

# 全額存款保險政策對股價影響之研究— 以金融業為例

吳明哲\* 倪仁禧\*\* 康銘顯\*\*\* 張簡永章\*\*\*\*

僑光科技大學金融與風險管理系教授兼系主任\*

德明財經科技大學財政稅務系副教授\*\*

崑山科技大學財務金融系副教授兼系主任\*\*\*

僑光科技大學金融與風險管理系講師\*\*\*\*

## 摘要

2008年10月8日至2010年12月31日，國內實施「全額存款保險」，一般認為該政策的實施對銀行存戶係一項利多政策，故本研究乃針對此一政策內容特性做一探討，並以事件研究法探討全額存款保險之「事件」是否引起上市及上櫃金融業股價之異常變動，並建立迴歸模型以分析股價異常變動與金融業財務特性之關聯性。

實證結果發現：

一、全額存款保險政策之實施，確實對上市金融業的股價產生負的累積異常報酬。

二、逾放比率對累積異常報酬率具有顯著正相關；負債比率則對累積異常報酬率具有顯著負相關。

關鍵詞：全額存款保險、事件研究法、異常報酬

\*本文聯繫作者，聯絡電話：04-27016855-8501，E-mail:[wu1010@ocu.edu.tw](mailto:wu1010@ocu.edu.tw)。

# The Impact of Full Deposit Insurance Policy on Stock Returns- The Case of Financial Industry

Ming-Che Wu\*

Jen-Shi Ni\*\*

Ming-Hsein Kang\*\*\*

Chien-Yung-Jang Chang\*\*\*\*

**Professor, Department of Banking and Risk Management,  
Overseas Chinese University**

**Associate Professor, Department of Public Finance and  
Taxation, Takming University of Science and Technology**

**Associate Professor, Department of Finance and Banking, Kun Shan  
University**

**Instructor, Department of Banking and Risk Management,  
Overseas Chinese University**

## ABSTRACT

The full deposit insurance was implemented from October 8, 2008 to December 31, 2010 in Taiwan. Generally speaking, this act is an advantageous policy for bank depositors, hence, this research to discuss about the content characteristic of this law, and to draw on the method of event study and aims to investigate whether the full deposit insurance would cause irregular changes in stock price of listed construction companies, and tries to establish the regression model for analyzing the relationship between stock price changes and corporate financial structures.

The research findings are as follows:

1. The full deposit insurance was executed that most financial industry stock prices were negative significantly with cumulative abnormal returns (CARs).
2. For listed financial companies, CARs are positively related to the ratio of non-performing loans, and negatively related to the debt ratio.

**Keywords :** Full Deposit Insurance, Event Study, Abnormal Returns.

## 壹、前言

### 一、研究動機

當多家金融機構發生連串倒閉或瀕臨倒閉，而金融體系又無能力自救，也無法以一般監理措施或存保機制予以處理解決，各國政府為了避免這種系統性金融危機的爆發或防止其擴大，不得不採取過渡性措施，撥款成立基金，迅速處理已有問題的金融機構，以達到穩定金融秩序目的，例如美國的清理信託公司(Resolution Trust Corporation, RTC)基金、日本的整理回收機構(The Resolution and Collection Corporation, RCC)基金、韓國的不良資產管理基金(Non-Performing Assets Fund, NPA)及存款保險基金(Deposit Insurance Fund, DIF)等；同樣類似的機制，政府動用共同資金採行存款保險為「全額保障」(Full Insurance Deposit)之配套措施，以預防或解決系統性金融危機的發生。

2008年9月中旬，美國雷曼兄弟聲請破產，引發後續之金融海嘯，存戶信心動搖，存款大挪移，導致公營行庫存款暴增，部分民營銀行存款異常流失，於是行政院緊急於2008年10月7日，宣布實施存款保險全額賠付，期間從2008年10月8日至2009年12月31日止，以化解金融機構之流動性危機。另基於全球及國內經濟情勢尚未完全回穩，及鄰近國家全額保障期限皆至2010年底，同時避免資金競爭，因此金管會於2009年10月8日宣布，全額保障續延一年至2010年12月31日。

然而存款保險涵蓋之風險，包括要保機構的流動性風險、喪失償債能力風險，以及所謂的道德危險；即要保機構因為參與存款保險之後，故意從事不安全及不健全經營之事情。因為存款保險制度保障金融機構存款安全，與要保機構承受之經營風險並無關聯，因而使得要保金融機構具足充分的誘因以提高風險經營程度；對要保機構經營者而言，投機獲利一已吸納，投機失敗虧損則由存款公司負責清償。

