

The 10<sup>th</sup>

Best S&F Paper Award



## 學術組

### Evaluating Corporate Bonds and Analyzing Claim Holder's Decisions with Complex Debt Structure

- 戴天時 / 交通大學財金所教授
- 王鈞茹 / 中研院資訊科技創新研究中心助研究員
- 劉亮志 / 交通大學財金所博士後研究員

#### 政策意涵與實務貢獻

在複雜債權結構的模型下可看出，公司既有債權人的權益，深受公司經理人融資決策的影響，如何透過發債條款的設計、政府法規的限制內外兩種力量來達到債權人監理經理人的效果，為資本市場中的重要課題。

#### 論文摘要

現有的結構式信用風險模型因為過分地簡化債券發行公司的債權結構，導致模型無法確切呈現實證文獻所觀察到的現象。本文章提出一個可以真實考量公司債權結構的結構式模型，讓債權結構可以是由數張含不同條款、不同到期日、不同償債順序的債券所構成；發行公司對任何一張債券的償還能力，考量它對之前到期的債券的償還能力，使公司違約的觸發與其債權結構的特性緊密相關。這樣的改進讓結構式模型可同時捕捉到眾多的已實證現象，並給予合理的解釋，例如，信用利差期限結構的形狀、優先償還債券存在封鎖公司償還其他債券的條款對此公司既有債券和新發行債券價格的影響。為了處理因債權結構中存在可贖（賣）回債券所可能發生的債權結構隨機改變，本文章提出一個新的數值方法—森林結構。森林結構由數個樹狀結構有系統地用以捕捉所有可能的債權結構，例如某一債券提前贖回前、後的債權結構。此結構可以分析在槓桿收購中，收購者的舉債融資成本如何因為被收購者公司的債券存在毒性賣權而增加，也可以分析贖回延遲的現象與因贖回所產生的財富移轉效果的關聯性。



## 學術組

### CEO Overconfidence and Financial Crisis: Evidence from Bank Lending and Leverage

- 何柏欣 / 台北大學企管系助理教授
- 顏汝芳 / 台北大學統計系助理教授
- 黃嘉威 / 元智財金系副教授
- 林智勇 / 元智財金系副教授

#### 政策意涵與實務貢獻

金融風暴的起因是主管機關及經濟學家最感興趣的議題之一。我們的文章發現銀行管理者的過度自信可以解釋金融風暴的起因及後果，因此建議銀行風險管理的設計必須考量管理者的特質，而非只考量市場制度或銀行的差異性。

#### 論文摘要

本篇研究主要探討過度自信銀行在兩次金融風暴發生前會更容易增加放款與銀行槓桿。在金融風暴發生後，過度自信銀行會發生大幅違約上升、營運與股價的大幅下跌、預期的倒閉機率大幅上升以及較高的機率發生經理人替換與銀行倒閉。因此經理人的過度自信可以部份解釋銀行風險承擔的異質性行為。

The 10<sup>th</sup>

Best S&amp;F Paper Award



## 學術組

## Cognitive Limitation and Investment Performance: Evidence from Limit Order Clustering

- 郭維裕 / 政治大學國貿系教授
- 林則君 / 香港大學副教授
- 趙靜 / 香港理工大學助理教授

## 政策意涵與實務貢獻

本論文的主要政策意涵為投資人在進行不確定性高的投資決策時，確實容易不自覺地受到其對外在環境的認知以及行為偏誤的影響，因此主管單位在設計與制訂相關政策時，應將此影響因子列入考慮。本論文的結果亦可供台灣期貨市場參與者設計交易策略之參考。

## 論文摘要

本篇論文透過台灣期貨市場中散戶投資人的限價單往往叢聚在整數價位上的現象，嘗試探討這些散戶投資人的有限認知能力與其投資表現間的關聯性。本篇論文與 Bhattacharya, Holden, and Jacobsen (2011) 的研究有關。這三位教授根據 Lee and Ready (1991) 的方法判讀出股票市場中的限價單的買賣單不均衡 (buy-sell imbalance) 的現象會明顯地發生於整數價位附近。雖然我們發現類似的現象，但卻發現以下幾點不同的結果：(一) Bhattacharya, Holden, and Jacobsen 臆測限價單之所以會叢聚於整數價位附近乃因機構法人投資人慣於透過下限價單於整數價位附近以提高成交機率所致，但並未提供直接的實證證據。我們採用台灣期貨交易所的詳細報價資料以實證的方式證實了他們的臆測。(二) 透過逐單分析的方式，他們也發現限價單不均衡的現象可以解釋在不同價位上之投資人交易表現的差異；換言之，投資人的整數價位下單直覺 (round number heuristics) 的確對其交易表現造成了某種程度的影響。相較其逐單分析方式，我們透過更直覺且直接的每位投資人下單行為的分析方式，證實了此一顯著影響性。因為我們的資料足供我們追蹤每位投資人的下單行為以及其投資績效表現，因

