

臺灣總統大選對股價指數之影響研究

The Impact of Taiwan's Presidential Elections on the Stock Price Indexes

蘇子珊 (Tzu-Shan Su)
大葉大學財務金融學系碩士生

劉文祺 (Wen-Chi Liu)
大葉大學財務金融學系副教授

摘要

本研究使用 1995 至 2016 年第 10 至 14 屆總統大選前後電子指數、金融指數、非電金指數及大盤之數據進行分析，經過嚴謹的實證過程獲得以下結論：

除了第 13 屆電子指數在總統大選前後期間的波動較大外，其餘各屆都是金融指數的波動較大。顯見總統大選金融類股應是資金聚焦所在。另外由圖形分析，除了第 12 屆馬英九總統第一任選前有行情外，其餘各屆選前沒有顯著行情，選後才有行情。最後由 Chow 檢定的結果加以觀察，除了第 10 屆陳水扁總統第一任的金融指數與第 12 屆馬英九總統第一任的電子指數選前選後並沒有結構性的改變，其餘各屆總統大選，各指數幾乎皆有結構性的改變。

關鍵詞：總統大選、臺灣股價指數、Chow 檢定

Abstract

This study makes use of the data analyses of electronics sub-index, finance and insurance sub-index, non-finance non-electronics sub-index, and market index in TWSE (Taiwan Stock Exchange) before and after the Taiwan presidential elections from 1995 through 2016.

The empirical results specify that the finance and insurance sub-index fluctuates wildly before and after the Taiwan presidential elections, in contrast, the electronics sub-index reveals larger fluctuations before and after the 13th election in 2012. Evidently, funds focus on financial stocks during presidential election periods. With the graphical analysis, there are no bull runs prior to the elections, except the 2008 election in which Ma Ying-jeou first won the presidency. On the other hand, the market has bull runs following the elections. Based on the results of Chow test, the finance and insurance sub-index does not fluctuate significantly before and after the 2000 election, Chen Shui-bian's first winning the presidential race, and there is no significant change in the electronics sub-index before and after the 2008 election, Ma Ying-jeou's first term as president. Excluding the elections of 2000 and 2008, the indices exhibit structural changes during the pre-election and post-election periods.

Keywords: Presidential Election; TWSE Index; Chow Test

壹、緒論

「政治」是指各種類團體透過集體制定、修正、維持其生活通則的活動過程，亦是指各類團體或個人為了各自的領域，經過衝突與合作，所結成的特定關係。人類社會中會產生各式各樣的政治活動而且是非常重要的社會現象，它大大影響到社會生活的各個層面。「經濟」則是指一定區域（國家、範圍）內，組織一切生產、分配、流通、消費活動及相互間影響的總稱，經濟行為更隨時發生於社會每個角落，亦影響到人類生活的各層面。

政治與經濟的關係是環環相扣、互動而不可分的，早在西元 1615 年法國的蒙克來田就提出「政治經濟學」一詞，即是指經濟學和政治學的交叉研究，以解釋政治實體、政治環境對市場經濟行為的互動與影響。自古以來，經濟成長與政治穩定即具有很深的關聯性。一方面，穩定的政治環境就會增加投資並提升經濟發展的速度，另一方面，窮困的經濟情況就會導致政治上的不安甚至政府崩潰。總而言之，政治發展會影響經濟體系的運作，相對上，經濟發展也會影響政治體系的運作，可見兩者間的相輔相成與關聯性。

從前段撰文我們可以知道政治與經濟的相輔相成與關聯性，政治商業循環理論的名詞油然而生，該名詞又被稱為政治景氣循環理論(Political Business Cycle)，西元 1943 年 Kalecki 所提出的研究是最早的概念雛型。他認為執政黨與政府為了達成扣除摩擦性失業後的充分就業，所推行的各種政策，造成當時工業社會中的景氣循環現象。

到了西元 1975 年 William Nordhaus 更有系統且正式的闡述政治景氣循環理論的假設模型，就被後世歸類為「投機派政治景氣循環理論」(Opportunistic Political Business Cycle Theory)，通常執政黨會在選前擴大政府支出與公共建設預算，並採用寬鬆的貨幣政策；選後就緊縮政府支出與減少公共建設預算，並採用緊縮的貨幣政策，所以實際上的社會政經情勢就在「鬆緊之間」進行波動。西元 1977 年 Hibbs 則提出「黨性派政治景氣循環理論」(Partisan Political Business Cycle Theory)，他主張執政黨會根據「政黨意識形態」，並基於選票基礎與黨派利益考量，來制定貨幣政策、財政政策與經濟政策內容，並以解決失業率和通貨膨脹率問題為目標。

投機派政治景氣循環理論與黨性派政治景氣循環理論成為兩個相對立的政治景氣循環觀點，兩個觀點延續發展並推演至今，主要的中心論點都在探討執政黨與政府要如何在大選前的財政、貨幣與經濟運作，以達到其繼續執政的政治目的。舉例來說，總統大選前執政黨與當政政府會提出許多政策牛肉與利多，縣市長選舉前人民補助款會增加、道路新鋪變多、縣市景觀也更美化，反之選舉後即減少。這就是執政者在選舉前透過擴張性政策(Expansionary Policy)提升其聲望與支持度，營造出經濟繁榮的榮景，藉以確保勝選連任的機會。從政治景氣循環理論與政治經濟學觀點可知，政治與經濟關係密不可分。

民主化發展的臺灣年年大都會舉辦各種各樣大大小小的選舉活動，同時在一年之中舉行總統及立委選舉的狀況也常發生。觀察臺灣的選舉文化發現，越是高層的選舉，越是產生執政黨與在野黨之間的激烈對壘，近年來更出現九合一選舉的盛況。選舉時，候選人開出的政策支票與政見，在新聞媒體與政治評論師的宣傳下，隨之散播進入股票市場，整體金融市場的此消彼漲被各式的政治訊息牽動著。

因此，選舉便提供所有選民間接參與各項政策的機會，讓人民藉由憲法所保障的選舉權，去決定國家未來發展的路線與方向，所以當國家已決定的政策受到選舉結果影響時，也會對國家財政、經濟政策帶來衝擊，更會直接反應在股票市場上。

