

國立臺北大學

國際財務金融碩士在職專班

碩 士 論 文

指導教授：古永嘉 博士

現股當沖新制對市場及個股報酬率、週轉率與成交量
影響效果之研究

The Influentials of Newly Day Trading System on Taiwan Stock Markets and
Individual Stock Returns, Turnovers and Trading Volume



研究生：徐子舜 撰

中 華 民 國 一 〇 四 年 六 月

國立臺北大學

國際財務金融 碩士在職專班

一〇三 學年度第 二 學期畢業生論文

研究生：徐子舜 撰

業經本委員會審議通過

題 目：現股當沖新制對市場及個股報酬率、週轉率與成交量影響效果之研究

論文考試委員：

召集人

曾錦亨

委員

周名新

委員

曾錦亨

委員

涂登才

委員

古永嘉

指導教授

古永嘉

系（所）主任

蔡建雄

論文口試及格日期：

中 華 民 國 一〇四 年 五 月 二 日

謝 辭

本論文之完成，首先衷心感謝恩師古永嘉教授的悉心指導與鼓勵。回顧這一年來，從題目之選定、文獻之探討、研究方向之選擇、觀念架構之建立、程式之指導設計，以迄本文之撰寫，吾師不斷地予以指導與啟迪，更對初稿逐字斧正，使得本論文得以順利完成，師恩號瀚，永銘五內。此外，恩師涂登才教授亦提供本論文諸多珍貴之研究資料，不斷就論文格式予以指導與啟迪，學生在此亦由衷感激。五月二日承蒙口試委員古永嘉教授、涂登才教授、金管會主委曾銘宗學長與兆豐證券風控長游忠儒學長許多寶貴之建議與指正，謹致以最深之謝意。

班上同學及古涂雙師組的夥伴水哥、建文、秀蘭姐、佳霏、雅瑄、雅芳、筱凡、少榛、富傑及韋霖，一年來相互討論與鼓勵，一起完成彼此之研究論文並順利完成初稿與口試，尤其是水哥更是幾乎形影不離的論文寫作好夥伴，從學校聯誼室、108 教室、國家圖書館、三峽校區、中和的咖啡廳等，皆是完成論文過程中難忘之回憶，最後一同休假前往各口試委員送達口委聘書及同學們的論文初稿，從曾銘宗主委、游忠儒風控長及簡明仁董事長，讓整個口試過程順利圓滿完成，一路上有水哥相互扶持，於此一併致謝。

當然，我的母親李月雲女士的鼓勵與支持亦是功不可沒，尤其在撰寫論文最後那段晨昏顛倒、日以繼夜之日子裡，工作上與學業上兩頭忙碌，沒有家人的全力支持與打氣，肯定無法完成此碩士學程，在此，衷心感謝家人們無所求之付出，使吾求學過程中無後顧之憂，得以專心於財務金融學問之殿堂並順利完成學業。

徐子舜 謹識

於臺北大學

國際財務金融碩士在職專班

一〇四年六月

國立臺北大學 一〇三 學年度第 二 學期碩士學位論文提要

論文題目：現股當沖新制對市場及個股報酬率、週轉率與成交量影響效果
之研究

論文頁數：93

所 組 別：國際財務金融碩士在職專班（學號：710290917）

研 究 生：徐子舜 指導教授：古永嘉 教授

論文提要內容：

本研究探討現股當日沖銷制度實施對上市指數、上櫃指數與台灣 50 成分股個股週轉率、報酬率與成交量之影響效果。研究資料取自台灣經濟新報資料庫，以台灣上市、上櫃指數與台灣 50 成分股為研究對象，以現股當日沖銷實施日 103 年 1 月 6 日至當年度 12 月 17 日共計 235 交易日，合計 235 筆日資料。依變數為週轉率、報酬率與成交量，自變數為當日沖銷金額及沖銷比率。採用多元迴歸分析模型進行實證，檢視政策實施現股當日沖銷之影響效果，以供市場參與者參酌交易之用途與政策意涵檢討之用。實證結果發現：一、當日沖銷金額及沖銷比率對上市、上櫃指數之週轉率與成交量具顯著影響。其中，上櫃指數顯著之程度高於上市指數，研判投資人偏好操作股本小籌碼集中之中小型類股；二、在台灣 50 成分股方面，當日沖銷金額及沖銷比率對週轉率、報酬率與成交量皆呈顯著影響；三、電子類股於各變數影響程度高於其他兩大類股，顯示投資人偏好題材多、股性活潑之電子類股；金融與傳產類股則因股性溫和，較適合波段操作或中長期持有，不利當日沖銷短線進出交易。綜上所述，現股當沖制度開放後，有效活絡證券市場並提供投資人更加彈性之操作，促使股市成交量能之提升，達到政策實施之預期效果。

關鍵字：當日沖銷、週轉率、報酬率、成交量、多元迴歸

ABSTRACT

The Influentials of Newly Day Trading System on Taiwan Stock Markets and Individual
Stock Returns, Turnovers and Trading Volume

by
Hsu, Tzu-Shun
June 2015

ADVISOR(S) : Dr. Goo, Yeong-Jia

DEPARTMENT : EXECUTIVE MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
IN INTERNATIONAL FIANCE

MAJOR : INTERNATIONAL FIANCE

DEGREE : MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

This study attempts to analyze the effects of newly day trading system on turnovers, returns, trading volume of Taiwan stock exchange (TSE), OTC market indexes and Taiwan 50 index stocks. The research data, ranging from Jan. 6 to Dec. 17 of 2014, were collected from Taiwan Economic Journal data bank, with a total of 235 observations. The dependent variables are turnovers, returns and trading volume; the independent variables are day trading amount and ratio. The multiple regression analysis were employed. Empirical results are summarized as follows:

1. The day trading amount and ratio has significant impacts on turnover rate and trading volume of TSE and OTC indexes. The effects on OTC index are higher than TSE index due to investors' preference on smaller issuing stocks.
2. The day trading amount and ratio has significant impacts on turnover rate and trading volume of Taiwan 50 index stocks.
3. Specifically, the impacts on turnover rate and trading volume of electronic stocks are greater than financial and traditional stocks due to greater news exposure and price volatility. It implies that financial and traditional sectors are suitable for long-term holding.

Key-word : Day Trading, Returns, Turnovers, Trading Volume, Multiple regression

目 錄

	頁數
謝 辭	I
中文論文提要	II
英文論文提要	III
目 錄	IV
圖 次	VI
表 次	VII
第一章 緒 論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 論文章節架構與研究流程	4
第二章 現股當沖之制度與架構	6
第一節 現股當沖制度介紹	7
第二節 證券商相關作業介紹	19
第三章 文獻探討	23
第一節 當日沖銷制度沿革與研究標的之介紹	23
第二節 當日沖銷交易對市場影響相關文獻探討	27

第三節 多元迴歸分析模型相關文獻探討.....	34
第四章 研究方法	45
第一節 研究架構.....	45
第二節 資料來源範圍與變數定義.....	47
第三節 資料分析方法.....	51
第五章 實證結果與分析	63
第一節 基本敘述統計量分析.....	63
第二節 相關係數分析.....	68
第三節 多元迴歸實證分析.....	71
第四節 實證結果分析彙整.....	78
第六章 結論與建議	84
第一節 研究結論.....	84
第二節 研究建議.....	85
第三節 未來展望.....	87
參考文獻	90

圖 次

	頁數
圖 1-1 研究流程圖	5
圖 2-1 應付當日沖銷借券圖	15
圖 3-1 現股當沖新制重要時程圖	24
圖 4-1 研究架構圖	46
圖 5-1 台灣 50 成分股三大產業變數彙整比較圖	79
圖 6-1 集中市場證券總成交值概況圖	88



表 次

頁數

表 2-1 台灣 50 指數成分股明細表	9
表 2-2 中型 100 指數成分股明細表	10
表 2-2 中型 100 指數成分股明細表(續)	11
表 2-3 富櫃 50 指數成分股明細表	12
表 3-1 台灣 50 成分股明細表	26
表 3-2 國內文獻回顧彙整表	39
表 3-3 國外文獻回顧彙整表	43
表 4-1 研究變數定義彙整表	50
表 5-1 原始變數敘述統計量表	64
表 5-2 台灣 50 成分股電子類原始變數敘述統計量表	64
表 5-3 台灣 50 成分股金融類原始變數敘述統計量表	65
表 5-4 台灣 50 成分股傳產類原始變數敘述統計量表	65
表 5-5 個別樣本次數分配表	66
表 5-6 台灣 50 成分股三大類股樣本次數分配表	66
表 5-7 台灣 50 成分股三大產業依變數彙整比較表	67
表 5-8 台灣 50 成分股三大產業自變數彙整比較表	67
表 5-9 上市指數當沖變數相關係數分析表	69
表 5-10 上櫃指數當沖變數相關係數分析表	70

表 5-11 台灣 50 成分股當沖變數相關係數分析表	71
表 5-12 現股當沖對上市大盤迴歸分析表	73
表 5-13 現股當沖對上櫃大盤迴歸分析表	74
表 5-14 現股當沖對台灣 50 成分股迴歸分析表	75
表 5-15 現股當沖對台灣 50 成分股電子類迴歸分析表	76
表 5-16 現股當沖對台灣 50 成分股金融類迴歸分析表	77
表 5-17 現股當沖對台灣 50 成分股傳產類迴歸分析表	78
表 5-18 相關係數分析彙整表	80
表 5-19 相關係數分析比較表	81
表 5-20 迴歸分析彙整比較表	83
表 6-1 集中市場證券總成交值概況表	88

第一章 緒 論

證券市場一向被譽為經濟之櫥窗，一國經濟表現與證券資本市場健全發展亦有相當密切關係，近來政策上實施了多項振興股市方案，無不期望能夠帶動股市熱絡進而促進經濟之發展，本研究係針對振興股市方案中，開放現股當日沖銷制度對證券市場報酬率、週轉率與成交量影響之探討，據此，依序說明研究之背景與動機、研究目的及論文架構與研究流程。

第一節 研究背景與動機

台灣證券市場於 1994 年開放信用交易資券互抵，其現行制度依舊與外國主要資本市場制度有一定程度之差異，例如，美國允許不需事先提示的情況下當日沖銷，且當日沖銷不限定須採融資融券當日沖銷交易，亦即當日沖銷亦適用於普通現股交易，而資券互抵只是當日沖銷的部份集合，因此，參考國外相關交易制度，將現行交易制度做進一步開放，以及開放後對證券市場之影響與效益為何，遂成為值得探討研究之課題。

2012 年間國際受歐債危機影響，成交金額與前期相比皆呈現量縮，因此，我國經濟表現亦深受國際景氣拖累，隔年各國資本市場在國際資金充裕及美國經濟景氣穩定復甦帶動下，成交量能皆已經放大，唯獨台灣成交量能仍持續下降，再加上台股自證所稅復徵之議題提出後，造成投資人膽怯觀望，

使得成交量快速萎縮急凍、投資吸引力不再，資金加速流向海外市場，以至民間消費與企業投資雙引擎熄火，證券市場身為景氣之櫥窗，連帶使我國經濟成長低迷，政策上為了擴張量能健全股市，主管機關自 102 年 9 月起，陸續推出多項振興股市方案，包括放寬自營商得以漲、跌停板買賣股票、擴大平盤以下可融券賣出之標的，以及開放投資人現股當日沖銷交易。

我國證券市場自 103 年 1 月 6 日起，開放證券投資人可以從事現股先買後賣之當日沖銷交易，主要之目的為健全市場交易機制，增加股市交易動能與交易稅收，使台灣股市與國際股市接軌，同時，亦提供了投資人另外一避險管道，以往除了開立信用交易帳戶之投資人方可從事當日融資融券互抵當沖交易，現股當沖交易開放後，當投資人有誤判行情，或是認為行情走勢不確定性時，即可就相同數量部分，按先買後賣沖銷後之差額辦理款項交割，適時地進行反向沖銷，如此可降低投資人風險或是提早實現獲利；實務上有人認為資券相抵會使有價證券出現助漲助跌之現象，對股市穩定性有一定程度之傷害與影響，因此，有必要詳加了解現股當日沖銷交易制度對個別股票、大盤成交量，甚至衍生性商品市場可能產生之外溢效果，以及證券市場穩定性、效率性以及流動性可能產生之變化與衝擊。

據此，本研究針對現股當日沖銷實施後，就刺激證券市場成交量與個別股票之週轉率、報酬率與成交量是否有其影響度，以現股當日沖銷先買後賣實施日 103 年 1 月 6 日為事件發生基準日，自基準日後至當年度 12 月 17 日共 235 個交易日，上市指數、上櫃指數與台灣 50 成分股之交易資料合計

