

壽險業金融資產重分類政策對股價影響之研究

楊聲勇^{*}、顏孝瑞^{**}

摘 要

2022 年第三季聯準會大幅升息，導致本國壽險業認列於其他綜合損益按公允價值衡量之固定收益資產價格大幅下跌，致使壽險業發生淨值危機。金管會因此准許壽險業進行金融資產重分類，以滿足最低監理資本要求。此為國內首次容許特定產業進行金融資產重分類之政策，因此本研究欲探討此政策之相關重大事件發生日對壽險業母公司股價產生之影響。首先以市場模式結合介入模型針對金管會政策公布日之實際報酬率進行迴歸分析，實證結果顯示股價並無顯著變動；本研究另以聯合多宣告日之事件研究法，針對壽險業重分類宣告日與財報公告日進行異常報酬率分析，研究結果顯示壽險業宣告日具有顯著之正向異常報酬，財報公告日則具有顯著之負向異常報酬；且本研究尚發現，未進行金融資產重分類之壽險公司，其股價表現優於進行重分類之公司。本文之研究結果可供政府主管機關作為本次政策檢討與日後政策擬定之參考。

關鍵字：金融資產重分類、盈餘管理、事件研究法、介入分析模型

JEL 分類代號：E65, G14, M41

^{*} 中興大學財務金融學系教授

^{**} 中興大學財務金融學系碩士

壹、緒論

一、研究背景與動機

2020 年 2 月下旬，嚴重特殊傳染性肺炎迅速爆發並於全球大流行(Covid-19 Pandemic)，截至 2024 年 4 月已突破 700 萬人死亡，而對當時的全球股市來說無疑是一個黑天鵝事件(Black Swan Event)。彼時，疫情爆發導致市場氛圍急遽惡化、國際金融市場大幅震盪，因此美國聯邦準備理事會(Federal Reserve System，以下簡稱 Fed)於 2020 年 3 月緊急降息 6 碼，全球各國央行也陸續降息以刺激市場流動性。2021 年由於疫苗施打普及，且主要國家維持寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策，使景氣復甦速度加快。惟 2022 年初，由於供應鏈瓶頸、烏俄戰爭、大宗商品價格上漲等因素，導致通膨率急遽升高，因此 Fed 自 2022 年 3 月開啟新一輪升息循環，當年度聯邦基準利率目標區間由 0%-0.25% 上升至 4.25%-4.5%，並導致公債殖利率加速推高，美國 10 年期公債殖利率自 2022 年 1 月 1.51%，上升至 2022 年 11 月 4.16%。

美國基準利率上升對全球產業皆有影響，但對國內壽險業之影響尤為劇烈，其原因係來自國內固定收益資產市場規模與投資收益不足，造成本國壽險業傾向投資國外資產，且保險法第 146 條之 4 規定之保險業國外投資限額逐年提高至 45%，外幣保單符合特定條件也不計入國外投資限額，因此壽險業海外投資與資產配置部位已然非常龐大。另外，由於長天期投資商品之固定收益較高，國內壽險業持有大量長天期之國外政府公債與公司債，同時承擔未到期責任準備金之保險負債，使資產負債結構長期錯配。其中金融資產係依照 IFRS 9 之規定，按照公允價值評價，但保險負債之衡量並不會隨市場利率變動，造成壽險業淨值變動僅來自於利率敏感性資產評價波動之特殊現況。因此本次公債殖利率上升過程中，全球債券市場價格大幅下跌，導致國內壽險業淨值陷入困境。依據 2022 年壽險公司之半年報顯示，新光人壽、三商美邦人壽、中華郵政壽險及宏泰人壽「資本適足率」皆不符法定標準；南山人壽、三商美邦以及宏泰人壽「淨值比率」不符合監理標準，皆成為法定「資本不足」之壽險公司，須依規定提出財務、業務改善計畫。

就會計原則而言，壽險業長期以來將以交易為目的之金融資產認列為「透過損益按公允價值認列之金融資產」(Fair Value through Profit or Loss, FVPL)；以交易或持有為目的之金融資產認列為「透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產」(Fair Value through Other Comprehensive Income, FVOCI)；單純以持有為目的之金融資產則認列為「按攤銷後成本衡量之金融資產」(Amortized Cost, AC)。由於 2022 年以前市場處於低利率環境，

本國壽險業通常傾向將金融資產認列於 FVOCI，因其可於資產市值低迷時選擇長期持有，市值增長時則出售獲得投資收益，可謂一種進可攻退可守之金融資產。但 2022 年 Fed 開啟升息循環之下，以美元計價之債券投資商品市值皆大幅滑落，使壽險業持有之 FVOCI-債務工具投資市價大幅貶值、其他權益與淨值大幅減損，導致壽險業發生淨值危機。

本國金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)為改善壽險業持有之債券型資產評價降低導致壽險業淨值過低，於 2022 年 10 月 11 日公告會計研究發展基金會(以下簡稱會研會)函釋之保險業金融資產重分類參考指引，說明 2022 年以來全球升息之幅度已符合國際保險資本標準(Insurance Capital Standard；ICS)定義之極端情境，且國內尚未接軌 IFRS 17「保險合約」，資產面反映保險業持有債券價格下跌，惟負債面尚未以公允價值評價，無法完全反映升息對資產與負債之影響，故准許保險業若擬改變管理金融資產之經營模式，得依照 IFRS 9 原則辦理金融資產重分類。

IFRS 9 第 4.4.1 段之規則明訂，金融資產重分類之情形發生頻率極不頻繁，需於對企業之營運模式具重大性並可對外部人展示之情況開始或停止時，例如：企業取得、處分或終止業務線等情況，始得進行重分類。但本次授權壽險業進行重分類係金管會、壽險公會與會研會之商議結果，等於投資人被迫接受壽險業者經營模式強制變動，變相形成政府開放壽險業操縱財報、執行盈餘管理之嫌疑，為資本市場所詬病，因此本研究欲透過重分類後之股價波動了解市場投資人對本次壽險業進行金融資產重分類之態度為何。

二、研究目的

本次金管會准許壽險業執行金融資產重分類之參考指引，為本國首次由於國際經濟情勢急遽變化，特別開放予特定產業適用會計原則之政策。截至 2022 年底已有 9 家業者宣布改變經營模式，進行金融資產重分類，選擇將 FVOCI 重分類至 AC，重分類後公司的資產總額、股東權益增加，資本適足率與淨值比率則可提升至《保險業資本適足性管理辦法》之標準，但市場上對此政策之實施產生諸多爭議，因此本研究擬驗證以下四個研究目的，以得知市場投資人對本次金融資產重分類政策之看法為何：

- (一) 金管會公布會研會回函之金融資產重分類參考指引後，對壽險業母公司股價是否產生影響。
- (二) 壽險業公告改變管理金融資產經營模式，進行金融資產重分類後，對其母公司股價是否產生影響。

- (三) 各壽險公司於進行金融資產重分類後首次公布財務報表，對其母公司股價是否產生影響。
- (四) 財務報表公布後，有採行金融資產重分類之公司與未採行金融資產重分類之公司，其股價之變化是否明顯不同。

貳、文獻探討

一、盈餘管理之相關文獻

Healy and Wahlen (1999)明確指出盈餘管理的具體定義，所謂「盈餘管理」指在符合一般公認會計原則下，管理者基於資本市場動機、契約動機與法規動機，利用其對損益認列之自由裁量權，改變財務報表的過程，使其達到管理當局預定之目標。張嘉文、陳明進(2014)分析指出，在 2008 年金融危機後，國內總計有 145 家企業為了透過重分類隱匿金融資產之未實現損失，選擇採行修訂後之財務會計準則 34 號公報。其中有 119 家(占總重分類公司家數之比例達 82%)將 FVPL 之股票投資轉列為備供出售金融資產(Available-for-Sale Securities, AFS)。但王小蕙與王淑玲(2008)認為將 FVPL 轉認列為其他金融資產，變相提供企業操縱損益的空間，若重分類為 AFS，則原先受市價波動之金融資產損益將計入權益當中，而不影響當期損益；若重分類至 AC，則金融資產應以重分類當日之公允價值作為新資產之成本或攤銷後成本入帳。此舉將導致企業財報透明度下降，混淆投資人對企業盈餘資訊的判讀。因此本研究即欲針對 2022 年壽險業之重分類新制，實證分析市場投資人對本制度的解讀與看法。

金融業因具有高度槓桿等特性，使其成為政府高度管制之特許事業，因此其盈餘管理之手段與施行目標自然與其他產業有顯著不同。本研究根據過往文獻發現，銀行業盈餘管理之方式主要分為：呆帳費用提列金額、有價證券買賣損益。以總體經濟的觀念來說，當經濟處於擴張時期，則企業會提列較少的放款損失，而當經濟處於緊縮時期，企業則傾向提列較多的放款損失，以此手法來達成洗大澡的盈餘管理效果，使經濟市場盈虧波動增加。若採相反操作手法，則形成盈餘平穩化，有助於提升外部評等、降低債務成本、穩定提升公司市值等(Laeven and Majnoni, 2003；Berger and Udell, 2004)。Moyer (1990)指出美國於 1981~1986 年間銀行的管理者會透過呆帳費用的提列、沖銷備抵呆帳、買賣有價證券損益的調整，來規避銀行因不符 Basel 資本適足率規定所產生的管制成本。Godwin et al. (1998)發現企業為達損益平穩化，傾向將金融資產分類為 AFS，且能有助降低企業之流動性風險。Shrieves and Dahl (2003)指出呆帳費用與有價證券未實現損益呈替

代關係，當呆帳費用提列增加將使銀行盈餘減少，影響第一類資本，則銀行業管理者將透過有價證券買賣損益提高資本。Beatty and Harris (2001)則發現銀行管理者將策略性的操縱有價證券以減少所得稅費用，規避稅務成本，也會藉有價證券買賣損益調整損益，使其達到特定盈餘目標，或是轉變認列有價證券損益的時點以進行盈餘管理。Barth et al. (2017)研究發現，有大量證據顯示美國銀行業會權衡 AFS 已實現損益認列之時點，進行盈餘平穩化或洗大澡之管理行為，並根據財務狀況不同的銀行會有不同的管理決策。

另外，亦有部分文獻研究保險業盈餘管理之工具，主要包含：賠款準備金、處分有價證券、外匯準備金提存等。Weiss (1985)與 Grace (1990)研究指出產險公司為了修飾承保績效而操縱賠款準備金，且公司為了代理問題並滿足股東及保單持有之要求而調整賠款準備金之估計使損益平穩化，達成修飾財務報表的目標。Jordan et al. (1998)研究保險業盈餘管理之行為，實證結果顯示 AFS 未實現損益計入股東權益之會計規則，創造了盈餘管理的機會，管理階層可能藉由選擇性出售有價證券，實現損益以達成目標盈餘。陳姿吟(2018)以 2008 至 2017 年國內保險公司為樣本，分析台灣保險業是否存在如 Barth (1994)指出之銀行業會以 AFS 作為盈餘管理的工具之一。因國內壽險業者長期投資國外金融資產而產生匯兌利益或損失，因此將實現金融資產利益以進行盈餘平穩化之現象。石百達、張森林、彭金隆(2017)指出外匯準備金原先作為壽險公司之匯率避險工具，但就外匯準備金的避險功能來看，外匯準備金並非確實具有避險功能。壽險公司於實施外匯準備金制度後，盈餘受外匯波動的影響程度降低，故其避險之誘因降低，公司可能降低避險比率，因而提高其外匯風險，因此壽險公司將外匯準備金視為平穩盈餘之工具。

