

第一屆
得獎論文摘要

一、學術論文組

優等獎

台灣集中市場與店頭市場關聯性之研究

—從產品市場觀點看企業掛牌決策

陳其美 鄭昌錚*

摘 要

本文從產品市場的觀點出發，探討企業於產品市場的競爭與其獲利能力，如何影響企業上市、上櫃掛牌的決策。在適當的條件之下，我們得知生產成本夠低、競爭能力強的企業，不會因選擇上櫃後財務資訊必需公開，而成為上市公司刻意防堵(predat)的對象，從而能轉上市；生產成本偏高的企業，即使上市公司不防堵也無法上市，因此選擇先行上櫃降低資金成本，以求提高獲利能力；至於生產成本不高也不低的企業，若選擇上櫃則必然成為上市公司防堵的目標，從而選擇不上櫃再伺機上市的策略。另一方面，對上市公司而言，則在權衡防堵對手上市所付出的代價，是否能為阻撓對手上市所增加的獲利彌補過來，從而決定是否對選擇上櫃的企業採取防堵策略。除此之外，我們也由模型推得當店頭市場加入新上櫃的企業時，將視新上櫃企業生產效率的良窳，而對集中市場同產業的公司股價會有不同的影響。

*臺灣大學財務金融學系副教授、銘傳大學財務金融學系講師。

一、學術論文組

♫ 甲等獎

Pricing and Hedging American-Style Moving-Average Reset Warrants

張傳章 張森林*

摘要

自民國 86 年起券商獲准發行認購權證以來，由於適逢國內股票市場由多頭轉向空頭的走勢，造成許多投資人的虧損及認購權證市場的交易趨於冷淡。近來大華證券為吸引投資人的青睞，推出了以中環股票為標的股的「重設認購權證」(以下簡稱大華 04)，以避免認購權證在剛發行不久，就因為標的股價格大跌而使得投資人蒙受損失。相較於一般的認購權證，重設認購權證可以使得投資人獲利機會增加、發行者權利金收入增加，並活絡認購權證市場的交易，因此其評價和避險就顯得格外重要。

首先就大華 04 的發行條款加以分析，該認購權證允許投資人在權證屆滿日(含)前任一交易日履約，其履約價格為 58.5 元，惟上市後三個月內任一營業日，若中環六日均價低於(含)52.65 元，則自次一營業日起履約價重設為 52.65 元。由上述分析可知大華 04 為一美式重設認購權證，其重設條件因採用六日均價，故可稱為移動平均(moving average)重設認購權證。由於該金融產品相當複雜，如何正確地對此種商品加以評價及避險，乃是學界及業界刻不容緩的事。

本文結合 Hull and White(1993)的二項式樹狀法(Binomial Tree method)以及 Cheuk and Vorst(1996)對於界線選擇權(Barrier option)的評價方法，發展出三項式樹狀法(Trinomial Tree Approach)以評價美式移動平均重設認購權證，並全面性地檢視哪些因素會決定該權證的價值及其避險比率的大小。再則我們亦將比較重設認購權證和一般的認購權證間的異同。因此本文的結果將可提供券商及投資者實用的評價模式，以選擇最佳的投資、避險策略。據我們所知，本文乃國內外文獻中首次對美式移動平均重設認購權證所建構的模型。

由本文的模擬結果，我們得到下列一些重要的結論：(1)、我們將 Hull and White(1993)的二項式模型加以改良，使其在計算平均價格(average price)選擇權價格時，任何兩個平均價格區間(例如：週收盤價)可再切割，如此可以增加其模型之準確度。再則，由模擬的結果我們發現，增加任何兩個平均價格區間的切割次數，將會顯著影響美式平均價格(average price)選擇權的價格，此一結果意味著將觀察頻率(日收盤價、週收盤價或月收盤價)切割地更細所計算出來的美式移動平均重設認購權證的價格將較為精確；(2)、以單一交易日收盤價為重設基礎之美式認售權證(American daily reset put warrant)的價格，將顯著大於美式移動平均重設認購售證的價格，此一結果甚為合理，因為以單一交易日收盤價為重設基礎之美

* 中央大學財務管理學系副教授、中央大學財務管理學系助理教授。

式認售權證，其項下股票價格碰觸到重設履約價格之機率，會大於美式移動重設認購售權證之移動平均股價碰觸到重設履約價格之機率，故其價格相對地也會較高；(3)、我們發現美式及歐式以單一交易日收盤價為重設基礎之權證價差，和美式及歐式以移動平均價為重設基礎之權證價差十分接近，此一特質，可令我們以美式及歐式以單一交易日收盤價為重設基礎權證之價差以及歐式移動平均重設權證的價格，來估算美式移動平均重設權證的價格，而此一估算公式之應用，可大幅度地節省計算美式移動平均重設權證價格所需花費的時間；(4)、最後，我們利用 Pelsser and Vorst(1994)之擴展型二項式樹狀法(extended binomial approach)，來計算移動平均重設權證的避險比率。

一、學術論文組

♫ 甲等獎

我國實施不動產抵押貸款債權證券化法令制度配合之研究

臧大年 謝哲勝 鄭惠佳*

摘要

本文係探討將「不動產抵押貸款債權」以「證券」方式發行及轉讓之理論與引進國內立法與修法建議。鑑於不動產抵押貸款債權證券化是現代國際金融之趨勢，因此本文首先將證券化區分類別，再對不動產抵押貸款債權及證券化下定義，使讀者對於此制度能有概略之了解。

依據美國證券化商品種類可分為持分權憑證、抵押擔保債券及償付債券三種型態，其證券化運作程序前者是以轉手信託方式將不動產抵押貸款債權移轉出去，進而發行表徵信託財產受益持分權之受益憑證；後兩者為以擔保負債方式，取得設定質權以供擔保之新債權，進而發行表徵債權之債券。日本證券化推行乃以美國之證券化為藍圖，所發行之證券化商品包括：住宅抵押證書、抵押證券、住宅抵押貸款債權信託等。

本文係就市場、架構及相關法律各方面逐一探討，並分析不動產抵押貸款債權證券化制度引進我國之可行性。針對分析所得「轉手架構」優於「抵押擔保架構」之結論，提出我國實施此制度時應參與之當事人、組織架構（運作程序）及須配合制定與修正之法令等建議。