存款保險公司的法定任務為保障金融機構存款人利益、鼓勵儲蓄、維護信用秩序、促進金融業務健全發展。一般認為，實施「全額存款保險」對銀行存戶係一項利多政策，故本研究乃針對此一政策內容特性做一探討，並以事件研究法探討全額存款保險之「事件」是否引起上市及上櫃金融業股價之異常變動，並建立迴歸模型以分析股價異常變動與債務人財務特性之關聯性，以提供投資人與未來法令修訂及相關單位作參考。

## 貳、文獻探討

過去關於存款保險發展之文獻顯示，在金融市場探討金融管制相關法令或強制性規定(如存款保險條例或政府管制等)改變時，常造成金融股價之異常變動。回顧過去相關文獻，將其分成下列兩大部分探討之。

### 一、全額存款保險方面之探討

賴文獻等(2005)研究1990年代以來，全球各地金融危機頻傳，在一些發生金融危機的國家中，政府常動用公共資金採行存款保險為「全額保障」之配套措施，雖然各國施行全額保障之原因不盡相同，但都具有「因應系統性金融危機時，穩定金融秩序、維護存戶信心並防金融體系及支付體系之瓦解」等共同之公共政策目標；鑑於施行全額保障將使道德風險及處理成本增加，故多屬於過渡性措施，當金融體系回歸安定時，執政者應考量在適當之時機轉換為限額保障，並規劃相關配套措施，以利制度轉換；全額保障轉換為限額保障之方式一般有二種，一種是僅於一定期間內提供全額保障，全額保障一旦屆期即恢復限額保障稱為「捷進式轉換」(Fast approach)；一種是在全額保障期間，分階段調降保障項目及金額稱為「漸進式轉換」(Gradual approach)。

Yilmaz and Muslumov(2008)使用實驗設計方法(experimental design approach)探討土耳其在1994年引進全額存款保險制度(full deposit insurance)對商業銀行表現的影響，研究結果發現在實施全額存款保險之後，銀行受限於道德風險行為，使得外匯部位風險顯著增加及資本適足率顯著減少現象，另亦顯示全額存款保險系統扭曲商業銀行結構誘因，因此阻止了市場紀律機制之正常功能而導致承擔過度風險；Maysami and Sakellariou(2008)認為若存在充分的金融自由化，則存款保險制度將成功地減緩道德風險，並增加金融制度的穩定性；Demirguc-Kunt and Detragiache(2002)探討61國家在1980至1997年間，存款保險制度是否增加銀行體系之穩定，卻發現在銀行利率管制較鬆及金融環境較差時，因道德風險誘因下，存款保險制度愈容易增加銀行危機的可能性。

相同地，Önder and Özyildirm(2008)探討1998到2000年在全額存款保險制度下，土耳其的市場與銀行行為，在測量銀行道德風險行為之四項指標：資本適足率、逾放比率、流動風險、放款利率風險，發現到全額存款保險期間，資本適足率減少、逾放比率增加、流動資產減少，雖然利差增加，但不顯著，即銀行顯著增加道德風險的行為，故建議對改善市場信心時，存款保險制度可能不是一個有效政策工具，且即使當市場對於銀行道德風險行為為負向反應時，亦不能保證為一穩定的經濟環境。

蔡進財(2003)日本為因應金融危機，自1996年即由國會編列各種基金帳戶(包括存款保險一般帳戶、特別帳戶、金融機構能早期健全化帳戶，及金融再生帳戶等)，籌措預算額度60兆日圓，同時宣佈為期五年之存款全額保障(自1996年6月起至2001年3月底止)，其在維持金融安定下處理問題金融機構，並協助解決金融機構不良債權問題，其後又追加為70兆日圓，但截至2003年3月底僅動用20兆日圓。由於日本金融危機仍未解除，爰於2002年四月發布將原訂於2001年3月底屆期之全額保障恢復為限額保障分兩階段延長實施，即將定期存款之全額保障期限延長至2002年3月底止，至於支票存款、活期存款等則延長至2003年3月底，目前鑑於經濟金融環境迄未改善，金融機構不良債權仍居高不下，日本政府再度將支票存款與活期存款之全額保障延長至2005年3月底止；惟自2005年4月起仍對支付與清算性質之不計息帳戶提供全額保障。

## 二、事件研究法方面

陳燕輝(2001)採用事件研究法，探討金融機構於董事會宣告申請設立金融控股公司前後，其股價是否產生異常報酬。其實證結果發現：金融業於宣告實施金融控股公司時，公司股價有正向反應；另金融控股公司正式上市掛牌時，其股價並無異常報酬反應。

夏宜勤(2002)以台灣金融控股公司購併宣告對股票報酬之影響為主軸，採用事件研究法之市場模型探討其購併宣告對主併公司的股價是否有異常報酬。其實證結果發現，國內金融控股公司進行重大購併宣告事件時，在宣告日當天產生了顯著的正向異常報酬，顯示重大購併宣告具有正面的資訊效果，而此效果在一、二天之內就反應完畢，沒有延遲的情況發生，支持了台灣地區股票市場具有半強式效率假說。

