

台灣股市連假效應之研究

A Study of the Holiday Effects on The Taiwan Stock Market

金鐵英(Tiein Jin)

朝陽科技大學財務金融系副教授

陳明俊(Ming-Chun Chen)

朝陽科技大學財務金融系碩士

摘要

本文所定義之連假，是指台灣連續放三天及以上之國定假日，即股市停止交易達三天及以上的假日。本研究針對台灣加權股價指數、三大權值類股與三大權值個股，探討在連假前後是否存有異常報酬效應產生，採樣樣本是最近十年。研究結果發現：台灣加權股價指數、三大權值類股與三大權值個股，在連假附近前後期間，普遍存在有顯著的正向超額報酬。至於股價反映的形式，則是大同小異十分類似，就是連假過後有比連假前更高的正向超額報酬。以台灣加權股價指數為例，在扣除正常日報酬後，連假前後三天共六日的累積超額報酬達到 1.29%。這個結果在扣除日息與交易成本後，仍然太高。因此本研究得到的結果，比較支持台灣股市不具效率性的假說。投資人在連假前三日買進連假後三日賣出，將可獲得顯著的投機利潤。

關鍵詞：連假效應；市場效率

Abstract

In this research, a holiday refers to a legal holiday of three or more consecutive days. The stock market is closed on holidays normally. In this empirical study, the holiday effect is examined. That is, it is investigated that if there are abnormal returns around the holidays in Taiwan Stock Market. The samples are the Taiwan Stock Market Index, the three largest industry indexes and the three largest stocks in those industries. Sample periods are recent ten years. Results show that the seven samples have similar price behaviors in holiday effect patterns. Precisely, they have small abnormal returns during the nearest three days periods before the holidays, and large abnormal returns during the nearest three days periods after the holidays. The six-day accumulated abnormal returns are large enough to offer a challenge to the market efficiency. For instance, after deduct the normal daily returns, the six-day accumulated abnormal return around the holidays is 1.29% on the average for the Taiwan Stock Market Index. The value is still too large even after considers the relatively low transaction costs and low interest rates in Taiwan. Therefore, it is argued that the profits of speculation around holidays are available for general investors in Taiwan.

Keywords: Holiday Effect; Efficient Market Hypothesis

壹、研究動機與目的

在 21 世紀的今天，即使 AlphaGo 電腦已經擊敗人類棋王，但借重超級電腦與統計模型，要準確的預測股價走勢仍然困難。一般財金業者倡導跟隨著趨勢操作，認為追漲殺跌的動量(momentum)策略是獲利保證。可是盛極而衰否極泰來，輸家贏家互相轉變的反向操作(contrarians)策略卻被發現也經常獲勝。雖然學術界普遍認為市場是有效率的，但違背市場效率的奇怪現象與規律(anomalies and regularities)也始終存在。畢竟每天台灣股市的價格是超過上百萬投資者投票所產生的，單一主題的研究論文彷彿瞎子摸象，獲得的結論只是不能窺其全豹的冰山一角而已，當然也包括本研究在內。

傳統的財金理論主張股票市場是有效率的。因為好壞消息在每一天產生的機率是相同的，當好壞消息被立即的反映在股價上，股價將是隨機漫步。但是一些奇怪的現象與規律，例如元月效應、週末效應等在全球各個股市中被發掘出來。這些現象的存在使得弱勢效率市場的假說都顯得站不住腳。本文則是在台灣股市中，探討其中相對很少被研究的連假現象。主因緣起是台灣股市投資人普遍流行所謂春節、元宵、端午、中秋等節日的變盤說。本研究的具體貢獻是，如果台灣存在連假現象並且股價的反映形式，以及在何處切入買賣時間點操作細節被確認，將可提供投資人一個比較確定的投機機會。投資人如果據以進場投機，將有助於本身獲利並有助於連假效應的消失，以及台灣股市效率性的提升。

本研究結果發現，以台灣加權股價指數為例，在扣除正常日報酬後，連假前後三天共六日的累積異常報酬達到 1.29%。這個結果在扣除這日息與交易成本後，仍然顯得太高。因此本研究得到的結果，確實發現了相當顯著的假日效應、比較支持台灣股市不具效率性的假說、投資人在連假前買進將可獲得投機利潤。

本文的研究目的是探討，在台灣股市中是否存在有連假效應，以及在連假效應中台股價格的反映形式。在美國市場，道瓊與標普指數被發現存在有假日效應，美股在放假前的報酬高，放假後則較低。本文定義放假三天及三天以上為連假。觀察窗口則為最接近連假的前後各三日，探討連假前後是否存在超額日報酬及超額累積日報酬。研究樣本是台灣加權股價指數、三大類股指數(電子類、金融類、化工類)以及三大類股中比重最大的權值股(台積電、國泰金、台塑)。彙整本研究之目的如下：

1. 台灣加權股價指數是否存在連假效應，以及在連假效應中台灣加權股價指數反映形式
2. 三大類股指數是否存在連假效應，以及在連假效應中三大類股指數的反映形式
3. 三大個股是否存在連假效應，以及在連假效應中三大個股的反映形式
4. 產生連假效應的可能原因探討

本論文結構分為五章，內容概述如下：第一章說明研究動機與目的。第二章文獻探討討論連假效應之國內外相關文獻。第三章研究設計說明變數定義、研究對象、資料來源與檢定方法。第四章實證研究說明實證數據發現。第五章總結結論、建議、投資參考與未來研究方向。

貳、文獻探討

股價在日曆日週期存在有許多現象，本節僅簡要回顧連假效應。連假效應是指股價在連假前有超額報酬的現象。Lakonishok and Smidt(1988)發現美股具有連假效應。Ariel (1990)驗證美股在假期前一日報酬是平常日報酬的 1.09 至 1.14 倍。Liano and White (1994)研究美國的連假效應，他發現在經濟擴張期，Nasdaq 指數比標普 500 指數顯著；在經濟緊縮期，標普 500 指數比 Nasdaq 指數顯著。Arsad and Coutts(1997)發現英股也具有連假效應。Meneu and Pardo (2004)發現在紐約和法蘭克福掛牌的西班牙股票也具有連假效應，