在結論部分，重申國內引進此制度應配合立法與修法之問題，並具體提出立法與修法草案，供國內採行此制度之參考。

* 臺灣期貨交易所（股）副總經理、中正大學法律學系副教授、台北地方法院公證處公證人。

一、學術論文組

🏆 佳作獎

台灣地區利率期限結構模型之實證探索—狀態空間模型估計法

葉仕國 林丙輝*

摘要

與利率有關之金融產品在進行評價或避險操作時，常需依賴以隨機過程為理論基礎的利率期限結構模型作為依據。本研究以混合資料計量方法配合著狀態空間模型估計法針對臺灣債券市場和貨幣市場利率進行利率期限結構模型的實證探索。我們針對此類模型中的Vasicek模型和Extended Vasicek模型分別進行參數之估計，並比較以最大概似估計法所估計的利率期限結構模型參數之差異。結果發現在長期平均利率水準估計上均蠻符合直觀的要求，而利率的變異性則會與調整速度呈現反向變動的關係，但Vasicek模型所得到之參數值比Extended Vasicek模型的結果來得穩定，債券市場資料所估計出來的參數則要比貨幣市場資料所估計出來的結果來得穩定。此外，以最大概似估計法產生的預測誤差比狀態空間模型估計法要來得小。

* 高雄第一科技大學金融營運學系副教授、臺灣科技大學企業管理學系副教授。

二、市場實務論著組

♫ 甲等獎

國內上市銀行合併組合及效益分析

陳淑珠*

摘要

國內金融機構積弊已久，因此，政府在「金融再造」五大措施中揭櫫金融合併的構想後，獲得專家、學者及大眾的認同，為探討銀行合併的可能性及合併效益，本文以簡易假設計算合併效益，以為投資參考。

大型金融機構合併風潮已於歐美盛行多年，國內僅出現新銀行合併信合社的小型合併案。1996 年以來的金融風暴，使得亞洲各國金融機構追受重傷，日、韓及東南亞部份國家的銀行亦走向合併之路，唯獨台灣在合併風潮中缺席，除了國內銀行「寧為雞頭」的傳統思維外，「金融機構合併法案」尚未出爐亦為重要關鍵。預計將於立法院下一會期(九月)審核，屆時，在政策面主導下，大型公營行庫合併案將點燃國內合併風潮。

本篇論著內容摘要如下：

- 一、金融合併真諦所在：國內銀行資產及淨值報酬率逐年下滑，普遍低於國際水準。然而合併是否真能提昇報酬率？證諸國外銀行實證，優質合併後之報酬率確能有效提昇。此外，合併展現銀行規模經濟特色。而國際金融機構合併蔚為風潮，為擺脫過度競爭及國際弱勢地位，銀行合併有其必要性。
- 二、未來可能浮出檯面的合併組合效益評估：為模擬銀行合併案的效益及股價變化，乃擇取 10 組合併組合簡單計算合併效益。同質性銀行合併雖可降低文化不合造成合併失敗的可能性，但由於合併效益較小，且易遭受專家學者抨擊與經理人反對的理由，因此，以互補性合併的可能性較大。在 7 種互補性的合併組合中，考量合併可能性、高合併效益及低逾放比、以中銀與世華、中信銀與亞太及一銀與交銀最具可能，亦最具效益。一銀與交銀合併，其投資銀行利基，相較於三商銀彼此合併成為本土型巨大銀行，或是台銀與華銀合併後仍為競爭激烈的傳統商業銀行，前者跨入投資銀行領域將具有相當大的競爭力。亞太可補足中信銀的中南部市場成為可能合併的最佳組合。中銀與世華合併不僅囊括海內外市場，體質之優恐怕也是其他銀行無法媲美的。且中銀持有世華股權 6.52%，合併技術困難較小。此外，一銀與中銀合併亦符合行政院期望本國銀行躋身世界一百大銀行的條件。中銀與一銀合併，在紙上排名晉身之外，中銀的海外市場及經驗，將使得合併後的銀行更具國際競爭利基，台銀與華銀合併後的名次雖優於中銀與一銀合併，但實質國際競爭力卻可能不足。此為一銀與中銀合併的最大優點。除了中信銀與亞太外，

* 大華證券股份有限公司研究部專業副理。

其餘三組皆可名列世界 100 大左右，符合財政部的要求，其中又以中銀與世華的合併組合最具效益，不過，中銀與世華合併仍需視政策方向而定，中信銀與亞太則自主性較高，一銀與交銀則為一銀轉型成投資銀行的最佳捷徑。所有合併案只待法令通過方能進行。

二、市場實務論著組

♫ 甲等獎

由證券投資信託之本質談基金的併購與管理

廖麗娟*

摘 要

本研究係以證券交易法及信託法作為分析證券投資信託制度之架構，探討證券投資信託契約當事人間之法律關係，並查考政府當初訂定「證券投資信託事業管理規則」及「證券投資信託基金管理辦法」時其立法意旨，係在以保障投資人權益為目的，惟經本研究深入探討證券投資信託契約之內容後發現，架構在證券交易法制下之證券投資信託制度，比依循在信託法法制下之規定，對受益人權益而言，反而較無法達到當初的立法目的。此外，本研究並以證券投資信託契約作為分析的主軸，研究基金併購的可行性，及其衍生之相關問題。

本研究亦分別針對國內證券投資信託基金發行的種類型別作一一介紹，依證券投資信託基金合併及證券投資信託契約收購等交易所衍生之問題提出因應改善之道。另介紹美國共同基金併購等相關規定，期以「他山之石」作為未來國內共同基金從事併購交易時之參考，祈能達到拋磚引玉之效果。

又巧逢國內甫發生之第一樁因基金經理公司經理基金不善，而導致主管機關命令將該證券投資信託基金移轉其他經理公司經理之案例—「法華理農事件」，以及曾發生因經理公司經理不善，而導致基金不再存續而必須清算之情形—「萬國鑽石基金事件」，因發生對受益人權益造成莫大的影響，本研究特引以為例撰文分析，當證券主管機關在面臨證券投資信託基金市場結構發生瞬間丕變之時（或許未來亦可能發生併購交易），所應扮演的角色及因應之道。並就本研究探討之結果提出改善建議之意見，祈使各界先進賢達們能集思廣義，加以思考本研究所提出之問題，預作主管機關未來擬定政策之方針，希對國內證券投資信託基金市場之發展得以有所助益。