而使得我們可以直接探討各別投資人之認知能力對其投資表現的影響，這樣的分析方法與 Bhattacharya, Holden, and Jacobsen 的方法迥異。(三) 藉由選擇權市場的跨市場分析，我們亦證實了投資人透過其下單行為所呈現出的認知能力乃為其內在的特質之一，因此會影響其財務投資決策。

本篇論文亦補充了 Grinblatt, Keloharju, and Linnainmaa (2012) 的研究發現：高 IQ 投資人的投資績效優於低 IQ 投資人。相較於 IQ 資料取得的困難度，我們的認知能力指標可簡單地由交易所報價資料建構而得，因此我們的認知能力指標較具實務應用性。此外，如此詳細的報價資料更可讓我們同時分析散戶投資人與機構法人投資人之績效表現受到其認知能力的影響程度。我們發現：前者明顯地受到影響，但後者受到的影響則不明顯。

總而言之，本篇論文對相關文獻有以下三點顯著的貢獻：(一) 我們提供了投資人傾向於下單於整數價位上的直接證據。(二) 我們提供了一個實用且有效的新方法以判斷投資人的認知能力高低，並將此能力與其投資績效表現做聯結。這點與相關文獻上現存的類似指標相較之下，更具說服力與應用性。(三) 最後我們亦發現投資人可以透過累積交易經驗的方式增進其認知能力而改善其投資績效，因此提供了投資人具備學習能力的直接證據，對有關投資人學習的相關文獻做出顯著的貢獻。

The 10<sup>th</sup>

Best S&amp;F Paper Award



## 學術組

## 走出內線交易犯罪所得計算泥沼之嘗試—兼評最高法院 104 年度臺上字第 2932 號刑事判決

• 江朝聖 / 東海大學法律學系助理教授

## 政策意涵與實務貢獻

內線交易犯罪所得 1 億元以上者，證券交易法加重其法定刑。但對犯罪所得計算方式並無明文，因此法院間迭有不同見解，有個案因此纏訟超過十年未定讞，使刑罰之效果大打折扣。本文嘗試提出解決方法，盼能解決此項爭議。

## 論文摘要

我國證券交易法第 171 條規定內線交易之刑事責任，2004 年修法時，同條第 2 項新增加重內線交易罪，亦即犯罪所得達一億以上者，法定刑由原先的三年以上十年以下，加重為七年以上。新法施行之後，在司法實務中引起相當大的爭議。以多年前喧騰一時的前總統女婿趙建銘等人涉及台灣土地開發股份有限公司股票內線交易案（以下簡稱台開案）為例，該案自 2006 年 12 月 27 日作成一審判決後，迄今已歷經最高法院四次發回更審，全案審理迄今已超過 9 年。台開案之所以一再被最高法院撤銷原判、發回更審之主要理由之一，即是最高法院與高等法院間對於內線交易犯罪所得之計算有不同見解。

無獨有偶的是，在美國違反 1934 年聯邦證券交易法第 10 條 b 項之內線交易罪，依聯邦量刑規則亦以犯罪所得之多寡，作為決定被告量刑範圍的依據之一。因此，在美國內線交易罪之司法判決中，被告亦常以判決對犯罪所得計算有誤為理由提起上訴。與台灣相同的是，負責審理上訴的聯邦各巡迴法院之間，對於犯罪所得的計算亦有不同見解。

本文嘗試探尋我國現行法之立法歷程及司法實務之實踐，由立法理由及司法判決中，試圖找出我國法制解釋之線索。接著再以台開案為中心，觀察與整理歷審判決理由，藉以瞭解爭議所在。接著再從比較法出發，解讀美國司法判決的相關案例，從中尋覓內線交易犯罪所得計算於美國法制下之爭點，以作為我國法制下解釋內線交易犯罪所得之借鏡。最後，以上述討論為基礎，提出本文對我國內線交易犯罪所得計算方法之見解。