二、股價反應會計資訊

Fama (1970)提出效率市場假說(Efficient Market Hypothesis, EMH)，將市場分為弱式效率市場、半強式效率市場、強式效率市場。另外學術界中也有許多與效率市場假說相違背的理論，Hirshleifer and Teoh (2003)指出在行為財務學理論中投資人注意力為一稀缺性資源，有投資人注意力有限之情況。本研究發現國內銀行業於 2022 年第一季起，附註揭露金融資產 AC 之公允價值皆小於帳面價值，恐有盈餘管理之虞。此外，本次壽險業重分類之資訊也顯示於財報附註揭露中，若投資人無足夠注意力閱讀財報附錄者，則恐陷入 Hirshleifer and Teoh (2003)指出之投資人注意力有限之困境。Ijiri et al. (1966)提出功能固著假說(Functional Fixation Hypothesis, FFH)，認為投資人將習慣按照原有的行為執行投資策略的擬定，在觀察財報時將忽略舊有的會計財報將代表新的意義，其原因可能為投資人不熟悉公司會計政策的採用，而只著眼於盈餘數字的變化，並未察覺會計數字背後的涵義。

Fiechter (2009)表示在金融危機發生，所有金融資產公允價值大幅減損，此時金融資產重分類對公司的財務報表確實有改善的作用，同時給予公司喘息的空間。根據 Hirst and Hopkins (1998)與 Maines and McDaniel (2000)的研究發現，將金融資產分類於 FVOCI，會使金融資產價值波動幅度表達於其他權益而非本期損益當中，因此會影響投資人對公司價值與股價的判斷。Bischof et al. (2022)發現金融資產重分類對股市的短期反應是負面的。國內研究方面，李淑華、陳苑姍(2011)之研究顯示，首次採行金融資產重分類之公司當中，有 96%占比之公司將 HFT 重分類至 AFS，且這些公司重分類後的股價顯著呈正向反應，顯示投資人對公司採行重分類之政策抱持樂觀的態度。綜合以上文獻可發現，金融業為政府高度管制的行業，但因 2022 年 10 月本國金管會與會研會對壽險業金融資產重分類規定之放寬，具有政府准許壽險業合法進行盈餘管理之虞，因此引起市場爭議與關注。故本研究欲探究市場投資人對此規範的態度，以事件研究等方法對壽險業金融資產重分類前後的股價進行分析，觀察投資人是否具有功能固著或是注意力僵固之現象。

參、研究方法與資料篩選

一、實證方法與模型

本研究首先參考 Schipper and Thompson (1983)提出之概念，以 Sharpe (1964)提出之市場模型結合 Box and Tiao (1975)推導之介入分析模型(Intervention Analysis Model)，將虛擬變數導入預期報酬率之估計式，以研究期間之股價日報酬率資料，檢驗證券之報酬率是否因金管會政策公告前後發生顯著變化。採用此分析方法之原因為一般政策面相關事件，事件日皆集中於某一日，且政策相關公司通常屬於同產業類別，具有相似產業特性，因此有違傳統事件研究法橫剖面彼此相互獨立之特性。此外，本研究以 Fama et al. (1969)提出之事件研究法為實證模型，並有別於傳統事件研究法，採用聯合事件多宣告日處理方式(Schipper and Thompson, 1983；林嬋娟、張文貞，1999；杜佳璇，2003)，設定各壽險公司公告採行重分類規定之日、重分類後次期公司財報發布日為事件日，以重複檢驗國內壽險業於本次金融資產政策重大事實發生日之前後，是否產生異常報酬。以下針對事件研究法與介入模型之細節內容分別說明：

(一) 事件研究法

執行事件研究法之前，須先定義事件、提出假說、設定「事件日」(Event Day)及「事件期」(Event Period)，並選擇「估計期」(Estimation Period)，以估計期之股價日報酬率

估算事件期每日之預期報酬率，再以事件發生後之實際報酬率與模型估計之預期報酬率相減而得之差額，觀察事件發生後是否發生異常報酬，並於最後以統計檢定方法檢驗此異常報酬率是否有其顯著性，以判斷某特定金融事件對公司之股價報酬率是否有顯著影響，並於事後分析此影響之資訊內涵價值。針對以上研究方法之說明細節如下：

1. 事件日

本研究參考沈中華、李建然(2000)之研究，以事件日當天為第 0 日， $-t$ 為事件發生前的第 t 個交易日， $+t$ 則為事件發生後的第 t 個交易日，倘若事件日為假日或因其他因素造成股市休市者，則定義事件資訊發布後的第一個交易日為事件日。本研究定義之事件日包含：

- (1)金管會公告金融資產重分類參考指引當日；
- (2)各壽險公司於公開資訊觀測站公布金融資產重分類消息之日；
- (3)金融資產重分類後壽險業首次發布財務報表之日。

2. 事件期

事件期通常定義為事件日的前後幾天，其長度的抉擇並無特別規定，本研究為求研究嚴謹，以事件日之前 10 日至後 15 日做為事件期，藉此妥善觀察市場反應。

3. 估計期

本研究依據沈中華、李建然(2000)說明，若研究係運用股價之日報酬率為基礎進行估計，則估計期通常設定為前 300 日至前 100 日，本研究為選取適當之估計期，選擇以事件日之前 211 日至前 11 日作為估計期，如圖 1 所示。

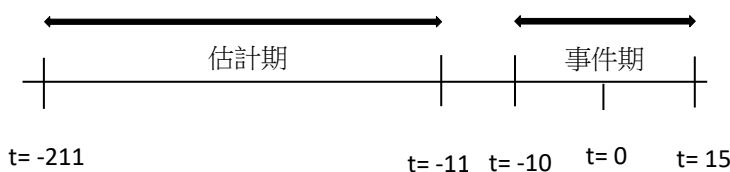


圖 1 估計期與事件期示意圖

4. 平均異常報酬率(Average Abnormal Return, AAR)

異常報酬率(Abnormal Return, AR)之定義為特定證券在特定時間點之實際報酬率與預期報酬率之間的差距，也稱為超額報酬率(Excess Return)，而實際報酬率為市場證券價

格之實質報酬率。因此，為求得異常報酬率以進行事件研究法之統計檢定，須先計算預期報酬率(Expected Return)。市場對於股票報酬之預期模型主要有平均調整模型(Mean Adjusted Return Model)、市場指數調整模型(Market Adjusted Return Model)、風險調整模型(Risk-Adjusted Returns Model)。由於「風險調整模型」係透過迴歸分析估計期的證券報酬率並取得證券之 β 係數，來預估特定證券於事件期的預期報酬率，且採 β 係數預估證券報酬率，能消除市場因素對單一證券的系統性影響，因此本研究採用風險調整模型下之「市場模型」，其由 Sharpe(1964)所提出，也廣為市場投資人計算預期報酬率時所使用，該模型假設證券之預期報酬率如下所示：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， R_{it} 代表 i 證券在第 t 日的預期報酬率， α_i 代表市場模型的截距項參數， β_i 代表市場模型之斜率項參數， R_{mt} 代表市場投資組合報酬率，本研究設定為臺灣加權股價指數， ε_{it} 代表市場模型之殘差項。本研究透過普通最小平方法(Ordinary Least Square, OLS)分析估計期之歷史資料，取得特定證券之估計參數 α_i 、 β_i ，並結合事件期內各日之市場投資組合報酬率，即可代入下式求得該證券之預期報酬率：

$$\hat{r}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt} \quad (2)$$

其中， $\hat{r}_{it}$ 代表 i 證券在第 t 日的預期報酬率。另為計算異常報酬率，本研究以該未發生特定事件之預期報酬率($\hat{r}_{it}$)減去已發生該特定事件之實際報酬率(r_{it})，即可得出異常報酬率(AR_{it})：

$$AR_{it} = r_{it} - \hat{r}_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt}) \quad (3)$$

其中， AR_{it} 代表 i 證券在第 t 日之異常報酬率， r_{it} ：i 證券在第 t 日之實際報酬率。然而在異常報酬率(AR)估計的過程中，尚存些許不特定因素影響證券價格，因此為避免受到不確定因素之干擾事件，本研究將樣本之異常報酬率平均，藉此降低干擾事件對股票報酬率之影響，其過程為：

$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \quad i = 1, 2, \dots, n \quad (4)$$

其中， $\overline{AR}_t$ 代表第 t 日之平均異常報酬率(AAR)，N代表證券之總樣本數。

5. 累積平均異常報酬率(Cumulative Average Abnormal Return, CAAR)

為求得某特定期間內平均異常報酬率之累計數是多少，須將特定期間內之 AAR 相加而得，計算式如下：

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t \quad (5)$$

其中， $CAAR(t_1, t_2)$ 代表事件期中 t_1 至 t_2 日之累積平均異常報酬率， t_1 代表報酬率累計之初始日， t_2 代表報酬率累計之結束日。

6. 事件研究法之檢定統計量

依據不同的假設情境，事件研究法之統計檢定又分為傳統殘差法、標準化殘差法、符號檢定法、普通橫剖面法、標準化橫剖面法等，且有母數檢定以常態分配為理論基礎，無母數檢定則不假設異常報酬率處於常態分配。

傳統殘差法在檢定特定事件發生後是否存在顯著之異常報酬，其計算方式如下：

$$t = \frac{AAR_E}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \widehat{S}_i^2}} \quad (6)$$

其中， AAR_E 代表事件期第 E 期之平均異常報酬率， $\widehat{S}_i^2$ 代表估計期之殘差變異數。而傳統殘差法使用估計期之殘差變異數作為 t 值檢定的變異數，但其餘不特定事件可能會相互影響而產生結構性問題，且 Brown and Warner(1985)也提出若採用普通橫剖面法(Ordinary Cross-Sectional Method)，在事件日報酬率波動加大、變異增加的情況下，具有較佳的檢定力。因此本研究另採行普通橫剖面法進行個別證券異常報酬率的變異數計算，其檢定值表示如下：

$$t = \frac{AAR_E}{\sqrt{VAR(AAR_E)}} = \frac{AAR_E}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (AR_{iE} - AAR_E)^2}} \quad (7)$$

其中， AAR_E 代表事件期第 E 期之平均異常報酬率， AR_{iE} 代表 i 證券在第 E 期之異常報酬率， $VAR(AAR_E)$ 代表事件期第 E 期之平均異常報酬率的變異數。本研究對平均異常報酬率(AAR)之檢定統計量包含傳統殘差法以及普通橫剖面法，對累積平均異常報酬率(CAAR)之檢定統計量則為傳統殘差法。

(二) 介入模型

當一時間序列模型受到單一特殊事件發生所影響，則得設立虛擬變數分析該介入事件對時間序列資料之影響，此即介入模型。一般介入模型包含兩種虛擬變數的型式：

1. 脈衝型變數(Pulse Variable)

若介入之單一事件以脈衝(Pulse)形式干預時間序列，則干預產生之影響通常只有單一期，為暫時性影響，此時虛擬變數(I_t)之形式為：

$$I_t = \begin{cases} 0, & t \neq T \\ 1, & t = T \end{cases}$$

2. 階段型變數(Step Variable)

若介入之單一事件干預時間序列一段期間，則干預產生之影響通常為持續性影響，本研究即適用此型態之變數，此時虛擬變數(I_t)之形式為：

$$I_t = \begin{cases} 0, & t < T \\ 1, & t \geq T \end{cases}$$

本研究利用 Box and Tiao(1975)提出之介入模型，將金管會公告壽險業得進行金融資產重分類之干預因素，作為一個虛擬變數(Dummy Variable)代入市場模型中，藉此觀察該市場因素對壽險業股價的影響，因此壽險業股價之報酬率將表示為：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_1 R_{mt} + \beta_2 I_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中， R_{it} 代表 i 證券在第 t 日的實際報酬率， α_i 代表 i 證券之截距項參數， β_1 代表 i 證券之市場投資組合參數， R_{mt} 代表市場投資組合報酬率，本研究設定為臺灣加權股價指數， β_2 代表虛擬變數之參數， I_t 代表虛擬變數，金管會公布前設為 0，金管會公布後設為 1， ε_{it} 代表介入模型之殘差項。