* 財政部證券暨期貨管理委員會第四組稽核。

♫ 甲等獎

重設選擇權之評價與避險操作

李存修 林岳賢*

摘要

重設選擇權是一種允許履約價格改變的選擇權。它可視為眾多障礙選擇權(barrier options)中的一個特例，我們有許多方來評價它。本文提出一個動態拆解股價樹(Dynamic Decomposition Algorithm, DDA)的評價方法，不僅有滿意的收斂速度，而且非常一般化：可以用來評價具有 n 個重設期間、每個重設期間內含有 m_i 個重設價格、各個重設期間彼此的關係可為「獨立」或「相依」的重設型權證，而且不管是連續觀察(continuous monitoring)或間斷觀察(discrete monitoring)，均可適用。

除了價格的決定以外，本文也探討重設型權證在避險時所特有的 Delta 跳躍與負 Delta 值等問題的成因與解決之道。透過模擬，我們評估了各種不同的避險操作方法下的避險績效。

最後我們透過比較靜態分析(comparative analysis)探討重設型權證各個「子選擇權」的價格行為，其結果不但幫助我們更深入地瞭解評價方法背後的邏輯，也對實務上研發新產品或修改既有產品有所幫助。

* 臺灣大學財務金融學系教授、臺灣大學財務金融學系博士班學生。

二、市場實務論著組

8 佳作獎

DRAM 產業中的一道曙光？ ～PC100 DRAM 缺貨情況的探討～

連玲玉*

摘 要

1995 年後全球 DRAM 產業的年銷售值衰退程度持續高達二成以上，不僅許多國外半導體大廠開始調整策略，降低 DRAM 產品比重，國內半導體亦紛紛傳出虧損、經營困難的訊息。然而，就在烏雲密佈、看不到一絲曙光的低迷景氣下，PC100 spec 64M DRAM 需求量在 1998 年下半年始有供不應求、現貨價格高漲不下的現象；本論著即是以 PC100 規格的 64M DRAM 產品為主軸，探討(1)缺貨狀況的程度(2)若缺貨狀況持續，則國內那些 DRAM 廠商是最大受惠者？(3)其他未符合 PC100 規格的 DRAM 產品是否仍可獲利？等等投資界及產業界關心的具體議題，以確定 PC100 規格的 64M DRAM 產品是否真的為整個 DRAM 市場帶來一道曙光？！

本篇論著內容摘要如下：

一、非 PC 100 64M DRAM 的 DRAM 產品獲利有限

1998 年 3Q 初始之際，非 PC 100 64M DRAM 產品中可能獲利的產品主要有兩款：(1)PC100 16M DRAM，(2)PC66 64M DRAM；著者分別以其成本結構探討其獲利性，說明以當時的市價計算，前者仍會造成廠商虧損，而後者最佳營益率亦僅在 9-14% 左右，獲利率仍是有限。

二、以全球供需狀況及廠商的成本結構來看，PC100 64M DRAM 為廠商獲利的致勝關鍵

首先，著者以全球供需面為切入點，發現 PC100 64M DRAM 產品在 1998 年 3Q 始，因 350MHz CPU 成為市場主流之故，其需求量有大幅增加的現象，不過，在供給面上卻因(1)通過認證的供應廠商當時僅有六家、(2)產品製程中的氧化爐管調整控制不易等問題，使製程困難度高、良率提昇不易、(3)產品測試仍有許多問題仍待突破，以至於實際供應量有限，造成市場有缺貨情況。進一步地，著者以四項主要假設條件探討未來缺貨情況的程度，推估 1998 年 3Q、4Q 供需比分別為 1.02 及 0.72，而市場價格有機會上揚至 11 美元。

另外，以當時國內三大主要 64M PC100 DRAM 產品的製造廠商——力晶、華邦及茂德來看，著者推估其獲利率如下表：

* 大華證券股份有限公司研究部專業經理。

廠商	茂德(ProMOS)			華邦(Windbond)			力晶(power chip)		
Gross die	406			370			296		
Yield 良率	80%	70%	60%	80%	70%	60%	80%	70%	60%
前段製造成本(美元)	4.00	4.58	5.33	4.39	5.02	5.86	4.64	5.31	6.18
毛利率(%)	63.64%	48.02%	31.77%	52.80%	38.04%	22.28%	31.77%	24.33%	14.66%

資料來源：大華證券研究部推估整理

雖因三大廠商獲利率各有所差異，但整體毛利率均在二成以上，獲利率比其他 DRAM 廠商為佳；且這三大廠商若再提升良率 Gross Die/Wafer 的數量，則未來成本仍可再降低、獲利仍有提升的機會。因此，可以確定的是，雖然 1998 年 3Q DRAM 產業景氣仍持續低迷，但 PC 100 64M DRAM 產品的確為廠商帶來一道曙光，不過，廠商仍需不斷在製程中提高良率以及設計出更具競爭力的產品，以取得較低成本、擴大獲利空間。

三、博碩士論文組 - (一) 博士論文

優等獎

股東投票權—股價溢酬，交易量與委託書之研究

黃一祥*

摘要

本文旨於探討投資者競爭管理權的交易動機(control-induced trade)對最後過戶日期間股價及交易量的影響，主要包括兩個部份，第一部份是建立分析的模式，第二個部份是基於本文模式與相關理論的預期，建立實証假說，並以臺灣民國 83-86 年上市公司為對象進行實証研究。分析模式主要擴展自 Michaely 與 Vila(1995)的三期動態均衡模式，該模式原來是研究投資者稅負交易動機對除息日期間股價與交易量的影響。本文模式指出投票權除權日預期股價溢酬及異常交易量的決定因素，包括公司代理成本、管理權競爭程度、除權日交易風險、投資者交易結構、以及管理股東委託書的證券法規。