吳明哲等(2008)探討「二次金改」政策是否為市場金融股帶來利多消息之反應，並利用迴歸模型分析異常報酬與企業財務特性間之關聯性。研究結果顯示：二次金改政策的公布時，確實使金融股股價與大盤走勢脫離產生顯著之累積異常報酬。上市金融公司之公司規模、流動比率及股東權益報酬率與累積異常報酬為負相關；逾放比率及負債比率與累積異常報酬為正相關；公股金融業之異常報酬高於非公股金融業。

## 參、存款保險制度之分析

### 一、存款保險介紹與發展

金融機構之健全營運及金融秩序之安定，乃維繫國家經濟成長與金融發展之重要力量。因此，政府為保障存款人權益、維護信用秩序、促進金融業務健全發展，溯自1947年修訂之銀行法即已訂有存款保險組織，至1985年1月9日總統令公布存款保險條例，並由財政部與中央銀行共同出資成立中央存款保險股份有限

公司。我國之存款保險係採限額保險制，存保公司對要保機構每一存款人之最高保額，於1985年9月存保公司設立時，係以新台幣70萬元為限，1987年由財政部及中央銀行核定修改為新台幣100萬元。存款保險的投保制度於1999年1月20日修正存款保險條例部分條例前，係採自由投保方式，修正後則將存款保險制度由自由投保方式改變為強制保險，並自1999年2月起，採全面強制保險制度。於修正存款保險條例部分條文後，自2007年7月1日起調整最高保額為新台幣150萬元。

因1990年代全球發生北歐、亞洲及拉丁美洲等金融危機，各國政府為避免系統性金融危機爆發，影響存款人信心，發生擠兌造成金融機構倒閉等事件的骨牌效應(Domino Effect)，如我國管理當局自2001年7月設置金融重建基金(RTC)，於一定期間內適度實施全額保障存款人權益及彌補問題機構財務缺口，全額保障機制原訂期限為2001年7月至2004年7月止，經立法院同意延長保障一年至2005年7月。其中全額保障係為安定金融體系之過渡性措施，2005年8月即轉換為限額保障。又對於現階段特殊環境金融市場之快速穩定，過度動盪，2008年10月6日財金部會宣布將存款保險保額，從150萬元提高到300萬元，次日，行政院依存款保險條例第28、29條，於2008年10月8日宣布至2009年12月31日前，存款人保障由限額保障改為全額保障。另基於全球及國內經濟情勢尚未完全回穩，及鄰近國家全額保障期限皆至2010年底，同時避免資金競爭，因此金管會於2009年10月8日宣布，全額保障續延一年至2010年12月31日。

## 二、全額存款保險現況分析

在美國金融風暴衝擊下，我國部分金融機構資金嚴重流失，面臨流動性風險問題，嚴重危及信用秩序及金融安定，為避免出現骨牌效應，紛紛擴大存款保障範圍至全額保障，以安定存戶信心。全額保障之目的為防範金融體系瓦解及重建金融安定，故多屬於過渡性短期措施，應於適當之時機轉換為限額保障。我國2001年7月施行金融改革措施及全額保障，因經濟成長率、逾期放款率、失業率三項指標均獲得改善，並採捷進式轉換回復為限額保障機制。因此，2010年底退場轉換時機需審慎考量，目前金管會研擬採「漸進式作法」逐步退場，以2010年採全額保障，2011年開始恢復為300萬元限額保障。但轉換機制成功與否，存款保險額度是否應再次調整以外，公眾信心影響因素為之重要。截至2010年12月31日止，我國全體收受存款的金融機構共計393家，其中2家金融機構未參加我國存款保險，其餘391家金融機構已依法加入投保，保障全體存款人權益。

為遏止此次造成公眾恐慌之金融風暴，美國聯邦存款保險公司採行之措施除提高存款保障額度外，並包括對金融機構提供債務保證等。鄰近國家新加坡則於2008年10月宣布，以1,500億新元(約為新台幣34億元)，保障所有銀行之存款。

另馬來西亞財政部與國家銀行於2008年10月16日宣布，所有於商業、回教與投資銀行定存的令吉(1令吉約為新台幣9.35元)與外匯將獲得全額保障，直至2010年12月。其全額保障項目包括馬來西亞本地及與其融資金融合併之外國銀行，至於國家銀行的流動性資產也將擴大至保險公司及回教保險銀行。表1取自范以端等(2009)。

