

學術組 優等獎

Who Makes the Choice on IPO Underwriting Methods? Issuers vs. Underwriters

吳勝景 陳軒基

大葉大學財金系助理教授 / University of New Mexico Anderson School of Management
助理教授

摘要

We propose a measure of net wealth gain for pre-IPO shareholders to explain IPO issuers' decision making on choosing their underwriting method. Using some unique features of Taiwan's IPOs, this study tests whether underwriters control the choice of issue method (the revenue collection hypothesis), or whether the issuers make the choice based on the best interests of current shareholders (the net wealth gain hypothesis). We find evidence that the choice of issue method is consistent with maximizing current shareholders' wealth gain, but no evidence that the lottery proceeds to underwriters drives the choice. Furthermore, the evidence on who chooses the offering method plays a key role in determining why IPO auctions have not been more popular around the world – is it because underwriters have suppressed them, or because issuers chose not to use them? We find that IPO issuers chose not to use auction, suggesting a possible answer to the important question of IPO auction demise.

學術組 甲等獎

**The Impact of Derivatives Hedging on Stock Market: Evidence from Taiwan
Covered Warrants Market**

張森林 劉文讓 蔡維哲

台灣大學財務金融系教授 / 台灣大學財務金融系博士班學生 / 中山大學財管系助理教授

摘要

This paper examines the derivatives hedging impact on the underlying stock market using a comprehensive dataset of covered warrants traded in the Taiwan Stock Exchange (TWSE). Since TWSE requires the warrant issuers to conduct dynamic hedging over the life of warrants, we can accurately estimate the number of shares bought or sold for rebalancing the hedging portfolio and measure its impact. We find significant positive abnormal returns and trading volumes before the announcement day and the magnitude of the price effect is positively related to the size of the hedging portfolio. Moreover, there is a significantly positive relationship between stock return volatility and the price elasticity of hedging demand (defined as the percentage of shares needed for rebalancing hedge portfolio when the underlying stock price changes 1%). Furthermore, we also observe significantly negative price effect to the underlying stock before (after) the expiration date for call warrants that are expired out-of-the-money (in-the-money). For call warrants expired in-the-money, the negative price impact after expiration is due to selling pressure from the issuers because most warrants traded in TWSE are cash settlement and thus the issuers have to liquidate the hedging portfolio when warrants are exercised. Finally, the results indicate that the hedging impact is larger when the underlying stock is more illiquid.

學術組 甲等獎

The Intraday Behavior of Information Misreaction across Various Categories of Investors in the Taiwan Options Market

張傳章 謝佩芳 湯智瑋 王耀輝

中央大學財金系教授/清華大學計量財務金融助理教授/中央大學財金系專任助理/台灣大學財金系副教授

摘要

We adopt a unique dataset which includes the complete history of all transactions in the Taiwan options market to investigate the patterns of misreaction for marketwise observations and the transactions of four different categories of investors. Investors are found to initiate their reactions to unexpected information from short-horizon options and delay the adjustment of their positions in options with longer horizons, essentially as a result of liquidity concerns. Both short- and long-horizon reactions are found to be insufficient. Although investor misreaction tends to increase with the number of previous similar unexpected shocks, the misreaction to current unexpected shocks continues to dominate the increasing misreaction effect. A comparison between alternative investor categories reveals that foreign institutional investors exhibit the lowest level of misreaction, whilst institutional investors tend to correct such misreactions more promptly.

學術組 佳作獎

Corporate Governance and Political Connection: Substitutes or Complements?

王佑鈞 沈中華 林智勇

政治大學金融系博士候選人/ 台灣大學財務金融系教授/ 台中科技大學財務金融系助理教授

摘要

Corporate governance and political connection have commonalities in corporate finance literature, for example, affecting firm value and determining preferential treatment in bank loan contracts. This paper discusses whether politically connected firms tend to have poorer or better governance practices. In short, are borrowers' corporate governance and political connection substitutes or complements? We also discuss whether better-governed firms or politically connected firms can obtain benefits in bank loan contracts. These questions are investigated using detailed firm-level political connection data and 71,069 individual bank loan contracts for listed firms in Taiwan from 1997 to 2009. The empirical results show that politically connected firms tend to have poorer governance practices. Furthermore, both corporate governance and political connections contribute to lower loan prices, longer maturity, less probability to offer secured asset, and more lenders. Interestingly, the benefits in bank loan contracts for well-governed firms are usually more pronounced in non-politically connected firms. Thus, corporate governance and political connection are substitutes in terms of determining bank loan contracting. As building either corporate governance or political connection is usually costly, a firm tends to engage in only one of them.