臺灣證期會在民國 85 年底增修股東委託書管理法規中，明訂自民國 86 年以後禁止委託書的價購行為，該增修委託書管理法規之經驗，適足以驗證本文模式及相關未實証理論之爭議，本研究不僅增進對臺灣證券市場的認識，亦有助於瞭解公司控制市場(the market for corporate control)。本文採用三種不同統計量進行顯著性的檢定，分別為傳統法[Brown 與 Warner(1980)]、異常報酬率標準化法[Patell(1976)及 Dodd 與 Warner(1983)]、以及符號檢定法(Sign test)[Lumner 與 McConnell (1989)]。並以橫斷面迴歸分析競爭管理權的交易動機對股東投票權價值，及最後過戶日期間交易量的影響。

整體而言，實証結果與模式預期及現存相關研究一致。本文並探討股票流動性變數(週轉率與買賣價差)的可能影響，實証結果並不因控制流動變數後，而產生顯著的改變，主要結論有以下幾點：

1. 當股東委託書可以買賣時，預期股價溢酬為代理成本及管理權競爭程度的遞增函數，以及除權日交易風險的遞減函數。實証發現在民國 83-85 年期間，公司前一年股票市值、董監事持股比率、以及總資產報酬率對投票權價值有顯著解釋能力，而且，結果不因控制流動變數後有顯著改變。其次，除權日交易風險對異常週轉率的解釋能力雖低，但是其結果不受資產管理效率的影響。
2. 在禁止股東委託書買賣後，預期股價溢酬與異常交易量為代理成本的遞增函數，並為除權日交易風險的遞減函數，但是不受管理權競爭程度的影響。在民國 86 年委託書禁止買賣的期間，董監事持股比率及總資產報酬率對投票權價值有顯著解釋能力，迴歸係數符號並與模式預期一致，結果亦不因控制流

* 中央大學財務管理研究所博士班畢，現任義守大學會計學系助理教授。
指導教授：史綱博士、李志宏博士。

動變數後有顯著改變。股票報酬標準差對異常週轉率有顯著解釋能力，迴歸係數符號與模式預期一致，結果亦不因控制資產管理效率後有明顯改變。

3. 本文實証發現臺灣上市公司的投票權價值，在民國 86 年禁止價購股東委託書後有顯著增加的現象，與 Blair, Golbe 與 Gerard(1989)的理論預期一致。以董監事成員在民國 83 及 86 年，改選後均有異動董監事組合的結果來估計，投票權價值平均增加約 1.37%。
4. 基於臺灣上市公司的實証結果，本文支持 Manne(1962)提出的投票權價值假說。以董監事改選後，董監事成員有更換的組合為例，臺灣上市公司的平均投票權價值約為 1.68%。

三、博碩士論文組 - (一)博士論文

♫ 甲等獎

台股指數期貨之定價及其與現貨間動態關聯之研究

黃玉娟*

摘 要

自從股價指數期貨契約於 1982 年在美國推出以來，其與現貨之間的相對價格行為一直是學術界與實務界所關切並熱衷探討的主題。因此，本研究的主要目的在於探討 SIMEX 摩根史坦利(Morgan Stanley Capital International; MSCI)台股指數現貨與期貨之價格行為，包括股價指數期貨之定價與套利交易、現貨與期貨市場之價格動態關聯與其在價格發現上之貢獻，以及現貨與期貨市場在報酬與波動性之動態關聯與外溢效果等。

在台股指數期貨之定價方面，本文首先在完美市場的假設下，分別以部分均衡(partial equilibrium model)與一般均衡模型(general equilibrium model)之架構來說明遠期價格與期貨價格之決定以及遠期與期貨價格均等之條件。其次，本研究進一步考慮交易成本、投資者借貸利率不等、以及台灣上市公司特有的股利結構等因素來修正台股指數期貨之定價模式。接著，本研究以新加坡國際金融交易所推出的台股指數期貨作為研究標的，以日內每五分鐘之成交資料進行實證。在定價效率與套利交易方面之實證結果顯示，新加坡摩根台股指數期貨市場，在其引進的初期，市場之定價效率並不高而普遍存在套利機會，且錯誤定價的情況多為偏低定價的情形。不過隨著時間的經過，錯誤定價的情形有減緩的趨勢，且套利機會與套利利潤也隨時間而縮小。

在現貨與期貨市場的價格動態關聯方面，根據共整合(cointegration)之檢定結果發現摩根台股指數之現貨與期貨市場之間存在共整合關係，顯示台股指數現貨與期貨間已具有穩定的長期均衡關係，其次，因果關係檢定之研究結果則發現台股指數之現貨與期貨市場間存在雙向的因果關係。

最後，本文提出雙變量 EGARCH 誤差修正模型來探討摩根台股指數之現貨與期貨市場的日內報酬和波動性之動態交互關係。實證結果顯示，新加坡摩根台股指數的現貨與期貨之間，除了報酬具有雙向之因果關係外，其波動性亦具有顯著的雙向互動關聯；其次，現貨與期貨報酬之波動性具高度持續性，且為過去衝擊的不對稱函數；此外，短期的失衡（指誤差修正項）除了影響到這兩個市場的報酬外，亦會增加這兩個市場的波動與不確定性，因此忽略這些因素均會造成模型誤設之結果而導致不正確的推論。

* 中山大學財務管理研究所博士班畢，現任高雄第一科技大學財務管理學系助理教授。
指導教授：徐守德博士。

三、博碩士論文組 - (一) 博士論文

♫ 甲等獎

美國、日本與我國「公開出價收購法制」之比較研究

易建明*

摘 要

在全球經濟合為一體，全球證券市場漸合為一市場之時，一國之企業利用「公開出價收購」（以下簡稱公開收購）方式取得他國企業之控制權，進而取得其技術或進入其市場為可行之辦法。公開收購規定之旨，在使對公開收購涉及公開發行公司經營權之有價證券有所管理，以保障投資大眾等。本研究除探討對美日整體公開收購制度外，並檢討我國現行公開收購制度是否週延，以及是否能充分發揮其功能。本研究之最終目的，就下列各章作一分析以作為我國公開收購相關法規調適之參考，使我國證券市場在推動國際化之同時，能充分保護投資人及發揮穩定證券市場體系之功能。