且其成因是由法人而非散戶所造成。Kim and Park(1994)驗證英美日股市都具有連假效應，其成因與國際股市連動或規模效應無關。Lucey (2005)發現愛爾蘭股市沒有連假效應。Hiraki and Maberly (1995)發現日本股市的連假效應，可歸因於黃金週放假前夕下午盤之超額報酬。Cadsby and Ratner (1992)發現加日港澳具有連假效應，英德瑞典則不顯著，而其成因是由當地法人買盤所造成，與美股連動無關。Andrew and Mohamed (2002)發現德國股市不存在連假效應。Lucey and Pardo (2005)在西班牙及愛爾蘭股市，按照連假效應去模擬投資，扣除交易稅費後仍有超額報酬。

至於國內研究的部份，台灣早期對於假日效應的研究有鄭智成(1993)、陳建良(1994)及羅弘璿(1995)。近年沈彥宏(2014)發現台灣加權指數報酬在節日前後為非節日報酬的 5 至 6 倍，但如果考慮交易成本則無法真正獲利。而各產業指數報酬則多數呈現節日前正報酬低變異及節日後正報酬高變異的特性。對各產業則有李永斌(2014)檢測台灣餐飲業、林宗翰(2014)探討台灣航運業、李定宇(2015)研究中國航運業、陳逸軒(2016)研究中國稀土業、吳佳穎(2017)研究台灣觀光業、陳奕涵(2017)研究兩岸網路業，獲得具體但各自不同的結論。

連假效應的可能成因有以下假說：窗飾假說(Windows Dress Hypothesis)、停駐資金假說(Parking The Proceeds Hypothesis)、稅賦損失假說(Tax-loss Selling Hypothesis)、流動性假說(Liquid Hypothesis)、過度反應假說(Overreaction Hypothesis)、行為心理假說(Behavior Hypothesis)、及交易機制假說(Microstructure Hypothesis)。可惜至今都只是推測未能證實。

參、研究設計

本文所稱之『連假』是指台灣股市連續放三天及三天以上之國定假日。樣本期間為 2006 年 1 月 1 日至 2016 年 10 月 28 日，共計約 10 年 10 個月，包括 2,680 個交易日。經檢視這 10 年樣本期間中，包含政府、金融行庫與證券交易所的年節、清明，端午、中秋連假與補假等，總計共有 53 個連假樣本。本文搜集的數據為日報酬，樣本包括大盤，三大權值類股，以及三大類股成份中最大權重的三大公司，作為研究對象。樣本就是台灣加權股價指數、電子類股、金融類股、塑化類股、台積電、國泰金、與台塑。資料來源則為新報資料庫(TEJ)。

本文將連續假期之前後各五個交易日定為事件日，觀察窗口為 10 日。本研究希望藉觀察連假前五個交易日與連假後五個交易日之日報酬，來分析台灣財金業界所稱之『假日變盤說』是否確有其事。本文以假期後第 t 日為 (t) ，示意於圖 3.1；簡言之，即假日前第五日為(-5)、前四日(-4)、前三日(-3)、前二日(-2)、前一日(-1)、假後第一日為(1)、二日(2)、三日(3)、四日(4)、五日(5)。

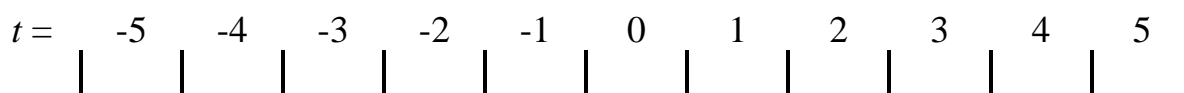


圖 3.1 連假前後天數示意圖

本文使用之日報酬一律為連續日報酬，資料來源為新報資料庫。茲定義 R_t 為第 t 日之日報酬。本研究要檢驗 53 次連假之前後各 5 天(事件日)是否存在異常日報酬，必須先定義正常日報酬為何，本文定義正常日報酬為扣除事件日之後，10 年樣本期間之平均日

報酬 \bar{R} ，

$$\bar{R} = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n}$$

本文定義事件日第 t 日之異常日報酬(Abnormal Return)， $AR(t)$ 為

$$AR(t) = R_t - \bar{R}$$

本文定義連假後第 t 日之累積異常日報酬(Cumulative Abnormal Returns)， $CAR(t)$ 為

$$CAR(t) = \sum_{t=1}^t AR(t)$$

連假前第 t 日之累積異常日報酬 $CAR(t)$ 為

$$CAR(t) = \sum_{t=-1}^t AR(t)$$

本文的研究目的是驗證連假前後幾天是否存在異常報酬。本研究採用平均值 t 檢定，來驗證 $AR(t)$ 與 $CAR(t)$ 是否為零的假設。建立的虛無假設及對立假設為

$$H_0: \mu = 0$$

$$H_1: \mu \neq 0$$

對於樣本平均值 \bar{X} 的檢定統計量 t ，計算如下

$$t = \frac{\bar{X} - \mu}{s/\sqrt{n}}$$

其中 μ = 母體平均值， s = 樣本標準差， n = 樣本數

本研究由於樣本數目有限，未能將放假日數多寡再予以細分，作橫斷面檢驗。

肆、實證分析

一、敘述統計

本文使用的自變數之敘述統計量，茲列示於表4.1。根據表4.1中的資料，在10年樣本期間，共計有2,680個交易日，長期投資七個標的物10年，都可以獲得正報酬。投資台灣加權股價指數大盤的報酬中等，標準差最低，驗證了財務理論中風險分散的結果。三大類股中以塑化類股指數的報酬最高標準差最小，是過去10年長期投資的贏家。金融類股指數則是報酬最低標準差最大，是輸家。三大個股中以台積電的報酬最高標準差中等，是過去10年長期投資的贏家。國泰金則是報酬最低標準差最大，是輸家。其次，本文將七個標的物，在10年樣本期間的股價走勢列示於圖4.2至4.7。

表4.1本研究自變數日報酬之敘述統計量

日報酬	平均值	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數
大盤指數	0.021	0.077	6.742	-6.513	1.226	2680
電子類股	0.019	0.083	6.748	-6.631	1.324	2680
金融類股	0.017	0.030	6.865	-6.840	1.606	2680
塑化類股	0.031	0.050	6.745	-6.447	1.280	2680
台積電	0.074	0.000	7.391	-7.000	1.733	2680
國泰金	0.029	0.000	7.000	-9.287	2.028	2680
台塑	0.058	0.000	7.000	-6.931	1.590	2680