每個總統有其特定的領導風格與執政方式，為求連任與政黨持續執政，其選民基

礎與政黨意識亦會反應在各項政策上，包括外交、財政、貨幣、稅賦、民生、經貿等，最後都會影響經濟數據，並由民生經濟繁榮度表現出來。可以見得，政黨得票率直接在政治方面反應出來，而經濟方面則是金融的櫥窗-股票市場，所以，對於臺灣選舉事件與股票市場的影響是值得探究與了解的。經濟與政治彼此間關係密切是臺灣政經一直以來的事實，加上臺灣為海島型的國家對外貿依存度高，臺灣金融市場更是一淺碟型市場，故臺灣的股票金融市場受到政治資訊影響更加劇烈。

臺灣近年來歷經多項重大政經事件：第三次政黨輪替、民進黨國會首次過半、臺灣首位女性總統、股市漲跌幅放寬至 10%、希臘債信危機、全球股災、廢除證所稅等，可見臺灣政經情勢已發生重大改變，實有必要再對臺灣總統大選與股價報酬率之關係做一次全盤的實證了解。

貳、文獻探討

Santa-Clara and Valkanov (2003)發現美國總統由民主黨擔任總統時，比共和黨擔任總統有較高的股市報酬，而 Pastor and Veronesi (2017)更進一步發現，當資料加長至 2015 年時，這個現象將會更明顯。Wisniewski (2016)則指出政治不確定性對股票市場有顯著的影響。Niederhofer (1971)研究觀察美國總統大選與股票市場報酬率間的關係，即發現美國股票市場的績效報酬與選舉年度存在著顯著的相關。美國股票市場在選前第一年與第二年，通常比選後第一年與第二年存在有顯著的正向報酬。

Fisher 於 1994 年時的研究結果發現，美國總統選舉不但對美國股市有影響，更會影響到加拿大的股票市場。而 Schmitz 則研究發現在 1957 年至 1996 年間，美國總統選舉後在美國股票金融市場上有明顯負報酬的規律是：選後第二年較選後第一、三與四年來的明顯。Schmitzer-Torber et al. (2005)更研究發現，美國總統選舉對其他 17 個國家來說，在美國總統選舉後第一、三年與四年存在有正報酬，而這些國家股市呈現負報酬的時間點會在美国總統選舉後的第二年。

Pantzalis (1996)則研究統計 1974 年到 1995 年間，以週資料及事件研究法，對 33 個國家在選舉事件與股票市場作驗證，結果發現：有正向的累積異常報酬會發生在選舉前第兩週至四週，研究更指出當新聞自由化程度較低、政治化、經濟化發展較低的國家舉行選舉時，這些國家的股票市場會呈現明顯的正向超額報酬，而且當在任執政黨競選連任沒有成功時，會有更明顯的正向超額報酬。

Gemmill and Trimble (1999)則以倫敦股票市場的波動來驗證 1987 年英國國會大選，研究顯示：倫敦股票市場的金融時報股價交易所股價指數 (FTSE100) 在 1987 年英國國會選舉時，與其選前的民意調查呈現正向的關係。當民調顯示保守黨 (Conservatives Part) 將贏得此次國會選舉時，則 FTSE100 股價指數會明顯上漲；但若民調的結果顯示工黨 (Labour Party) 勝選，則 FTSE100 股價指數會呈現下跌；另一方面，Gwilym and Buckle (1994)則針對 1992 年倫敦選擇權市場、股票市場的起伏波動與英國國會大選進行研究，其實證結果呼應 Gemmill and Trimble (1999)的研究，研究顯示：英國國會大選在西元 1992 年，倫敦股票市場中 FTSE100 股價指數與選前的民調有正向的關係，但是對 FTSE100 的指數選擇權，則無任何關係。

陳尚樂(2002)以事件研究法的市場模式作為研究方法，並設定選舉日的正負 10 日 (-10, 10) 作為事件期，估計期則為選舉日的負 11 日至負 140 日 (-140, -11)，以世界指數 (MSCI World Price Index) 的日資料，做為市場指數驗證，在研究對象方面則以 1980-2001 年加拿大等 11 個國家的總統選舉及國會大選作為標的。研究發現：1. 整個事件期 (-10, 7) 為顯著性的負累積異常報酬，但選前 (-4, -1) 具有正的累積異常報

酬。2.當執政黨敗選時，其事件期累積異常報酬顯著大於執政黨連任。3.人民自由化及政治化程度較低的國家，在研究事件期間的累積異常報酬，顯著性大於較自由的國家。

張宮熊(2000)以 1995 至 1997 年臺灣的大型選舉為研究對象，探討臺灣股市是否存在明顯的選舉效應，並以多因子變異數分析選舉前後 30 日加權指數之每日收盤價，作為研究期間。研究發現：臺灣股票市場在選舉前後 3 日似乎存在選舉效應。而一般投資人的投資績效-累計超額報酬，更比三大法人（自營商、外資、投資信託基金）好。

黃維本(2002)以事件研究法之風險調整模式作為研究方法，將事件期設定為選舉日的正負 30 日 (-30, 30)，估計期為則為選舉日的負 31 日至負 330 日 (-330, -31)，並以日指數股價資料代入計算。研究對象為 1980 年到 2001 年間 16 個國家（美國、紐西蘭、澳大利亞、祕魯、加拿大、臺灣、韓國、新加坡、墨西哥、印尼、智利、日本、印度、菲律賓、馬來西亞、泰國）的總統及國會選舉。研究發現：1.總觀而言，選舉前後都會存在正向的異常報酬，而且越靠近選舉日的事件期異常報酬越顯著。2.不同程度的異常報酬型態是因選舉層級不同所造成。3.對於選舉的反映程度會因不同地域的選民而不盡相同。4.異常報酬程度在經濟自由度較高的國家明顯小於經濟自由度低的國家。5.在選舉時，多頭市場的異常報酬顯著大於空頭市場；空頭市場時，顯著的正向異常報酬仍會在選前出現。

由以上的文獻可以了解，在各個國家中，總統大選對股票市場確實會有關連，而部份跨國性的研究，也支持此一現象。

想要研究臺灣總統選舉對股市報酬的影響，就必須慎選股票市場的標的，股票市場的標的包括定性與定量的衡量要素。定性的衡量例如：訪談法、焦點群體法、問卷法等；定量的衡量例如：個股報酬、大盤報酬、財務比率分析、漲跌幅度等。由於受限於質性資料取得的困難，加上股票市場量化數據精確，故本研究蒐集最重要之三大類股指數：電子類指數、金融保險類指數、非電金指數，這三大指數分佈於不同產業類別，其足以代表大盤股價指數之縮影，作為此次臺灣總統大選對股市報酬之研究。