## 學術組

## Independent Directors and Favoritism: When Multiple Board Affiliations Prevail in Mutual Fund Families

• 賴慧文 / 臺灣師範大學管理研究所副教授

## 政策意涵與實務貢獻

與國內基金信託契約制不同，在美國 Investment Company Act 規範下之開放式共同基金，每一基金為一家公司，有其自己的董事會。然而，董事經常同時監督同一基金家族內多檔基金，此衍生的問題為這些獨立董事有可能與基金家族立場一致，從而贊成一些具爭議性議題。然而這些獨立董事也是在基金家族中較具有資訊及議價能力者。本研究有助於政府在進行基金組織型態及公司治理問題探討時之政策依據。

## 論文摘要

本研究探討共同基金公司治理問題。實務上，在美國，共同基金獨立董事經常同時監督同一基金家族內多檔基金，此衍生的問題為這些獨立董事有可能與基金家族立場一致，從而贊成一些具爭議性議題。然而這些獨立董事也是在基金家族中較具有資訊及議價能力的。本研究即從基金之間交叉補貼 (cross fund subsidization)，探討這些監督同一基金家族內多檔基金之獨立董事，是否會贊成犧牲部分基金權益，補貼家族內具優勢基金，從而促使整體基金家族收益極大化。研究結果發現，平均而言，當家族內較易被犧牲之基金（費用低、或報酬表現不佳）其獨立董事具多重獨董身份時，該基金較不易被報酬挪移 (performance shifting) 或不易被分配較少之 Hot IPOs 資源，此結果在考慮多重獨董派任之內生性問題後依舊成立。本研究更進一步發現，當基金其獨立董事具多重獨董身份，能有效降低基金費用、減少基金經理人未觀測到行為 (unobserved actions) 之代理成本、以及促進資訊在家族內各基金之間的流通。



## 學術組

## 臺灣股市收盤資訊揭露制度與價格效率的關聯性

- 王子湄 / 銘傳大學財金系副教授
- 蕭朝興 / 東華大學財金系教授
- 丁信瑜 / 國泰世華銀行中級專員

## 政策意涵與實務貢獻

本文研究發現，尾盤透明度提升可降低報酬波動及增加價格的資訊效率性。新制在防止尾盤刻意拉抬或攢壓價格的成效，會隨個股規模而有所不同，對中小型股而言，確實可以減少尾盤人為作價的情形，但權值股並無顯著降低，同時也出現提前作價的傾向。

## 論文摘要

台灣股市過去在收盤 5 分鐘的集合競價階段並未揭露任何買賣資訊，導致最後收盤價可能與前一盤有所差距，亦即尾盤容易發生作價的情形。自 2012 年 2 月 20 日開始實施新的收盤揭示制度，收盤最後 5 分鐘每隔 20 秒，揭露模擬撮合後之最佳 1 檔買賣價格，同時也實施配套措施一個股收盤最後 1 分鐘漲跌幅超過 3.5% 時，暫緩 2 分鐘收盤。本文以台灣股市為研究對象，探討收盤資訊揭露制度與價格效率的關聯性。研究發現，尾盤透明度提升可以改善價格發現過程，不僅降低報酬波動，同時也增加價格的資訊效率性。更重要的是，新制在防止尾盤刻意拉抬或攢壓價格的成效，會隨個股規模而有所不同，對於中小型股而言，新制確實可以減少最後一盤人為作價的情形，但權值股尾盤作價並無顯著降低，大型股的期貨「結算行情」不受影響，同時也出現提前作價的傾向。



## 市場組 非合意併購於我國法制下衍生之問題 探討

- 洪憲明 / 臺灣證券交易所中級專員
- 吳博聰 / 臺灣證券交易所副組長

## 政策意涵與實務貢獻

非合意併購具替換無效率經營者、扮演外部監控等功能，但如運用不當可能導致股東或公司財富價值減少等風險，此制度實具重要性，本論文提出強化非合意併購資訊揭露、改善併購者與目標公司之攻防措施於我國法制上不足之處等具體建議，期營造更完善之非合意併購制度。

