

# 國立勤益科技大學

企業管理學系

碩 士 論 文

兩岸經濟合作架構協議(ECFA)影響評估報告正式公布下  
探討股價效果之研究

**Stock market reactions to ECFA announcements**

指導教授：林麗嬌 教 授

侯國隆 博 士

研 究 生：汪若庭 撰

中華民國九十九年六月

兩岸經濟合作架構協議(ECFA)影響評估報告正式公布下

探討股價效果之研究

Stock market reactions to ECFA announcements

研 究 生：汪若庭

Student: Jo-Ting Wang

指 導 教 授：林麗嬌 教 授

Advisor: Dr. Li-Chiao, Lin

侯國隆 博 士

Dr. Kuo-Lung, Hou

國立勤益科技大學

企業管理學系

碩士論文

A Thesis

Submitted to Department of Business Administration

Collage of Management

National Chin-Yi University of Technology

in partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master

in

Management

June 2010

Taichung, Taiwan, Republic of China

中華民國九十九年六月

論文口試委員會審定書

國立勤益科技大學

研究所碩士班

論文口試委員會審定書

本校企業管理系碩士班\_\_\_\_\_汪若庭\_\_\_\_\_君

所提論文\_\_\_\_\_兩岸經濟合作架構協議(ECFA)影響評估報告\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_正式公布下探討股價效果之研究\_\_\_\_\_

合於碩士資格水準，業經本委員會評審認可。

口試委員：

林麗嬌

黃嘉富

侯國隆

指導教授：

林麗嬌

侯國隆

系主任：

李安怡

中華民國 九十九 年 六 月

# 兩岸經濟合作架構協議(ECFA)影響評估報告正式公布下

## 探討股價效果之研究

學生：汪若庭

指導教授：林麗嬌 教授

侯國隆 博士

國立勤益科技大學企業管理學系碩士班

### 摘要

本研究之主題為「兩岸經濟合作架構協議(Economic Cooperation Framework Agreement, ECFA)影響評估報告正式公布探討股價效果研究」，採用事件研究法探討兩岸自由貿易協定對台灣股市的影響，當兩岸經濟合作架構協議(ECFA)之訊息揭露時，分析該事件對台灣上市公司股價效應與影響，是否會產生異常報酬，讓投資者有利可圖，亦可探測國內主要產業於兩岸經濟合作架構協議(ECFA)影響評估報告正式公布時，可能抱持的立場或看法。本研究進一步將台灣全體上市公司依據不同產業進行分類，共有六大分群樣本，分別為石化產業、紡織產業、鋼鐵汽車工業、金融產業、電子業及傳統產業；並且透過台灣經濟新報資料庫(TEJ)之事件研究系統為本研究之分析軟體。

最後，本研究之研究結論如下：

1. ECFA 影響評估宣告對台灣全體上市公司具有顯著正向的資訊內涵。
2. ECFA 影響評估宣告對不同產業上市公司傳遞不同的資訊內涵。

關鍵字：ECFA、股東財富、事件研究法

## **Stock market reactions to ECFA announcements**

Student: Jo-Ting Wang

Advisor: Dr. Li-Chiao, Lin

Dr. Kuo-Lung, Hou

Department of Business Administration  
College of Management  
National Chin-Yi University of Technology

### **Abstract**

The topic of this study is “Stock market reactions to ECFA announcements” (Economic Cooperation Framework Agreement, ECFA). The cross-Straits free trade agreement impact on the Taiwan stock market through the Event Study Methods was discussed. The study analyzed if the influence of ECFA information on stock price of listed companies of Taiwan is significant and whether the event can generate the abnormal returns for investors to earn the profit.

In addition, this research aims at investigating the views of different industries, when the impact assessment report of ECFA is officially announced. In this study, industry classification of the listed companies in Taiwan is a distinguishing sample of six clusters. This includes the petrochemical, the textile, the steel and automobile, the financial, the electronics and the conventional industries. This study analysis software is the Event Study system of the TEJ Data Bank (“TEJ” is the abbreviation of “Taiwan Economic Journal”).

Finally, this study covers following conclusions:

1. ECFA announcements with significant and positive abnormal returns will be shown on domestic companies with stocks listed in the stock market.
2. ECFA announcements with different abnormal returns will be shown on domestic companies with stocks, in the classification of industry types listed in the stock market.

*Keywords: ECFA, Wealth of Shareholders, Event Study Methods*

## 誌謝

離鄉背井多年，碩士論文得以順利完成，首要感謝指導教授暨恩師麗嬌老師及國隆老師的耐心指導與照顧，不論是課業的疑惑或是為人處世的道理，老師總是給予學生許多的叮嚀與問候，若庭在碩士班的兩年期間學習到許多，各方面都有所成長，老師們教授的不僅是學問，亦富涵許多的大道理，感謝老師們對若庭的照顧，永遠難忘學問兩年的寒窗苦讀、在課堂上的心得分享、課後的師生互動等，老師對若庭只求付出，不求回報的教導，若庭深刻地烙印在心裡，在此致上學生最誠摯感激的謝意。另外於學位口試期間，承蒙朝陽科大行銷與流通管理系黃勇富教授兼系主任於百忙之中撥冗指導，提供若庭許多寶貴的學術建議與指導，使本研究更臻完善與嚴謹，於此亦致上萬分的感謝！

勤益碩士班兩年的光陰，日常生活點滴在心，感謝研究學長姐與同窗一路以來的陪伴與提攜，許多回憶不會隨畢業而告結，感謝學長姐美智、原翔、泳維、純瑜、昀達的照顧與勉勵；感謝碩士在職專班李建瑩大哥的支持與幫助；感謝企碩一學妹思瑀的付出與協助，亦同樣感謝 M217 會計暨租稅申報實務研討室的好友—可愛專題小朋友孟蓁、佩蓉、慧珊、博媛、馨慧、敏菁、潔蓉、資欣、柔淳、聖茹們，為若庭研究外帶來許多歡樂，謝謝大家的支持，許多笑聲與美好回憶將永遠長存。

感謝男友兼未來老公維謙，一直以來的悉心照料與呵護，同樣研讀碩士班，因為有你的陪伴，讓我的研究更加順遂，謝謝你協助蒐集研究上的文獻與期刊，教會我不懂的研究軟體，提供我一切研究上的資源與應用，沒有你，若庭將難以完成碩士學業，感謝有你。

最後，特別感謝的是我的家人，尤其是親愛的爸爸媽媽為臺與冬冬，栽培若庭至今，含辛茹苦的養育若庭直到碩士畢業，因為有您們才有今天的若庭，雖然總是讓爸爸媽媽操心，讓自己的身體健康出狀況，也時常為研究或課業，無法陪伴在父母身旁孝順您們，但深深感謝爸爸媽媽的支持與不離不棄，天下沒有父母應盡的義務，但是您們的犧牲與付出，若庭能深刻感受，謝謝您們為若庭的身體健康操勞、為若庭的飲食起居擔憂，也無怨無悔的供應若庭一切所需，家庭的是我最大的動力與支持。

謹將本論文，獻給摯愛的雙親、恩師及好友，以表達若庭的感恩！

汪若庭 謹致於  
國立勤益科技大學企業管理研究所  
中華民國九十九年六月

# 目錄

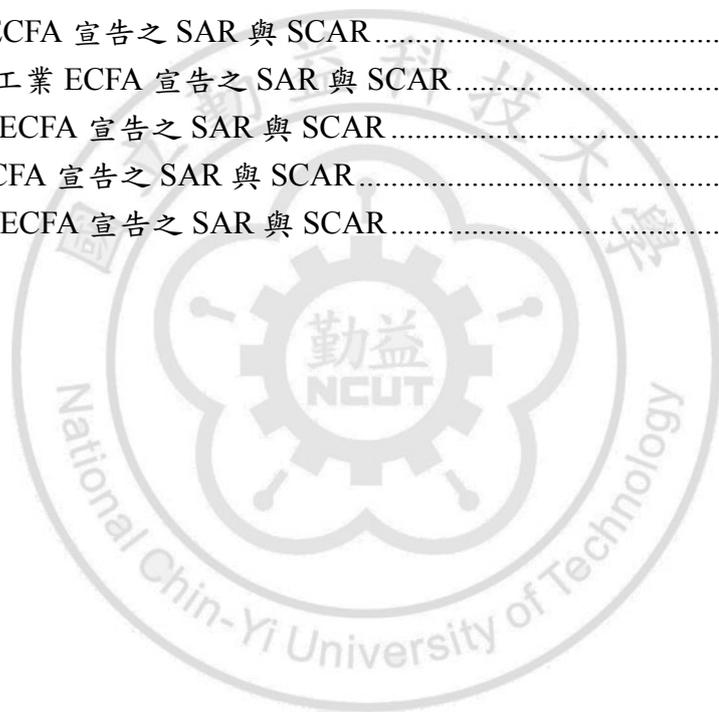
摘要.....	i
Abstract.....	ii
誌謝.....	iii
目錄.....	1
表目錄.....	3
圖目錄.....	4
一、緒論.....	5
1.1 研究背景.....	5
1.2 研究動機.....	6
1.3 研究目的.....	7
1.4 研究流程.....	8
1.5 論文架構.....	9
二、文獻探討.....	10
2.1 自由貿易協定(FTA)之簡介.....	10
2.2 內地與香港關於更緊密經貿關係的安排(CEPA)之簡介.....	18
2.3 兩岸經濟合作架構協議(ECFA)之定義與沿革.....	20
2.4 異常報酬之實證文獻.....	23
三、研究方法.....	29
3.1 研究假說.....	29
3.2 事件研究法.....	31
3.3 研究步驟.....	32
3.3.1 確定事件及事件日.....	32
3.3.2 設定時間參數.....	34
3.3.3 估計預期報酬率.....	35
3.3.4 估計異常報酬率.....	36
3.3.5 假設檢定.....	37
四、實證結果與分析.....	39
4.1 上市公司產業分群說明.....	40
4.2 上市公司全體樣本 ECFA 宣告之資訊內涵.....	42
4.3 上市公司分群樣本 ECFA 宣告之資訊內涵.....	45
4.3.1 石化產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR.....	45
4.3.2 紡織產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR.....	47
4.3.3 鋼鐵汽車工業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR.....	49
4.3.4 金融產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR.....	51

4.3.5 電子業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR.....	53
4.3.6 傳統產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR.....	55
五、結論與建議.....	57
5.1 研究結論.....	57
5.1.1 ECFA 影響評估宣告對台灣全體上市公司具有顯著正向的資訊內涵.....	57
5.1.2 ECFA 影響評估宣告對不同產業上市公司傳遞不同的資訊內涵.....	58
5.1.3 投資決策意涵.....	59
5.1.4 實務意涵.....	59
5.2 研究建議.....	60
5.2.1 對投資人之建議.....	60
5.2.2 對後續研究者之建議.....	60
參考文獻.....	61
中文文獻.....	61
網路文獻.....	63
英文文獻.....	68
附錄一 內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排.....	70
附錄二 台灣取得 ECFA 早收清單一覽表.....	75



## 表目錄

表 1	國內外相關自由貿易協定定義與研究論述之整理	10
表 2	CEPA 重要簽署之流程與主要文件	19
表 3	ECFA 事件重要宣告日	21
表 4	異常報酬之實證文獻整理表	24
表 5	各產業樣本資料分布	39
表 6	分類後各產業樣本資料分布	41
表 7	全體樣本 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR	44
表 8	石化產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR	46
表 9	紡織產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR	48
表 10	鋼鐵汽車工業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR	50
表 11	金融產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR	52
表 12	電子業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR	54
表 13	傳統產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR	56



## 圖目錄

圖 1	本研究之研究流程圖 .....	8
圖 2	事件研究法四大步驟 .....	32
圖 3	事件研究法之時間線 .....	35
圖 3	全體樣本 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR).....	43
圖 4	全體樣本 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR).....	43
圖 5	石化產業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR).....	45
圖 6	石化產業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR).....	45
圖 7	紡織產業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR).....	47
圖 8	紡織產業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR).....	47
圖 9	鋼鐵汽車工業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR).....	49
圖 10	鋼鐵汽車工業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR).....	49
圖 11	金融產業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR).....	51
圖 12	金融產業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR).....	51
圖 13	電子業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR).....	53
圖 14	電子業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR).....	53
圖 15	傳統產業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR).....	55
圖 16	傳統產業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR).....	55

# 一、緒論

## 1.1 研究背景

世界眼中的寶島—台灣，外國人眼中的福爾摩沙，是太平洋一處獨特的島嶼國家，國土面積不大，僅 36,191 平方公里，根據中華民國內政部統計資訊服務網（民 99）至 98 年 12 月所統計的台灣人口數可知為 2,300 多萬人，與全球將近 68 億的人口相較下，似乎顯得微不足道，但是台灣在國際的舞台上卻締造不可忽視的影響力，台灣的經濟體系在全球中可謂名列前茅，一直以來受限於人口數量與市場需求，所以出口貿易才是台灣最主要的經濟支柱，近年因為鄰近國家中國大陸靠著龐大的內需市場快速崛起，逐漸地取代日本、美國成為台灣進出口貿易的主要國家，使得台灣不得不重視兩岸之間的經濟交流情況與發展態勢。

大多數人都能理解政治與經濟向來是不可切割的，學者 Kaleckli (1943)的政治經濟循環觀點，後續 Nordhaus (1975)所提的相關理論與實證研究可證實(謝素芳，民 89)，但是兩者間的角力權衡、影響力殊輕殊重，卻可以透過外力或其他因數造成一定的改變，如台灣早期的戒嚴，很明顯的政治影響力大於經濟實力，人民必須依循著國民政府的指示，方能安然度日與從業，但是靠著早期人民努力創造的經濟奇蹟，使國際間開始正視起台灣政治的民主化，台灣自民國 76 年 7 月 15 日起宣布解嚴，進入所謂的民主時代，估且不論威權或是民主政體，何者較有助於經濟成長，目前學術界也尚無一明確方向之定論，但是既然台灣已朝著民主化體制運作，就應該讓政府與人民共同為國家的未來發展而努力；經濟和政治或不可分，但是為體現真正的民主，應該致力於讓經濟減少被政治造成的影響，另外台灣政治的不確定性、政黨紛爭對於經濟的影響甚鉅，若能事前透析國內重大政經事件對股市之影響，將能有效降低企業的營運風險及困境。

綜合上述台灣政經背景的概況簡述，因此激發本研究為幫助台灣企業進一步探討並分析台灣重要政經事件之宣告，對於股價效果的影響，運用量化指標得知 ECFA 事件宣告之資訊內涵是否會影響股價，股市異常報酬的變動，又短期內是否具顯著差異，對官方、上市公司及投資人啟示為何，是否能為投資人獲取超額報酬，以謀得利潤；最後本研究將台灣境內上市公司細分不同產業類別，瞭解各產業受到 ECFA 事件宣告之股價影響效果，究竟哪種產業在 ECFA 事件宣告下值得投資大眾投資，並能產生顯著正向的異常報酬，亦能藉以推測投資人對於政府推動 ECFA 協商的認同程度與影響力，因此瞭解 ECFA 事件宣告對於股價效果的影響是值得重視的！

## 1.2 研究動機

目前的台灣企業面對國際經濟的快速整合浪潮，以及不時提出的國家方針，實有不得不變革的情境，目前台灣已於民國 97 年 12 月 15 日通過兩岸三通直航正式邁向常態化，大幅提升台灣企業對中國大陸的投資開放便利性，兩岸包機直航議題早在民國 91 年、95 年分別由馬英九與郝龍斌時任當屆台北市長參選人時之松山機場存續政見中，提及兩岸直航機場的構想，並於民國 95 至 96 年間在全台掀起一波直航與否與後續效應的討論熱潮，當時國立東華大學教授兼人文社會科學院院長高長即發表國政研究報告分析兩岸三通直航對於兩岸經濟發展的影響提及「台灣是一個開放的社會，國際交流頻繁，在交流過程中衍生安全的問題在所難免，關鍵在於是否能夠建立一套完善的管理機制，做好事前的防範和事後處置，以降低經濟、社會成本」(高長，民 95)，和現時今日面臨的兩岸經濟合作架構協議 (Economic Cooperation Framework Agreement, ECFA) 事件可謂處於相當的情境，因此探討 ECFA 事件宣告攸關台灣企業於兩岸投資布局甚深，或許能夠試圖提供產業界一些學術量化指標作為投資依據或參考(余瑞冬，民 91；林子琳，民 97)。

台灣的國家定位一直是國際、兩岸、台灣政黨、人民爭辯不休的話題，即使台灣的政治環境在民國 89 年 3 月首度政黨輪替，仍無法為台灣主權取得定點，台灣處於既不接受統一，又不能宣布獨立的兩難情境中，這種政治不確定性一直是傷害台灣經濟發展的重要原因之一，甚至對國際貿易大開的自由運作也是一種制衡。隨著科技的進步，國際間資訊交換快捷，交通便利，空運、航運等升溫國際商業往來的大道，國際自由貿易之盛，國稅暨貿易總協定 (General Agreement on tariffs and Trade, 簡稱 GATT) 至世界貿易組織 (World Trade Organization, 簡稱 WTO) 正式成立，另外影響東南亞地區國家甚深的東南亞國家協會 (the Association of Southeast Asian Nations, ASEAN) 簡稱東協，成立之東協自由貿易區等，國際上許多著名的貿易組織，都能提供相關條款或協議，進一步整合國家之間的政治與經濟議題，對台灣企業而言，為使國家經濟能突破兩岸統獨的政治議題、景氣循環等侷限，是否應該積極尋求國際支援，又國際組織的壓力或兩岸簽訂正式條款，讓台灣的企業亦能享受跨國貿易的優勢、公正合理的貿易往來關係，不受到政治、不平等協議，因此喪失與世界級企業競爭的能力；首先本研究欲初步瞭解，ECFA 事件宣告於國內上市企業反應，瞭解股價在 ECFA 影響評估報告正式公布宣告時之波動情況，得知企業對簽訂協議態度，究竟企業、投資人對 ECFA 協議的潛在看法為何，抱持正向或負向觀點，投資人是否有利可圖，為本研究的主要動機之一。

其次，除針對 ECFA 事件宣告之整體經濟對於股市的全面性影響外，本研究欲針對 ECFA 事件宣告進一步瞭解，其對台灣各產業結構的影響，預測 ECFA 事件實際施行對產業別產出水準的可能變動，成長與衰退企業間落差，兩者間消長幅度為何，是否利大於弊，不僅分析整體產業，更要瞭解個別產業的股價效果，探討各產業特性之於兩岸經濟合作架構協議，究竟是福是禍，由股市價格變動推敲投資人對各產業所抱持的可能態度與反應效果；並期望能給予不同產業的企業主與從業人員以及投資人啟示，於事前儘量降低可能會對弱勢產業造成的損失與傷害，廣納建言、集眾人之見共同協助產業轉型、技術升級或增強個別企業的核心競爭力，以因應後續的區域經濟整合，跟上國際化潮流，並比對不同產業與股價波動情形，是否如同實務與產業界的評估情勢，投資人看法與政經評估策略是否一致，為研究的另一主要動機。

最後，對企業與投資大眾而言，分析不同產業別對 ECFA 事件宣告的股價效果，將有助台灣廠商瞭解相關產業的短期股價波動關係，具有企業預先評估及檢驗產業體質的參考價值，對投資人更能早一步預見股市未來於重大政策改革時，可能呈現的情況，而提前預警，詳細規劃長期的投資方案。總之本研究所要探討的 ECFA 事件宣告，之於台灣上市公司的股票價格效應與影響，藉由股市效果以分析事件的可行性與未來發展性，或許可提供業界一窺 ECFA 事件於未來可能正式施行時，投資人支持或反對的反應，及後續對台灣各產業的可能影響，進而形成本研究的研究動機。

### 1.3 研究目的

本研究主要針對近年台灣經濟重大議題－ECFA 事件之影響評估報告正式公布宣告對台灣股市之影響，為探究 ECFA 事件宣告是否對於投資人具有資訊內涵，確認該事件於重要訊息發布的股市行情，綜合前項提及之研究動機，茲將本研究欲探討問題詳述如下：

1. 蒐集與分析 ECFA 事件相關資料，瞭解其形成始末與重要內容，進一步調查該事件重要發布日期，提供本研究實證之研究依據。
2. 探討 ECFA 影響評估報告正式公布宣告，對於股市投資人是否具有資訊價值，上市公司與投資人對 ECFA 執行的看法與觀點為何，認不認同該事件，所抱持的態度或正或負，主要探討 ECFA 重大訊息對股市的股價效果，測試其反應程度，是否有提前反應或過度反應的情況發生。
3. 探討不同產業於 ECFA 事件宣告時，是否會產生不同的股價異常報酬，首先瞭解 ECFA 影響評估報告正式公布事件對整體產業的效應，再探討不同產業別對該事件資訊於股市中所反應的效果，各產業對 ECFA 事件的接受程度與未來發展性，協助搜尋需協助或問題產業，以釐清爭端。

## 1.4 研究流程

本論文擬定之研究流程共八個步驟，首先初步蒐集社會與產業資訊，並閱讀報章雜誌財經新聞，透過時事瞭解，發掘感興趣的研究議題與領域以及可與研究方法相聯結之事件，進而確認研究背景與動機，以擬定研究主題與撰寫研究目的；其次，回顧文獻與探討相關碩博士論文，提出研究假說。最後依據研究範疇蒐集與分析資料，解釋實證結果，歸結本研究之結論，針對實證結果提供台灣各產業之企業主、股市投資人與後續研究者相關學術建議，本研究流程圖，請參考圖 1。

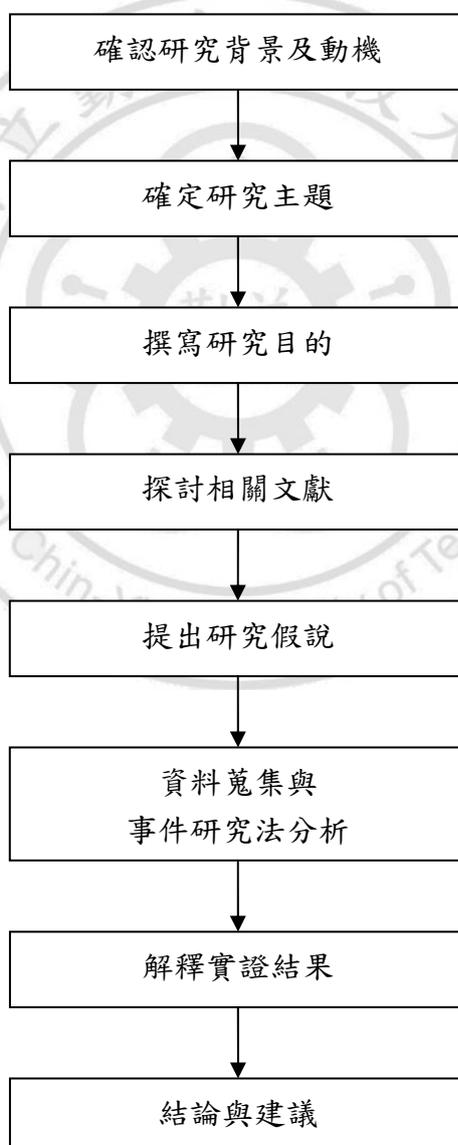


圖 1 本研究之研究流程圖

## 1.5 論文架構

本研究共有五大章，論文之架構依序為緒論、文獻探討、研究方法、實證結果與分析與結論與建議，探討內容分述如下。

第一章緒論，說明研究之背景、動機與目的，據以檢驗本研究的實用性與可探討價值，瞭解研究的起源與範圍，並解說本論文研究流程與架構。

第二章文獻探討，主要為瞭解與探討自由貿易協定與區域經濟整合之效應，並蒐集與 ECFA 事件相關之議題，如「內地與香港關於更緊密經貿關係安排協定」(Closer Economic Partnership Arrangement, CEPA)之產業報導與雜誌文章，瞭解亞洲區域自由貿易協定之詳細內容及其脈絡；其次，將藉由文獻回顧與整理，調查歷年期刊研究，瞭解本研究使用之研究方法－事件研究法是可用於分析 ECFA 事件宣告，透析近五年內與本研究主題相關之研究期刊比對，提供研究方法之支持。另外透過融通時事與文獻，據以釐清 ECFA 事件的研究價值，及可給予產業與實務的學術幫助，才能有助於提供後續實證研究時，深入探究 ECFA 事件與股市短期價格波動的關係。

