確定訊息假說。Mehdian、Nas 與 Perry(2008) 透過土耳其股票市場投資人對政治和經濟事件的反應，檢驗過度反應假說 (the overreaction hypothesis, OH) 和不確定訊息兩個假說，研究結果支持 UIH 假說、但不支持 OH 假說。Rezvanian、Turk 與 Mehdian(2011) 檢驗中國大陸上海和深圳交易所 A、B 股對不可預期訊息的調整，以事件後累積異常報酬 CAR 的趨勢來看，結果發現：除了上海交易所 B 股對壞消息的反應不同外，其餘結果均呈現向上的調整趨勢，而支持不確定訊息假說。

另有部分研究探討民調與股市報酬之關係。Tompson 與 Ioannidis(1987) 發現選前民調對股票市場報酬有顯著的影響；Gemmil(1992) 探討 1987 年英國國會大選對英國股票及選擇權市場之影響，主張倫敦指數 (FTSE 100 Index) 所隱含的訊息與選舉民調的反向預期，對投資人創造出一投機空間。Gwilym 與 Buckle(1994) 重新進行 Gemmil(1992) 的研究，以 1987 年之下一屆大選（即 1992 年）檢驗，卻獲取不同之結論，認為因倫敦指數選擇權市場流動的提高，在考慮交易成本下，1992 年之選舉並未有無風險套利空間，而支持半強勢的效率市場假說。Ejara、Nag 與 Upadhyaya(2012) 研究 2008 美國總統選舉，股票市場對民主黨和共和黨兩黨後選人民調之消長反應不同。主張民主黨總統候選人的歐巴馬，因代表著工會勢力為主導的反商傾向，而假定若民調差距拉大顯示歐巴馬將勝選，則股票市場會呈現較大的負向走勢。研究結果支持美國股價指數會隨著歐巴馬與對手民調優勢差距的拉大，而呈現負面反應。因此，除民調因素外，選舉結果是由哪一政黨勝選亦是重要考量因素。Santa-Clara 與 Valkanov(2003) 探討不同政黨執政期內對股市報酬之影響，發現股票投資組合之超額報酬率，在民主黨執政下均顯著高於共和黨執政下之報酬率。Oehler、Walker 與 Wendt(2013) 研究 1980 年至 2008 年間，美國所舉行之八次總統選舉事件，對八個不同產業類別股票之影響。雖然結果顯示，何種政黨勝選對不同產業並無一致性之結論，且共和黨候選人勝選對股票報酬之衝擊也未有定論，但對民主黨候選人之勝選，不論是選前或選後，均顯示對股票報酬有負面影響，而此種情形在政黨輪替下更形嚴重。

綜觀上述文獻得知，不論是國內、外政治選舉事件，對於股市皆有明顯的影響。而本文假設選前投票者根據候選人過去施政表現、所屬政黨傾向、未來施政方針等因素，使得選前民調呈現高低起伏現象，透過民調差距的顯著程度傳遞出投票者對選舉結果不確定性高低之資訊，而此選舉事件所帶來不確定性也會隨著結果之宣布確立而降低，依據 Brown、Harlow 與 Tinic(1988) 所提及之不確定訊息假說，此訊息不確定性的降低，將帶來正面異常報酬。因此不同於以往臺灣選舉之研究，本文首次藉由檢定 UIH 之實證分析，以了解臺灣總統選舉對股市報酬之影響。

參、研究方法及步驟

本文之研究樣本為在台灣證券交易所及證券商櫃檯買賣中心掛牌之普通股。原始的樣本，排除資料收集不全、同時亦刪除於研究期間下市之公司。資料來源為台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ)，包括加權股價指數、各產業別股價指數及個別股價資料。民調資料採用 TVBS 民調中心及中時電子報民調。研究事件包括 1996 年起至 2016 年共計六次直選總統選舉，表 2 列示出此六次總統選舉，兩大政黨各有勝選結果。

表 2 各屆民選總統選舉之日期及勝選之政黨

屆別	選舉日期	當選黨籍
第九屆	1996 年 3 月 23 日	國民黨
第十屆	2000 年 3 月 18 日	民進黨
第十一屆	2004 年 3 月 20 日	民進黨
第十二屆	2008 年 3 月 22 日	國民黨
第十三屆	2012 年 1 月 14 日	國民黨
第十四屆	2016 年 1 月 16 日	民進黨

資料來源：根據中選會所公告。

一、事件研究法

本文利用事件研究法，來探討總統選舉事件發生的不確定性，對股票市場之大盤指數、藍綠概念股是否存在著不同的異常報酬，藉此檢定 UIH。本文之事件日為「民選總統大選投票日」，但因我國總統選舉日均在假日舉行，該日非股市交易日，因此本文將事件日 ($t=0$) 定義為「總統選舉後證券市場的第一個交易日」，分別為 1996 年 3 月 25 日、2000 年 3 月 20 日、2004 年 3 月 22 日、2008 年 3 月 24 日、2012 年 1 月 16 日 與 2016 年 1 月 18 日。而事件期的長短，參酌 Pantzalis、Stangeland 與 Turtle(2000) 的研究，本文亦將事件期設定為選舉日前兩週至選舉日後四週，亦即 $(-10, 20)$ 。而估計期的設定，根據沈中華與李建然（2000）提及本國股市合理的估計期約為 100 至 300 天，故本文參考徐清俊與于文燕（2006）及林少斌與鄭喬明（2010）將估計期設定為事件期前之 120 天，也就是事件日前 134 至事件日前 15 天的期間。

實證上，計算期望報酬率的衡量模型有三項，即平均調整模式 (Mean-Adjusted Returns model)、市場指數調整模式 (Market-Adjusted Returns model) 及市場模式法 (Market Model) 等三類。由於 Brown 與 Warner(1980) 指出以市場模式衡量股票超額報酬，可得到最佳的 T 統計量配適度，因此本文根據 Scholes 與 Williams(1977) 所提之單因子之市場模

式來判讀。

(一) 期望報酬率模型

Scholes 與 Williams (1977) 之市場模式是以估計期資料，利用普通最小平方法 (Ordinary Least Square, OLS) 求得之 α 、 β ，建立事件期的報酬率模式：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} ; t = t_1, \dots, t_2, i = 1, 2, \dots, N \quad (1-1)$$

$$E(\hat{R}_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (1-2)$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(\hat{R}_{i,t}) = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{mt}) \quad (1-3)$$

其中， AR_{it} ：股票 i 第 t 期之異常報酬率；

$R_{i,t}$ ：股票 i 個第 t 期之報酬率；

$E(R_{i,t})$ ：股票 i 於事件期第 t 日之預期報酬率；

R_{mt} ：以大盤加權股價指數來代表市場投資組合在第 t 期之報酬率；

ε_{it} ：為誤差項，假設符合白噪音 (Gaussian white noise)。

(二) 累積異常報酬率模型

異常報酬率是以事件期的實際報酬率減去事件期的預期報酬率，又可再得平均異常報酬率 (Average Abnormal Returns, AAR) 及累積平均異常報酬率 (Cumulative Average Abnormal Returns, CAR) 如下所示：