註：金管會於 2015 年 6 月將單日漲跌幅由 7% 調整為 10%



圖 4.1 台灣加權股價指數 10 年走勢



圖 4.2 電子類股指數 10 年走勢

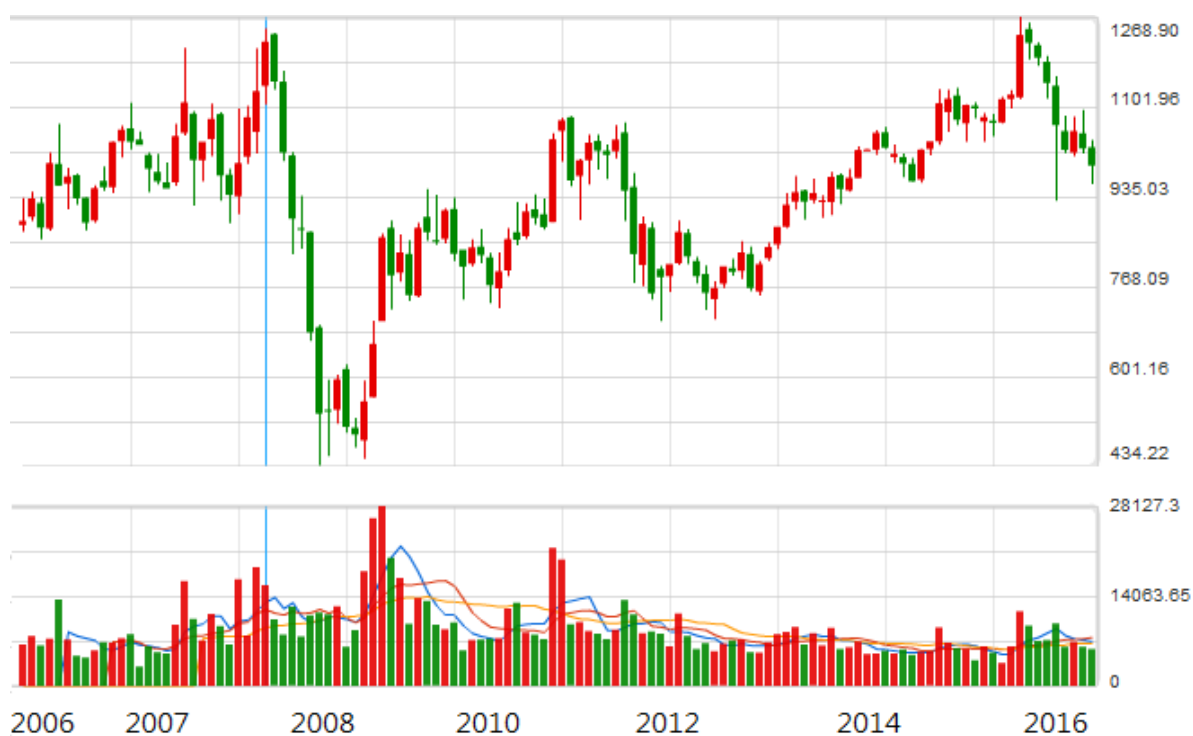


圖 4.3 金融類股指數 10 年走勢



圖 4.4 塑化類股指數 10 年走勢



圖 4.5 台積電 10 年走勢



圖 4.6 國泰金 10 年走勢



圖 4.7 台塑 10 年走勢

二、實證結果

本研究以台灣加權股價指數、電子類股，金融類股，塑化類股、台積電、國泰金、與台塑為研究對象，觀察日報酬的平均數及標準差，再透過 t 檢定，探討 AR 與 CAR 是否顯著不為零，即是否具有超額報酬。分別觀察在連假前的第五日、前四日、三日、二日、一日，與連假後第一日、二日、三日、四日、五日的平均數和標準差，進行樣本平均數檢定。假設台灣股市為一效率市場，任何短期資訊的衝擊，股價都可在三天內反映完畢。故研究此變數探討連假前的第一、二、三天總和，跟連假後的第一、二、三日總和，互相比對股價反應是否在連假前後，表現出顯著的高低差異。

首先，本研究計算正常日報酬 \bar{R} 。在 10 年多的研究期間中，共計有 2,680 個交易日，根據這 2,680 個交易日計算出的正常日報酬，茲列示於表 4.1。以表 4.1 的數據作基礎，本文將再進一步計算異常報酬 $AR(t)$ 、 $CAR(t)$ 與 t 檢定。

表 4.2 本研究得到之正常日報酬

	大盤	電子類	金融類	塑化類	台積電	國泰金	台塑
\bar{R}	0.021	0.019	0.017	0.031	0.074	0.029	0.058

註：樣本數為 2,680

其次，根據表 4.1 得到的正常日報酬，本研究計算出，在扣除正常日報酬後，於連假前後七個研究標的物之 $AR(t)$ 與 $CAR(t)$ 值，依次列示於表 4.3 至 4.9，及圖 4.9 至 4.14 中。為了節省篇幅，在表 4.3 至 4.9 中，本研究只列示出 $CAR(-3)$ 與 $CAR(3)$ ，因為在一個效率市場中，股價應在三日內將短期事件的衝擊影響反應完畢。

表 4.3 台灣加權股價指數連假效應之檢定

	平均值	標準差	t 值	P 值
<i>AR</i> (-5)	-0.104	1.138	-0.664	0.510
<i>AR</i> (-4)	-0.072	1.053	-0.500	0.619
<i>AR</i> (-3)	-0.036	0.911	-0.284	0.778
<i>AR</i> (-2)	0.052	1.336	0.282	0.779
<i>AR</i> (-1)	0.445	1.226	2.644	0.011**
<i>AR</i> (1)	0.383	1.638	1.702	0.095*
<i>AR</i> (2)	0.229	1.173	1.420	0.161
<i>AR</i> (3)	0.219	1.089	1.467	0.148
<i>AR</i> (4)	-0.284	1.298	-1.592	0.117
<i>AR</i> (5)	0.016	0.873	0.133	0.895
<i>CAR</i> (-3)	0.461	1.859	1.806	0.077*
<i>CAR</i> (3)	0.831	2.368	2.555	0.014**