本論文共分為十二章，分述如下：

第一章為「緒論」，先就研究動機、研究目的、研究方法、研究範圍以及研究架構提出說明。

第二章為「美國、日本與我國公開收購之概況」。

第三章為公開收購之定義，

第四章為「公開收購人之適用範圍以及除外不適用」之比較。研究其規範主體、對象及除外不適用之差異。特別是日本法對「公開收購人及其關係人」作明確定義並以持股比率來作分類。另我國「公開收購辦法」並未定義公開收購人，亦對公開收購人及相關當事人持股比率未作明確規定。故如何參酌美日之立法，是本章所探討重點之一。

第五章為「實體規制之比較」。實體規則之內容包括：公開收購之期間；公開收購條件之變更；公開收購開始之公告；非住民之申報代理人制度及公開收購代理人制度；應募股東之解除權、撤回權；公開收購人之撤回權；超過預定收購股份數時依比率分配；公開收購期間另行收購之禁止等項。

第六章為「公開制度之比較」。其內容包括：標的公司之意見聲明；公開收購結果之公開；公開收購相關書件等之申報；公開收購人資金來源公開。本章擬就此項目作一比較以瞭解保護投資人措施是否完備。

第七章為敘述公開收購與內線交易之關係。

* 中興大學法律學系博士班畢，現任親民工業商業專科學校國際貿易科助理教授。
指導教授：賴英照博士。

第八章為公開收購與市場操縱之關係。本章將對美國一九三四年證券交易法第十四條e項、規則10b-5有關「市場操縱」之本質作一分析，並對在我國建立美國法「安全港」規則問題作初步探討，並檢討日本之立法例。

第九章為「大量持股公開制度」之比較研究。因「大量取得、持有、賣出股票」有可能變更公司之控制權，且為市場上之重要資訊，故有必要作一比較研究。本章就申報基準、「持有者」之意義、共同行為之合意等作一比較研究與分析。

第十章為「美國、日本與我國對外國投資人取得股份之規範與申報」。由於公開收購涉及外資開放及其他相關法規頗多，本章擬就涉及外國投資人取得股份作一分析。

第十一章為「美國、日本與我國公開收購民事責任之比較」。民事責任為證券市場規範之重要一環，違反公開收購實體規則（第五章）、內線交易（第七章）、市場操縱（第八章）等之民事賠償責任之狀況，實有必要作一分析。

第十二章為「結論」，就本論文各章研究所得提出結論及建議。

就美國、日本與我國法制作一分析，我國在公開收購法規調適上，可分為短期、中期及長期作法。短期上，本文建議將公開收購辦法，區分為總則、申請及核准、收購程序之進行、公開等四章(新增第四章公開一章)，並修改或增訂該辦法相關條文，使公開收購辦法得以達到保護投資人之要求。中期作法上，應修改證券交易法相關條文，本研究建議如下：

- 一、訂定公開收購專章，並明訂民事責任之請求權基礎。
- 二、刑事責任部份應再重新訂定，可仿日本證券交易法第一百九十七條、第一百九十八條、第二百條有關公開收購之處罰規定。
- 三、參酌日本證券交易法第二十七條之二十二第一項及第二項之立法，加強證管會調查權之權限。
- 四、對公開收購書件之申請、公開收購制度之公開作通盤檢討。
- 五、證券交易法第四十三條之一修改建議。

在長期作法上，建議檢討修改外國人投資條例、銀行法、保險法。例如仿美國「艾克森·佛洛力奧條款」修正條款(Exon-Florio Amendment)，授權經濟部得禁止外國企業威脅我國安全保障之收購，並增訂於外國人投資條例中。另實有必要研究美國、日本與我國有關證券交易法、公司法之差異，檢討放寬發行公司取得自己股份之公開收購。美國證券交易法對市場操縱、內線交易之民事責任，相關制度等已建立完整體系，其在運作上具實效性。但在公司法上，各州州法方面，在財源、取得比率等規定並不相同(原則上自由)。另一方面，日本為大陸法系國家，在發行公司取得自己股份公開收購方面，除違反實體規則之民事責任有明確規範外，對市場操縱、內線交易等之民事責任等並未有完整體系，而回歸民法侵權行為規定。未來我國引進「發行公司取得自己股份公開收購」時，除注意上述問題外，應對獨立董事制度、集團訴訟制度、經營判斷法則等配套措施作一分析及對歐洲各國實施之狀況作一比較研究。

三、博碩士論文組 - (一)博士論文

8 佳作獎

配適遠期利率曲線與利率交換選擇權評價法

林慧貞*

摘 要

本文主要目的係探討利率衍生性商品之樹狀圖評價，從利率模型之選擇、短期利率樹狀圖投入值(殖利率與遠期利率曲線)之配適、至利率衍生性商品(以利率交換選擇權為例)之評價及其敏感度分析等，提出完整之討論。研究重點分別為：

1. 探討殖利率與遠期利率曲線之配適問題，並對Adams and Deventer(1994)之最大平滑度遠期利率曲線配適模型，進行理論性質之深入探討及國內資料之實證研究。
2. 以樹狀圖法評價利率交換選擇權及履約價可重設之重設利率交換選擇權，並分別對其進行參數敏感度分析。

研究結果如下：

1. 最大平滑度遠期利率曲線配適方法之理論探討方面：首先指出 Adams and Deventer 模型在求解上之問題，並提出另一種找尋適當條件式之方法以擴大該模型之適用範圍；接著，嘗試修改其最大平滑度之定義(將極小化總曲度改為極小化總斜率)及樣本型態(將零息債券改為付息債券)，然而卻無法求解，顯示 Adams and Deventer 模型仍以維持原設定為佳；另在函數可能型態之探討上則發現，多項式型態之遠期利率或殖利率曲線實為此種配適方法之必然結果；最後，將該模型應用於配適一條最大平滑度之殖利率曲線，函數型態仍為不含二、三次項之四次多項式。實證研究方面，則分別利用國內之票券、台幣利率交換、及政府債券資料配適遠期利率曲線，並以台幣利率交換資料配適殖利率曲線。
2. 以樹狀圖法建構無套利機會之利率模型，進而評價利率交換選擇權及重設利率交換選擇權。主要特色是應用 Jamshidian(1991)所提出之向前推導法(forward induction)，透過 Arrow-Debreu 證券價格進行評價。此作法具有運算效率、及可處理衍生性商品價值與過去路徑相依(如重設利率交換選擇權)之評價問題等優點。
3. 分別對利率交換選擇權評價模型中：利率交換之固定利率(即選擇權之履約價)、殖利率曲線、利率波動曲線、均數復歸(mean reversion)曲線，以及重設利率交換選擇權之重設價位與重設固定利率等參數進行敏感度分析，觀察歐式與百慕達式利率交換選擇權價值及其變動量、與兩者之價差受上述參數值變動之影響；至於評價模型收斂性之探討上則發現，樹狀圖期數(time steps)較少時之價值有低估現象，且期數越少或固定利率值越高時低估越嚴重，此情形又以歐式利率交換選擇權較百慕達式明顯。