表1 鄰近國家全額保障期間

國家或地區	存款全額保障實施期間
香港	2008年10月14日~2010年12月
泰國	2008年8月~2011年8月10日
馬來西亞	2008年10月17日~2010年12月
澳洲	2008年10月12日~2011年10月12日
新加坡	2008年10月17日~2010年12月
紐西蘭	2008年10月12日~2010年12月
台灣	2008年10月7日~2010年12月

註：1.泰國2008年8月宣布實施一年，同年10月又宣布再延二年。

2.台灣2009年10月宣布再延長一年。

## 肆、模型設定

### 一、事件日選擇

在事件研究法中，由於所欲研究為市場對事件之反應，故事件日之選擇應以市場接收到該事件相關資訊之時點為斷，而非該事件實際發生之時點(沈中華與李建然，2000)。若消息公佈時，金融市場未處於交易狀態，則金融市場無法在該時點對事件做出反應，此時，應取前後一交易日為研究之事件日。全額存款保險是由當時行政院長劉兆玄於2008年10月7日(星期二)晚間宣布實施，隔日(10月8日，星期三)為全額存款保險實施的第一個交易日，故選取該日為事件日。

雖然全額存款保險在10月7日晚間宣布實施，但投資者預期全額存款保險實施，若有消息指出全額存款保險實施，股價就可能提前反應，此外，事件效應可

能持續到事件日之後，故本文將事件期間訂為事件日及其前、後各一交易日共三日(10月7日至10月9日)。

## 二、樣本選擇與資料來源

本研究依據行政院金融監督管理委員會銀行局以及劉完淳、許振明(2008)之國內銀行整併概況彙整，以22家上市金融業為樣本，利用台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫系統，選取樣本公司與大盤於研究期間之股價日報酬資料。以及各樣本公司2008年9月30日相關財務報表則取自中央銀行本國銀行營運績效季報，選取之財務報表資料來源彙整列示於表2，選取之樣本公司列示於表3。

表2 選取資料來源彙整

TEJ Equity 調整後股價(日)	公司代碼、年月日、日報酬率
TEJ Finance 財務比率(累)一般	公司代碼、年月、逾放比率、流動比率
中央銀行本國銀行營運績效季報	公司代碼、年月、負債比率、資產報酬率、存放比率

表3 樣本公司彙整

公司代碼	公司名稱	公司代碼	公司名稱
2801	彰化銀	2883	開發金
2809	京城銀	2884	玉山金
2812	台中銀	2885	元大金
2834	台企銀	2886	兆豐金
2836	高雄銀	2887	台新金
2838	聯邦銀	2888	新光金
2845	遠東銀	2890	遠豐金
2847	大眾銀	2891	中信金
2880	華南金	2892	第一金
2881	富邦金	5820	日盛金
2882	國泰金	5854	合庫
		總計	22家

註：扣除因被合併而下市的銀行，再加上萬泰、安泰、國票等銀行由於股價資料不全，因此予以排除。

### 三、研究變數選取

本研究根據美國聯邦金融檢查評議委員會(Federal Financial Institutions Examination Council ; FFIEC)所提出之「CAMEL」公式，其為一套國際公認的制度，為目前美國統一金融機構評等制度(Uniform Financial Institution Rating System)衡量銀行財務狀況之方法。所謂的CAMEL即是資本適足性(Capital Adequacy)、資產品質(Asset Quality)、管理績效(Management)、盈利性(Earning)、流動性(Liquidity)。本研究變數依據以上財務變數意義及國內文獻探討如陳建宏(2005)、沈中華(2002)等，所列示之各變數選取研究變數，如表4所示。

表4 選取研究變數

分類	變數名稱	定義或測量方式
資本適足性	負債比率	負債/淨值
資產品質	逾放比率	逾期放款/放款總額
管理績效	存放比率	放款/存款
盈利性	資產報酬率	稅前純益/平均資產
流動性	流動比率	流動資產/流動負債

資料來源：台灣經濟新報資料庫及本國銀行營運績效季報。

### 四、定義及建立累積異常報酬之統計模型

如本章開始所述，異常報酬等於實際報酬率減預期報酬率，所以第一步驟為估計預期報酬率。本研究採用 Fama (1976) 的市場模式(market model)來估計預期報酬率，該法係假設個別證券報酬率與市場報酬率間存在線性關係，並取一段適當之估計期間建立該線性關係，本文取事件期間之前 100 個交易日作為估計期間，如(1)式所示：

$$\gamma_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \gamma_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中  $i=1, \dots, 22$  且  $t=-101, \dots, -2$