1. 平均異常報酬率

$$AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE}$$

AAR_E = 所有樣本在第 E 日，將異常報酬率予以平均求得平均異常報酬率

2. 累積平均異常報酬率

$$CAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AAR_E$$

$CAR(\tau_1, \tau_2)$ = 從 t_1 到 t_2 之累積平均報酬率

t_1 = 累積期間首日

t_2 = 累積期間最終日

二、統計檢定方式

為探討選舉事件對股價是否存在顯著之影響，必須將事件期間內各期的異常報酬加以平均以及累加，進一步檢定 AAR 及 CAR 是否顯著異於零。本研究採用 Brown 與 Warner (1985) 之傳統法 (Traditional Method) t 檢定，來驗證本研究之假說。

肆、研究結果

一、選舉對大盤股市之影響

本文旨在探討選前不確定訊息的程度，對股票市場的影響差異。而不確定訊息的程度以中時電子報、TVBS 選前民調為代理變數，當兩大政黨候選人之民調差距在誤差範圍內難以分辨勝負，或因特殊事件發生導致結果難以明顯判定時，本文定義為不可預期之選舉事件；反之，當選前民調差距呈現顯著差異時，定義為可預期之選舉事件。觀察選前民調差距所帶來的不確定性高低，是否會產生不同之選舉效應。

綜觀六次民選總統事件，1996 年為首次直選，同時亦造就臺灣為華人地區第二個直選元首之國家。考量當時選前民調缺乏，且因國民黨長期執政，民衆對年輕政黨之信任度疑慮較大，因此本文將首次選舉歸類為可預期之選舉。而根據民調差距之顯著與否，表 3 列示出六次選舉之分類，而將 1996、2008、2012 與 2016 年歸類為可預期的選舉。

此外，當最主要政黨候選人的民調差距在誤差範圍內難以分辨勝負時，本文定義為不可預期之選舉，包括 2000 年之選舉。而 2004 年之選舉，選前最後公布之民調數字，雖然國民黨候選人之民調領先 4%，略有超過抽樣誤差 2.6%，但因選前發生特殊之槍擊事件，使得選舉結果之不確定性大幅提高，因此本文將兩次選舉分別為 2000、2004 歸類於不可預期之選舉事件。

表 3 總統選舉事件分組表

組別	年度	依據之緣由	勝選政黨
可預期繼續執政	1996	國民黨長期執政，民衆較為熟悉	國民黨
	2012	國民黨選前民調於 $\pm 2.3\%$ 抽樣誤差下，領先民進黨 6% 支持度，且實際結果勝選	國民黨
可預期政黨輪替	2008	在 $\pm 3.5\%$ 抽樣誤差下，國民黨領先民進黨 17%，且實際結果勝選	國民黨
	2016	民進黨選民調前於 $\pm 2.8\%$ 抽樣誤差下，領先國民黨 18% 支持度，且實際結果勝選	民進黨
不可預期政黨輪替	2000	在 $\pm 2.2\%$ 抽樣誤差下，民調僅有 2% 之差距，且各黨派支持率非常接近，無法預期哪一方會勝選	民進黨
不可預期繼續執政	2004	在 $\pm 2.6\%$ 抽樣誤差下，兩黨民調差距 4%，預期執政黨會敗選，而實際結果為勝選	民進黨

資料來源：本表乃依據表 1 所引述之媒體民調，視其公布之民調差距是否超越該次民調之抽樣誤差，而本研究區分為可預期或不可預期。

根據不確定訊息假說，因選舉所產生之不確定性，若隨著選舉結果揭曉而降低，則預期選後應可累積正向之異常報酬，因而建立本文的第一個假說如下：

$$H_{1A}: CAR_{(0, 20)} > 0。$$

進一步考慮選舉不確定之高低，本文假定當民調差距顯著，其對選情所來之不確定性遠較民調差距顯著時為高，亦即選前民調差距顯著與否隱含對接續的選舉結果的可預期程度不同，而帶來不同程度之不確定訊息。因此，若不可預期之不確定性，因選舉結果公布而獲得解決，則依據 UIH 假說，投資人對不確定性較高之選舉事件，會要求較高之預期報酬率，據此建立以下之另一假說：

$$H_{1B}: CAR_{(-10, 20)}^{不可預期} > CAR_{(-10, 20)}^{可預期}。$$

（一）可預期的選舉事件之影響

表 4-1 顯示可預期之四次選舉結果，但以 1996 年首次的直選結果觀察，選前一週 (-5, -1) 在 1% 顯著水準下雖有顯著 -1.22% 的累積異常報酬，但隨著選舉結果的公布，選舉不確定因素雖消失，但因第一次公民直選期間，中國大陸由選前 3 月 8 日至選後 3 月 25 日持續展開飛彈發射及軍事演習，導致美國出動獨立號與尼米茲號兩艘航空母艦前往臺灣海峽鄰近水域，導致選後政治上不確定因素不降反升，使得選後反致更大之負面報酬。以選後四週窗口 (0, 20) 來看，在 1% 顯著水準下呈現最大負報酬 -9.36%。因本文旨在比較選舉結果公布後，所帶來之不確定性降低的影響，而此次選舉結果的宣布引發另一波政治的不確定性，故將此次選舉事件排除於一般之可預期選舉事件外。

若觀察其餘三次 2008、2012、2016 年之可預期選舉，除 2012 年之選舉結果為可預期之繼續執政外，2008、2016 為可預期之政黨輪替。因政黨輪替所帶來較之政治不確定性較大，使得 2008、2016 兩次之選前事件期窗口，不論是選前一週或兩週之負報酬，均較 2012 年為大。如以選前兩週 (-10, -1) 期間來看，2008、2016 年分別呈現顯著之負報酬 -1.31%、-1.70%，較 2012 年相同事件期間之負報酬 -0.99% 為大；即使以選前一週之事件期窗口 (-5, -1) 之 CAR 來看，雖然此三次選舉均呈現顯著負報酬，但仍以 2012 年之 -1.57% 為最小程度之負報酬。

而隨著選舉結果揭曉所帶來之不確定性降低，本文預期選後事件期窗口應呈現顯著之正面報酬。以選後四週之窗口 (0, 20) 觀之，由 2008、2012、2016 年選後分別呈現 7.89%、10.86%、1.27% 正報酬，細究此三次可預期選舉之慶祝行情的幅度，以繼續執政之 2012 年之選後慶祝行情為最大。