學術組 佳作獎

Effort Substitution and Performance Shift of Multi-tasking Mutual

Fund Managers

賴慧文 陳軒基

師範大學管理研究所副教授/ University of new Mexico;Anderson School of Management 助理教授

摘要

We examine performance shift and managerial effort substitution for the practice of multi-tasking in the mutual fund industry. Using the pairing of newly issued and incumbent funds under concurrent management, we show that fund managers shift performance from incumbent funds to newly issued funds. Such outperformance of newly issued funds relative to incumbent counterparts can be attributed to managerial effort substitution, especially managers' effort to exploit new investment opportunities. Incentives embedded in the marginal impact of managerial effort on performance measures can help explain effort substitution and resulting performance shift. The results support the prediction of our multi-task principal-agent model.

學術組 佳作獎

養雞生蛋或殺雞取卵:論期交稅之降稅效果

黃勢璋 連賢明 林馨怡

中華經濟研究院第三所助研究員/ 政治大學財政系教授/ 政治大學經濟系副教授

摘要

為活絡期貨市場、吸引外資投入，台灣政府自 1998 年起已三次調降期交稅。雖然過去研究認為，期交稅的調降能大幅提升期貨交易量，並有效抵銷稅收減少之衝擊；但由於降稅時間和景氣波動高度相關，若僅以降稅前後交易量評估降稅效果，常因同時期經濟環境變化而引發估計偏誤。本文針對 2006 年 1 月所實施的第二次期交稅降稅，使用台灣指數期貨（台指期）及摩台指數期貨（摩台期）交易資料，以台指期為實驗組、摩台期為控制組，採「差異中的差異」方法分析，當（指數類）期交稅率從 0.25‰調降到 0.1‰時，對台指期交易量和其稅收影響。實證結果顯示，若僅以台指期資料分析，降稅後一年內期貨交易量增幅為 24.4%；但若加入摩台期為控制組，則降稅後一年內交易量增幅降為 11.0%，顯示約五成五的期貨交易量增幅來自於環境因素。此外，若將資料延長為降稅前後兩年重新估計，降稅效果更下降至 5.6%，顯示降稅對交易量刺激應屬短期效果，無法透過長期稅收增加彌補短期稅損。

市場組 優等獎

全球主要交易所發展策略之啟示

林詠喬 林宣君 徐珮甄 徐曉薇 吳逸萱 林昱廷

臺灣證券交易所-企劃研究部-專員/臺灣證券交易所-企劃研究部-專員/ 臺灣證券交易所-企劃研究部-專員/ 臺灣證券交易所-企劃研究部-專員/ 臺灣證券交易所-企劃研究部-專員/ 臺灣證券交易所-企劃研究部-專員/ 臺灣證券交易所-企劃研究部-專員

摘要

過去數十年，交易所產業歷經重大變革。儘管交易所在經濟成長中依舊扮演相當重要的角色，但與過去的功能已相當不同。面對亞洲交易所強敵環伺，且歐美交易所轉戰新興市場，臺灣證券交易所（以下簡稱證交所）已身處「不進則退」的關鍵發展環節。爰參酌全球證券市場發展趨勢，比較各主要交易所發展策略與臺灣證券市場實際運作情形，試藉由探討各主要交易所之經營現況，以歸結對臺灣證券交易所未來策略發展之啟示。