二、資料來源與樣本篩選

2022 年 10 月金管會公告金融資產重分類規定之規範主體為國內壽險業者，因此本研究之研究對象為國內上市、櫃之壽險業者與其母公司。經初步篩選，2022 年 10 月共存在 22 家壽險業，扣除母公司未在台灣上市櫃之 6 家外商壽險公司，包含保誠、安聯、友邦、法國巴黎、安達和康健人壽，及本土未上市櫃之臺銀、宏泰、全球人壽與中華郵

政壽險公司，因此總共 12 家壽險公司，並將無壽險業子公司之金控業納入比較，所得之樣本公司如表 1 所示。

表 1 樣本之股票代碼表

有重分類		無重分類	
壽險業	母公司之股票代碼	壽險業	母公司之股票代碼
南山人壽	2915 潤泰全	合庫人壽	5880 合庫金
	9945 潤泰新	遠雄人壽	5522 遠雄建設
	9904 寶成	台新人壽	2887 台新金
國泰人壽	2882 國泰金	元大人壽	2885 元大金
台灣人壽	2891 中信金	無壽險子公司	2880 華南金
新光人壽	2888 新光金	無壽險子公司	2890 永豐金
中國人壽	2883 開發金	無壽險子公司	2884 玉山金
三商美邦人壽	2867 三商壽	無壽險子公司	2886 兆豐金
第一金人壽	2892 第一金	無壽險子公司	2889 國票金
富邦人壽	2881 富邦金		

本研究之歷史公司財務數據與股價資料皆來自 TEJ 台灣經濟新報資料庫與金管會保險業公開資訊觀測站，重分類相關數據則取自各壽險公司財務報告書。且本研究採用介入模型與事件研究法進行分析，須清楚界定事件日、事件期及估計期。為求研究嚴謹，本研究參考沈中華、李建然(2000)之建議，選擇以事件日之前 211 日至前 11 日作為估計期，並以事件日之前 10 日至後 15 日做為事件期，藉此妥善觀察市場反應。各壽險公司之重大事實發生日如表 2 所示，樣本期間涵蓋自 2021 年各公司之估計期間至 2023 年第一季財報公布日之事件期間。

表 2 樣本之重大事實發生日

母公司	人壽 保險公司	重分類 生效日	重分類 公告日	重分類後次期財 報發布日
潤泰全	南山人壽	2022/10/1	2022/10/11	2023/3/15
潤泰新				2023/3/16
寶成				2023/3/16
國泰金	國泰人壽		2022/10/20	2023/3/16
中信金	台灣人壽		2022/10/27	2023/3/15
新光金	新光人壽		2022/10/28	2023/2/24
開發金	中國人壽		2022/11/3	2023/2/21
三商壽	三商美邦 人壽	2023/1/1	2022/12/6	2023/5/15
第一金	第一金人壽		2022/12/8	2023/5/29
富邦金	富邦人壽		2022/12/15	2023/5/26

資料來源：公開資訊觀測站；本研究整理

肆、實證結果與分析

一、敘述統計分析

(一) 後疫情時代壽險業與銀行業之損益狀況

由表 3、表 4 及圖 2 得知，2022 年第一季聯準會升息後，雖然壽險與銀行業之稅後淨利皆為正，但其他綜合損益連續四期出現負數，連帶影響本期綜合損益產生虧損，虧損幅度最大的是壽險業於 2022 年第三季其他綜合損益虧損達到新臺幣 2 兆元，綜合損益虧損達 1 兆 8,496 萬元。且本研究觀察壽險與銀行業財報內之其他綜合損益組成細項得知，聯準會升息期間造成其他綜合損益大幅虧損之主因為「透過其他綜合損益按公允價值認列之債務工具投資未實現評價損益」嚴重貶值，其中壽險業虧損幅度大於銀行業，其主因係壽險業投資之金融資產組成部分與銀行業略顯不同，其須大量投資於海外政府債券或流動性高之公司債，以獲取收益性與穩定性兼具之金融資產配息及資本利得，作為支付給保戶之理賠金額，而銀行業之主要資產部位是放款而非投資，因此不同於壽險業具有巨大之資產價值波動。

表 3 壽險業之損益分配

年度	稅後淨利	其他綜合損益	本期綜合損益	稅後淨利 占本期 綜合損益 比重	其他綜合損 益占 本期綜合損 益比重
2022/3/31	109,340,312	-638,564,617	-529,224,303	-20.66%	120.66%
2022/6/30	182,437,652	-1,599,529,800	-1,417,092,146	-12.87%	112.87%
2022/9/30	243,147,566	-2,092,755,516	-1,849,607,951	-13.15%	113.15%
2022/12/31	137,060,136	-1,277,290,935	-1,140,230,797	-12.02%	112.02%
2023/3/31	-13,690,335	325,685,723	311,995,390	-4.39%	104.39%
2023/6/30	55,372,522	394,229,048	449,601,573	12.32%	87.68%

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)；本研究整理

單位：新臺幣仟元

表 4 銀行業之損益分配

年度	稅後淨利	其他綜合損益	本期綜合損益	稅後淨利 占本期 綜合損益 比重	其他綜合 損益占 本期綜合 損益比重
2022/3/31	77,929,196	-51,935,723	25,993,473	299.80%	-199.80%
2022/6/30	158,677,035	-208,255,837	-49,578,802	-320.05%	420.05%
2022/9/30	261,349,058	-277,359,247	-16,010,189	-1632.39%	1732.39%
2022/12/31	341,109,733	-230,424,686	110,685,047	308.18%	-208.18%
2023/3/31	109,005,831	53,586,682	162,592,513	67.04%	32.96%
2023/6/30	212,463,037	77,451,355	289,914,392	73.28%	26.72%

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)；本研究整理

單位：新臺幣仟元

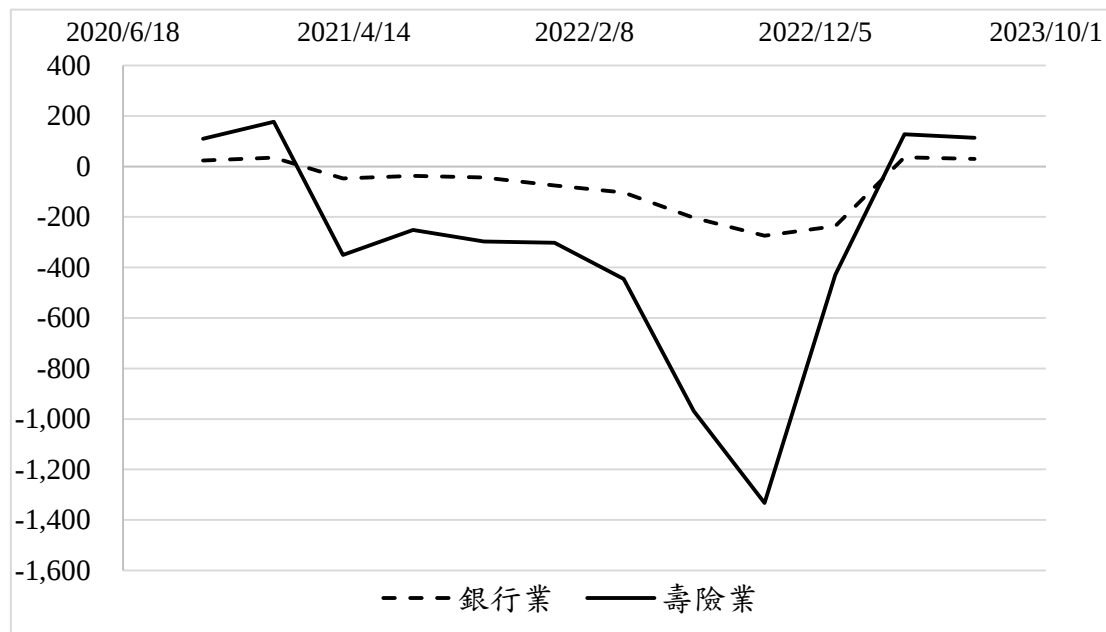


圖 2 本國壽險業與銀行業之 OCI-債務工具投資未實現評價損益(單位：百萬元)

(二) 銀行業之金融資產分類狀況

本次壽險業金融資產重分類之規定並不延伸至銀行業適用，但升息期間銀行業於資產價格也大幅下跌，因此本研究欲討論近年銀行業金融資產之持有情形。圖 3 顯示本國銀行業在聯準會升息前後金融資產配置情況。表 5 以成對樣本 T 檢定檢視聯準會升息前後，本國銀行業是否在合規之範圍內，調整金融資產種類之認列情形。統計結果表明 AC 占總資產的比例大幅提升，FVOCI 的比例則顯著下降，FVPL 則無顯著改變。其原因為市場維持低利率時期，銀行業傾向認列 FVOCI，於尚未出售金融資產時，未實現損益皆不呈現於本期損益中，且適逢聯準會於疫情爆發初期大幅度降息，銀行可隨時將金融資產變現獲利，因此銀行偏好認列於 FVOCI 而不是 AC；但升息循環開啟後，銀行業則有將金融資產認列於 AC 之動機，以避免固定收益資產因升息而大幅貶值，顯示銀行業雖然並未受到金管會金融資產重分類規範之適用，但其確實也有重新分類金融資產以消除利率風險之意願。

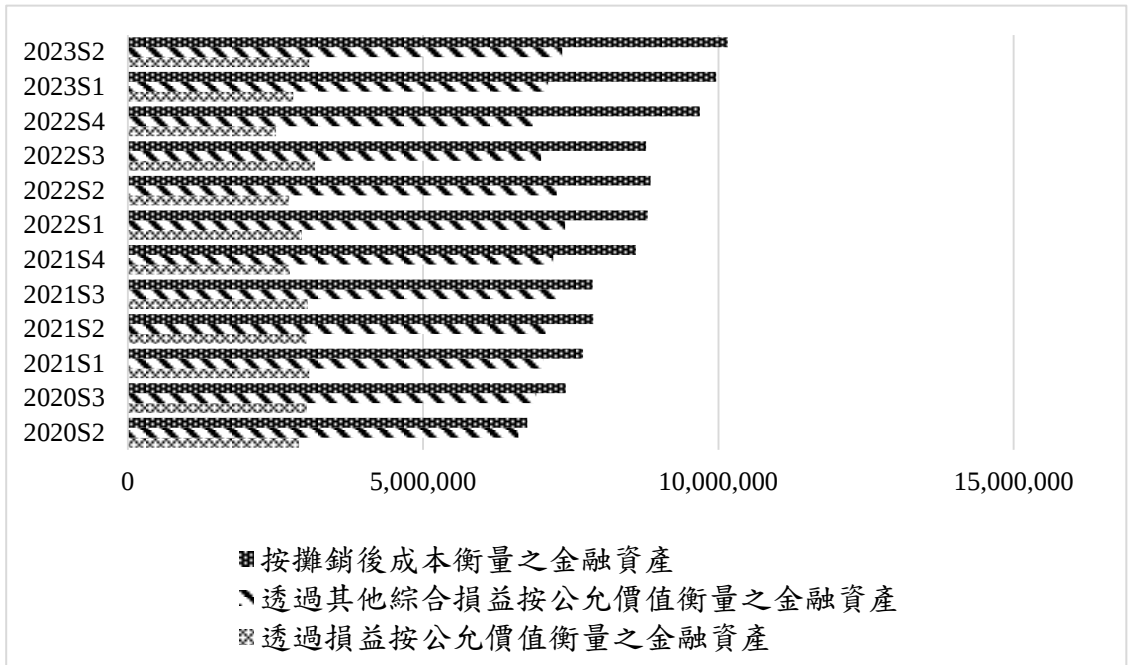


圖 3 本國銀行業持有之金融資產(單位：百萬元)

