

利用財務資料衡量消費券政策之預期效果

洪綾君

世新大學行政管理系助理教授

摘 要

金融海嘯自 2008 年 9 月開始快速地席捲全球，台灣的經濟情況亦無法自外於全球性的金融危機，股市一路下滑，許多公司也宣布實施無薪休假或裁員。我國經濟成長高度依賴出口，在國外需求急遽萎縮下，政府提出提振內需是維持國內經濟成長之手段，故提出振興經濟新方案，發放振興經濟消費券即為政府採取的即時措施之一。

政府此次發放的消費券之使用期限到 2009 年 9 月，其刺激經濟的實質效果仍有待未來計算與評估，惟在消費券推出前，由於報章媒體對政策的分析與討論，民眾已有相關預期心理的存在，根據市場有效的假設，民眾的預期心理將反映在股價的變化上，透過對相關消息的重要釋出日期之市場股價進行衡量與估算，可以探知民眾對該政策的效果之預期心理。本研究利用事件分析法提供的工具，試圖對消費券的效果進行民眾預期心理的衡量。

實證結果指出消費券並未如預期地在政策宣布的幾個相關時點造成普遍性的正向財務效果，但對幾個特定產業（百貨零售業、食品業與觀光業）卻的確在事件期間產生正向的財務效果。而學者提出公共政策由於訊息洩露造成的倒 U 型反應，亦可於這些產業的平均異常報酬率的變化中獲得證明。惟本研究僅針對民眾對消費券效果的預期心理進行相關估算，並非消費券在流通上創造的實際經濟效能，這是在解讀各個數字時需要注意與釐清之部份。

壹、前言

從 2008 年 9 月美國雷曼兄弟宣布破產後，金融海嘯快速地席捲全球，除了新興市場的經濟成長快速地從高峰跌下，連曾經是全球最幸福國家前幾名的冰島，都瀕臨破產邊緣。台灣的經濟情況亦無法自外於全球性的金融危機，股市一路下滑，許多公司也宣布實施無薪休假或裁員。我國經濟成長高度依賴出口，在國外需求急遽萎縮下，政府提出提振內需是維持國內經濟成長之手段，故提出振興經濟新方案，除了擴大公共建設投資、推動都市更新、提振民間投資等長期措施外，發放振興經濟消費券即為政府採取的即時措施之一。

由於金融海嘯來得又急又猛，政府在民意的要求下需要作出立即的回應，故 2008 年 5 月方執政的新內閣在各方催促之下，從概念提出到立法院三讀通過，振興經濟消費券的整個決策過程僅用了四個月，並趕在 2009 年的農曆春節前，將消費券利用村里投票所的管道，發放給國人，以期帶動年前買氣，刺激經濟成長。而各大賣場與旅遊業者也紛紛推出相應的優惠措施，希望帶動業績的成長。政府此次發放的消費券之使用期限到 2009 年 9 月，故其刺激經濟的實質效果仍有待未來計算與評估，惟在消費券推出前，由於報章媒體對政策的分析與討論，民眾已有相關預期心理的存在，如果民眾預期消費券將對經濟帶來正面效果，那這個預期有無針對特殊產業？或是相反地，民眾在預期上根本不認為消費券的發放將有刺激景氣之作用？這種問題可利用民眾的預期心理進行評估。根據市場有效的假設，民眾的預期心理將反映在股價的變化上，透過對相關消息的重要釋出日期之市場股價進行衡量與估算，可以探知民眾對該政策的效果之預期心理。政府在全球性的危機與困境下，擬定與實行的消費券政策，到底民眾對它的預期評估為何？若與政府的期待不符，是政府政策未符合民眾期待，或是政府在與民眾溝通政策內容時應更審慎與精緻？針對這些問題，本研究利用事件分析法提供的工具，試圖對消費券的效果進行民眾預期心理的衡量。

貳、利用財務資料衡量公共政策的預期效果

在財務經濟學中指的市場有效或理性預期的假設 (rational expectation)，指的是股票價格會反映所有的現有資訊，也就是當有新訊息在市場上出現時，股票的價格會完全充分地反映該新訊息，而調整到其合理價位 (Fama, 1970)，且同時建立了事件研究法 (Event study method) 的實證模型來衡量這個想法。其後，這個方法廣為財務會計領域使用，許多財會學者利用此一概念進行新訊息對市場衝擊的實證研究，這些新訊息包括公司的合併、公司與財務有關訊息的公布 (如

營收、新的研發計畫、股利等)、公司的廣告、公司的產品上市等等，相關的研究已有豐碩的成果。後來，這個方法亦被利用於衡量研究發展的成果是否為公司創造正向的市場價值（例如 Sorescu, 2003；Hung, 2007）。

事件研究法是利用新消息在市場上是否產生「異常報酬」(abnormal return)，來斷定某個事件釋放出來的新資訊是否對市場產生衝擊，再進一步地以觀察「異常報酬」的正負與統計上的顯著與否，來判斷市場對該事件（或新資訊）的評價。其主要是利用評估某個股票是否在某事件發生的時點前後出現了所謂的「異常報酬」——即實際上發生的股價報酬與模型推估出來的預期報酬之相差值（Brown and Warner, 1980），而預期報酬可能是當日股市的報酬平均指數，或是經由統計方法推估的個別報酬，但還是以股市的平均報酬為基準來推估，這樣的方法可以消除股市的循環性上下震盪的影響。雖然該研究法在財務、經濟以及會計領域上已被廣泛運用，但利用事件評估法評估公共政策的相關研究仍不多見，大多見於財稅法令的評估（如 Ellert, 1976；Evans, Ringel and Stech, 1999；Ellison and Mullin, 1995；汪瑞芝、陳明進、林世銘, 2005），或是評估某一特定事件來反映公共政策的影響（如 Whinston and Collins, 1992）。