第三章研究方法，首先依據研究之動機與目的，結合產業資料與文獻探討，發展本研究之研究假說，並介紹本研究實證方法－事件研究法，並說明研究方法的流程與步驟，最後將研究方法套用到本研究之實證流程，詳細說明本研究之實證分析流程。

第四章實證結果與分析，透過第三章介紹之事件研究法與次級資料之蒐集進行實證結果分析，驗證 ECFA 事件宣告與股市價格效果間關係，並檢定實證結果與第三章建構之研究假說，兩者是否符合，或駁斥之處。

第五章結論與建議，將研究結果歸納出總結，說明研究發現、本研究對於實務的價值與貢獻，最後根據 ECFA 事件宣告對股市之影響性，提供股市投資人投資標的建議，與判斷 ECFA 資訊內涵之於總體經濟或是個別產業的關係；另外，提供後續研究的方向，說明研究限制或可能不足之處，提供未來有興趣探索相關領域之研究學者未來研究的方針與建議。

## 二、文獻探討

第二部分文獻探討將由三大議題所構成，首先針對大範疇的自由貿易協定進行相關文獻回顧與專有名詞瞭解；其次，將探討與 ECFA 事件密切相關的中國大陸與港澳簽署之 CEPA 事件，瞭解該事件之於學術界的探討價值，並進一步釐清與 ECFA 事件之關聯性，據以提供本研究之研究價值與貢獻。最後，深入瞭解並探討 ECFA 事件始末，即可進行實證分析。

### 2.1 自由貿易協定(FTA)之簡介

自由貿易協定(Free Trade Agreement, FTA)依據行政院經濟建設委員會(民96)之經濟小辭典所下定義為：「意指兩個或兩個以上的經濟體或主權國家，藉降低彼此關稅、或減少其他規費，或排除妨礙彼此進行自由貿易的障礙，進而促進彼此貿易活動之協定，……。相較於世界貿易組織(WTO)在多邊貿易自由化談判的緩慢結果，各經濟體遂尋求雙邊架構下，進行雙邊或區域型的經濟整合，例如：涵蓋美洲三十四個國家的美洲自由貿易區(FTAA)、歐盟(EU)、北美自由貿易區(NAFTA)、南方共同市場(MERCOSUR)、中美洲共同市場(CACOM)、安地諾集團(ANDEAN GROUP)等等。型塑這些自由貿易區的前提便是簽署雙邊或多邊的自由貿易協定。」

另外，國內、外已有諸多學者針對自由貿易協定之相關理論，如區域、經濟整合等文獻進行探討、整合及歸納重要觀點與名詞之解釋，自由貿易協定議題宏觀具參考價值，茲將國內外學者之文獻整理，參考如表1。

表1 國內外相關自由貿易協定定義與研究論述之整理

序號	學者	研究論述
<b>國外文獻</b>		
1	Diao and Somwaru (2001)	研究發現，美洲自由貿易區(FTAA)的會員國屬開發中國家，若是多與非會員國貿易，並是由貿易轉移效果(trade-diverting effects)支配貿易創造效果(trade-creating effects)(指關稅同盟國以生產效率最高、成本最低的國家進口產品，非以比較優勢的基礎進行專業化分工，會造成同盟國的社會福利水準下降)，很有可能會無法從中享有福利或利益。

表1 國內外相關自由貿易協定定義與研究論述之整理

序號	學者	研究論述
2	Laens and Terra (2003)	研究結論說明每一南方共同市場(MERCOSUR)的國家已接受美洲自由貿易區(FTAA)協商，但立場仍互有抵觸，如研究中指出巴西積極提倡南亞自由貿易協定(SAFTA)，而較不願意與美協商；相對的阿根廷與烏拉圭則是即使已知與加拿大(CAN)簽署協議較美國利益大，卻仍然較樂於與美達成協定。研究數據顯示這主要是取決於政治動機，而非經濟因素。
3	Urata and Kiyota (2003)	研究結果發現東亞自由貿易區(East Asia FTA)對於東亞經濟體的經濟成長與福利而言，確實有正向的效應。 另外，就區域化影響而言，東亞自由貿易區將提升東亞地區的區域化，但卻不必然提升東協自由貿易協定(AFTA)之區域化。
4	Lejour and Mooij (2004)	研究說明土耳其等國家加入歐盟組織若能觸發改革，爬上可相較於葡萄牙在國際透明組織(Transparency International)發布貪腐印象指數(Corruption Perceptions Index, CPI)的地位(其排行名次愈高，代表國家腐敗程度愈低)，將能提升其國內生產總額(GDP)。此外，歐盟亦將受益於土耳其國家之改善。
5	Abdelmalki, Sandretto and Jallab (2006)	研究評估摩洛哥與美國自由貿易協定在於消除關稅。並說明自由貿易協定不僅對兩國間貿易產生顯著影響，亦影響與其他國家間貿易關係。研究亦指出摩洛哥將因自由貿易協定所提供的機會，使市場多元化，並強大其於歐盟或其他主要貿易夥伴(如法國與西班牙)的能力。 研究結論說明摩洛哥屬未成熟經濟的國家，在立即全面性的互惠貿易自由化下，將面臨經濟成長下跌及經濟福利的損失；相對而言，若能在不對稱及逐進的自由化貿易，將有助於刺激摩洛哥的經濟成長、改善其福利與貿易條件，並使貿易平衡。

表 1 國內外相關自由貿易協定定義與研究論述之整理

序號	學者	研究論述
		<p>研究總結，若相信經濟與社會發展，可以自動產生於簡單的貿易自由化是一項嚴重的錯誤，尤其是當貿易夥伴正好是世界強國美國，畢竟成功的發展經驗不能只仰賴於全球整合策略，也必須擁有內在資源與內部的動力。</p>
6	Pianetta (2007)	<p>台灣與巴拿馬之間的自由貿易協定正式生效於 2004 年 1 月 1 日，研究歸結出六項自從台灣與巴拿馬簽署自由貿易協定後的重要獲益例子。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 美洲自由貿易區(FTAA)(這將使巴拿馬成為台灣投資中一更具吸引力的投資目標)。</li> <li>2. 巴拿馬和其他的美洲國家將結合北美自由貿易區，形成世界上最大的經濟實體。</li> <li>3. 台灣和巴拿馬的產業是相輔相成的。</li> <li>4. 逐漸拓展海外市場。</li> <li>5. 增加雙邊的經濟合作，並可作為美洲自由貿易區(FTAA)的入口。</li> <li>6. 會增加其他貿易夥伴與台灣進行協商自由貿易協定(FTA)的意願。</li> </ol> <p>另外研究提出，因為巴拿馬與美國已有多年的密切關係，促使台灣與巴拿馬維持良好關係，便於執行與美維持關係而不受中國干預。</p> <p>最後，研究提及必須瞭解兩國間的經濟現實，首先是巴拿馬人口過少，僅三百多萬人，不能認定為台灣主要商業夥伴之一；其次是距離，雖然沒有產品貿易的障礙，但是運輸成本經常是兩國間貿易往來的考量，一般較偏好鄰近的國家。此外台灣與巴拿馬有不同的消費習慣、文化風俗與生活方式。</p>
<b>國內文獻</b>		
1	蘇淑貞 (民 90)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 歐美等先進工業國家為避免新興工業國家的競爭威脅，並確保自身的經濟繁榮與領導地位，貿易保護主義大行其道，也使得區域經濟整合成為全球經貿發展的趨勢。</li> </ol>

表 1 國內外相關自由貿易協定定義與研究論述之整理

序號	學者	研究論述
		<p>區域經濟整合之蔚為風潮也不盡然是因為經貿利益，觀之既存的區域經濟整合協定，其成立的理由即各不相同，尤其是在已開發國家與開發中國家經濟結構及發展程度相差懸殊情況下，區域經濟整合的理由除經貿因素外，政治因素更可能扮演關鍵性角色。</p> <p>2. 北美自由貿易協定(NAFTA)之形成背景 希望成立美墨自由貿易區，藉著美國龐大的市場開放及大量的資本投入，加速墨西哥的工業化及經濟成長。</p>
2	洪進明 (民 90)	<p>1. 區域經濟之形成始於雙邊或多邊貿易談判。</p> <p>2. 墨西哥亦是北美自由貿易協定之締約國，該協定生效後墨西哥成為最大之受益者，對美國之輸出大幅增加，國內經濟環境顯著改善。</p> <p>3. 北美自由貿易協定已使拉丁美洲國家輸往美國市場之貿易商機飽受墨西哥之侵蝕，部分拉丁美洲國家呼籲美國給予等同墨西哥之關稅優惠待遇。</p>
3	柯春共 (民 92)	<p>1. 基本上，自由貿易區是成員國間去除貿易障礙，成員國對與非成員國的貿易往來保有其限制。成員國間因存在優惠貿易安排，彼此以優惠條件進入成員國市場，會犧牲非成員國的經貿利益。</p> <p>2. 學理觀察成功組建自由貿易區主要因素有二： 一、成員國間經濟發展程度相當； 二、地理位置接近。不過，地理位置接近並非成功關鍵因素，如東非經濟共同體，是因成員國間經濟發展程度相當而組建成功。 開發國家與開發中國家組建自由貿易區成功案例很少。像自由貿易區這種優惠貿易安排，往往是單向的。</p> <p>3. 兩個或以上締約國簽訂自由貿易協定時，協定通常載明，剔除締約國間關稅與服務業貿易限制等。</p>
4	李慈櫻 (民 93)	<p>1. FTA 降低締約國間的關稅壁壘，活絡區域內進出口貿易的往來，吸引外資投資增加。</p>

表 1 國內外相關自由貿易協定定義與研究論述之整理

序號	學者	研究論述
		<p>2. 東亞區域內的雙邊及多國間 FTA 興起的背景因素，因各國推動 FTA 的訴求重點不同，而有不同的看法。然而不容置疑的是，FTA 的推展不僅止於貿易的自由化，也包括外交、地緣政治與關係到國家經貿體制的改革等問題。</p> <p>3. 早稻田大學社會科學部浦田秀次郎教授認為，促使 FTA 興起的主要原因有下列幾項：            (一) 貿易自由化不易在全球性的舞台推動 (如 WTO)，因此才興起推動 FTA 的風潮；            (二) 部分國家 (如日本、韓國) 認為對外推動 FTA，有助於進行本國內部的改革；            (三) 藉由簽署 FTA 降低關稅和非關稅障礙，把本國產品擴大銷售到成員國市場；            (四) 部分的 FTA 被運用為與非簽署國談判的籌碼。</p> <p>4. 歐美國家致力於 FTA 的推動，對於 FTA 發展進程較緩慢的東亞各國造成很大的衝擊，尤其是對於被排除在外或遭致邊緣化的國家，更是造成相當大的負面影響。            自從 FTA 在亞洲盛行以來，東亞各國當中以新加坡推動簽署 FTA 的行動最為積極。            新加坡之所以致力對外推動 FTA 其主要有幾項考量：(一) 藉 FTA 鞏固國際貿易中心地位；(二) 藉 FTA 重新為新加坡定位；(三) 藉 FTA 補充 WTO 機制。</p> <p>5. 長久以來日本過於重視以 APEC 與 WTO 作為核心的通商體制，以致於以往甚少涉及雙邊或多國間的 FTA 議題，但是近年來世界各國 FTA 趨勢的興起，及中國入世後大力推展 FTA 的動作，使日本為因應環境變化，開始針對特定國家·地區等加強雙邊經貿合作的對外通商政策。</p>

表 1 國內外相關自由貿易協定定義與研究論述之整理

序號	學者	研究論述
		6. 由於受到中國政治因素的影響以及台灣名稱問題，導致許多非邦交國迫於政治現實而不敢與台灣簽訂 FTA。
5	賴燕雪 (民 94)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 東協自由貿易區本身屬於較鬆散的次區域性貿易自由化組織，與歐洲與北美自由貿易區在程度上有所差別，其功能亦有所不同。東協自由貿易區首先展示其政治性，即以早年共同提升出口貿易提高國民所得與生活水準，以抗拒共產社會之滲透為其目標。</li> <li>2. 東協自由貿易區具有區內互補性。</li> <li>3. 東協自由貿易區會員國之經濟結構具有重大差異性。</li> <li>4. 東協自由貿易區欠缺機制上的完整性。</li> <li>5. 東協自由貿易區具有開放性的特性。此政策對內不限於商品與服務貿易，凡與自由貿易區有關的各種經濟發展均屬開放之列。</li> <li>6. 東協機制運作上的一致性說明其重大決策必須各會員國元首一致同意而執行之。對經貿問題上亦常造成不穩定性，無法配合國際經濟快速發展之影響。其重要之衝擊在於執行力的薄弱。</li> </ol>
6	林祐辰 (民 95)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 區域經濟整合有其發展層次，係採循序漸進程序推動之，且協定簽署國在社會、政治及經濟發展程度上未必相同，因此乃藉由 FTA 之簽署，在一定期間內逐漸削減關稅及消除貿易限制，逐漸縮小彼此經濟條件上之差距，以期最終達成建立自由貿易區之目標。</li> <li>2. 簽署自由貿易協定之最終目的在於成立自由貿易區，因此在實際上係以「自由貿易區」之運作為主要內涵，原則上，FTA 之簽署國對於彼此間絕大部分之商品貿易往來，排除關稅及非關稅貿易障礙，但允許對非協定簽署國仍保留獨立的關稅及貿易限制。</li> </ol>

表 1 國內外相關自由貿易協定定義與研究論述之整理

序號	學者	研究論述
7	林淑娟 (民 96)	<p>3. 近年來所簽署的 FTA 主要具備下述不同於傳統 FTA 之特點：一、雙邊自由貿易協定的數量明顯增加。二、協定內容之涵蓋範圍大幅擴大。三、突破地區、距離等因素之限制。</p> <hr/> <p>1. 洽簽自由貿易協定的目標設定為</p> <p>(1) 透過此項互惠機制，避免對外經貿遭到排擠及經貿地位被邊緣化。</p> <p>(2) 吸引外來投資，加速我國全球運籌中心之構想儘早實現，並建構對外經貿網絡，加快台灣經濟國際化之進程。</p> <p>(3) 調整國內經貿體制，提昇對外競爭力。加深與貿易夥伴之合作關係，促進產業國際分工，提昇資本合作層次，並共同開拓第三地市場，創造新商機。</p> <p>(4) 因應區域經濟整合新趨勢，輔助世貿組織多邊貿易體制，落實亞太經合會 (APEC) 所推動的貿易投資自由化、便捷化及經濟暨技術合作等目標。</p> <p>(5) 平衡我國對外經濟關係，避免我國經濟依賴少數國家所產生之風險，並降低全球化所帶來之衝擊，使推動自由化的工作能順利進行。</p> <p>2. 雖然台灣有意在區域經濟整合中藉由洽簽 FTA 發展對外經濟網，但在實務面推動面臨許多困難及干擾，尤以兩岸政治問題為影響台灣對外洽簽 FTA 最主要因素。</p>
8	吳雨桑 (民 96)	<p>1. 區域經濟整合僅是一個泛稱，所謂經濟整合是指國與國之間逐漸消除貿易障礙以及生產要素移動限制，使商品、服務與生產資源的市場逐漸合而為一的過程。</p> <p>一般而言，參與經濟整合的國家普遍為區域或地理上的鄰近國家，因此又稱為區域經濟整合。</p>

表 1 國內外相關自由貿易協定定義與研究論述之整理

序號	學者	研究論述
		<ol style="list-style-type: none"> <li>2. 國際間最為盛行的仍屬於整合程度較低的「自由貿易區」，原因在於它會讓會員國保有國際經濟政策絕大部分的自主權。</li> <li>3. 總協定中所指的自由貿易區，指的是兩個或兩個以上的關稅領土組成的貿易集團，在貿易集團內部，對各組成領土之間進行「實質上所有」產品的貿易，取消關稅和其他限制性規章。</li> </ol>
9	陳淑君 (民 97)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 區域經濟整合發展已蔚然成形，可說是當前國際情勢發展中的一股潮流，以歐洲聯盟為例，對於國家「主權」觀念已有若干修正，部分會員國家同意將具備國家主權象徵意義的貨幣、外交、軍事等，經由共同政策而形成超國家的政策與組織，不僅對於國際政治產生影響，乃至於政治學領域中的國家主權研究，恐怕也必須增補或修正，因此，關於區域整合的理論與模式已日益受到重視。</li> <li>2. 自由貿易區中，成員間減少關稅和非關稅壁壘，但每個成員有權對非成員設定各自的關稅稅率。</li> </ol>

資料來源：本研究整理

透過國內外文獻資料蒐集與解說之定義可以瞭解，透過世界貿易組織(WTO)規定的自由貿易協定(FTA)是透過協商的方式，達成雙邊、多邊與締約國之間受到限制性的貿易開放，不同於區域貿易協定(Regional Trade Agreement, RTA)，整合程度較低，外加透過 WTO 進行多邊談判進度不如國家間自行洽談便捷，因此國際間為促進經貿往來，多可透過國與國之間彼此進行自由貿易協定之洽談，較有利於加速國家間自由貿易協商，降低貿易障礙。根據大紀元時報之經貿小辭典(民 95)資料顯示，FTA 協定的名稱已趨向多元化並具有差異性，或許直接就名稱無法明確判定其協定或內容真意，但本質仍屬於自由貿易協定的一種，如中國大陸與港澳簽訂的「內地與香港關於更緊密經貿關係的安排」(CEPA)以及日本與新加坡所簽訂的「日星新世紀經濟伙伴協定」等。

另外，依據上述針對自由貿易所進行之文獻資料整理內容可推究，就整體經濟層面觀之，推動區域經濟的自由貿易化仍是利多於弊，像是施行比較優勢下的專業化及國際產業分工，協助全球進行完善的資源分配，並加速經濟整合與發展；對國家而言更是極需重視的議題，在強勢國際化的浪潮下，如何因應如雨後春筍般崛起的自由貿易協定，國與國之間不斷地向外發展雙邊、多邊經貿，致力於洽談有助於國家擴大海外市場的協商，強化國家對外經濟體質與產業競爭力，甚至可作為貿易制衡的手段，若是稍有不慎，即可能在國際交流中被邊緣化，處處受限，台灣處在國際經貿的複雜網絡中，本就應抱持著謹慎，事前多規劃並預作準備，先謀而後動的心態，一方面對內，必須清楚瞭解國家自身之定位與各國間經貿關係，穩固國家的核心競爭力，健全對外貿易的條件與協助產業技術升級，並要研發與創新獨特、不易被取代的能力；一方面對外，順應全球的經濟脈動，關切並努力追趕不斷變化的環境，務求不斷的精實與強化本國經濟實力。兩者兼顧，萬不可顧此失彼，內外能力都需要提升，端是仰賴國際的援助，而不圖內省，永遠沒有自主的權力；或是滿足於現況，自視資源充沛，而不為將來預作打算，都很容易被競爭者迎頭趕上，甚至打壓。最後要提一觀點，雖然世界各國的發展程度不一致，經濟強國與開發中國家間擁有不對稱的貿易條件，卻更值得投入與持續關注相關的事件，積極針對問題與缺失，開發可改善各國間貿易的落差、降低貿易障礙，若是國與國之間能彼此交流協助、互惠互惠，創造雙贏，才能真正落實自由貿易的理念。

## 2.2 內地與香港關於更緊密經貿關係的安排(CEPA)之簡介

CEPA (Closer Economic Partnership Arrangement) 為「更緊密經貿關係安排」協定，最先是由香港的特首董建華於民國 90 年的任職期間所提出，概念是關於中國大陸與香港於往來貿易與投資間之經貿安排協議，目的為進一步繁榮香港的經濟，並放寬中國大陸與香港、澳門間對於自由貿易的障礙；此項協議由大陸總理溫家寶與香港特首董建華正式簽署。

由香港特首最初的構想至中港雙方密切的協商交涉，歷時超過一年，於民國 92 年 6 月 29 日中港正式簽署 CEPA 的 23 條主要條文，並於當日生效，CEPA 主要的 23 條條文詳細內容請參考附錄一；同年的 9 月 29 日又完成有關 CEPA 的六項附件簽訂，隔年的民國 93 年 1 月 1 日正式實施（廖舜右，劉玉哲，民 92；國貿局，民 92；香港付貨人委員會，民 93；黃志龍，民 95），CEPA 簽訂流程共分成三個階段，至今共簽訂八次重要協議，為清楚瞭解 CEPA 的沿革與架構，茲參考香港特別行政區政府工業貿易署網站（民 97）將 CEPA 的重要簽署期程與內容，整理成表單，以釐清 CEPA 簽訂的完整流程，請參考表 2。

表 2 CEPA 重要簽署之流程與主要文件

簽訂日期 (民國)	主要文件	簽署內容
92 年 6 月 29 日	主要條文 (共 23 條)	《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》協議 (詳見附錄一)
92 年 9 月 29 日	六項附件	附件 1 關於貨物貿易零關稅的實施 附件 2 關於貨物貿易的原產地規則 附件 3 關於原產地證書的簽發和核查程序 附件 4 關於開放服務貿易領域的具體承諾 附件 5 關於“服務提供者”定義及相關規定 附件 6 關於貿易投資便利化
93 年 1 月 1 日		(CEPA 正式實施)
93 年 10 月 27 日 (第二階段)	補充協議	附件 1 第二批內地對原產香港的進口貨物實行零關稅的產品清單 附件 2 第二批享受貨物貿易優惠措施的香港貨物原產地標準表 附件 3 內地向香港開放服務貿易的具體承諾的補充和修正
94 年 10 月 18 日 (第三階段)	補充協議二	附件 1 2006 年享受貨物貿易優惠措施的香港貨物原產地標準表 附件 2 內地向香港開放服務貿易的具體承諾的補充和修正二
95 年 6 月 27 日	補充協議三	附件 內地向香港開放服務貿易的具體承諾的補充和修正三
96 年 6 月 29 日	補充協議四	附件 內地向香港開放服務貿易的具體承諾的補充和修正四
97 年 7 月 29 日	補充協議五	附件 內地向香港開放服務貿易的具體承諾的補充和修正五
98 年 5 月 9 日	補充協議六	附件 內地向香港開放服務貿易的具體承諾的補充和修正六

資料來源：本研究整理自香港特別行政區政府工業貿易署網站 (民 97)

為深入瞭解中港簽署 CEPA 的協定內容，台灣經濟研究院國際事務處就曾於民國 92 年探討 CEPA 相關議題，文中清楚載明 CEPA 的主要內容，涉及貨物貿易、服務貿易及貿易投資便利化三個層面，更由於 CEPA 議題不僅影響中國大陸與香港股市效果深遠，連帶因為兩岸產業互動趨往香港貿易活絡，亦間接影響台灣股市的資金流動及外資投資，並重新調整兩岸