在評估臺灣總統大選對股市報酬的影響時，研究樣本所選取的期間也是重要因素之一。因 1996 年為臺灣總統選舉第一次直選，故本研究蒐集四大類股指數在 1996 年至 2016 年選舉日前後 40 個交易日之資料，作為本研究的期間樣本，同時兼顧研究的完整性及長短期資料的衡量，提高研究的正確性。

經由對本節的實證文獻中可以發現，Chow 檢定是較符合本文研究目的實證方法，因此本文將採行 Chow 檢定，以分析時間序列資料的恆定性，並能判定變數間的關係是否穩定。

叁、研究方法

本研究以臺灣總統大選對股市報酬之影響為研究主軸，將分析時間劃定為：總統選舉前 40 個交易日、選舉後 40 個交易日。接著選定代表臺灣股市的三大類股指數：電子類指數、金融保險類指數、非電金指數代表本研究的股市報酬影響。

本研究用 Chow 檢定帶入變數資料，來探討臺灣總統大選對股市報酬兩者間的關係，藉由分析總統選舉前後的股市報酬，一來可以了解大盤對選舉的報酬情況，二來亦可了解電子類股、金融類股、非電金類股等各類股指數對於選舉的各別報酬情況。本研究樣本選取期間始於西元 1995 年至 2016 年，共計 22 年，如下表 2 所示：

表1 臺灣民選總統相關資料

屆期	任期	總統 副總統	政黨	選舉日	備註
14	西元 2016~ 2020 年	蔡英文 陳建仁	民進黨	2016.01.16	三次政黨輪替
13	西元 2012~ 2016 年	馬英九 吳敦義	國民黨	2012.01.14	連任
12	西元 2008~ 2012 年	馬英九 蕭萬長	國民黨	2008.03.22	二次政黨輪替
11	西元 2004~ 2008 年	陳水扁 呂秀蓮	民進黨	2004.03.20	連任
10	西元 2000~ 2004 年	陳水扁 呂秀蓮	民進黨	2000.03.18	一次政黨輪替
9	西元 1996~ 2000 年	李登輝 連戰	國民黨	1996.03.23	第一次民選

資料來源：中央選舉委員會網站 <http://www.cec.gov.tw/>

表2 研究樣本選取日期

屆期	樣本日期: 選前 40 個交易日	選舉日	樣本日期: 選後 40 個交易日
14	2015.11.20	2016.01.16	2016.03.22
13	2011.11.21	2012.01.14	2012.03.20
12	2008.01.17	2008.03.22	2008.05.20
11	2004.01.16	2004.03.20	2004.05.14
10	2000.01.19	2000.03.18	2000.05.10
9	1996.01.29	1996.03.23	1996.05.17

資料來源：本研究自行整理

本研究除了運用圖形分析外，再佐以 Chow 檢定進行選前選後結構性改變的分析。以下將針對 Chow 檢定之理論與應用簡述如下：

對於本研究所採用的時間序列型資料來說，因為採樣期間從 1995 年到 2016 年，對於期間相當長的資料而言，就可能會發生結構性的變化。因為這 21 年間發生許多經濟重大變化，序列資料就可能產生不穩定性。為了瞭解樣本資料的穩定性，並使參數值為一有效參數值，所以本研究以 Chow 檢定作穩定性檢定。

Chow 檢定為判定變數間的關係是否穩定，將一段時期內數個經濟變數間所組成的線性迴歸式，因分割為不同的次時期，以 Chow 檢定來判定次時期間的變數是否仍為穩定。若 Chow 檢定判定為穩定，則代表資料沒有因期間長而產生結構性變化，此時亦會得到一樣的迴歸殘差平方和。Chow 檢定的方法如下：

(一)先計算所有樣本的 RSS(迴歸誤差)，再將樣本分為 2 個次時期間，分別算出

RSS_1 、 RSS_2 (迴歸誤差 1、迴歸誤差 2)

(二)做統計量的檢定

$$\frac{RSS - (RSS_1 + RSS_2) * \frac{T - 2K}{K}}{RSS_1 + RSS_2} \sim F(K, T - 2K)$$

其中， T 是樣本數， K 是迴歸參數的個數， RSS_1 是第一次時期間的迴歸誤差， RSS_2 是第二次時期間的迴歸誤差。

若統計檢定產生的值很小，則次時期間的迴歸誤差與整個樣本的迴歸誤差兩者值會相近，代表 Chow 檢定判定兩個時期的資料無結構性的改變。

肆、實證結果與分析

本章使用 1995 至 2016 年第 10 至 14 屆總統大選前後電子指數、金融指數、非電金指數及大盤之行情進行比較，並使用圖形分析及 Chow 檢定加以確認選前選後的行情是否有結構性的改變。

一、圖形分析

本研究採用西元 1995 年至 2016 年間，電子類股指數、金融保險類股指數、非電金類股指數等三大類股指數，其在第 9 至 14 屆民選總統每屆選舉前後各 40 天的交易日，做為樣本資料，並帶入各期間的大盤指數做一對照，來進行數據的實證分析。各屆的指數基本分析如下：

(一) 第 14 屆總統大選(當選人：蔡英文、陳建仁)

由表 3 中，金融指數的變異係數值最大，表示金融指數在總統大選前後期間的波動最大。由圖 1 至 4 可知，三大指數與大盤指數皆呈現選前負斜率，選後正斜率的走勢，代表在選前沒有行情而選後則有當選行情。

表3 第14屆指數分析表

項目別	樣本數	平均數	標準差	變異係數
電子指數	80	327.66	12.38	3.78%
金融指數	80	948.70	55.26	5.82%
非電金指數	80	10,286.46	373.00	3.63%
大盤指數	80	8,263.98	300.46	3.64%