(1)式中下標  $i$  代表第  $i$  家樣本公司，本研究以 22 家上市銀行股及金控公司股為樣本；下標  $t$  代表估計期間之日期，設  $t=0$  為事件日， $t=-1$  到  $t=1$  為事件期間；(1)式估計期間為  $t=-101$  到  $t=-2$ ，總共 100 天， $\gamma_{i,t}$  為  $i$  公司股票在第  $t$  交易日之實際報酬率為  $\gamma_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$ ，其中  $P_{i,t}$  與  $P_{i,t-1}$  為  $i$  公司股票在第  $t$  日與  $t-1$  日調整股票股利後之收盤價， $D_{i,t}$  為  $t$  日之現金股利； $\gamma_{m,t}$  為第  $t$  交易日之實際市場報酬率為

$\gamma_{m,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$ ， $I_t$  與  $I_{t-1}$  代表股票市場在第  $t$  日與  $t-1$  日之加權股價指數； $\alpha_i$  為第  $i$  公

司於模型之截距項； $\beta_i$  為第  $i$  公司股票之風險係數，意謂  $i$  公司股票報酬率之變動相較於市場報酬率變動之敏感程度； $\varepsilon_{i,t}$  為第  $i$  公司股票於第  $t$  期之殘差項(error term)。假設其平均數為 0， $\varepsilon_{i,t}$  與  $\gamma_{m,t}$  獨立， $\varepsilon_{i,t}$  與  $\varepsilon_{i,t-1}$  互相獨立且符合齊一性假設。

將估計期間之  $\gamma_{i,t}$ 、 $\gamma_{m,t}$  帶入(1)式，以普通最小平方法(ordinary least square, OLS)即可得到各樣本公司的估計參數，及  $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ ，共 22 組，事件期間各樣本公司的預期報酬率便可以(2)式估計：

$$\hat{\gamma}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \gamma_{m,t} \quad (2)$$

其中  $i = 1, 2, \dots, 22$  且  $t = -1, 0, 1$

$\hat{\gamma}_{i,t}$  為第  $i$  公司股票在第  $t$  交易日之預期報酬率， $\gamma_{m,t}$  為市場在第  $t$  交易日之實際報酬率， $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$  為第  $i$  公司在 Fama 模型中之估計參數。

$$AR_{i,t} = r_{i,t} - \hat{r}_{r,t} \quad (3)$$

其中  $i = 1, 2, \dots, 22$  且  $t = -1, 0, 1$

$r_{i,t}$  為第  $i$  公司股票在第  $t$  交易日之實際報酬率， $\hat{r}_{r,t}$  為依據前之(3)式計算出第  $i$  公司股票在第  $t$  交易日之預期報酬率， $AR_{i,t}$  為第  $i$  公司股票在第  $t$  交易日之異常報酬率。

將事件期間(本研究為三天)各樣本公司之異常報酬率加總，即可得各樣本公司之累積異常報酬率，如(4)式所示：

$$CAR_i = \sum_{t=-1}^1 AR_{i,t} \quad (4)$$

$i = 1, 2, \dots, 22$

上式中  $CAR_i$  代表第  $i$  公司股票於事件期間之累積異常報酬率， $AR_{i,t}$  代表以(3)式計算出第  $i$  公司股票，在第  $t$  交易日之異常報酬率。

## 五、實證模型

本文建立下列迴歸模型，藉以探討「全額存款保險」所產生股價異常報酬率與企業財務特性之關聯性如(5)式。

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1(DEBT_i) + \beta_2(OVER_i) + \beta_3(STOR_i) + \beta_4(ROA_i) + \beta_5(CURR_i) + \delta_i \quad (5)$$

其中： $CAR_i$  為第  $i$  家樣本公司在 3 個事件日之累積異常報酬率；而下標  $i$  為代表第  $i$  家樣本公司； $\beta_0$  為該迴歸模型之截距項； $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ 、 $\beta_4$  及  $\beta_5$  分別為 DEBT、OVER、STOR、ROA 及 CURR 之迴歸係數； $\delta_i$  為殘差值。期中可變數之說明如下：

- 1.DEBT(負債比率)指負債比率是一種財務槓桿指標，可顯示長期償債能力及資本結構的安全性；
- 2.OVER(逾放比率)指為銀行之放款，本金延期三個月，或本金未到期而利息已延滯六個月以上，應列為逾期款項；
- 3.STOR(存放比率)指放款除以存款，此比率表示每一元存款當中有多少用於放款，可顯示出銀行剩餘可用資金的多寡，是衡量銀行流動性風險的重要參考指標；
- 4.ROA(資產報酬率)：此為衡量獲利能力常用的指標，反映的是運用全部資產所獲得之總收益；
- 5.CURR(流動比率)：流動資產除以流動負債，用以衡量短期償債能力。