註:1.樣本數 53，期間 2006-2016 年

2.***1%顯著水準、**5%顯著水準、*10%顯著水準

由表 4.3 得知 *AR*(-1)及 *AR*(1)具顯著性效果，以 *AR*(-1)較為顯著；*CAR*(-3)及 *CAR*(3)皆達顯著水準，以 *CAR*(3)顯著性較高。

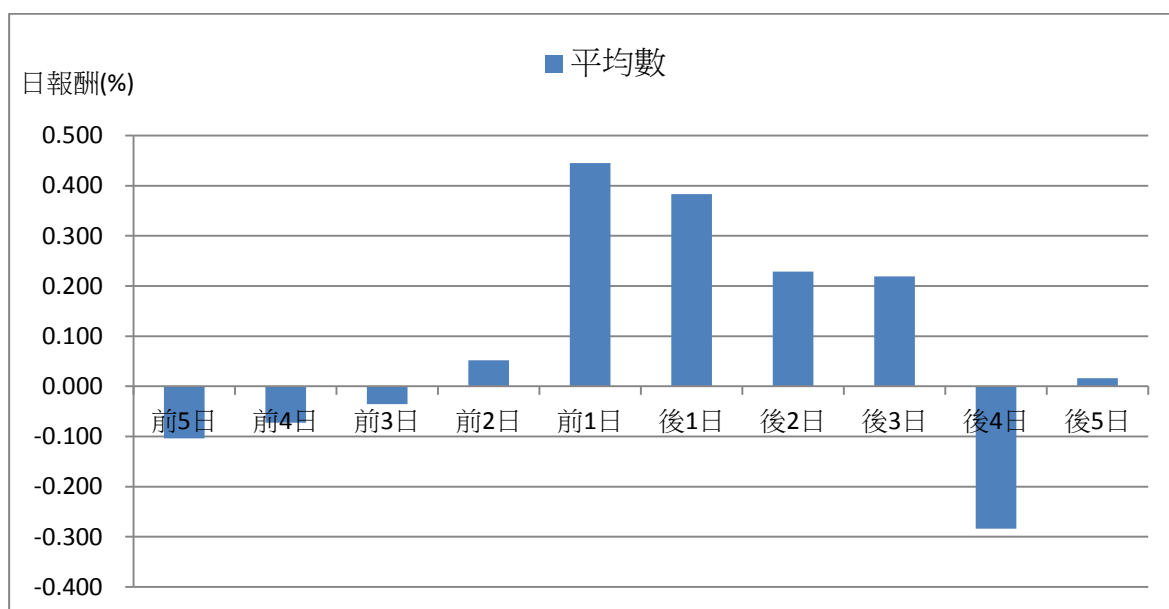


圖 4.8 台灣加權股價指數連假前後之 AR 平均值

表 4.4 電子類股指數連假效應之檢定

	平均值	標準差	t 值	P 值
<i>AR</i> (-5)	-0.115	1.180	-0.707	0.483
<i>AR</i> (-4)	-0.101	1.070	-0.685	0.496
<i>AR</i> (-3)	-0.007	1.036	-0.048	0.962
<i>AR</i> (-2)	0.071	1.426	0.361	0.719
<i>AR</i> (-1)	0.467	1.294	2.625	0.011**
<i>AR</i> (1)	0.353	1.755	1.463	0.149
<i>AR</i> (2)	0.286	1.223	1.702	0.095*
<i>AR</i> (3)	0.204	1.195	1.245	0.219
<i>AR</i> (4)	-0.311	1.377	-1.642	0.107
<i>AR</i> (5)	-0.015	0.990	-0.111	0.912
<i>CAR</i> (-3)	0.530	1.955	1.976	0.054**
<i>CAR</i> (3)	0.843	2.353	2.608	0.012**

註:1.樣本數 53，期間 2006-2016 年

2.***1%顯著水準、**5%顯著水準、*10%顯著水準

由表 4.4 得知 *AR*(-1)，*AR*(2)具顯著性效果，以 *AR*(-1)較為顯著；*CAR*(-3)及 *CAR*(3)皆達顯著水準，以 *CAR*(3)顯著性較高。

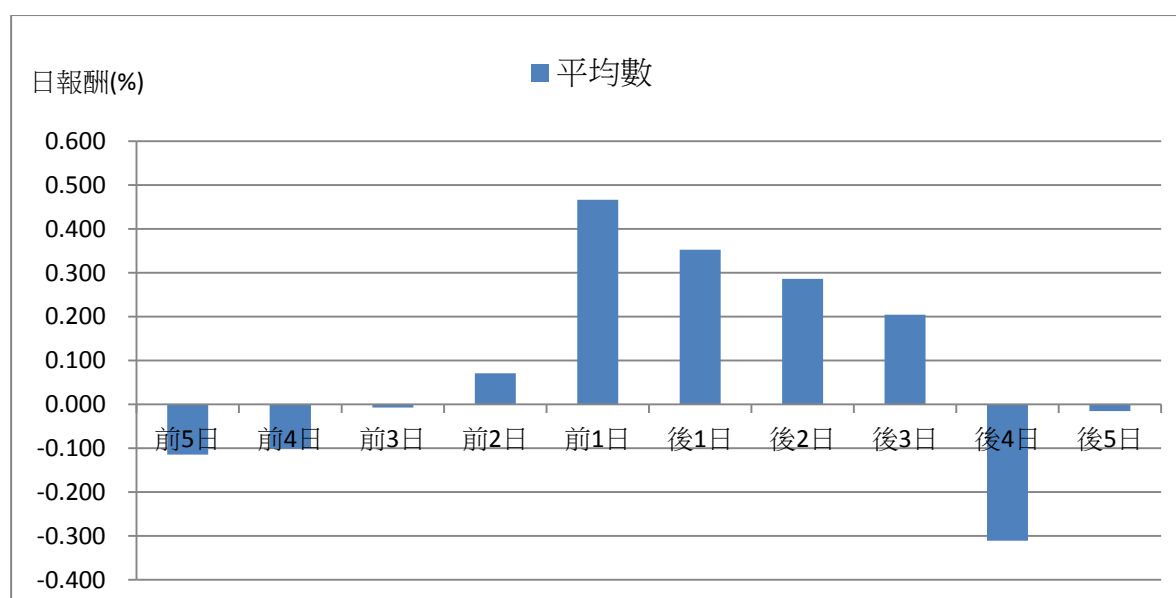


圖 4.9 電子類股指數連假前後之 AR 平均值

表 4.5 金融類股指數連假效應之檢定

	平均值	標準差	t 值	P 值
AR(-5)	-0.135	1.547	-0.634	0.529
AR(-4)	-0.054	1.774	-0.223	0.824
AR(-3)	-0.016	1.152	-0.103	0.918
AR(-2)	0.046	1.736	0.195	0.847
AR(-1)	0.432	1.556	2.023	0.048**
AR(1)	0.277	2.125	0.951	0.346
AR(2)	0.208	1.702	0.891	0.377
AR(3)	0.207	1.425	1.057	0.295
AR(4)	-0.432	1.616	-1.944	0.057*
AR(5)	0.029	1.156	0.185	0.854
CAR(-3)	0.463	2.662	1.265	0.210
CAR(3)	0.693	3.451	1.461	0.150