* 臺灣大學財務金融研究所博士班畢，現任元大證券(股)國際部經理。
指導教授：李賢源博士。

三、博碩士論文組 - (二)碩士論文

♫ 優等獎

重設選擇權的評價與避險：理論與應用

劉柏宏*

摘要

本文主要目的有三大部分，一是探討重設選擇權的評價理論；二為研究重設選擇權的避險策略；最後，建構評價重設選擇權的數值方法進行實例評價，以研究重設選擇權的價格行為與風險參數行為。本文預期貢獻在於：剖析重設選擇權的結構，並詳盡的探討重設選擇權組成元素(界限選擇權)的性質，作為未來各種可能重設選擇權商品的評價理論基礎。首先，本文將界限選擇權評價中重要的性質—In-Out Parity 加以推廣，證明出重設選擇權可由界限選擇權組合而得。故不論是何種型態的重設選擇權，皆有對應的界限選擇權可供組合而得，因此了解各種界限選擇權的性質，可組合出各式各樣的重設選擇權。再者，本文分別介紹各種內部界限選擇權與外部界限選擇權的性質與評價方法，並推廣得出各種內部界限重設選擇權與外部界限重設選擇權的評價方法。此外，由於界限選擇權 Delta 係數在界限之處具有不連續的特性，而重設選擇權是界限選擇權組合，因此重設選擇權也具有此項特性，存在 Delta jump 的情況。此種 Delta jump 的情況會造成發行券商在避險上的問題，因此本文也針對界限選擇權、重設選擇權的避險問題詳加探討，介紹傳統的動態避險方法與新近發展的靜態避險方法。最後，本文利用數值方法建構出評價重設選擇權的模型，並且針對最普遍被接受的重設選擇權商品進行訂價與避險的實例演算以研究重設選擇權的價格行為與風險參數行為；再者，針對重設選擇權所遭遇到的避險問題 (Delta jump) 進行研究並提出解決之道。

* 臺灣大學財務金融學研究所碩士班畢，目前服役中。
指導教授：李賢源博士。

三、博碩士論文組 - (二)碩士論文

♫ 甲等獎

交易時間與非交易時間盈餘預測修正宣告之日內效應

曾貴枝*

摘要

Fama(1970)的效率資本市場假說中認為，市場上各種證券的價格會充分反應所有可獲得的資訊。而市場效率性可以藉由市場對新事件的總和反應速度加以衡量，而事件被反應於股價或成交量的速度，會受資訊傳遞速度和市場交易制度設計所影響。而資訊的傳遞速度，會因是否在交易時間中宣告有所不同。本論文以民國86年8月1日至民國87年7月31日為研究期間，樣本則是由中央通訊社即時新聞資料庫中逐筆的選取，共取得國內上市公司 101個盈餘預測修正宣告為研究樣本，這些樣本被區分為交易與非交易時間好消息或壞消息之宣告。

本論文研究方法主要使用事件研究法(Event Study Methodology)，以上市公司在中央通訊社股市即時新聞中第一次公佈盈餘預測調整時點為事件發生時點，事件期則界定為事件發生時點所在時段之前後各12個交易時段。為了計算異常報酬率及異常成交量必須界定正常期，在考慮星期效應與日內報酬型態後，本研究以事件期所對應的前第三週至第四週相同星期數相同日內時段為正常期。

經由實證分析本論文得到下列結論：第一、在盈餘預測修正宣告前，不論好壞消息皆出現賣方不平衡與成交量擴大，這可能是起因於資訊不對稱所帶來的不確定性。第二、盈餘預測修正宣告後，不論好壞消息皆出現顯著異常報酬率與異常成交量，惟反應持續性並無差異；在買賣平衡性上，壞消息出現持續較久的異常買賣失衡現象。第三、交易時間與非交易時間盈餘預測修正宣告，在報酬率與買賣平衡性上，並無顯著差異，至於在成交量上，交易時間宣告的異常成交量產生較晚且持續較久。

而經由繁重的日內資料整理及嚴謹的研究設計，本研究有下列幾項貢獻：

1. 本研究為國內極少數以高頻率之日內資料為基礎的事件實證研究，透過此項努力，本研究遂能觀察到日內之套利與價格發現過程，以此對國內股票市場之效率性進行更精確的檢驗。
2. 市場效率性的驗證，端賴以更多類型與數量的各種事件進行檢定，本研究以盈餘預測修正宣告對日內市場反應進行探討，似為國內外首見。
3. 由於日內資料之事件研究數量仍然很少，因此各研究所採用的研究方法也不盡然相同，至今仍缺乏一套完整且具說服力的研究方法。本研究在日內事件研究法創造二項特色：(1)正常期的決定方式同時兼顧週天效應與日內效應；(2)日內異常報酬率的計算對市場報酬率加以調整，這是過去日內事件實證研究所忽略的。

* 高雄第一科技大學金融營運系碩士班畢，現任勤業會計師事務所查帳員。
指導教授：闕河士博士、李春安博士。

三、博碩士論文組 - (二)碩士論文

♫ 甲等獎

TAIFEX 與 SIMEX 台股指數期貨跨市場價差交易策略之研究

黃銘煌*

摘 要

本研究以 SIMEX 摩根台指期貨與 TAIFEX 本土台指期貨為對象，利用兩市場日內五分鐘資料，分析其價差交易機會與不同價差交易策略下之獲利幅度。研究中除根據現有市場狀況，估算出兩市場無價差交易區間作為價差交易機會之研究外，還引入四元樹選擇權的概念來作為價差交易策略是否執行的參考。