四地，即中國大陸、港澳與台灣間的經貿互動關係，自從民國 93 年開始正式施行 CEPA 協定後不久，95 至 96 年間即有多篇文獻深入探討與分析中港 CEPA 相關議題、對區域經濟整合的影響、滬、港、台、美四地股市指數關聯性影響、研究其對台灣之影響與效益、個別產業與 CEPA 議題的聯結與後續研究等（黃志龍，民 95；鄭惠方，民 95；蘇敏傑，民 95；黃芝韻，民 95；吳其定，民 96；劉書廷，民 97；顏伸宗，民 97），顯見 CEPA 議題實施前後期對股市影響及其關聯性，是值得觀察與持續關注的事件，對於產業與投資人而言，更是具有實際參考價值的數據。根據 CEPA 相關評論之資料蒐集可發現，雖然政府多有主張 ECFA 非 CEPA，並且不涉及主權統獨等議題，但是根據各方評論資料與調查提出，其實 CEPA 和 ECFA 名稱與詳細內文頗有出入，但實際上，兩者的本質相當接近，除針對 ECFA 議定的談判原則之外（強調不矮化、不開放中國勞工來台、不新增農產品開放項目，保護台灣弱勢產業等），甚至多有文章或直接或間接地推斷 ECFA 就等同於 CEPA 的相關論點，亦有民眾表達對於 ECFA 尚未有確定內容，建議應先具體說明協議事項等意見產生，另外，有文章表示為瞭解或討論 ECFA 效益，可比對 CEPA 簽訂後之現況（高嘉和，民 98；塾長，民 98；陳以恩，民 98；潘羿菁，民 98；蓬萊島雜誌.Net，民 98；Aleen；民 99），甚至於民國 98 年間由群策會主辦大型的三場系列論壇中即熱烈的探討 ECFA 相關議題，其中報告人王塗發，現任國家展望文教基金會的董事長，以及國立台北大學經濟學系兼任教授發表「ECFA 是什麼？— ECFA 就是香港 CEPA」講座；其實可以如此論斷的主因在於 ECFA 雖然已由經濟部說明構想及推動重點（經濟部委員會，民 98），並委託中華經濟研究院（台灣 WTO 中心）進行影響評估與摘要說明（中華經濟研究院，民 98），但卻遲未有明確的具體內容呈現，而引發諸多反論與爭議，自由風氣的導引下，網路文章與社會評論紛紛發表意見與定義，認定兩者僅是主體不同，後者是已知並確認簽署完成的港澳模式，前者則是為台灣量身訂做條款，所以就現階段的資料蒐集，可初步瞭解 ECFA 與 CEPA 的性質多有相似，因此據以推論 ECFA 議題對於台灣的股票市場影響及其波動是具有研究價值的，並可提供實務比對現況與應用，及作為投資人投資目標的一項參考指標。

## 2.3 兩岸經濟合作架構協議(ECFA)之定義與沿革

本章前兩節已就既定現況與時事並回顧歷年文獻介紹自由貿易意涵及 CEPA 事件，簡要說明 ECFA 事件之後續研究價值，現將於本節詳細地探討，並深入瞭解本研究之重要探討經貿議題—兩岸經濟合作架構協議（Economic Cooperation Framework Agreement, ECFA）事件之始末。

兩岸經濟合作架構協議(ECFA)，誠如字面陳述為「架構協議」，如同書籍目錄般，僅是簡要摘記可能協商內容，實質的協議尚需等待兩岸正式的展開談判，才能議定的，所以政府方面尚未提出具體的條文與事項，就只能大力的說明 ECFA 的好處，和台灣產業與民眾積極展開溝通與說明。ECFA 最早可追溯至 2008 年的總統大選期間，早在大選前一年尚在競選總統的馬英九先生即提出兩岸簽署自由貿易協定的政策，此為當時的競選政見之一，但當時的用詞非為 ECFA，而是「綜合性經濟合作協定」(Comprehensive Economic Cooperation Agreement, CECA)，但因初步光是簡單的 CECA 名稱，都容易招致不同的見解與解釋分歧，加上政治競選的攻擊，而沒有讓 CECA 議題持續擴大，遲至於民國 97 年 5 月 20 日，馬英九總統正式上任後，才又開始提起兩岸開啟自由貿易協商的議題，並將簽署 CECA 的議題重新提起，引起台灣一股討論的浪潮，但因名稱的問題，仍不免會涉入政治話題，與國家主權定位、統獨扯上關係，馬英九總統為平息反對浪潮，並獨立出兩岸協商簽署自由貿易協定的議題與政治統獨的角力，於民國 98 年 2 月 20 日宣布洽簽兩岸經濟合作協議的指示，並於 2 月 27 日親上電視正式定調為「兩岸經濟合作架構協議」(ECFA)，強調是為一個框架下的「架構」協議原則，應較「綜合性經濟合作協定」(CECA)一詞所引起的社會統獨輿論來得適當。緊接著，馬總統又於當年的 3 月委託中華經濟研究院進行 ECFA 的影響評估，歷時近半年的時間，中華經濟研究院於 98 年 7 月 29 日完成「ECFA 之影響評估」研究報告，勞委會自行委託學者研究兩岸簽署 ECFA 對國內就業市場影響評估報告則於當年的 10 月 21 日正式發表。ECFA 相關詳細的事件宣告日期始末，茲將整理於下表 3。

表 3 ECFA 事件重要宣告日

日期 (民國)	事件內容
98 年 02 月 20 日	馬英九總統宣布洽簽兩岸經濟合作協議的指示
98 年 02 月 27 日	馬英九總統親上電視定調兩岸經濟合作架構協議(ECFA)
98 年 03 月	馬英九總統委託中華經濟研究院進行 ECFA 影響評估
98 年 07 月 20 日	台灣經濟主管部門推出卡通人物「一哥」、「發嫂」，採用活潑、淺顯易懂的對話方式與民眾溝通 ECFA
98 年 09 月 17 日	新任經濟部長施顏祥主持「經濟部擴大業務會」表示，將把振興經濟列施政重點並將每週檢視推動 ECFA 進度
98 年 10 月 12 日	台灣經濟主管部門宣布 ECFA 官網即日改版上線
98 年 10 月 21 日	研究簽署 ECFA 對台灣就業市場影響評估報告正式公布
98 年 12 月 07 日	推動簽署 ECFA，經濟部長施顏祥願上電視辯論

資料來源：本研究整理自華夏經緯網

長期以來中國大陸與台灣之間的經貿交流，一直是兩岸往來與討論的重要產業議題，對屬於海島國家的台灣而言，進出口貿易更是本國主要的經濟命脈，近年因為中國大陸內需市場的強勢帶動下，成為台灣出口經濟合作的第一大市場，兩岸的經濟合作機制影響台灣產業甚深，台灣政府與中國大陸官方的經貿對談、協議與政策擬定，對於兩岸廠商的互動影響亦不在話下，台灣經歷許多政治重大變革，商經不免會和政治有所牽連，但不論是歷來國會最大黨執政，或是民國 89 年 3 月首次的政黨交替，政治間理念多有不同，都同樣會為台灣的經濟盡一份心力，新政黨上任一年多期間，台灣亦爭取進入世界貿易組織(WTO)，於民國 91 年 1 月 1 日成為正式會員，全球有近九成的貿易在 WTO 的規範運作，其涵括的範圍持續擴大中，在 WTO 的框架下積極向外參與制訂國際經貿的協定，擴展海外貿易空間，協助產業升級，強化台灣企業體質；但是光是仰賴 WTO 進行多邊自由化貿易協商，進度遠不及所以各國洽談簽署的 FTA，因此近年內政府即提出兩岸經濟合作架構協議(ECFA)的構想，透過許多管道說明其主要推動重點，但是身處民主的社會體制，各方對於 ECFA 的看法與意見多有不同，有支持的論點，也有反對駁斥的力道，但就現任執政政府見解，有點借鏡中港簽訂之 CEPA 協定，欲在 WTO 規範中展開理性的雙邊協商大門，提前為台灣企業爭取進入中國市場的早期優勢，以抗衡未來已逐漸成形，對台灣產業具威脅的東協加一與東協加三（東協加一已於今年，即 2010 年 1 月 1 日正式生效，東協加三則是於 2015 年起生效），ECFA 事件議題較近期，尚無法由歷年研究文獻中取得相關資料，故本研究多由報章雜誌、社會政論、網路論壇多方提供之意見，加以融會參考，就蒐集資料顯示，若不涉及統獨、國家主權問題，單純以經貿角度分析 ECFA 事件，展開兩岸協商，並簽署對本國具有國際競爭優勢的雙邊自由貿易協定，對台灣絕對是有正面效益的，如因應東亞區域經濟整合、兩岸貿易自由化、提前進入中國市場的先佔優勢、加速台灣成為產業運籌中心、可取得正式規範及保護、強化競爭力使台灣容易吸引國外投資進駐、避免本國產業與廠商外移、化解中國政治阻礙、利與重要貿易夥伴簽訂自由貿易協定等，（徐純芳，民 98；謝宇程，民 98；陳慧琳，民 98；華夏經緯網，民 98；中華經濟研究院，民 98；ECFA 兩岸經濟合作架構協議官網，民 98），但就目前各界的評論，仍不足以論定簽署 ECFA 對台灣究竟是利多或害多，具體的經濟效益與影響為何，因此本研究欲透過事件研究法探測股票市場之於 ECFA 事件於民國 98 年 10 月 21 日星期三之影響評估報告正式公布宣告時的股價波動，進一步釐清股市投資人的反應，藉以探測出台灣投資民眾對於 ECFA 的瞭解情況與認同程度。

## 2.4 異常報酬之實證文獻

事件研究法普遍應用於探討事件宣告對股價效果的影響，主要提供於實證研究時用以檢測假說之成立與否。本研究為進一步瞭解事件研究法的實際應用情形，參考近五年以事件研究法，探討股市異常報酬之期刊文獻（請參考表4），並整理分析其研究方法之應用及研究實證結果，瞭解研究結論之異常報酬顯著情況、研究重大事件或相關宣告時對股價的衝擊反應情形，確認事件研究法確實值得應用於探討重大事件宣告時股價波動。

本研究蒐集近五年 13 篇期刊以事件研究法為研究方法，而與本研究主題較為相關，同樣是檢定大環境中重要資訊傳遞對股市所具影響力文獻，如陳育季與崔可欣（民 98）透過事件研究法，據以檢測重大訊息宣告對股票報酬之影響力，以及宣告後股價報酬的傳遞情形和持續期間；劉永欽（民 98）則分析 2008 年兩件金融危機事件期間（法國興業銀行內部舞弊與雷曼兄弟聲請破產）銀行股票之異常報酬；張曉芬、譚醒朝與王慧菱等學者（民 96）則探討禽流感事件對台灣上市上櫃生技醫療產業之股票異常報酬影響；而張貴婷、陳青浩、林明俊與隋安莉等學者（民 95）則是探討總統及北高市長選舉事件前後之市場報酬率是否具有顯著差異。本研究之訴求為探討台灣重大經濟事件—ECFA 宣告對於台灣上市公司之股價效果，因此整合上述期刊所研究之重點可知，事件研究法確實具有檢測重大事件發生時，所引發之股價異常波動間關聯性，所以本研究可透過事件研究法，進一步瞭解 ECFA 事件是否會對公司之股價造成影響。

最後本研究所要探討的主要重點在於釐清 ECFA 事件宣告，對於台灣上市公司股價之異常報酬結果，研究將依據文獻支持檢定 ECFA 事件宣告的股價反應，事件宣告對股價之影響可能是正向或負向，或者是不具影響等三面向，並可再透過實證數據得知股價報酬是否具顯著性，以瞭解所受影響差異。本研究所參考 13 篇期刊研究結論之股價效應，茲分述如下：

陳育季與崔可欣（民 98）實證指出多空頭市場股票報酬都具有不同方向顯著性；李國榮、呂素蓮與張舜迪（民 98）之統計未達顯著水準，僅發現宣告所產生的負面價值；劉永欽（民 98）研究發現兩件金融危機事件為負異常報酬，但興業銀行事件報酬差異未達顯著；陳志鈞、李文雄與陳君達（民 97）結果顯示運動行銷對企業價值具正向影響；林育志、藍麗惠與郭照榮（民 97）則發現購回庫藏股宣告時具正向異常報酬現象；張琬瑜與陳建宗（民 96）調查被告公司股東財富於訴訟宣告日產生顯著負向變動；張曉芬、譚醒朝與王慧菱（民 96）實證顯示生技醫療業確實因禽流感事件產生正異常報酬；陳玄岳、劉永欽、曹壽民與張東生（民 96）研究發現得獎宣告對短期股價未具顯著正向資訊內涵；洪榮華、劉永欽、

張力與林欣宜(民 96)實證發現研究投資對宣告公司具正累積異常報酬；張貴婷、陳青浩、林明俊與隋安莉(民 95)採用不同的檢定方法均無法顯示，選舉各時期的市場報酬率具有顯著差異；楊朝成、陳宏銓與劉任昌(民 95)透過市場模式發現折價可轉債異常報酬與系統風險具顯著性；吳桂燕(民 95)研究顯示新上市公司初期報酬具正面影響效果；吳明政、蔡幼群與林佳錡(民 95)的結果則指出可轉換公司債宣告贖回時，事件當日股價報酬呈現顯著負的報酬率。

表 4 異常報酬之實證文獻整理表

序號	作者 研究方法	研究主題 實證結論
1	陳育季、崔可欣(民 98)  實證方法分別採用集群平均差異的假設檢定及事件研究法，檢測重大訊息宣告時對股票報酬的影響，並檢測宣告後對台灣加權股價指數報酬的傳遞情形，以及持續期間。	重大新聞訊息對台灣股票市場影響之研究  1. 實證結果顯示，多頭市場中當有好消息宣告時，股票報酬會有顯著為正且變大的情形；多頭市場中當有壞消息宣告時，股票報酬會有顯著為正，但其報酬卻有變小的情形。 2. 另外，空頭市場中當有好消息宣告時，股票報酬會有顯著為負，但其報酬卻有變小的情形；空頭市場中當有壞消息宣告時，股票報酬會有顯著為負且變大的情形。
2	李國榮、呂素蓮、張舜迪(民 98)  採用事件研究法探討公司宣告減資，對股價異常報酬之影響，研究過程中分別檢驗多頭、空頭及上市、上櫃等分類下，對結果之影響。	台灣證券市場減資效應分析  1. 現金減資之減資比例越高，減資宣告所產生的價值越大；減資彌補虧損之宣告的減資比例越高時，減資宣告所產生負面的價值越明顯。 2. 現金減資、減資彌補虧損所產生的價值與股票真實報酬率及市場報酬率的相關係數呈負相關。當此相關係數越小時，表示市價與真實值偏離會越遠，減資所產生的宣告效果越大。 3. 股價波動性越高，現金減資與減資彌補虧損宣告所產生的價值越大，然而統計上沒有達到顯著水準。

表 4 異常報酬之實證文獻整理表

序號	作者 研究方法	研究主題 實證結論
3	劉永欽 (民 98)  透過事件研究法和橫斷面迴歸分析 2008 年兩件金融危機事件期間，對銀行股票之異常報酬。	銀行財富管理業務之作業風險－ 從連動債券信用危機觀察  1. 2008 年金融危機－法國興業銀行內部舞弊與雷曼兄弟聲請破產－以股票異常報酬，觀察銀行的財管業務蒙受聲譽損失時，研究發現肯定會導致資本市值下跌。 2. 研究發現雷曼兄弟危機事件中以及事件後，主管機關維護投資人權益的處理方法下，財管業務發展程度較高的銀行，股票有明顯較大的負(累積)異常報酬。 3. 興業銀行事件銀行股票也承受一定程度的負異常報酬，只是財管發展程度不同銀行間，股票異常報酬的差異並不顯著。
4	陳志鈞、李文雄、陳君達 (民 97)  研究利用事件研究法，針對日本職棒冠軍賽勝負，探討奪冠與否，對母企業價值所產生的影響進行研究。	運動行銷對企業價值的影響－ 以日本職業棒球冠軍賽為例  1. 結果顯示，企業所擁有之球隊只要取得參加冠軍賽資格，即對母企業產生正向的股價平均異常報酬。 2. 另外，贏得冠軍之球隊母企業所產生的正向累積平均異常報酬，較敗隊明顯。 3. 若以產業作區分，奪冠球隊之母企業為量販業，其平均異常報酬將更為顯著，且大於非量販業球隊之平均異常報酬。
5	林育志、藍麗惠、郭照榮 (民 97)  依據事件研究法計算購回庫藏股事件中債券與股票的異常報酬；並將文獻中，常見兩種公司債異常報酬估計方法(平均調整模式、市場指數調整模式)，同時介紹，並比較優劣後取捨。	庫藏股宣告對股票持有者與債券持有者之 財富互動變化  1. 研究發現，購回庫藏股宣告時股票會有正向異常報酬現象，同樣在無債券報酬資料樣本中得到證實。 2. 實證發現，在有債券報酬資料樣本中，著名理論衍生的各種異常報酬預期方向不僅完全未見，且出現前所未有的股票顯著負值與債券顯著正值，屬臺灣市場特有的庫藏股特殊現象。

表4 異常報酬之實證文獻整理表

序號	作者	研究主題
	研究方法	實證結論
6	張琬瑜、陳建宗 (民96)	公司訴訟案最初宣告對股東財富影響
	透過事件研究法探討訴訟事件之宣告，對股東財富的影響，分別從原告及被告的角度切入；並更進一步探討不同的訴訟對造及不同的訴訟案由，是否會因為性質不同對股東財富的影響亦有所差異。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 被告公司股東財富，於訴訟宣告日產生顯著負向的變動；原告公司股東財富於訴訟宣告日則不會有顯著變動。</li> <li>2. 被告公司股東財富變動依訴訟對造不同而具有顯著差異性；原告公司股東財富變動依訴訟對造不同亦有顯著差異性。</li> <li>3. 被告公司其股東財富變動依訴訟案由不同而有顯著差異性；原告公司股東財富變動依訴訟案由不同亦有顯著差異性。</li> </ol>
7	張曉芬、譚醒朝、王慧菱 (民96)	禽流感事件對台灣生技醫療產業股價影響之研究
	研究以事件研究法之市場模式來探討禽流感事件對台灣證券上市櫃生技醫療產業股票異常報酬影響，並運用複迴歸分析，相關財務因子對異常報酬影響程度。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 實證結果顯示，台灣生技醫療產業確實因禽流感事件，產生正的異常報酬。</li> <li>2. 財務因子方面研究採用五項財務因子，對於禽流感事件股價正向異常報酬的影響因素為存貨週轉率、毛利率，而流動比率、淨值比率及公司規模則為負相關。</li> </ol>
8	陳玄岳、劉永欽、曹壽民、張東生 (民96)	全國型品質獎宣告對股價與企業風險的影響
	透過事件研究法進行得獎宣告期間，估計股票之短期異常報酬，並檢測是否異於零之檢定。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 實證研究發現，得獎宣告日及其前後各一日之股票異常報酬與零無顯著差異，表示得獎宣告對短期股價，未具有顯著正向的資訊內涵。</li> <li>2. 結果發現得獎企業股價反應可能有長期外溢效果，連帶也使同產業的企業股價受益，而有長期異常報酬。</li> <li>3. 檢定得獎宣告對企業財務風險之衝擊，結果得知企業風險並未因得獎，而有所改變，亦即無顯著降低之現象。</li> </ol>
9	洪榮華、劉永欽、張力、林欣宜 (民96)	研發投資宣告與股票價值關係之實證研究—對手公司與產業集中度的觀點

表4 異常報酬之實證文獻整理表

序號	作者 研究方法	研究主題 實證結論
	研究透過事件研究法探討台灣股票市場上市公司研發投資宣告，對其股票報酬率之影響，並利用市場模式與三因子模式，研發投資宣告對股票之異常報酬。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 在單變量與多元迴歸分析之結果顯示，不論在市場模式與三因子模式中，研發宣告使得市場相信宣告公司未來的獲利能力與現金流量有較大的提升，而產生正向的累積異常報酬，而宣告公司增強之競爭力與建立之高技術門檻，使對手公司股價產生負向累積異常報酬，兩者呈反比關係。</li> <li>2. 本研究分析結果大多支持，宣告公司的股票異常報酬與其產業集中度皆呈正向關係，而與對手公司之股票異常報酬與其產業集中度呈負關係，故產業集中度影響研發投資宣告及股價反應。</li> </ol>
10	張貴婷、陳青浩、林明俊、隋安莉 (民95)  研究主要採用事件研究法的無母數檢定法、有明確事件日的普通橫剖面法，進行實證研究，並另外以變異數分析法分析選舉前後之市場報酬率	<p>總統及北高市長選舉事件對股市報酬率之影響</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 在事件研究法過程中，無法透過有母數檢定或無母數檢定證明五次選舉的選前及選後的市場報酬率是有差異。</li> <li>2. 以變異數分析分析事件期、後事件期、估計期及後估計期中市場報酬率，結果顯示無論是總統大選、北高市長選舉、或同時考慮總統及北高市長的選舉時，四個期間內市場報酬率沒有顯著差異。</li> <li>3. 研究採用不同檢定方法結果均無法顯示各時期的市場報酬率有顯著差異；原因可能是樣本無法偵測實際的異常效應。</li> </ol>
11	楊朝成、陳宏銓、劉任昌 (民95)  研究將折價可轉換公司債(CB)投資報酬率與定存利率、股市大盤報酬率比較，並使用市場模式分析折價CB異常報酬與系統風險。	<p>臺灣可轉換公司債市場異常報酬之研究</p> <p>研究結果發現使用市場模式描述折價可轉債的報酬時，發現異常報酬(alpha值)顯著大於零，而系統風險(beta值)則顯著小於0.5。</p>

表4 異常報酬之實證文獻整理表

序號	作者	研究主題
	研究方法	實證結論
12	吳桂燕 (民95)	新上市時機與異常報酬之關聯性
	研究從時機因素探討台灣新上市的異常報酬，並採用市場調整後報酬率衡量新上市後的異常報酬。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 研究顯示市場股價指數呈現上升趨勢或領先指標為上揚時，對於新上市公司的初期報酬具有正面的影響效果。</li> <li>2. 以產業別而言，電子產業在熱發行市場上市有較高的初期報酬。</li> <li>3. 在短期報酬方面，以三個月股價指數平均變動率衡量的時機變數，在上漲情況下的短期報酬為正，下跌情況則為負，且二者的差異且顯著性。</li> <li>4. 長期報酬與初期報酬並無顯著相關性，長期報酬與上市時機相關性顯著為負。</li> </ol>
13	吳明政、蔡幼群、林佳錡 (民95)	可轉換公司債宣告贖回對股票報酬影響與成因之探討
	採用事件研究法探討可轉換公司債在宣告贖回前後對標的股票報酬率影響；以橫剖面法觀察事件發生期間各日異常報酬，以及異積異常報酬之情況。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 結果指出，當可轉換公司債宣告贖回時，事件日當天的股價報酬率呈現顯著負的報酬率。</li> <li>2. 實證結果發現，可轉換公司債宣告贖回之後，股價開始下跌，其後卻又於短期內反轉向上。</li> <li>3. 研究顯示，可轉換公司債在宣告贖回期間，標的股票交易量並未呈現顯著增加的趨勢，但與宣告贖回後所轉換之股數呈現顯著正向的關係。</li> <li>4. 可轉換公司債於宣告贖回期間，標的股票融券量呈現明顯增加趨勢，並與宣告贖回後所轉換之股數，呈現顯著正向的關係。</li> </ol>

資料來源：本研究整理

### 三、研究方法

本實證研究主要目的為探討兩岸經濟合作架構協議(ECFA)事件宣告之資訊內涵與股市價格的變化，即股價效果之研究，旨在瞭解 ECFA 宣告與台灣上市公司股價報酬之間的關聯性，研究方法採用事件研究法與市場模式，因為事件研究法多被研究宣告事件所採納，檢視該事件資訊對股市價格之短期影響，並以 T 檢定驗證異常報酬率是否具統計顯著性。首先要先建構本研究之假說，並簡述事件研究法及其研究流程及定義研究之樣本標準與來源。

#### 3.1 研究假說

依據本研究動機與第二章的政經時事瞭解與相關文獻探討之後，定義全球自由貿易協定、ECFA 事件與相關事件(如中港 CEPA 及 CECA 議題)，即建立本研究之假說，說明如下。

台灣早於民國 96 年間的總統競選期間，由當時的總統競選人之一的馬先生即提出的兩岸自由經濟貿易協定相關議題，延續至今，已成為兩岸不論是於經濟或政治領域都蔚為火熱，讓人爭辯討論不休的重大事件，於民國 98 年馬總統正式上任台灣元首將近滿一年期間，將 ECFA 議題重新提案宣布洽簽並由政府大力推動，更是讓產官學界一時間為兩岸經濟協定議論鬧得沸沸揚揚。其實早在 CECA、ECFA 自由協定前，即因東協組織的協商與整合，成功的讓亞洲許多國家積極的建置彼此間的經貿網絡，而屏除不同的政治立場或其對立局面，順利促成區域經濟，達成最大的經濟效益，根據民國 96 至 98 年期間天下雜誌眾多作者評論，如「全球下南洋前進新亞洲」一文所提及新區域經濟趨勢拱出的南洋熱(蕭富元，民 96)；或是「你所不知道的新亞洲」內文指出新區域經濟的全球化熱潮，必須以整合替代抗爭(李雪莉，民 96)，及「亞洲經濟整合的夢想」(經濟學人，民 98)等文可得知，亞洲的區域經濟整合議題是值得關切的，促成東方經濟體擁有足以抗衡西方久遠的強大勢力，開闢許多商機，打破國界間的隔閡與藩籬。套用東協經濟體的效益於本研究主要探討之 ECFA 事件宣告，得知可有效促成區域整合的自由貿易協定同具有影響股價的能力，ECFA 事件宣告當能造成上市公司股價的短期波動，據以推論 ECFA 事件之宣告不論對台灣政經範疇及企業與人民都擁有不可忽視的影響性，因而建構出本研究的研究假說一。