綜觀上述可預期選舉結果，顯示選前因選舉不確定因素所帶來之負報酬，會因結果確立而產生正向之慶祝行情。對應觀察選前負報酬、選後之正報酬幅度，若選前預期執政黨繼續執政（如 2012 年選舉），則隨著結果揭曉所帶來之慶祝行情，遠較預期政黨輪替（如

2008 和 2016 年選舉) 爲大。換言之，投資人對可預期的政黨輪替結果有較大之疑慮，因而造就選前有較大之負報酬、選後有較小之慶祝行情。

表 4-1 可預期選舉結果各事件期間之累積平均異常報酬率 (單位：%)

年度	變數 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
1996	平均值	-0.43	-1.22***	1.03***	-7.06***	-8.21***	-9.36***	-9.79***
	P-value	0.1797	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
2008	平均值	-1.31***	-1.90***	4.23***	5.14***	6.51***	7.89***	6.57***
	P-value	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0002
2012	平均值	-0.99***	-1.57***	5.55***	7.25***	10.23***	10.86***	9.87***
	P-value	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
2016	平均值	-1.70***	-2.58***	0.98***	0.25	0.59***	1.27***	-0.43
	P-value	<.0001	<.0001	<.0001	0.1559	0.0077	<.0001	0.186
2008-2016 三次	平均值	-1.35***	-2.05***	3.45***	4.01***	5.53***	6.39***	5.04***
	P-value	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0002

表 4-2 不可預期選舉結果各事件期間之累積平均異常報酬率 (單位：%)

年度	變數 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
2004	平均值	-1.59***	-2.61***	-6.74***	-4.25***	-4.71***	-5.60***	-7.20***
	P-value	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
2000	平均值	-7.21***	-6.31***	2.53***	2.68***	5.87***	6.46***	-0.74
	P-value	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	0.3436
2000 與 2008-2016 平均差異	Diff 平均值	-5.86***	-4.26***	-0.93***	-1.32***	0.34	0.07	-5.79***
	P-value	<0.0001	<0.0001	0.005	0.003	0.559	0.913	<0.0001

資料來源：表 4-1、表 4-2 乃依據台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 之個別股價資料，本文再行以市場模式計算各事件期之累積異常報酬 (CAR) 之平均值及 *t*-test 下之 P-value (機率值)。

***、**、* 分別表 1%、5% 和 10% 的顯著水準。本文業以 GARCH(1, 1) 模式檢驗，所得之結論相同，不再贅述於此。

(二) 不可預期的選舉事件之影響

根據表 3 之分類，不可預期之選舉包括 2000、2004 年之兩次選舉。而 2004 年之總統大選，選前民調雖顯示藍營支持度高於綠營 4%，但因選舉日前發生之特殊槍擊事件導致選情變化難測，本文亦將此次歸類爲不可預期選舉。表 4-2 分別列出 2000 及 2004 年兩次選舉事件在各事件期間之報酬。然觀察 2004 年之選舉，選前因高度之不確定性而出現負

報酬，選後亦因對選舉結果不滿的抗爭行動干擾，使得選後四週 (0, 20) 出現更大顯著之負報酬 -5.60%，因而不能與 2000 年之選舉視為一般性之選舉事件。

而 2000 年所代表之一般不可預期總統選舉事件，選前兩、一週分別呈現 -7.21%、-6.31% 之負報酬，隨著選舉結果揭曉，選舉不確定性降低，市場正面調整，選後各事件期均呈現正向報酬，尤以四週產生最大之 6.46% 正報酬。

整體觀之，不論選舉結果可預期否，當政治上不確定性未因選舉結果揭曉而下降，則選後仍會有顯著之負報酬；反之，當結果確立使選舉不確定性降低，此種一般性選舉會造就選後各事件期有正向之異常報酬，符合本文之 H_{1A} 假說，此結論與 Brown、Harlow 與 Tinic(1988)、Pantzalis、Stangeland 與 Turtle(2000) 相同而支持 UIH 假說。進而以可預期和不可預期選舉來代理不確性高低之選舉，並比較整體事件期之報酬幅度，本文發現不可預期選舉結果揭曉後，市場對其負面訊息的正面調整並無顯著較大，使得整個事件期有較小之累積異常報酬，而未支持本文之 H_{1B} 假說，與 Pantzalis、Stangeland 與 Turtle(2000) 實證之結果不同。

二、選舉對藍綠概念股之影響

自臺灣總統開放公民直選後，在各次之選舉事件中，各政黨候選人為拉抬聲勢而尋求企業支持，在投資人心中各自形成支持國民黨之藍營概念股，及支持民進黨候選人之綠營概念股。當企業支持的政黨如預期勝選，如此好消息預期對該概念股帶來正向的慶祝行情，反之，若支持之政黨未如預期贏得選戰，則敗選的壞消息預期會使該概念股產生負向之調整。

因此本文考量不同政黨偏好所形成之概念股，根據選前民調差距顯著與否，對該政黨概念股形成主觀預期選舉結果不確定程度的不同，依據不確定訊息假說，當企業支持的政黨選前民調顯著落後，產生預期敗選之壞消息，因投資人有低估好消息、高估壞消息傾向，本文預期敗選壞消息所帶來之向下調整幅度，應大於好消息的向上調幅，使得預期敗選股的累積報酬將小於預期勝選股，產生以下之 H_{2A} 假說：

$$H_{2A}: CAR_{(-10, 0)}^{\text{預期勝選}} > CAR_{(-10, 0)}^{\text{預期敗選}}。$$

而預期敗選概念股也會因選舉結果宣布，市場對壞消息會有較大之正向調整，而使該預期敗選概念股產生較大之調整而產生較大之累積報酬率，因而推論可預期敗選的概念股，會較可預期勝選股產生較大之累積異常報酬，其假說如下所示：

$$H_{2B}: CAR_{(-10, 20)}^{\text{可預期敗選}} > CAR_{(-10, 20)}^{\text{可預期勝選}}。$$

根據上述六屆之民選總統選舉，排除 1996 年非一般性之選舉事件，本文將依不可預期、可預期選舉事件，觀察不同選舉期間對相關概念股的反應，如表 5 所示。

表 5 選前民調差距及選後結果對藍綠概念股累積異常報酬的預期

組別	選舉年度	民調預期敗選 / 實際結果	選前事件期報酬 $CAR_{(-10, 0)}$	選前至選後整體事件期報酬 $CAR_{(-10, 20)}$
不可預期	2000	國民黨民調不顯著敗選 / 實際敗選	藍營股 < 綠營股	綠營股 < 藍營股
	2004	民進黨民調顯著敗選 / 實際勝選	綠營股 < 藍營股	藍營股 < 綠營股
可預期	2008	民進黨民調預期敗選 / 實際敗選	綠營股 < 藍營股	藍營股 < 綠營股
	2012	民進黨民調預期敗選 / 實際敗選	綠營股 < 藍營股	藍營股 < 綠營股
	2016	國民黨民調預期敗選 / 實際勝敗選	藍營股 < 綠營股	綠營股 < 藍營股