## 論文摘要

## 壹、研究內容重點

我國由於股權結構、企業文化及法規等因素之影響，相較於英美等國，敵意併購案較為少，成功之非合意併購案例幾無。非合意併購在亞洲國家特別是華人的世界，由於目標公司負責人之好面子習性，不容他人以不適當手段強取其公司經營權的觀念根深蒂固，一定程度也使這個問題更形複雜。而於我國法制上，並未針對非合意併購訂定單行或特別針對之規範，即現公司法、證交法、公平交法等相關法涉及購併之規定者，亦未區分購併係屬於合意或非合意併購而其規定，而對於非合意併購之防禦措施採取則由目標公司循既有之制度想辦法予以抵擋，而易產生諸多爭議及糾紛，本研究報告爰參酌國外相關制度，並檢討我國相關案例及制度等，探討我國非合意併購相關問題，期能對於我國非合意併購制度之完善有所助益。

本研究報告分為六章，除第一章為前言外，第二章探討非合意併購及我國常用之非合意併購攻擊策略，先說明非合意併購之意義與其正負面功能，接者說明外國常見之攻擊策略及介紹我國實務上常用之非合意併購進攻方法。第三章介紹國外反併購策略、我國常見之反併購策略及國外反併購策略於我國法制下之可行性。本章第一節從事前防禦及事後補救之觀點，介紹國外諸如毒藥丸、白衣騎士等防禦措施。第二節探討外國反併購策在我國公司法、證券交易法等法制下是否可行而得為我國公司採用。第三節蒐集論述我國實務上常見之反併購策略。第四章蒐集國內三個非合意併購案例，分別為開發金併金鼎證券、國巨併大毅及日月光併矽品，介紹相關案例之案例事實及相關防禦措施等。第五章探討於我國法制下我國實務上因非合意併購而衍生之相關問題，第六章綜合相關研究結論，提出本研究之結論與建議。



## 市場組

### 一股一表決權原則之挑戰— 雙層股權結構制度於我國適用可行性之探討

- 張雪真 / 臺灣證券交易所上市一部專員
- 陳怡靜 / 臺灣證券交易所上市一部專員
- 張婉婷 / 臺灣證券交易所公司治理部專員

#### 政策意涵與實務貢獻

邇來，各國交易所為吸引企業上市掛牌，祭出各種措施。然自從香港與新加坡遭遇公司因設有雙層股權結構而無法上市的窘境，引發討論。面對嚴峻的競爭環境，本文透過分析前揭制度，擬具開放該制度的可行性，以博得先機。

## 論文摘要

近年來，各國交易所為吸引優秀企業上市掛牌，皆朝減輕上市掛牌程序、創造便利籌資環境等措施努力，然自 2012 年英國曼聯集團向新加坡交易所申請上市，2013 年阿里巴巴向香港交易所申請上市等案例，皆因設有雙層股權結構而與當地同股同權制度或稱一股一表決權 (one share one vote) 原則相悖離，遭遇無法上市的窘境，遂引發本文研究之動機，探討雙層股權結構制度於我國適用可行性。



## 市場組

## Liquidity, Delistings, and Credit Risk Premium

- 廖純綾 / 康和證券台中分公司業務副理
- 郭蘇文 / 嶺東科技大學財金系助理教授
- 黃金生 / 雲林科技大學財金系教授

## 政策意涵與實務貢獻

我們的研究發現，台灣證券市場的信用風險迷思，來自下市公司 評等降級前後的巨量評價偏誤。證據指出標準資本資產評價模型並不適用於此一狀況，需要另一特設的交易平台，以特定之機制評估 與管理高信用風險公司。

## 論文摘要

本研究利用臺灣證券市場的信用評等資料詳盡的分析信用風險效應。雖然在各國不同的金融制度下，本研究利用橫斷面與時間序列詳細研究的實證結果再度印證報酬與信用 風險呈反向關係。研究揭露低信用評等而又被信用評等降級的艱困公司，他們受限於低流動性與放空限制，導致報酬與信用風險呈反向關係的部分原因，雖然我們排除信用評等降 級的公司，其信用評等仍呈現不正常的報酬。但是當我們把目標放在下市公司，下市公司 的低信用評等與信用評等降級時，報酬有極差的表現，而若排除下市公司，則信用評等的 不正常報酬則不顯著。本研究的實證結果顯示，下市公司信用評等降級的市場錯誤定價， 是導致信用風險迷思的主要原因。