總之，研究者利用事件研究法比較實際上發生的股價與預期應該發生的股價在某個事件發生的期間是否有統計上的顯著區別，來斷定某項資訊是否對市場產生影響或衝擊，以及利用「異常報酬」的正負與統計上的顯著與否，來判斷市場對項個資訊產生是正向或負向的評價。在使用事件研究法的相關研究中，常被使用的變數為累計異常報酬率(Cumulative Abnormal Return, CAR)（參見 Chan et al. 1990；Doukas and Swizer 1992；Kelm 1995 等人的研究）；其他也常被用到的變數則有利用異常報酬來算出淨現值（Sorescu et al. 2003）或是異常報酬本身（Austin 1993, 2000）。

在 1980 年代前後，有不少研究利用事件研究法對公共政策的制定或改變影響進行財務評估，主要是針對證交法、反壟斷法或稅法進行相關研究，茲將相關研究列舉如下：

由於 1907 到 1920 年間，美國的三十二個州開始管制電價，Stigler and Friedland（1962）研究電價管制的法令對 20 家電力公司的影響。結果並沒有發現受到法令改變影響的公司和未受法令改變影響的公司有任何不同之處。¹

¹ Schwert（1981）針對他們的研究提出的批評與問題：1)用 13 年的時間太長，任何可能的影響都被沖淡掉了（例如，一開始的影響也許是股價掉了 26%，但是用 13 年來看，每年不過是 2% 的影響，標準誤亦同，造成這個影響變得統計上不顯著）；2)由於使用橫斷面分析(cross-sectional)導致了兩個統計上的問題：遺漏變數(omitted variable)，即風險，與殘差項的相關(intercorrelated

Ellert (1976) 研究從 1950 到 1972 年間被美國司法機關的反壟斷局或聯邦貿易委員會提出反壟斷訴訟的 205 件案件，他研究訴訟案件被提出到最後裁決這段期間的公司股價反應，但並沒有發現反壟斷訴訟對公司的股價有顯著的影響出現，他的研究反而顯示即使公司被強制放棄之前併購的資產，公司的股票也並沒有出現顯著的負異常報酬率。

Kellogg (1984) 則是研究因違反 1934 年頒布的證交法而被提起訴訟的公司，通常這些公司被提起訴訟的原因不外是公司財務報表造假或是有誤導投資人之嫌，以致投資人在買賣該公司股票時蒙受損失。Kellogg 發現當公司的會計缺失被發現與公布時，這些公司因股票價值產生的市值損失通常在一億美元左右。

Ellison and Mullin (1995) 研究 1910 到 1914 年間，50 個可能被 1912 年的糖業關稅改革影響的廠商。他們發現被影響最大的是糖業製造商，也就是那些當初在糖業關稅保護獲利的廠商。而影響最大的事件點是參議院與總統公布時點，早期對這項政策討論對投資人造成的影響並不大。

汪瑞芝、陳明進、林世銘 (2005) 針對土地增值稅減半的研究，則是少數幾個國內利用事件研究法評估公共政策的例子。從 2001 年一月到六月底的 119 個交易日，針對與土增稅減半相關的十個事件日進行檢定，他們發現市場可能預期政府採取的土地增值稅減半措施將有利於刺激不動產活絡，故在消息宣布時普遍均有顯著的股票異常報酬。

由以上的相關案例研究看來，通常研究者會選擇與市場高度相關的財稅政策進行事件研究法的分析與檢定，這與一般投資大眾較為關心財稅政策，以及財稅政策將影響公司未來現金流量的情形相當一致。

目前不論國內外，運用事件研究法評估公共政策的效果的研究仍屬少數，分析其原因可能為：1)目前公共政策相關評估以其真正的產出，如目標實現程度的評估為主 (丘昌泰，2006)，較少以民眾預期的角度出發；2)事件研究法提供的為公共政策實施過程中，透過股市反映出來的預期心理部份，可當作公共政策對社會衝擊的反應，但真正的效果仍需多方評估；3)事件研究法需要的某些假設前提，如消息是未被民眾預期的，這些前提在公共政策制定過程中不見得可以滿足。

如前所述，事件研究法奠基於市場有效與理性預期的假設上。但在與事件研究法有關的研究中，提出另一項重要的前提為，市場主要是對沒有預期到的事

disturbances)，通常同產業的廠商會出現這個現象，故建議應使用時間序列分析法 (time-series)。

件產生反應，也就是股票的變動是市場針對未被投資者預期（或完全預期）的事件發生的反應。這也同時暗示著，利用股票報酬來衡量某個事件的財務效果時，最好這個事件是沒有被投資者完全預期到的事件。