註:1.樣本數 53，期間 2006-2016 年

2.***1%顯著水準、**5%顯著水準、*10%顯著水準

由表 4.5 得知 **AR(-1)**及 **AR(4)**具顯著性效果，以 **AR(-1)**較為顯著；**CAR(-3)**及 **CAR(3)**皆未達顯著水準。

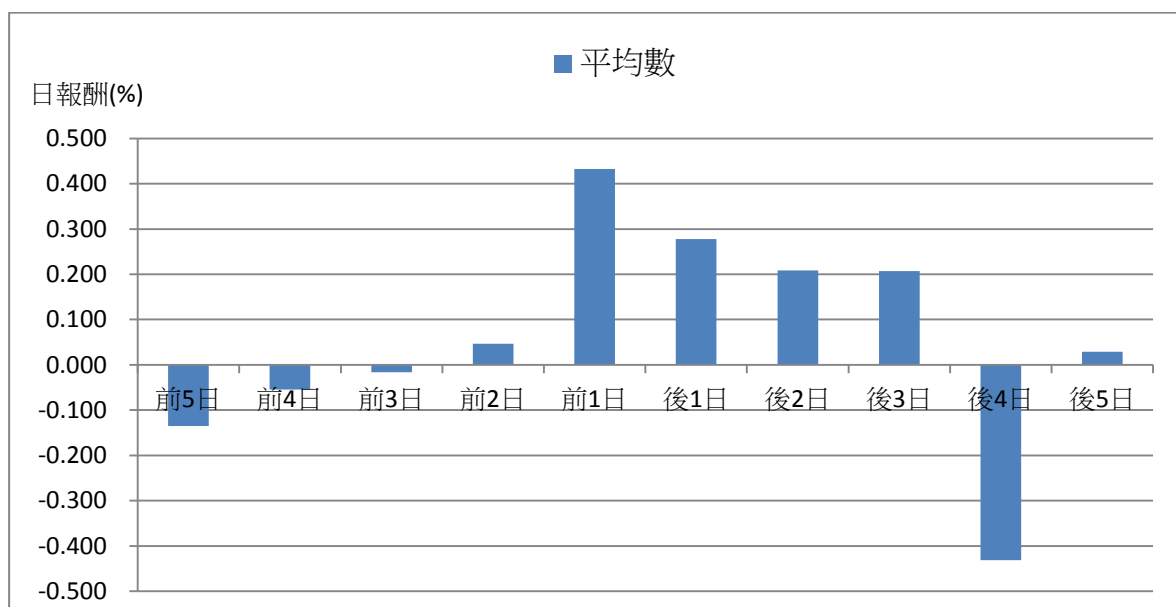


圖 4.10 金融類股指數連假前後之 AR 平均值

表 4.6 塑化類股指數連假效應之檢定

	平均值	標準差	t 值	P 值
AR(-5)	-0.139	1.143	-0.889	0.378
AR(-4)	-0.032	1.093	-0.215	0.831
AR(-3)	-0.061	1.131	-0.391	0.697
AR(-2)	0.053	1.502	0.255	0.800
AR(-1)	0.485	1.425	2.480	0.016**
AR(1)	0.320	1.812	1.287	0.204
AR(2)	0.186	1.320	1.027	0.309
AR(3)	0.292	1.352	1.573	0.122
AR(4)	-0.200	1.175	-1.237	0.222
AR(5)	0.109	1.028	0.774	0.443
CAR(-3)	0.477	2.324	1.495	0.141
CAR(3)	0.799	2.857	2.035	0.047**