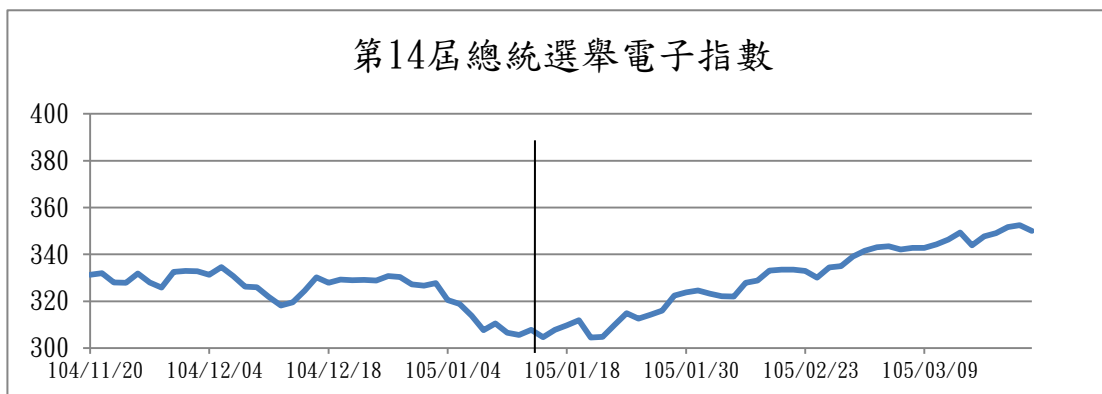


圖 1 第 14 屆選舉前後電子指數變動圖

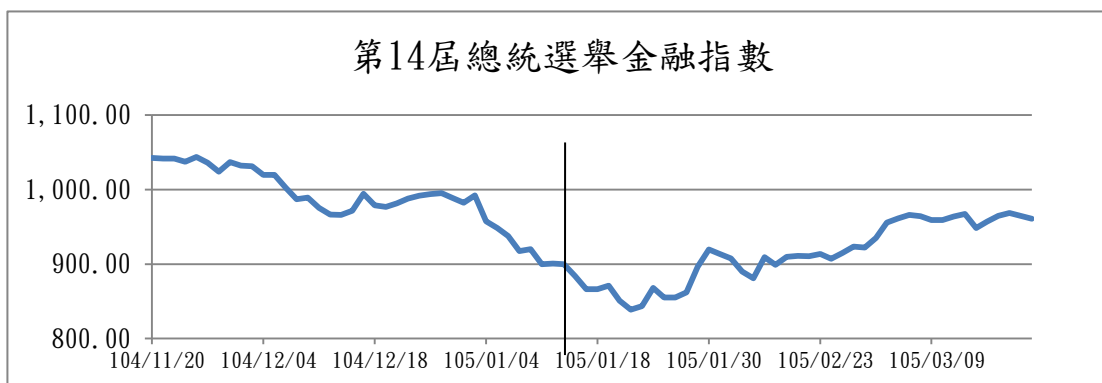


圖 2 第 14 屆選舉前後金融指數變動圖

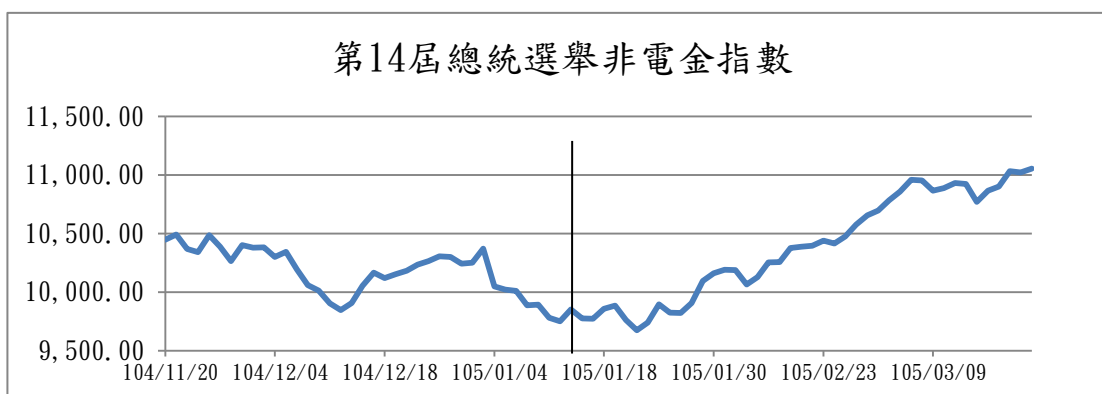


圖 3 第 14 屆選舉前後非電金指數變動圖

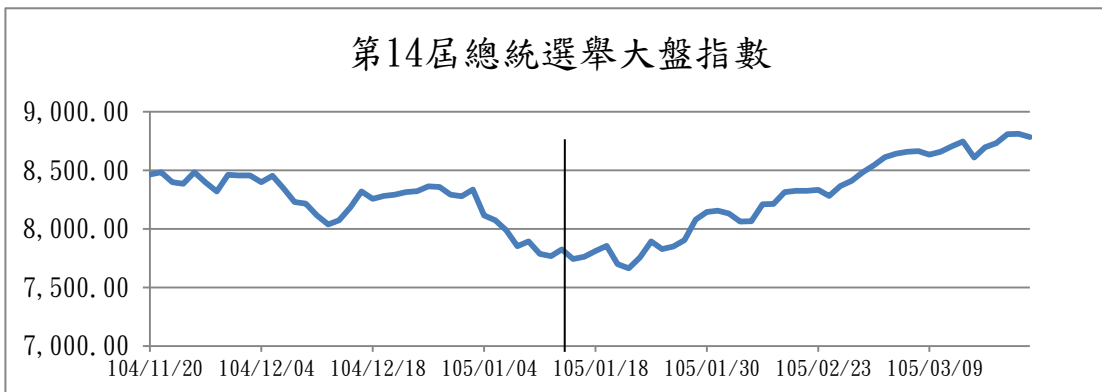


圖 4 第 14 屆選舉前後大盤指數變動圖

(二) 第 13 屆總統大選(當選人：馬英九、吳敦義)

由表 4 中，電子指數的變異係數值最大，表示電子指數在總統大選前後期間的波動最大。由圖 5 至 8 中可知，選前四大指數沒有明顯的選前行情，但選後則有較大的上漲行情，尤其是金融指數有較大漲幅。

表4 第13屆指數分析表

項目別	樣本數	平均數	標準差	變異係數
電子指數	80	275.89	20.45	7.41%
金融指數	80	806.97	44.56	5.52%
非電金指數	80	10,362.24	583.54	5.63%
大盤指數	80	7,423.51	479.23	6.46%