## 市場組 區塊鏈技術於證券交易應用現況暨 台灣證券交易結算交割適用性探討

- 陳俊有 / 凱基證券海外投資理財部業務副理
- 黃以諾 / 永豐銀電子金融處專業襄理
- 廖柏森 / 凱基證券海外投資理財部業務副理
- 廖建詠 / 台灣伊藤忠股份有限公司綜合職

## 政策意涵與實務貢獻

區塊鏈做為證券交易、結算、交割、帳簿憑證保管的基礎設施，期待由政府主導 區塊鏈標準化建設，將能 提供資本市場更「安全、效率、低成本」的後台服務，確保我國在證券交易結算交割制度及效率的領先地位。

## 論文摘要

近年來全球數位金融興起，除了如何增加網路的服務來取代現有銀行的通路服務之外，也致力於提升交易的效率和交易速度的技術。在 2009 年中本聰先生成功將比特幣推出且至今都沒有被人駭過，使得大家開始去認識比特幣後面的技術區塊鏈 (blockchain)。區塊鏈技術的可以達到去中間化，減低結算和交割多餘的成本；區塊鏈也被期許將徹底改 變整個資本市場的基礎設施系統，因此本篇將區塊鏈的技術、應用在金融相關的可能性和 證券結算交割做一個通篇性的整理介紹。

The 10<sup>th</sup>

Best S&amp;F Paper Award



佳作獎

## 市場組 拉高倒貨型股價操縱之 台灣經驗 與預警

- 林怡諄 / 臺北醫學大學醫學資訊研究所科技部專任助理
- 葉錦徽 / 中央大學財金系副教授
- 朱珊瑩 / 中原大學國貿系助理教授

### 政策意涵與實務貢獻

本文欲提供一個即時、低成本的股價操縱預警方式，以提升市場 交易訊息透明度，降低資訊不對稱程度，使得金融監管機構能夠有 更多的科學衡量工具，杜絕股價操縱對於資訊弱勢股民之傷害，以 建構本國資本市場之健全發展。

### 論文摘要

股價操縱旨在使價格偏離基本價值並伺機從中獲利，其影響資本市場運行、投資人權益與公共利益甚鉅。現存文獻中股價操縱的理論模型眾多，然而，相關的預警卻一直未有適當的發展。本文嘗試根據 Phillips and Yu (2011) 的右尾遞迴式單根檢定方式提出一個新的股價操縱預警方式，其利用不同的操縱手段中使股價呈現緩步上漲 (running-up) 的共同現象做為認定條件，以彌補學術文獻的不足，並精進監理實務中的相關做法。本文的警示方法不僅具有前瞻性、即時性等優點，同時僅需要股價資料而使偵測成本低，並可以明確地定義出操縱期間的起訖點。我們以 1994 年至 2010 年之間違反證券交易法第 155 條業經法院裁定股票操縱的案例公司為樣本。研究證實本文的操縱預警效果可補足現行的注意股票公告；同時，其所認定的股價操縱期間與法院審理所判定的期間也有相似或可供比較的表現。

我們進一步根據所認定之操縱期間，對所有案例分別在操縱佈局、價格上漲、價格崩跌、後操縱期等四個期間中，解構出股價操縱橫斷面各個階段的股價的特徵與市場品質，

並驗證不同期間的差異性。重要的實證發現如下：(1) 評估風險中常用的 GARCH 模型並無法適切地反應股價業已遭受操縱的風險。因此，本文可以前瞻性地預警股價操縱的方法益發顯得重要。(2) 操縱期間的上漲階段與崩跌階段之期間長短呈現嚴重不對稱的情況；而股價操縱上漲期間最高點價格平均而言為起漲前價格的三倍。(3) 利用操縱期間報酬率 可以概估出操縱者的潛在最大可能獲利、以及被操縱者最大可能損失等，並從中得出不同 的獲利或停損的進、退場時機的意涵。本文的方法可以便利地為公開資訊觀測站所採用，並定期發布做為偵測股價操縱的預警模式。這不但可以防範有心人的操弄、提升交易訊息 透明度與降低資訊不對稱、保護資訊相對弱勢的股民，還可以讓法院與檢調體系對金融、經濟犯罪的審理多了一項可供使用的科學工具。長期而言，對本國的法治以及促進資本市場健全發展有相當重要的制度設計性意義。