假說一：ECFA 事件對股市投資人具有資訊內涵。

其次根據網路資料顯示各方學者預言簽定 ECFA 的後續可能效應，如增強兩岸經濟互動，促成台灣產業進入中國市場發展經濟等優勢(林祖嘉，民 98；林讓均，民 98；劉金標，民 98；邱莉燕，民 99；劉曉霞，民 99)。另外，因鬆綁陸資的利多消息及大量外資加碼台股，將有益台灣股市未來發展性，並連帶推動台灣消費，快速增溫及復甦經濟，甚至預言可能重現台灣二十多年前股市衝破萬點的榮景(黃達業，民 98；陳慧琳，民 98)。而台灣人民對 ECFA 事件看法，可依據遠見雜誌對 ECFA 事件進行之民調顯示，「54.4%民眾認為 ECFA 對台灣未來幾年的整體經濟發展具重要性，同時有 49%民眾不相信政府可以降低負面衝擊」；「55.3%認為簽定 ECFA 不等於被大陸統一，28.1%則持相反看法」；「44.6%民眾認為台灣經濟要更好，兩岸經濟交流應更密切合作，27.8%認為應該減少與大陸經濟交流才有利台灣經濟」；「在簽訂 ECFA 上，46.2%民眾支持簽定 ECFA，35.9%表示不支持」(彭連漪，民 99；林奇伯，民 99)，綜合上述評論，可藉以支持本研究之假說一，並進一步提出研究之假說二。

假說二：ECFA 事件宣告對台灣上市公司股票價格呈現正向效果。

最後本研究主要以民國 98 年 10 月 21 日行政院勞委會委託學者研究，兩岸簽署 ECFA 對台灣就業市場影響評估報告正式公布日為研究事件日，於 ECFA 評估報告公布及後續期間，多有學者發表文章討論 ECFA 近期或未來可能的動向，如探討「ECFA 簽與不簽利弊」的重點整理一文曾指出，整體而言受惠較大產業有機械業、化學塑膠橡膠業、紡織業、鋼鐵業以及石油煤製品業，而受負面影響較深產業則為電機電子產品業、運輸工具業、木材製品業(溫典寰，民 98)；「東協+1 台灣產業居劣勢」一文所提及的台灣出口產業，受東協出口品的競爭威脅，並指出受到較嚴重影響產業有紡織纖維、石化和機械業(朱雲鵬，民 98)；「石化、紡織、機械、汽車 ECFA 元年四大贏家產業」評論針對 ECFA 早期收穫名單的四大產業逐一分析其產業特性與兩岸關係，及台灣企業主對簽訂 ECFA 的看法，並說明簽訂後的影響與優勢(辜樹仁、黃靖萱，民 99)；另外，還有台灣銀行業如何憑藉 ECFA 入主上海金融中心、ECFA 創造台灣東亞機會等相關議題(林建甫，民 98；陳一姍，民 98；孫曉萍，民 99)。諸多學者不同面向深入探討 ECFA 協議對台灣出口經濟、整體與不同產業，或勞工就業市場所造成的後續效應，而建立本研究之假說三、假說四及假說五。

假說三：ECFA 事件宣告對各產業之影響效果不同。

假說四：ECFA 事件宣告對石化產業、紡織業、鋼鐵業、汽車業以及金融產業之正向影響效果會較大。

假說五：ECFA 事件宣告對於電機電子產業、運輸工具業、農業以及傳統產業之負向影響效果會較大。

## 3.2 事件研究法

因為本研究主要探討 ECFA 事件之影響評估報告正式公布宣告，是否會造成股市之波動，研究該宣告發生時，台灣的股市價格有沒有產生顯著的「異常報酬」(Abnormal returns)，即進一步地確認股市的證券價格與該事件之間的關聯性實證分析，所以可使用事件研究法，可謂現今普遍常用的一種統計方法，近期於研究會計與財務的實務領域中大量被應用，最早可追溯至 1970 年代的 Ball and Brown(1968)，由兩位學者共同創造出至今廣為商學研究所應用之事件研究法，另外著名的財務學家 Fama et al.(1969) 等學者亦對事件研究法多有著墨，另外，近代針對事件研究法提出論述之學者沈中華、李建然(民 89) 出版書籍是國內首度詳細說明事件研究法的專論，深入地討論其研究流程、步驟與相關應用；事件研究法至今已發展出許多更實務完整，並可廣泛應用於多研究領域，提供後續學者與研究者參考的研究文獻，主旨為探討股票市場上某一事件發生時是否會產生股價的異常波動，據以瞭解股市效果與該事件之關聯性，若本次研究所調查之 ECFA 事件宣告呈顯著，則上市公司股價的變動情況將會有別於平時表現，進而產生異常報酬率，因此，本研究使用事件研究法檢定異常報酬狀態，瞭解 ECFA 事件重大宣告與公司股價間影響。

- 根據沈中華、李建然(民 89) 整理自 Bowman(1983)及 Henderson(1990) 之事件研究法相關探討，得知使用事件研究法的研究文獻大致分四大類：
1. 市場效率性研究(Market effect studies)，主要評估股票市場是否快速、不偏地反應某項新資訊。
  2. 資訊內涵研究(Information content studies)，探討資訊有用性研究，目的旨在評估股價對於某一項資訊揭露的反應程度。
  3. 解釋異常報酬率研究(Metric explanation studies)，主要目的在於進一步瞭解影響異常報酬率之因素(例如，盈餘反應係數(Earnings Response Coefficient, ERC)方面的研究)。
  4. 方法論研究(Methodology studies)，主要目的為探討事件研究法的改進，這類研究多以模擬方法(Simulation)的方式進行。

根據沈中華、李建然(民 89) 歸結進行事件研究法所依循的四個步驟：

- 一、確定事件及事件日

研究首要必須先依據自己的研究目的設定所要研究的事件或資訊，即確定事件；接著須確認市場接收到該事件訊息的時間點，即確定事件日。

- 二、定義及估計異常報酬率

建立股票報酬率之預期模式，以及估計事件發生時個別證券所產生的異常報酬率。研究須先設定在沒有該事件影響下，個別證券的預期報酬率，

再以事件發生後的實際報酬率減去預期報酬率，即為異常報酬率之估計。

### 三、異常報酬率之檢定

事件對股價的影響可能呈中性、上漲或下跌，研究者可視研究目的將樣本中觀察值區分為二個或以上之子樣本，再進一步計算平均異常報酬率及累積平均異常報酬率。

### 四、分析結果

最後一個步驟，主要根據研究之研究目的及理論所建立之假設，進行統計顯著性的檢定及解釋。

以上四大步驟為典型的事件研究須進行之程序，但是利用事件研究法的實證研究，可能會因為研究目的、事件性質等因素，在每一步驟上遭遇不同的問題；但是在實際應用上，研究者需視個別探討議題或研究情況，進而調整每一步驟的架構，事件研究法的四大步驟，請參考圖 2。



圖 2 事件研究法四大步驟

## 3.3 研究步驟

### 3.3.1 確定事件及事件日

本研究主要為探討兩岸經濟合作架構協議(ECFA)事件，目前已知 ECFA 相關之資訊對於台灣政經擁有不容小覷的影響力，ECFA 事件源自台灣 2008 總統大選的競選期間，但是正式引發政經話題與全民輿論效應，可由相關產業與財經報導得知，主要為民國 98 年間，即現任馬總統上任近一年，開始大規模的推動兩岸洽簽經濟協定與宣導，該年間不論產官學界都多方討論，並提出對於該事件之立場與觀點，由政府所主導，並不定期發布評估報告，尤以同年的 10 月 21 日由行政院勞委會委託學者研究，兩岸簽署 ECFA 對台灣就業市場影響的評估報告正式發布期間，於 98 年底許多產業報導與新聞事件大肆討論，一時間 ECFA 事件的相關訊息滿天飛舞，但其對台灣股市之效應為正為負尚不可得知，研究後續亦會對照本研究目的，將台灣上市公司全體樣本，依研究所需及文獻報導顯示之關鍵或主要產業，細分成數個產業子樣本，就個別觀察值瞭解其異常報酬率之狀況。

因此已可初步確認本研究所要探討之事件主題及日期，並期許研究的實證結果能夠進一步提供實務作參考，於未知的將來若確定簽署 ECFA 協議時，擁有一股市量化指標的評估，作為協議內容之後續洽談依據，一方面驗證 ECFA 事件是否如同研究假說，能對股價造成一定的影響，並具有正向效應；一方面避免於兩岸洽簽協議時，犧牲掉台灣弱勢產業，事前提供各產業相關且量身訂做的配套措施，針對能夠與 ECFA 協定相搭配之產業優先進入早期收穫名單中，並避免錯誤的經濟政策與方針而影響到國內企業與廣大勞工的權益，致使國家門面與經濟體受損。

另外本研究依據沈中華、李建然（民 89）對於事件研究法之說明，可知目前一般現有文獻中，採用事件研究法所進行研究之事件日種類共兩類：

一、同類事件(Type of event)的研究

研究同事件對不同樣本的報酬影響，各觀察值事件日期可能不相同。

二、單一事件(Single event)的研究

研究同一事件對不同樣本的報酬影響，但是事件日期相同或相近。

因此本研究所調查之事件為 ECFA 影響評估報告正式公布宣告，所有上市公司的事件日為同一天，所以屬「單一事件」研究；還有根據 Henderson(1990)指出，有證據顯示同一類別事件的研究會較單一事件研究的統計來得穩定、健全(Robust)，研究牽涉到的計量問題也比較少。另外依據沈中華、李建然（民 89）之評述認為，單一事件研究由於證券事件日皆為同一日，所以個別證券的股價，除受到同一時間所有研究事件的影響外，亦同時受到相同的外部因素影響，而使股價相互干擾，可能造成個別公司間股價的異常報酬率產生明顯的相依性，因此需要進一步探討進階的事件研究法之事件集中(Event Clustering)問題，Dyckman et al.(1984)提及事件集中有許多種型態，常見的型態如下所示：

一、事件日集中(Event calendar clustering)

指樣本中各觀察值的事件日為同一日期(Calendar date)或相近。

二、產業集中(Industry clustering)

指樣本中的觀察值多集中於同一產業。

三、風險集中(Risk clustering)

指事件多發生在具有相同風險程度的公司。

本研究屬於事件日集中之研究，Brown and Warner (1980)的模擬研究發現，事件集中將會增加異常報酬率的變異數，因而導致使用事件研究法發現異常報酬率的能力降低，並於該研究中提出建議，事件集中的狀況下，使用市場調整法（例如市場模式、市場指數模式）會較未調整市場法（如平均調整法）估計異常報酬率好。因此本研究在後續估計異常報酬率時的股票報酬率之預期模式建立將會優先採用市場調整法作為本研究之預期模式，會對本研究之實證結果產生較佳的結論。

根據上述文獻探討本研究之相關研究議題，得以進一步瞭解本研究於後續進行研究之輪廓，最後總結並清楚定義出本研究的調查事件為 ECFA 影響評估報告正式公布宣告，事件日期於民國 98 年 10 月 21 日星期三，研究調查樣本為台灣境內全體上市公司，上市公司代號及產業樣本資料，主要依據公開資訊觀測站上市公司代號查詢之產業類別定義，取得樣本數共 755 間上市公司，本研究之分析軟體為台灣經濟新報資料庫之事件研究系統。

### 3.3.2 設定時間參數

事件研究法為取得研究樣本之異常報酬率，必須先建立股票報酬率之預期模式，以估計事件發生時，個別證券產生之異常報酬率，為清楚建立每一個證券報酬率的預期模式，首先需定義各個證券的期間，共涵括兩個區段，估計期與事件期，整理自沈中華、李建然（民 89）專書簡介如下：

一、估計期(Estimation period)( $t_1$  至  $t_2$ )

「估計期」即  $t_1$  至  $t_2$  間，共計  $T$  期( $T = t_2 - t_1 + 1$ )。

用以建立預期模式的期間，以合理預期股價不會受研究事件等影響；估計期長短無客觀標準，太短可能損及預測模式的預測能力，太長則期間可能有結構性變化，造成模式不穩定。

日報酬估計期間通常設定為 100 天至 300 天。

二、事件期(Event period)( $t_3$  至  $t_4$ )

「事件期」即  $t_3$  至  $t_4$  間，共計  $W$  期( $W = t_4 - t_3 + 1$ )。

建立預期模式後，即可預測可能受到所要研究事件或資訊影響的期間；事件期長度與研究目的相關聯，若研究著重於某一事件的發生對股價是否有影響，則多以日報酬資料進行，所以本研究主要為探討 ECFA 單一事件於民國 98 年 10 月 21 日當日之股價波動，因此以日報酬率建立估計模式；另外事件期越長越能掌握事件對股價影響，但相對易受到其他因素干擾。

日報酬資料的事件期多介於 2 天至 121 天。

最後根據文獻，本研究以事件期前 100 天為估計期；而事件期則設定為事件日前後各 10 日，含事件日( $t=0$ )共 21 天，請參考

圖 3。最後依清楚定義之各證券估計與事件期間後，以事件期的每一期實際報酬減去估計期的預期報酬率，即可得出事件期中每一期個別證券受某事件影響所產生之「異常報酬率(Abnormal returns, AR)」

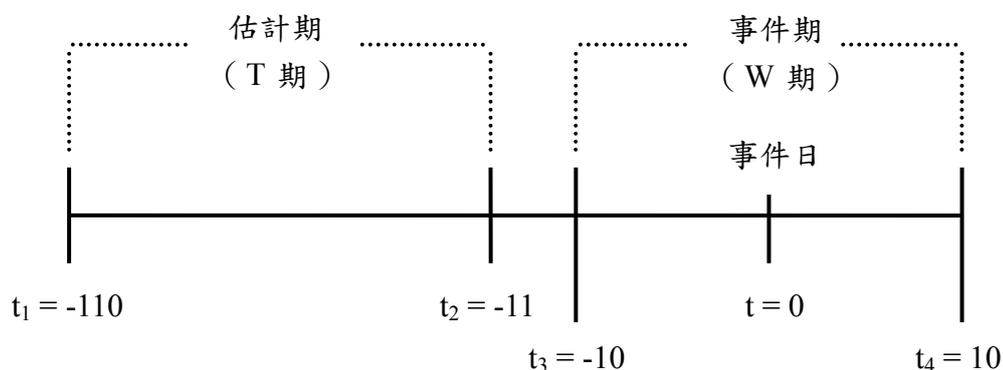


圖 3 事件研究法之時間線

### 3.3.3 估計預期報酬率

異常報酬(Abnormal returns, AR)是以事件期之實際報酬減去預期報酬，所以欲求得異常報酬，必須先計算出預期報酬。根據沈中華、李建然（民 89）整理目前文獻指出，股票報酬率預期模式的種類繁多，但是大致上可分為三大類：

- 一、平均調整法(Mean-Adjusted Returns Model)
- 二、市場指數調整法(Market-Adjusted Returns Model)
- 三、風險調整法(Risk-Adjusted Returns Model)

風險調整法模式主要是利用迴歸模式，將個人證券的系統風險(Systematic risk)，即為  $\beta$  係數，作為個別證券報酬率的預測因子。而風險調整法模式亦有改良模式，如市場模式(Market Model)、資本資產定價模式(Capital Asset Pricing Model, CAPM)、零  $\beta$  模式(Zero Beta Model, 或 Fama-MacBeth Model) 自我變異數模式(Own Variance Model) 及多指標市場模式(Multiple Index Model)等。其中以市場模式最為簡單，並被廣泛應用，甚至有國外學者 Brenner(1979)指出，於風險調整法模式中，雖然市場模式最為簡易，但是卻與其他較複雜的模式所呈現的效果一樣佳。另外沈中華、李建然（民 89）又指出與平均調整模式相較而言，在事件日集中的研究中，市場模式較具有檢定力，而與市場指數調整模式相較之下，市場模式似乎較好。因此，綜合上述對於市場模式之評估，最後本研究決定採用市場模式。市場模式以估計期資料，透過普通最小平方法(Ordinary Least Square, OLS) 建立每一證券之迴歸模型：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, t = t_1, \dots, t_2,$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad (1)$$

式中

$R_{it}$ ：代表 i 證券在「估計期」t 期之實際報酬率。

$\alpha_i$ ：代表 i 證券之截距項。

$\beta_i$ ：代表迴歸係數，即 i 證券之系統風險。

$R_{mt}$ ：代表「估計期」第 t 期之市場投資組合報酬率。

$\varepsilon_{it}$ ：代表為誤差項，即 i 證券在第 t 期之殘差項，且  $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ 。

經估計期建立個別證券的迴歸模型後，便可得出估計期的  $\hat{\alpha}_i$  與  $\hat{\beta}_i$ ，假設個別證券未受到研究事件的影響，事件期第 t 期的預期報酬率為：

$$E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (2)$$

式中

$E(\hat{R}_{it})$ ：代表 i 證券在「事件期」第 t 期之預期報酬率。

$\alpha_i$ ：代表預期 i 證券之截距項。

$\beta_i$ ：代表迴歸係數，即預期 i 證券之系統風險。

$R_{mt}$ ：代表在第 t 期之市場投資組合報酬率。

### 3.3.4 估計異常報酬率

根據 3.3.4 節所預估之預期報酬率，接著即可計算「異常報酬率」，即為實際報酬率減去預期報酬率，可求得個別證券受到研究事件影響所產生的異常報酬：

$$AR_{it} = R_{it} - E(\hat{R}_{it}) \quad (3)$$

式中

$AR_{it}$ ：代表 i 證券在「事件期」第 t 期之異常報酬率。

$R_{it}$ ：代表 i 證券在「事件期」第 t 期之實際報酬率。

$E(\hat{R}_{it})$ ：代表 i 證券在「事件期」第 t 期之預期報酬率。

依據事件研究法專家沈中華、李建然（民 89）之專書提及，「異常報酬」等於研究事件所引起的報酬，連帶干擾事件所引起的報酬，為避免干擾事件對於股票報酬率的影響，可將所有樣本異常報酬「平均」，即求取平均異常報酬率(Average Abnormal Returns, AR)、累計平均異常報酬率(Cumulative Average Abnormal Returns, CAR)，即能探討事件期間異常報酬是否持續發生。

此外，由學者 Patell(1976)首開風氣以標準化殘差法(Standardized Residual Method)將個別證券異常報酬率標準化(Standardized)，應先將個別證券異常報酬加以標準化，主要使個別證券異常報酬率分配，都轉換成單一標準常態分配(Unit normal distribution)，以進一步提高統計檢定力，並符合分配齊一(Identical distribution)的條件，此項檢定法亦適用於市場模式。計算公式如下：

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (4)$$

$N$ ：代表樣本數。

$$CAR_{t_1, t_2} = \sum_{i=1}^{t_2} AR_{it} \quad (5)$$

$t_1$ ：代表計算平均異常報酬率之起算日。

$t_2$ ：代表計算平均異常報酬率之終止日。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\sqrt{\text{Var}(AR_{it})}} \quad (6)$$

$$SAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{it} \quad (7)$$

$$SCAR_{t_1, t_2} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{t_2} SAR_{it} \quad (8)$$

$t_1$ ：代表計算累積平均異常報酬率之起算日。

$t_2$ ：代表計算累積平均異常報酬率之終止日。

### 3.3.5 假設檢定

事件研究法主要是針對某一事件發生後，探討是否產生股價的異常變動，以瞭解該事件或訊息是否會對公司股價造成影響，調查個別證券無法提供研究結論，必須要檢定平均或累積異常報酬率是否顯著異於零。

統計檢定方法含有母數檢定及無母數檢定，有母數檢定分標準化殘差法與標準化橫剖面法，無母數檢定為符號檢定法、二項檢定法。沈中華、李建然（民 89）指出，目前美國文獻多以「有母數檢定」為主，而且會有不錯的檢定力，避免不必要的複雜性。因此，本研究採用常用的有母數檢定之「標準化殘差法」，並以 t 檢定分析標準化平均異常報酬率(SAR)與標準化累計異常報酬率(SCAR)是否顯著異於零。

標準化平均異常報酬率(SAR)使用標準化殘差法進行 t 檢定：

$$t = \frac{SAR_t}{Var(SAR_t)} = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{it}}{\sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{T_i - 2}{T_i - 4}}} \quad (9)$$

標準化累計平均異常報酬率(SCAR)使用標準化殘差法進行 t 檢定：

$$t = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^{t2} \left( \frac{SAR_{it}}{\sqrt{t2 - t1 + 1}} \right)}{\left[ \sum_{i=1}^N \frac{T_i - 2}{T_i - 4} \right]^{1/2}} \quad (10)$$



#### 四、實證結果與分析

本章節透過第三章所介紹之事件研究法進行實證分析，第一階段透過公開資訊觀測站蒐集台灣境內所有上市公司樣本資料，即國內全部產業之上市公司代碼，目前台灣上市公司總數共 755 家，並依該網站定義之產業分類，整理出本研究之研究樣本，表 5 為整理自公開資訊觀測站之本研究樣本，顯示樣本分布於各產業之情況；其中，電子零組件業、半導體業、光電業、電腦及週邊設備業及紡織纖維業，所佔百分比為 10%、8%、7%、7%、6%，剩餘產業所佔比率則等於或少於 5%。

表 5 各產業樣本資料分布

產業別	樣本數	所佔百分比
水泥工業	7	1%
食品工業	20	3%
塑膠工業	21	3%
紡織纖維	46	6%
電機機械	36	5%
電器電纜	12	2%
化學工業	23	3%
生技醫療業	15	2%
玻璃陶瓷	5	0.5%
造紙工業	7	1%
鋼鐵工業	28	4%
橡膠工業	9	1%
汽車工業	5	0.5%
半導體業	59	8%
電腦及週邊設備業	54	7%
光電業	56	7%
通信網路業	35	5%
電子零組件業	75	10%
電子通路業	24	3%
資訊服務業	11	1%
其他電子業	35	5%
電子業	1	0%
油電燃氣業	8	1%

產業別	樣本數	所佔百分比
建材營建	38	5%
航運業	18	2%
觀光事業	7	1%
金融保險業	37	5%
貿易百貨	10	1%
綜合企業	0	0%
其他	35	5%
存託憑證	18	2%
總計	755	100%

#### 4.1 上市公司產業分群說明

根據本研究之假說，將公開資訊觀測站所定義之研究樣本依據本研究假說設定之關鍵產業，進行產業重新分類與合併，分別為石化產業、紡織產業、鋼鐵汽車工業、金融產業、電子業及傳統產業，共六大類。表 6 即依據本研究之假說進行歸納、分類後之各產業樣本資料分布表。

因為本研究主要探討台灣境內上市公司，雖然 ECFA 事件多針對農業進行探討，但是目前國內之農業上市公司數量不足，並根據時事得知農業板塊未上市公司不僅整體成長不足，而且農業未上市公司背農和非農擴張較嚴重，因此研究無法將農業列入實證研究探討（台灣論壇網，民 99）。另外，根據研究假說取得文獻多顯示，整體而言 ECFA 若署簽後受惠較大的產業有紡織纖維、石化、鋼鐵、汽車、金融等產業（溫典震，民 98）；因此，本研究將公開資訊觀察站之紡織業獨立成一分群產業，個別探討，樣本數共 46 間上市企業，產業數量符合研究需求。塑膠工業、化學工業、生技醫療業、橡膠工業及油電燃氣業則列石化產業，並依公開資訊觀測站定義可將化學工業、生技醫療業合併為化學生技醫療業，生技醫療業是於民國 97 年 7 月 2 號起由證交所將所有上市公司重新分類，化工股細分為「化學工業」和「生技醫療業」兩類（謝柏宏，民 96），其中，生技醫療產業之企業製造內容包括特用化學品，如製造介面活性劑、碳黑、樹脂、膠及黏合劑等產品，而且生物科技包括化學工程、化工等技術，因此研究將生技醫療業納入石化產業是適當的。