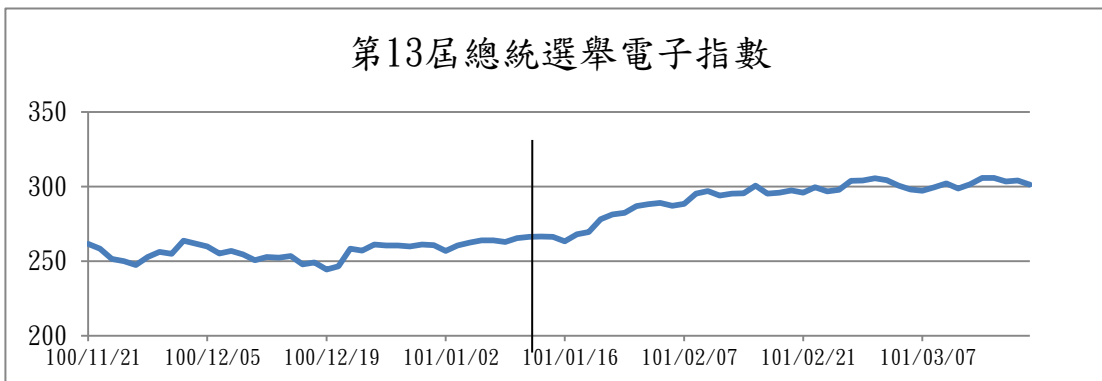


圖 5 第 13 屆選舉前後電子指數變動圖

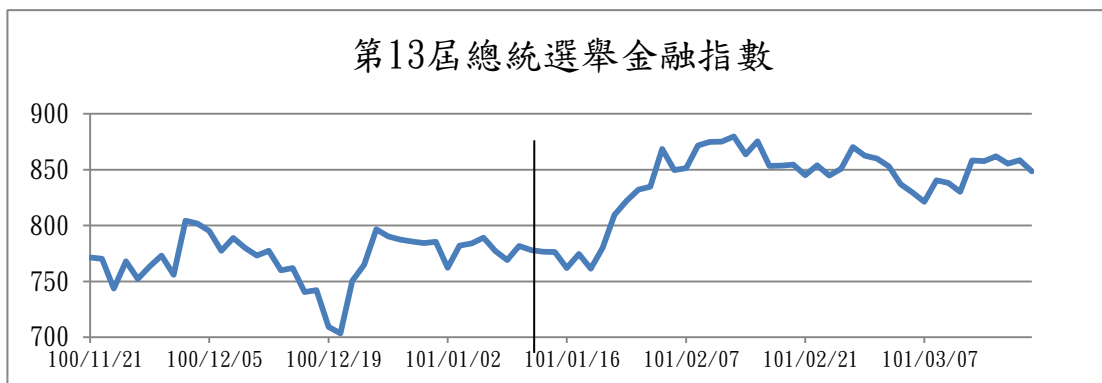


圖 6 第 13 屆選舉前後金融指數變動圖

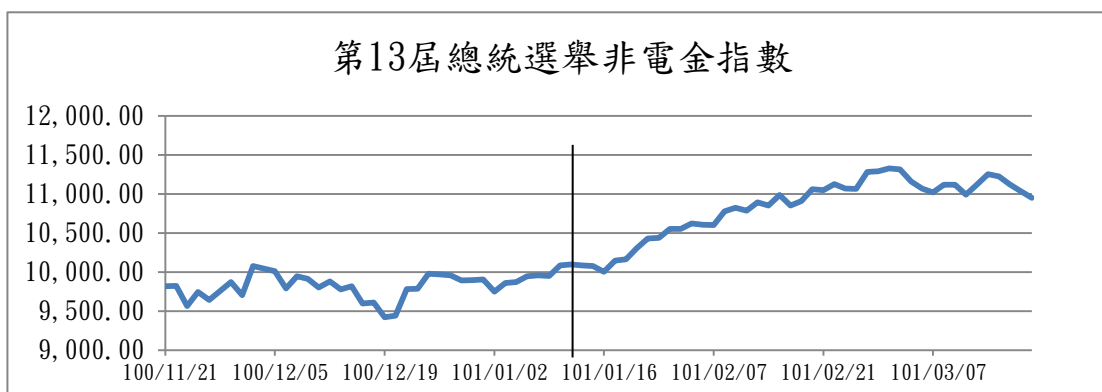


圖 7 第 13 屆選舉前後非電金指數變動圖

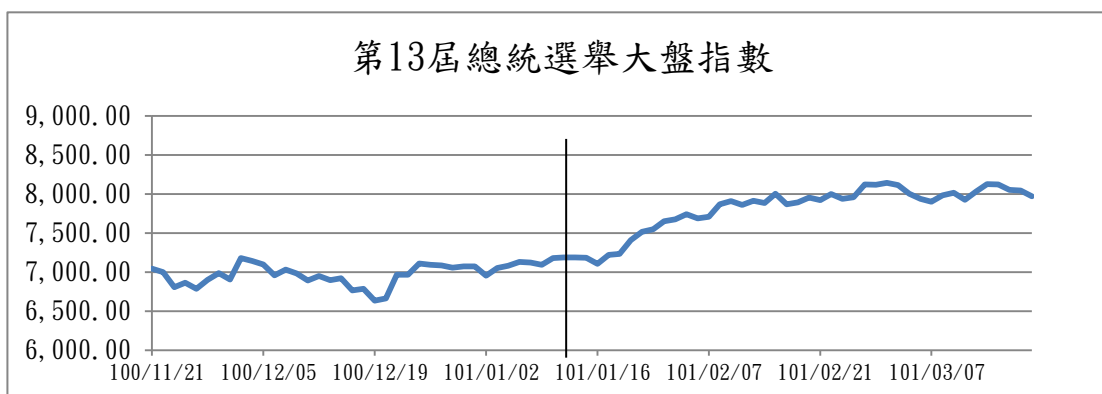


圖 8 第 13 屆選舉前後大盤指數變動圖

(三) 第 12 屆總統大選(當選人：馬英九、吳敦義)

由表 5 中，金融指數的變異係數值最大，表示金融指數在總統大選前後期間的波動最大。由圖 9 至 12 中可知，四類指數選前行情較為明顯，選後則較無行情。

表5 第12屆指數分析表

項目別	樣本數	平均數	標準差	變異係數
電子指數	80	320.49	18.56	5.79%
金融指數	80	1,115.45	78.60	7.05%
非電金指數	80	10,700.10	683.34	6.39%
大盤指數	80	8,465.40	510.96	6.04%