表 5 本國銀行業持有金融資產之成對樣本 T 檢定

		平均數	標準差	個數	t 值
AC /總資產	升息前	10.425%	7.444%	34	-2.438**
	升息後	11.541%	6.56%	34	
FVOCI /總資產	升息前	13.305%	7.8%	34	2.756***
	升息後	11.72%	6.221%	34	
FVPL /總資產	升息前	5.563%	5.86%	34	1.524
	升息後	4.953%	4.879%	34	

備註：*表示在 0.1 的顯著水準下，有顯著差異；

**表示在 0.05 的顯著水準下，有顯著差異；

***表示在 0.01 的顯著水準下，有顯著差異。

(三) 壽險業進行金融資產重分類後財務狀況之變化

由於壽險業資本與淨值不足之情況，2022 年 10 月至 2022 年底國內有 9 家壽險業者宣布變更經營模式，如表 6 所示，其統計此 9 家壽險業適用本次金融資產重分類規定後，對公司資產總額及股東權益改善之金額與比例，其中各家壽險業之 FVOCI 平均減少了

2,748 億，且本研究經由各家壽險公司財報統計得知，FVOCI 之總額由 4 兆元減少為 1.6 兆元，重分類之比例達 61.48%，9 家壽險業的股東權益平均上升 111.41%，重分類後之淨值上升一倍之多，顯示壽險業金融資產重分類之重大性。

以上統計結果與 Fiechter (2009) 之研究結果相同，且確實如 Healy and Wahlen (1999) 提出之盈餘管理行為定義，本國壽險業為改善資本適足率與淨值比率，基於法規動機進行盈餘管理與資本管理，且統計結果顯示本次進行金融資產重分類確實對公司之財務狀況具有顯著改善作用。若依照股東權益變動比例進行排序，9 家重分類的壽險公司改善公司財務狀況之程度依序為：南山、保誠、國泰、第一金人壽，高於產業平均；台灣、中國、新光、富邦、三商美邦人壽則低於產業平均。

表 6 壽險業重分類之財務變動表

重分類 生效日	公司	$\Delta FVOCI$	ΔAC	FVOCI 重分類比例	AC 重分類比例	Δ 資產總額(%)	Δ 股東權益(%)
111/10/1	南山 人壽	-994,190,037	1,400,576,887	-79.66%	68.69%	326,500,148 (6.40%)	326,500,148 (799.33%)
	國泰 人壽	-755,311,088	1,054,624,855	-58.59%	34.04%	242,647,172 (3.02%)	242,647,172 (137.95%)
	台灣 人壽	-68,469,622	110,645,821	-25.66%	10.14%	33,740,959 (1.54%)	33,740,959 (54%)
	新光 人壽	-88,814,557	137,068,479	-36.79%	5.54%	38,579,946 (1.07%)	38,579,946 (35.58%)
	中國 人壽	-128,095,306	167,607,578	-74.51%	11.22%	32,441,418 (1.36%)	32,441,418 (46.33%)
	保誠 人壽	-93,637,944	103,968,394	-77.59%	∞	10,330,450 (4.01%)	10,330,450 (482.83%)
112/1/1	三商美 邦人壽	-40,781,597	46,900,158	-92.32%	4.69%	5,346,780 (0.37%)	5,346,780 (18.53%)
	第一金 人壽	-10,143,169	12,910,824	-43.76%	38.23%	2,248,235 (2.67%)	2,248,235 (132.07%)
	富邦 人壽	-293,497,526	380,841,976	-47.57%	16.87%	69,877,356 (1.25%)	69,877,356 (25.41%)
	產業 平均	-274,771,205	379,460,552	-61.48%	25.31%	84,634,718 (2.65%)	84,634,718 (111.41%)

資料來源：壽險業財務報表；台灣經濟新報資料庫(TEJ)；自行整理

單位：新臺幣仟元

二、實證模型分析

(一) 金管會公佈壽險業得進行金融資產重分類，並依會計研究發展基金會參考指引辦理之日(2022 年 10 月 11 日)

表 7 為本研究針對各家壽險業者，利用市場模式結合介入模型進行迴歸分析之實證結果，其中各壽險業母公司之虛擬變數係數($\hat{\beta}_2$)正負數皆同時存在，且幾乎皆不顯著，因此可得知，金管會公告壽險業得進行金融資產重分類之政策訊息對公司股價並無實質影響，與本研究假說一之預期股價變動方向不符，本研究推測其可能原因有二：

1. 金融資產重分類之政策係經金管會、保險公會、會計研究發展基金會於 2022 年 10 月 11 日前，經過多日研討商議得到的政策結論，因此市場投資人早已將壽險業得以進行金融資產重分類之預期心理反應於股價當中，因此當金管會正式公布此消息時，反而無明顯之股價帶動效應。
2. 由於本次金管會特別容許特定產業執行金融資產重分類是史無前例，投資人並不了解此政策將帶來之實質影響，因此金管會公告之消息並未對壽險業母公司之股價帶來顯著影響。

表 7 金管會公告日之迴歸分析實證結果

	虛擬變數之係數($\hat{\beta}_2$)	t 值	p-value
潤泰全	1.126	1.757	0.08*
潤泰新	0.993	1.695	0.092*
寶成	0.282	0.921	0.358
國泰金	-0.063	-0.218	0.828
中信金	0.415	1.351	0.178
新光金	0.121	0.361	0.718
開發金	0.069	0.219	0.827
三商壽	-0.689	-1.846	0.066*
第一金	-0.112	-0.447	0.655
富邦金	0.457	1.615	0.108

備註：*表示在 0.1 的顯著水準下，有顯著相關；

**表示在 0.05 的顯著水準下，有顯著相關；

***表示在 0.01 的顯著水準下，有顯著相關。

(二) 各壽險公司宣告改變經營模式，採用金融資產重分類規定之日

圖 4 及表 8 為樣本全體壽險業事件研究法之實證結果，為使實證結果更為嚴謹，本研究採傳統殘差法與普通橫剖面法分別檢驗 AAR。其中，自宣告日之前 2 日平均異常報酬率達 0.914%、前 1 日達 0.838%、當日達 0.519%，宣告後 1 日甚至達 1.723%，因此帶動累積平均異常報酬率於宣告前 2 日升至 1.163%，並且往後幾日皆有顯著向上升，宣告後 1 日達 4.243%，宣告後 13 日則達到最高的 5.588%，表示累積平均異常報酬率具有非常顯著之上升型態，此實證結果符合 Hirst and Hopkins (1998)、Maines and McDaniel (2000)、李淑華、陳苑姍(2011)之研究結果，顯示市場投資人對於選擇採行金融資產重分類之壽險業，其會計政策或財務狀況改變之前景抱持正向態度，認為金融資產重分類確實能改善公司之財務狀況。

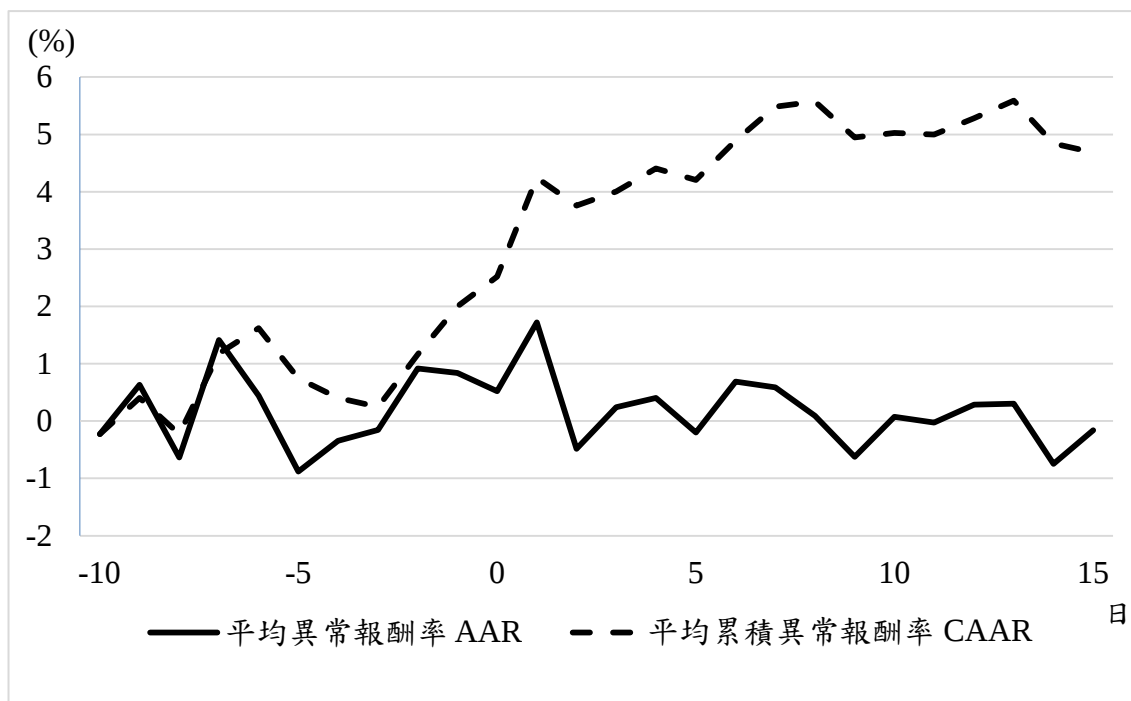


圖 4 壽險業者宣布金融資產重分類日之事件期異常報酬率

表 8 壽險業者宣布金融資產重分類日之事件期異常報酬率檢定

事件日	異常報酬率 AAR	傳統殘差法			普通橫剖面法			累積平均異常報酬率 CAAR	傳統殘差法		
		T 值	P 值	顯著性	T 值	P 值	顯著性		T 值	P 值	顯著性
-10	-0.225	-0.472	0.637		-0.438	0.661		-0.225	-0.472	0.637	
-9	0.630	1.321	0.187		0.960	0.337		0.405	0.600	0.549	
-8	-0.635	-1.330	0.183		-1.495	0.135		-0.230	-0.278	0.781	
-7	1.411	2.956	0.003	***	2.634	0.008	***	1.181	1.237	0.216	
-6	0.441	0.924	0.356		0.838	0.402		1.622	1.520	0.129	
-5	-0.878	-1.840	0.066	*	-1.543	0.123		0.744	0.636	0.525	
-4	-0.342	-0.717	0.473		-0.597	0.551		0.402	0.318	0.751	
-3	-0.153	-0.320	0.749		-0.434	0.664		0.249	0.184	0.854	
-2	0.914	1.915	0.056	*	2.637	0.008	***	1.163	0.812	0.417	
-1	0.838	1.755	0.079	*	1.858	0.063	*	2.001	1.326	0.185	
0	0.519	1.087	0.277		1.152	0.249		2.520	1.592	0.112	
1	1.723	3.609	0.000	***	1.400	0.162		4.243	2.566	0.010	**
2	-0.485	-1.016	0.310		-0.981	0.327		3.758	2.183	0.029	**
3	0.244	0.511	0.610		0.471	0.638		4.001	2.240	0.025	**
4	0.404	0.845	0.398		0.866	0.386		4.405	2.383	0.017	**
5	-0.201	-0.422	0.673		-0.686	0.493		4.203	2.201	0.028	**
6	0.690	1.445	0.148		1.869	0.062	*	4.893	2.486	0.013	**
7	0.589	1.233	0.218		1.262	0.207		5.482	2.707	0.007	***
8	0.092	0.192	0.848		0.269	0.788		5.574	2.679	0.007	***
9	-0.626	-1.311	0.190		-1.296	0.195		4.948	2.318	0.021	**
10	0.075	0.156	0.876		0.283	0.777		5.023	2.296	0.022	**
11	-0.028	-0.059	0.953		-0.235	0.815		4.995	2.231	0.026	**
12	0.288	0.603	0.547		0.649	0.516		5.283	2.307	0.021	**
13	0.305	0.639	0.523		0.614	0.539		5.588	2.389	0.017	**
14	-0.747	-1.564	0.118		-1.830	0.067	*	4.841	2.028	0.043	**
15	-0.158	-0.332	0.740		-0.229	0.819		4.683	1.924	0.054	*