## 六、研究假說

本文主研究全額存款保險對金融股價格所可能產生之影響，並分析股價異常報酬與公司財務特性關聯性，故研究假說茲將舉下列幾項說明之：

### 假說一：全額存款保險實施使金融股股價產生負的累積異常報酬。

如前所述，國外文獻皆顯示全額存款保險對股價產生顯著影響，如 Yilmaz, E. and Muslimov, A.(2008)；Önder, Z. and Özyildirm, S. (2008)等。如果投資人預期全額存款保險不利於金融產業之經營，降低未來之盈餘，對其股價應產生負面的影響，故本研究預期於所定之事件期間，金融股股價將有顯著之負累積異常報酬。

### 假說二：負債比率高的金融業，其股價異常報酬越低。

會計實證之研究中，常以負債比率代表企業接近違反債務契約限制(debt covenant restrictions)的程度(汪瑞芝等，2000)；負債比率為代表公司財務健全與否之指標，故當正面消息公佈時，財務較差的公司將因此政策而受惠，而產生較大之異常報酬，亦即負債比率愈低者異常報酬愈大，故本研究預期負債比率與異常報酬為負相關。

### 假說三：逾放比率較低之金融股產生之異常報酬越小。

金融業之經營特性乃信用擴張，債權規模常為資本規模之數十倍，有鑑於此，不良債權問題若無法妥為處理，金融危機將一觸即發，不可不慎。而在金融整併過程中，逾期放款乃企業重要考量因素之一，債權品質較佳之金融業通常為大家所優先之考量；因此，逾放比率亦為事件研究中常會以之為自變數，用以檢定其對應變數之影響(李國綸，2001)。故本研究預期逾放比率較低之金融股產生之異常報酬越小。

### 假說四：存放比率高的金融業，其股價異常報酬越低。

在沒有任意亂放款前提下，存放比率大，銀行會有足夠的利息收入，來支付

存款戶的利息，也才能夠有盈餘。故本研究預期存放比率高的金融業，其股價異常報酬越低。

#### **假說五：資產報酬率高的金融業，其股價異常報酬越高。**

資產報酬率係為衡量公司的營運使整體資產的報酬之運用效率狀況，林月嬌(1993)實證結果顯示當資產報酬波動性小時，承保風險的管理應著重於財務風險，對高風險的銀行，宜採用控制其資本比率。而當資產報酬波動性大時，則應注意銀行的營運風險，此時對高風險的銀行，就應採取管制銀行業務項目，以降低資產風險。故本研究預期資產報酬率高的金融業，其股價異常報酬越高。

#### **假說六：流動比率高的金融業，其股價異常報酬越大。**

流動比率代表公司短期的償債能力，許振明與劉完淳(2001)實證結果顯示短期償債能力愈薄弱，發生財務危機之機率愈高。故本研究預期流動比率高的金融業，其股價異常報酬越大。

## **伍、實證結果與分析**

本研究先行採用強迫進入法分析，然因同屬性的變數間具有高度的 VIF 共線性，為避免參數估計產生偏誤，改採逐步迴歸法分析，刪除解釋力低的財務變數，原始資料經逐步迴歸分析，對實證結果具有解釋能力。

### **一、累積異常報酬**

本研究主要目的之一，在探討全額存款保險是否造成金融業股價的異常變動。表 5 列示事件期間樣本公司調整後股票日報酬率之敘述統計值，10 月 7 日平均下跌 1.32%，事件日當日即 10 月 8 日，平均下跌 6.48%，而 10 月 9 日則平均下跌 2.41%。

如前所述，對於( $\gamma_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \gamma_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$ ，(1)式)利用最小平方法(OLS)建立個別證券與市場報酬之關係後，即可以事件期間之市場報酬估計各證券之預期報酬( $\hat{\gamma}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \gamma_{m,t}$ ，(2)式)，進而計算出異常報酬( $AR_{i,t} = r_{i,t} - \hat{r}_{r,t}$ ，(3)式)。事件期間異常報酬之敘述統計值如表 6 所列，於 10 月 8 日之平均異常報酬值為-0.42，呈現相關負顯著，在 10% 之顯著水準；10 月 7 日及 9 日之平均異常報酬值則分別為-0.26、-0.18，均未達 10% 之顯著水準。

表 5 事件期間樣本公司股價報酬率( $r_{i,t}$ )之敘述統計 單位：%

統計值	2008/10/07	2008/10/08	2008/10/09
-----	------------	------------	------------

平均數	-1.32	-6.48	-2.41
標準差	2.55	0.93	3.63
最小值	-5.67	-6.99	-6.91
最大值	4.00	-2.84	5.96

表 6 異常報酬率(AR)之顯著性檢定

統計值	2008/10/07	2008/10/08	2008/10/09
平均數(%)	-0.26	-0.42*	-0.18
標準差(%)	0.65	2.15	0.29
最小值(%)	-1.78	-3.46	-0.90
最大值(%)	1.12	4.86	0.31
t 值	-1.22	-1.96	-0.82
P 值	0.24	0.06	0.42