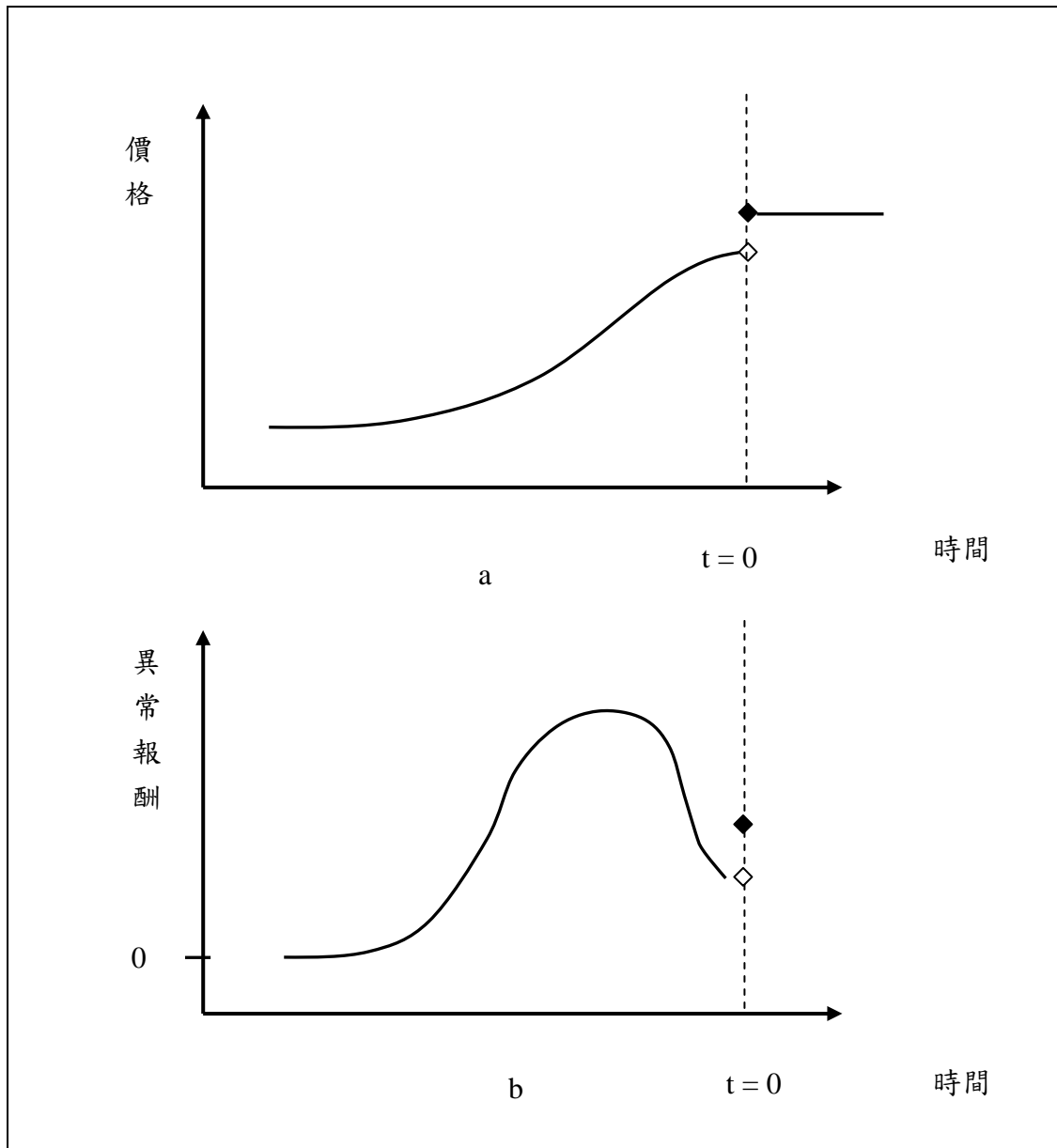
同樣地，如果要用事件研究法來衡量某項政策（或政策改變）的效果，這項政策最好也是沒有被完全預期到的政策，對既有或已完全被預期到的政策，我們很難利用股票的收益去測出它的影響。通常如果某項政策的制定或修正會反應到股票價格上的話，這個反應也只存在於這個政策第一次被預期到的時點（Schwert, 1981）。換句話說，由於公共政策的制定或討論通常都會經過一個漫長的討論過程，除了早期在各種聽證會、學術研討的政策討論外，進到政策決策單位還有行政機構到立法機構的層層關卡，每個階段都會造成所謂的訊息洩漏的情形（Ellison and Mullin, 1995: 347）。這種一步一步地訊息洩漏的情形，會增加研究者定義那個時點最適合測量政策制定或改變帶來的影響的困難。研究者對這個問題的克服方法為：找出數個最可能反應政策制定或改變的時點，利用事件研究法來測量這幾個時點公司的財務變化（例如 Ellison and Mullin, 1995；汪瑞芝、陳明進、林世銘，2005）。

由於在事件正式公開（政策真的頒布施行）前訊息洩漏的特質，使得在運用事件研究法評估公共政策時，無法遵守傳統事件研究法的假設，即股價對某個事件產生的反應為一個不連續的上揚模式²。換句話說，在某事件正式公開宣布的前後幾天，由於受到這個沒有被預期到之事件的刺激，某些公司的股票價格大幅上揚。反之，當訊息逐漸釋出給公開大眾，投資人可以預期到事件的發展方向時，市場則是慢慢地對這項訊息作出回應。在這種情況下，股價的反應則可能呈現一個S型的上揚趨勢。雖然價格有可能在事件確切公布日當天出現小幅的不連續上揚現象（如圖一（a）中，在 $t=0$ 時實點和未填滿點中間的距離），但最大幅度的價格改變並不在時點 $t=0$ 時。若不以股票價格，而是以事件研究法較常用的變數--異常報酬--來看（亦即圖一的（b）），則可以很明顯地看出，異常報酬率在事件正式公開宣布前的一段時間已開始慢慢對事件作出反應，呈現逐步上升的趨勢，但異常報酬率的最高點並不在事件宣布的當天，而是在更早以前。雖然在事件日當日（ $t=0$ ）時，異常報酬率可能會有一個小幅上揚，至菱形的實點處，但這一天（或前後幾天）的異常報酬應該不會是事件創造出的最高異常報酬點。如果研究者忽略了這個特性，遵照傳統的事件研究法測量公共政策的效果，則有可能會低估了某個政策的制定或改變帶來的真正影響（Ellison and Mullin, 1995:

² 本討論是假定事件對市場帶來正面影響，是故不論是股價或是異常報酬都對事件呈現正向的回應。如果事件是被預期將減少公司未來的現金流量（如增稅），則會和本討論的方向相反。

352)。

以 Ellison and Mullin (1995) 為例，他們利用事件研究法測量美國國會考慮降低糖的關稅，他們為了克服訊息洩漏的問題，就定義了四個相關的事件時間：委員會、眾議院、參議院以及總統決議。而汪瑞芝、陳明進、林世銘 (2005) 也在研究土地增值稅減半帶來的影響時，定義出十個事件日 (從 2001 年 8 月經發會開時討論該議題到 2002 年 2 月該修正條文正式生效為止)，分別測量每個事件日營建業及金融保險業的異常報酬率。