12220 筆，就其報酬率、週轉率與成交量變動作深入之研究與探討。

第二節 研究目的

適逢振興股市方案之現股當日沖銷制度開放，自施行日後，媒體或輿論常有實施效能不彰，亦或週轉率增加而造成殺尾盤之所謂云云，且以國內現股當日沖銷作為探討主題之論文尚無相關研究，與恩師商討後衍生本論文研究之動機。本研究以台灣證券交易所上市公司之台灣 50 成分股為研究對象，以現股當日沖銷實施日起至當年度 12 月 17 日之日交易資料，檢視台灣證券交易所實施現股當日沖銷措施後，對上市加權指數、上櫃大盤成交量與個股週轉率、報酬率及成交量之影響效果。其研究目的歸納如下：

- 一、檢視現股當日沖銷新制後，就整體上市櫃大盤報酬率、週轉率與成交量等市場績效衡量指標之影響程度。
- 二、檢視開放現股當日沖銷新制後，就台灣 50 成分股個股報酬率、週轉率與成交量之影響效果。
- 三、檢視開放現股當日沖銷新制後，就台灣 50 成分股內之三大產業類別，探討電子、金融與傳產類股對於報酬率、週轉率、成交量有無顯著差異，以供市場參與者參酌交易之用途及未來更進一步研究之依據。

第三節 論文架構與研究流程

一、 論文架構

本論文共分六章節，各章節之內容簡述如下：

第一章 緒論

說明本研究動機背景目的及論文架構概述等敘述說明

第二章 現股當沖之制度與架構

現股當日沖銷制度介紹與證券商作業面介紹說明。

第三章 文獻探討

說明當日沖銷之沿革、概述本研究樣本台灣 50 成分個股之簡介；

相關當日沖銷文獻探討與多元迴歸分析之相關文獻探討。

第四章 研究方法

資料來源以及資料期間的介紹，本研究變數之定義、研究流程、研究範圍及各變數之計算方式，再將變數建構於本研究模型中進行檢定測試及迴歸計量模型之設定。

第五章 實證結果與分析

呈現本研究之相關實證結果並加以解釋與論證，將資料進行多元迴歸模型分析與變異數分析，檢驗現股當日沖銷與各變數之間是否具有因果關係以及其顯著性。

第六章 結論與建議

依實證結果分析作成結論，並分別說明學術上與實務上之研究建議，以及策略意涵與未來展望。

二、 研究流程

本研究流程如圖 1-1 所示：

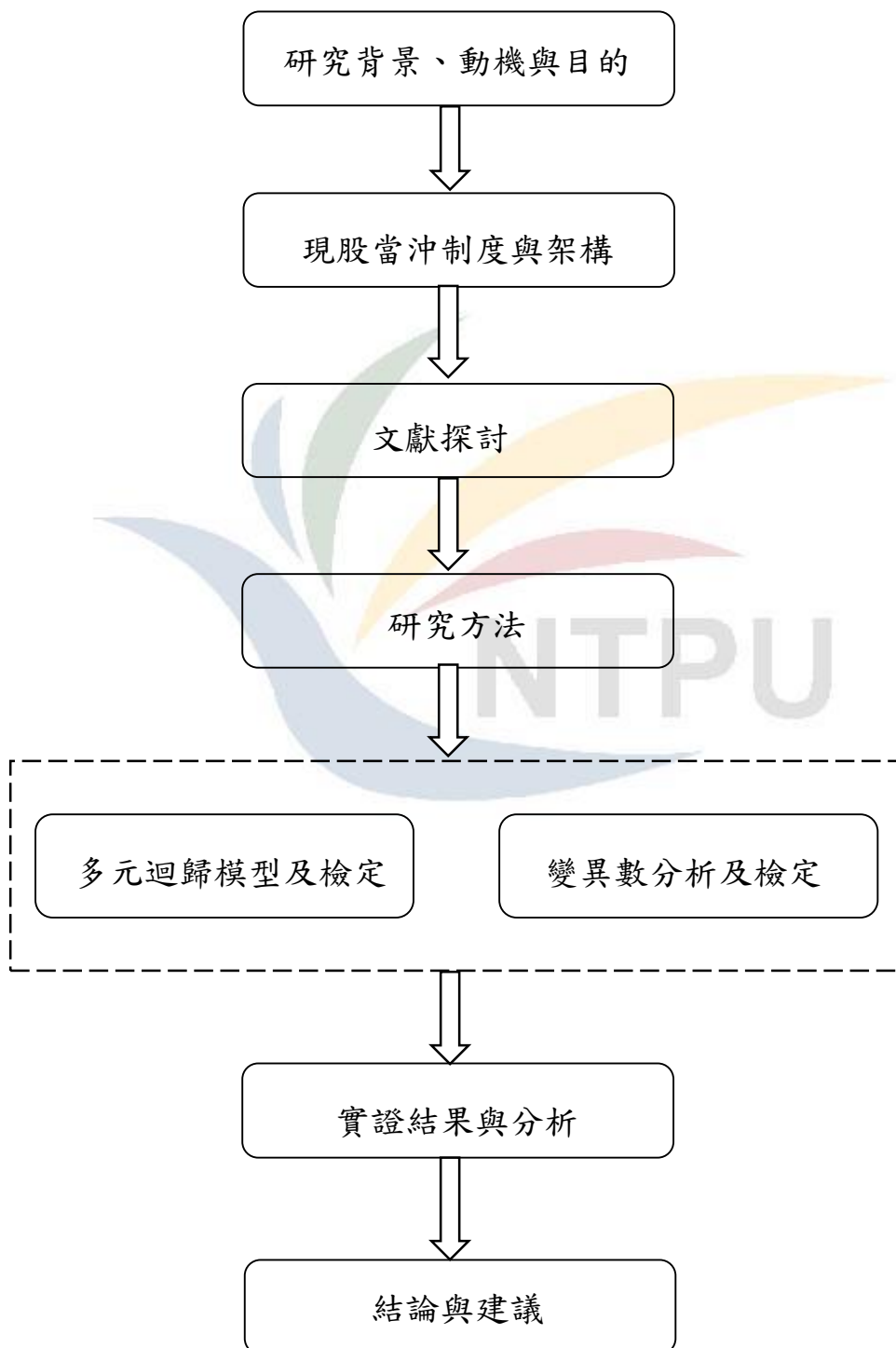


圖 1-1 研究流程圖

第二章 現股當沖之制度與架構

當日沖銷交易係指有價證券當日互抵之交易，投資人與證券經紀商約定就其同一受託買賣帳戶於同一營業日，對主管機關指定之上市(櫃)有價證券，委託現款買進與現券賣出同種類有價證券成交後，就同種類有價證券相同數量部分相抵之普通交割買賣，按買賣沖銷後差價辦理款項交割。即投資人若以同一帳戶於同一交易日，現款買進與現券賣出同一檔有價證券成交後，就相同數量部分，可按買賣沖銷後差額辦理款項交割。依據 Lebow and McLain (2000)對當日沖銷投資人 (Day trader) 之定義為投資人只為了賺取價格的小幅波動，而在同一日內快速的買進與賣出相同有價證券，並且於當日將投資組合所有部位予以結清。當市場行情走勢不確定、投資人誤判情勢或投資人買進之有價證券於盤中價格走揚時，即可適時反向沖銷，降低投資人風險或提前實現獲利。其交易之優點簡述如下：

1. 投資人可賺取短期投資差額：開放當日沖銷交易，可以促進股市活絡，滿足投機客或大戶之操作需求，賺取投資差價利益。
2. 提供給投資人規避風險之管道：投資人買進股票成交後，如發生重大利空消息，為減少造成擴大損失，亦可在當日收盤前以交易反向之方式賣出，避免長期套牢。
3. 公平交易之機會：實施當日沖銷交易，可讓散戶或一般小股東享有與公司大股東或市場主力大戶相等之規避風險地位。

4. 促進證券市場之自由化、制度化：參照已開發國家之實例，開放當日沖銷制度乃時勢所趨，並可以促進資本市場之自由化與國際化。

據此本章分別就現股當沖制度介紹與證券商相關作業介紹作詳細敘述說明。

第一節 現股當沖制度介紹

一、現股當日沖銷交易定義

有價證券當日沖銷交易，係指投資人與證券經紀商約定就其同一受託買賣帳戶於同一營業日，對主管機關指定之上市(櫃)有價證券，委託現款買進與現券賣出同種類有價證券成交後，就同種類有價證券相同數量部分相抵之普通交割買賣，按買賣沖銷後差價辦理款項交割。

二、投資人適格條件

考量現股當日沖銷交易具一定風險性，故開放具一定交易經驗之投資人從事當日沖銷交易，投資人應符合下列條件：

1. 開立受託買賣帳戶滿三個月且最近一年內委託買賣成交達 10 筆(含)以上，但已開立信用交易帳戶者及專業機構投資人不在此限。專業機構投資人係指國內外之銀行、保險公司、票券公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託

公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經主管機關核准之機構。

2. 投資人應事先與證券經紀商簽訂概括授權同意書，約定委託現款買進與現券賣出同種類有價證券成交後，就相同數量部分相抵之普通交割買賣，按買賣沖銷後差價辦理款項交割。除專業機構投資人外，並應簽訂風險預告書，證券經紀商始得接受其當日沖銷交易委託。

另證券經紀商應將得當日沖銷交易之適格投資人名單，輸入證券交易所及證券櫃檯買賣中心指定之電腦系統，如有異動，應即予調整。投資人不得使用綜合交易帳戶從事當日沖銷交易，綜合交易帳戶成交分配後之交易及成交分配後更正帳號之交易均不得沖銷。

三、得為當日沖銷交易之標的

開放證券交易所之台灣 50 指數、中型 100 指數成分股及證券櫃檯買賣中心富櫃 50 指數成分股，得為當日沖銷交易標的。惟經證券交易所或證券櫃檯買賣中心依相關章則公告變更交易方法、處置有價證券，不得為當日沖銷交易標的。其得為當日沖銷交易台灣 50 指數、中型 100 指數成分股及證券櫃檯買賣中心富櫃 50 指數成分股之標的如表 2-1、2-2 及 2-3 所示。

表 2-1 台灣 50 指數成分股明細表

台灣 50 指數成份股			
代碼	股票名稱	代碼	股票名稱
1101	臺灣水泥	2454	聯發科
1102	亞洲水泥	2474	可成
1216	統一企業	2498	宏達電
1301	臺灣塑膠	2801	彰銀
1303	南亞塑膠	2880	華南金
1326	臺灣化纖	2881	富邦金
1402	遠東新	2882	國泰金
1722	台灣肥料	2883	開發金
2002	中國鋼鐵	2884	玉山金
2105	正新橡膠	2885	元大金
2201	裕隆汽車	2886	兆豐金
2207	和泰汽車	2887	台新金
2301	光寶科	2890	永豐金控
2303	聯電	2891	中信金
2308	台達電	2892	第一金
2311	日月光	2912	統一超商
2317	鴻海	3008	大立光
2324	仁寶	3045	台灣大哥大
2325	矽品	3481	奇美電子
2330	臺積電	3673	F-TPK
2354	鴻準	3697	F-晨星
2357	華碩	4904	遠傳
2382	廣達	4938	和碩
2409	友達	5880	合庫金
2412	中華電信	6505	台塑化

資料來源:台灣證券交易所，本研究整理

表 2-2 中型 100 指數成分股明細表

中型 100 指數成分股			
代碼	股票名稱	代碼	股票名稱
1201	味全食品	2204	中華汽車
1227	佳格食品	2206	三陽工業
1304	臺灣聚合	2227	裕日車
1314	中石化	2327	國巨
1434	福懋	2337	旺宏
1440	台南紡織	2344	華邦電
1476	儒鴻企業	2347	聯強
1477	聚陽	2353	宏碁
1504	東元電機	2356	英業達
1507	永大機電	2360	致茂
1590	F-亞德	2362	藍天
1605	華新麗華	2377	微星
1704	榮化	2379	瑞昱
1710	東聯化學	2385	群光
1717	長興化學	2392	正崴
1723	中鋼碳素	2395	研華
1789	神隆	2448	晶電
1802	臺灣玻璃	2449	京元電
1907	永豐餘	2450	神腦
2006	東和鋼鐵	2451	創見
2015	豐興鋼鐵	2458	義隆
2049	上銀	2501	國建
2101	南港輪胎	2511	太子
2103	台橡	2542	興富發
2106	建大工業	2545	皇翔