本研究蒐集歐美及亞太地區十家主要交易所最近十年之市場概況與發展動態，包括美國紐約泛歐交易所(NYSE Euronext)、那斯達克北歐交易所(NASDAQ OMX)、英國倫敦證券交易所(LSE)、德國證券交易所(DBAG)、日本東京證券交易所(TSE)、韓國交易所(KRX)、香港交易所(HKEx)、新加坡交易所(SGX)、上海交易所及深圳交易所。並針對上市、交易、結算、商品、資訊、整合及策略聯盟等六大業務執行面，將各交易所策略動態進行彙整分析，再與臺灣證券交易所發展現況進行比較，以歸結對證交所策略發展之啟示方向。另鑑於歐美交易所競爭環境與亞洲地區差異較大，因此部分討論著重於分析亞洲交易所作法，以切合臺灣證券交易所因應區域競爭之實際需要。獲致結論摘要如下：

- 一、因應產業競爭，歐美交易所已逐漸朝向「金融社群整合者」之方向發展，亞洲除新加坡作法較為相似外，其餘交易所仍維持相對傳統的經營思維。另歐美交易所近來競逐焦點已由發行市場轉往交易市場，亞洲交易所相對仍較重視上市資源的開發。
- 二、茲就前述六大層面比較分析結果，提出對臺灣證券交易所之策略思考建議如下：

- (一)發行面：國外各交易所吸引「國內外」「各類型」企業為共同思維，證交所配合政策發展「高科技及創新事業籌資平台」，具體成果已在新增上市公司家數上逐漸展現。參酌NASDAQ OMX發展經驗，未來證交

所應更進一步為國內外地區各類型產業企業提供籌資管道。

- (二) 交易面：交易市場為全球各主要交易所積極改善重點，交易流動性為國內發展籌資中心之利基，證交所應以次級市場流動性帶動初級市場吸引力，加速推動交易制度與國際接軌，並可思考降低跨國交易成本以吸引境外資金。
- (三) 結算面：國內證券交易分工架構與其他市場不同，使證交所當前或無法直接參考其他交易所於結算面之做法，惟依各國結算機構之發展趨勢，國內應儘速建立集中結算機制。
- (四) 商品面：金融創新在各交易所均極受重視，證交所基於國內證券期貨市場分治現實，金融創新空間極為有限。長期而言，應推動證券期貨市場整合，俾使金融創新不再侷限於市場經營框架，短期而言，可以權證為金融創新之憑藉，並以ETF為多元報酬之窗口，設法提供與其他市場相應之商品範疇。
- (五) 資訊面：各交易所以併購方式快速提升技術規格或資訊服務，證交所當前多採自行開發方式，應可考慮尋求第三方技術供應商協助。此外，各交易所多將資訊服務加以商業化輸出，證交所當前或無法採取相同經營模式，惟仍可試由開發市場資料分析工具，刺激交易金額成長，或以提供資訊服務開展與其他市場之合作。

整合及策略聯盟：各交易所多已完成國內市場之水平或垂直整併，較可進行全方位競爭，國內宜即早整合證券期貨市場資源，集結力量以茲因應，或可自當前各市場交割結算基金及電腦資訊系統之整合規劃切入，加速周邊單位資源整合之步伐。

市場組 甲等獎

興櫃股票適用我國證券交易法反市場操縱條款之研究

陳永明

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心交易部副組長

摘要

我國興櫃股票之交易方式係由推薦證券商（即興櫃股票之造市商）之報價主導交易進行，屬於報價驅動（Quote-driven）之交易方式，與我國上櫃股票採取「等價交易」及上市股票採取「競價交易」等均屬委託單驅動（Order-driven）之交易方式迥然不同。

按我國證券交易法第 155 條第 2 項準用同條第 1 項規定之適用結果，「於證券商營業處所買賣有價證券」者，仍應有第 1 項所揭反市場操縱條款之適用。惟有關興櫃股票交易在成交對象之選擇、成交順序、成交價格決定，乃至於成交後之給付結算作業方式等，均與我國現行上市（櫃）股票之交易及交割方式具有明顯之差異，致應如何適用證券交易法反市場操縱條款之規定，乃成疑義。