註:1.樣本數 53，期間 2006-2016 年

2.***1%顯著水準、**5%顯著水準、*10%顯著水準

由表 4.6 得知 **AR(-1)**具顯著性效果，以 **AR(-1)**較為顯著；**CAR(3)**達顯著水準。

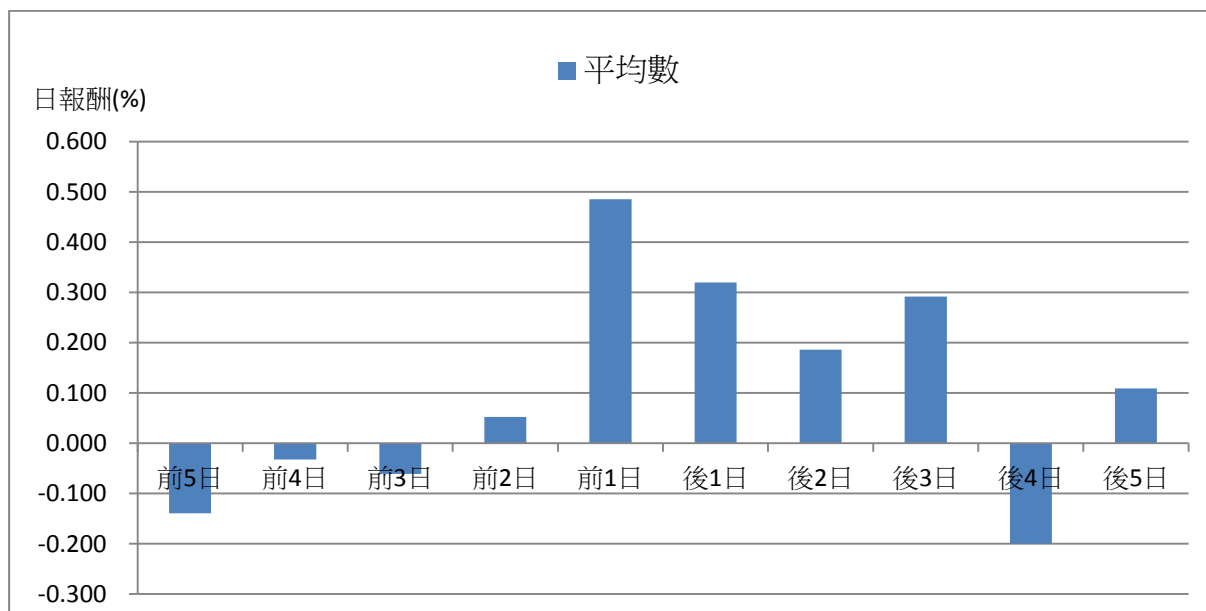


圖 4.11 塑化類股指數連假前後之 AR 平均值

表 4.7 台積電連假效應之檢定

	平均值	標準差	t 值	P 值
AR(-5)	-0.062	1.430	-0.316	0.753
AR(-4)	-0.060	1.296	-0.339	0.736
AR(-3)	0.088	1.583	0.403	0.689
AR(-2)	-0.083	1.829	-0.330	0.743
AR(-1)	0.655	1.916	2.490	0.016**
AR(1)	0.554	2.287	1.763	0.080*
AR(2)	0.239	1.804	0.963	0.340
AR(3)	-0.219	1.603	-0.995	0.325
AR(4)	-0.380	1.847	-1.499	0.140
AR(5)	-0.004	1.506	-0.020	0.984
CAR(-3)	0.660	2.807	1.712	0.093*
CAR(3)	0.574	2.698	1.548	0.128

註:1.樣本數 53，期間為 2006-2016 年

2.***1%顯著水準、**5%顯著水準、*10%顯著水準

由表 4.7 得知 **AR(-1)**及 **AR(1)**具顯著性效果，以 **AR(-1)**較為顯著；**CAR(-3)**達顯著水準。

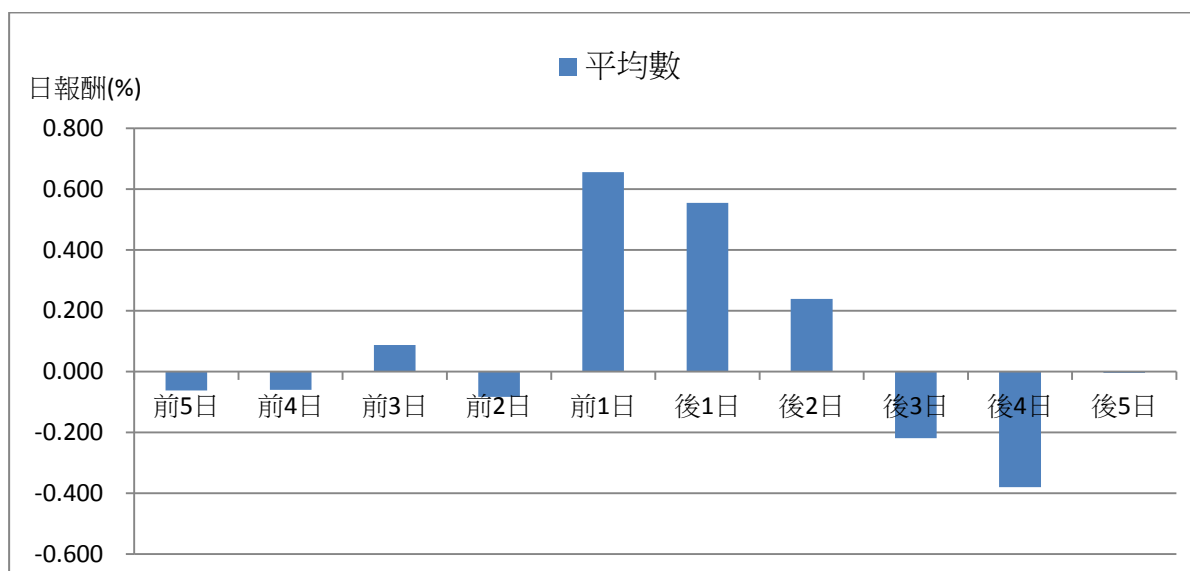


圖 4.12 台積電連假前後之 AR 平均值

表 4.8 國泰金連假效應之檢定

	平均值	標準差	t 值	P 值
<i>AR</i> (-5)	-0.071	1.940	-0.265	0.792
<i>AR</i> (-4)	0.090	2.183	0.299	0.766
<i>AR</i> (-3)	0.022	1.527	0.103	0.918
<i>AR</i> (-2)	0.034	2.068	0.119	0.906
<i>AR</i> (-1)	0.465	2.161	1.566	0.123
<i>AR</i> (1)	0.040	2.737	0.106	0.916
<i>AR</i> (2)	0.331	2.004	1.204	0.234
<i>AR</i> (3)	0.226	1.920	0.855	0.396
<i>AR</i> (4)	-0.554	1.999	-2.020	0.049**
<i>AR</i> (5)	-0.049	1.506	-0.236	0.814
<i>CAR</i> (-3)	0.520	2.954	1.282	0.206
<i>CAR</i> (3)	0.597	4.506	0.964	0.339