(三) 各壽險公司進行金融資產重分類後之首次財務報表發布日

由表 9 及圖 5 可知，壽險業母公司於壽險業財報發布之前 1 日，平均異常報酬率即顯著為負，達到-1.567%，顯示投資人於財報公布前即有內心預期股價，認為財報重分類後首次財報公布內容並不樂觀，並且在財報公布後股價仍維持跌勢，累積平均異常報酬率最低跌至財報公布後第 12 日，達到-6.756%，顯示壽險業母公司股價並未因壽險業首次採用金融資產重分類、提升公司淨值，而有顯著提升，反而股價自財報公布前 3 日至後 5 日，連續 9 日平均異常報酬率為負值，表示投資人對本次財報發布之結果不盡理想。此研究結果顯示金融資產重分類後壽險業之首次財報發布日，其母公司股價並無顯著正報酬，反而呈現顯著負報酬。此研究結果與李淑華、陳苑姍(2011)提出之研究結論相反。本研究認為可能之原因有二：

1. 壽險業財報發布日後股價表現不佳之原因應與 Dodd(1980)提出之研究類似，其認為市場投資人情緒對股價之反應日為事件之首次宣告日，因此股價早已於宣告日後反應完畢。本研究之各壽險業重分類政策發布日，與重分類後首次財報發布日，時間差距至少皆達三個月以上，本研究合理推論重分類之事件為股價帶來之影響早已於財報公布前反應完全，因此股價並非呈現正報酬，而其會呈現負報酬應是市場上其餘系統或非系統性因素所導致。
2. 本研究推測，也許如 Bischof et al. (2022)研究 2008 年金融危機期間，金融資產重分類對股市的反應，結果顯示市場投資人同樣抱持負面態度，顯示重分類後由於財報透明度降低，投資人不單純以壽險業淨值陡然回升之假象來判斷公司經營狀況與前景好壞，反而對於壽險公司採行重分類規定抱持負面態度，因此可推論投資人並無 Ijiri et al. (1966)提出之功能固著現象。

表 9 壽險業者財報發布日之事件期異常報酬率檢定

事件日	異常報酬率 AAR	傳統殘差法			普通橫剖面法			累積平均異常報酬率 CAAR	傳統殘差法		
		T 值	P 值	顯著性	T 值	P 值	顯著性		T 值	P 值	顯著性
-10	-0.246	-0.528	0.598		-0.853	0.394		-0.246	-0.528	0.598	
-9	-0.298	-0.642	0.521		-1.389	0.165		-0.544	-0.827	0.408	
-8	-0.055	-0.117	0.907		-0.290	0.772		-0.598	-0.743	0.458	
-7	0.084	0.180	0.857		0.481	0.631		-0.515	-0.554	0.580	
-6	0.221	0.476	0.634		1.242	0.214		-0.294	-0.282	0.778	
-5	0.044	0.095	0.925		0.187	0.852		-0.250	-0.219	0.827	
-4	0.019	0.041	0.968		0.105	0.916		-0.231	-0.188	0.851	
-3	-0.086	-0.186	0.853		-0.237	0.812		-0.317	-0.241	0.810	
-2	-0.302	-0.650	0.516		-1.056	0.291		-0.619	-0.444	0.657	
-1	-1.567	-3.369	0.001	***	-1.502	0.133		-2.186	-1.487	0.137	
0	-1.568	-3.372	0.001	***	-1.471	0.141		-3.754	-2.434	0.015	***
1	-0.919	-1.976	0.048	**	-1.752	0.080	*	-4.672	-2.901	0.004	***
2	-0.999	-2.148	0.032	**	-1.833	0.067	*	-5.671	-3.383	0.001	***
3	-0.010	-0.021	0.983		-0.017	0.987		-5.681	-3.265	0.001	***
4	-0.264	-0.567	0.571		-0.871	0.384		-5.945	-3.301	0.001	***
5	-0.089	-0.192	0.848		-0.486	0.627		-6.034	-3.244	0.001	***
6	0.152	0.327	0.744		0.536	0.592		-5.882	-3.068	0.002	***
7	0.019	0.040	0.968		0.095	0.925		-5.863	-2.972	0.003	***
8	-0.064	-0.137	0.891		-0.220	0.826		-5.927	-2.924	0.004	***
9	-0.248	-0.533	0.594		-0.845	0.398		-6.175	-2.969	0.003	***
10	-0.055	-0.117	0.907		-0.232	0.816		-6.229	-2.924	0.004	***
11	-0.265	-0.569	0.569		-1.498	0.134		-6.494	-2.978	0.003	***
12	-0.262	-0.564	0.573		-0.895	0.371		-6.756	-3.030	0.002	***
13	0.131	0.282	0.778		0.531	0.596		-6.625	-2.908	0.004	***
14	-0.118	-0.253	0.800		-0.687	0.492		-6.743	-2.900	0.004	***
15	0.293	0.630	0.529		0.862	0.389		-6.450	-2.720	0.007	***

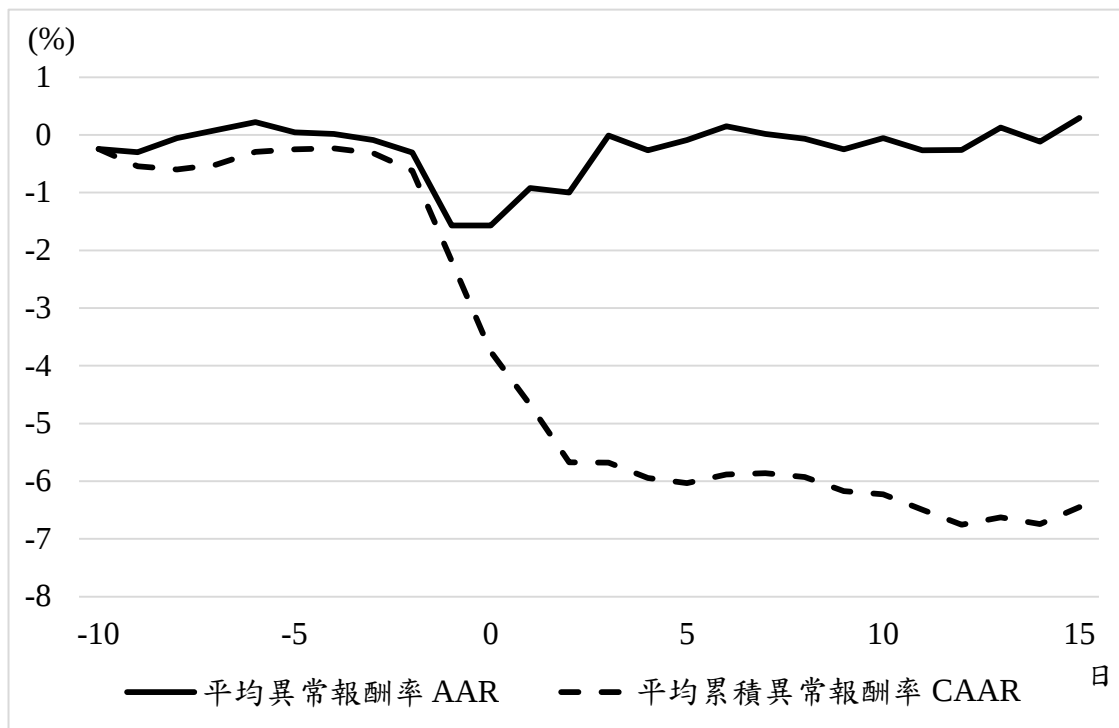


圖 5 壽險業者財報發布日之事件期異常報酬率

(四) 未採用金融資產重分類壽險業之股價異常報酬率

由表 10 及圖 6 可知，壽險業母公司於壽險業財報公布日當日至後 2 日，平均異常報酬率即顯著為負，達-0.861%、-1.108%、-0.576%，但自後 3 日至後 7 日平均異常報酬率即轉為正值，累積平均異常報酬率也僅於後 2 日達到最低值-3.040%，後 3 日起即反轉回升縮小跌幅，顯示市場投資人雖然對於財報公布不如預期略顯悲觀，但股價跌幅不大，並已盡早收斂跌幅。本研究認為雖然壽險業財報也許不如市場預期，但不論有無採用金管會金融資產重分類規定之壽險業，股價於財報發布後盡呈現跌勢，但本研究欲得知，是否進行重分類之壽險業，其股價反應將具有差異，因此下一部分即分析有及無進行重分類壽險公司股價之比較。

表 10 未採用金融資產重分類壽險業之事件期異常報酬率檢定

事件日	異常報酬率 AAR	傳統殘差法			普通橫剖面法			累積平均異常報酬率 CAAR	傳統殘差法		
		T 值	P 值	顯著性	T 值	P 值	顯著性		T 值	P 值	顯著性
-10	-0.125	-0.348	0.728		-0.460	0.645		-0.125	-0.348	0.728	
-9	-0.067	-0.185	0.853		-0.156	0.877		-0.192	-0.377	0.706	
-8	-0.129	-0.359	0.720		-1.657	0.098	*	-0.320	-0.515	0.607	
-7	0.079	0.220	0.826		0.817	0.414		-0.241	-0.336	0.737	
-6	0.048	0.132	0.895		0.239	0.811		-0.194	-0.242	0.809	
-5	0.489	1.360	0.174		1.562	0.118		0.295	0.335	0.738	
-4	0.114	0.317	0.751		0.366	0.714		0.409	0.430	0.667	
-3	-0.619	-1.722	0.085	*	-1.142	0.254		-0.210	-0.207	0.836	
-2	0.237	0.660	0.509		1.124	0.261		0.027	0.025	0.980	
-1	-0.523	-1.455	0.146		-3.267	0.001	***	-0.495	-0.436	0.663	
0	-0.861	-2.397	0.017	**	-1.147	0.252		-1.356	-1.138	0.255	
1	-1.108	-3.085	0.002	***	-4.475	0.000	***	-2.464	-1.980	0.048	**
2	-0.576	-1.603	0.109		-4.704	0.000	***	-3.040	-2.347	0.019	**
3	0.391	1.087	0.277		0.914	0.361		-2.650	-1.971	0.049	**
4	0.339	0.943	0.346		0.895	0.371		-2.311	-1.661	0.097	*
5	0.386	1.073	0.283		0.847	0.397		-1.925	-1.340	0.180	
6	0.232	0.644	0.519		0.701	0.483		-1.694	-1.144	0.253	
7	0.085	0.236	0.814		0.226	0.822		-1.609	-1.056	0.291	
8	-0.287	-0.798	0.425		-0.768	0.443		-1.896	-1.211	0.226	
9	-0.192	-0.534	0.593		-0.508	0.612		-2.088	-1.299	0.194	
10	0.057	0.159	0.874		0.239	0.811		-2.031	-1.234	0.217	
11	-0.053	-0.147	0.883		-0.222	0.824		-2.083	-1.236	0.216	
12	-0.782	-2.177	0.030		-1.107	0.268		-2.865	-1.663	0.096	*
13	0.288	0.802	0.423		1.353	0.176		-2.577	-1.465	0.143	
14	-0.051	-0.141	0.888		-0.181	0.857		-2.628	-1.463	0.144	
15	0.181	0.505	0.614		1.551	0.121		-2.447	-1.336	0.182	