本文鑒於興櫃股票市場規模已呈穩定成長之勢，不難想像興櫃股票交易與市場操縱行為之間終將有擦出爭議火花之時，故以比較法學研究之觀點，歸納並分析興櫃股票與上市（櫃）股票交易方式之差異及其癥結所在。另蒐集瀏覽世界各國主要證券市場之交易規制，包括美國 OTCBB 市場、歐陸 Alternext 市場及英國 AIM 市場，分析其他採用報價驅動交易模式之先進市場當中有關造市商義務之規範，以掌握造市商義務之核心意涵。進而以造市商義務範圍及報價驅動市場之交易特徵為基礎，逐一檢測興櫃股票適用我國證券交易法所揭「違約不交割」、「相對委託」、「連續交易」、「沖洗買賣」、「散布流言或不實資料」及「其他直接或間接操縱市場」等各款反市場操縱條款規定可能引發之爭議，並提出本文意見。

市場組 甲等獎

股票選擇權引入對現貨市場放空交易之影響

汪佳蓉 謝舒帆

玉山銀行存匯組專員二/ 高雄第一科技大學金融系助理教授

摘要

本文研究股票選擇權上市對其現貨之放空交易和報酬的影響。以台灣期交所推出的 44 檔股票選擇權為樣本，實證結果發現在選擇權上市期間，現貨市場會有超額放空量，而且具有高投資人意見紛歧的股票其放空增加的現象更為顯著；然而，由於台灣股票選擇權的交易量不大，所造成放空比率的增加並不足以造成顯著的負超額報酬。此外，本文亦證明融券放空的可顯著預測未來股價的負報酬，在股票選擇權上市後，放空交易的資訊內涵並無顯著下降的趨勢；比較放空交易和選擇權交易的資訊內涵，我們發現仍以放空交易較具資訊，此結果顯示，在台灣市場雖有股票選擇權這項成本較低的交易管道出現，但由於流動性不足，其交易尚不具有顯著價格發現之功能，股票選擇權上市後，擁有資訊的投資人仍慣於在現貨市場進行操作。

市場組 佳作獎

發展我國商品 ETF 之規劃構想及相關配套措施建議

劉宗聖、劉科、張美媛、林孟迪、彭韻芳

元大寶來投資信託股份有限公司總經理、元大寶來投資信託股份有限公司稽核部副總經理、元大寶來投資信託股份有限公司指數暨量化投資事業群協理、元大寶來投資信託股份有限公司專戶管理部經理、元大寶來投資信託股份有限公司法令遵循部專員

摘要

我國 ETF 產品之投資範圍，目前主要以股票及債券等有價證券為標的，而無以證券相關商品為主要的標的；另在設計上，也未將近年來在國外迅速發展具槓桿及放空效果的機能納入，以致投資人在投資工具的選擇與態樣上受到侷限。為此本報告蒐集各國此類商品的架構設計及歐美等先進國家相關監理規範加以說明，並就引進臺灣相關制度進行剖析並提供初步建議：

1、在商品架構設計方面：

- (1) 以實體現貨商品為標的之商品 ETF，目前主要以貴金屬為主，其中又以黃金為最大宗。在最近幾年金融環境大幅波動下，此類 ETF 更呈現絕對性的成長，原因為貴金屬的避險特性及 ETF 的交易便利安全性，與價格的透明連續性等優點使然。然其運作架構與傳統以有價證券為標的之 ETF 截然不同，且現行不論證投信及期信的規範皆難適用。此外，保管銀行的功能超過現有認知範圍，且涉及銀行局之權限，從而增加規範及協調上之複雜度。本研究發現，國內銀行中能擔當黃金保管之角色者為臺灣銀行，並可透過其現有黃金存摺之架構進行橋接。雖說如此，其現有架構之調整及與參與證券商之角色與整合等問題，係必須面對解決者。為增加決策選擇彈性，本報告建議了相關法規修正與四種運作架構，並就其優劣加以分析供決策參考。除貴金屬外，尚有以貨幣為標的者，故相關投資比例之最低門檻或上限限制，恐均要配合修正予以例外豁免。
- (2) 以利用衍生性金融商品工具為成分標的之商品 ETF，主要是透過期貨、選擇權、交換及遠期契約等，複製所要追蹤單一商品期貨價格或一籃子商品期貨所組成之商品期貨指數。職是之故，現行有關期信基金的管理規範，原則上皆可適用。所需修正者，概為增列期信基金下之 ETF 專章或相關規範，將一籃子申贖觀念納入，本研究報告亦有相關建議。
- (3) 本報告發現透過槓桿及放空型 ETF，將使投資人在利用現行具槓桿放空性質之金融工具如期貨、選擇權，及制度如融資、融券之外，又多了一項選擇。而其特色，即在槓桿、放空倍數固定，且無追繳保證金之壓力。但其固定倍數僅限一日，超過一日以上之持有期間，即不具此一效果，即為「複