其次鋼鐵工業樣本數共 28 間上市企業，而汽車工業之樣本數為 5 間，因汽車工業之樣本數過少，而且因鋼鐵工業及汽車工業皆為受惠影響較大產業，並同屬重要工業，而汽車、引擎及相關零組件生產時必須要有鋼鐵，週邊相關的零件亦主要以鋼鐵為主，所以汽車工業與鋼鐵工業息息相關，

因此將上述兩產業合併為「鋼鐵汽車工業」。金融產業納入金融保險業及存託憑證；電子業之產業合併則是依據公開資訊觀測站之產業群組。

最後，是將剩餘產業納入傳統產業，因為根據行政院「提升傳統產業競爭力方案」，傳統產業為新興重要策略性產業以外的其他產業。換言之，除經濟部選定之「對經濟發展具重大效益、風險性高且亟需扶植新興重要策略性產業」(3C工業、精密電子元件工業、精密機械設備工業、航太工業、生醫及特化工業、綠色技術工業、高級材料工業及技術服務業等八大行業)外，均屬傳統產業(蔡宏明，民94)，而中華民國全國工業總會之「產業全方位躍升的挑戰與策略」一文亦提及，將製造業分成「金屬機械」、「資訊電子」、「化學工業」和「民生工業」等四類，「資訊電子」為坊間認定高科技產業，其他為傳統產業之「金屬機械」、「化學工業」和「民生工業」；而依據行政院主計處行業分類，製造業分為「傳統產業」、「基礎產業」和「技術密集產業」，其中，「傳統產業」包括食品業、菸草業、紡織業、成衣及服飾業、皮革毛皮及其製品業、木竹製品業、家具及裝設品業、紙漿紙及紙製品業、印刷及有關事業、非金屬礦物製品業和雜項工業。因此可將研究假說所提及之受ECFA負面影響產業電機電子產品業、運輸工具業、木材製品業相關產業(溫典寰，民98)併入傳統產業。本研究進行之產業重新分類，可用以比對今年(民99)6月13日ECFA第3次協商時敲定之台灣取得ECFA早收清單一覽表的產業資料，請參考附錄二(劉曉霞，民99)，與本研究之產業分類多有相符且一致性高。

表6 分類後各產業樣本資料分布

產業群	產業別	樣本數	所佔百分比
石化產業	塑膠工業	21	28%
	化學工業	23	30%
	生技醫療業	15	20%
	橡膠工業	9	12%
	油電燃氣業	8	10%
	小計	76	100%
紡織產業	紡織纖維	46	100%
	小計	46	100%
鋼鐵汽車工業	鋼鐵工業	28	85%
	汽車工業	5	15%
	小計	33	100%
金融產業	金融保險業	37	67%
	存託憑證	18	33%
	小計	55	100%

產業群	產業別	樣本數	所佔百分比
電子業	半導體業	59	17%
	電腦及週邊設備業	54	15%
	光電業	56	16%
	通信網路業	35	10%
	電子零組件業	75	21%
	電子通路業	24	7%
	資訊服務業	11	3%
	其他電子業	35	10%
	電子業	1	1%
	小計	350	100%
傳統產業	水泥工業	7	4%
	食品工業	20	10%
	電機機械	36	18%
	電器電纜	12	6%
	玻璃陶瓷	5	3%
	造紙工業	7	4%
	建材營建	38	19%
	航運業	18	9%
	觀光事業	7	4%
	貿易百貨	10	5%
	其他	35	18%
	小計	195	100%
	總計	755	100%

## 4.2 上市公司全體樣本 ECFA 宣告之資訊內涵

4.2、4.3 節之實證研究根據市場模式，計算事件觀察期間內所有台灣境內上市公司受 ECFA 事件宣告之股價波動，分為全體樣本及分群樣本之標準化平均異常報酬率(SAR)以及標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR)；本研究全體產業分類之依據，主要針對不同產業對股價影響具不同方向性，為避免 ECFA 事件宣告對股價影響於平均化期間被抵消或降低，進而影響研究結論，因此本階段將依據研究假說所制定之產業正負向效果進行分類。所以本研究除探討整體產業受 ECFA 事件宣告之股市價格影響，亦在確認每一分類子產業樣本受股價影響具相同方向性，進而推導結論。

圖 4、圖 5 及表 7 為台灣境內上市公司全體樣本之實證結果，首先探討標準化平均異常報酬(SAR)值，於事件日前 t=-3 至事件日當天，多呈現相當顯著的正向異常報酬，顯示事件宣告日前股市即反應投資人對 ECFA 事件看法的正面觀感，並得知 ECFA 事件為公開資訊，所以資訊效果已提前反應於市場，但是 ECFA 宣告的效果只維持一段短暫的期間，並於事件日後 t=3 開始呈現顯著的負向異常報酬，並於事件日後 t=6 負異常報酬達到最大；因此投資人若要藉由 ECFA 相關事件宣告於股市獲取利潤，必須要能提前掌握資訊，並於事件宣告前先行買賣股票以謀利。進一步觀察標準化累計平均異常報酬(SCAR)值，於樣本事件期間，除事件日前 t=-10 無顯著的異常報酬外，事件日 t=-9 至 t=10 皆呈現顯著的正向異常報酬，顯示 ECFA 事件宣告對於台灣境內上市公司全體產業的股市效果是持續存在的，而且是正向的資訊內涵，若投資人能觀察全體產業之股價波動，將能進而獲取超額報酬，尤其在事件宣告當日及事件日後二天，正向影響效果最大，雖然事件日後第二天後，正向報酬效果開始逐漸遞減，但由股價的正向波動幅度，可知 ECFA 是可以持續觀察的。

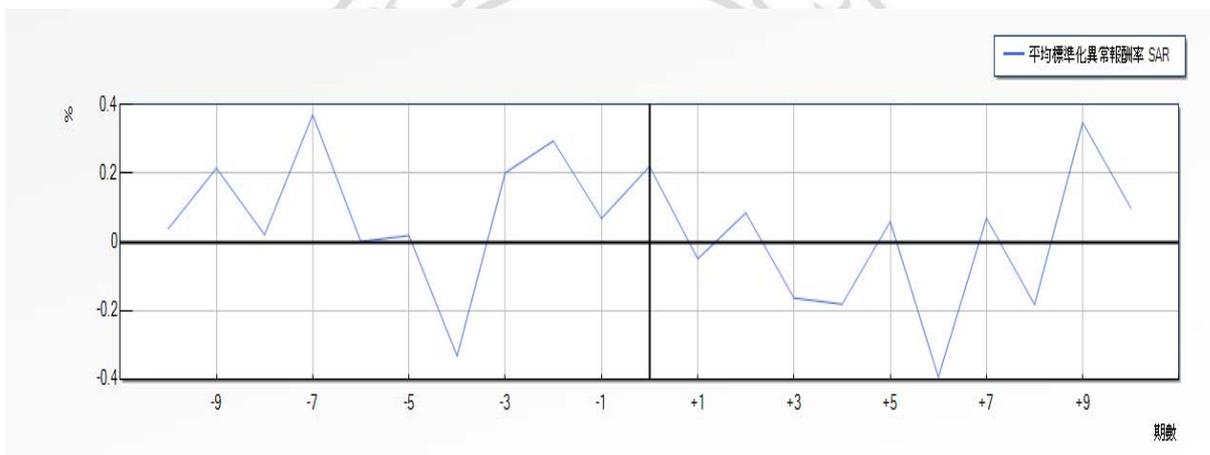


圖 4 全體樣本 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR)

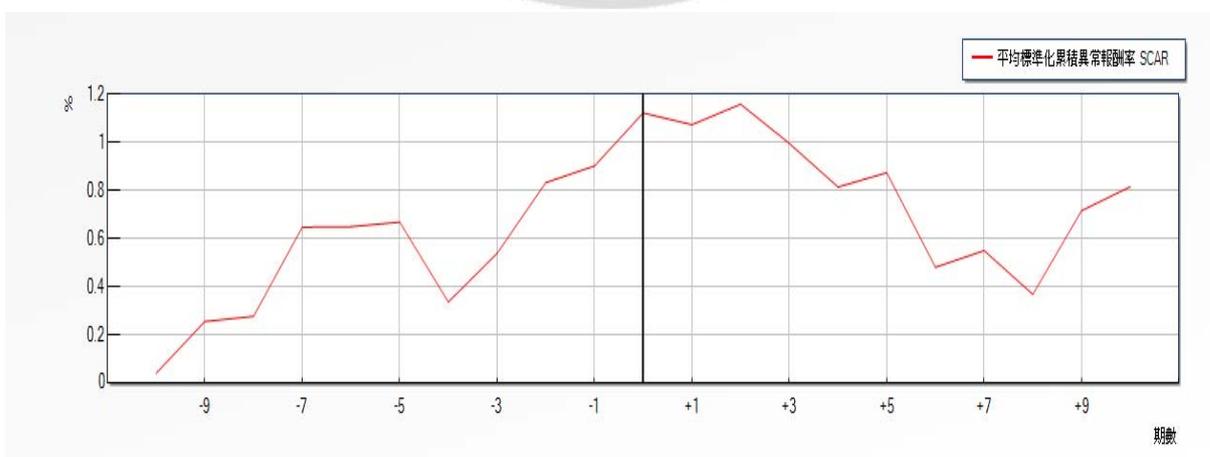


圖 5 全體樣本 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR)

表 7 全體樣本 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

事件期	全體樣本 (N = 755)					
	標準化平均 異常報酬 (SAR)	t 值	p 值	標準化平均 累計異常報酬 (SCAR)	t 值	p 值
-10	0.039	1.0452	0.2959	0.039	1.0452	0.2959
-9	0.2156	5.7807	0***	0.2546	4.8266	0***
-8	0.0212	0.5678	0.5701	0.2758	4.2688	0***
-7	0.3711	9.9494	0***	0.6468	8.6716	0***
-6	0.0017	0.0467	0.9627	0.6486	7.777	0***
-5	0.0191	0.5114	0.6091	0.6676	7.3081	0***
-4	-0.3321	-8.9033	0***	0.3356	3.4009	0.0007***
-3	0.2019	5.4129	0***	0.5375	5.095	0***
-2	0.2949	7.9067	0***	0.8323	7.4391	0***
-1	0.0691	1.8523	0.064	0.9014	7.6431	0***
0	0.2203	5.9071	0***	1.1217	9.0685	0***
1	-0.0489	-1.3101	0.1902	1.0729	8.3042	0***
2	0.0851	2.2831	0.0224*	1.158	8.6117	0***
3	-0.1633	-4.3774	0***	0.9948	7.1285	0***
4	-0.1812	-4.8587	0***	0.8136	5.6323	0***
5	0.0599	1.6058	0.1083	0.8735	5.8549	0***
6	-0.3937	-10.5574	0***	0.4797	3.1195	0.0018**
7	0.0698	1.8709	0.0614	0.5495	3.4726	0.0005***
8	-0.1824	-4.8917	0***	0.367	2.2577	0.024*
9	0.3484	9.3412	0***	0.7154	4.2893	0***
10	0.0993	2.6624	0.0078**	0.8147	4.7669	0***

註：\*表顯著水準  $p < 0.05$  \*\*表顯著水準  $p < 0.01$  \*\*\*表顯著水準  $p < 0.001$

### 4.3 上市公司分群樣本 ECFA 宣告之資訊內涵

#### 4.3.1 石化產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

透過圖6、圖7及表8之台灣境內上市公司石化產業樣本實證結果顯示，藉由觀察 SAR 值可得知，石化產業於事件宣告期間之異常報酬上下波動程度明顯，尤其在事件日  $t=-4$  至  $t=4$  期間之股價變動，反應出 ECFA 事件宣告對股東財富具有正向影響，此段宣告期間的正異常報酬雖未達顯著，但股價仍受宣告影響，而將顯著的負向報酬轉正，雖然反應時間短暫，但仍可提供投資人作為選股標的之參考依據；另外 SCAR 值整體為正面資訊內涵，並於事件日後  $t=3$  當天具顯著正向報酬( $t=0.0485$ )後，即刻呈現下滑幅度，趨勢顯示 ECFA 宣告效果帶來正向反應，但僅能為投資人獲取小額短暫的利潤，脫離受到宣告影響效果期間即有可能承受更鉅額的損失。

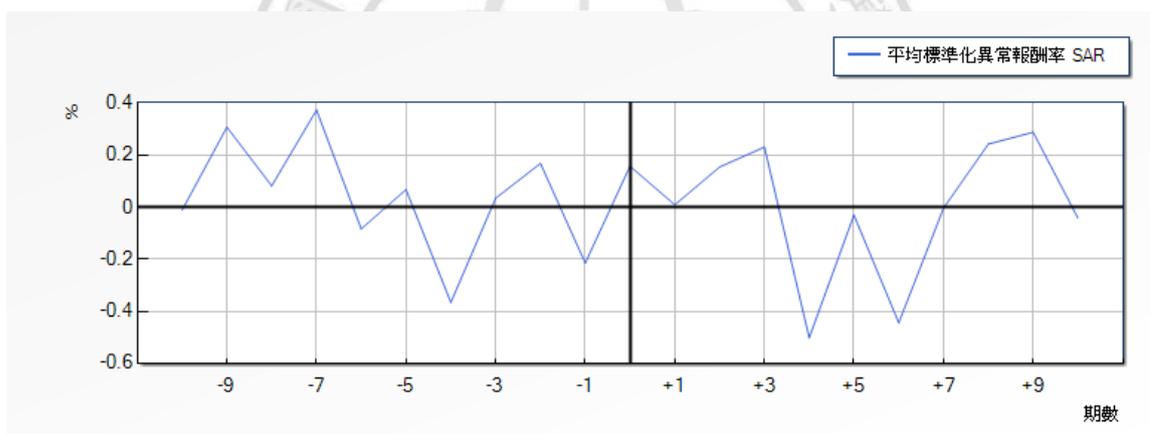


圖 6 石化產業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR)

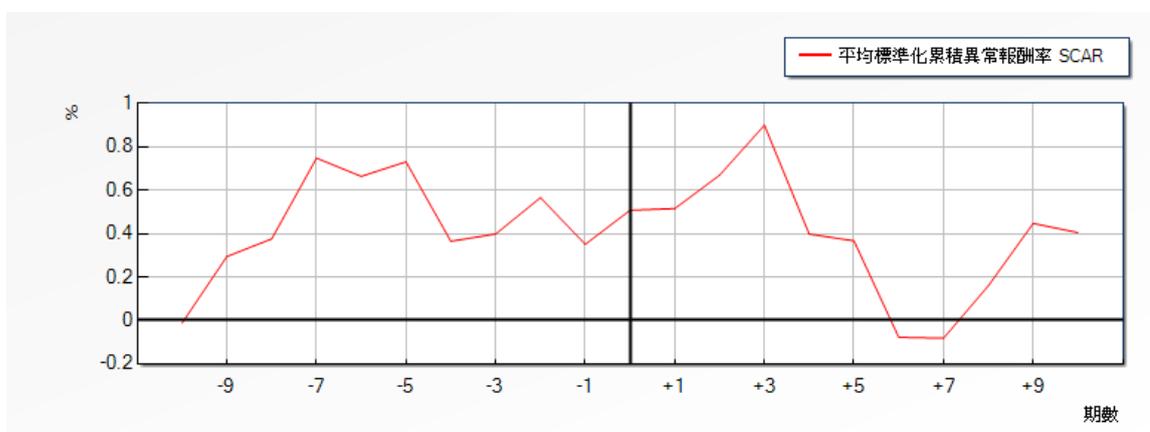


圖 7 石化產業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR)

表 8 石化產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

事件期	石化產業樣本 (N = 76)					
	標準化平均 異常報酬 (SAR)	t 值	p 值	標準化平均 累計異常報酬 (SCAR)	t 值	p 值
-10	-0.0121	-0.1039	0.9172	-0.0121	-0.1039	0.9172
-9	0.3065	2.6274	0.0086**	0.2944	1.7844	0.0744
-8	0.0814	0.698	0.4852	0.3758	1.8599	0.0629
-7	0.3724	3.1917	0.0014**	0.7482	3.2066	0.0013**
-6	-0.0842	-0.7216	0.4705	0.664	2.5454	0.0109*
-5	0.0669	0.573	0.5666	0.7309	2.5575	0.0105*
-4	-0.3662	-3.1386	0.0017**	0.3647	1.1815	0.2374
-3	0.0338	0.29	0.7718	0.3985	1.2078	0.2271
-2	0.1673	1.4342	0.1515	0.5659	1.6167	0.1059
-1	-0.2152	-1.8447	0.0651	0.3506	0.9504	0.3419
0	0.1567	1.3433	0.1792	0.5074	1.3112	0.1898
1	0.0084	0.0719	0.9427	0.5157	1.2761	0.2019
2	0.1537	1.3174	0.1877	0.6694	1.5915	0.1115
3	0.2302	1.9729	0.0485*	0.8996	2.0609	0.0393*
4	-0.502	-4.3024	0***	0.3977	0.8801	0.3788
5	-0.0308	-0.2643	0.7915	0.3668	0.7861	0.4318
6	-0.4446	-3.8109	0.0001***	-0.0778	-0.1617	0.8716
7	-0.0041	-0.0347	0.9723	-0.0818	-0.1653	0.8687
8	0.2417	2.072	0.0383*	0.1599	0.3144	0.7532
9	0.2871	2.4607	0.0139*	0.447	0.8567	0.3916
10	-0.0422	-0.3621	0.7173	0.4047	0.757	0.449

註：\*表顯著水準  $p < 0.05$  \*\*表顯著水準  $p < 0.01$  \*\*\*表顯著水準  $p < 0.001$

### 4.3.2 紡織產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

觀察圖8、圖9及表9之台灣境內上市公司紡織產業樣本實證結果顯示，實證之 SAR 值呈現，於事件日前 t=-4 之顯著負向報酬，因受宣告影響，轉負為正，並於宣告日前 t=-2 及宣告日當天 t=0 呈現顯著正向異常報酬，顯示投資大眾事前對於 ECFA 影響評估報告之公布即具有明顯正面評價，並於 ECFA 評估報告正式公告首日，將取自傳播媒介所公告之 ECFA 效益呈現成果之樂觀看法，反應於紡織產業之股價上，其正向異常報酬皆具有檢定之顯著性；但是在宣告日後，股市之異常報酬開始小幅度滑落，並呈現上下波動密集，但多偏向顯著負向報酬，可得知 ECFA 宣告確實能提升台灣境內紡織產業之股東財富，但期間效果短暫。紡織業之 SCAR 值整體達到顯著水準之正向報酬，且趨勢有愈接近宣告日，效益愈明顯之態勢。

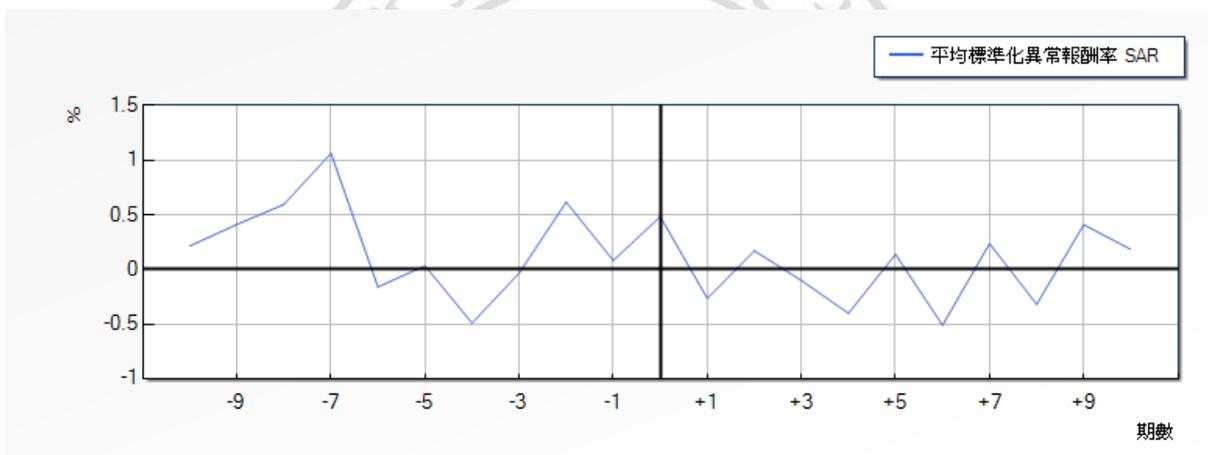


圖 8 紡織產業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR)

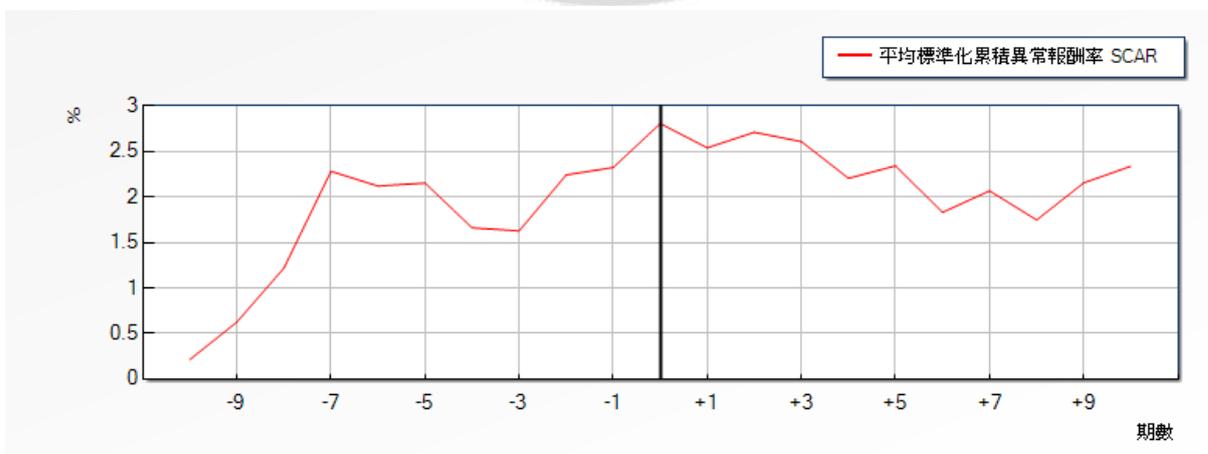


圖 9 紡織產業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR)

表 9 紡織產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

事件期	紡織產業樣本 (N=46)					
	標準化平均 異常報酬 (SAR)	t 值	p 值	標準化平均 累計異常報酬 (SCAR)	t 值	p 值
-10	0.2137	1.4346	0.1514	0.2137	1.4346	0.1514
-9	0.4115	2.7624	0.0057**	0.6252	2.9677	0.003**
-8	0.5941	3.9879	0.0001***	1.2193	4.7255	0***
-7	1.0623	7.1313	0***	2.2816	7.6581	0***
-6	-0.1606	-1.0781	0.281	2.121	6.3674	0***
-5	0.0325	0.2181	0.8274	2.1535	5.9017	0***
-4	-0.4921	-3.3034	0.001**	1.6614	4.2153	0***
-3	-0.0341	-0.2291	0.8188	1.6273	3.8621	0.0001***
-2	0.6158	4.1335	0***	2.2431	5.019	0***
-1	0.0813	0.5456	0.5853	2.3243	4.934	0***
0	0.4821	3.2362	0.0012**	2.8064	5.6801	0***
1	-0.2662	-1.7869	0.074	2.5402	4.9225	0***
2	0.1704	1.1441	0.2526	2.7107	5.0467	0***
3	-0.1027	-0.6896	0.4904	2.6079	4.6788	0***
4	-0.4027	-2.7031	0.0069**	2.2053	3.8222	0.0001***
5	0.1372	0.9213	0.3569	2.3425	3.9312	0.0001***
6	-0.5111	-3.4308	0.0006***	1.8314	2.9817	0.0029**
7	0.236	1.5845	0.1131	2.0675	3.2712	0.0011**
8	-0.3203	-2.1503	0.0315*	1.7471	2.6906	0.0071**
9	0.4081	2.7394	0.0062**	2.1552	3.235	0.0012**
10	0.1824	1.2244	0.2208	2.3376	3.4242	0.0006***