資料來源：本表乃依據 UIH 理論，本文自行整理而設定 H_{2A} 、 H_{2B} 之假說， H_{2A} : $CAR_{(-10, 0)}^{預期勝選} > CAR_{(-10, 0)}^{預期敗選}$ ，即主張在民調所帶來之壞消息影響下，使得預期敗選股有較低之選前事件期之報酬。而 H_{2B} : $CAR_{(-10, 20)}^{可預期敗選} > CAR_{(-10, 20)}^{可預期勝選}$ ，即主張一旦結果揭曉所帶來之不確定性降低，則可預期敗選股之整體事件期報酬較高。

在選取藍綠概念股的樣本，本文定義由三部分組成：一、是依據聯合知識庫 (udndata) 全文報紙資料庫中，收錄有聯合報、經濟日報、聯合晚報等大型平面媒體，以人工逐筆閱讀各選舉事件日往前推算 3 個月內之新聞，若該則新聞中提及某企業高階管理者公開表態支持藍（綠）政黨、或於該則新聞報導中被媒體引述為支持藍（綠）營候選人之公司，即將此公司納入本研究之藍（綠）概念股之母公司；二、再考慮被執政黨主導之國營企業，因 2004、2008 年總統選舉期間之執政黨為綠營執政，故此兩年無藍營之國營企業，以 N/A 表示。另因 2000、2016 年總統選舉期間之執政黨為藍營執政，故此年無綠營之國營企業，以 N/A 表示。三、考慮母公司表態支持某政黨，對擁有控制權之子公司，也具一定之影響力。

上述之第一、二部分屬狹義定義，而第三部分，乃是在考量藍綠概念股的範圍，除了直接表態企業選邊站之選舉效應外，本文進一步探究表態企業對具控制權之關係企業，是否也因投資人採廣義定義而產生不同之衝擊，因而此三部分乃屬廣義定義。根據 Yeh、Lee 與 Woidtke(2001) 對公司控制權的定義，當企業對於某關係企業的控制持股大於控制之必要持股，對該公司即具有實質的控制權。為取得表態企業之關係企業之樣本，本文依據台灣經濟新報 TEJ 的公司治理子集資料，當表態企業對某公司具有實質控制權時，就認定為該企業的子公司（茲將結果列示於表 6），並假定當母公司表態成為某黨的概念股時，本文預期其子公司之股價亦會跟著選情有所變動。據此建立以下假說：

H₃：選舉結果對企業及旗下的子公司具有影響性。

表 6 藍綠概念股樣本數

年度 / 樣本	民調 差距	藍營概念股			綠營概念股		
		母公司	國營企業	子公司	母公司	國營企業	子公司
2000 年	不可 預期	19	19	24	7	N/A	3
2004 年		15	N/A	13	8	23	0
2008 年	可預期	19	N/A	31	5	25	2
2012 年		23	24	57	0	N/A	0
2016 年		7	31	42	9	N/A	16

資料來源：本表列示藍綠概念股之樣本數，其樣本定義由三部分組成：一、是依據聯合知識庫 (udndata) 全文報紙資料庫中，包括聯合報、經濟日報、聯合晚報等報紙媒體，以人工逐筆閱讀各選舉事件日往前推算 3 個月內之新聞，若該則新聞中提及某企業高階管理者公開表態支持藍（綠）政黨、或於該則新聞報導中被媒體引述為支持藍（綠）營候選人之公司，即納入本研究之藍（綠）概念股之母公司；二、再考慮被執政黨主導之國營企業，因 2004、2008 年總統選舉期間之執政黨為綠營執政，故此兩年無藍營之國營企業，以 N/A 表示。另因 2000、2016 年總統選舉期間之執政黨為藍營執政，故此年無綠營之國營企業，以 N/A 表示。三、考慮母公司表態支持某政黨，對擁有控制權之子公司，也具一定之影響力。

2000 年第十任總統選舉，也是第二次全民直選，選前國民黨與民進黨雙方民調差距在誤差範圍內，難分軒輊。表 7-1 列示出對兩黨表態企業在選舉前後的報酬率變動，以藍營概念股來看，選前兩週的事件期 (-10, -1)，在 1% 顯著水準下出現顯著負報酬 -4.02%，若縮短至選前一週 (-5, -1)，在 1% 顯著水準下呈現 -3.18%。而綠營概念股在選前，雖然有商界、學界公開挺扁，但此舉對綠營概念股的報酬並無顯著影響。顯示投資人在不確定訊息下，對國民黨可能敗選的負面訊息反應較大，使得藍營概念股累積異常報酬小於綠營概念股。

選舉結果由綠營勝選，為不可預期的勝選，亦是中華民國政治史上第一次政黨輪替，因此次選前民調差距並不顯著，致綠營概念股在選後之慶祝行情亦不顯著，以選後一週之窗口 (0, 5) 看來，雖有正報酬 4.16%，然其並不顯著。若以整個事件期窗口 (-10, 20) 之累積異常報酬率來看，不論藍、綠概念股均呈現不顯著為負的報酬 (-1.42% vs. -4.11%)，顯示投資人在選前不確定訊息下，只反映可能敗選之壞消息，直至選舉結果確立對壞消息雖有較大幅度之調整，然其差異並不顯著。

表 7-2 為 2000 年在不可預期的選戰中，針對兩政黨候選人所表態的企業及其子公司在不同事件期窗口的累積報酬率之變化。觀察敗選藍營概念股在選前二週、選前一週事件期的累積報酬率，分別為 -4.81%、-3.32%，均呈現顯著負報酬；而選後各事件期之累積異常報酬率均不顯著異於零。而以勝選的綠營概念股看來，選前一週在 10% 顯著水準下雖有顯著之報酬率 -4.81%，但選後一週因慶祝行情發酵，產生並未顯著之正報酬 4.06%。

總之，以 2000 年選舉事件來看，不論是表 7-1 中僅含表態企業，或表 7-2 中再包含表態企業旗下子公司之樣本，其結論均為相同，對支持敗選政黨之概念股而言，選前市場僅會對負面預期之概念股而呈現負報酬，而選後雖對勝選概念股有正面反應而出現正報酬，然其異常報酬並不顯著。

表 7-1 2000 年總統選舉各事件期窗口之累積平均異常報酬率（單位：%）

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	-4.02 ^{***}	-3.18 ^{***}	0.74	0.18	1.36	2.60	-1.42
P-value	0.002	0.004	0.582	0.903	0.522	0.274	0.571
綠營概念股							
平均值	-2.29	-4.79	4.16	1.13	-1.11	-1.82	-4.11
P-value	0.623	0.184	0.255	0.466	0.251	0.484	0.358