註:1.樣本數 53，期間 2006-2016 年

2.***1%顯著水準、**5%顯著水準、*10%顯著水準

由表 4.8 得知 *AR*(4)具顯著性效果；*CAR* 皆未達顯著水準。

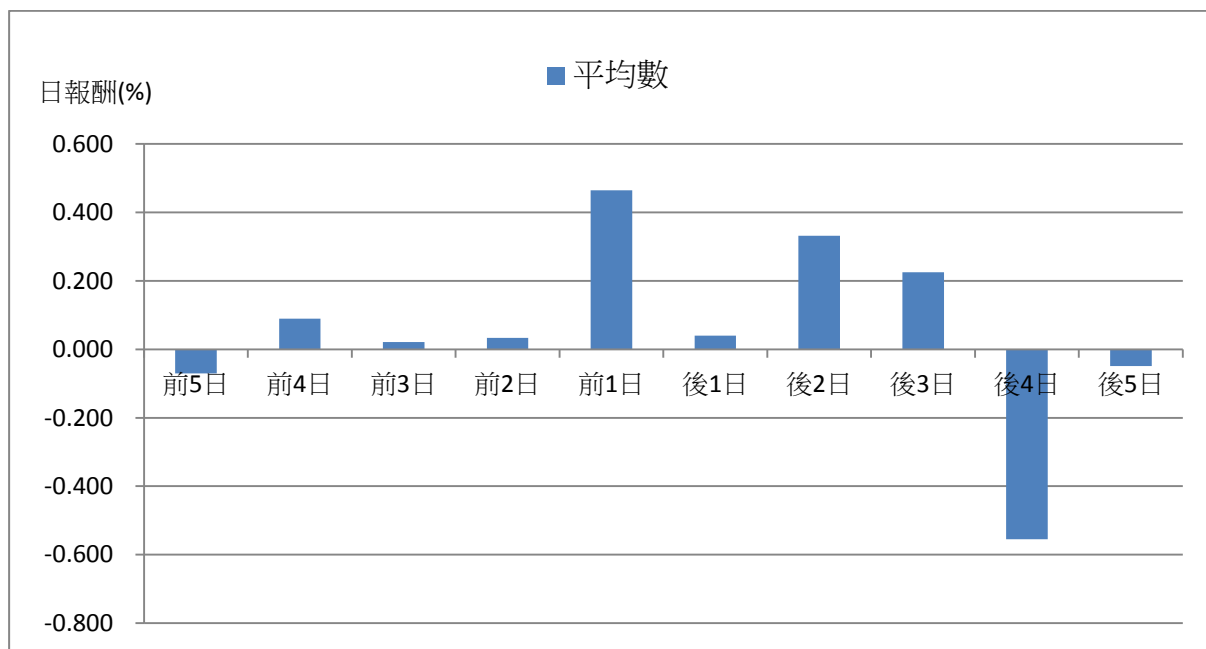
圖 4.13 國泰金連假前後之 *AR* 平均值

表 4.9 台塑連假效應之檢定

	平均值	標準差	t 值	P 值
AR(-5)	-0.375	1.590	-1.719	0.092 *
AR(-4)	-0.079	1.475	-0.390	0.698
AR(-3)	0.081	1.633	0.359	0.721
AR(-2)	0.203	1.905	0.778	0.440
AR(-1)	0.555	1.924	2.098	0.041**
AR(1)	0.339	2.240	1.101	0.276
AR(2)	0.038	1.659	0.167	0.868
AR(3)	0.033	1.507	0.159	0.874
AR(4)	-0.306	1.577	-1.411	0.164
AR(5)	0.127	1.393	0.662	0.511
CAR(-3)	0.839	3.097	1.971	0.054*
CAR(3)	0.410	3.767	0.792	0.432

註:1.樣本數 53，期間 2006-2016 年

2.***1%顯著水準、**5%顯著水準、*10%顯著水準

由表 4.9 得知 **AR(-5)**及 **AR(-1)**具顯著性效果，以 **AR(-1)**較為顯著；**CAR(-3)**達顯著水準。

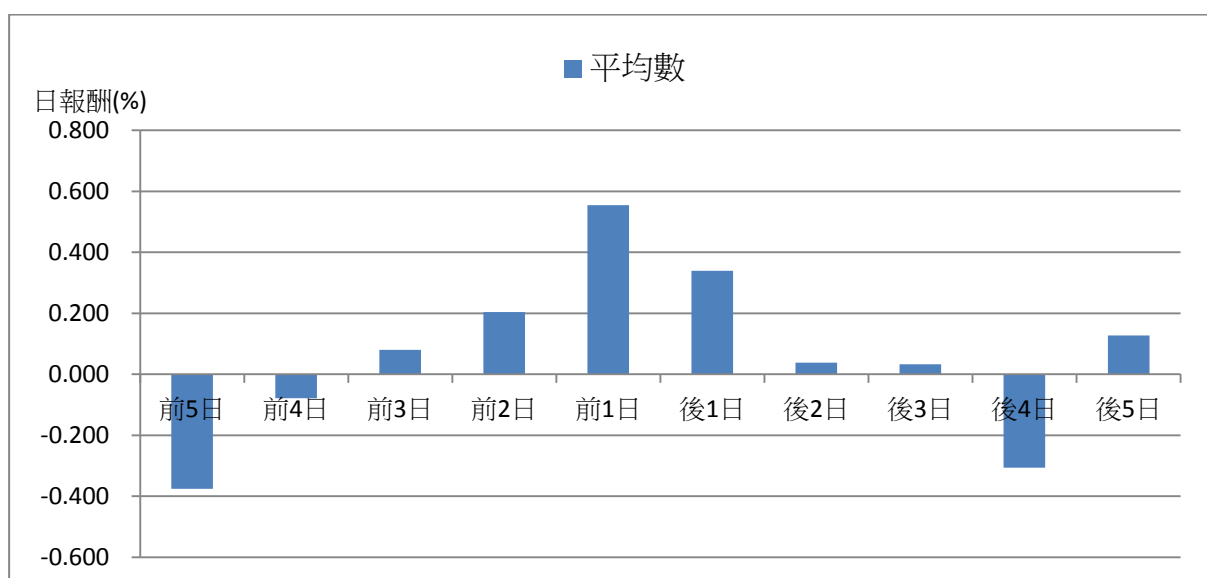


圖 4.14 台塑連假前後之 AR 平均值

伍、結論與建議

本文針對台灣加權股價指數、三大權值類股與三大權值個股，研究在三天及以上的連假前後是否具有異常報酬效應產生，採樣樣本是最近十年。希望研究結果可資作為投資人買賣交易的參考依據。

首先是台灣加權股價指數，可以觀察到近十年來，假日前後都有普遍的正向異常報酬現象。而在假日前後的第一天在統計上都有顯著的異常正報酬，又以休假前一天的顯著水準最高。進一步的把連假前三天與後三天的報酬來做加總，產生的數據皆有顯著性，但以連假過後的三天總和較具顯著性。在投資策略上，建議投資人可考慮在假日前三天逢低買進，繼續持有至假日後三日賣出。