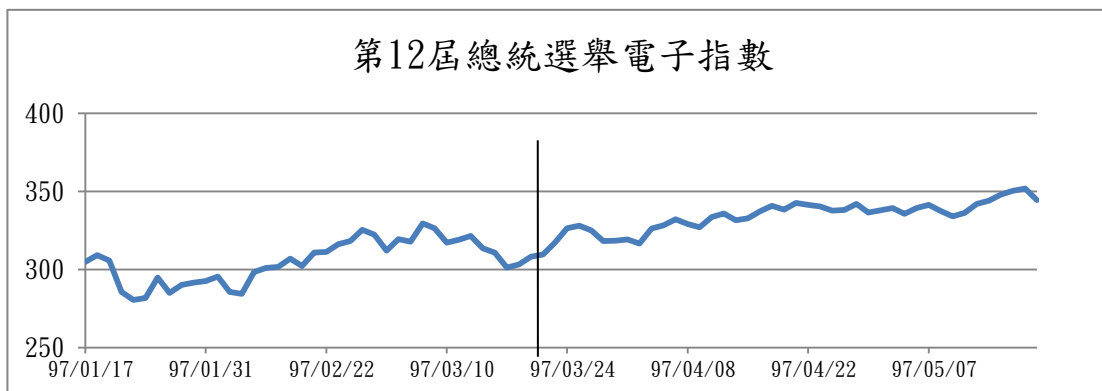


圖 9 第 12 屆選舉前後電子指數變動圖

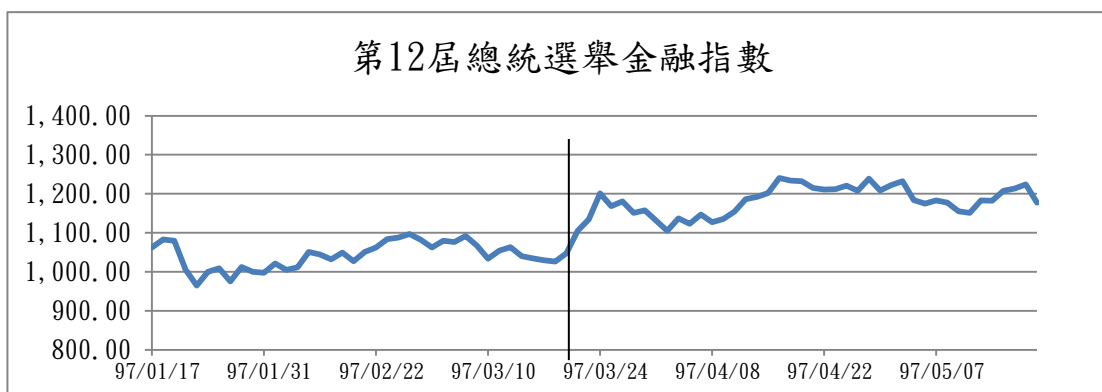


圖 10 第 12 屆選舉前後金融指數變動圖

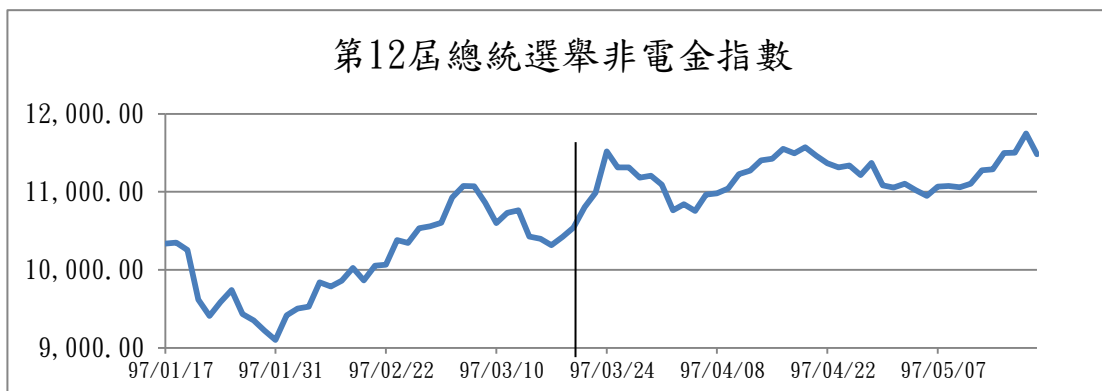


圖 11 第 12 屆選舉前後非電金指數變動圖

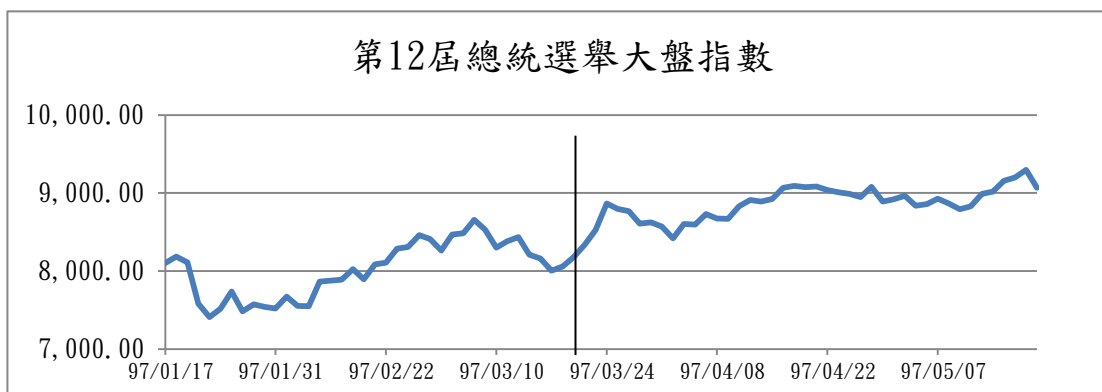


圖 12 第 12 屆選舉前後大盤指數變動圖

(四) 第 11 屆總統大選(當選人：陳水扁、呂秀蓮)

由表 6 中，金融指數的變異係數值最大，表示金融指數在總統大選前後期間的波動最大。由圖 13 至 15 中可知，三大指數選前沒有行情，選後 20 天的行情較為明顯。

表6 第11屆指數分析表

項目別	樣本數	平均數	標準差	變異係數
電子指數	80	267.05	11.59	4.34%
金融指數	80	1,021.33	56.26	5.51%
非電金指數	80	6,514.97	309.28	4.75%
大盤指數	80	267.05	11.59	4.34%