圖一 市場對公共政策制定或改變可能的反應

資料來源：修改自 Ellison and Mullin (1995: 353)。

參、消費券政策的形成過程及重要時程

發放消費券以提振經濟的政策，最早在 2008 年 9 月 8 日由中央研究院院士管中閔提出建議，後來行政院提出「振興經濟消費券發放特別條例草案」，最後行政院在 2008 年 11 月 20 日之院會拍板定案，並在 2008 年 12 月 15 日由立法院三讀通過，決定在 2009 年 1 月 18 日開始發放每人新台幣 3600 的消費卷，從提出構想到三讀通過，整個的決策時間僅短短的四個月，且報章新聞等媒體亦進行許多討論，且與民眾息息相關，故民眾對此議題相當熟悉，適合運用此事件進行民眾預期心理之評估。消費券討論與實行重要時程如表一所示。此外，消費券所需經費以特別預算方式編列，消費券的消費形式為不得找零、轉售、兌換現金、商品禮券、現金禮券，或以電子、磁力、光學等形式儲存金錢價值使用。

根據內政部統計，全台灣符合領券資格者計 2319 萬 7916 人(中央社新聞，02/07/2009)，以每人領取 3600 元計算，共預計發放約 835 億金額的消費券。預估會因消費券受惠的產業有百貨零售業、食品業、菸草等民生相關企業。

表一 消費券重要相關時程

時間	內容
2008 年 9 月 8 日	消費券討論最早見諸報端
2008 年 11 月 16 日	消費券特別條例正式提出
2008 年 11 月 18 日	確定消費券金額為新台幣 3600 元
2008 年 11 月 24 日	行政院臨時院會通過消費券特別條例
2008 年 12 月 5 日	立法院三讀通過

資料來源：本研究整理自聯合新聞網資料庫

肆、研究目的與方法

一、研究目的與假設

本研究的目的是為衡量民眾對消費券政策的心理預期效果，主要是利用市場有效的假說，加上事件研究法提供的工具對消費券政策產生的效果進行估算。本研究提出三項假設：

假設一：民眾預期消費券將對經濟帶來正面效果，即估算出的普遍性財務效果將為正向。

假設二：民眾預期消費券的效果針對特殊產業，百貨零售業、食品業、菸草等民生相關企業的股價反映將超過一般的反應水準或其他產業。

假設三：消費券的政策公布前，市場價值的反應為倒U型。

二、利用事件研究法估算異常報酬率

Brown and Warner (1980, 1985)提出，通常衡量股票預期報酬的方法有三：

1. 平均調整模式 (mean adjusted returns model)

此模式假設個別證券在沒所要研究事件的影響之下，事件期各期之預期報酬率，為該證券在估計期之平均報酬率。也就是說，由估計期計算得到的平均報酬，將直接被當作事件期每一期，在沒所要研究事件或資訊影響下之預期報酬。

2. 市場調整模式 (market adjusted returns model)

此模式係假定個別證券在沒所要研究事件的影響下，事件期當中之某一期之預期報酬率，即為同期之市場報酬率。在事件日，用市場大盤的報酬率，代表各股的預期報酬率。但至於應用市價加權指數還是平均加權指數來計算市場報酬率，則有不同的說法支持。理論上是使用市價加權指數計算較理想，但 Brown and Warner(1980)的模擬實驗中，卻發現使用平均加權指數比較能發現異常報酬（轉引自沈中華與李建然，2000：28）。

3. 最小平方市場模式 (ordinal least square (OLS) market model)

最小平方市場模式利用單一股票報酬與市場整體報酬的線性關係以建立其預期報酬³，許多研究都採用該模式來計算預期報酬，最小平方市場模式的方程式可表示如下：

$$E\{R_{it} | \Omega_{t-1}\} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt}$$

t: 訊息發表日期(時間); i: 個別公司; Ω : 資訊集合

方程式中， R_{Mt} 是股票組合的報酬，而 $\hat{\beta}_i$ 則為估計出的廠商系統風險，此兩個市場模型的參數 (α , β) 是從事件發生前的估計期間所得出。異常報酬

³ 本模式屬於風險調整法(Risk-Adjustment Returns Model)的一種，雖然是風險調整法中最簡單的一個方法，也是在目前文獻中最被廣泛應用的模式。