註：\*表顯著水準  $p < 0.05$  \*\*表顯著水準  $p < 0.01$  \*\*\*表顯著水準  $p < 0.001$

### 4.3.3 鋼鐵汽車工業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

圖 10、圖 11 及表 10 為台灣境內上市公司鋼鐵汽車工業樣本實證結果，根據 SAR 值之檢定曲線可得知，此一分群產業之報酬平穩，宣告期間正負效應不明顯，但依檢定圖走勢推知，投資人提前反應較為明顯，並有延長效果。因 ECFA 為公開資訊，並已提前至市場揭露，在事件日前  $t=-6$  為顯著之負異常報酬( $t=0.0007$ )，隨即呈現小幅度上升走勢，且趨於平緩一段期間，並於事件宣告日當天及後一天呈現正向報酬，顯示 ECFA 事件宣告，對鋼鐵汽車工業具短暫之股價正向影響，但影響效果有限，且未達顯著水準之要求；另外 SCAR 之檢定可知，該產業位於正向的報酬區域，並在事件宣告日之前的期間較能有持續並達顯著水準之正異常報酬，因此欲針對本產業套利，投資人應提前瞭解與預測的準備，但該產業體質較不穩健，即使 ECFA 資訊有助改善，仍未必有利可圖。

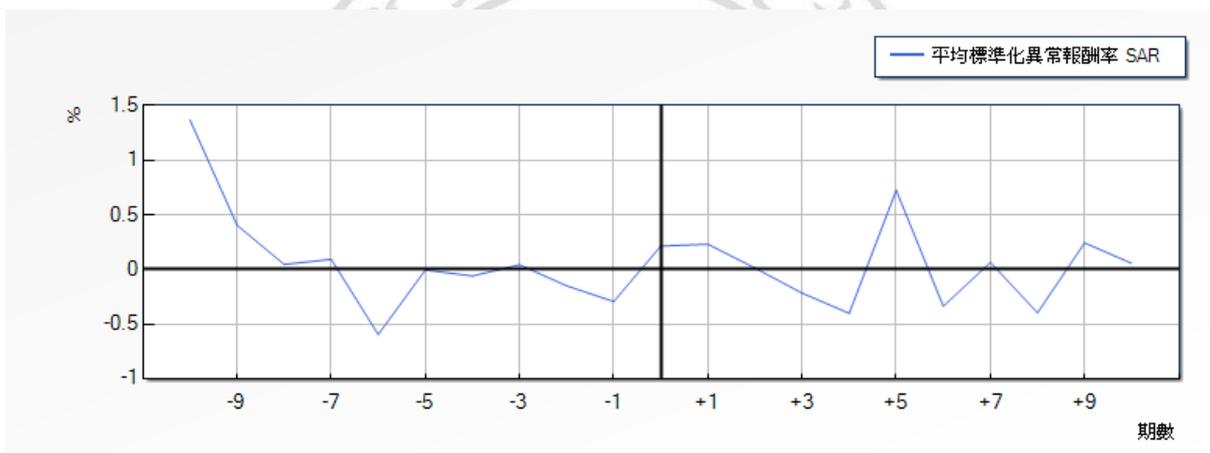


圖 10 鋼鐵汽車工業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR)

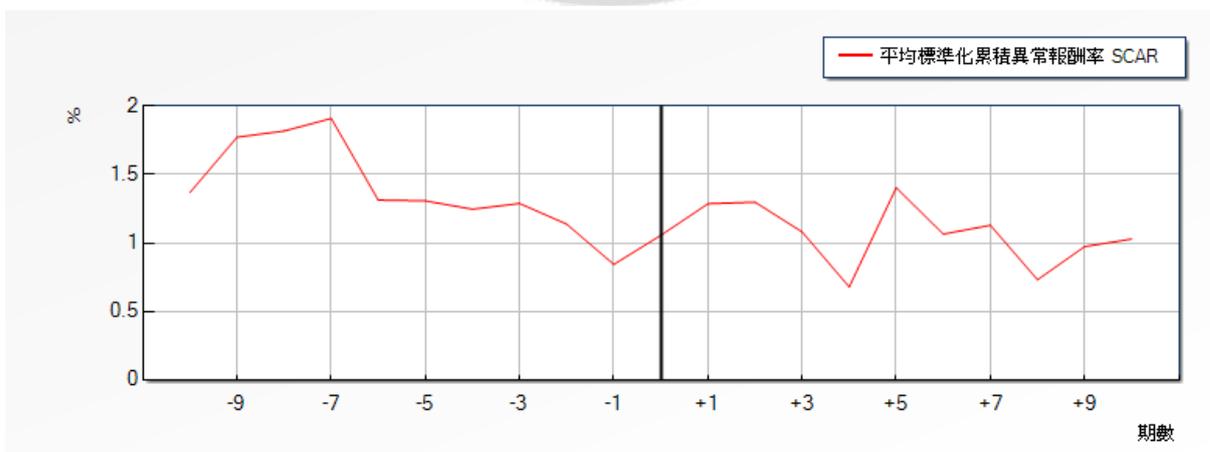


圖 11 鋼鐵汽車工業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR)

表 10 鋼鐵汽車工業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

事件期	鋼鐵汽車工業樣本 (N=33)					
	標準化平均 異常報酬 (SAR)	t 值	p 值	標準化平均 累計異常報酬 (SCAR)	t 值	p 值
-10	1.3689	7.7834	0***	1.3689	7.7834	0***
-9	0.4044	2.2992	0.0215*	1.7733	7.1295	0***
-8	0.0453	0.2577	0.7966	1.8187	5.97	0***
-7	0.0917	0.5214	0.6021	1.9104	5.4309	0***
-6	-0.5964	-3.3909	0.0007***	1.314	3.3411	0.0008***
-5	-0.0058	-0.0333	0.9735	1.3081	3.0364	0.0024**
-4	-0.0607	-0.3453	0.7299	1.2474	2.6806	0.0073**
-3	0.0416	0.2367	0.8129	1.289	2.5912	0.0096**
-2	-0.151	-0.8583	0.3907	1.1381	2.1569	0.031*
-1	-0.2948	-1.6763	0.0937	0.8433	1.5161	0.1295
0	0.2131	1.2114	0.2257	1.0563	1.8108	0.0702
1	0.2303	1.3093	0.1904	1.2866	2.1117	0.0347*
2	0.0121	0.0686	0.9453	1.2987	2.0479	0.0406*
3	-0.2171	-1.2343	0.2171	1.0816	1.6435	0.1003
4	-0.4021	-2.2863	0.0222*	0.6795	0.9975	0.3185
5	0.7241	4.1171	0***	1.4036	1.9951	0.046*
6	-0.3382	-1.9231	0.0545	1.0653	1.4691	0.1418
7	0.0643	0.3655	0.7147	1.1296	1.5138	0.1301
8	-0.3981	-2.2636	0.0236*	0.7315	0.9542	0.34
9	0.2422	1.3772	0.1685	0.9737	1.2379	0.2157
10	0.0554	0.3152	0.7526	1.0292	1.2769	0.2016

註：\*表顯著水準  $p < 0.05$  \*\*表顯著水準  $p < 0.01$  \*\*\*表顯著水準  $p < 0.001$

#### 4.3.4 金融產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

圖 12、圖 13 及表 11 之台灣境內上市公司金融樣本實證結果顯示，SAR 之檢定圖呈現明顯大幅度的劇烈波動，於事件宣告日前一段期間，幾乎是每隔一天即有顯著水準的轉向異常報酬，在事件日前  $t=-6$  及  $t=-5$  皆呈現顯著的負向報酬，並於事件日前  $t=-3$  突然大幅度上揚，為顯著的正報酬 ( $t=0.0001$ )，並即刻於隔日  $t=-1$  呈現顯著負報酬，隨後至事件宣告日後期趨勢雖有逐漸爬升的走向，但未達顯著水準，若以 SAR 值無法明確判定 ECFA 宣告對金融產業股價具正面效果。比對實證之 SCAR 值顯示，此一產業整體為正向報酬，但在事件宣告日前較具顯著水準，事件日前  $t=-3$  正向異常報酬接近最大，ECFA 公布日後效應不明顯，亦為市場提前揭示所呈現之效果，因此推論 ECFA 宣告對該產業股價具有顯著正面影響。

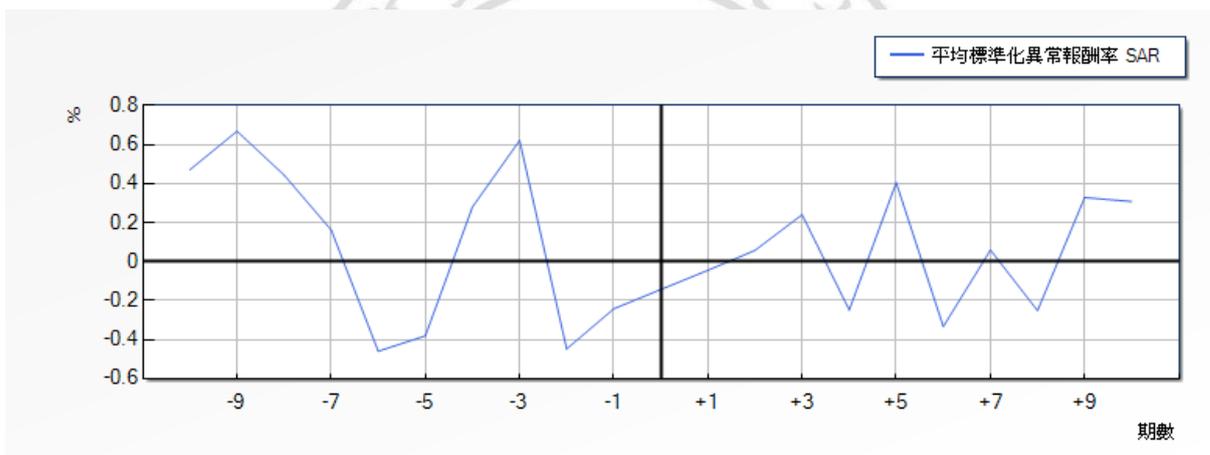


圖 12 金融產業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR)

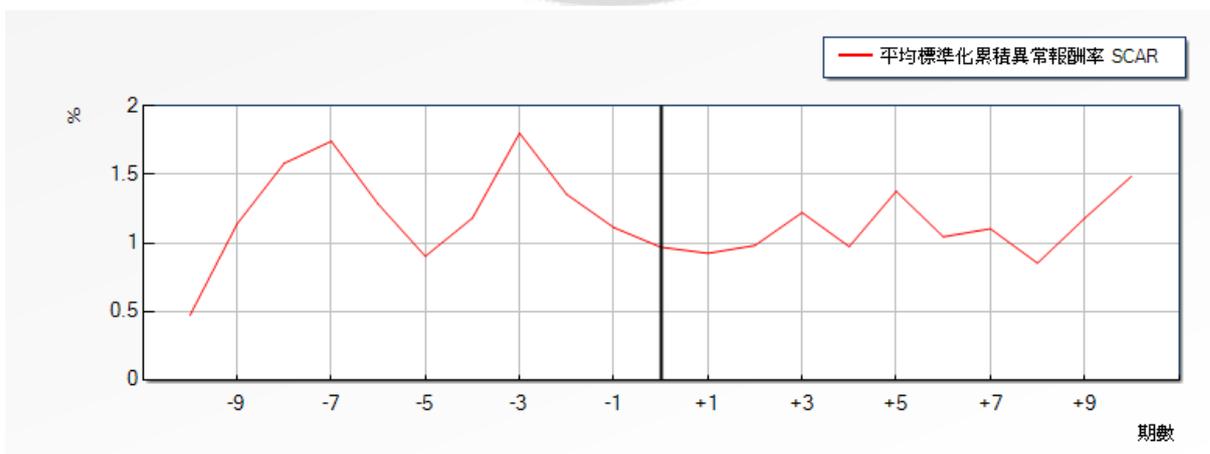


圖 13 金融產業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR)

表 11 金融產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

事件期	金融產業樣本 (N=55)					
	標準化平均 異常報酬 (SAR)	t 值	p 值	標準化平均 累計異常報酬 (SCAR)	t 值	p 值
-10	0.4709	3.0201	0.0025**	0.4709	3.0201	0.0025**
-9	0.6681	4.2853	0***	1.1389	5.1657	0***
-8	0.443	2.8416	0.0045**	1.582	5.8584	0***
-7	0.1616	1.0363	0.3001	1.7435	5.5917	0***
-6	-0.4598	-2.9492	0.0032**	1.2837	3.6824	0.0002****
-5	-0.3809	-2.4434	0.0146*	0.9028	2.3641	0.0181*
-4	0.2801	1.7969	0.0724	1.1829	2.8678	0.0041**
-3	0.6206	3.9803	0.0001****	1.8035	4.0899	0***
-2	-0.4481	-2.8743	0.004**	1.3554	2.8979	0.0038**
-1	-0.2423	-1.5544	0.1201	1.113	2.2576	0.024*
0	-0.1435	-0.9201	0.3575	0.9696	1.8751	0.0608
1	-0.0448	-0.2872	0.774	0.9248	1.7124	0.0868
2	0.0572	0.3671	0.7135	0.9821	1.747	0.0806
3	0.2402	1.5407	0.1234	1.2223	2.0953	0.0361*
4	-0.2483	-1.5923	0.1113	0.974	1.6131	0.1067
5	0.4043	2.5931	0.0095**	1.3783	2.2102	0.0271*
6	-0.3332	-2.1374	0.0326*	1.0451	1.6258	0.104
7	0.0592	0.3795	0.7043	1.1042	1.6694	0.095
8	-0.2515	-1.6131	0.1067	0.8527	1.2548	0.2095
9	0.3279	2.1033	0.0354*	1.1806	1.6933	0.0904
10	0.3077	1.9738	0.0484*	1.4884	2.0833	0.0372*

註：\*表顯著水準  $p < 0.05$  \*\*表顯著水準  $p < 0.01$  \*\*\*表顯著水準  $p < 0.001$

### 4.3.5 電子業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

根據圖 14、圖 15 及表 12，台灣境內上市公司電子業樣本實證結果顯示，該產業異常報酬極不穩定，但多有達到顯著異常報酬水準，以事件宣告日  $t=0$  為基準點，顯見宣告日前多呈正向報酬，宣告日當天雖為顯著正報酬，但隨即由正轉為顯著負報酬，之後趨勢多為負面效果；觀察 SCAR 之檢定曲線圖更可清楚瞭解 ECFA 宣告對電子業之影響力，宣告首日近期具顯著正報酬，一段期間後即大幅下滑，並於事件日後  $t=5$  異常報酬呈現負向。

透過 SAR 及 SCAR 之檢定值顯示，可推論 ECFA 影響評估報告公布，確實台灣電子業的股東財富具有顯著負向效果，明確的以事件宣告首日為中心點，ECFA 報告公布後立即由正轉負，足顯見投資人對於 ECFA 事件宣告抱持著不樂觀的態度，並具體的呈現在股市的價格波動中。

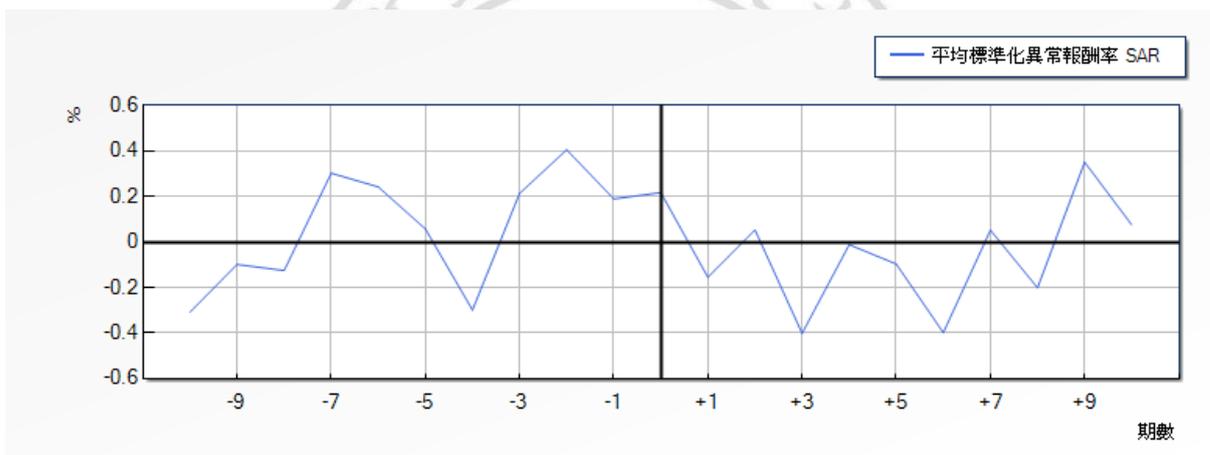


圖 14 電子業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR)

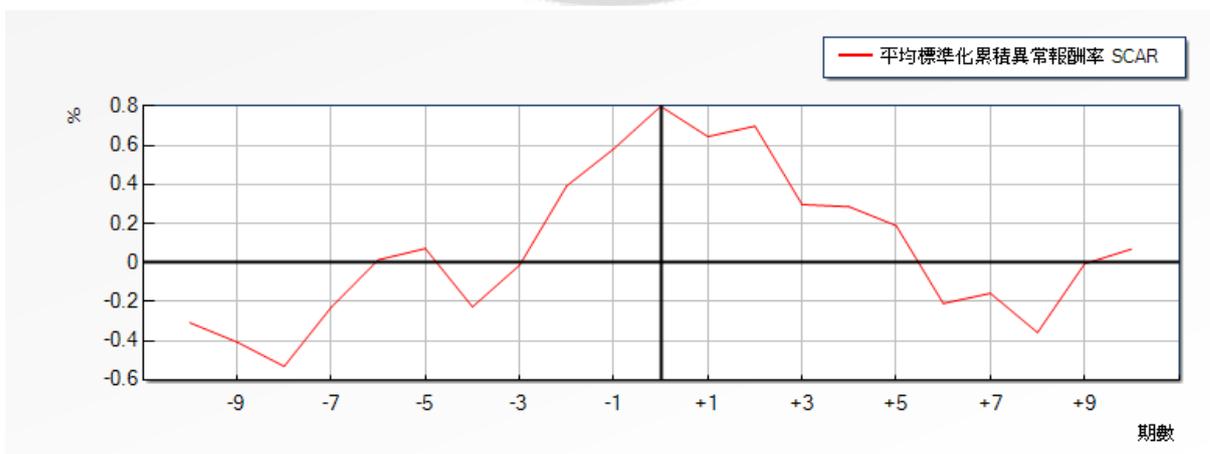


圖 15 電子業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR)

表 12 電子業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

事件期	電子業樣本 (N=350)					
	標準化平均 異常報酬 (SAR)	t 值	p 值	標準化平均 累計異常報酬 (SCAR)	t 值	p 值
-10	-0.308	-5.6608	0***	-0.308	-5.6608	0***
-9	-0.0985	-1.8111	0.0701	-0.4065	-5.2835	0***
-8	-0.1249	-2.295	0.0217*	-0.5314	-5.639	0***
-7	0.3028	5.5663	0***	-0.2285	-2.1003	0.0357*
-6	0.2424	4.4548	0***	0.0138	0.1137	0.9095
-5	0.058	1.0669	0.286	0.0719	0.5394	0.5896
-4	-0.2987	-5.4909	0***	-0.2268	-1.576	0.115
-3	0.2136	3.9261	0.0001***	-0.0133	-0.0861	0.9314
-2	0.4053	7.4499	0***	0.3921	2.4021	0.0163*
-1	0.1897	3.4867	0.0005***	0.5817	3.3814	0.0007***
0	0.2171	3.991	0.0001***	0.7989	4.4274	0***
1	-0.1546	-2.841	0.0045**	0.6443	3.4188	0.0006***
2	0.0537	0.9873	0.3235	0.698	3.5585	0.0004***
3	-0.4013	-7.3772	0***	0.2967	1.4574	0.145
4	-0.0113	-0.2068	0.8362	0.2854	1.3546	0.1755
5	-0.0966	-1.7763	0.0757	0.1888	0.8675	0.3856
6	-0.3981	-7.3175	0***	-0.2093	-0.9331	0.3508
7	0.0521	0.9577	0.3382	-0.1572	-0.6811	0.4958
8	-0.2008	-3.6901	0.0002***	-0.358	-1.5095	0.1312
9	0.3511	6.4544	0***	-0.0068	-0.028	0.9776
10	0.0759	1.3957	0.1628	0.0691	0.2772	0.7816

註：\*表顯著水準  $p < 0.05$  \*\*表顯著水準  $p < 0.01$  \*\*\*表顯著水準  $p < 0.001$

#### 4.3.6 傳統產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

觀察圖 16、圖 17 及表 13 之台灣境內上市公司傳統產業實證結果顯示，SAR 值於事件宣告日當天為顯著的正向異常報酬，但宣告日之後即開始不斷下跌，並於宣告日後 t=4 達到非常顯著的負向報酬，之後呈現不規則的波動，但多為顯著負報酬。另外透過 SCAR 之檢定圖走勢可得知，事件宣告日前的趨勢明顯上升，但自宣告日後幅度開始趨緩，並有微幅的下滑，可推知投資大眾對於 ECFA 報告公布結果下傳統產業，採觀望尚無法斷定產業未來展望好壞之定論，才抑制該產業之財東財富利益；一方面透過 SCAR 曲線圖漸趨緩的走勢，甚至於後期有小幅下滑的趨勢看來，可推知投資人對傳統產業於推動 ECFA 所受影響之評估所產生的不樂觀看法，雖負面效果並未很明顯的呈現於股價上，但與其它產業相較下卻顯得弱勢。

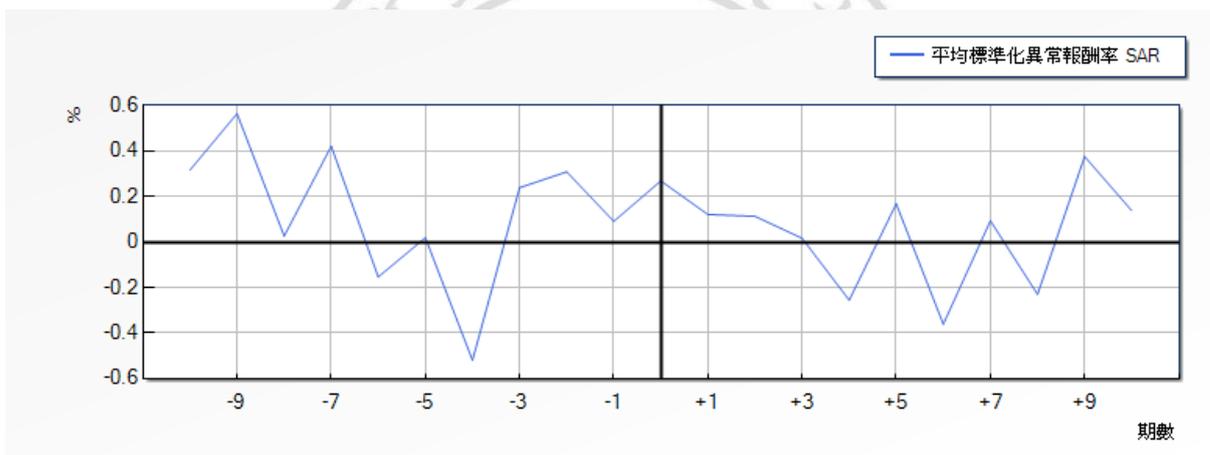


圖 16 傳統產業 ECFA 宣告之標準化平均異常報酬檢定(SAR)