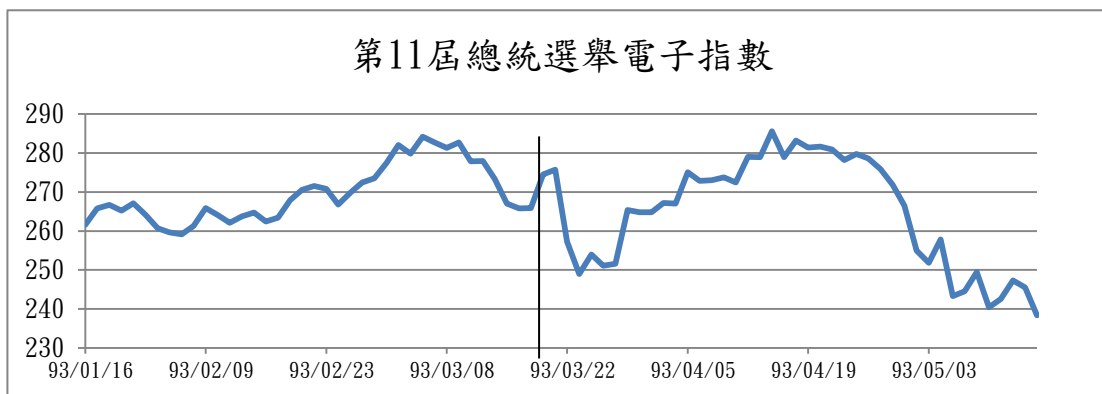


圖 13 第 11 屆選舉前後電子指數變動圖



圖 14 第 11 屆選舉前後金融指數變動圖

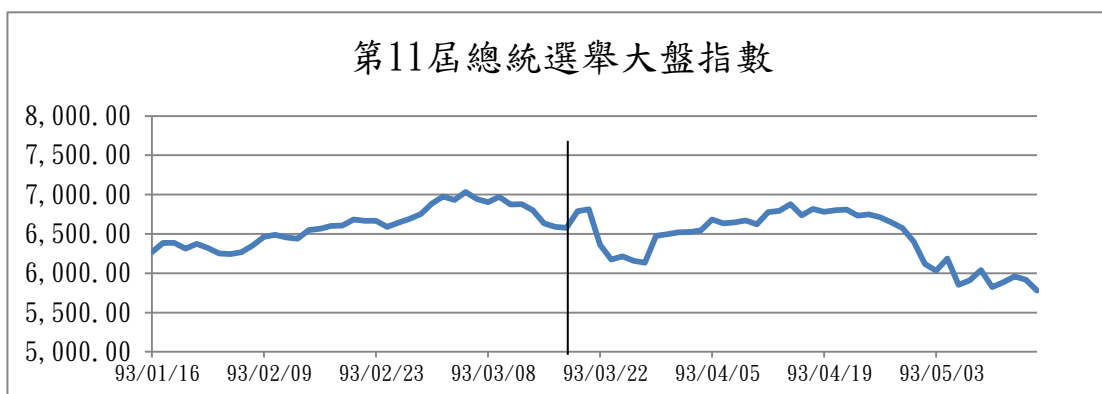


圖 15 第 11 屆選舉前後大盤指數變動圖

(五) 第 10 屆總統大選(當選人：陳水扁、呂秀蓮)

由表 7 中，金融指數的變異係數值最大，表示金融指數在總統大選前後期間的波動最大。由圖 16 至 18 中可知，三大指數選前沒有行情，選後 10 天有行情。

表7 第10屆指數分析表

項目別	樣本數	平均數	標準差	變異係數
電子指數	80	495.09	27.78	5.61%
金融指數	80	1,023.48	110.94	10.84%
非電金指數	80	9,396.62	526.26	5.60%
大盤指數	80	495.09	27.78	5.61%

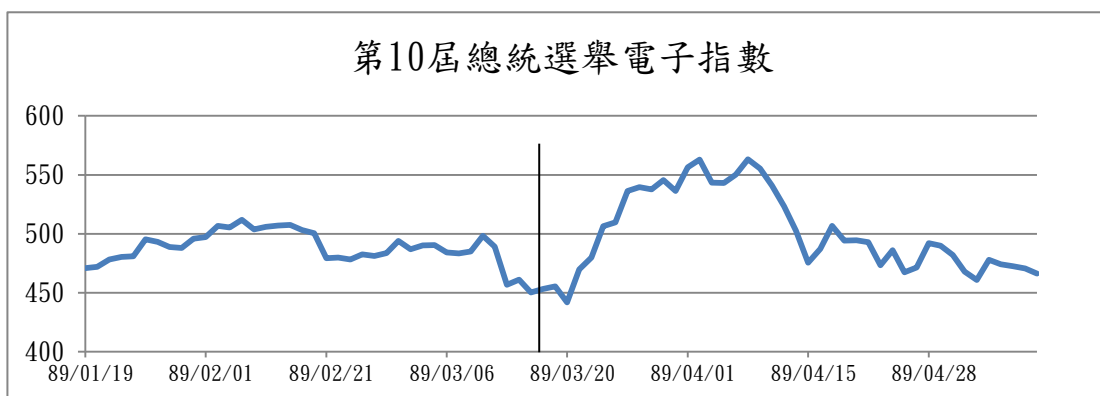


圖 16 第 10 屆選舉前後電子指數變動圖



圖 17 第 10 屆選舉前後金融指數變動圖

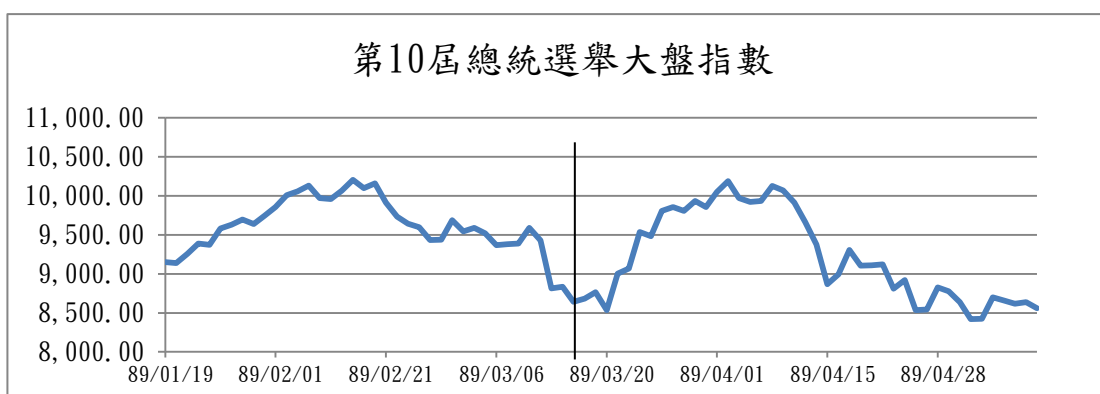


圖 18 第 10 屆選舉前後大盤指數變動圖

二、Chow 檢定

經過前面圖形分析後，緊接著進行 Chow 檢定，由表 3 可知，除了第 10 屆的金融指數與第 12 屆的電子指數選前選後並沒有結構性的改變，其餘各屆總統大選，各股價指數幾乎皆有結構性的改變。