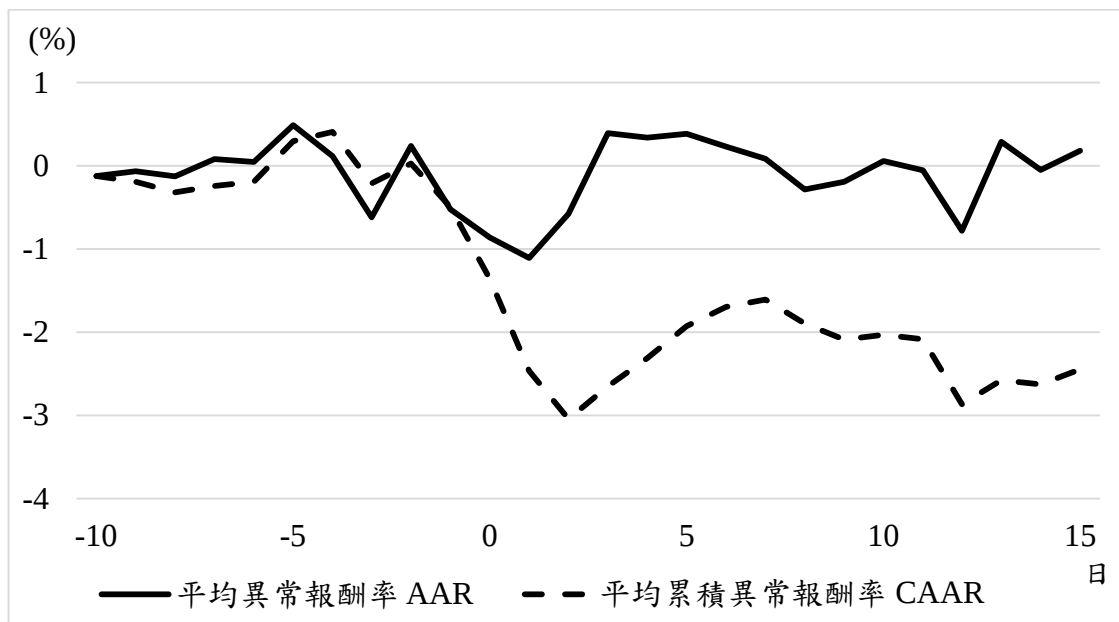


圖 6 未採用金融資產重分類壽險業之事件期異常報酬率

(五) 採用金融資產重分類與否之壽險業股價是否存在差異

由表 11 得知，本研究實證結果表示事件日後，未進行金融資產重分類之壽險公司累積平均異常報酬率雖皆為負值，但其跌幅較小，且於事件日後 3 日起即開始收斂跌幅，CAAR 由-1.684%升至-1.293%，並持續反彈回升；但有進行金融資產重分類之壽險公司則幾乎持續擴大異常報酬率之跌幅。由此可得知無重分類壽險業之股價報酬率雖也為負，但報酬率高於採行重分類之壽險業，顯示投資人可能認為，有採行重分類公司陷入之淨值危機較為嚴重、發展前景較不樂觀，對未採行重分類之公司較有信心，因此得知投資人注意力並無 Ijiri et al. (1966)與 Hirshleifer and Teoh (2003)指出之功能固著現象，投資人並無明顯僵固性而僅關注損益與淨值數字之表象，而且此研究結果與 Bischof et al. (2022)之研究相符。

表 11 有無進行重分類公司財報發布日後 AAR 與 CAAR 比較表

事件 日後 天數	平均異常報酬率 AAR			累積平均異常報酬率 CAAR		
	有重分類	無重分類	差異 (有-無)	有重分類	無重分類	差異 (有-無)
1	-0.919	-1.108	0.189	-0.919	-1.108	0.189
2	-0.999	-0.576	-0.423	-1.918	-1.684	-0.234
3	-0.010	0.391	-0.400	-1.927	-1.293	-0.634
4	-0.264	0.339	-0.602	-2.191	-0.955	-1.236
5	-0.089	0.386	-0.475	-2.280	-0.569	-1.711
6	0.152	0.232	-0.080	-2.128	-0.338	-1.791
7	0.019	0.085	-0.066	-2.109	-0.253	-1.857
8	-0.064	-0.287	0.223	-2.173	-0.539	-1.634
9	-0.248	-0.192	-0.056	-2.421	-0.731	-1.690
10	-0.055	0.057	-0.112	-2.475	-0.674	-1.801
11	-0.265	-0.053	-0.212	-2.740	-0.727	-2.013
12	-0.262	-0.782	0.520	-3.002	-1.509	-1.493
13	0.131	0.288	-0.157	-2.871	-1.221	-1.650
14	-0.118	-0.051	-0.067	-2.989	-1.272	-1.717
15	0.293	0.181	0.112	-2.696	-1.090	-1.606
平均	-0.180	-0.073	-0.107	-2.323	-0.931	-1.392

(六) 壽險業重分類後之損益與淨值走勢

圖 7 顯示壽險業於 2017 至 2024 年第一季，稅後淨利幾乎皆大於 0，惟 2023 年第一季由於新臺幣升值、外匯避險成本提高、防疫險理賠金遞延等因素，造成壽險業達稅後淨虧損，其餘季度淨利皆穩定為正，顯示壽險業本國壽險業務經營之穩健性。而本國壽險業之其他綜合損益則由於金融資產價值波動，產生一定程度之漲跌幅，2022 年第一季聯準會開啟升息循環，形成罕見的股債齊跌之局勢，此即 2022 年第三季本國壽險業出現淨值危機的導火線，造成壽險業其他綜合損益虧損超過 2 兆元，淨值跌破 1 兆元。然而，2023 年第一季美國 20 年期公債殖利率雖仍高於 4%，公債價格依舊疲軟，但 2023 年第一季壽險業 OCI 即回升為正值，顯示金管會允許壽險業將金融資產由 FVOCI 轉為 AC

之會計政策確實幫助壽險業其他綜合損益回升，淨值重新突破 2 兆元，成功解除壽險業之淨值危機。

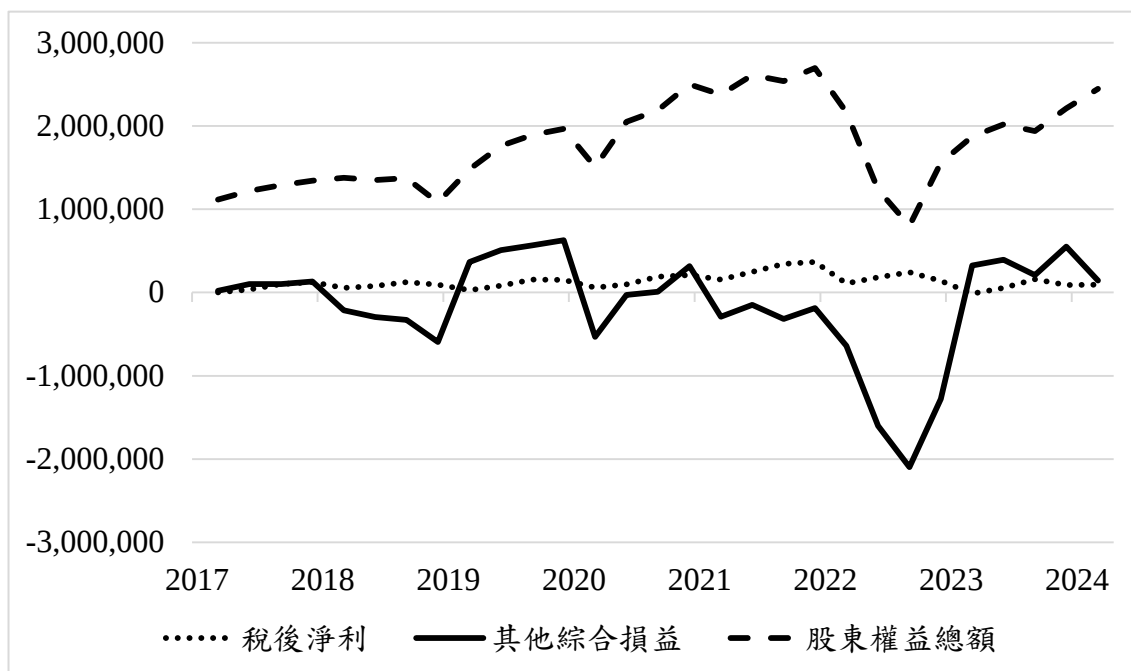


圖 7 壽險業稅後淨利與其他綜合損益走勢圖(單位：百萬元)

伍、結論與建議

本次金融資產重分類政策雖解除壽險業之淨值危機，但此政策實施時卻備受爭議，故本研究將重分類時程分為三個事件日，分析重分類後壽險業母公司股價之反應，以探討市場投資人對本次金融資產重分類抱持之態度與看法為何。實證結果彙總如下：

一、金管會公佈壽險業得進行金融資產重分類，並依會研會參考指引辦理之日

介入模型之虛擬變數係數幾乎皆不顯著，顯示金管會發布金融資產重分類規定後，壽險業母公司之股價並無明顯實質影響。原因可能為市場投資人對重分類政策實施之預期心理早已反應於股價當中，或是投資人並不瞭解本次金融資產重分類對壽險業之實質影響。

二、各壽險公司宣告改變經營模式，採用金融資產重分類規定之日

在 5% 的顯著水準之下，宣告日後 1 日至後 14 日 CAAR 皆達顯著正報酬。顯示各壽險公司公告採行重分類政策後，為壽險業母公司股價帶來正向且顯著之影響。表示市場投資人對於選擇採行金融資產重分類之公司，其會計政策或是財務狀況之前景抱持正向態度，得以緩解市場對壽險業淨值危機之擔憂。

三、各壽險公司進行金融資產重分類後之首次財務報表發布日

CAAR 在公布當日至後 15 日，具有顯著之負向累積平均異常報酬率。顯示市場上對重分類題材所帶來之股價影響早已反應完畢，且由於重分類後財報透明度降低，投資人不單純以壽險業淨值回升之假象判斷公司經營狀況與前景好壞，顯示投資人並無 Hirshleifer and Teoh (2003) 與 Ijiri et al. (1966) 提出之注意力有限及功能固著之現象。

四、未進行金融資產重分類壽險公司之股價報酬率優於有進行金融資產重分類之壽險公司

未進行重分類之壽險公司自事件日後 3 日起開始收斂跌幅，AAR 由負轉正，CAAR 由 -1.684% 升至 -1.293%，並持續反彈回升，顯示未進行重分類公司之 CAAR 雖皆為負值，但其跌幅相對較小。表示投資人並非僅關注損益與淨值數字回升之表象，而提高對壽險公司之評價，與 Bischof et al. (2022) 之研究結果相符。

本次金管會拯救壽險業財務狀況，短期來看確實可滿足淨值比率之要求，避免引起國內保險業經營環境惡化，但長期而言壽險業仍須回歸投資決策及風險控管之落實。本研究建議未來相關人員可將樣本選取範圍擴大，以增加研究內容之完整性。並且在 IFRS 17 實施後將造成其損益、淨值產生波動，亦可成為後續研究發展的課題。

參考文獻

一、中文文獻

- 王小蕙與王淑玲(2008)，剖析財務會計第 34 號公報之修訂，證券公會季刊，7(3)，87-94。
- 石百達、張森林、彭金隆(2017)，強化保險業國外投資之匯率風險管理與監理機制之研究，國立政治大學保險業永續發展研究中心期末報告。