表 7-2 2000 年總統選舉結果含子公司之累積平均異常報酬率（單位：%）

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	-4.81 ^{***}	-3.32 ^{***}	0.56	-0.64	1.13	2.59	-2.21
P-value	0.0003	0.003	0.590	0.620	0.545	0.164	0.294
綠營概念股							
平均值	-0.84	-4.81 [*]	4.06	2.75	3.27	3.86	3.02
P-value	0.795	0.099	0.154	0.305	0.462	0.419	0.611

資料來源：表 7-1、表 7-2 乃依據台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 之個別股價資料，本文再行以市場模式計算各事件期之累積異常報酬 (CAR) 之平均值及 *t*-test 下之 P-value（機率值）。

*、**、*** 分別代表在 10%、5% 及 1% 顯著水準。

2004 年第 11 任總統選舉於 2004 年 3 月 20 日舉行，雖選前一年 2003 年民調顯示在野黨的藍營顯著高於執政黨的綠營，但隨著選舉的時間越近，支持度的差距也逐漸縮小，但以選前十天民調來看，藍營候選人連宋配與綠營候選人扁呂配的差距 (40% vs. 36%)，預期國民黨勝選。然而，在選前發生了三一九槍擊案，導致選情訊息萬變、難以預測，因不確定大幅提高使此次選舉，在選前一天成為不可預期之選舉。

表 8-1 列示出 2004 年藍、綠概念股之累積平均異常報酬率，以選前兩週事件期 (-10, -1) 的 CAR 來看，原先預期敗選的綠營概念股在 5% 顯著水準下存在顯著負報酬 (-3.27%)，而預期勝選的藍營概念股並無顯著報酬。此結果同於表 7 中所示：在選前不確定訊息下，投資人只反映綠營概念股可能敗選之負面訊息。

然而，因選前槍擊事件所致，藍營概念股在不可預期敗選之衝擊下，選後一週呈現顯著 -13.68% 的報酬 (1% 顯著水準)，再加上選後進行三週的抗爭活動，使得選後負報酬程度，隨著事件期窗口之延長而擴大，以選後四週事件期窗口 (0, 20) 來看，在 1% 顯著水準下達到最大負報酬 -18.46%。若以整個事件期窗口 (-10, 20) 來看，因選舉結果爭議的抗爭導致政治性風險並未因結果公布而下降，使得藍、綠營概念股的 CAR 均呈現顯著負報酬 (-15.81% vs. -6.85%)，尤以不可預期勝敗選之藍營概念股損失幅度較大。

而表 8-2 中列示 2004 年選舉事件對所有表態企業及其子公司相關概念股之影響，因綠營概念股因無子公司，故僅呈現泛藍營概念股之累積平均異常報酬率。表 8-2 之結果同於表 8-1，所有泛藍概念股在選前並無顯著異於零之報酬，卻因不可預期的敗選結果，導致選後一週在 1% 顯著水準下出現顯著負報酬 -10.55%，又因抗爭活動的影響，選後不論是一週至四周內均呈現顯著負報酬，且隨著選後事件期拉長而加大負報酬至 -12.95%，最終整個事件期產生 -10.26% 之負報酬。

表 8-1 2004 年總統選舉結果相關概念股之累積平均異常報酬率 (單位：%)

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	2.65	1.53	-13.68***	-13.81***	-16.22***	-18.46***	-15.81***
P-value	0.212	0.402	0.0003	0.0007	0.002	0.001	0.007
綠營概念股							
平均值	-3.27**	-4.39***	-0.84	-1.24	-1.91	-3.58*	-6.85***
P-value	0.049	0.004	0.596	0.434	0.265	0.088	0.005

表 8-2 2004 年總統選舉結果含子公司之累積平均異常報酬率（單位：％）

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	2.69	2.01	-10.55***	-9.91***	-11.49***	-12.95***	-10.26***
P-value	0.115	0.181	<0.0001	0.0004	0.001	0.001	0.005
綠營概念股							
平均值	-3.27**	-4.39***	-0.84	-1.24	-1.91	-3.58*	-6.85***
P-value	0.049	0.004	0.596	0.434	0.265	0.088	0.005

資料來源：表 8-1、表 8-2 乃依據台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 之個別股價資料，本文再行以市場模式計算各事件期之累積異常報酬 (CAR) 之平均值及 *t*-test 下之 P-value（機率值）。

*、**、*** 分別代表在 10%、5% 及 1% 顯著水準。

2008 年總統選舉，選前十天民調顯示，藍營領先綠營有 17% 的差距，即使發生藍營立委挾財政部長闖入綠營競選總部踢館的事件，選舉結果仍如預期由國民黨候選人獲勝，形成臺灣政治史上第二次政黨輪替。

不同於前述之選舉結果，表 9-1 顯示原先在野之藍營概念股，在選前一週 (-5, -1) 事件期內，因可預期之勝選結果帶來顯著異常報酬 1.52%。此外，綠營概念股即使以選前大幅落後之民調，顯示可預期之敗選，在選前並無顯著負報酬，推測可能原因為選前綠營政權民調落後之事實，市場早已反映，若以選前兩週較短之事件期觀察，未能得到顯著之結果；此外，綠營概念股之 30 家總樣本中，因國營企業占多數，計涵蓋 25 家國營企業，選後隨著政權和平移轉，使得綠營概念股選後一週出現顯著報酬 4.46%，維持至選後四週仍有 7.86% 累積報酬。然而對比於藍營概念股之正報酬，此結果符合 UIH 假說，預期敗選之綠營概念股選前會較藍營概念股有較小之累積異常報酬，而支持 H_{2A} 假說。

表 9-2 為 2008 年藍營在可預期的勝選中，所表態的企業及子公司的累積報酬率。略同於表 9-1 結果，當藍營概念股加入考慮對表態企業之子公司的影響後，在選前一週事件期窗口，出現並不顯著之正報酬 1.03%，即使選後仍無顯著影響。而綠營雖然敗選，但因國營樣本占大多數，造就綠營概念股在選後一週有顯著正報酬 4.60%（1% 顯著水準），且選後三週達最大之報酬 8.21%。若再觀察整個事件期的累積異常報酬，受到敗選壞消息影響之綠營概念股產生了 6.62% 顯著正報酬，與藍營概念股之不顯著為負的報酬比較，顯示可預期敗選概念股較可預期勝選股有較大之報酬，而支持 H_{2B} 假說。

表 9-1 2008 年總統選舉結果之累積平均異常報酬率（單位：％）

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	1.63	1.52 [*]	-0.45	-2.59	-0.90	-3.64	-2.00
P-value	0.134	0.098	0.773	0.148	0.725	0.155	0.451
綠營概念股							
平均值	-1.01	-0.48	4.46 ^{***}	3.07 ^{**}	8.01 ^{***}	7.86 ^{***}	6.85 ^{***}
P-value	0.292	0.546	<.0001	0.015	0.0002	0.001	0.001