註：\*表達 10% 顯著水準；\*\*表達 5% 顯著水準。

將事件期間之異常報酬加總即可得到累積異常( $CAR_t = \sum_{t=-1}^1 AR_{i,t}$ ，(4)式)。表 7 所示，為本研究所定之事件期間，上市金融業股價之累積異常報酬，平均值為-0.77%，t 值為-2.07，P 值為 0.05，P 值<0.1，在 10% 顯著水準內有顯著累積異常報酬，即累積異常報酬率顯著大於 0，實證結果支持假說一，換言之，全額存款保險之實施，確實對上市金融業之股價產生負的累積異常報酬。

表 7 累積異常報酬率(CAR)之顯著性檢定

統計值	CAR(-1,1)
平均數(%)	-0.77**
標準差(%)	2.51
最小值(%)	-4.44
最大值(%)	4.78
t 值	-2.07
P 值	0.05

註：\*\*表達 5% 顯著水準。

## 二、財務特性與累積異常報酬之迴歸分析

本研究另一研究目的，旨在以迴歸模型分析上市上櫃金融股股價之異常報酬與財務特性間之關係，表 8 所列示係迴歸模型中各自變數之敘述統計值；其中負債比率以倍數為單位，逾放比率、存放比率、資產報酬率、流動比率皆以百分比為單位。

表8 自變數之敘述統計

	負債比率(倍數)	逾放比率(%)	存放比率(%)	資產報酬率(%)	流動比率(%)
平均數	16.75	1.45	90.41	0.23	291.96
中位數	16.34	1.38	82.35	0.29	195.81
標準差	4.88	0.61	38.56	0.58	229.25
最小值	1.02	0.62	62.65	-1.73	89.96
最大值	26.41	3.11	259.14	1.14	811.16
個數	22	22	22	22	22

由表9得知，本研究之迴歸模型， $R^2$ 為0.362、 $Adj\ R^2$ 為0.295、F值為5.392、P值為0.014，達5%的顯著水準。

解釋變數分別為負債比率、逾放比率、存放比率、資產報酬率、流動比率等5項，其中負債比率達1%顯著水準，逾放比率達5%顯著水準，其餘變數如存放比率、資產報酬率、流動比率皆未達10%顯著水準，因此，對於變數對應變數CAR之解釋能力有限。此外，所有自變數的Tolerance都大於0.1，顯示自變數間共線性(multicollinearity)問題極低。

就個別解釋變數觀之，負債比率的係數 $\beta_1$ 為-2.332，P值為0.008，達到1%的顯著水準，符號為負與本研究預期相同，負債比率與異常報酬為負相關，顯示出當市場消息有利於財務較差的公司，因此政策實施，而產生較大的異常報酬。表9顯示逾放比率迴歸係數 $\beta_2$ 為0.212，P值為0.044，達到5%的顯著水準，符號為正與本研究預期相符，亦即在全額存款保險實施時，異常報酬與逾放比率呈正相關，逾放比率較高的銀行因存款保險實施全額保障制度，具有強烈的誘因下，願意承擔更多的風險，進而增加了道德風險的行為，並從事過度的投資及放款。

表9 回歸分析結果

變數	預期符號	迴歸係數	t值	P值	Tolerance
截距(常數)	NA	-0.924	-0.517	0.611	—
負債比率	—	-2.332	-2.966	0.008***	0.926
逾放比率	+	0.212	2.161	0.044**	0.926
存放比率	—	-0.056	-0.205	0.840	0.478
資產報酬率	+	0.023	0.091	0.929	0.566
流動比率	+	0.125	0.580	0.569	0.747
$R^2=0.362$ 、 $Adj\ R^2=0.295$ 、 $F$ 值=5.392、P值=0.014					

註：\*表達10%顯著水準；\*\*表達5%顯著水準；\*\*\*表達1%顯著水準。

在本研究中，存放比率之迴歸係數  $\beta_3$  為 -0.056，P 值為 0.840，未達到 10% 之顯著水準，研究結果表明存放比率沒有顯著影響於存款全額保障政策。資產報酬率之迴歸係數  $\beta_4$  為 0.023，P 值為 0.929，未達到 10% 的顯著水準，研究結果顯示資產報酬率在全額存款保險實施亦沒有明顯的變化。研究結果表示流動比率之迴歸係數  $\beta_5$  為 0.125，P 值為 0.569，未達到 10% 的顯著水準，顯示異常報酬與流動比率較高的金融業呈不顯著。