林嬋娟、張文貞(1999)，第十八號財務會計準則公報之股價效應研究，*中山管理評論*，35-56。

李淑華、陳苑姍(2011)，金融資產重分類之股價影響及財報編製遵循狀況之研究，*臺大管理論叢*，219-264。

杜佳璇(2003)，*多事件宣告窗口認定與股價異常報酬關聯性之研究*，義守大學管理科學研究所碩士論文。

陳姿吟(2018)，*備供出售證券在台灣之保險公司績效所扮演之角色*，國立高雄大學金融管理研究所碩士論文。

張嘉文、陳明進(2014)，我國上市櫃公司採行 34 號公報第二次修訂規定之誘因：以交易目的股票重分類為備供出售為例，*臺大管理論叢*，25 (1)，63-100。

二、英文文獻

- Ball, R. and Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Barth, M. E., Gomez-Biscarri, J., Kasznik, R., and López-Espinosa, G. (2017). Bank Earnings and Regulatory Capital Management Using Available for Sale Securities, *Review of Accounting Studies*, 2, 1761-1792.
- Berger, A. N., and Udell, G. F. (2004). The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior. *Journal of Financial Intermediation*, 13, 458-495.
- Beatty, A. and Harris, D. G. (2001). Intra-group, Interstate Strategic Income Management for Tax, Financial Reporting and Regulatory Purposes, *The Accounting Review*, 76(4), 515-536.
- Bischof, J., Brüggemann U., Daske, H. (2022). Asset Reclassifications and Bank Recapitalization during the Financial Crisis, *Management Science*, 69(1), 75-100.
- Jordan, C.E., Clark, S.J. and Smith, W.R. (1998). Earnings Management under SAFS NO.115: Evidence from the Insurance Industry. *Journal of Applied Business Research*, 14(1), 49-56.
- Dodd, P. (1980). Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 2, 105-137.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25, 382-417.
- Fiechter, P. (2009). Reclassification of Financial Assets Under IAS 39: Impact on European Banks' Financial Statements. *Accounting in Europe*, 8(1), 1-27.
- Godwin, N., Petroni, K., and Wahlen, J. (1998). Fair Value Accounting for Property – Liability Insurers and Classification Decisions Under FAS 115, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 13, 207-239.
- Healy, P. M. and Wahlen, J.M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting,” *Accounting Horizons*, 13, 365-383.
- Hirshleifer, D. and Teoh, S.H. (2003). Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 36, 337-386.

- Ijiri, Y., Jaedicke, R. K., and Knight, K. E. (1966). The effects of accounting alternatives on management decisions. *Research in accounting measurements*, 186-199.
- Laeven, L., Majnoni, G. (2003). Loan loss provisioning and economic slowdowns: too much, too late? *Journal of Financial Intermediation*, 12(2), 178-197.
- Maines, L.A. and Mcdaniel, L.S. (2000). Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgments: The Role of Financial-Statement Presentation Format. *The Accounting Review*, 75, 179-207.
- Moyer, S. (1990). Capital Adequacy Ratio Regulations and Accounting Choices in Commercial Banks, *Journal of Accounting Research*, 13(2), 123-154.
- Schipper, K. and Thompson R. (1983). The Impact of Merger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms. *Journal of Accounting Research*, 2, 184-221.
- Shrieves, R. E. and Dahl D. (2003). Discretionary Accounting and the Behavior of Japanese Banks under Financial Duress, *Journal of Banking & Finance*, 17, 1219-1243.
- Wahlen, J.M. (1994). The nature of information in commercial bank loan loss disclosures. *The Accounting Review*, 455-478.

附錄

附表 1 壽險業之其他綜合損益組成細項

會計科目	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30
確定福利計畫再衡量數	-4,440	11,552	33,820	2,637,363	204	1,927
不動產重估價之損益	10,259	1,635,543	1,642,077	2,737,793	116,524	524,15
透過 FVOCI 權益工具評價損益	17,283,900	-21,510,259	-60,180,581	-62,879,527	25,684,589	37,731,116
採用權益法認列之關聯企業及合資之其他綜合損益份額	-308,623	-819,332	-404,528	-471,184	-542,112	-558,733
與不重分類項目相關之所得稅	342,619	-455,614	-2,850,670	-2,032,586	907,238	1,139,308
國外機構財報換算差額	3,992,900	2,211,259	4,758,963	7,687,463	167,319	2,998,244
避險工具之損益	-364,991	46,041	-210,577	258,247	193,396	-459,886
透過 FVOCI 債務工具(損)益	-445,835,876	-969,264,847	-1,333,315,338	-428,594,840	127,612,024	113,182,504
採用權益法認列之關聯企業及合資份額	171,345	-421,590	-1,169,227	-1,038,281	167,143	171,110
採覆蓋法重分類之 OCI	-320,642,650	-856,317,011	-1,028,353,216	-945,024,262	211,437,129	285,077,994
其他可重分類之 OCI	-13,041	165,272	82,405	284,140	513,436	265,600
與可重分類項目相關之所得稅	-107,394,229	-244,050,163	-321,183,098	-145,079,569	38,756,690	43,565,679
其他綜合損益(稅後)	-638,659,607	-1,599,757,595	-2,093,082,432	-1,277,290,935	325,685,723	394,229,048

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)；本研究整理

單位：新臺幣仟元

附表 2 銀行業之其他綜合損益組成細項

會計科目	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30
確定福利計畫之再衡量數	-7,671	275,981	305,470	10,702,911	-5,962	-13,951
不動產重估價之損益	0	1,322,404	1,322,404	1,322,404	0	0
指定按公允價值衡量金融負債信用風險變動影響	428,331	2,920,887	5,120,046	10,353,412	-1,094,892	-1,668,686
透過 FVOCI 衡量權益工具投資未實現評價損益	27,688,070	-41,494,251	-74,330,238	-66,974,198	23,856,185	51,018,553
採權益法認列關聯企業及合資其他綜合損益份額	450,829	-714,757	-996,523	-617,135	2,667	377,014
與不重分類項目相關之所得稅	329,701	140,135	2,875	1,759,468	54,206	260,974
國外營運機構財務報表換算之兌換差額	22,974,117	34,970,670	69,060,174	56,298,163	-5,793,751	-1,818,240
透過 FVOCI 衡量債務工具投資未實現評價損益	-103,050,462	-203,853,904	-274,042,173	-236,781,969	36,165,210	29,658,138
避險工具之損益	-274,263	-436,645	-582,696	-466,365	161,031	163,535
採權益法認列關聯企業及合資其他綜合損益份額	-2,181,018	-4,721,879	-6,398,447	-5,498,974	832,401	578,704
與可重分類項目相關之所得稅	-2,366,045	-3,615,792	-3,185,611	-2,996,533	482,001	582,738
其他綜合損益(稅後)	-51,935,723	-208,255,837	-277,359,247	-230,424,686	53,586,682	77,451,355

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)；本研究整理

單位：新臺幣仟元

附表 3 各家壽險業者金融資產重分類公告日之異常報酬率檢定結果

公司	事件日期	Alpha	Beta	事件日					
				-10	-9	-8	-7	-6	-5
潤泰全	20221011	-0.156	1.139	1.581	2.065	-0.909	0.762	1.083	-0.364
潤泰新	20221011	0.037	0.909	-2.564	0.017	-3.580	1.073	0.703	-2.254
寶成	20221011	0.043	0.811	-0.680	1.250	-0.365	4.926	-3.170	-1.956
國泰金	20221020	-0.062	0.845	1.663	-0.368	0.487	1.575	0.096	-3.627
中信金	20221027	0.033	0.822	-1.322	-1.285	0.989	0.471	-0.101	-0.849
新光金	20221028	0.009	0.769	-1.391	-0.565	0.191	0.360	1.923	-0.248
開發金	20221103	-0.014	0.922	2.440	-1.285	-0.705	4.048	1.289	-0.550
三商壽	20221206	-0.204	0.576	-0.354	5.647	-1.382	0.044	3.043	3.258
第一金	20221208	0.085	0.530	-0.130	1.100	0.523	0.707	-0.693	-0.557
富邦金	20221215	0.029	0.905	-1.496	-0.272	-1.599	0.146	0.238	-1.635
平均異常報酬率 AR				-0.225	0.630	-0.635	1.411	0.441	-0.878
傳統法統計量(t 值)				-0.472	1.321	-1.330	2.956	0.924	-1.840
P-value				0.637	0.187	0.183	0.003	0.356	0.066
橫斷面統計量				-0.438	0.960	-1.495	2.634	0.838	-1.543
P-value				0.661	0.337	0.135	0.008	0.402	0.123
符號法統計量				-1.265	0.000	-0.633	3.162	1.265	-2.530
P-value				0.206	1.000	0.527	0.002	0.206	0.011

-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
-3.484	-1.012	0.604	2.510	3.443	7.125	-2.633	-2.434	1.375	-0.251
-1.006	0.632	2.622	2.151	0.013	9.578	-1.551	0.975	2.673	1.607
-0.278	-1.553	-1.288	0.534	1.563	2.472	-0.710	-0.387	1.145	0.227
-1.473	1.112	0.354	1.413	-0.920	-2.600	1.037	2.669	2.275	-1.238
2.289	-0.776	1.698	1.295	-0.320	0.849	-1.796	2.787	-1.621	-0.766
-1.242	1.646	0.361	-1.068	1.189	-1.597	0.962	-0.380	-0.330	0.744
0.577	-0.716	1.081	-0.430	1.234	1.382	-0.148	-0.041	-1.575	-0.681
2.573	-1.477	2.194	2.284	-1.435	1.907	-2.478	-0.396	0.062	-1.494
-1.281	0.073	0.814	1.233	0.767	-1.018	1.011	-1.285	0.469	0.124
-0.099	0.545	0.702	-1.542	-0.345	-0.873	1.454	0.929	-0.439	-0.284
-0.342	-0.153	0.914	0.838	0.519	1.723	-0.485	0.244	0.404	-0.201
-0.717	-0.320	1.915	1.755	1.087	3.609	-1.016	0.511	0.845	-0.422
0.473	0.749	0.056	0.079	0.277	0.000	0.310	0.610	0.398	0.673
-0.597	-0.434	2.637	1.858	1.152	1.400	-0.981	0.471	0.866	-0.686
0.551	0.664	0.008	0.063	0.249	0.162	0.327	0.638	0.386	0.493
-1.265	0.000	2.530	1.265	0.633	0.633	-0.633	-0.633	0.633	-0.633
0.206	1.000	0.011	0.206	0.527	0.527	0.527	0.527	0.527	0.527

6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
3.183	2.507	1.839	-1.680	1.291	-0.029	2.123	3.187	-2.352	2.071
0.654	3.029	0.694	-2.650	-0.214	-0.660	2.826	0.068	-2.182	0.356
0.519	0.684	-1.039	0.800	-0.274	-0.627	-0.203	0.466	-2.517	2.305
0.318	-2.181	0.284	0.700	1.703	0.059	0.322	-0.348	-0.634	-0.350
1.402	1.330	-0.336	-3.444	0.549	0.211	-1.698	-0.787	-0.895	-0.711
-0.184	0.243	-1.427	0.756	-0.094	-0.106	-1.188	-1.825	-0.116	0.620
1.399	-0.309	-1.224	-1.077	-0.358	0.591	1.134	2.060	-0.035	-5.633
-1.168	-0.124	1.013	0.408	-0.675	-0.057	-0.279	-1.441	0.149	0.572
-0.101	0.645	0.891	-0.325	-0.476	0.168	0.245	0.133	-0.455	-0.327
0.875	0.062	0.224	0.255	-0.707	0.168	-0.403	1.539	1.571	-0.485
0.690	0.589	0.092	-0.626	0.075	-0.028	0.288	0.305	-0.747	-0.158
1.445	1.233	0.192	-1.311	0.156	-0.059	0.603	0.639	-1.564	-0.332
0.148	0.218	0.848	0.190	0.876	0.953	0.547	0.523	0.118	0.740
1.869	1.262	0.269	-1.296	0.283	-0.235	0.649	0.614	-1.830	-0.229
0.062	0.207	0.788	0.195	0.777	0.815	0.516	0.539	0.067	0.819
1.265	1.265	0.633	0.000	-1.265	0.000	0.000	0.633	-1.897	0.000
0.206	0.206	0.527	1.000	0.206	1.000	1.000	0.527	0.058	1.000