表 9-2 2008 年總統選舉結果含子公司之累積平均異常報酬率（單位：％）

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	1.03	1.03	0.69	-1.54	-0.25	-1.97	-0.94
P-value	0.123	0.114	0.472	0.112	0.844	0.164	0.538
綠營概念股							
平均值	-1.31	-0.88	4.60 ^{***}	3.21 ^{***}	8.21 ^{***}	7.93 ^{***}	6.62 ^{***}
P-value	0.161	0.271	<.0001	0.008	<.0001	0.0005	0.001

資料來源：表 9-1、表 9-2 乃依據台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 之個別股價資料，本文再行以市場模式計算各事件期之累積異常報酬 (CAR) 之平均值及 *t*-test 下之 P-value（機率值）。

*、**、*** 分別代表在 10%、5% 及 1% 顯著水準。

2012 年總統選舉，藍營爭取繼續執政，選前十天顯示藍營高於綠營 6% 之民調，因藍營主張推動兩岸商簽和平協議，獲得某些企業表態支持。而 2012 年 1 月 14 日開票結果，如預期地由藍營繼續執政。此次選舉事件中，因無公開表態支持綠營之上市櫃公司，因此表 10-1 中僅列示藍營概念股之累積平均報酬。特別的是在無表態支持競爭對手概念股下，選前有並不顯著之負報酬；但選後三週窗口 (0, 15) 來看，卻有顯著異於零之報酬 2.40%。

本文進一步分析所有表態企業及其子公司的報酬變化，表 10-2 列出 2012 年可預期的勝選影響，當選舉效應擴及到所有泛藍營概念股時，選前一週之負報酬並未顯著。在確定當選後，不論是選後一週，在 1% 顯著水準下呈現顯著正報酬 3.30%，選後三週更達到 6.48% 顯著報酬。不同於以往選舉事件，此次選舉結果顯示，表態企業在選前所作之聲明，對旗下子公司能帶來慶祝行情。

表 10-1 2012 年總統選舉結果累積平均異常報酬率（單位：％）

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	-0.58	-0.40	1.23	1.48	2.40*	1.93	1.35
P-value	0.422	0.379	0.119	0.144	0.072	0.180	0.379

表 10-2 2012 年總統選舉結果含子公司之累積平均異常報酬率（單位：％）

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	0.36	-0.26	3.30***	4.38***	6.48***	6.22***	6.59***
P-value	0.624	0.570	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	0.0001

資料來源：表 10-1、表 10-2 乃依據台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 之個別股價資料，本文再行以市場模式計算各事件期之累積異常報酬 (CAR) 之平均值及 *t*-test 下之 P-value（機率值）。

*、**、*** 分別代表在 10%、5% 及 1% 顯著水準。

2016 年總統選舉，即使藍營在選前三個月更換候選人，在選前 10 天的民調仍落後競爭對手 18%，可預期執政黨敗選。選舉結果由綠營勝選，形成我國第三次政黨輪替。從表 11-1 可知，雖然綠營概念股不論在選前及選後皆無顯著報酬，但觀察整體事件期內仍產生了顯著為負之報酬 (-11.53%)。

表 11-2 為 2016 年藍營概念股在可預期的敗選中，所表態的企業及子公司的報酬變化，藍營概念股股價在選前一週，有 1% 顯著水準顯著負報酬 -2.39%，而選舉結果與預期相符合，股價在選後一週即出現反彈現象在 5% 顯著水準下有 0.90% 報酬，若以選後四週來看仍有 2.55% 顯著報酬。特別的是，從表 11-2 可知，綠營概念股之累積異常報酬在選前一週，受到總統候選人對於兩岸政商關係的爭議，導致綠營概念股在選前兩週出現 1% 顯著水準的負報酬 -4.29%，而觀察整個事件期仍產生 -5.18% 之累積異常報酬，顯示預期勝選的好消息並未給選後事件期內帶來顯著之慶祝行情。相較之下，藍營概念股即使在預期敗選的壞消息下，選前出現顯著之負報酬，然選後對壞消息調整使整個 30 天事件期窗口產生不顯著之正報酬，使得預期敗選之藍營概念股有較綠營概念股為高之累積異常報酬，而支持 H_{2B} 假說。

表 11-1 2016 年總統選舉結果累積平均異常報酬率（單位：%）

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	0.33	-1.23	-0.25	-0.10	0.62	1.71	2.04
P-value	0.762	0.136	0.586	0.883	0.644	0.304	0.298
綠營概念股							
平均值	-3.60	-1.82	-3.16	-2.98	-4.94	-7.92	-11.53*
P-value	0.143	0.211	0.309	0.358	0.318	0.179	0.087

表 11-2 2016 年總統選舉結果含子公司之累積平均異常報酬率（單位：%）

方法 / 期間	(-10, -1)	(-5, -1)	(0, 5)	(0, 10)	(0, 15)	(0, 20)	(-10, 20)
藍營概念股							
平均值	-1.09	-2.39***	0.90**	1.12*	1.20	2.55**	1.46
P-value	0.17	<.0001	0.0385	0.0639	0.1578	0.0119	0.233
綠營概念股							
平均值	-4.29***	-3.16***	-0.77	-0.02	-0.68	-0.89	-5.18*
P-value	0.0005	0.0028	0.5104	0.9893	0.7355	0.7202	0.066

資料來源：表 11-1、表 11-2 乃依據台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 之個別股價資料，本文再行以市場模式計算各事件期之累積異常報酬 (CAR) 之平均值及 *t*-test 下之 P-value（機率值）。

*、**、*** 分別代表在 10%、5% 及 1% 顯著水準。

觀察上述各年之選舉事件，將表 7-1 至表 11-1 之研究結果整理如表 12 所示，依據不確定市場訊息下之 H_{2A} 假說，選前投資人對預期敗選股壞消息的反應多大於對好消息之反應，導致預期敗選股之累積異常報酬將小於預期勝選股之報酬，根據表 12 顯示，除 2016 年相關概念股報酬差異不顯著外，其餘各年均符合 H_{2A} 假說。而 2000 年之選舉，雖然選前對藍營概念股預期敗選的負面訊息反應較大，導致藍營概念股選前有顯著負報酬，然因其選前民調差異並不顯著難以有效判斷敗選政黨，使得敗選之藍營概念股累積異常報酬並未大於綠營股外，其餘各年之實證資料，均符合 H_{2B} 假說，也就是投資人在選舉不確定資訊下，對預期敗選股在選前有較小之報酬，但選後結果宣布正面調整後，將使整個事件期之累積異常報酬顯著大於預期勝選股。若觀察所有表態企業及其子公司的報酬變化，實證結果顯示表態企業在選前所作之聲明，對旗下子公司能帶來影響，而支持 H_3 假說。