## 陸、結論與建議

### 一、結論

本文旨在藉由事件研究法，探討全額存款保險制度之「事件」是否使上市金融股價產生異常報酬，並以迴歸模型分析異常報酬與公司財務特性之關係。茲將彙整上述實證結果說明如下：

(一) 在本文所選定的事件期間內(共三日)，以市場模式計算之上市金融股累積異常報酬，平均值為 -0.77，t 值為 -2.07，P 值 0.05，P 值 < 0.1，在 10% 顯著水準內有顯著累積異常報酬，即累積異常報酬率顯著大於 0。結果顯示，全額存款保險之實施，確實對上市金融業之股價產生顯著負的累積異常報酬，可見市場認為該政策之實施不利於金融業之股市價格。

(二) 負債比率高的金融業，其股價異常報酬高於負債比率低者，此意謂投資人認為高負債的銀行，其公司財務狀況較脆弱，此外，負債比率亦代表反債務契約限制，顯示出財務較差的公司因有利於本身的市場消息，而破壞銀行穩定發展的長遠目標，做出風險過高的借貸業務。

(三) 逾放比率高的銀行因實施存款全額保障制度，在具有強烈的誘因下，願意承擔更多的風險，進而增加了道德風險的行為，並可能從事過度的投資及放款。

### 二、建議

(一) 本研究與過去文獻均顯示金融改革、存款保險政策實施會造成股價異常波動。未來在制定相關法令或政策時即應評估可能產生的影響，進而完備其法令或政策之訂定，避免不必要的衝擊。

(二) 以本研究結果而言，金融業之負債比率與逾放比率，在全額存款保險政策實施時，對金融股之累積異常報酬有顯著影響。這結果顯示上述指標對上市金融業而言，為重要之財務資訊，投資人則可藉此檢視銀行的投資組合是否具有風險。

(三) 如本研究發現，市場確實認為全額存款保險能改善銀行擠兌的問題，後續研究者可針對金融危機與全額存款保險政策之相關性，加以深入探討。

## 參考文獻

### 一、中文部分

- 1.吳明哲、邱國欽、洪文沛(2008)，二次金改對金融股股價影響之研究。僑光學報，30，29-41。
- 2.李國綸(2001)，調降金融業營業稅率市場反應之研究。國立台灣大學會計研究所碩士論文。
- 3.沈中華(2002)，金控公司的銀行與獨立銀行CAMEL比較。台灣金融財務季刊，3(2)，1988-1997。
- 4.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：華泰文化事業有限公司。
- 5.汪瑞芝、陳明進、林世銘(2005)，土地增值稅減半政策之事件研究。證券市場發展季刊，17(1)，79-104。
- 6.林月嬌(1993)，存款保險對承保風險管理方式之探討：選擇權定價模式之應用。國立台灣大學財務金融所碩士論文。
- 7.范以端、林筱雯、林佳瑾、呂佩茹、曾惠清(2009)，如何透過存款保險制度強化對金融消費者之保護。存款保險資訊季刊，22(3)，78-102。
- 8.夏宜勤(2002)，金融控股公司購併宣告對股票報酬影響之研究。中國文化大學國際貿易系碩士論文。
- 9.許振明、劉完淳(2001)，票券業的經營績效評比。智庫研究報告。
- 10.陳建宏(2005)，台灣銀行業動態化財務預警模型之研究。朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
- 11.陳燕輝(2001)，我國實施金融控股公司制度對金融股股價影響之研究。國立高雄第一科技大學財務管理所碩士論文。
- 12.劉完淳、許振明(2008)，我國銀行的併購與存活研究，發表於第九屆全國實證經濟學論文研討會，台北：國立臺灣大學。
- 13.蔡進財(2003)，善用金融重建基金完成金融改革。存款保險資訊季刊，16(4)，5。
- 14.賴文獻、陳俊堅、許麗真、林筱雯、林佳瑾(2005)，全額保障轉換為限額保障之研究。存款保險資訊季刊，18(4)，1-3。

## 二、外文部分

- 1.Demirguc-Kunt,A. and Detragiache, E.,2002. Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation, *Journal of Monetary Economics*,49, 1373-1406.
- 2.Fama,E. F., 1976. Foundation of Finance. New York: Basic Books.
- 3.Önder, Z. and Özyildirm, S., 2008. Market Reaction to Risky Banks:Did Generous Deposit Guarantee Change It ?, *World Development* , 36, 1415-1435.
- 4.Maysami,R. C. and Sakellariou,C.,2008. Financial liberalization, deposit insurance and bank stability, *Applied Economics Letters*,15, 743-747.
- 5.Yilmaz, E. and Muslimov, A.,2008. Deposit Insurance and Moral Hazard Problem: The Case of Turkish Banking System, *Applied Economics*, 40, 2147-2163.