資料來源:台灣證券交易所，本研究整理

(接下頁)

表 2-2 中型 100 指數成分股明細表(續上頁)

中型 100 指數成分股			
代碼	股票名稱	代碼	股票名稱
2548	華固	3231	緯創
2603	長榮	3702	大聯大
2606	裕民	4958	F-臻鼎
2607	榮運	5264	F-鎧勝
2609	陽明	5522	遠雄建設
2610	華航	5534	長虹
2615	萬海	5871	F-中租
2618	長榮航	6005	群益證券
2707	晶華酒店	6116	彩晶
2723	F-美食	6176	瑞儀
2727	王品餐飲	6239	力成
2809	京城銀	6269	台郡
2812	中商銀	6271	同欣電子
2823	中國人壽	6286	立錡科技
2834	台灣企銀	8046	南電
2845	遠東商銀	8078	華寶通訊
2855	統一證券	9904	寶成工業
2888	新光金	9907	統一實業
2889	國票金	9910	豐泰企業
2903	遠東百貨	9914	美利達
2915	潤泰全球	9917	中保
3034	聯詠	9921	巨大機械
3037	欣興	9933	中鼎
3044	健鼎	9940	信義
3189	景碩	9945	潤泰新

資料來源:台灣證券交易所，本研究整理

表 2-3 富櫃 50 指數成分股明細表

富貴 50 指數成分股			
代碼	股票名稱	代碼	股票名稱
1565	精華	5009	榮剛
1785	光洋科	5213	亞昕
2926	誠品生	5306	桂盟
3105	穩懋	5347	世界
3152	璟德	5371	中光電
3176	基亞	5478	智冠
3211	順達	5483	中美晶
3227	原相	5508	永信建
3260	威剛	5512	力麒
3264	欣銓	5530	龍巖
3266	昇陽	5820	日盛金
3452	益通	5903	全家
3630	新鉅科	5904	寶雅
3658	漢微科	6121	新普
3691	碩禾	6147	頤邦
4103	百略	6188	廣明
4105	東洋	6244	茂迪
4123	晟德	6803	崑鼎
4128	中天	8044	網家
4152	台微體	8069	元太
4162	智擎	8076	伍豐
4401	東隆興	8255	朋程
4416	三圓	8299	群聯
4966	F-譜瑞	8406	F-金可
4994	傳奇	8942	森鉅

資料來源:台灣證券交易所，本研究整理

四、交易時間

以普通交易收盤前之買賣間及普通交易收盤前之買賣與盤後定價交易間之反向沖銷者為限。即投資人可於普通交易時段先買進後賣出或先賣出後買進同種類、數量之有價證券進行當日沖銷交易，投資人亦可於普通交易時段買進後，於盤後定價交易時段賣出，或於普通交易時段賣出後，於盤後定價交易時段買進，進行當日沖銷交易。

零股、鉅額買賣、依證券交易所營業細則第七十四條之交易、依證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第三十二條之一規定於證券商營業處所採議價方式之交易及依第三十九條規定之交易，不適用當日沖銷交易。

五、應付當日沖銷券差作業

先賣後買當日沖銷交易之作業流程：

1. 證券經紀商接受投資人現券賣出委託時，應確認委託數量是否超過其在保管劃撥帳戶餘額與當日現款買進成交數量之總和；超過時，證券經紀商應確認本身具足夠數量之有價證券，於投資人未完成反向買進沖銷交易時，可出借予投資人作為交割之用。主要目的在於，當投資人賣出後未買進時，具足夠券源供交割。證券經紀商應事先建立可供出借之券源部位。
2. 投資人於普通交易現券賣出後，於普通交易或盤後定價交易買入，即完成現券賣出後現款買進之當日沖銷交易。

3. 投資人現券賣出成交後，未完成反向買進，致無法完成當日沖銷交易，可更改交易類別為融券/借券賣出，或透過「應付當日沖銷券差借券」，由證券經紀商借入證券，再出借予從事現券賣出後卻未完成反向買進之投資人。
4. 未完成當日沖銷交易之部位，若於成交日(T日)未依「應付當日沖銷券差借券」完成借券，則成交日後次一營業日(T+1日)證券經紀商委託證券金融事業代理標借及議借。標借及議借程序取借之有價證券數量仍有不足時，成交日後次二營業日(T+2日)就不足之數量由證券交易所或證券櫃檯買賣中心為其辦理交割需求借券。
5. 投資人先賣出而未完成反向買進，證券經紀商應於成交日後次一營業日(T+1日)交易時間內以證券經紀商總公司專戶(證券買賣帳號：8899999)買回證券以還券。

應付當日沖銷券差借券：

1. 證券經紀商出借有價證券之券源，以證券經紀商向客戶借入或他家證券經紀商向其客戶借入，轉出借予證券經紀商為限。其券差借券如圖 2-1 應付當日沖銷借券圖所示。

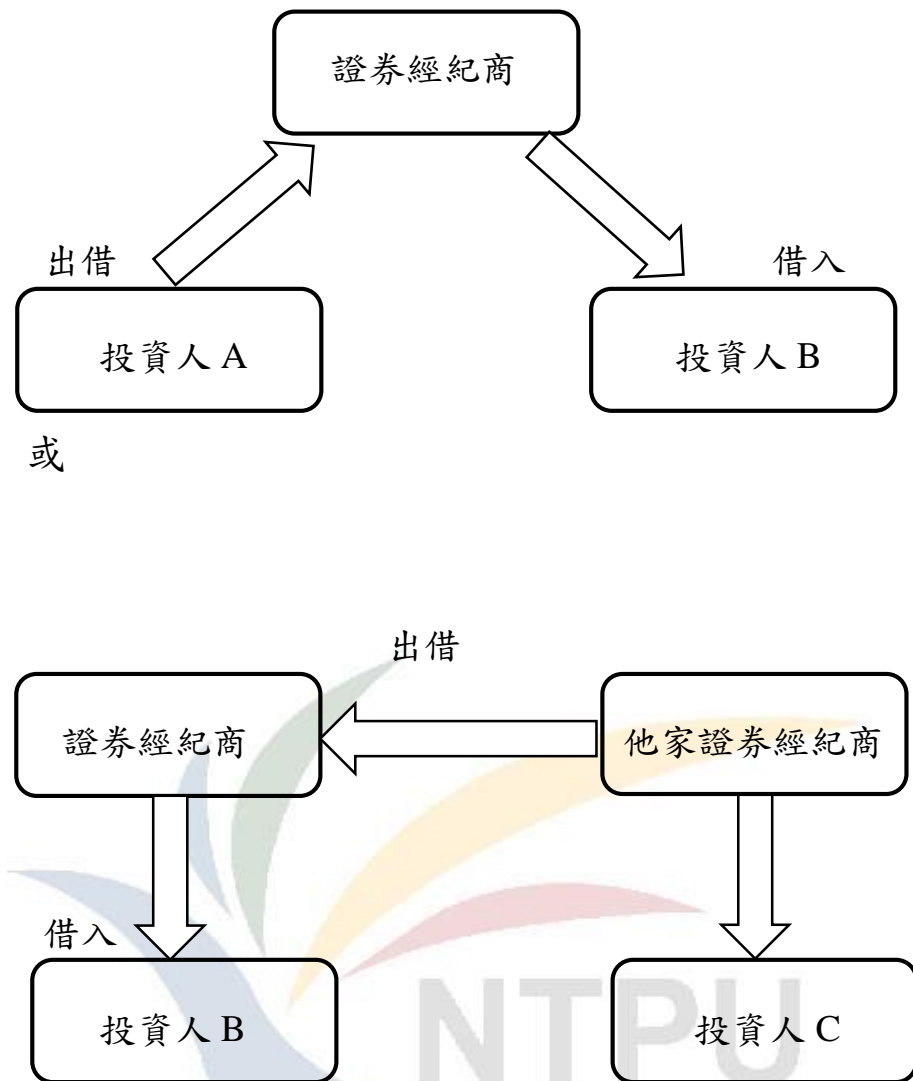


圖 2-1 應付當日沖銷借券圖

2. 公開發行公司董事、監察人、經理人及持有公司股份超過百分之 10 之股東（包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有之有價證券）不得借入及出借該發行公司之有價證券。該等人員將該發行公司之有價證券交付信託，亦不得出借。另證券自營商亦不得以「應付當日沖銷券差借券」借入及借出有價證券。
3. 應付當日沖銷券差借券費率以不超過投資人賣出當日該種有價證券收盤

價格百分之 7 為限。

4. 證券經紀商應先分別與出借有價證券之客戶或他家證券經紀商及借入有價證券之投資人簽訂應付當日沖銷券差借貸契約，證券經紀商並應開立「應付當日沖銷券差專戶」，始得辦理應付當日沖銷券差借貸相關業務。證券商業同業公會訂有「證券商辦理應付當日沖銷券差有價證券借貸契約書範本(證券商與投資人、證券商與證券商)」，可至證券商業同業公會網站下載參考。
5. 證券經紀商應依每一客戶分別設帳，每日逐筆登載應付當日沖銷券差借券、標借及議借、交割需求借券、還券及權益補償相關事項。證券經紀商應依帳載紀錄按月編製對帳單送達客戶，但當月無借貸紀錄且未經出借人或借券人書面請求者，不在此限。證券經紀商應取得借券人及出借人簽具同意書，同意證券經紀商將其個人借券相關資料提供證券交易所、證券櫃檯買賣中心及主管機關所指定之機構依相關法令規定蒐集、處理或國際傳遞及利用所需。

標借、議借及交割需求借券：

證券經紀商未能透過應付當日沖銷券差借券，出借有價證券予投資人，於投資人現券賣出成交日後次一營業日(T+1 日)，證券經紀商應委請證券金融事業依證券交易所所有價證券借貸辦法或證券櫃檯買賣中心有價證券借貸辦法代理標借及議借。

證券經紀商依標借及議借程序取借之有價證券數量仍有不足時，就不足之數量依證券交易所所有價證券借貸辦法或證券櫃檯買賣中心有價證券借貸辦法由證券交易所及證券櫃檯買賣中心為其辦理交割需求借券。

強制買回：

投資人現券賣出後未完成反向買進，證券經紀商應於現券賣出成交日後次一營業日(T+1 日)，以總公司「應付當日沖銷券差專戶」(證券買賣帳號為 889999-9)強制買回，以返還應付當日沖銷券差借券、標借、議借或交割需求借券借入之有價證券，如現券賣出成交日後次一營業日(T+1 日)未能全數強制買回，應於現券賣出成交日後次 2 營業日(T+2 日)起持續買回至全數買回為止。強制買回之有價證券優先返還依標借及議借程序取借之有價證券。

「應付當日沖銷券差借券」取借之有價證券，於現券賣出成交日後次一營業日(T+1 日)無法全數強制買回時，證券經紀商應通知出借有價證券之客戶或他家證券經紀商及借入之投資人繼續出借及借入未完成強制買回之有價證券至全數買回為止。出借有價證券之客戶不得要求提前返還有價證券。借券費率不得超過繼續借券日收盤價百分之 7 計算。如有價證券當日無收盤價格，則以當市開盤競價基準計算。

證券經紀商經標借及議借程序取借之有價證券，於現券賣出成交日後次一營業日(T+1 日)無法全數強制買回，續委由證券金融事業代理標借及議

借未完成強制買回之有價證券數量。

強制買回得於普通交易、盤後定價交易、零股交易及鉅額買賣為之，惟「應付當日沖銷券差專戶」僅得現款買進不得賣出，亦不得使用綜合交易帳戶及申報更正帳號。

暫停先賣後買當日沖銷交易：

得為當日沖銷交易之有價證券，遇發行公司停止過戶時，自停止過戶日開始前 5 個營業日起停止先賣出後買進當日沖銷交易及應付當日沖銷券差借券作業。但發行公司停止過戶之原因不影響股東權行使者，不在此限。

前項營業日為交易日，但發行公司停止過戶開始日訂於農曆春節前最後交易日後之第 2 個交割日（含）至農曆春節後第 2 个交易日（含）者，依下列規定辦理：

1. 停止過戶開始日訂於農曆春節前最後交易日後之第 2 個交割日者，則最後交易日後之第 1 個交割日列入營業日計算。
2. 停止過戶開始日訂於農曆春節假期或農曆春節後第 1 个交易日者，則最後交易日後之 2 個交割日皆列入營業日計算。
3. 停止過戶開始日訂於農曆春節後第 1 个交易日後之例假日與第 2 个交易日者，則最後交易日後之第 1 個交割日列入營業日計算。