其次是電子類股，因為電子類股佔大盤的比重約七成，所以研究結果與大盤指數很類似，就是假日前後都有普遍的正向異常報酬現象。在連假前一日呈現非常的顯著的正向異常報酬，而在連假後第二日出現顯著的正向異常報酬。再進一步用連假前後各三天加總的日報酬，產生的數據皆有顯著性。在投資策略上，建議投資人可考慮在假日前三天逢低買進，繼續持有至假日後三日賣出。對於金融類股，在放假前一日出現顯著的異常正向超額報酬，而在連假後的第四天則出現顯著的負向超額報酬。再進一步把連假前後三日的日報酬加總作檢定，發現放假前後皆不顯著。這可能歸因於金融股是屬於比較波動率低的穩定類股所致。在投資策略上，建議投資人可考慮在假日前三天逢低買進，繼續持有至假日後三日賣出。對於塑化類股，連假效應也落在放假前一天，出現非常顯著水準的異常正向超額報酬，再進一步的把前後各三天報酬相加，顯示出連假後三天異常正向報酬達到顯著的水準，而連假前則無顯著效應。在投資策略上，建議投資人可考慮在假日前三天逢低買進，繼續持有至假日後三日賣出。

對於台積電個股，台積電在假日前一天的數值呈現非常顯著的異常正向超額報酬，而連假之後的第一天也出現顯著水準。再進一步以連假前後三天的加總作檢定，僅休假前三日出現顯著水準，連假後則是不顯著。在投資策略上，建議投資人可考慮在假日前兩天逢低買進，繼續持有至假日後三日賣出。對於國泰金個股，只有休假後第四天才出現顯著的異常負向超額報酬。進一步以連假前後三天加總的日報酬來觀察，皆呈現不顯著，在投資策略上，建議投資人可考慮在假日前兩天逢低買進，繼續持有至假日後三日賣出。對於台塑個股，在連假前一天出現顯著的異常正向超額報酬，前五天出現顯著的異常負向超額報酬。進一步以連假前後各三天來加總，顯示連假前的三天呈現出顯著的異常正向超額報酬。在投資策略上，建議投資人可考慮在假日前四天逢低買進，繼續持有至假日後三日賣出。

最後也是最重要的，本研究得到的結果，以台灣加權股價指數為例，連假前後三天共六日的累積異常報酬達到 1.29%。這個結果在扣除日息與交易成本後，仍然太高，因此本研究得到的結果，比較支持台灣股市不具效率性的假說。其餘電子類股指數，在連假前後三天共六日的累積異常報酬達到 1.37%；金融類股指數是 1.16%；塑化類股指數是 1.28%；台積電是 1.23%；國泰金是 1.42%；台塑是 1.25%；結果非常類似。

參考文獻

- 李永斌(2014)，假日效應對台灣餐飲業股價異常報酬與異常波動之影響研究，交通大學經營管理研究所碩士論文。
- 李定宇(2015)，假日效應對中國航運業股價報酬與波動性之影響，臺北科技大學經營管理研究所碩士論文。
- 沈彥宏(2014)，節日效果對台灣各產業股價異常報酬率及異常變異性之影響，交通大學經營管理研究所碩士論文。

- 吳佳穎(2017)，節日效應對台灣觀光業股價異常報酬與異常波動之影響研究，交通大學經營管理研究所碩士論文。
- 林宗翰(2014)，假日效應對臺灣航運業股價報酬與波動性之影響，交通大學經營管理研究所碩士論文。
- 馬振翔(2015)，臺灣地區上市營建類個股股價之節日效應，交通大學經營管理研究所碩士論文。
- 陳奕涵(2017)，海峽兩岸網路平台股價異常變異之假日效果，交通大學經營管理研究所碩士論文。
- 陳逸軒(2016)，節日效果對中國大陸稀土產業股價指數報酬與波動性之影響，交通大學經營管理研究所碩士論文。
- 陳建良(1994)，我國股票市場異常現象之實證研究，交通大學管理科學研究所碩士論文。
- 黃子庭(2015)，澳門博弈事業個股價格之假日效應研究，交通大學管理科學研究所碩士論文。
- 鄭智成(1993)，台灣股票市場休市效果之再檢定，台灣大學商學研究所論文。
- 羅弘璿(1995)，台灣股票市場假日效應之研究，交通大學管理科學研究所碩士論文。
- Andrew, C. and Mohamed, S. (2002), The Anomalies That Aren't There: The Weekend, January and Pre-holiday Effects on The All Gold Index on The Johannesburg Stock Exchange 1987-1997, *Applied Financial Economics*, 12, 893-871.
- Ariel, R. A. (1990), High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes, *Journal of Finance*, 45, 1611-1626.
- Arsad, Z. and Coutts, A. (1997), Security Price Anomalies in The London International Stock Exchange: A 60 year perspective, *Applied Financial Economics*, 7, 455-464.
- Broen, G. W. and Michael T. C. (2004), Investor Sentiment and The Near-Term Stock Market, *Journal of Empirical Finance*, 11, 1-27.
- Cadsby, C. and Ratner, M. (1992), Turn-of-month and Pre-holiday Effects on Stock Returns: Some International Evidence, *Journal of Banking & Finance*, 16, 497-509.
- Gultekin, M. N. and Gultekin, N. B. (1983), Stock Market Seasonality: International Evidence, *Journal of Financial Economics*, 12, 469-481.
- Hiraki, T., and Maberly, E. D. (1995), Are Preholiday Returns in Tokyo Really Anomalous? If So, Why? *Pacific-Basin Finance Journal*, 3, 93-111.
- Kim, C. and Park, J. (1994), Holiday Effects and Stock Returns: Further Evidence, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 145-157.
- Lakonishok, J. and Smidt S., 1988. Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-year perspective, *The Review of Financial Studies*, 1, 403-425.
- Liano, K. and Larry R. W. (1994), Business Cycles and The Pre-Holiday Effect in Stock Returns. *Applied Financial Economics*, 4, 171-174.
- Lucey, B. (2005), Are Local or International Influences Responsible for The Pre-holiday Behaviour of Irish Equities? *Applied Financial Economics*, 15, 381-389.
- Lucey, B. M. and Pardo, A. (2005), Why Investors Should Not Be Cautious About The Academic Approach to Testing For Stock Market, *Applied Financial Economics* 15, 165-171.
- Meneu, V. and Pardo A. (2004). Pre-holiday Effect, Large Trades and Small Investor Behaviour, *Journal of Empirical Finance*, 11, 231-246.
- Pettengill, G. N. (1989), Holiday Closings and Security Returns, *Journal of Financial Research*, 12, 57-67.