## 市場組

## An Efficient Tree for the Heston Stochastic-Volatility Model

- 周明鑫 / 中國信託商業銀行期貨自營部襄理
- 呂育道 / 臺灣大學資工系(所)教授

## 政策意涵與實務貢獻

為加深衍伸性商品市場交易價格之合理性，以及輔助主管機關對 OTC 衍生性商品交易之監管，適當且有效率之評價演算法為不可或缺之要件。本論文旨在提出有效率之演算法輔助市場與主管機關能 在各自之職務與職責上追求卓越。

## 論文摘要

Heston 模型是最廣為人知的隨機波動度模型。然而 Heston 模型的樹狀評價方法 卻相對稀少。本研究使用 Nawalka-Beliaeva 樹狀模型離散化 Heston 模型中的變異數 隨機過程。我們正文化股價隨機過程與變異數隨機過程後，建立一個六元樹來評價選擇權 的價格。用我們提出的樹狀模型計算歐式選擇權的價格，並將之與其他數值方法做比較， 結果顯示我們的六元樹可以精確且有效率的算出選擇權的價格。除此之外，我們用六元樹 計算在 Heston 模型下，歐式選擇權的風險值 (value-at-risk)，並與在 Black-Scholes 模型下所得之值做比較。比較結果發現兩者的風險值有相當程度的差異，此差異可以作為 交易時的一些機會。



## 小論文組 跨國另類交易系統發展對傳統交易所之影響及我國因應之道

- 蘇秀玲 / 證券暨期貨市場發展基金會研究處副研究員

## 政策意涵與實務貢獻

我國股市刻正面臨資金外移，資金動能萎縮。為吸引資金競逐，英、美、日、星、港等降低市場管制，開放另類交易系統 (ATS) 配合電子、演算法交易，交易占比逐年增加。為活絡我國市場，建議解除場外交易限制，建立 ATS 監理制度，活絡市場交易。

## 論文摘要

隨著證券商品發展多元化與交易全球化，跨國金融服務業者發展各類交易平台以擴大市場價值並降低交易成本，促使另類交易系統 (Alternative Trading System, ATS) 迅速發展，並與傳統交易所一同競逐市場資金。ATS 屬於「場外交易」(Off-exchange)，證券商得以運用此類系統，大幅降低其交易成本，甚至發展為「準交易所」之型態；包含配對交易 (Match market)、電子通訊網路 (Electronic Communication Network, ECN)，及證券商自建交易平台 (如：黑池 Dark Pool) 等。但因其議價交易之特性，毋須公開揭露報價與成交價格，難以監管其營運狀況。為吸引各國資金投資股市，除英、美等先進市場外，日本、新加坡與香港等地亦允許此種交易模式。我國股市面臨資金外移，資金動能逐步萎縮之現況，應正視全球資金流動與交易制度變遷，解除場外交易限制，增加國內金融商品種類與交易管道，以活絡資本市場。

除應廢止「證券交易法」第 150 條禁止場外交易之規定外，一併思考開放場外交易後，ATS 於我國證券市場之定位及如何監理等問題。場外交易中介機構本即為證券商，



建議主管機關引用「證交法」第 62 條定義之「證券商營業處所買賣」開放證券商設置 ATS，另依第 62 條授權訂定「另類交易系統設置標準暨管理規則」，明定 ATS 須依比例負擔監管義務與成本。同時修改證交法第 16 條及第 45 條敘述方式，證券商業務範圍採負面表列，俾利放寬證券商業務。此外，場外交易缺乏交易前價格揭露機制（Pre-trade price disclosure），市場資訊掌握在系統直接使用者手中，一般市場參加人即處於弱勢。應配合場外交易資訊不透明之缺點，參考國外做法建立適當揭露制度，另修正「證交法」第 155 條「在證券交易所上市之有價證券」、第 156 條「公司之上市股票」等字句，改為「在證券市場交易之有價證券」，將場外交易證券明確納入短線交易與操縱市場之規範範圍。



## 小論文組 台灣券商發行之權證 市場品質及造市績效評比

- 詹 場 / 臺北大學金融與合作經營系副教授
- 池祥麟 / 臺北大學金融與合作經營系教授

### 政策意涵與實務貢獻

實施造市機制使得台灣權證市場價差下降 2/3，深度提升 3 倍，每年為投資人節省 63 億交易成本。投資人選擇價差最高的 5 家券商發行之權證，其交易成本是價差最低的 5 家券商發行之權證的 3.6 倍，致使其報酬率減少 11%。