相關費用負擔：

因投資人現券賣出後未完成反向買進沖銷交易，所發生之當日沖銷券差借券、標借或議借、交割需求借券及手續費等各項費用、強制買回之價格差額及其他費用，均應由投資人負擔。投資人應於強制買回還券之次 1 營業日下午 5 點時前清償前項發生之強制買回價格差額及費用，逾期視為違約。

第二節 證券商相關作業介紹

一、違約申報時點

1. 已簽訂概括授權同意書之投資人於成交當日如不欲沖銷者，應於收盤前向證券經紀商聲明，證券經紀商應確認並留存紀錄。
2. 證券經紀商應於成交當日下午 6 時前，將受託買賣帳戶當日沖銷交易之有價證券及數額輸入證券交易所及證券櫃檯買賣中心指定之電腦系統。未輸入當日沖銷交易數額者，視為不予沖銷。成交日後第二營業日上午 10 時後，不得調整。
3. 應付當日沖銷券差借券申報
 - (1) 委託人從事現券賣出後，未完成反向現款買進沖銷交易，證券經紀商應於成交日(T 日)下午 6 時前將當日沖銷券差明細輸入證券交易所或證券櫃檯買賣中心指定之電腦系統。
 - (2) 證券經紀商辦理應付當日沖銷券差借券，應於現券賣出成交後當日下午

(T 日)6 時前，將出借及借入有價證券明細輸入「應付當日沖銷券差申報平台」，以轉知集保結算所辦理有價證券撥轉作業。證券經紀商出借有價證券之券源來自他家證券經紀商，他家證券經紀商亦應同時將出借有價證券明細輸入「應付當日沖銷券差申報平台」。

(3)證券經紀商委由證券金融事業代理標借及議借，應於現券賣出成交後次一營業日(T+1 日)下午 6 時前，將借入有價證券明細輸入「應付當日沖銷券差申報平台」，以轉知集保結算所辦理有價證券撥轉作業。

(4)證券經紀商應於強制買回成交日後次 2 營業日上午 10 時前將買回明細輸入證券交易所或證券櫃檯買賣中心指定之電腦系統。

(5)證券經紀商應於強制買回成交日後次 2 營業日下午 6 時前於「應付當日沖銷券差申報平台」申報應付當日沖銷券差借券之還券明細，以轉知集保結算所辦理有價證券撥轉作業。

二、投資人風險控管

由於當日沖銷交易具一定風險性，證券經紀商應落實下列風險控管措施：

1. 額度控管：投資人當日沖銷交易買進及賣出金額，應列入單日買賣額度計算，但當日沖銷交易之反向委託金額，不列入其單日買賣額度計算。買賣額度沖抵後不得於當日循環使用之。證券經紀商依規對投資人未訂定單日買賣額度而從事當日沖銷交易者，應另訂當日沖銷額度。投資人當日沖銷委託賣出合計金額不得逾越當日沖銷額度，委託買進及取消委託賣出

之金額，得不列入當日沖銷額度計算，其額度沖抵後不得於當日循環使用之。前項投資人於盤後定價交易時段之當日沖銷委託賣出金額應合併計算當日沖銷額度，但普通交易時段未成交之當日沖銷委託賣出金額不列入計算。

2. 證券經紀商預收一定款券：證券經紀商得視情形向投資人預收足額或一定成數之款券，並適用證券經紀商受託買賣預收款券作業應行注意事項。
3. 每日依投資人當沖損益評估額度：證券經紀商應於每日收盤後，就投資人當日沖銷交易後之損益，評估增減其單日買賣額度或當日沖銷額度。
4. 按月評估投資人累計虧損：證券經紀商對其投資人前月份當日沖銷交易累計虧損達其單日買賣額度或當日沖銷額度二分之一時，應暫停其從事當日沖銷交易。除專業機構投資人外，證券經紀商於投資人提供適當財力證明後，重新評估其單日買賣額度或當日沖銷額度。

三、申報違約、錯帳、更正帳號及更改交易類別

證券經紀商若須申報違約、錯帳及更改交易類別之處理方式如下：

1. 違約：

- (1) 交割違約：已申報當日沖銷部位，證券經紀商若須申報交割違約，應直接申報當沖之違約互抵資料，無須先行取消申報之當日沖銷部位。
- (2) 債務違約：現券賣出後未完成反向買進沖銷交易，投資人應於強制買回還券之次一營業日下午5時前清償前項發生之強制買回價格差額及費用，

逾期證券經紀商應申報債務違約。

2. 錯帳及更正帳號：T+2 日上午 10 時前已申報當日沖銷部位，證券經紀商若須申報錯帳或更正帳號，應先取消已申報之當日沖銷部位後，再申報錯帳或更正帳號。申報遲延交割者於 T+2 日上午 10 時後，僅得就當日沖銷互抵後淨買入或淨賣出部分申報錯帳，並不得申報更正帳號。
3. 更改交易類別：已申報為當日沖銷部位，欲更改交易類別(例如改為融券、借券、融資)，證券經紀商應先取消申報之當日沖銷部位，並於 T 日下午 6 時前申報更改交易類別。原非採現款現券之交易，若於 T 日下午 6 時前已申報更改交易類別為現款現券，該部位可申報當日沖銷。

資料來源:台灣證券交易所，本研究整理



第三章 文獻探討

本研究之目的係探討現股當沖新制對整體市場與台灣 50 成分股報酬率、週轉率與成交量之影響分析，本章就當日沖銷制度沿革與研究標的介紹敘述說明，再探討有關當日沖銷交易與多元迴歸分析相關之文獻。

第一節 當日沖銷制度沿革與研究標的之介紹

一、當日沖銷制度沿革

台灣資本市場於民國 51 年台灣證券交易所開業時，禁止股票當日沖銷交易，民國 69 年成立復華證券金融公司開辦融資融券業務後，於同年 7 月當時之證管會開放股票當日沖銷。民國 74 年，國內股市受台北十信弊案所引發之金融風暴影響造成股市重挫，許多投資人利用融券放空之方式獲取利潤，亦即開盤時先行融券賣出，待股價跌深後再予回補，證管會為避免股市受空頭壓力下殺，於同年 7 月 22 日禁止股票當日沖銷交易。

民國 79 年 2 月股市自 12682 點崩盤以來，由於股市行情低迷，證券業者多處於虧損狀態，業者為增加其營業收入，遂向主管機關要求恢復當日沖銷交易，民國 82 年證管會著手研擬恢復當日沖銷交易，綜合北、高兩市證券商業同業公會、台灣證券交易所、復華證券金融公司以及業界各方之建議，決定以信用交易資券相抵之方式開放當日沖銷，並於民國 83 年 1 月 5 日開

始實施。

台灣證券交易所實施信用交易資券互抵已有十多年之歷史，期間經歷 921 大地震、股價升降單位的變革、亞洲金融風暴、2000 年網路股泡沫化、美國 911 事件等，都可能會對投資人之投資行為產生一定程度影響，不過，現行制度依舊與外國主要資本市制度有一定程度之不同，例如，美股允許不需事先提示之情況下進行當日沖銷，且當日沖銷亦不限定融資融券交易，即當日沖銷亦適用於現股交易。

主管機關為使我國股市能與國際股市接軌，並期盼健全市場交易機制，增加股市交易動能與交易稅收，在我國證券商之建議與主管機關評估下，於 103 年 1 月 6 日起，正式開放證券投資人可交易現股先買後賣之當日沖銷交易，並於同年 6 月 30 日開放先賣後買現股雙向當沖，使我國證券交易市場之國際化、自由化又向前邁進一步，其開放時程如圖 3-1 所示。

現股當沖新制重要時程圖

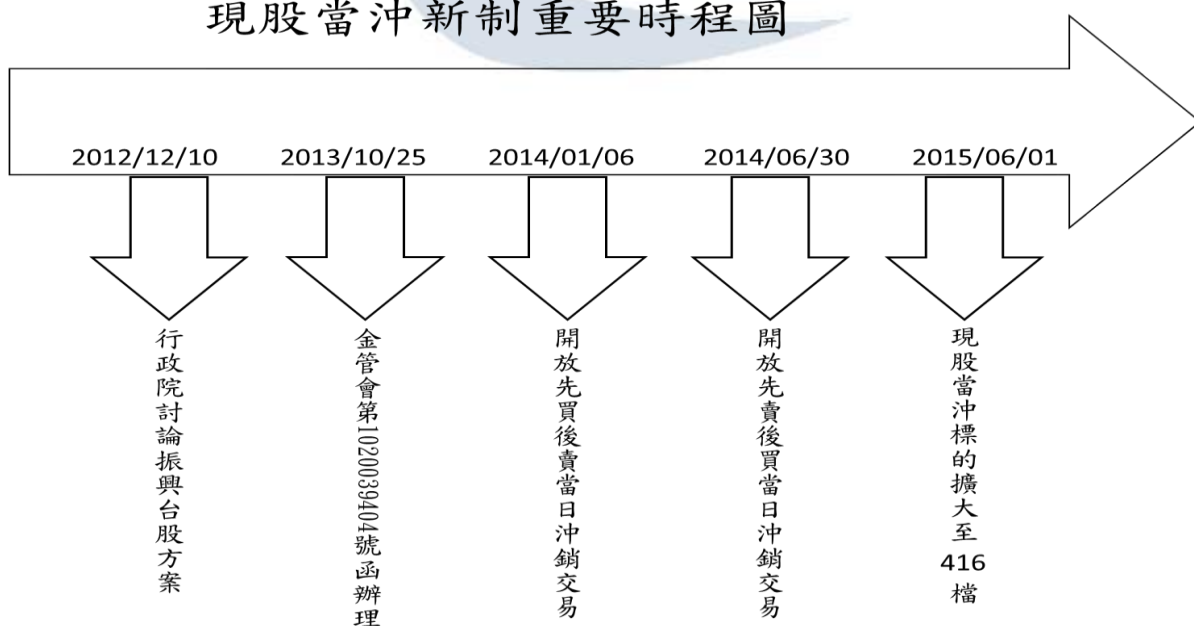


圖 3-1 現股當沖新制重要時程圖

二、台灣 50 成份股與指數型基金簡介

指數型基金 ETF 英文原文為 Exchange Traded Funds，簡稱為「指數股票型基金」，ETF 即為將指數予以證券化，由於指數係衡量市場漲跌趨勢之指標，因此所謂指數證券化，係指投資人不以傳統方式直接進行一籃子股票之投資，而是透過持有表彰指數標的股票權益的受益憑證來間接投資；因此簡而言之，ETF 是一種在證券交易所買賣，提供投資人參與指數表現的基金，ETF 基金以持有與指數相同之股票為主，分割成眾多單價較低之投資單位，發行受益憑證。

台灣證券交易所為了活絡交易市場，健全金融體系且考量避險者之需求，我國證券交易所與英國富時公司合作編制台灣 50 指數，挑選台灣證券交易所較具代表性之股票，將其編製成能代表整體或某部分特定產業績效指數，並於 2002 年 10 月 29 日開始披露於市場。台灣證券交易所挑選之 50 檔個股中，包括了電子、塑膠、紡織、金融保險及其他產業等，為了精確掌握市場動脈，此 50 檔成分股並非永久，台灣證券交易所每季皆會依照計算標準來調整其成分股以貼近市場，雖然剔除了五百多檔個股，但台灣 50 指數並沒有喪失其重要性。此五十檔成分股不僅佔了台灣股市市值七成，與台灣加權股價指數之連動關係係數亦達到 98.9%。其中，以台灣 50 指數為追蹤標的指數的係寶來投信所發行之寶來台灣卓越 50 基金，並於 2003 年 6 月 30 日正式於台灣證券交易所掛牌上市。台灣 50 指數之主要成分股如表 3-1 所示。

表 3-1 台灣 50 成份股明細表

台灣 50 指數成份股			
代碼	股票名稱	代碼	股票名稱
1101	臺灣水泥	2454	聯發科
1102	亞洲水泥	2474	可成
1216	統一企業	2498	宏達電
1301	臺灣塑膠	2801	彰銀
1303	南亞塑膠	2880	華南金
1326	臺灣化纖	2881	富邦金
1402	遠東新	2882	國泰金
1722	台灣肥料	2883	開發金
2002	中國鋼鐵	2884	玉山金
2105	正新橡膠	2885	元大金
2201	裕隆汽車	2886	兆豐金
2207	和泰汽車	2887	台新金
2301	光寶科	2890	永豐金控
2303	聯電	2891	中信金
2308	台達電	2892	第一金
2311	日月光	2912	統一超商
2317	鴻海	3008	大立光
2324	仁寶	3045	台灣大哥大
2325	矽品	3481	奇美電子
2330	臺積電	3673	F-TPK
2354	鴻準	3697	F-晨星
2357	華碩	4904	遠傳
2382	廣達	4938	和碩
2409	友達	5880	合庫金
2412	中華電信	6505	台塑化