在所實證研究期間中獲得之重要結論如下：

1. 研究期間中確實存在正、負向偏差的價差交易機會，不論獲利幅度與機會都不小，但即使採用持有至到期的策略仍不能保證不會有損失，而增加可操作之動態策略，如「提前結清」、「換倉交易策略」等，將可以有效降低風險。
2. SIMEX 先到期，應採負向價差交易策略，TAIFEX 先到期，採正向價差交易策略，可以減少可能損失的風險；若採非適當的價差交易方向時，加入動態交易策略可以減少損失、增加獲利。
3. 在有部位限制條件且不能確定最適價差交易方向時，採用四元樹價差交易選擇權決策模型可以有效降低操作上的風險，並提供操作策略上的建議。

* 臺灣大學商學研究所碩士班畢，目前服役中。
指導教授：李存修博士、黃崇興博士。

三、博碩士論文組 - (二)碩士論文

8 佳作獎

上市證券買賣法律關係之研究—以股票相關法律問題為中心

蔡廷宜*

摘 要

在民法債編各論中，買賣契約是最常見的契約型態，而上市證券買賣更是買賣契約中重要的代表類型，所以這篇論文的動機在於自民法的角度出發，對於所涉及公司法、證券交易法、甚至其它法規命令、行政命令所組成的證券交易架構，嘗試就上市證券買賣契約與週邊多角法律關係，探討其彼此間之權利義務內容。檢視在目前投資人與證券商簡單地以一通電話買進賣出股票之際，所涉及的複雜法律關係如何構成，是否合理？在就上市證券權利客體定位、權利移轉要件、權利歸屬等一系列物權變動要件加以檢視後可以發現，其實上市證券買賣的投資人山於不兵買賣契約當事人地位，如何保障投資人取得證券的權利，是所有法律問題的起點，尤其在上市證券大額化、無實體化下的趨勢下，如何解釋其權利變動與法理基礎，甚而上市證券交易中涉及債務不履行時，交割結算基金、形成共同責任所衍生之權利義務內容，自法律面探討其合理的法理基礎。其次，上市證券買賣面上市證券大額化、無實體化特性，在法律意義上有何影響，傳統上市證券買賣的觀念如何調整。並兼述對有價證券理論的調整、及日本股票不發行制度的引進探討。

茲將本論文架構如下：第一章 緒論，乃本文研究動機與目的、研究方法、研究範圍及論文架構。第二章上市證券買賣概說與法制考量基準，自一般有價證券、證交法上有價證券到上市有價證券，由廣到狹探討有價證券之意義；並自上市證券的投資性市場化、公開性集中化、轉讓不移動化、面額大額化、憑證無實體化。第二節介紹上市證券買賣的要件與一般買賣之不同，第三節中就法制考量基準說明。第三章上市證券買賣投資者之法律關係，就投資者與證券經紀商間的行紀法律關係，一般委買人與委賣人的準當事人地位探討。第四章、證券保管劃撥制度與權利移轉，介紹美國、日本的證券保管劃撥制度，特別是擬制人名義制度。其後對權利移轉涉及投資者、證券商、集保公司、銀行間的權利歸屬探討。第五章、上市證券買賣債務不履行責任，分就類型的限縮、責任內容的限縮及各種基金確保投資者權益等三點加以探討。上市證券買賣與一般買賣不同，除結算交割制度、補正、借貸等事前防止制度外，探討如何使證券經紀商藉交割結算基金制度建立共同責任擔保制度。第六章、法律面檢討與制度借鏡一代結論，針對日本股票不持有制度，就其股票不發行的權利移轉介紹，並兼論我國「無實體交易制度」。其次對無實體化下上市證券在權利客體上地位、有價證券理論的影響。並在結語中，整理前面各章所提出之法律面觀察及研究心得加以建議。

* 中正大學法律學研究所碩士班畢，現任台中地方法院學習司法官。
指導教授：邱聰智博士。

最後須加以說明者，由於證管會(證券管理委員會)，於八十六年四月二日更名為證期會(證券暨期貨管理委員會)。但在引用以「證管會」名義發佈函令時，可能出現本文部分稱「證期會」，引註部分涉及函令時稱「證管會」的歧異稱謂，為尊重現行機關稱謂與昔日函令原文，本文原則上採「證期會」稱謂，在函令部分沿用「證管會」舊稱謂，在此先予說明。

三、博碩士論文組 - (二)碩士論文

8 佳作獎

實施隔週休二日制對台灣股市影響之實證研究

廖怡玲*

摘 要

政府在推動亞太金融中心的過程中，已陸續開放並修正一些不合國際潮流、慣例的法規，其中影響層面最廣的，就是週休二日制度的實施。由於『週休二日制』已是國際股市的交易慣例，也是未來的潮流。因此，確實有必要調整股市交易時間，以符合國際股市交易之習慣。

台灣證券交易所，自民國 87 年 1 月 1 日起，實施每月雙週之週六休市的措施。由於隔週休二日制度的實施，使得台灣股市 87 年全年 288 天之交易日降為 274 天，之後於同年 4 月 4 日起，將每月單週週六交易時間延長一小時。隔週休二日實施後，因雙週之週六休市，使得股市交易時間減少，即使之後單週週六交易時間延長，其總和的交易時數仍較以前來的少。

由於國外已有學者對股市交易時間改變進行實證研究，但國內尚未對此新制度實施的影響性進行評估；再者，國內股市結構與歐美股市結構不盡相同，均使得本研究顯得格外重要且有趣。

本研究之結論彙述如下：

1. 隔週休二日的實施，並不會影響市場整體的流動性，但會改善並重新分配市場流動性，使得隔週休二日實施後，一週之每日交易量呈現均勻分散的型態。
2. 隔週休二日實施之後，週六的休市會降低市場整體的波動性；而週六的延長交易，則會使市場波動性提高。
3. 對於長期投資者而言，隔週休二日實施後，當週六休市時，會促使他們提前於週五交易；當週六不休市時，則是選擇於週一交易。
4. 對於短線投資者而言，隔週休二日實施後，不論週六休市與否，他們都會提前於每週最後一營業日進行交易。
5. 隔週休二日的實施，確實會阻礙資訊傳遞的過程，資訊交易的程度愈高，受到此新制度的影響也愈大，導致週一資訊不對稱情況更為嚴重。
6. 隔週休二日的實施，會使交易不熱絡類股之市場效率性大幅降低，但對交易熱絡類股之效率性，僅有小幅度的影響。