可以表示如下：

$$\text{預期股價報酬： } E\{R_{it} | \Omega_{t-1}\}$$

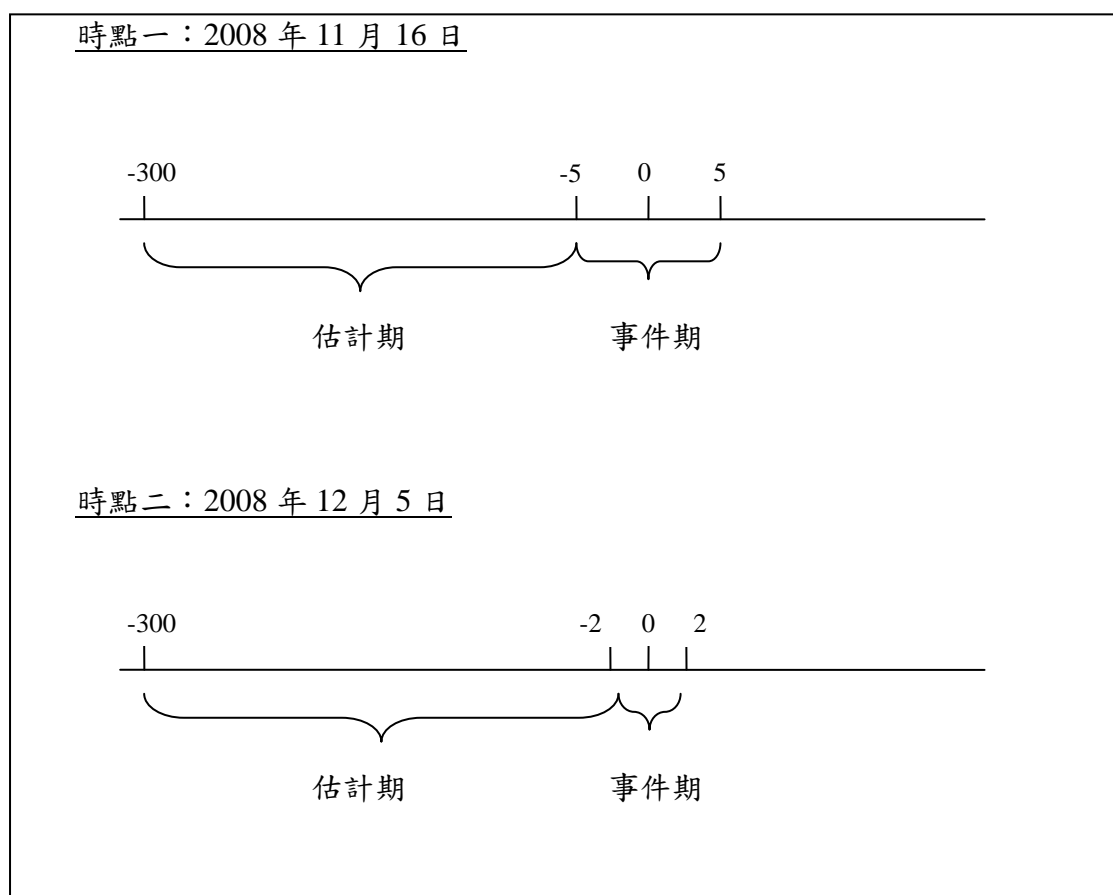
$$\text{實際股價報酬： } R_{it}$$

$$\text{異常報酬： } AR_{it} = R_{it} - E\{R_{it} | \Omega_{t-1}\}$$

$$\text{平均異常報酬： } AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (\text{若有 } N \text{ 間公司})$$

平均異常報酬指的是在事件發生期間的某一日 t ，所有公司異常報酬的平均。而前面提到的常被衡量創新研究所使用的變數：累積平均異常報酬率（CAR）則是把平均異常報酬率累加一段期間所得，通常這段累加的期間會在研究者定義的事件期間範圍內，而研究者定義的事件期間通常會是事件發生日的前後三日到十日左右。

本研究採取最小平方市場模式，以日估計的方式，在估算預期股價報酬時，採取交易所平均加權指數為 R_{Mt} （股票組合的報酬）。在事件日的決定上，表一列出消費券的重要時程，由於消費券的決策時間相當短，幾個重要時點相距很近，本研究僅取 2008 年 11 月 16 日消費券特別條例正式提出，以及 12 月 5 日立法院三讀通過這二個時點進行異常報酬的估算，且將 11 月 16 日的事件期拉長為前後五天，即連事件日本身共計十一天的事件期。12 月 5 日則將事件期維持在包括事件日在內的前後各二天，即共五天的事件期。估算的二個時點以及各時點的事件期與估計期如圖二所示：



圖二 估計期與事件期

資料來源：本研究

三、母體與樣本

本研究利用台灣經濟新報資料庫所提供的事件研究模組進行異常報酬的估算。該資料庫總共包含有 32 種產業，1527 家公司的股價資料。如圖二所示，本研究採取事件期前的 300 天估計期，以時點一為例，估計期為事件日發生前的 6 天至 300 天，共 250 天，並採用系統設定的，估計期至少要有 100 天以上。在 1527 家公司中，符合估計期至少要有 100 天的公司，在時點一為 704 家公司，在時點二則為 705 家公司。由於預估會因消費券受惠的產業有百貨零售業、食品業、菸草等民生相關企業，除了對所有公司進行異常報酬的估算外，本研究亦對食品業與貿易百貨業進行估算，另外由於許多飯店與旅遊業者針對消費券提出許多促銷優惠，故亦針對觀光業進行相關估算。各產業包含的廠商數如表二所示：

表二 樣本數目

	所有產業	食品業	觀光業	貿易百貨業
時點一 (11月16日)	704	20	6	10
時點二 (12月5日)	705	20	6	10

資料來源：本研究

伍、研究發現

事件研究法對消費券政策討論過程中二個時點的異常報酬率估算的結果如表三及表四所示。由表三可知，在11月16日消費券特別條例正式提出的當天，所有的704家公司之平均異常報酬率為(-0.596%)，且統計上顯著，與消費券將帶來正面經濟刺激的預期不符，但若將事件期拉長到五天前，則在事件日的前五天，也就是11月11日時，則出現達1.23%的正向平均異常報酬率，證明了對公共政策的預期反應的時點有提前的現象。即民眾在事件宣布前已預知該政策將要宣布，故其投資的動作往前提，並反映在股價上。時點二亦有相似的反應，即正向的平均異常報酬顯現在事件日的前二天。但對時點一或時點二的整個事件期來說，不論是時點一的十一天，或是時點二的五天，都未見正向的累積異常報酬率（見表五及表六）。故此結果不支持假設一，即民眾並未預期消費券將對經濟整體帶來正面效果，也就是估算出的普遍性財務效果並不為正向。

但若以個別可能受影響的產業來看，表三的數字顯示，在時點一時貿易百貨業的異常報酬率較其他產業來得高，若再以整個事件期的累積異常報酬率來看（表五），貿易百貨業在事件日的前四天到後五天均有正向的顯著累積異常報酬率，且到事件日後的第五日已累積至17.58%，故貿易百貨業應為此政策受益最大的產業，即民眾預期消費券將為貿易百貨業帶來較大的利益。雖然食品業亦有正向的14.536%的累積異常報酬，但仍較貿易百貨業來得低些，更遑論觀光業的不顯著以及所有公司的表現為顯著的負向累積異常報酬。