深入分析第 10 屆總統選舉不影響金融指數績效報酬的原因，主要是因為「第一次金融改革」所致。李登輝總統共執政 12 年，卸任後的首次選舉是西元 2000 年，政治改革的氛圍瀰漫在當時臺灣社會上。民進黨提名陳水扁參選，所以陳水扁在選前所提

的第一次金融改革政見備受重視。因為金融改革實施前景的不確定性影響，在本屆總統選舉前後，金融指數並沒有明顯的波動，所以從數據結果顯示本屆總統選舉並不影響金融指數績效。

再者，分析第 12 屆總統選舉不影響電子指數績效報酬的原因，主要是因為「全球次貸風暴」所致。西元 2007 年 4 月美國次貸風暴產生，由房地產市場蔓延到信貸市場，很多金融機構極其客戶產生重大的虧損，造成 2008 年全球性金融危機（或稱 2008 年世界經濟危機），這是 21 世紀初世界經濟大衰退的重要因素。以電子業出口為導向的臺灣，受到全球經濟不景氣的影響，所以電子指數對於該屆總統大選並沒有產生影響。

綜合本章第二節的樣本資料基本分析、圖形分析與第三節的數據 Chow 檢定實證分析，我們可以得到一致的結果。臺灣民選總統至今，除了第 10 屆選舉的金融指數與第 12 屆選舉的電子指數不受大選的影響外，總統大選對臺灣股市績效報酬皆會產生影響。再深入分析本研究數據結果可以發現，各屆總統大選不論選前走勢如何，選後因為消除政治的不確定性，各大指數在一段時間內皆會有選後行情，唯行情時間的長短與幅度因當時時空背景而有所不同。

表3 臺灣總統大選對股市報酬影響歸納表

屆期 當選人	指數	CHOW 檢定		結構改變
		F 值	P 值	
14 蔡英文第一任	電子	188.8335	0.0000	是
	金融	228.7347	0.0000	是
	非電金	201.3832	0.0000	是
	大盤	227.4009	0.0000	是
13 馬英九第二任	電子	32.83784	0.0000	是
	金融	9.781249	0.0002	是
	非電金	31.49374	0.0000	是
	大盤	29.17381	0.0000	是
12 馬英九第一任	電子	0.510900	0.6020	否
	金融	15.44483	0.0000	是
	非電金	13.61855	0.0000	是
	大盤	5.230923	0.0074	是
11 陳水扁第二任	電子	8.931587	0.0003	是
	金融	24.30774	0.0000	是
	大盤	22.61014	0.0000	是
10 陳水扁第一任	電子	17.94872	0.0000	是
	金融	0.58180	0.5614	否
	大盤	9.051976	0.0003	是

伍、結論

由圖形分析與 Chow 檢定本研究得到一致的結果。除了第 13 屆電子指數在總統大選前後期間的波動較大外，其餘各屆都是金融指數的波動較大，顯見總統大選金融類股應是資金聚焦所在。另外由圖形分析，除了第 12 屆馬英九總統第一任選前有行情外，其餘各屆選前沒有顯著行情，選後才有行情。最重要的是，臺灣民選總統至今，除了第 10 屆選舉的金融指數與第 12 屆選舉的電子指數選前選後沒有明顯的結構改變外，總統大選對臺灣股市績效報酬皆會產生影響。再深入分析本研究數據結果可以發現，各屆總統大選不論選前走勢如何，選後因為消除政治的不確定性，各大指數在一段時間內皆會呈現正報酬，唯正報酬期間與幅度因當時時空背景而有所不同。

深入分析總統選舉不影響股市報酬的因素，主要有外在環境因素與選舉人政見中產業改革等兩大不確定因素。在第 10 屆總統大選時，選前聲望極高的候選人陳水扁先生提出「金融改革」，即為歷史所稱「第一次金改」，因為當時金融產業面臨改革的不確定因素與前景的不明，外資法人與散戶等股市參與者已收到金融改革的政見，但對於改革仍抱持觀望態度，所以本屆總統選舉前後並未對金融指數產生明顯的結構性影響。

西元 2008 年，在第 12 屆總統選舉時，全球面臨次貸風暴所產生的世界經濟不景氣。以出口為導向的海島型國家-臺灣，經濟當然受到外銷訂單大幅衰退的影響，其中，外銷最多的電子產業首當其衝也受害最深。因此，不論是在第 12 屆總統大選選舉前或選舉後，當時的電子指數皆呈現狹幅區間整理，並沒有因為選舉事件而有明顯的波動。

參考文獻

- 黃維本(2002)，選舉事件對股價指數之影響，高雄第一科技大學金融營運研究所碩士論文。
- 陳尚樂(2002)，政治選舉事件對股票市場之影響，國立政治大學政治學系碩士論文。
- 張宮熊(2000)，以灰色矩陣自我迴歸模式探討臺灣股票市場長期資訊傳遞結構，國立政治大學政治學系碩士論文。
- Gemmill, T. R. and R. B. Trimble (1999), "Overview of N- and O-linked oligosaccharide structures found in various yeast species," *General Subjects*, 50, 1-9.
- Gwilym, O. and M. Buckle (1994), "The Efficiency of Stock and Options Markets: Tests Based on 1992 UK Election Opinion Polls," *Article in Applied Financial Economics* 4(5), 345-354.
- Niederhofer, V. (1971), "The Analysis of World Events and Stock Prices," *Journal of Business*, 41, 193-219.
- Pantzalis, A. L. (1996), "Valuation of the operating flexibility of multinational corporations," *Journal of international business studies*, 47, 3-21.
- Pastor, L. and P. Veronesi (2017), "Political cycles and stock returns," unpublished working paper, Chicago Booth.
- Santa-Clara, P. and R. Valkanov (2003), "The presidential puzzle: Political cycles and the stock market," *Journal of Finance*, 58, 1841-1872.
- Schmitzer-Torber, N., J. Jackson, D. Henze, K. Harris, and A. D. Redish (2005), "Quantitative measures of cluster quality for use in extracellular recordings," *Neuroscience*, 131, 1-11.
- Wisniewski, T. P. (2016), "Is there a link between politics and stock returns? A literature survey," *International Review of Financial Analysis*, 47, 15-23.