利效果」所導致。因此本報告特建議引入該類商品時需宣導投資人了解其特性及運用等觀念，以兼顧投資人保護之需。

2、在商品監理規範之分析研究方面：

(1) 為推動本報告所建議開放之產品，法規之配合修正，究應以證投信或期信管理辦法為當。按我國相關法規向例以美國為主要參考，然經分析以美國投資公司法、期貨法及證券法之體制，將此類商品 ETF 納入之作法不易移植到國內。經綜合考量產品性質，及風險管理角度的一致性，乃建議俱納入期信法規內，建立期信 ETF 專章。

(2) 為利未來此類商品 ETF 在投資工具的選擇上更具彈性，以期可設計出更多產品。本報告也參酌美國期貨管理委員會及歐盟就基金採用交換契約，進行合成複製法的最新監理規範，建議我國未來如開放使用時，相關規範可進行調整之方向及重點。

(3) 為期本案具可行性，本報告於文末建議期信基金管理辦法應修正之條文，及應配合修正之相關法令規章等表列供參，以明所涉及之權責單位，及未來需要努力之可能範圍。

市場組 佳作獎

私募有價證券之經營效益分析暨監理制度之探討

林嘉娜 陳脩文 李宥瑩 謝欣蕙

臺灣證券交易所上市一部初級專員 / 臺灣證券交易所上市一部初級專員 / 臺灣證券交易所上市一部初級專員 / 臺灣證券交易所上市一部初級專員

摘要

我國於 91 年 2 月 6 日修正公布之證券交易法中增訂第 43 條之 6 至第 43 條之 8 引進私募有價證券制度，期能增加企業籌措資金管道、使企業資金調度更具彈性及解決財務困難公司不易透過公開募集或向金融機構借款等管道籌集資金等問題。近年來私募有價證券已成為公開發行公司重要籌資管道之一，惟外界對於公司採行私募增資之必要性、私募價格合理性、特定人選擇方式、小股東權益保障等議題多所關切。

本研究經篩選 94 年 10 月 11 日至 99 年 6 月 30 日止之上市公司辦理私募有價證券案件，探討私募對其經營效益之影響與變化，經提出四項研究假說，以檢驗上市公司辦理私募前後之經營效益是否顯著改善，並就應募人是否含內部人或關係人、私募資金用途有無引進策略性投資人、私募採溢價或折價發行等不同樣本觀測值，檢視私募後之經營效益是否存在顯著差異。另分析上市公司辦理私募之態樣及私募期滿三年後補辦公開發行之情形，並對現行私募監理制度提出具體建議，俾供主管機關強化監理之參考，冀使證券市場管理益加健全。

研究結果顯示，私募確可改善公司經營效益，惟私募期滿三年後順利補辦公開發行並上市掛牌之比率偏低僅，主係受 97 年全球金融風暴影響致經濟環境不佳，上市公司營運獲利情形普遍呈衰退趨勢，致未能符合補辦公開發行之獲利能力條件。另分析 96~98 年度辦理減資彌補虧損之上市公司顯示，62.5% 之公司經減資經彌補虧損後再辦理增資，其中採私募籌資者占 29%，而「減資後私募」確能改善公司經營績效，累積虧損較鉅者，亦可藉由減資彌補虧損擺脫淨值低於股本或每股市價偏低之窘境。