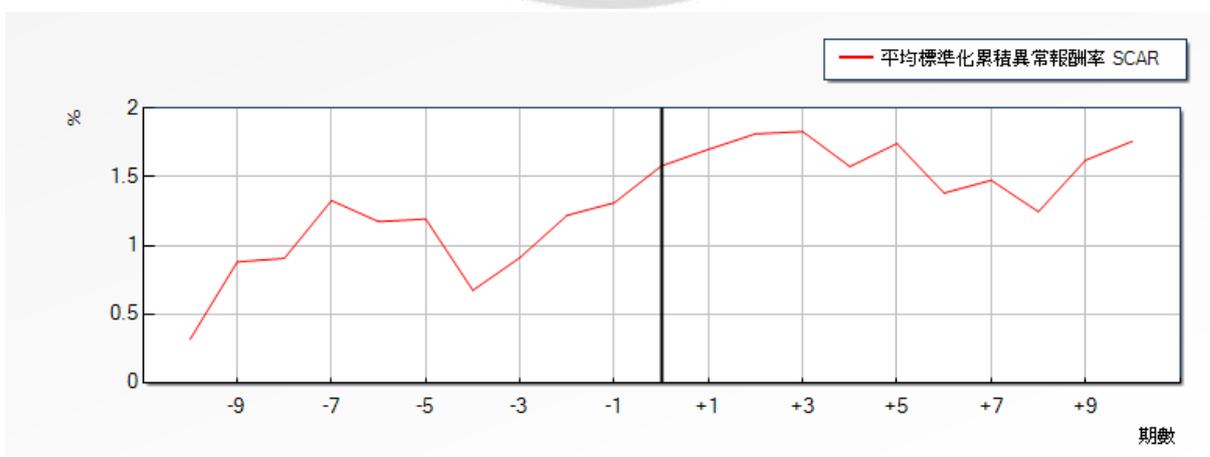


圖 17 傳統產業 ECFA 宣告之標準化累計平均異常報酬檢定(SCAR)

表 13 傳統產業 ECFA 宣告之 SAR 與 SCAR

事件期	傳統產業樣本 (N=195)					
	標準化平均 異常報酬 (SAR)	t 值	p 值	標準化平均 累計異常報酬 (SCAR)	t 值	p 值
-10	0.316	4.3451	0***	0.316	4.3451	0***
-9	0.5643	7.7593	0***	0.8803	8.5591	0***
-8	0.0263	0.3621	0.7173	0.9067	7.1975	0***
-7	0.4212	5.7907	0***	1.3278	9.1286	0***
-6	-0.1536	-2.1117	0.0347*	1.1743	7.2205	0***
-5	0.019	0.2606	0.7944	1.1932	6.6978	0***
-4	-0.5199	-7.1479	0***	0.6733	3.4993	0.0005***
-3	0.2388	3.2831	0.001**	0.9121	4.434	0***
-2	0.3085	4.242	0***	1.2206	5.5945	0***
-1	0.0911	1.252	0.2106	1.3117	5.7033	0***
0	0.2687	3.6948	0.0002***	1.5804	6.5519	0***
1	0.121	1.6639	0.0961	1.7014	6.7533	0***
2	0.1129	1.553	0.1204	1.8144	6.9191	0***
3	0.0164	0.2259	0.8213	1.8308	6.7278	0***
4	-0.2552	-3.5094	0.0004***	1.5756	5.5935	0***
5	0.168	2.3097	0.0209*	1.7436	5.9933	0***
6	-0.3609	-4.9621	0***	1.3827	4.6109	0***
7	0.0937	1.2881	0.1977	1.4763	4.7846	0***
8	-0.2298	-3.1592	0.0016**	1.2466	3.9322	0.0001***
9	0.3757	5.1652	0***	1.6222	4.9876	0***
10	0.1384	1.903	0.057	1.7606	5.2827	0***

註：\*表顯著水準  $p < 0.05$  \*\*表顯著水準  $p < 0.01$  \*\*\*表顯著水準  $p < 0.001$

## 五、結論與建議

本研究主要研究 ECFA 事件宣告，對台灣境內上市公司之股市效果，事件日為民國 98 年 10 月 21 日星期三之 ECFA 影響評估報告正式公布，實證研究除針對台灣整體產業於 ECFA 重要宣告之股價波動，亦依據不同產業性質，區分子樣本，將研究事件對股價影響具相同方向性之產業樣本，歸類不同產業別子樣本，進一步探討 ECFA 宣告對其股價行為之影響等。本研究之研究結論與建議彙整如下。

### 5.1 研究結論

#### 5.1.1 ECFA 影響評估宣告對台灣全體上市公司具有顯著正向的資訊內涵

根據本研究之全體樣本實證結果，台灣境內之上市公司於 ECFA 影響評估報告正式公布時，呈現顯著的正向異常報酬水準，但是必須瞭解 ECFA 事件為政府所推動之國家重大經濟方針，所以相關的資訊都是公開透明的，因此在檢定股價異常報酬時，常發現資訊已提前於市場反應的情況。接著本研究之實證數據指出，宣告日前股市即反應出投資大眾對 ECFA 事件所抱持的樂觀看法，事件宣告日前  $t=-3$  與  $t=-2$  都呈現極顯著的正向報酬，宣告日當天 ( $t=0$ ) 亦達到相同顯著水準，但是反應期間相當短暫；觀察累計平均異常報酬，顯示整體報酬呈現顯著正向的趨勢，指出事件期間的異常報酬確實存在且持續發生，可推斷 ECFA 之影響評估報告公布確實對台灣全體產業具正向資訊內涵，但影響效果有限，若投資人要藉由 ECFA 事件宣告於股市獲取利潤，必須事先瞭解 ECFA 的相關訊息及動向，提前掌握資訊，在關鍵短期的利多期間選擇理想投資標的投入市場，自行買賣股票當可謀利，最後進一步總結本研究之假說一、假說二成立。

研究顯示，ECFA 影響評估報告公布確有影響台灣上市公司市場價值，不論是平均異常報酬率或是累積平均異常報酬率項下，皆具正向影響效果，但若僅依據本次研究所設定之調查事件－ECFA 影響評估報告之正式公布，而斷言實際投資大眾對 ECFA 事件的認知態度，及對該事件後續發展看法，並認定 ECFA 確對台灣整體產業是有益的，尚言之過早。ECFA 對於台灣整體產業影響，短期內仍未呈現具體利弊，所以才有早期收穫清單的爭議，到底台灣與中國間洽簽經濟合作方案是好或壞，又產業間如何爭取對企業真正有利的進路，值得後續探討；因此 ECFA 宣告效應還是需要進一步的瞭解事件宣告時於不同產業之個別影響較為理想適當。

### 5.1.2 ECFA 影響評估宣告對不同產業上市公司傳遞不同的資訊內涵

本研究之分群樣本共有六項，石化產業、紡織產業、鋼鐵汽車工業、金融產業、電子業及傳統產業，依據研究假說設定，ECFA 影響評估報告正式公布，將會造成台灣境內不同產業上市公司，或正或負的效果，前一階段已指出 ECFA 宣告，對於台灣股市確實具有顯著正向的資訊內涵，而本研究再區分出六大樣本群，進一步瞭解不同產業所接收到之資訊意涵，以下是依據研究實證分析結果，彙整之研究定論。

首先，觀察研究假說之正向影響效果產業，研究結果發現，石化產業、紡織產業、鋼鐵汽車工業及金融產業，在 ECFA 宣告影響下，確實呈現出正向的效果，但僅有紡織產業於宣告首日有顯著的正向異常報酬，而分析異常報酬趨勢，普遍都呈現資訊提前揭示的效應；透過累積平均異常報酬檢定顯示出，四群產業的異常報酬多有持續效果，尤其是紡織產業之報酬，幾乎整體曲線皆達到極顯著水準要求，研究結果證實四大產業分群的確會受到 ECFA 所傳遞之資訊影響，而呈現正向的異常報酬。

其次，研究發現電子業及傳統產業受 ECFA 宣告之影響持續效果顯著，電子業受事件影響的效果最為明顯，宣告日後即轉正為負，呈現顯著負向異常報酬，另外依據累積平均異常報酬走勢，與宣告前之上升趨勢相異，亦隨即偏向呈現大幅度的下跌，確認此一分群產業受 ECFA 事件影響甚深；接著實證結果顯示，傳統產業亦受到 ECFA 影響評估報告之負向效果，在事件前有持續顯著正向報酬，但受宣告影響隨即下滑，遲至宣告後第四日出現顯著的負向異常報酬，可知投資人對於上述兩群產業確實不抱持樂觀的態度，尤其對電子業更為消極，相較下顯得對傳統產業稍具有信心。

最後假說三、假說四、假說五皆成立，研究指出台灣上市公司產業別接收到的 ECFA 事件資訊內涵不同，雖然影響效果反應在股市的時間十分短暫，但是影響效果相當顯著，ECFA 事件之資訊內涵對於上市公司短期股價影響波動幅度大，台灣投資大眾的確會將對 ECFA 事件的看法，反應在不同產業上市公司股價上，但是一旦跨過事件的影響效果期間，隨即又回復到正常狀態下運作，隨市場景氣自由浮動。本研究的實證結果可推斷，台灣股市存在短期套利的投機客，藉由偶發重大訊息或商業活動，進一步買賣股票，獲取暴利；雖然投資股市建議持股應長期穩健，方為保守務實的投資手段，但仍難避免投資客以短買短賣的操作模式，以求短期內賺取超額利潤，但稍有不慎，難逃得不償失的困境，因此，我們當作為借鏡，警惕投資時不應存有僥倖投機的心態，而是將投資資金正確運用於協助台灣企業作為健全財務體質、持續發展，並與世界接軌，良性競爭的後盾，讓台灣企業能與投資大眾互利互生，共創美好遠景。

### 5.1.3 投資決策意涵

根據本研究論文之實證結果顯示，無論是全體樣本或產業分群樣本，於 ECFA 之影響評估報告正式宣告日當天，多數具有顯著正向的報酬率，另外後續股價正負變動多符合研究假說，具高度一致性，唯因股價正負向波動之影響效果相當短暫及有限，因此投資大眾在股市進行短線交易時，應持續地做好事前觀察與資料蒐集，並謹慎判讀取得之相關資訊，才不會錯估買賣點，受到短暫股價正向效果的誤導而造成損失。

### 5.1.4 實務意涵

就本研究之實務觀點，一般而言，投資大眾除習慣依據本身投資喜好及股市歷年股價走勢作為投資依據，亦可透過觀察財經新聞或報章雜誌，判讀台股走勢，但是目前的大環境，拜新興科技及網際網路的快速成長，資訊快速流通，週遭充斥許多的訊息，雜亂且真偽難辨，實讓投資人無從判別起，投資時不免產生困惑。近幾年來，因台灣的政治局勢不定，加上兩岸政治的角力，尤以兩岸經濟合作架構協議(ECFA)協商所引起的朝野政爭，各持不同立場各方說各話，依據本研究之結果，希望可以提供實務判讀 ECFA 事件相關宣告時的股市報酬率變動情形。

根據本研究之實證結果顯示，ECFA 宣告確實是有助於提升台灣整體上市企業之市場價值，由勞委會所發佈之官方研究 ECFA 勞動市場之影響評估報告正式公布，對全體上市公司股票報酬，不論在平均異常報酬率或累積平均異常報酬率指標都具有正面的影響，探究其意涵，投資大眾對於 ECFA 事件之揭露稍具認同的態度，但是觀察異常報酬之股價波動及事件期間走勢，得知 ECFA 事件對於股市的影響是正向的，但是反應期間過於短暫，可是效果十分顯著，因此依據本研究之實證股市波動情況可推斷 ECFA 事件宣告，較適合短期投資或激進型的投資人作為參考依據，因為影響效果雖然顯著，但反應有限且短暫，相較對於保守穩健的投資人而言，因持有長期基本面的投資概念，對於股市短期的波動較不受影響；但是若藉由 ECFA 宣告影響股價效果投入股市以進一步套利，根據本研究之實證判讀，對於投資人來說，仍然具有高度的不確定性及投資風險，事件相關宣告的異常報酬不僅波動劇烈，並時有顯著落差，相隔一天，可由顯著的異常報酬轉正為負，或反之亦然，對於欲於短期投資獲利的投資客而言，所承受的風險是相當大的，為避免投資失利，得不損失，仍需勸導投資人能積極並勤於蒐集時事資料，多方判讀與參考，審慎評估不同產業特性，詳讀自由貿易協定相關資訊，套用 ECFA 事件利多產業以獲取投資報酬。

## 5.2 研究建議

### 5.2.1 對投資人之建議

1. ECFA 事件屬於國家政治之重大經濟方針，相關資訊通常是公開透明的，所以並無內線交易流通之慮，但是投資人若能詳細的瞭解國家政治理念、策略動向或是產業及企業之體質，相信基於長期穩健的獲利模式，股市仍是有利可圖的，尤其在股市這般變動快速且不穩的環境中，容易受到大環境或政經消息而起伏不定，唯投資人願意朝長期基本面作投資標的之考量，才能有效降低投資風險。
2. 實證研究中顯示於 ECFA 宣告，投資人為獲利，可選取石化產業、紡織產業、鋼鐵汽車工業及金融產業等類股，作為選股的參考依據或主要的投資目標；此四大產業群多呈現顯著的異常報酬，但因反應期間短期，股價波動劇烈，投資者應慎重評估後再投入股市較為保險，尤其對短期買賣的投資人而言，更是具有高度的損益風險。

### 5.2.2 對後續研究者之建議

1. 本研究僅針對 ECFA 事件近年來相關重要訊息發布之一一兩岸經濟合作架構協議(ECFA)影響評估報告正式公布，進行探討其股價效果之研究，計算平均及累積平均異常報酬，並加以分析與解釋；未來有意於 ECFA 議題深入探討或擴大研究期間與範疇，應可更全面性，亦或針對更關鍵具體地宣告事件分析 ECFA 事件對於台灣上市企業、不同產業或投資人之相關股價效果。
2. 由於兩岸經濟合作架構協議(ECFA)事件尚在協商階段，未來仍有許多的不確定性，甚至 ECFA 的推動進程有可能會訴諸全民公投，進而對台灣企業造成許多的衝擊或影響，因此，建議後續研究者可以進一步探討若未來協議簽署成立或不成立時，對台灣上市公司之股價影響效應等。
3. 有興趣探討如同 ECFA 事件此類重大國家政經方案之於股市效果影響，期許未來學者能針對相關的重大政經方針或國家貿易協定深入瞭解，並提供事前的預警，或詳細的財務數據供業界參考，相信將能有助於學術與商經界之間的交流，並提升學界實務性。

## 參考文獻

### 中文文獻

1. 中華經濟研究院，“兩岸經濟合作架構協議之影響評估—摘要說明”，中華經濟研究院，民國 98 年 7 月 29 日。
2. 王塗發（國家展望文教基金會董事長/國立台北大學經濟學系兼任教授），“ECFA 是什麼？—ECFA 就是香港 CEPA”，群策會主辦之「ECFA 對台灣之衝擊：生活、經濟、主權」系列論壇（三），民國 98 年 5 月 16 日。
3. 吳其定，“滬、港、台、美四地股市指數與區域經濟成長關聯性及共整合之研究—以中、港 CEPA 實施前後期為例”，國立中央大學財務金融研究所，碩士論文，民國 96 年 10 月。
4. 吳明政，蔡幼群，林佳錡，“可轉換公司債宣告贖回對股票報酬影響與成因之探討”，企業管理學報，第六十九期，135~168 頁，民國 95 年 6 月。
5. 吳雨桑，“台灣與中東地區國家簽署自由貿易協定之效益與影響”，真理大學財經研究所，碩士論文初稿，民國 96 年 6 月。
6. 吳桂燕，“新上市時機與異常報酬之關聯性”，交大管理學報，第二十六卷第一期，39~67 頁，民國 95 年。
7. 李國榮，呂素蓮，張舜迪，“台灣證券市場減資效應分析”，台灣金融財務季刊，第十輯第三期，29~57 頁，民國 98 年 9 月。
8. 李慈櫻，“自由貿易協定對東亞日系企業經營影響之研究—以製造業為中心”，淡江大學日本研究所，碩士論文，民國 93 年。
9. 沈中華，李建然，事件研究法—財務與會計實證研究必備，台北，華泰文化事業公司，民國 89 年 9 月 20 日。
10. 林育志，藍麗惠，郭照榮，“庫藏股宣告對股票持有者與債券持有者之財富互動變化”，台灣管理學刊，第八卷第一期，95~120 頁，民國 97 年 2 月。
11. 林祐辰，“雙邊自由貿易協定之法律體制—以東北亞國家為例”，東吳大學法學院法律學系碩士班，碩士論文，民國 95 年 7 月。
12. 林淑娟，“WTO 規範架構下兩岸簽署自由貿易協定問題之法制探討”，國立高雄大學法律學系研究所，碩士論文，民國 96 年 1 月。
13. 柯春共，“從國際區域經濟整合探討兩岸自由貿易區之建構”，國立中山大學大陸研究所碩士在職專班，碩士論文，民國 92 年 6 月。

14. 洪進明，“由北美自由貿易協定論美洲區域經濟之整合”，中國文化大學中山學術研究所，博士論文，民國 90 年。
15. 洪榮華，劉永欽，張力，林欣宜，“研發投資宣告與股票價值關係之實證研究—對手公司與產業集中度的觀點”，輔仁管理評論，第十四卷第二期，1~26 頁，民國 96 年 5 月。
16. 國貿局，“中國大陸與香港簽署 CEPA 對我可能之影響分析”，財團法人兩岸共同市場基金會，民國 92 年 7 月 15 日。
17. 張貴婷，陳青浩，林明俊，隋安莉，“總統及北高市長選舉事件對股市報酬率之影響”，嘉南學報，第三十二期，350~363 頁，民國 95 年。
18. 張琬瑜，陳建宗，“公司訴訟案最初宣告對股東財富影響”，科技管理學刊，第十二卷第四期，67~100 頁，民國 96 年 12 月。
19. 張曉芬，譚醒朝，王慧菱，“禽流感事件對台灣生技醫療產業股價影響之研究”，健康管理學刊，第五卷第二期，107~116 頁，民國 96 年 12 月。
20. 陳玄岳，劉永欽，曹壽民，張東生，“全國型品質獎宣告對股價與企業風險的影響”，品質學報，第十四卷第三期，235~249 頁，民國 96 年。
21. 陳志鈞，李文雄，陳君達，“運動行銷對企業價值的影響—以日本職業棒球冠軍賽為例”，東吳經濟商學學報，第六十三期，77~110 頁，民國 97 年 12 月。
22. 陳育季，崔可欣，“重大新聞訊息對台灣股票市場影響之研究”，商管創新教學研討會論文集，九十八年年刊，213~234 頁，民國 98 年。
23. 陳淑君，“多邊與雙邊 FTA 模式對東亞的影響與研究”，國立中山大學大陸研究所，碩士論文，民國 97 年 7 月。
24. 黃志龍，“中港(CEPA)對區域經濟整合的機遇與挑戰”，國立中山大學大陸研究所碩士在職專班，碩士論文，民國 95 年 1 月。
25. 黃芝韻，“外資銀行入股中國銀行的合作模式與 CEPA 新途徑研究”，國立中山大學大陸研究所，碩士論文，民國 95 年。
26. 楊朝成，陳宏銓，劉任昌，“臺灣可轉換公司債市場異常報酬之研究”，朝陽商管評論，第五卷第二期，1~20 頁，民國 95 年 7 月。
27. 經濟部委員會，“兩岸經濟合作架構協議(ECFA)構想及推動重點”，立法院第 7 屆第 3 會期 經濟委員會第 8 次全體委員會議，民國 98 年 4 月 13 日。
28. 廖舜右，劉玉哲，“CEPA 之初探”，台灣經濟研究院國際事務處，1、5~6 頁，民國 92 年 11 月 27 日。
29. 劉永欽，“銀行財富管理業務之作業風險—從連動債券信用危機觀察”，經濟論文中央研究院經濟研究所，第三十七卷第二期，137~171 頁，民國 98 年。

30. 劉書廷，“更緊密的經貿安排(CEPA)協定對香港銀行業的經營效率分析”，國立政治大學會計研究所，碩士論文，民國 97 年。
31. 鄭惠方，“中國對香港建立更緊密經貿關係安排(CEPA)之分析：歷史制度主義的觀點”，國立中山大學大陸研究所，碩士論文，民國 95 年 7 月。
32. 賴燕雪，“東協自由貿易區之法律制度--兼論中國與東協自由貿易區之法制”，東吳大學法律學系中國大陸法律碩士在職專班，碩士論文，民國 94 年 7 月。
33. 謝素芳，“台灣民主化對財經政策的影響”，國立東華大學國際經濟研究所，碩士論文，民國 89 年 6 月。
34. 顏伸宗，“CEPA 對兩岸三地股票市場的影響”，淡江大學管理科學研究所企業經營碩士在職專班，碩士論文，民國 97 年。
35. 蘇敏傑，“台灣與中、港、澳簽訂 CEPA 之效益與影響”，真理大學財經研究所，碩士論文，民國 95 年。
36. 蘇淑貞，“北美自由貿易協定對美國之效益及其與美洲自由貿易區發展前景之關聯性”，淡江大學美國研究所，碩士論文，民國 90 年。

#### 網路文獻

1. 大紀元時報，“經貿小辭典：FTA—自由貿易協定”，大紀元時報 經貿小辭典【經貿小辭典—協定類】 大紀元 4 月 22 日訊。民國 98 年 12 月 6 日，擷取於：<http://www.epochtimes.com/b5/6/4/22/n1295501.htm> (民 95)。
2. 中華民國全國工業總會副秘書長蔡宏明，“產業全方位躍升的挑戰與策略”，中華民國全國工業總會。民國 99 年 6 月 27 日，擷取於：<http://www.cnfi.org.tw/kmportal/front/bin/ptdetail.phtml?Category=100216&Part=magazine9406-423-14> (民國 94 年 6 月 3 日)。
3. 內政部統計處，“內政部統計月報”，中華民國內政部統計資訊服務網。民國 99 年 1 月 17 日，擷取於：<http://sowf.moi.gov.tw/stat/month/list.htm> (民 98)。
4. 文／邱莉燕，“2010 兩岸經貿狂飆，ECFA 蓄勢待發”，遠見雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.gvm.com.tw/Board/Content.aspx?ser=15725&keyword=ECFA> (民國 99 年 1 月號)。
5. 文／彭漣漪，“54.4%認為 ECFA 對台經濟發展具重要性”，遠見雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.gvm.com.tw/Board/Content.aspx?ser=15696&keyword=ECFA>

- A (民國 99 年 1 月號)。
6. 台灣經濟主管部門，“簽訂兩岸經濟合作架構協議之利益”，ECFA 兩岸經濟合作架構協議官網。民國 99 年 1 月 10 日，擷取於：<http://www.ecfa.org.tw/intro1.aspx> (民 98)。
  7. 台灣論壇網，“農業板塊未上市公司整體成長不足”，台灣論壇社群網。民國 99 年 6 月 27 日，擷取於：<http://home.epowerhome.com.tw/space.php?uid=1304&do=blog&id=1120> (民國 99 年 3 月 18 日)。
  8. 朱雲鵬，“2010 年!朱雲鵬：東協+1 台灣產業居劣勢”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=39446> (民國 98 年 11 月 10 日)。
  9. 行政院經濟建設委員會，“自由貿易協定 (Free Trade Agreement, FTA)”，經建會查詢專區 經濟小辭典。民國 98 年 12 月 6 日，擷取於：<http://www.cepd.gov.tw/m1.aspx?sNo=0001221> (民 96)。
  10. 作者 Aleen，“公佈 ECFA(=CEPA)明確條文”，YAHOO! 奇摩新聞 話題：衛生署長痛批媒體處理新流感疫苗負面新聞時「未審先判」，你的看法是？。民國 99 年 1 月 8 日，擷取於：[http://tw.forum.news.yahoo.com/topic/tbn\\_1264046320/article/1659.html](http://tw.forum.news.yahoo.com/topic/tbn_1264046320/article/1659.html) (民 99)。
  11. 作者塾長，“APEC、CEPA 與 ECFA、FACE，加上 Time 與亞洲週刊各兩本的巧合！”，Google 網上論壇 大學塾。民國 99 年 1 月 9 日，擷取於：<http://km.tyes.tpc.edu.tw/f2blog/index.php?load=read&id=880> (民 98)。
  12. 助理研究員 謝宇程，“ECFA 簽署的原因與可能內容”，財團法人國家政策研究基金會 國改評論內政(評) 098-195 號。民國 99 年 1 月 10 日，擷取於：[http://www.npf.org.tw/post/1/6660#\\_ftn1](http://www.npf.org.tw/post/1/6660#_ftn1) (民國 98 年 10 月 28 日)。
  13. 助理研究員 謝宇程，“簽署 ECFA 與否之經濟影響評估”，財團法人國家政策研究基金會 國改評論內政(評) 098-203 號。民國 99 年 1 月 10 日，擷取於：[http://www.npf.org.tw/post/1/6660#\\_ftn1](http://www.npf.org.tw/post/1/6660#_ftn1) (民國 98 年 11 月 4 日)。
  14. 李雪莉，“你所不知道的新亞洲”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=33342> (民國 96 年 6 月 6 日)。
  15. 兩岸網記者劉曉霞，“ECFA 第 3 次協商落幕 文本敲定 早收清單大陸對台開放 500 餘項”，鉅亨網。民國 99 年 6 月 27 日，擷取於：