資料來源:台灣證券交易所，本研究整理

第二節 當日沖銷交易對市場影響相關文獻探討

台灣證券市場自 1994 年 1 月 5 日證管會同意以資券互抵方式開放當日沖銷後，其針對開放後交易之獲利性、對市場交易量及股票之波動度皆有諸多相關文章與學術研究探討，以利未來研究者參考之依據，或是給予未來政策上提供修改之方向。以下針對學術論文有關當日沖銷交易對市場交易影響之相關文獻做摘要式之敘述。

一、中文文獻

賴維德(1994)，當日沖銷交易策略之獲利性研究，當日沖銷此制度使投資人有機會利用當日股價的波動賺取價差。此研究即針對此目的進行 1993 年 1 月 5 日至 1994 年 2 月 28 日交易量最大的前二十名股票為樣本，設計九種利用當日沖銷的機械式交易法則，以電腦模擬得出損益結果加以分析，其中的損益結果已考慮了手續費及稅等交易成本。最後產生了以下結論：

(1)當日沖銷可能助長股市波動。(2)若以前一交易日收盤價為基準價，操作之股票要選取波動性大而且處於盤整時期者。(3)若漲停或跌停而價格設定為相同走勢時，獲利為負，故本研究不支持「漲停板後，股價較易上漲；跌停板後，股價較易下跌」之假說。(4)當價格設定與昨日走勢相反方向時，損益優於價格設定與昨日走勢相同方向者，所以支持「日股價存有平均數復歸特性」之假說。

畢祖明(1994)，證券交易當日沖銷之評估與實證研究，此研究的目的是對於開放資券相抵當日沖銷之成效進行評估，擬從三方面進行探討：一、當日沖銷對股市績效之影響，二、當日沖銷日內股價行為分析，三、當日沖銷交易與股票特質的關聯性。研究結果發現：(1)當日沖銷交易對整體股市績效而言：由於當日沖銷具投機行為之特性 使波動性增加，同時提供投資人迅速反應市場訊息之管道亦使效率性提昇，另藉由參與當日沖銷者的積極交易則流動性增加。對個別證券投資組合而言：當日沖銷愈高之證券伴隨的價格波動性愈高，而流動性的影響較集中在沖銷量大的證券，效率性在不同程度投資組合之間皆並未如預期獲得顯著的改善，其原因可能在於當日交易者所依據的資訊，其中包含與市場基本價值無關的市場雜訊所致。(2)當日沖銷日內股價行為分析則分為兩部份：一是資券相抵會在收盤前半小時形成賣壓，然而尾盤賣壓是導因於當日股價變動的結果，資券相抵並不是造成股價發生「殺尾盤」現象的主要因素。二是資券相抵在價格非反轉期間，特別是股價持續上升型態，較反轉期間為顯著偏高，顯示參與當日沖銷交易的投機型交易者應多於避險型交易者。此外比較資券相抵在反轉期間前後半小時的差異，發現原本賦予當日沖銷交易之避險功能亦未見其成效。(3)影響當日沖銷交易之因素，由成交量可知資券相抵數量已維持在一定範圍內，對市場結構穩定性應不致產生負面影響。而週轉率是顯示用以當日沖銷之證券所具有的投機意義。公司規模較小之證券由於容易成為市場炒作的

題材與對象，因此沖銷量相對較高。風險貝他值則表示投資人在風險態度上較傾向於偏好選擇高風險的證券，作為當日交易策略之標的。

吳劍勳(1995)，當日沖銷與股價震盪幅度關係之實證研究，信用交易資券相抵交割」式之新版當日沖銷制度實施以來，市場上盛傳對股票之價格機能產生相當之影響，如所謂之「拉尾盤」、「殺尾盤」現象；又如當日沖銷將使股價之「震盪幅度」加劇，漲停及跌停鎖不住等等耳語在股市不脛而走，塵囂甚上，不一而足，然傳言之虛實，非經實證，無法順理，亦不得成章。該研究以開放當日沖銷交易前後各一年為研究期間，就大盤多空區間之震盪幅度做 F 檢定及大小型股之當日高低價差做均數差檢定，來分析開放當日沖銷交易對於股價震盪幅度的影響。結果發現當日沖銷制度實施後，(1) 股價加權指數之震盪幅度顯著大於實施前。(2)就多頭區間而言，股價加權指數之震盪幅度小於實施前，但未達顯著水準；就空頭區間而言，股價加權指數之震盪幅度顯著大於實施前。(3)小型股股價之當日高低價差顯著小於實施前；大型股股價之當日高低價差顯著大於實施前。而小型股股價之當日高低價差略大於大型股，但差異並不顯著。

許秋瑾(1999)，信用交易資券相抵實施對股市之影響，該論文研究內容在探討信用交易資券相抵實施後對股市所造成的影響，是延續之前畢祖明(民國 84)、陳世城(民國 84 年)及吳劍勳(民國 84 年)等之後續研究，主

要分為五個部份來探討。一、開放資券相抵交易之後對股市波動性的影響。二、資券相抵成交量與股市波動性之間的關係。三、開放資券相抵之後投資人日報酬率之分析。四、開放信用交易資券相抵後是否有殺尾盤或拉尾盤的現象。五、信用交易制度的改變對從事當日沖銷的投資人有無影響。在樣本選擇期間，以開放當日沖銷日為事件點，選取開放當日沖銷日前、後各兩年，並將期間區分為多頭、空頭行情加以分析檢定。研究結果發現，在多頭期間開放當日沖銷之後，用不同的波動性代理變數得出的結果各半，一是開放當日沖銷之後股市波動增加，另一是開放當日沖銷之後股市的波動減少；在空頭期間則檢定結果為股市的波動性加深。在價量關係上，研究結果為，不論多頭或空頭期間，當日沖銷量愈大股市波動性就愈大。在報酬率方面，開放當日沖銷之後，多頭期間投資人的日報酬率下降；空頭期間投資人的日報酬率並無顯著改變。就尾盤現象來看：不論空頭或多頭期間，開放當日沖銷後在收盤前 30 分鐘股市殺尾盤的現象加深；而多頭期間拉尾盤的現象並未有所改變，而空頭期間開放當日沖銷後，收盤前 30 分鐘拉尾盤的現象增加。最後，在信用交易制度改變對從事當日沖銷行為的影響，檢定結果發現信用交易制度放寬，從事當日沖銷的行為有明顯增加。

賴慧君(2002)，當日沖銷交易獲利影響因素之研究，台灣集中市場為一集合競價市場，由投資人委託單決定市場流動性與價格，每位投資人的基本交易地位幾近均等，在此種交易市場模式下，並未存在與造市者對作的套利

空間，一般投資人投入當沖交易的情況卻仍然熱絡，則其是否獲利、以及獲利影響因子又為何為此本研究主軸。此研究以 86 年度台積電與聯電之交易資料進行統計分析，研究發現如下：(1)整體當沖交易之單位毛利為正，惟因買賣價差空間相當小，故於扣除相關交易成本後，單位淨利出現負值，顯示當沖並非容易獲利之交易策略。(2)市場波動性愈大、流動性愈大，交易報酬愈高。(3)投資人的個股與同產業跨股交易經驗，有助於其提升當沖報酬。(4)交易量大之當沖者，可能採取低單位獲利、高交易量之交易策略。(5)投資人交易部位持有時間愈長，其單位交易毛利愈低，可能反應投資人的日內惜售行為。(6)台積電以作空者之交易報酬均值較高，顯示作多者可能因券源限制而無法自由控制出場時間，導致毛利表現相對不佳；惟聯電的檢定結果出現不一致，故作多或作空策略是否可為當沖獲利指標之一，需再進一步研究。

鍾熾昌(2013)，台灣股市當日沖銷、波動度、流動性關聯性分析，本研究從時間序列的角度出發，利用高頻率的日內資料，接著再使用橫斷面分析方式去檢驗出台灣股市當日沖銷交易、市場波動度及流動性此三個變數在電子、金融及傳產類股中，彼此互動影響的關係。本研究實證結果發現，於電子及傳產類股中，當於體制一(上)時，當日沖銷交易活動與股市波動度存在顯著正相關之影響力，即表示此二類股當波動度位於門檻值上時，愈多的當日沖銷交易會導致股市產生更多的波動，且波動亦與當日沖銷交易活動

間存在正向回饋效果，顯示當沖者偏好高波動度的標的股票，當日沖銷交易對股市流動性之影響則有顯著正相關，即表示此二類股當波動度位於門檻值上時，愈多的當日沖銷交易導致其買賣價差縮小，提升市場之流動性，顯示當沖者亦會選擇流動性較佳的股票來進行交易。金融類股於體制一(上)時，當日沖銷交易是單向領先及預測市場波動度與流動性的，這可能是由於台灣股市金融標的股票之組成特性所導致，因其股性屬於穩定較不活潑型，故股價震盪幅度亦較小，而且根據高風險高報酬的財務觀點，金融類股較不適合當日沖銷交易此種投機意味濃厚之交易行為模式，因此較不易吸引當沖者的進場交易。綜合來說，當日沖銷交易、市場波動度及流動性，於體制一(上)之相互影響效果以電子類股最為顯著，其次為傳產類股，金融類股之表現則較不強烈。於體制二(下)發現不論是電子、金融或傳產類股皆為低關聯性，顯示其變數間彼此是不具有領先及預測的關係存在的，故當波動度位於門檻值下時，於電子、金融與傳產類股來說，由於其價格的波動太低，以至於無法滿足當沖者的高風險高報酬期待，進而減少交易。實證結果顯示，台灣股市之當日沖銷交易、波動度與流動性之間確實存在門檻效果，其影響程度則隨著各類股性質之不同而隨之改變。

二、英文文獻

Silber(1984)，利用期貨市場代表性的帽客交易資料，檢驗當沖交易者的獲利是由於提供市場流動性之補償，或是來自純粹的投機交易。結果發現：

當沖交易者確實能提供市場的流動性，且收入與買賣價差呈正相關；至於投機行為上的收入與持有部位的時間呈負相關，平均而言，部位的持有時間需低於兩分鐘才會出現正報酬。

Seguin(1990)，利用 1976-1987 年間美國店頭市場允許信用交易的股票資料，研究開放信用交易對於股票波動性的影響。結果發現：(1)開放信用交易後，股票報酬的變異明顯降低。(2)開放信用交易的前幾天成交量增加，之後的成交量平均而言呈持續增加的趨勢。(3)政府宣告股票得為信用交易時，平均而言股票報酬增加 20%。

Kuserk and Locke(1993)，引用 Working(1977)對期貨市場中搶帽子行為的定義：利用大量買單與賣單在每日價格上下震盪的小幅價差間交易，傾向於在很短的時間內持有此一投機性部位，且幾乎總是在尾盤結清其投機部位。由此可知，證券市場當日沖銷交易與期貨市場搶帽子的投機行為相符。

Battalio, Hatch, and Jennings(1997)，衡量當沖交易量及市場波動度之方式，嘗試以韓國證券交易所普通股之日內資料為樣本，並以多變量向量自我迴歸模型進行分析，探討當日沖銷交易活動對韓國股市之影響為何。而實證結果發現，當日沖銷交易會使報酬之波動增加，且過去的報酬波動也會正向影響未來當日沖銷交易之活動。

Kyrolainen (2008)，使用了芬蘭集保公司中的交易紀錄，來檢測當日沖銷交易是否與股價波動有關；與 Chung, Choe and Kho (2009)不同之處為 Kyrolainen (2008)是利用當日股票最高價與最低價之差取對數值作為衡量波動度的方式。實證結果顯示被個別投資人大量用以作為當日沖銷交易標的股票有較大的日內波動，當日沖銷交易亦會使股票價格受到破壞。

Chung, Choe and Kho (2009)，指出美國監管機構憂心當日沖銷交易是否對市場產生負面之影響，且由於波動度的增加進而破壞了市場，遂沿用 Battalio et al. (1997) 衡量當沖交易量及市場波動度之方式，嘗試以韓國證券交易所普通股之日內資料為樣本，並以二元向量自我迴歸模型進行分析，探討於 1999 年 1 月至 2000 年 12 月期間當日沖銷交易活動對韓國股市之影響為何。而實證結果發現：當日沖銷交易會使報酬之波動增加，且過去的報酬波動也會影響未來當日沖銷交易之活動，其中存在一正向回饋關係。