而以時點二來看，這時在時點一已經顯現反應的貿易百貨業反而未出現較高的平均異常報酬率，反而是之前未有顯著反應的觀光業在整個事件期間的累積異常報酬出現顯著及正向的反應，可見有些民眾對某些產業的評估有較落後的趨勢。但以這幾個產業在時點一及時點二的反應來看，皆支持假設二，即民眾預期消費券的效果針對特殊產業，百貨零售業、食品業與觀光業等民生相關企業的股價反映將超過一般的反應水準或其他產業。

表三 時點一（11月16日）平均異常報酬率估算結果

事件日	所有公司	食品業	觀光業	貿易百貨業
-5	1.230 ***	1.461	4.232 **	0.464
-4	0.290 **	2.304 ***	-2.052	3.479 ***
-3	-0.886 ***	0.576	0.547	3.620 ***
-2	-0.588 ***	-1.545	-3.549 **	-1.843 **
-1	-0.491 ***	0.058	1.557	0.333
0	-0.596 ***	0.957	2.100	-0.305
1	-0.917 ***	5.860 ***	4.083 **	2.968 ***
2	-0.644 ***	4.707 ***	-1.261	4.949 ***
3	0.242	-0.315	-0.253	0.179
4	0.155	0.556	1.419	3.817 ***
5	0.113	-0.084	0.672	-0.077

註：*為 p<0.1; **為 p<0.05; ***為 p<0.01;
資料來源：本研究

表四 時點二（12月5日）異常報酬率估算結果

事件日	所有公司	食品業	觀光業	貿易百貨業
-2	0.933 ***	4.804 ***	6.050 ***	1.792 *
-1	-0.115	-2.234 ***	-2.901 *	-0.266
0	-0.178 *	0.326	3.463 **	0.555
1	-0.078	-0.575	0.512	1.131
2	-0.530 ***	-1.657 **	0.391	-1.846 *

註：*為 p<0.1; **為 p<0.05; ***為 p<0.01;
資料來源：本研究

表五 時點一（11月16日）累積異常報酬率估算結果

事件日	所有公司	食品業	觀光業	貿易百貨業
-5	1.230 ***	1.461 **	4.232 ***	0.464
-4	1.507 ***	3.766 ***	2.180	3.943 ***
-3	0.614 ***	4.342 ***	2.727	7.644 ***
-2	0.033	2.797 **	-0.822	6.028 ***
-1	-0.437	2.855 **	0.735	6.048 ***
0	-1.052 ***	3.812 **	2.835	5.743 ***
1	-1.967 ***	9.672 ***	6.918 *	8.711 ***
2	-2.635 ***	14.379 ***	5.658	13.660 ***
3	-2.399 ***	14.064 ***	5.405	13.839 ***
4	-2.261 ***	14.620 ***	6.823	17.656 ***
5	-2.102 ***	14.536 ***	7.495	17.580 ***

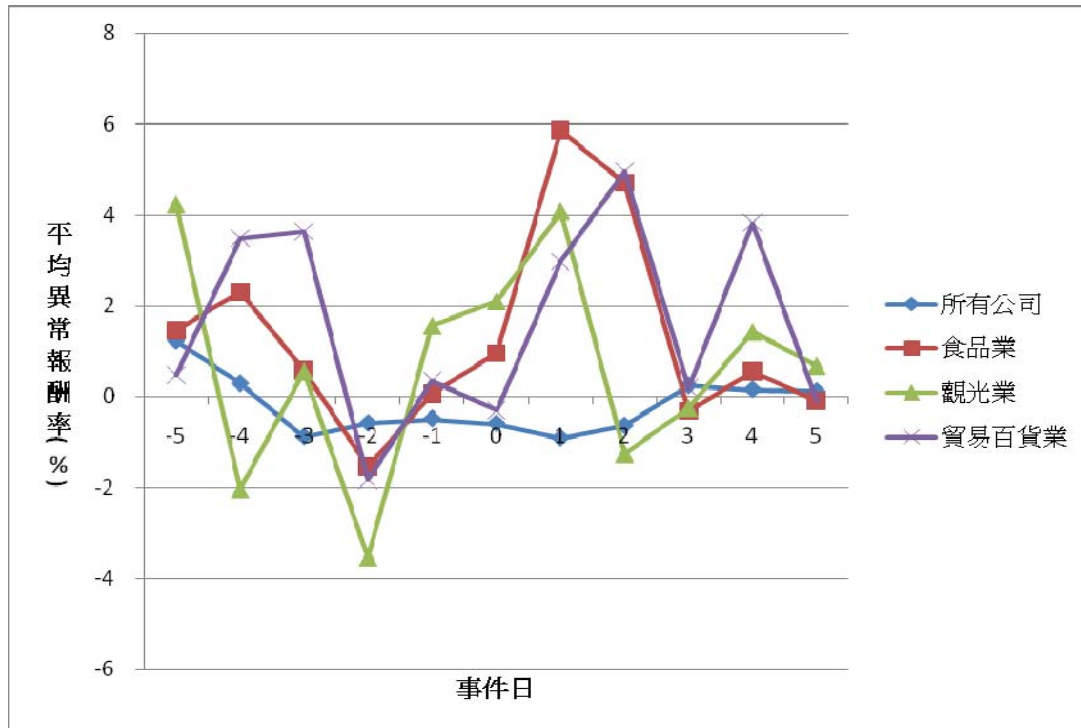
註：*為 p<0.1; **為 p<0.05; ***為 p<0.01;
資料來源：本研究

表六 時點二（12月5日）累積異常報酬率估算結果

事件日	所有公司	食品業	觀光業	貿易百貨業
-2	0.933 ***	4.804 ***	6.050 ***	1.792 *
-1	0.801 ***	2.570 ***	3.148	1.526
0	0.613 ***	2.896 ***	6.611 **	2.081
1	0.519 ***	2.321 *	7.123 **	3.213 *
2	-0.016	0.664	7.515 **	1.366