表 12 各年藍綠概念股票累積報酬與假說

選舉 年度	民調預期敗選政黨 / 選舉結果	選前事件期報酬		選前至選後六週總報酬	
		CAR _(-10, 0)		CAR _(-10, 20)	
		藍（綠）	H _{2A} 假說	藍（綠）	H _{2B} 假說
2000	國民黨民調不顯著敗選 / 實際敗選	顯著 -4.02% (不顯著)	符合	不顯著 (不顯著)	不符合
2004	民進黨民調顯著敗選 / 實際勝選	不顯著 (顯著 -3.27%)	符合	顯著 -15.81% (顯著 -6.85%)	符合
2008	民進黨民調預期敗選 / 實際敗選	顯著 1.52% (不顯著)	符合	不顯著 (顯著 6.85%)	符合
2012	民進黨民調預期敗選 / 實際敗選	不顯著 (N/A)	-	不顯著 (N/A)	-
2016	國民黨民調預期敗選 / 實際敗選	不顯著 (不顯著)	不符合	不顯著 (顯著 -11.53%)	符合

資料來源：本表乃根據前述表 7-1、表 8-1、表 9-1、表 10-1、表 11-1 所得結果，本文綜合整理而得。

伍、結論與建議

本文嘗試以選前民調差距所隱含之不確定性程度，來探討 1996 年至 2016 年共六屆的民選總統選舉事件，對於整體大盤報酬率之影響，並藉此印證不確定訊息假說是否存在，依據 UIH 假說，當訊息不對稱所引起之不確定性降低時，股價會產生向上之調整，產生正向之累積異常報酬。觀察臺灣歷屆總統直選對整體股票市場之影響，除了 1996 年因中國政治力介入及 2004 年選後發生長期抗爭活動，使政治不確定性並未因選舉結束而降低，導致兩次選舉選後均有顯著之負報酬；其餘四次選舉皆因選舉結果宣布使政治不確定性降低，而使選後各事件期均出現顯著為正的累積異常報酬，而支持本文之 H_{1A} 假說。

而根據 UIH 假說，預期市場投資人選前有高估壞消息、低估好消息之傾向，使得不確定性較高之選舉，會有較大之 CAR。而本文實證結果發現，不可預期之選舉，選前兩週確有顯著較大幅度之負報酬 (-7.21% vs. -1.35%)，選後三週亦開始產生較大之正報酬 (5.87% vs. 5.53%)，此結論與 Pantzalis、Stangeland 與 Turtle(2000) 不同，未完全支持假說 H_{1B} 假說。

此外，本文亦探討選舉事件對於相關概念股是否也存在不同之選舉效應。根據 H_{2A} 假說：投資人在選前會因不確定性考量，而對壞消息的反應大於好消息。本文發現除 2016 年外，選前預期敗選股確實出現顯著較小之報酬，而支持 H_{2A} 假說；再觀察整個事件期之累積異常報酬，除 2000 年民調差距不顯著之不可預期事件，可預期敗選股均較可預期勝選股有較大之累積異常報酬，而支持 H_{2B} 假說。不同於以往之研究，本文再嘗試比較廣

義、狹義定義之相關概念股對 H_{2A} 、 H_{2B} 假說是否有所不同，發現相關概念股除表態企業外，有無包含集團下子公司，並不會改變前述之結論，據此支持本文之假說 H_3 。

本文嘗試以總統選舉選前民調預期所呈現之不確定性，藉此驗證不確定訊息假說，並探討選舉之不確定性對各政黨概念股之影響。研究結果與 Brown、Harlow 與 Tinic(1988)、Pantzalis、Stangeland 與 Turtle(2000)、Mehdian、Nas 與 Perry(2008)、Rezvanian、Turk 與 Mehdian(2011) 相同，而支持不確定訊息假說。主張個股會因政黨民調、投資人政黨偏好及實際選舉結果，使得選前及整體選舉期間內會有不同消長之累積報酬，投資者可據此衡量不同投資時機，選擇有利的投資組合以創造報酬。此外，因縣市首長選舉一項被視為總統選舉之前哨站，因此後續研究可以進一步觀察選前民調、政治版圖分配之預期與選後政治版圖變化對股市之衝擊著手。

* * *

投稿日期：2016.10.31；修改日期：2017.12.07；接受日期：2017.05.11

附錄 2000 年藍綠概念股

藍營概念股							
母公司	2308	2303	1217	2518	1712	2807	1402
	台達電	聯電	愛之味	長億	興農	新竹銀	遠紡
	1301	1802	2201	1907	5703	2319	1216
	台塑	台玻	裕隆	永豐餘	亞都	大眾	統一
	2344	1504	2356	2312	9801		
	華邦電	東元	英業達	金寶	力霸		
國營	1722	1723	2002	2013	2338	2609	2610
	台肥	中碳	中鋼	中鋼構	光罩	陽明	華航
	2836	2841	2617	2801	2820	2832	2834
	高雄銀	台開	台航	彰銀	華票	台產	臺企銀
	2901	9918	9931	8908	8917		
	欣欣	欣天然	欣高	欣雄	欣泰		
綠營概念股							
母公司	2526	2603	2105	9914	1457	1218	2345
	大陸	長榮海	正新	美利達	宜進	泰山	智邦
國營	N/A						

資料來源：本表乃依據聯合知識庫 (udndata) 資料庫，所收錄聯合報、經濟日報、聯合晚報等全文報紙中，以人工逐筆閱讀 2000 年選舉事件日往前推算 3 個月內之新聞，若該則新聞中提及某企業高階管理者公開表態支持藍（綠）政黨、或於該則新聞報導中被媒體引述為支持藍（綠）營候選人之公司，即將此公司納入為 2000 年藍（綠）概念股之母公司。而選舉前為藍營執政，故國營企業亦歸類於藍營概念股範圍。其餘各年度之資料，請洽作者。

參考文獻

I. 中文部分

沈中華、李建然，2000，《事件研究法：財務與會計實證研究必備》，台北：華泰。

(Shen, Chung-hua, and Jan-zan Lee. 2000. *Shi jiann yan jiu fa: Cai wu yu kuai ji shi zheng yan jiu bi bei* [Event Study: Application in Empirical Research of Accounting and Finance]. Taipei: Hwa-Tai.)

林少斌、鄭喬明，2010，〈選前民調與選後結果對股市報酬影響之研究——以中華民國總統為例〉，《清雲學報》，30(1): 137-160。

(Lin, Shao-din, and Chiao-ming Cheng. 2010. "Xuan qian min diao yu xuan hou jie guo dui gu shi bao chou ying xiang zhi yan jiu: Yi zhong hua min guo zong tong wei li" [The Influence of the Pre-Election Polls and the Election Results on Stock Returns: A Case of the Presidential Elections from Taiwan]. *Journal of Ching-Yun University* 30(1): 137-160.)