第三節 多元迴歸分析模型相關文獻探討

迴歸分析 (Regression Analysis) 係指一種統計學上分析數據方法，目的在於了解兩個或多個變數間是否相關、相關方向與強度，並建立數學模型以便觀察特定變數來預測研究者感興趣之變數。迴歸分析係建立應變數 Y (或稱依變數，反應變數) 與自變數 X (或稱獨變數，解釋變數) 之間關係的模

型。以下針對學術論文有關於多元迴歸分析模型與變異數分析模型之文獻做摘要式之敘述。

鄭麗淑(1997)，殘差圖在迴歸分析中之應用與分析，迴歸分析通常被用來描述兩個或兩個以上變數間的關係，或藉由一群自變數來預測某一應變數的相關資訊。然而，通常我們只知道自變數會對應變數造成影響，至於兩者間真正的函數型態為何，卻不得而知。因此，本文試圖介紹不同型式的殘差圖，諸如：簡單殘差圖 (simple residual plot)、加變數解釋圖 (added-variable plot)、部份殘差圖 (partial residual plot 或 component-plus-residual plot)、增加部份殘差圖 (augmented partial residual plot)，藉由圖形所提供的資訊，希望能更有效率地找出適當的函數關係，將資料作轉換，使線性迴歸模式適用於轉換後的資料。

陳品文(1998)，以多元迴歸模式建構股票評價模型，本研究以統計方法中之多元迴歸模式來建構股票評價模型，其後再將之與國內學者研究文獻中所探討的模型做預測比較。本研究針對塑膠類股中公開上市的四家樣本公司，探討出六個最具影響此產業的因素，分別建立股價模型，並選出預測能力較好的兩家公司，再與文獻中的模型比較其結果。研究結果發現，本研究建立的模型預測能力優於文獻中的模型。因此，針對個別產業來分析股價

的變動，再配合嚴謹的迴歸模式檢定分析，所建立的股票評價模型才是有效及準確性的。

鍾佩珍(2002)，台灣上市上櫃航運公司外匯風險暴露之研究，該研究以民國 86 年至 90 年為研究期間，探討上市上櫃航運公司外匯風險暴露之情形，採用的匯率分別為美元及日圓，分析流程共分成四個步驟，首先以二個模型：二因子模型及多因子模型，來求取樣本公司當期及落後一期的外匯風險暴露係數，觀察並分析暴露結構的異同。第二步驟為設定六個變數為外匯風險影響因素，分別為公司規模、負債比率、股利支付率、速動比率、利息保障倍數及帳面對市場價值比率，此六變數為自變數，外匯風險係數為因變數，進行迴歸分析。第三步驟為透過集群分析將樣本公司分群並加以命名，方便替樣本公司擬定外匯風險因應策略。最後再進行變異數分析，檢驗集群分析時命名的適當性。本研究實證結果的摘要如下：(1)外匯風險暴露情形：上市上櫃航運公司風險暴露情形比例不高，顯著比例佔總樣本的 4.35%~13.04%之間；(2)外匯風險影響因素：又稱為橫斷面分析，從民國 88 年~90 年逐年做探討，顯著的因子包括公司規模、股利支付率及帳面對市場價值比率，其中公司規模越大外匯風險越高，股利支付率越高外匯風險越高，而帳面對市場價值比率越低外匯風險越高；(3)集群分析：可將樣本公司分為「高度外匯風險集群」、「中度外匯風險集群」及「低度外匯風險集群」，同樣的將民國 88 年~90 年逐年做探討，其中三個年度皆分布在高度風險

集群的樣本公司包括長榮海運、陽明海運、中華航空、萬海海運、長榮航空等五家；(4)變異數分析：探討分群變數—公司規模及帳面對市場價值比率之平均數，在兩兩集群間是否有顯著差異，並對照集群分析之命名，可發現命名是適當的。

王怡婷(2005)，「平均數-變異數」CAPM 與「平均數-半變異數」CAPM 在台灣股市之實證研究，自台灣股市發展至今，歷經了暴漲暴跌與早期投資人理財金融知識不足，呈現市場不效率，本研究欲以兩階段迴歸方法(two-stage regression)來驗證 Sharpe(1964)與 Lintner(1965)發展而成的「平均數—變異數」資本資產訂價模型，以及 Hogan and Warren(1974)研究出的「平均數—半變異數」資本資產訂價模型。以觀察台灣投資人對於風險與報酬之間的關係之了解，與台灣股市對於兩種模型的適用性。本研究的實證有以下結論：(1) 在傳統的「平均數-變異數」資本資產訂價模型中，截距項大致與理論值不同，即與研究期間的無風險利率大多呈顯著不同，而在「平均數-半變異數」資本資產訂價模型中，在不同區間，也大多顯著與理論值不同。(2) 此外，在「平均數-變異數」資本資產訂價模型中，模型的解釋能力偏低，僅達 16.16%~18.68%，顯示除了系統風險以外，尚有其它變數可用以解釋台灣股市的報酬率；而以半變異數為衡量系統風險的方法時，其模型的解釋能力不增反減，因此可以推論，在本研究期間兩種模型均不適合於台灣股市。

余南屏(2013)，台灣加權股價指數預測績效之比較，本研究以 2003 年 1 月 6 日至 2011 年 10 月 14 日之台灣加權股價指數前一日收盤價、道瓊工業平均指數、那斯達克綜合指數、標準普爾 500 指數、日經 225 指數及上海證券交易所股票價格綜合指數之日資料做為研究變數，採用的預測模型，分別為隨機漫步、多元迴歸分析、逐步迴歸分析及倒傳遞類神經網路等四種預測模型。最後以均方誤差(MSE)、平均平方根誤差(RMSE)、絕對誤差(MAE)及平均絕對值誤差(MAPE)等四種評量準則對各實證模型進行預測績效評估，以期找出準確性較高的預測方法。實證結果顯示，實驗模組一以倒傳遞類神經網路(NN)預測績效最佳，其次為多元迴歸分析(MR)及逐步迴歸分析(SR)，最差的則是隨機漫步(RW)，其中倒傳遞類神經網路(NN)預測上漲或下跌之準確率為 58.62%；實驗模組二以多元迴歸分析(MR)預測績效最佳，其次為逐步迴歸分析(SR)，隨機漫步(RW)再次之，倒傳遞類神經網路(NN)最差，其中多元迴歸分析(MR)預測上漲或下跌之準確率為 51.72%；實驗模組三以倒傳遞類神經網路(NN)預測績效最佳，其次為多元迴歸分析(MR)，逐步迴歸分析(SR)再次之，隨機漫步(RW)最差，其中倒傳遞類神經網路(NN)預測上漲或下跌之準確率為 55.17%。

綜合上述相關參考文獻資料發現，國內外探討當日沖銷對股價影響之相關文獻與迴歸分析文獻，對於探討當日沖銷交易量能對股票價格報酬率與波動度之關係、開放當日沖銷後股價之日內行為分析以及相關迴歸分析

模型檢定，與本研究擬探討政策實施後，對大盤及個股報酬率、週轉率與成交量影響之效果具有相當程度之參考依據，對於本研究架構與模型建立均有顯著之助益。表 3-2 與 3-3 就國內外相關文獻彙整成表以供參考。

表 3-2 國內文獻回顧彙整表

國內文獻回顧彙整表			
研究者	研究主題	研究目的	實證結果
賴維德(1994)	當日沖銷交易策略之獲利性研究	當日沖銷制度使投資人有機會利用當日股價的波動賺取價差	<ol style="list-style-type: none"> 1. 當日沖銷可能助長股市波動。 2. 若以前一交易日收盤價為基準價，操作之股票要選取波動性大而且處於盤整時期者。 3. 若漲停或跌停而價格設定為相同走勢時，獲利為負，故本研究不支持「漲停板後，股價較易上漲；跌停板後，股價較易下跌」之假說。 4. 當價格設定與昨日走勢相反方向時，損益優於價格設定與昨日走勢相同方向者，所以支持「日股價存有平均數復歸特性」之假說。
畢祖明(1994)	證券交易當日沖銷之評估與實證研究	開放資券相抵當日沖銷之成效進行評估：一、當日沖銷對股市績效之影響，二、當日沖銷日內股價行為分析，三、當日沖銷交易與股票特質的關聯性	<ol style="list-style-type: none"> 1. 當日沖銷具投機行為之特性 使波動性增加，同時提供投資人迅速反應市場訊息之管道亦使效率性提昇，另藉由參與當日沖銷者的積極交易則流動性增加。 2. 當日沖銷資券相抵會在收盤前半小時形成賣壓，尾盤賣壓是導因於當日股價變動的結果，資券相抵並不是造成股價發生「殺尾盤」現象的主要因素。 3. 證券市場的週轉率是顯示用以當日沖銷之證券所具有的投機意義。公司規模較小之證券由於容易成為市場炒作的題材與對象，因此沖銷量相對較高。風險貝他值則表示投資人在風險態度上較傾向於偏好選擇高風險的證券。

(接下頁)

表 3-2 國內文獻回顧彙整表(續上頁)

研究者	研究主題	研究目的	實證結果
吳劍勳(1995)	當日沖銷與股價震盪幅度關係之實證研究	分析開放當日沖銷交易對於股價震盪幅度的影響	<ol style="list-style-type: none"> 1. 股價加權指數之震盪幅度顯著大於實施前。 2. 就多頭區間而言，股價加權指數之震盪幅度小於實施前，但未達顯著水準；就空頭區間而言，股價加權指數之震盪幅度顯著大於實施前。 3. 小型股股價之當日高低價差顯著小於實施前；大型股股價之當日高低價差顯著大於實施前。而小型股股價之當日高低價差略大於大型股，但差異並不顯著。
許秋瑾(1999)	信用交易資券相抵實施對股市之影響	探討信用交易資券相抵實施後對股市所造成的影響	<p>研究結果為，不論多頭或空頭期間，當日沖銷量愈大股市波動性就愈大。在報酬率方面，開放當日沖銷之後，多頭期間投資人的日報酬率下降；空頭期間投資人的日報酬率並無顯著改變。就尾盤現象來看：不論空頭或多頭期間，開放當日沖銷後在收盤前 30 分鐘股市殺尾盤的現象加深；最後，在信用交易制度改變對從事當日沖銷行為的影響，檢定結果發現信用交易制度放寬，從事當日沖銷的行為有明顯增加。</p>
賴慧君(2002)	當日沖銷交易獲利影響因素之研究	投資人投入當沖交易的情況卻仍然熱絡，則其是否獲利、以及獲利影響因子又為何為此本研究主軸	<ol style="list-style-type: none"> 1. 當沖並非容易獲利之交易策略。 2. 市場波動性愈大、流動性愈大，交易報酬愈高。 3. 當日沖銷交易中投資人的個股與同產業跨股交易經驗，有助於其提升當沖報酬。 4. 交易量大之當沖者，可能採取低單位獲利、高交易量之交易策略。 5. 當日沖銷交易對於投資人交易部位持有時間愈長，其單位交易毛利愈低，可能反應投資人的日內惜售行為。 6. 台積電以作空者之交易報酬均值較高，顯示作多者可能因券源限制而無法

(接下頁)

表 3-2 國內文獻回顧彙整表(續上頁)

研究者	研究主題	研究目的	實證結果
			自由控制出場時間，導致毛利表現相對不佳；惟聯電的檢定結果出現不一致，故作多或作空策略是否可為當沖獲利指標之一，需再進一步研究。
鍾熾昌(2013)	台灣股市當日沖銷、波動度、流動性關聯性分析	台灣股市當日沖銷交易、市場波動度及流動性此三個變數在電子、金融及傳產類股中，彼此互動影響的關係	<p>1. 電子及傳產類股中，當日沖銷交易活動與股市波動度存在顯著正相關之影響力。</p> <p>2. 金融類股當日沖銷交易是單向領先及預測市場波動度與流動性的。</p> <p>3. 當日沖銷交易、市場波動度及流動性之相互影響效果以電子類股最為顯著，其次為傳產類股，金融類股之表現則較不強烈。實證結果顯示，台灣股市之當日沖銷交易、波動度與流動性之間確實存在門檻效果，其影響程度則隨著各類股性質之不同而隨之改變。</p>
鄭麗淑(1997)	殘差圖在迴歸分析中之應用與分析	希望能更有效率地找出適當的函數關係，將資料作轉換，使線性迴歸模式適用於轉換後的資料	迴歸分析通常被用來描述兩個或兩個以上變數間的關係，或藉由一群自變數來預測某一應變數的相關資訊。然而，通常我們只知道自變數會對應變數造成影響，至於兩者間真正的函數型態為何，卻不得而知。因此，本文試圖介紹不同型式的殘差圖。諸如：簡單殘差圖、加變數解釋圖、部份殘差圖或、增加部份殘差圖。
陳品文(1998)	以多元迴歸模式建構股票評價模型	本研究以統計方法中之多元迴歸模式來建構股票評價模型，其後再將之與國內學者研究文獻中所探討的模型做預測比較	研究結果發現，本研究建立的模型預測能力優於文獻中的模型。因此，針對個別產業來分析股價的變動，再配合嚴謹的迴歸模式檢定分析，所建立的股票評價模型才是有效及準確性的。
			實證結果的摘要如下：(1)外匯風險暴露情形：上市上櫃航運公司風險暴露情形比例不高，顯著比例佔總樣本的 4.3