### 論文摘要

本研究針對台灣各券商發行之權證的市場品質、造市機制實施後各券商發行權證之價差及深度進步幅度、以及各券商造市成效進行評比。由一年半樣本期間、20 家券商、8 千 3 百檔權證，共 1 千 2 百萬筆日內交易資料所得之評比結果為：1. 發行權證之市場品質最佳的 5 家券商為寶來、凱基、元大、群益及統一；2. 造市機制實施後價差及深度進步幅度最大的 5 家券商為日盛、工銀、元富、統一及兆豐；3. 造市成效最佳的 5 家券商為寶來、工銀、元大、統一及凱基。綜合而言，實施造市機制使得台灣權證市場價差下降 2/3，深度提升 3 倍，平均每年為權證投資人節省 63 億之交易成本。投資人選擇價差最高的 5 家券商發行之權證，其交易成本是價差最低的 5 家券商發行之權證的 3.6 倍，致使其報酬率減少 11%；深度最高的 5 家券商發行之權證深度是深度最低的 5 家券商發行權證的 6.5 倍。



## 小論文組

New Mutual Fund Managers:  
Why Do They Alter Portfolios?

- 周德璋 / 臺灣師範大學管理研究所教授
- 黃沛清 / 勤業眾信會計師事務所會計師
- 賴慧文 / 臺灣師範大學管理研究所副教授

## 政策意涵與實務貢獻

當面臨基金經理人更換，是否有任何指標可以幫助投資人決定是否應將基金贖回或繼續投資？本研究發現分析新基金經理人所進行之投資組合轉換可以幫助投資人做決定。平均而言，更換經理人三個月後至一年內，新基金經理人所進行之投資組合轉換越高，越具資訊性，進而可以預測基金表現，但三個月內之大量轉換則否。

## 論文摘要

當基金面臨基金經理人轉換，有任何指標幫助投資人決定是否應將基金贖回或繼續投資？Wall Street Journal (9/14/2012) 建議可以看新基金經理人所進行之投資組合轉換 (portfolio turnover activities)。本研究即從 - 新基金經理人所進行之投資組合轉換 - 此一指標來進行探討。研究問題為當更換基金經理人時，新基金經理人所進行之投資組合轉換，是否具有資訊性，或者僅為 " 聲譽考量 " ( 即不受前任所選的投資組合影響 ) 或者為 " clean the house " ？本研究以中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會自 2004 年至 2012 年每月基金經理人持股資料分析，結果發現：當更換基金經理人時，" 基金的投資組合轉換 " 可以做為一個指標，幫助投資人決定是否繼續投資該檔基金。平均而言，更換基金經理人後一年內，新基金經理人所進行之投資組合轉換與基金表現，呈現正向顯著關係；但三個月之內，新基金經理人所進行之投資組合轉換則否，其原因與 " clean the house " 相關。



## 小論文組

Equity Market Liberalization and Financing  
Constraints of Equity-Dependent Firms:  
Evidence from Taiwan

- 黃一祥 / 高雄大學金融管理系教授
- 陳俊銘 / 中山大學財管系博士生
- 李樑堅 / 義守大學財金系副校長

## 政策意涵與實務貢獻

本文利用 1991 年台灣股市首次自由化的實證結果，所獲得的政策意涵及市場貢獻是，有利股市自由化政策將能否降低依賴股票籌資以融通資本投資的公司之融資限制。

## 論文摘要

本文實證具有外生性權益融資衝擊的有利股市自由化，能否降低依賴股票籌資以融通資本投資的公司之融資限制。本文利用 1991 年台灣股市首次自由化之有利經驗為實證對象，發現依賴股票籌資公司之投資對現金流量的敏感度在股市自由化之前顯著為正，於股市自由化之後則顯著降低。不過，非依賴股票籌資公司則無此現象。我們也發現，最可能遭遇融資限制的無發放股利之公司的實證結果，與依賴股票籌資公司的實證有相同的結果。然而，較不可能有融資限制問題的有發放股利之公司的實證結果，則與依賴股票籌資公司不同。