- [http://news.cnyes.com/Content/20100613/KC9V019PEW464.shtml?c=tw\\_eco](http://news.cnyes.com/Content/20100613/KC9V019PEW464.shtml?c=tw_eco) (民國 99 年 6 月 13 日)。
16. 兩岸網記者劉曉霞，“台灣取得 ECFA 早收清單一覽表”，鉅亨網。民國 99 年 6 月 27 日，擷取於：  
<http://news.cnyes.com/Content/20100624/KC9XCZTD4VK0W.shtml>(民國 99 年 6 月 24 日)。
  17. 林奇伯，“馬英九民調 46.2% 民眾支持簽定 ECFA, 35.9% 不支持”，遠見雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：  
<http://www.gvm.com.tw/Board/Content.aspx?ser=15978&keyword=ECFA> (民國 99 年 4 月號)。
  18. 林建甫(台大經濟系教授)，“消金、雙卡風暴後, 金融業搶搭 ECFA”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：  
<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=39837> (民國 98 年 12 月 24 日)。
  19. 林祖嘉，“兩岸簽署 ECFA 範圍要大、時程要快”，遠見雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：  
<http://www.gvm.com.tw/Board/Content.aspx?ser=15330&keyword=ECFA> (民國 98 年 9 月號)。
  20. 林讓均，“Chaiwan，互補打造平方綜效”，遠見雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：  
<http://www.gvm.com.tw/Board/Content.aspx?ser=15254&keyword=ECFA> (民國 98 年 8 月號)。
  21. 香港付貨人委員會，“CEPA 對中港的影響”，中國門通關最新動態。民國 99 年 1 月 3 日，擷取於：  
[http://www.hkshippers.org.hk/pdf/chinaDoor2004\\_3.pdf](http://www.hkshippers.org.hk/pdf/chinaDoor2004_3.pdf) (民 93)。
  22. 香港特別行政區政府，“更緊密經貿關係的安排”，工業貿易署網站。民國 99 年 1 月 3 日，擷取於：[http://www.tid.gov.hk/tc\\_chi/cepa/](http://www.tid.gov.hk/tc_chi/cepa/) (民 97)。
  23. 孫曉萍，“伊藤元重(東京大學研究所經濟學部長、日本總合研究開發機構理事長) ECFA 台灣的東亞機會”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=40625> (民國 99 年 4 月 7 日)。
  24. 記者高嘉和，“尹部長 何不承認 ECFA 就是 CEPA”，自由時報電子報 集點新聞。民國 99 年 1 月 8 日，擷取於：  
<http://www.libertytimes.com.tw/2009/new/mar/20/today-fo1-2.htm> (民 98)。
  25. 記者謝柏宏／台北報導，“台股改分類 11 檔生技股吸引投資人”，經濟日報。

- 民國 99 年 6 月 27 日，擷取於：  
<http://tw.myblog.yahoo.com/jw!jtEVWziBERvFv8TLlzGaBCs-/article?mid=526> (民國 96 年 6 月 29 日)。
26. 記者蘇永耀，“ECFA 中方早已定調香港模式”，自由時報電子報 集點新聞。民國 99 年 1 月 9 日，擷取於：  
<http://www.libertytimes.com.tw/2009/new/jul/5/today-fo2.htm>(民 98)。
27. 國立東華大學教授兼人文社會科學院院長高長，“三通直航對兩岸經濟發展的影響——從宏觀角度分析”，財團法人國家政策研究基金會國改研究報告，科經(研)095-007 號。民國 99 年 1 月 9 日，擷取於：  
<http://old.npf.org.tw/PUBLICATION/TE/095/TE-R-095-007.htm> (民 95)。
28. 張貼者蓬萊島雜誌.Net，“〈ECFA 專題〉想瞭解 ECFA 嗎？請先看 CEPA / 編輯部”，蓬萊島雜誌.Net。民國 99 年 1 月 8 日，擷取於：  
<http://neoformosamagz.blogspot.com/2009/12/ecfaecfacepa.html> (民 98)。
29. 責任編輯包瑋瑋，“MOU 已簽，ECFA 還會遠嗎？”，華夏經緯網。民國 99 年 1 月 10 日，擷取於：  
<http://big5.huaxia.com/thpl/sdfx/1642483.html> (民國 98 年 11 月 18 日)。
30. 責任編輯包瑋瑋，“不簽 ECFA 拖垮台灣”，華夏經緯網。民國 99 年 1 月 10 日，擷取於：  
<http://big5.huaxia.com/thpl/sdfx/1359760.html><http://big5.huaxia.com/thpl/sdfx/1359760.html> (民國 98 年 3 月 19 日)。
31. 責任編輯包瑋瑋，“反 ECFA，誰會先邊緣化？”，華夏經緯網。民國 99 年 1 月 10 日，擷取於：  
<http://big5.huaxia.com/thpl/mtlj/2009/04/1386940.html> (民國 98 年 4 月 13 日)。
32. 責任編輯包瑋瑋，“兩岸簽署 ECFA 對台灣就業市場影響評估報告出爐”，華夏經緯網。民國 99 年 1 月 10 日，擷取於：  
<http://big5.huaxia.com/xw/gdxw/2009/10/1606817.html> (民國 98 年 10 月 21 日)。
33. 責任編輯包瑋瑋，“簽訂 ECFA 對台灣發展利勝於弊”，華夏經緯網。民國 99 年 1 月 10 日，擷取於：  
<http://big5.huaxia.com/thpl/sdfx/1528160.html>(民國 98 年 8 月 11 日)。
34. 陳一姍，“全球最大銀行總舵手 姜建清 如何佈局兩岸金融？”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：  
<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=39862> (民國 98 年 12 月 30

- 日)。
35. 陳以恩，“複製香港 CEPA 經驗 台灣 ECFA 利多倒數”，理財周刊封面故事 485 期。民國 99 年 1 月 8 日，擷取於：<http://www.moneyweekly.com.tw/article/?UID=19638> (民國 98)。
  36. 陳慧琳，“2010 年 10 大題材「虎添翼」 ECFA 拱台股上萬點！”，鉅亨網。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：[http://www.3g.com.tw/index.php?module=item&action=show\\_item\\_decr&item\\_id=438052](http://www.3g.com.tw/index.php?module=item&action=show_item_decr&item_id=438052) (民國 98 年 12 月 16 日)。
  37. 貿易局發言人徐副局長純芳，“兩岸經濟合作架構協議之影響評估”，中華民國經濟部 秘書室。民國 99 年 1 月 10 日，擷取於：[http://cdnet.stpi.org.tw/techroom/policy/2009/policy\\_09\\_112.htm](http://cdnet.stpi.org.tw/techroom/policy/2009/policy_09_112.htm) (民國 98 年 7 月 29 日)。
  38. 辜樹仁、黃靖萱，“石化、紡織、機械、汽車 ECFA 元年 四大贏家產業”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=39997> (民國 99 年 1 月 13 日)。
  39. 黃達業，“陸資來台 台股抓狂”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=37569> (民國 98 年 5 月 1 日)。
  40. 溫典寰 (整理)，“快速了解 ECFA 是什麼？簽與不簽的利弊又是什麼？”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=37534> (民國 98 年 9 月 18 日)。
  41. 經濟學人，“亞洲經濟整合的夢想”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=39367> (民國 98 年 11 月 3 日)。
  42. 劉金標，“輸掉大陸市場等於輸掉全球”，遠見雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.gvm.com.tw/Board/Content.aspx?ser=14921&keyword=ECFA> (民國 98 年 4 月號)。
  43. 劉曉霞，“美學者：兩岸簽 ECFA 後 動搖美在東亞地位”，鉅亨網。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：[http://news.cnyes.com/Content/20100408/KC8MUU7PUZ7B.shtml?c=headline\\_sitehead](http://news.cnyes.com/Content/20100408/KC8MUU7PUZ7B.shtml?c=headline_sitehead) (民國 99 年 4 月 8 日)。
  44. 潘羿菁，“由 CEPA 看 ECFA 效益 (轉載)”，MrMarket.Info 部落格 財經資訊的收集、分享。民國 99 年 1 月 9 日，擷取於：<http://mrmrmarket.pixnet.net/blog/post/28551522> (民國 98)。

45. 編輯余瑞冬，“馬英九主張把台北松山機場作為兩岸直航機場”，中國新聞網 台灣頻道。民國 98 年 12 月 27 日，擷取於：  
<http://www.cns.hk:89/2002-11-07/26/240906.html> (民 91)。
46. 編輯採訪林子琳，“12/15 兩岸包機直航 桃園中正機場航班概況”，太陽網 Suntravel 頭條新聞。民國 98 年 12 月 27 日，擷取於：  
<http://www.suntravel.com.tw/news/23720> (民 97)。
47. 蕭富元，“全球下南洋 前進新亞洲”，天下雜誌。民國 99 年 4 月 6 日，擷取於：<http://www.cw.com.tw/article/index.jsp?id=3691> (民國 96 年 6 月 6 日)。

### 英文文獻

1. Abdelmalki, L., Sandretto, R. and Jallab, M. S. “An Assesment of the United States-Morocco Free Trade Agreement”, the 9th Annual Conference on Global Economic Analysis, Addis Ababa, Ethiopia, 2006.
2. Ball, R. and Brown, P. “An empirical evaluation of accounting income numbers”, Journal of Accounting Research, Vol. 6, pp. 159-178, Autumn, 1968.
3. Bowman, R. G. “Understanding and conducting event studies”, Journal of Business Finance of Accounting, Vol. 10, No. 4, pp. 561-584, 1983.
4. Brenner, M. “The sensitivity of the efficient market hypothesis to alternative specifications of the market model”, The Journal of Finance, Vol. 34, No. 4, pp. 915-929, September, 1979.
5. Brown, S. J. and Warner, J. B. “Measuring security price performance”, Journal of Financial Economics, Vol. 8, pp. 205-258, 1980.
6. Diao, X. and Somwaru, A. “A Dynamic Evaluation of the Effects of A Free Trade Area of the Americas - An Intertemporal, Global General Equilibrium Model”, Journal of Economic Integration, pp. 21-47, 2001.
7. Dyckman, T., Philbrick, D. and Stephan J. “A comparison of event study methodologies using daily stock returns: A simulation approach”, Journal of Accounting Research, Vol. 22, pp. 1-30, 1984.
8. Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. and Roll, R. “The adjustment of stock prices to new information”, International Economic Review, Vol. 10, No. 1, pp. 1-21, February, 1969.
9. Henderson, G. V. Jr. “Problems and solutions in conducting event studies”, Journal of Risk & Insurance, Vol. 57, pp. 282-306, June, 1990.
10. Kalecki, M. “Political Aspects of Full Employment”, Political Quarterly,

pp. 322-331, 1943.

11. Laens, S. and Terra, M. I. “Integration of the Americas Welfare Effects and Options for the MERCOSUR”, Tinker Foundation in the framework of the MERCOSUR Research Network, pp. 24-27, 2003.
12. Lejour, A. M. and Mooij, R. de. “Turkish Delight – Does Turkey’s accession to the EU bring economic benefits?”, CESifo Working Paper Series, Working Paper No. 1183, pp. 1-27, 2004.
13. Nordhaus, W. D. “The Political Business Cycle Review of Economic Studies”, pp. 169-190, 1975.
14. Patell, J. M. “Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical tests”, Journal of Accounting Research, Vol. 14, No. 4, pp. 246-276, Autumn, 1976.
15. Pianetta, E. “Evaluation of Free Trade Agreement between Taiwan and Panama”, Feng Chia University, Department of International Trade, Thesis, June, 2007.
16. Urata, S. and Kiyota, K. “The Impacts of East Asia FTA on Foreign Trade in East Asia”, NBER (the National Bureau of Economic Research), Working Paper No. 10173, pp. 1-22, 2003.



## 附錄一 內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排

### 前言

為促進內地和香港特別行政區（以下簡稱“雙方”）經濟的共同繁榮與發展，加強雙方與其他國家和地區的經貿聯繫，雙方決定簽署《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》（以下簡稱“《安排》”）。

### 第一章 總則

#### 第一條 目標

通過採取以下措施，加強內地與香港特別行政區（以下簡稱“香港”）之間的貿易和投資合作，促進雙方的共同發展：

- 一、逐步減少或取消雙方之間實質上所有貨物貿易的關稅和非關稅壁壘；
- 二、逐步實現服務貿易自由化，減少或取消雙方之間實質上所有歧視性措施；
- 三、促進貿易投資便利化。

#### 第二條 原則

《安排》的達成、實施以及修正應遵照以下原則：

- 一、遵循“一國兩制”的方針；
- 二、符合世界貿易組織的規則；
- 三、順應雙方產業結構調整和升級的需要，促進穩定和可持續發展；
- 四、實現互惠互利、優勢互補、共同繁榮；
- 五、先易後難，逐步推進。

#### 第三條 建立與發展

- 一、雙方自2004年1月1日起開始實施《安排》下貨物貿易和服務貿易自由化的具體承諾。
- 二、雙方將通過不斷擴大相互之間的開放，增加和充實《安排》的內容。

#### 第四條 中國加入世界貿易組織法律文件中

##### 特定條款的不適用

雙方認識到，內地經過20多年的改革開放，市場經濟體制不斷完善，內地企業的生產與經營活動已經符合市場經濟的要求。雙方同意《中國加入世界貿易組織議定書》第15條和第16條，以及《中國加入世界貿易組織工作組報告書》第242段的內容不再適用

於內地與香港之間的貿易。

## 第二章 貨物貿易

### 第五條 關稅

- 一、香港將繼續對原產內地的所有進口貨物實行零關稅。
- 二、自2004年1月1日起，內地將對附件1中表1列明的原產香港的進口貨物實行零關稅。
- 三、不遲於2006年1月1日，內地將對附件1中表1以外的原產香港的進口貨物實行零關稅。具體實施步驟載於附件1。
- 四、任何根據本條第三款取消進口關稅的貨物應補充列入附件1中。

### 第六條 關稅配額和非關稅措施

- 一、一方將不對原產于另一方的進口貨物採取與世界貿易組織規則不符的非關稅措施。
- 二、內地將不對原產香港的進口貨物實行關稅配額。

### 第七條 反傾銷措施

雙方承諾一方將不對原產于另一方的進口貨物採取反傾銷措施。

### 第八條 補貼與反補貼措施

雙方重申遵守世界貿易組織《補貼與反補貼措施協定》及《1994年關稅與貿易總協定》第16條的規定，並承諾一方將不對原產于另一方的進口貨物採取反補貼措施。

### 第九條 保障措施

如因《安排》的實施造成一方對列入附件1中的原產于另一方的某項產品的進口激增，並對該方生產同類或直接競爭產品的產業造成嚴重損害或嚴重損害威脅，該方可在書面形式通知對方後臨時性地中止該項產品的進口優惠，並應儘快應對方的要求，根據《安排》第十九條的規定開始磋商，以達成協議。

## 第三章 原產地

### 第十條 原產地規則

- 一、適用於《安排》下貨物貿易優惠措施的原產地規則載於附件2。
- 二、為保證貨物貿易優惠措施的實施，雙方決定加強和擴大行政互助的內容和範圍，包括制訂和實施嚴格的原產地證簽發程序，建立核查監管機制，實行雙方發證和監管機關聯網、電子數據交換等措施，具體內容載於附件3。

## 第四章 服務貿易

### 第十一條 市場准入

一、一方將按照附件4列明的內容和時間對另一方的服務及服務提供者逐步減少或取消實行的限制性措施。

二、應一方的要求，雙方可通過協商，進一步推動雙方服務貿易的自由化。

三、任何根據本條第二款實行的服務貿易自由化措施應補充列入附件4。

### 第十二條 服務提供者

一、《安排》中“服務提供者”的定義及相關規定載於附件5。

二、任何世界貿易組織其他成員的服務提供者，如系根據一方的法律所設立的法人並在該方從事附件5中規定的“實質性商業經營”，則有權享受另一方在《安排》下給予該方服務提供者的優惠。

### 第十三條 金融合作

雙方採取以下措施，進一步加強在銀行、證券和保險領域的合作：

一、內地支持國有獨資商業銀行及部分股份制商業銀行將其國際資金外匯交易中心移至香港；

二、支持內地銀行在香港以收購方式發展網絡和業務活動；

三、內地在金融改革、重組和發展中支持充分利用和發揮香港金融中介機構的作用；

四、雙方加強金融監管部門的合作和信息共享；

五、內地本著尊重市場規律、提高監管效率的原則，支持符合條件的內地保險企業以及包括民營企業在內的其他企業到香港上市。

### 第十四條 旅遊合作

一、為進一步促進香港旅遊業的發展，內地將允許廣東省境內的居民個人赴港旅遊。此項措施首先在東莞、中山、江門三市試行，並不遲於2004年7月1日在廣東省全省範圍實施。

二、雙方加強在旅遊宣傳和推廣方面的合作，包括促進相互旅遊以及開展以珠江三角洲為基礎的對外推廣活動。

三、通過合作，提高雙方旅遊行業的服務水平，保障遊客的合法權益。

### 第十五條 專業人員資格的相互承認

一、雙方鼓勵專業人員資格的相互承認，推動彼此之間的專業技術人才交流。

二、雙方主管部門或行業機構將研究、協商和制訂相互承認專業人員資格的具體辦

法。

## 第五章 貿易投資便利化

### 第十六條 措施

雙方通過提高透明度、標準一致化和加強信息交流等措施與合作，推動貿易投資便利化。

### 第十七條 合作領域

一、雙方將在以下領域加強合作：

1. 貿易投資促進；
2. 通關便利化；
3. 商品檢驗檢疫、食品安全、質量標準；
4. 電子商務；
5. 法律法規透明度；
6. 中小企業合作；
7. 中醫藥產業合作。

二、本條第一款所列領域的具體合作內容載於附件6。

三、應一方的要求，雙方可通過協商，增加貿易投資便利化的合作領域或內容。

四、任何根據本條第三款增加的領域或內容應補充列入附件6。

## 第六章 其他條款

### 第十八條 例外

《安排》及其附件所載規定並不妨礙內地或香港維持或採取與世界貿易組織規則相一致的例外措施。

### 第十九條 機構安排

一、雙方成立聯合指導委員會（以下簡稱“委員會”）。委員會由雙方高層代表或指定的官員組成。

二、委員會設立聯絡辦公室，並可根據需要設立工作組。聯絡辦公室分別設在中央人民政府商務部及香港特別行政區政府工商及科技局。

三、委員會的職能包括：

1. 監督《安排》的執行；
2. 解釋《安排》的規定；
3. 解決《安排》執行過程中可能產生的爭議；
4. 擬訂《安排》內容的增補及修正；

5. 指導工作組的工作；
  6. 處理與《安排》實施有關的任何其他事宜。
- 四、委員會每年至少召開一次例會，並可在一方提出要求後30天內召開特別會議。
- 五、雙方將本著友好合作的精神，協商解決《安排》在解釋或執行過程中出現的問題。委員會採取協商一致的方式作出決定。

## 第二十條 雜 項

一、除非《安排》另有規定，依據《安排》採取的任何行動不應影響或廢止一方依據其作為締約方在其他協議下所享受的權利和承擔的義務。

二、雙方應努力避免增加影響實施《安排》的限制性措施。

## 第二十一條 附 件

《安排》的附件構成《安排》的組成部分。

## 第二十二條 修 正

根據需要，雙方可以書面形式修正《安排》或附件的內容。任何修正在雙方授權的代表簽署後正式生效。

## 第二十三條 生 效

《安排》自雙方代表正式簽署之日起生效。

《安排》以中文書就，一式兩份。

《安排》於二〇〇三年六月二十九日在香港簽署。

中華人民共和國  
商務部副部長

中華人民共和國  
香港特別行政區財政司司長

## 附錄二 台灣取得 ECFA 早收清單一覽表

產業	項目	細項
農業	18	其他活魚、其他生鮮魚、其他冷藏冷凍魚、生鮮甲魚蛋、鮮蘭花、金針菇、香蕉、柳橙、檸檬、哈密瓜、火龍果及茶葉等
		基本原料：航空煤油、潤滑油、丙烯、異丙醇、二甲苯、氯乙烯、臨苯二甲酸二辛酯等
		特用化學品：介面活性劑、碳黑、樹脂、膠及黏合劑等
石化	88	塑膠原料：聚丙烯(PP)、苯乙烯聚合物(PS)、丙烯酸共聚物、聚四亞甲基醚二醇、聚碳酸酯、聚亞安酯、其他烯烴之聚合物等
		塑膠製品：塑膠片、板、膜、聚甲基丙烯酸甲酯板、氯乙烯聚合物板、人造革等
機械	107	工具機：切削金屬的數控臥式車床、切削金屬的其他數控車床、切削金屬的數控鑽床、數控平面磨床、研磨機床、砂輪機、拋光機床、插床、拉床、鋸床或切斷機、龍門刨床、鍛造或衝壓機床及鍛錘、非數控沖孔、開槽機、沖剪兩用機及工具機零件等
		產業機械：紙處理機械、紡織機械、印刷機、造紙機、橡塑膠加工機、過濾機、熱處理機械及升降機
		其他機械：泵類、流體傳動機械、滾壓機等
		零組件：閥、機械刀具、機械零組件、壓縮積及風扇及承軸等
紡織	136	紡織中上游：棉紗、棉布、棉與化纖混紡布、與棉混紡合成纖維棉梭織物、再生纖維布、合成纖維布、人造纖維紗線、合成纖維棉、合成纖維棉紗、再生纖維棉紗、合成纖維棉梭織布、再生纖維棉縮織布及化纖填充物等
		紡織下游：特殊紡織品、針織物、鈕釦、擦拭布、其他織物及不織布
		紡織製品：袋包箱、襯衫及套頭衫、泳衣、襪、內衣及毛巾等
		鞋類：鞋面、橡膠及塑膠製品外底及鞋跟、鞋靴零件等

產業	項目	細項
運輸	50	汽車：汽車零組件
		自行車：自行車整車及零組件
其他	140	鋼鐵：熱軋捲材、非合金鋼冷軋捲材、鋼絲、不銹鋼等
		水泥：水泥熟料及白水泥等
		染顏料：酸性、直接、活性染料及製品、鈦白粉等
		運動器材：其他高爾夫球用具等
		醫療器材：人造關節、健身及康復器械等
		儀器：測量儀器等
		模具：金屬拉拔模、金屬模、注模或壓模等
		金屬製品：鋁及鋁製品，銅及銅箔製品等
		玻璃：LCD 玻璃
		橡膠：汽車、自行車及機車輪胎
		漆及油墨：油漆、清漆、其他引刷油墨等
		電子：照相機、投影儀等用物鏡、其他照相機及其他光學儀器用元件、麥克風及其座架、音頻擴大器、其他電視錄影模組及零件、視頻攝像機、數位相機零件、放電燈管、其他電子管、稀土永磁體、其他金屬永磁體等
		電機：變壓器零件、電源零件、靜止式變流器及電感器零件、鋰離子電池、熔斷器、可編程序控制器、通用信號發生器、同軸電導體、玩具電動機、微電機、玩具用電動機微電機零件、銅製繞組電線、無接頭電導體等
小家電：氣扇、貯備式熱水器、真空吸塵器、食物研磨機、電熨斗、電鍋、烤箱等		
手工具：鉗子、扳手、錘子、螺絲刀等		
總計	539	占去年台灣出口大陸金額 16.1%，約 138.3 億美元

資料來源：經濟部

製表：劉曉霞