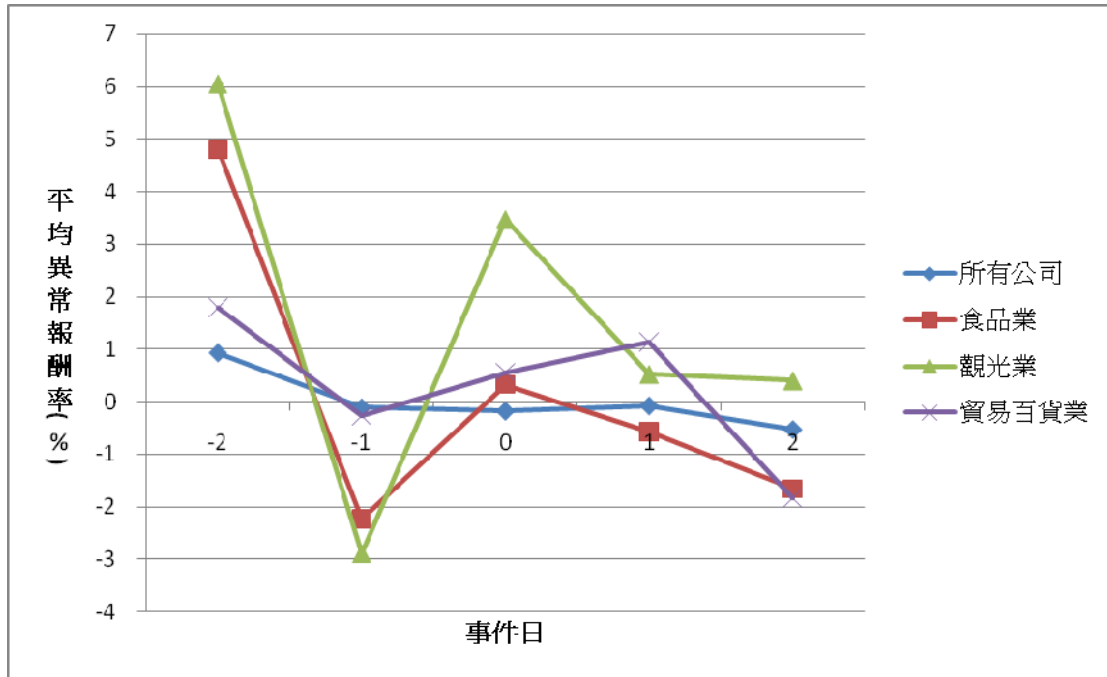
註：*為 $p < 0.1$; **為 $p < 0.05$; ***為 $p < 0.01$;
資料來源：本研究

最後關於假設三，即消費券的政策公布前，市場價值的反應為倒U型。以時點一的平均異常報酬率來看（圖三），雖然在所有公司的線段看不出來任何趨勢，但在時點一反應最強的貿易百貨業的確有倒U型的現象產生，即較高的平均異常報酬率在事件日之前出現，而非在事件日當日產生。同樣的現象亦可在食品業看出，觀光業在其中較無法看出這個趨勢。最後，在時點一的事件期間最高的平均異常報酬率並非在事件日之前發生，以三個產業來看，幾乎都出現在事件日之後，如食品業出現在事件日的後一天，觀光業和貿易百貨業都出現在事件日的後二天，可見民眾的反應反而是有遲延現象。時點二的事件期設定較短，為五天，較無法看出倒U型反應（如圖四）。故將事件期試著拉長至十一天，繪製圖形如圖五，則三個產業都有倒U型的現象產生。是故此結果支持假設三。



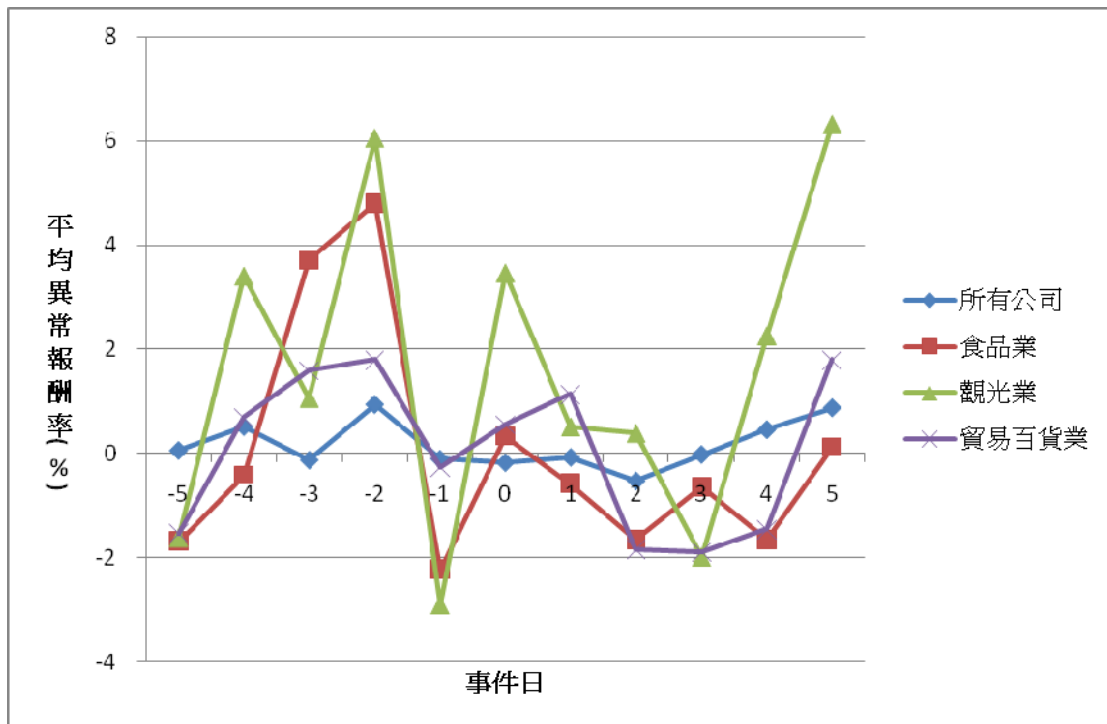
圖三 時點一（11月16日）平均異常報酬率估算結果示意圖

資料來源：本研究



圖四 時點二 (12月5日) 異常報酬率估算結果示意圖：(-3, +3)