附表 4 各家壽險業者財報發布日之異常報酬率檢定結果

公司	事件日期	Alpha	Beta	事件日					
				-10	-9	-8	-7	-6	-5
開發金	20230221	-0.123	0.825	0.080	-1.416	0.226	-0.585	1.504	-0.459
新光金	20230224	-0.047	0.610	-0.597	-0.250	0.655	0.916	-0.531	0.898
中信金	20230315	-0.067	0.709	-0.584	-0.597	-0.644	0.034	0.087	0.685
潤泰全	20230315	-0.203	0.893	-2.132	-0.100	-0.155	0.375	0.268	0.576
國泰金	20230316	-0.123	0.829	0.705	-0.162	0.921	-0.029	0.331	0.144
寶成	20230316	0.082	0.667	0.958	0.320	-0.594	0.107	-0.354	-1.510
潤泰新	20230316	-0.059	0.932	-0.633	-0.115	-0.401	0.987	0.065	0.566
三商壽	20230515	-0.152	0.489	0.003	-1.368	-0.750	-0.414	0.294	-0.469
富邦金	20230526	0.037	0.745	-0.822	0.771	-0.317	-0.556	0.626	0.441
第一金	20230529	0.059	0.433	0.567	-0.066	0.515	0.000	-0.077	-0.431
平均異常報酬率 AR				-0.246	-0.298	-0.055	0.084	0.221	0.044
傳統法統計量(t 值)				-0.528	-0.642	-0.117	0.180	0.476	0.095
P-value				0.598	0.521	0.907	0.857	0.634	0.925
橫斷面統計量				-0.853	-1.389	-0.290	0.481	1.242	0.187
P-value				0.394	0.165	0.772	0.631	0.214	0.852
符號法統計量				0.000	-1.897	-0.633	0.000	1.265	0.633
P-value				1.000	0.058	0.527	1.000	0.206	0.527

-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
0.916	-0.119	1.643	0.873	-1.069	0.131	-0.162	0.715	-1.522	0.505
0.563	-0.340	0.158	-0.612	1.957	-1.912	-0.412	0.238	-0.556	0.140
-0.824	0.057	-0.314	-1.294	-0.752	-2.225	-1.243	0.936	-0.123	0.363
-0.125	0.393	-0.755	-0.025	-9.874	0.832	-1.836	-3.660	1.798	-0.857
-0.782	-1.002	-0.593	-0.144	-1.414	0.096	-1.671	0.980	0.274	0.062
0.061	-0.985	-0.902	-1.130	0.332	-4.588	0.867	-1.129	-1.297	-0.680
-0.432	-0.727	0.330	-10.616	-4.559	-1.350	-5.272	3.356	-0.576	-0.830
0.260	2.932	-1.376	0.191	0.043	-0.864	0.153	-0.194	0.510	0.518
0.098	-0.557	0.096	-2.288	-0.839	0.360	-0.468	0.160	-0.398	-0.578
0.456	-0.516	-1.310	-0.621	0.495	0.333	0.055	-1.500	-0.746	0.464
0.019	-0.086	-0.302	-1.567	-1.568	-0.919	-0.999	-0.010	-0.264	-0.089
0.041	-0.186	-0.650	-3.369	-3.372	-1.976	-2.148	-0.021	-0.567	-0.192
0.968	0.853	0.516	0.001	0.001	0.048	0.032	0.983	0.571	0.848
0.105	-0.237	-1.056	-1.502	-1.471	-1.752	-1.833	-0.017	-0.871	-0.486
0.916	0.812	0.291	0.133	0.141	0.080	0.067	0.987	0.384	0.627
0.633	-1.265	-0.633	-1.897	-0.633	0.000	-1.265	0.633	-1.265	0.633
0.527	0.206	0.527	0.058	0.527	1.000	0.206	0.527	0.206	0.527

6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
0.072	-0.311	0.389	-0.048	-0.389	-0.126	-0.837	-0.782	-0.422	-2.232
-0.143	-0.228	-0.857	-1.741	-1.330	-0.671	-1.268	-0.750	-0.198	1.661
0.536	-0.858	0.677	0.879	0.686	-0.520	0.904	-0.365	-0.048	0.350
-0.382	-0.083	0.326	0.226	1.049	-0.774	-0.432	0.171	0.766	0.331
-0.746	0.685	1.283	0.482	-0.894	0.505	0.900	0.581	0.623	0.161
-0.782	1.406	-0.345	1.079	0.061	-0.799	-1.131	0.618	0.393	0.715
-0.239	-0.427	-0.029	-1.202	0.018	0.802	-0.172	1.320	-0.596	0.819
1.654	-0.140	-1.778	-0.870	0.727	0.000	1.046	0.348	-0.611	1.080
1.729	0.077	-0.910	-0.832	-0.058	-0.340	-1.339	1.009	-0.778	-0.653
-0.181	0.067	0.606	-0.452	-0.414	-0.721	-0.292	-0.842	-0.305	0.699
0.152	0.019	-0.064	-0.248	-0.055	-0.265	-0.262	0.131	-0.118	0.293
0.327	0.040	-0.137	-0.533	-0.117	-0.569	-0.564	0.282	-0.253	0.630
0.744	0.968	0.891	0.594	0.907	0.569	0.573	0.778	0.800	0.529
0.536	0.095	-0.220	-0.845	-0.232	-1.498	-0.895	0.531	-0.687	0.862
0.592	0.925	0.826	0.398	0.816	0.134	0.371	0.596	0.492	0.389
-0.633	-0.633	0.000	-0.633	0.000	-1.897	-1.265	0.633	-1.265	1.897
0.527	0.527	1.000	0.527	1.000	0.058	0.206	0.527	0.206	0.058

附表 5 未採用金融資產重分類壽險業之母公司與無壽險子公司的金控業之異常報酬率
檢定結果

公司	事件日期	Alpha	Beta	事件日					
				-10	-9	-8	-7	-6	
玉山金	20230224	-0.080	0.622	0.534	2.254	-0.161	0.172	-0.193	
台新金	20230224	-0.029	0.789	-0.219	1.168	-0.222	0.540	-0.570	
永豐金	20230310	0.021	0.610	-0.033	0.074	-0.452	-0.393	-0.898	
國票金	20230314	-0.055	0.521	0.428	-0.263	0.054	0.022	1.114	
遠雄	20230314	-0.003	0.226	-0.173	-0.474	0.173	0.497	-0.220	
合庫金	20230314	0.019	0.571	-0.170	-1.120	-0.209	-0.054	0.171	
兆豐金	20230315	-0.053	0.573	0.898	-2.199	-0.439	-0.057	0.316	
華南金	20230315	0.039	0.623	-0.418	-0.478	-0.078	0.003	0.243	
元大金	20230315	0.006	0.683	-1.972	0.439	0.174	-0.018	0.464	
平均異常報酬率 AR				-0.125	-0.067	-0.129	0.079	0.048	
傳統法統計量(t 值)				-0.348	-0.185	-0.359	0.220	0.132	
P-value				0.728	0.853	0.720	0.826	0.895	
橫斷面統計量				-0.460	-0.156	-1.657	0.817	0.239	
P-value				0.645	0.877	0.098	0.414	0.811	
符號法統計量				-1.000	-0.333	-1.000	0.333	0.333	
P-value				0.317	0.739	0.317	0.739	0.739	

-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
1.552	2.128	-4.894	1.264	-0.507	0.527	-0.901	-0.325	-0.161	0.274
1.308	0.878	-0.332	0.763	-0.970	-0.012	-1.061	0.028	-0.326	-0.139
-0.059	-0.625	0.199	0.423	-1.007	0.046	-0.453	-0.731	-0.129	-0.880
2.060	0.566	0.211	0.869	0.319	-6.740	-2.936	-1.074	3.041	3.006
-0.131	-0.279	0.071	0.016	0.124	-0.045	-1.236	-1.140	1.738	-0.292
-0.172	-0.063	-0.412	-0.267	-0.336	-0.436	-0.898	-0.576	-0.685	-0.490
0.648	-0.831	0.034	-0.380	-0.598	-0.360	-0.424	-0.498	0.960	0.330
-0.536	-0.289	0.053	-0.620	-0.801	-1.056	-1.201	-0.517	-0.834	0.974
-0.272	-0.460	-0.496	0.068	-0.928	0.328	-0.863	-0.350	-0.089	0.267
0.489	0.114	-0.619	0.237	-0.523	-0.861	-1.108	-0.576	0.391	0.339
1.360	0.317	-1.722	0.660	-1.455	-2.397	-3.085	-1.603	1.087	0.943
0.174	0.751	0.085	0.509	0.146	0.017	0.002	0.109	0.277	0.346
1.562	0.366	-1.142	1.124	-3.267	-1.147	-4.475	-4.704	0.914	0.895
0.118	0.714	0.254	0.261	0.001	0.252	0.000	0.000	0.361	0.371
-0.333	-1.000	0.333	1.000	-1.667	-1.000	-3.000	-2.333	-1.000	0.333
0.739	0.317	0.739	0.317	0.096	0.317	0.003	0.020	0.317	0.739

5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
0.311	0.236	-0.334	-0.163	-0.875	-0.355	-0.238	-1.136	-0.225	0.424	0.543
0.166	0.227	-0.037	-0.580	-0.145	-0.826	-0.110	-0.703	1.369	-0.116	0.177
-1.251	-1.754	0.546	0.861	-0.421	-0.216	1.214	0.779	0.614	-1.530	0.209
3.662	1.513	2.677	-3.075	-2.722	1.636	0.971	-6.058	-0.813	-0.163	-0.438
-0.477	-0.181	-1.531	-0.243	0.123	-0.338	-0.095	-0.639	0.153	1.486	0.660
0.426	1.221	0.184	-0.010	0.476	0.448	-0.076	-0.880	-0.086	0.570	-0.112
0.689	1.045	-0.281	0.207	-0.086	-0.348	-0.541	0.899	0.260	-0.648	0.518
0.348	-0.446	-0.011	0.292	0.696	0.366	-0.802	0.562	0.855	-0.363	0.028
-0.404	0.224	-0.449	0.132	1.227	0.145	-0.797	0.138	0.465	-0.117	0.046
0.386	0.232	0.085	-0.287	-0.192	0.057	-0.053	-0.782	0.288	-0.051	0.181
1.073	0.644	0.236	-0.798	-0.534	0.159	-0.147	-2.177	0.802	-0.141	0.505
0.283	0.519	0.814	0.425	0.593	0.874	0.883	0.030	0.423	0.888	0.614
0.847	0.701	0.226	-0.768	-0.508	0.239	-0.222	-1.107	1.353	-0.181	1.551
0.397	0.483	0.822	0.443	0.612	0.811	0.824	0.268	0.176	0.857	0.121
1.000	1.000	-1.000	-0.333	-0.333	-0.333	-1.667	-0.333	1.000	-1.000	1.667
0.317	0.317	0.317	0.739	0.739	0.739	0.096	0.739	0.317	0.317	0.096