(接下頁)

表 3-2 國內文獻回顧彙整表(續上頁)

研究者	研究主題	研究目的	實證結果
鍾佩珍(2002)	台灣上市上櫃航運公司外匯風險暴露之研究	該研究以民國 86 年至 90 年為研究期間，探討上市上櫃航運公司外匯風險暴露之情形	%~13.04%之間；(2)外匯風險影響因素：又稱為橫斷面分析，顯著的因子包括公司規模、股利支付率及帳面對市場價值比率，其中公司規模越大外匯風險越高，股利支付率越高外匯風險越高，而帳面對市場價值比率越低外匯風險越高；(3)集群分析：同樣的將民國 88 年~90 年逐年做探討，其中三個年度皆分布在高度風險集群的樣本公司包括長榮海運、陽明海運、中華航空、萬海海運、長榮航空等五家；(4)變異數分析：探討分群變數—公司規模及帳面對市場價值比率之平均數，在兩兩集群間是否有顯著差異，並對照集群分析之命名，可發現命名是適當的。
王怡婷(2005)	「平均數-變異數」CAPM 與「平均數-半變異數」CAPM 在台灣股市之實證研究	觀察台灣投資人對於風險與報酬之間的關係之了解，與台灣股市對於兩種模型的適用性	實證有以下結論：(1) 在傳統的「平均數-變異數」資本資產訂價模型中，截距項大致與理論值不同，即與研究期間的無風險利率大多呈顯著不同，而在「平均數-半變異數」資本資產訂價模型中，在不同區間，也大多顯著與理論值不同。(2) 此外，在「平均數-變異數」資本資產訂價模型中，模型的解釋能力偏低，僅達 16.16%~18.68%，顯示除了系統風險以外，尚有其它變數可用以解釋臺灣股市的報酬率；而以半變異數為衡量系統風險的方法時，其模型的解釋能力不增反減，因此可以推論，在本研究期間兩種模型均不適合於臺灣股市。
余南屏(2013)	台灣加權股價指數預測績效之比較	採用的預測模型，分別為隨機漫步、多元迴歸分析、逐步迴歸	實證結果顯示，實驗模組一以倒傳遞類神經網路預測績效最佳，其次為多元迴歸分析及逐步迴歸分析，最差的則是隨機漫步，其中倒傳遞類神經網路預測上漲或下跌之準確率為 58.62%；實驗模

(接下頁)

表 3-2 國內文獻回顧彙整表(續上頁)

研究者	研究主題	研究目的	實證結果
		分析及倒傳遞類神經網路等四種預測模型。最後以均方誤差、平均平方根誤差、絕對誤差及平均絕對值誤差等四種評量準則對各實證模型進行預測績效評估，以期找出準確性較高的預測方法	組二以多元迴歸分析預測績效最佳，其次為逐步迴歸分析(SR)，隨機漫步(RW)再次之，倒傳遞類神經網路(NN)最差，其中多元迴歸分析(MR)預測上漲或下跌之準確率為 51.72%；實驗模組三以倒傳遞類神經網路(NN)預測績效最佳，其次為多元迴歸分析(MR)，逐步迴歸分析(SR)再次之，隨機漫步(RW)最差，其中倒傳遞類神經網路(NN)預測上漲或下跌之準確率為 55.17%。

資料來源：本研究整理

表 3-3 國外文獻回顧彙整表

國外文獻回顧彙整表		
研究者	研究主題	實證結果
Silber(1984)	檢驗當沖交易者的獲利是由於提供市場流動性之補償，或是來自純粹的投機交易	結果發現：當沖交易者確實能提供市場的流動性，且收入與買賣價差呈正相關；至於投機行為上的收入與持有部位的時間呈負相關，平均而言，部位的持有時間需低於兩分鐘才會出現正報酬。
Seguin(1990)	利用 1976-1987 年間美國店頭市場允許信用交易的股票資料，研究開放信用交易對於股票波動性的影響	1. 開放信用交易後，股票報酬的變異明顯降低。 2. 開放信用交易的前幾天成交量增加，之後的成交量平均而言呈持續增加的趨勢。 3. 政府宣告股票得為信用交易時，平均而言股票報酬增加 20%。
Kuserk and Locke(1993)	引用 Working(1977)對期貨市場中搶帽子行為的定義	利用大量買單與賣單在每日價格上下震盪的小幅價差間交易，傾向於在很短的時間內持有此一投機性部位，且幾乎總是在尾盤結清其投機部位。由此可知，當投資人就期貨市場中搶帽子當沖是跟

(接下頁)

表 3-3 國外文獻回顧彙整表(續上頁)

研究者	研究主題	實證結果
		證券市場當日沖銷交易的投機行為相符。
Battalio, Hatch, and Jennings(1997)	衡量當沖交易量及市場波動度	嘗試以韓國證券交易所普通股之日內資料為樣本，探討當日沖銷交易活動對韓國股市之影響為何，當日沖銷交易會使報酬之波動增加，過去的報酬波動也會影響未來當日沖銷之活動。
Kyrolainen(2008)	檢測當日沖銷交易是否與股價波動有關	利用當日股票最高價與最低價之差取對數值作為衡量波動度的方式實證結果顯示被個別投資人大量用以作為當日沖銷交易標的股票有較大的日內波動，當日沖銷交易亦會使股票價格受到破壞。
Chung,Choe and Kho(2009)	探討當日沖銷交易活動對韓國股市之影響為何	實證結果發現：當日沖銷交易會使報酬之波動增加，且過去的報酬波動也會影響未來當日沖銷交易之活動，其中存在一正向回饋關係。

資料來源：本研究整理

第四章 研究方法

本章節係主要針對本研究所使用之方法及架構闡述說明，其內容共計三節，包括第一節之研究架構概述與研究架構圖；第二節研究資料來源、研究資料範圍與各研究變數中依變數與自變數之定義與公式；第三節資料分析方法，其主要論述研究分析之模型與檢定，探討多元迴歸模型、相關係數分析、變異數分析模型、模型總檢定 F 檢定以及模型邊際檢定 t 檢定，同時，對本研究之基本假設模型方程式與檢定公式做深入論述。

第一節 研究架構

本研究之目的在於探討台灣證券交易所於 103 年 1 月 6 日實施現股當日沖銷措施後，對於上市大盤、上櫃大盤交易量以及台灣 50 成分股之週轉率、報酬率與成交量之影響效果研究，並以多元迴歸分析、變異數分析、相關係數分析與模型總檢定及模型邊際檢定，對自變數之當沖量 $SCA_V (X_1)$ 、當沖比重 $SCA_RAT (X_2)$ ，依變數之報酬率 $RET (Y_1)$ 、週轉率 $TURN (Y_2)$ 與成交量 $VOL (Y_3)$ 之間，對上市指數、上櫃指數與台灣 50 成分股中三大產業電子、金融、傳產類股之相互影響加以實證分析，據此，畫出本研究架構圖如 4-1 所示：

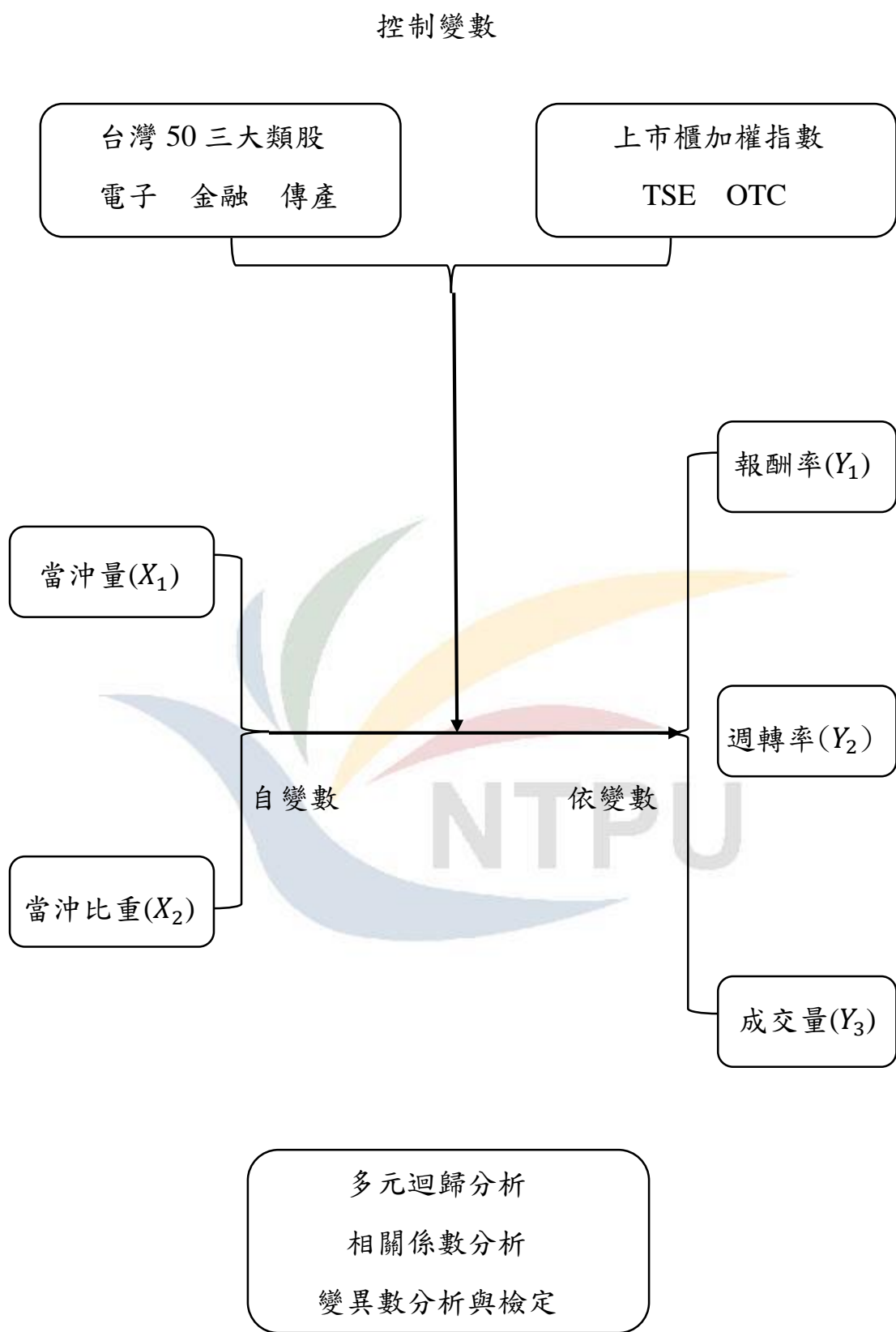


圖 4-1 研究架構圖

第二節 資料來源範圍及變數定義

一、研究期間與資料來源

本研究探討現股當沖對市場及個股報酬率、週轉率與成交量影響之效果。所研究之上市指數、上櫃指數與台灣 50 成分股各變數資料蒐集來源，擷取於提供證券金融市場基本分析所需資訊之台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)。取其成交量、報酬率、週轉率、現股當沖量與現股當沖比重共五項資料，本研究期間自 2014 年 1 月 6 日至 2014 年 12 月 17 日共 235 個交易日，相關樣本資料共計 12220 筆；同時將台灣 50 成分股分為金融、電子及傳統產業三大類股，對上述三大類股之當日沖銷現象加以探討，其各類股分述如下：

- 一、電子類股：含半導體業、電腦及週邊設備業、光電業、通信網路業、電子零件組業、電子通路業、資訊服務業及其他電子業等。
- 二、金融類股：包含金控、保險及證券業等類股。
- 三、傳統產業類股：包含水泥工業、食品工業、塑膠工業、紡織工業、玻璃陶瓷、造紙工業、鋼鐵工業、橡膠工業、汽車工業、營造建材、運輸、觀光及貿易百貨等類股。