資料來源：本研究



圖五 時點二 (12月5日) 異常報酬率估算結果示意圖：(-5, +5)

資料來源：本研究

陸、結論

在全球經濟危機襲來，各國政府難以放任自由市場繼續自行運作下，許多國家的政府紛紛提出各種振興經濟的方案，而振興經濟消費券即為我國政府採取的振興經濟措施之一。本研究在市場有效的假設下，利用事件研究法衡量民眾對該政策的預期心理反應，並提出三項假設。實證結果支持假設二及三，但拒絕假設一，即雖然消費券並未如預期地在政策宣布的幾個相關時點造成普遍性的正向財務效果，但對幾個特定產業（百貨零售業、食品業與觀光業）卻的確在事件期間產生正向的財務效果。而學者提出公共政策由於訊息洩露造成的倒U型反應，亦可於這些產業的平均異常報酬率的變化中獲得證明。

惟本研究僅針對民眾對消費券效果的預期心理進行相關估算，並非消費券在流通上創造的實際經濟效能，這是在解讀各個數字時需要注意與釐清的部份。本研究結果指出，消費券並未如預期地在政策宣布的幾個相關時點造成普遍性的正向財務效果，這可能導因於能受益於消費券的產業有限，故民眾不認為消費券的發放能夠普遍性地為經濟注入活力，使得普遍性的財務效果反應不如預期。但本研究亦提供了證據，顯示消費券政策的確為幾個相關產業帶來正向經濟效果。

民眾對公共政策的預期心理可部份反應在其對股市的投資行為上，決策者若能瞭解民眾對政策的預期反應，並探究其可能原因，可幫助決策者在與民眾對政策制定與施行進行溝通時更有效率與效果，並可以累積相關經驗，避免在政策討論時給予民眾錯誤訊息，使得民眾將其得知的錯誤訊息反應在投資行為上，造成股市的不理性反應，進一步造成投資者的恐慌，影響民心與社會安定。傳統公共政策的評估，一般集中於政策的實際產出效果，本研究利用事件研究法針對民眾對於消費券政策的預期心理進行評估，並驗證國外學者提出之假設，可見此方法可用於民眾對於公共政策預期心理之評估。未來若有對民生影響重大的相關政策，應可延續利用此方法進行評估，一方面可累積此方法的實證研究以及可信度，另一方面可作為政策評估的另類思考途徑。

參考文獻

一、中文

丘昌泰 (2006), 《公共政策》, 台北: 巨流。

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

汪瑞芝、陳明進、林世銘 (2005), 〈土地增值稅減半之事件研究〉, 《證券市場發展季刊》, 第 17 卷 1 期, 頁 79--104。

二、英文

Austin, D. H. (1993), "An Event-Study Approach to Measuring Innovative Output: the Case of Biotechnology." *The American Economic Review*, 83(2): 253-258. Papers and Proceedings of the Hundred and Fifth Annual Meeting of the American Economic Association.

Austin, D. H. (2000), "Patents, Spillovers, and Competition in Biotechnology." *Resources for the Future Discussion Paper*, 00-53.

Brown, S. J. & J. B. Warner (1980), "Measuring Security Price Performance." *Journal of Financial Economics*, 8: 205-58.

Chan, S. H., J. D. Martin, & J. W. Kensinger (1990). "Corporate Research and Development Expenditures and Share Value." *Journal of Financial Economics*, 26: 255-276.

Doukas, J. & L. Switzer (1992), "The Stock Market's Valuation of R&D Spending and Market Concentration." *Journal of Economics and Business*, 44: 95-114.

Ellert, J. C. (1976), "Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns." *The Journal of Finance*, Vol. 31, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fourth Annual Meeting of the American Finance Association, Dallas, Texas, December 28-30, 1975, , pp. 715-732.

Ellison, S. F. and W. P. Mullin (1995), "Economics and Politics: The Case of Sugar Tariff Reform." *Journal of Law and Economics*, 38(2): 335-366.

Evans, W. N., J. Ringel and D. Stech, (1999). "Tobacco Taxes and Public Policy to

- Discourage Smoking.” In James Poterba (Ed.), *Tax Policy and the Economy: Vol. 13*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Fama, E. F (1998), “Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance.” *Journal of Financial Economics*, 49: 283-306.
- Hung, L. (2007), *Market Entry and Market Value: Linking Biotechnology Innovation to Value Creation*, Unpublished doctoral dissertation, University of Texas at Dallas, Dallas, Texas.
- Kellogg, R. L. (1984), “Accounting Activities, Securities Prices, and Class Action Lawsuits.” *Journal of Accounting and Economics*, 6: 185-204.
- Kelm, K. M., V.K. Narayanan & G. E. Pinches (1995), “Shareholder Value Creation during R&D Innovation and Commercialization Stages.” *The Academy of Management Journal*, 38(3): 770-786.
- Schwert, G. (1981), “Using Financial Data to Measure Effects of Regulation.” *Journal of Law and Economics*, 24 (1): 121-158.
- Sorescu, A. B., R. K. Chandy & J. C. Prabhu (2003), “Sources and Financial Consequences of Radical Innovation: Insights from Pharmaceuticals.” *Journal of Marketing*, October: 82-102.
- Stigler, G. J. and C. Friedland (1962), “What Can the Regulators Regulate? The Case of Electricity.” *Journal of Law and Economics*, 5: 1-16.
- Whinston, M. D. and S. C. Collins (1990), “Entry, Contestability, and Deregulated Airline Markets: An Event Study Analysis of People Express.” Working Paper No. 3318, *National Bureau of Economic Research*.