徐清俊、于文燕，2006，〈政治選舉事件對股票報酬之影響〉，《管理與資訊學報》，11: 53-76。

(Hsu, Ching-jun, and Wen-yan Yu. 2006. "Zheng zhi xuan ju shi jian dui gu piao bao chou zhi ying xiang" [A Study on the Relationship between of Political Election and Stock Market]. *Journal of Management and Information* 11: 53-76.)

張倉耀、蘇志偉、張旭玲、朱曉萍，2006，〈從展望理論看台灣總統選舉對股票市場之效應分析〉，《選舉研究》，13(1): 87-118。

(Chang, Tsang-yao, Chi-wei Su, Hsu-ling Chang, and Hsiao-ping Chu. 2006. "Cong zhan wang li lun kan tai wan zong tong xuan ju dui gu piao shi chang zhi xiao ying fen xi" [The Impact of Presidential Election on Taiwan's Stock Market - Prospect Theory]. *Journal of Electoral Studies* 13(1): 87-118.)

溫玉芳、趙佩伊，2011，〈國內股市定錨效應之研究——以 2008 年總統大選期間為例〉，《創新與管理》，8(4): 101-138。

(Wen, Yue-fang, and Pei-yi Chao. 2011. "Guo nei gu shi ding mao xiao ying zhi yan jiu: Yi er ling ling ba nian zong tong da xuan qi jian wei li" [A Study on Anchoring Effect in Domestic Stock Market: Evidence from Taiwan's Presidential Election in 2008]. *Journal of Innovation and Management* 8(4): 101-138.)

II. 英文部分

- Allivine, F. D., and D. D. O'Neil. 1980. "Stock Market Returns and the Presidential Election Cycle." *Financial Analysts Journal* 36: 49-56.
- Brown, K. C., W. V. Harlow, and S. M. Tinic. 1988. "Risk Aversion, Uncertain Information, and Market Efficiency." *Journal of Finance Economics* 22: 355-385.
- Brown, S. J., and J. B. Warner. 1980. "Measuring Security Price Performance." *Journal of Finance Economics* 8: 205-258.
- , 1985. "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies." *Journal of Financial Economics* 14: 3-31.
- Ejara, D. D., R. Nag, and K. P. Upadhyaya. 2012. "Opinion Polls and the Stock Market: Evidence from the 2008 US Presidential Election." *Applied Financial Economics* 22(6): 437-443.
- Gartner, M., and K. W. Wellershoff. 1995. "Is There an Election Cycle in American Stock Returns?" *International Review of Economics and Finance* 4: 387-410.
- Gemmill, G. 1992. "Political Risk and Market Efficiency: Tests Based in British Stock and Option Markets in the 1987 Election." *Journal of Banking and Finance* 16: 211-231.
- Gwilym, O. A., and M. Buckle. 1994. "The Efficiency of Stock and Options Markets: Tests Based on 1992 UK Election Polls." *Applied Financial Economics* 4: 345-354.
- MacRae, D. 1997. "A Political Model of the Business Cycle." *Journal of Political Economy* 85: 239-264.
- Mehdian, S., T. Nas, and M. J. Perry. 2008. "An Examination of Investor Reaction to Unexpected Political and Economic Events in Turkey." *Global Finance Journal* 18: 337-350.
- Niederhofer, V., S. Gibbs, and J. Bullock. 1970. "Presidential Elections and the Stock Market." *Financial Analysts Journal* 26: 111-113.
- Nippani S., and A. C. Arize. 2005. "U.S. Presidential Election Impact on Canadian and Mexican Stock Markets." *Journal of Economics and Finance* 29: 271-279.
- Nordhaus, W. D. 1975. "The Political Business Cycle." *Review of Economic Studies* 42: 169-190.
- Oehler, A., T. J. Walker, and S. Wendt. 2013. "Effects of Election Results on Stock Price Performance: Evidence from 1980 to 2008." *Managerial Finance* 39(8): 714-736.
- Pantazis, C., D. A. Stangeland, and H. J. Turtle. 2000. "Political Election and the Resolution

- of Uncertainty: The International Evidence.” *The Journal of Banking and Finance* 24: 1575-1604.
- Rezvanian, R., R. A. Turk, and S. M. Mehdian. 2011. “Investors’ Reactions to Sharp Price Changes: Evidence from Equity Markets of the People’s Republic of China.” *Global Finance Journal* 22: 1-18.
- Santa-Clara, P., and R. Valkanov. 2003. “The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market.” *The Journal of Finance* 58(5): 1841-1872.
- Scholes, M., and J. T. Williams. 1977. “Estimating Betas from Nonsynchronous Data.” *Journal of Financial Economics* 29: 173-196.
- Tompson, R. S., and C. Ioannidis. 1987. “The Stock Market Response to Voter Opinion Polls.” *Investment Analyst* 83: 19-22.
- Yeh, Y., T. Lee, and T. Woidtke. 2001. “Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan.” *International Review of Finance* 2: 21-48.

The Impact of Presidential Elections on Taiwan's Stock Market

Yi-shuan Chen^{*} · Tsui-yueh Cho^{**} · Shih-ting Pai^{***}

Abstract

We use the event study approach to examine the impact of six direct presidential elections from 1996 to 2016 on the Taiwan stock market. Based on whether the pre-election polls show a significant winner or not, we separate all samples into expected and unexpected subsamples. We find a negative abnormal return during the pre-election windows and a positive abnormal return for the 30-day election period for the whole samples. However, the Cumulative Average Abnormal Returns (CAR) are not greater for the unexpected subsamples than they are for the expected subsamples, an outcome not consistent with the prediction of the Uncertain Information Hypothesis (UIH). Moreover, according to entrepreneurs' support for a specific candidate before the election dates, we divide their shares into the "Kuomintang-party-concept" and the "Democratic-Progressive-Party-concept" stocks. We investigate the election effect on these two concept stocks, as well as on their subsidiary company shares. Moreover, we find that the expected-losing-party stocks have a smaller CAR during the pre-event window but a greater CAR during the whole 30-day window than the

^{*} Associate Professor, Department of Insurance and Finance, National Taichung University of Science and Technology.

^{**} Associate Professor, Department of Insurance and Finance, National Taichung University of Science and Technology (corresponding author).

^{***} Bachelor Student, Department of Insurance and Finance, National Taichung University of Science and Technology.

expected-winning-party shares, as predicted by the UIH. These findings suggest that investors in the Taiwan stock market have a stronger reaction to bad news than to good news.

Keywords: presidential elections, Uncertain Information Hypothesis,
Cumulative Average Abnormal Returns