* 中山大學財務管理研究所碩士班畢。
指導教授：馬黛博士。

三、博碩士論文組 - (二)碩士論文

8 佳作獎

台股指數期貨套利分析與類神經網路之應用

許琬琳*

摘 要

本研究在期貨市場上交易成本存在、借貸利率不等及上市公司每年發放股利的假設下，探討摩根台股指數期貨市場及台灣台股指數期貨市場的套利機會與套利利潤，同時並建構一個類神經網路模型以預測下一個時間點基差的走勢及建構數組套利投資組合以了解追蹤誤差對套利過程的影響。研究得到的結論為：

1. 摩根台股指數期貨市場與台灣台股指數期貨市場的錯誤定價情形在研究期間前期以偏低定價居多，在研究期間後期則以偏高定價的情況為主；
2. 比起摩根台股指數期貨市場，台灣台股指數期貨市場有較多的觀察值偏離無套利區間，表示台灣台股指數期貨市場的定價效率較低；
3. 摩根台股指數期貨市場的定價行為有趨於成熟、穩定的趨勢，台灣台股指數期貨市場則呈現出較不穩定的狀況；
4. 在考慮實際的合約價值及匯率之後，發現台灣台股指數期貨市場的套利利潤大於摩根台股指數期貨市場的套利利潤；
5. 當使用本研究建構出的類神經網路模型對下一個時間點的基差走勢做預測時，有平均 80%左右的機會可以正確的判斷出下一個時間點的基差走勢將擴大、還是縮小；
6. 根據研究期間 15 個投資組合的模擬誤差結果顯示，當套利者在評估市場上的套利機會時，可以等基差再擴大 0.0162% 或 0.0112% 時再進場，如此可以減低套利過程中的追蹤誤差風險。

* 中山大學資訊管理研究所碩士班畢，現任群益證券股份有限公司衍生性商品部研究員。
指導教授：林信惠博士、廖四郎博士。

三、博碩士論文組 - (二)碩士論文

8 佳作獎

S&P500 股價指數期貨與現貨在價格變動率暨波動性之動態研究

莊嘉文*

摘 要

本文提出結合一階及二階動差的模型，探討 S&P500 股價指數期貨與現貨價格變動率暨其波動之互動關係。以合併長久以來，S&P500 指數期貨與現貨市場一階動差和二階動差分開研究的現象，並改善過去：(1)一階動差研究中，忽略期貨、現貨資料存有變異數不齊一的情況。(2)二階動差研究所配適 EGARCH 模型之條件變異式中，一個市場之波動外溢效果因子 $g_i(Z)$ (波動不對稱函數)與其自身市場 $g_j(Z)$ 擁有相同的符號效果參數值之缺失(Koutmos & Tucker,1996)。同時本文以現貨收盤價格和現貨收盤同一時點的期貨價格相配對之日資料為研究，改進以往研究直接以兩市場收盤價為配對之日資料，忽略兩市場收盤時點不一致所造成實證分析的不精確，並比較兩種配對方式，是否有相異的實證結果。

此研究以 Johansen(1988)提出的共整合(cointegration)模式，檢定 S&P500 指數期貨與現貨市場價格是否有長期穩定的均衡關係，進而以 Granger(1986)因果關係配合誤差修正項，分析期貨與現貨價格變動率間的領先-落後關係，而其中引用 Nelson(1991)之 EGARCH 模型來作為期貨與現貨價格變動率之波動(volatility)的估計及誤差修正模型中條件變異數的配適，再進一步探討兩市場波動的關聯性。實證結果為：

- (1) S&P500 指數期貨與現貨的價格變動率及其波動，短期內相互存在領先-落後的回饋效果；長期而言，兩市場價格亦存有共整關係且顯著的相互影響，故投資人無法利用過去的資訊獲得超額報酬，驗證兩市場存有弱式效率。其中波動部分，與 Koutmos & Tucker(1996)發現只有期貨波動外溢至現貨的單向關係相異。
- (2) S&P500 指數期貨與現貨市場之間價格變動非預期的衝擊皆存有外溢效果，波及另一市場的波動。而期貨對現貨市場的外溢效果顯著，且具有波及效果不對稱現象，即存在前期壞消息所產生波動的衝擊較好消息為大；而現貨對期貨的外溢效果呈現較弱顯著(10%顯著水準)，且其影響的方向(符號效果)不顯著，未存有不對稱效果。
- (3) 不論是期貨或現貨其波動皆有強烈的持續性，且受其前期非預期價格變動的衝擊，其中期貨市場之衝擊存在好壞消息不對稱的現象，而現貨市場衝擊的不對稱效果不顯著。

* 成功大學會計學研究所碩士班畢，目前服役中。
指導教授：李宏志博士。

- (4) S&P500 股價指數期貨與現貨的相關係數，於股價大崩盤前後(1987 年 9 月以前及 1987 年 11 月以後)有顯著的差異，後者相關係數較高。而在崩盤期間(1987 年 10 月)內的相關係數，則顯著較低。
- (5) 以不同收盤時點的兩市場收盤價格配對，與以現貨收盤價格和相同時點的期貨價格作配對之兩組日資料為研究對象，於價格變動率方面，實證結果無顯著差異；但波動性研究方面實證結果有異。證實 Koutmos & Tucker(1996)忽略收盤時點的不同，直接以兩市場收盤價格配對為資料，可能造成實證結果發生偏誤。

本研究比較以最大概似法聯合估計 EGARCH 模型之條件平均式，與以兩階段估計法估計誤差修正模型(忽略變數存有變異數不齊一的特性)的估計結果，發現於兩市場收盤價格配對的日資料研究中，估計結果相異。證實過去有關兩市場間價格變動率互動關係之研究，忽略變數存有變異數不齊一的特性，可能會造成實證結果的偏誤。