另針對私募所衍生之相關弊端，主管機關業於 99 年 9 月 1 日公告修訂「公開發行公司私募有價證券應注意事項」，並陸續發布相關具體配套管理措施，明確規範私募訂價、應募人資格、繳款期限、資訊揭露、借助專家意見等，俾利市場遵循。

總結本研究對私募經營效益之實證結果及監理制度之探討，建議事項如下：

- 一、落實私募補辦公開發行之管理，持續評估私募補辦公發對發行市場之影響及其股權流通性之變化。

- 二、對於「減資後私募」之管理，除考量公司法第 168 條之 1 及經濟部函釋有關「公司為改善財務結構，得於年度中同時以減資彌補當年度期中累積虧損並引進新資金」之立法意旨外，尚應就監理角度及健全公司財務業務體質等方面衡平考量。
- 三、未來配合「證券交易法」修法時，建議適度提高「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」之法律位階，以強化事前防範監理之效並落實保障股東權益。
- 四、加強應募人之資格審查、適用範圍及審慎評估應募人為策略性投資人之必要性及適任性。另應以最終控制權觀念評估應募人是否為上市公司之實質內部人或關係人，避免渠等或有以設立境外特殊目的公司或投資公司等手法，意圖規避相關規範。
- 五、為落實及強化獨立專家職能，增訂獨立專家列席股東會暨訂定私募價格合理性之專家意見書參考範例，並由實務界之評價機構協助推廣「評價準則公報」之應用。另就私募價格低於參考價格一定成數且明顯偏低者，要求上市公司委請二位獨立專家出具意見，或要求簽證會計師評估獨立專家所採用評價假設、方法及結論之妥適性。
- 六、為強化內部人股權異動之管理，未來修訂「證券交易法」時應將私募有價證券納入歸入權之適用範圍，並研議大股東、內部人於私募前後一段時間內不得售股之可行性。
- 七、考量私募有價證券因具三年不得轉讓之閉鎖期，並影響上市公司股權流通性，考量股本較少或股權流通性較差之公司較易受市場環境變化而影響股權穩定度，短期內或有淪為市場炒作之虞，建議主管機關參酌國際間規定，增訂股權流通性之相關下市指標，以提升證券市場品質並保障股東權益。
- 八、為達資訊充分揭露，建議加強規範上市公司將完整之獨立專家意見書全文電子檔上傳至「私募專區」供投資人參閱，以減少資訊不對稱風險並強化資訊公開。

考量我國證券市場投資結構以散戶為主，建議投保中心應持續對投資人加強宣導私募議案對公司股權之影響，並鼓勵股東積極參與股東會，以實踐股東行動主義，防止公司脫法行為之經營弊端並保障自身權益。另應積極研議透過其他股東徵求委託書之可行性，以落實保障小股東權利。

市場組 佳作獎

Tick Size Reduction and the Components of the Bid-Ask Spread on the Taiwan Stock Exchange

廖純綾 郭蘇文 黃金生

康和綜合證券台中分公司營業部營業員/ 嶺東科技大學財務金融系助理教授/國立雲林科技大學財金系副教授

摘要

The Taiwan Stock Exchange (TWSE) launched the new system of minimum price variation effective on March 1, 2005. This study examines in detail the impact of the reduction of tick size on the traded spread and the various components. This evidence strongly indicates both traded spread and order processing component have significantly declined after the narrowing tick size while the asymmetric information component exhibits little changes from the finer price grid. Although the result delivers the significant increases on the proportion of adverse selection costs to total traded spread, the proportion still much less compared to those developed markets of the NYSE and the Tokyo Stock Exchange. The evidence seems to imply the revenue of the per share liquidity provision in TWSE still high enough for the room of more reduction on tick size. Further, this study investigates the impact of the reduction of tick size on the institutional traders through an indirect evidence of various trade sizes. The result shows that both traded spread and order processing component significantly reduce among three trade-size categories. Moreover, the magnitude of the reduction of traded spread indicates a negative association with trade size. The evidence implies that both institutional traders and individual traders enjoy significant improvement made by the narrowing tick size. However, the thinner limit order book also makes the institutional traders in relative disadvantage to pay more for liquidity provision.