The 10<sup>th</sup>

Best S&F Paper Award



## 小論文組 投資人結構對黃金價格的影響

• 陳佳筠 / 中原大學

### 政策意涵與實務貢獻

政府不須對黃金期貨的生產者及其他交易者有太多管制。研究結果與文獻發現的不完全一致，可能是樣本數不足或未加入重要的控制變數等，也有可能是這段期間生產者與其他交易者做出不同與以往的決策，故有待更深入研究。

### 論文摘要

本文為研究避險者（即生產者、商人、加工者或商品使用者）、投機者（即商品交易顧問 (CTA, commodity trading advisor)、期貨基金經理人 (CPO, commodity pool operator) 或避險基金 (hedge funds)、交換交易商 (swap dealers) 以及其他交易者 (Other reportable traders) 的交易行為對於黃金期貨市場價格形成的影響。研究顯示避險者對於黃金期貨市場的效率性是具有正向的影響性，可能是因為避險者擁有黃金價格的私有資訊；而其他交易者因為交易資訊較為雜亂，所以對黃金期貨市場的效率性是具有負向的影響性；最後是專業基金經理人及交換交易商對市場的效率性沒有顯著的影響性。



## 小論文組 計量與財務如何為司法 討論違反證 交法 155 條之股價操 縱案開一扇窗

- 葉錦徽 / 中央大學財金系副教授
- 張芸菁 / 中央大學財金系博士生
- 朱珊瑩 / 中原大學國貿系助理教授

### 政策意涵與實務貢獻

股價操縱對社會危害甚鉅。本文突顯出法院對法條的釋義及其涵蓋範圍見解不一，造成判決、見解不一致性，民眾無所適從外；並據學理建議以科學計量作為股價操縱案偵查及量刑依據，估量社會成本與操縱潛在可能最大獲利。

### 論文摘要

專業審理判決的一致性對台灣的司法正義與司法之社會教育有重要的意義，本文嘗試回顧違反證交法 155 條業經裁定股票操縱相關判決中所顯示法官對相關法條認定的歧異性：相同事實可有相反判決、每個庭判決的不一樣、審級間經常大逆轉。我們提議依據財經理論學理，並適當地搭配可以反映事實的資料導向計量分析認定股價操縱的期間，做為基礎論證案件。我們以實際的燦坤案例說明其適用性，嘗試讓法院與檢調體系對金融、經濟犯罪的審理、量刑多了一項科學工具之外，形成對事實與法條認定一致的標準，凝聚司法判決實務運作的共識！

The 10<sup>th</sup>

Best S&F Paper Award



佳作獎

## 小論文組 證券業的創新與變革：邁向證券 3.0

• 曲華葳 / 集保結算所企劃部

### 政策意涵與實務貢獻

本文提供證券 3.0 趨勢下的發展建議，包括證券商可就群募、程式化、社群化等領域進行發展，周邊單位則可立足平台角色，在資料服務上提供產業支援與協助，主管機關則可適時在法規上加以開放或鼓勵，促進證券業金融科技生態圈的發展。

### 論文摘要

因應「金融科技」(Financial Technology, Fin Tech) 對產業的衝擊，主管機關以「打造數位化金融環境 3.0」為重要政策，伴隨政府政策，金融數位化儼然成為業界重要議題，本文以證券產業為探討重心，參酌國內外理論與實務，從募資、投資到市場基礎設施變革等面向進行探討，以為國內推動證券業與資本市場創新之參考。

證券 3.0 之功能，首為「開放多元募資，完善資本市場」(募資功能)：此為一新風險投資方式，然各種募資平台之興起，可活絡次級市場，而交易的安全需求，益將逐步提升。其次為「去中介化，重新定位經紀商角色」(市場功能)：交易所可以跳過券商，與客戶直接連線；而券商亦可建立另類交易平台，以去除交易所中介。其三為「投資自動化、社群化，降低投資成本」(投資功能)：其中程式自動化投資與社群化投資服務，都為投資人帶來新的服務與價值。

「證券 3.0」之下充滿新的商業機會。其中「證券商」掌握群募趨勢營造平台，在經紀商基礎之下發展創新服務，或是躍馬投入程式化與社群化投資的新戰場，都是在大潮之下可能的機會；而對於扮演市場基礎設施的前、後臺機構而言，利用自身特有的公共性與中立性，亦可於提供相應服務之餘，在資料服務、程式化或社群化投資上加強力度，以創造新的商業機會。