二、研究變數定義

1. 依變數(dependent variables)：受到自變數影響而產生變化之變數，又稱效

標變數 (criterion variable)。

RET Y_1

報酬率，係指證券投資者參與投資後，所得的資本利得收益與成本間之百分比。其公式為： $(\text{期末價格}-\text{期初價格})\div\text{期初價格}\times 100\%$ 。

TURN Y_2

週轉率，係指當日交易總股數與上市的總股數之比，或是當日交易成交值與上市的股數之總市值比值。當週轉率高時，代表股票在投資人之間轉換頻率過高，也表示市場的流動性高。其公式為： $\text{股票交易數量}\div\text{股票發行總數}\times 100\%$ 。

VOL Y_3

成交量，股市成交量係指股票買賣雙方達成交易成交之數量，股市成交量反映成交之數量多少。一般可用成交股數和成交金額兩項指標來衡量。本研究之依變數以成交金額(千元)表示。

2. 自變數(independent variables)：可能影響結果之變數，又稱預測變數(predictor variables)。

SCA_V X_1

當沖量，係指現股當日沖銷交易經過買賣互抵後之總成交量。

SCA_RAT X_2

當沖比重，即當日現股當沖互抵交易占總成交金額之比例，分成全體市場與

個別股票兩種，其中全體市場當日沖銷比為單一交易日全體市場之現股當沖相抵成交值除以當日全體市場的總成交值。其公式為： $(\text{當日沖銷交易總成交股數} \div \text{當日整體市場成交股數}) \times 100$ 。

3. 控制變數 (control variables)：主要係用於探討在某一特定變項不同數值之情況下，比較自變數及依變數之相互關係。

大盤指數 TSE

台灣證券交易所發行量加權股價指數 (TAIEX)，以民國 55 年平均數為基期，基期指數設定為 100。所納入採樣樣本為所有掛牌交易之普通股，無論是發行量加權股價指數、未含金融保險股發行量加權股價指數、未含電子股發行量加權股價指數、未含金融電子股發行量加權股價指數、各產業分類股價指數，都以樣本中各股票的發行股數當作其股價的權數來計算指數，其計算公式為： $\text{發行量加權股價指數} = (\text{當期總發行市值} \div \text{基值}) \times \text{基期指數}$ 。

上櫃指數 OTC

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心指數，其編製之採樣範圍包含非屬管理股票、興櫃股票之所有掛牌交易中之上櫃公司普通股股票，指數起編之基值為起編日之前一營業日採樣股票總發行市值。總發行市值為各採樣股票最新成交價格乘以其當日發行股數所得市值之總和，若當日無成交價格時，得以當日開始交易基準價計算。其指數計算公式為： $(\text{總發行市值} \div \text{當日基值}) \times \text{基期指數}$ 。

台灣 50 電子類股

係指台灣 50 成分股中含半導體業、電腦及週邊設備業、光電業、通信網路業、電子零件組業、電子通路業、資訊服務業及其他電子業等之各股。

台灣 50 金融類股

係指台灣 50 成分股中包含金控、保險及證券業等之各股。

台灣 50 傳產類股

係指台灣 50 成分股中包含水泥工業、食品工業、塑膠工業、紡織工業、玻璃陶瓷、造紙工業、鋼鐵工業、橡膠工業、汽車工業、營造建材、運輸、觀光及貿易百貨等類之各股。上述操作變數之定義如表 4-1 所示：

表 4-1 研究變數定義彙整表

本研究變數定義彙整表		
群 組	變數代號	名 稱
依變數 Y_1	RET	報酬率%
依變數 Y_2	TURN	週轉率%
依變數 Y_3	VOL	成交值(千元)
自變數 X_1	SCA_V	現股當沖量(千股)
自變數 X_2	SCA_RAT	現股當沖比重
控制變數	TSE	上市大盤
控制變數	OTC	上櫃大盤
控制變數	IND 1	台灣 50 電子類股
控制變數	IND 2	台灣 50 金融類股
控制變數	IND 3	台灣 50 傳產類股

資料來源：本研究整理

第三節 資料分析方法

迴歸分析係計量經濟實務分析最常使用方法之一，當迴歸模型中僅含一解釋變數時，該模型稱之為簡單迴歸模型，當解釋變數超過一個時，該模型則稱之為多元迴歸模型。迴歸分析經常用在解釋和預測二大方面，有關解釋方面，研究者可從取得之樣本，計算出迴歸方程式，再透過迴歸方程式得知每個自變數對依變數之影響力，同時，亦可以找出最大之影響變數，以進行統計上與管理意涵之解釋。有關預測方面，由於迴歸方程式係線性關係，研究者可估算自變數之變動，影響依變數多大之改變，因此，亦可使用迴歸分析來預測未來之變動。

一、多元迴歸分析

迴歸模型可依參數是否線性而區分為線性模型與非線性模型，多元線性迴歸分析係指在分析問題應變數時，考慮相關影響因素自變數是否有效降低依變數變異之一種統計方法，用來尋求自變數與依變數間關係及根據已知之自變數來預測依變數。若依變數（ Y ）同時受到兩個或兩個以上自變數（ X_1, X_2, \dots ）之影響，則稱之為多元迴歸方程式。一般常用多元線性迴歸模型分析方法來說明，實務上而言，線性迴歸模型常使用 OLS 進行參數估計，迴歸分析之基本統計假設有下列四項：

1. 常態性，若資料呈現常態分配，則誤差項亦會呈現同樣之分配，當樣本數夠大時，檢查之方式係使用簡單直方圖，若樣本數較小時，檢查之方式係

使用常態機率圖。

2. 線性關係，係指依變數與自變數之間關係必須是線性，也可表示依變數和自變數存在著相當固定比率之關係，若發現依變數與自變數呈現非線性關係時，可透過轉換使其成為線性關係再進行迴歸分析。
3. 誤差項之獨立性，自變數之誤差項，相互之間應該係獨立，亦指誤差項與誤差項之間無相互關係，否則在估計迴歸參數時，將降低統計之檢定力，研究者可藉由殘差之圖形分析檢查，尤其是與時間序列與事件相關之資料，需特別注意處理。
4. 誤差項之變異數相等，自變數之誤差項除需要呈現常態性分配外，其變異數亦需要相等，變異數之不相等將導致自變數無法有效估計應變數，例如，殘差分佈分析時，所呈現之三角形分佈與鑽石分佈，在迴歸分析軟體中，研究者可使用 levene test，測試變異數之一致性，當變異數不相等發生時，研究者可透過轉換成變異數相等後，再進行迴歸分析。

多元迴歸分析預測法係指通過對兩個或兩個以上之自變數與一個依變數之相關分析，建立預測模型進行預測之方法，此稱之為多元迴歸亦可稱多重迴歸。在市場經濟活動中，經常會遇到某一市場現象發展與變化取決於多個影響因素之情況，也就是一個依變數與多個自變數有依存關係之情況，而且有時多個影響因素主次難以區分，亦或是有的因素雖屬次要，但亦不能忽略其作用。例如，某一個股之成交量與大盤指數漲跌變化有關，也與大盤當沖量之變化有關，這時採用一元迴歸分析預測法進行預測將難以得到理想

之結論，故需要採用多元迴歸分析預測法來進行分析。其多元迴歸分析主要步驟計有下列各點：

1. 利用單變項與雙變項分析來檢視各個準備納入複迴歸分析之變項是否符合 OLS 線性迴歸分析之基本假定。
2. 選定迴歸模式，並評估所得到之參數估計與適合度檢定 (goodness of fit)。
3. 在認真考慮所得到之迴歸分析結果前，應做殘餘 (residuals) 之診斷分析。

但通常研究者是先確定迴歸模式之設定是否恰當後，才會做深入之殘餘值分析。

在決定迴歸分析之模式後，研究者應進一步檢視自變項間是否具多元共線性之問題，亦可說自變項間是否具有高度相關之問題。如自變項間高度相關，會影響到對迴歸係數之假設測定，研究者可用因素分析來檢查自變項間是否具多元共線性，亦或是逐一將某一自變項與其他自變項做多元迴歸分析。實務上檢視多元迴歸分析之結果步驟係指先檢視整體模型之適合度，此乃看迴歸分析結果之 ANOVA 表中之 F test 是否達到顯著，如果具有顯著，可解釋此模型在母群體之 R^2 並非為 0，或自至少有一自變項對應變項具解釋力。 R^2 （或納入自變項數目做了調整後之 adjusted R^2 ）之意義係指所有自變項解釋了多少比例之應變項之變異量。

在檢視完整體模型之解釋力後，下一步遂逐一檢視各自變項之斜率 (Slope)，亦觀察迴歸係數是否達到顯著，測定其是否為 0 之虛無假設。此目的係觀察每一自變項迴歸係數之 t-test 與 p 值（通常應至少小於 0.1）。如

某一自變項之係數達顯著水準，則其意義說明控制其他自變項之情況下，此一自變項對應變項之獨特影響力為何。另一解釋說法係指自變項每增加一測量時所用之單位，會改變多少應變項測量時之單位。研究者可代入此自變項之一個數值，例如此變項之平均數，而後計算在此數值之（unstandardized coefficient）乘積，此乘積亦是此自變項在該數值時，應變項之數值；如研究者欲瞭解與其他自變項比較，那一個自變項對應變項之獨特影響力比較大，則研究者必須觀察 beta（standardized coefficient）亦或是部分之相關係數。

通常多元迴歸分析模型設 Y 為依變數， X_1, X_2, \dots, X_k 為自變數，且自變數與依變數之間為線性關係時，則其迴歸模型通常表示如 4-1 公式所示：

$$y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon \quad 4-1$$

其中 β_0 為常數， β_j ($j=1, 2, 3, \dots, k$) 為迴歸係數。 y 為依變數， X_k 為自變數， ε 為誤差項。

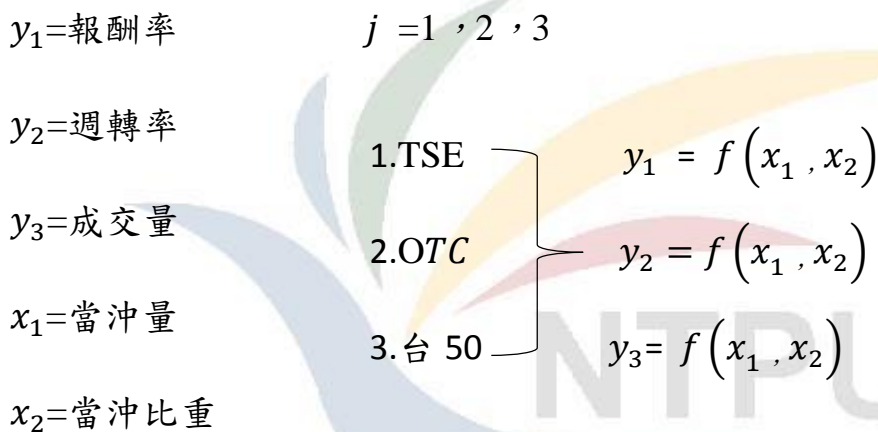
此外，多元線性迴歸分析之目的係確認有關變數間關係，利用最小平方方法建立多元線性迴歸方程式 (multiple linear regression equation)，其方程式表達之模型如 4-2 公式所示：

$$\hat{Y} = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_{k-1} X_{k-1} \quad 4-2$$

4-2 方程式中， \hat{Y} 為因變數條件之平均估計值， X_1, X_2, \dots, X_{k-1} 為自變數， k 為自變數之個數， b_0 為回歸方程式之常數項， b_1, b_2, \dots, b_{k-1} 為偏迴歸係數，如 b_1 表示在 X_1, X_2, \dots, X_{k-1} 固定條件下， X_1 每增減一個單位對 Y 之平均數效應。

本研究根據上述多元迴歸分析模型觀點，所採用之實證模型初步假設如 4-3 公式所示：

$$y_j = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon \quad 4-3$$



二、相關係數分析

在統計學中，相關係數係用來表示兩個變項間是否共同產生變化之關聯程度，相關係數分析表可反映變數與變數之間之相互關係及其相關方向，相關係數係著名統計學家 K. Pearson 設計此統計指標。此統計指標係按積差方法計算，同樣以兩變數與各自平均值之離差為基礎，通過兩個離差相乘來反映兩變數之間相關程度；相關係數具兩個重要概念：一為該係數值之大小或強弱，另一為該係數值之方向符號。所謂大小，係指係數值本身之絕對值

而言：絕對值越大者，即表示兩變項間之關聯性越強，絕對值越小者，即表示此兩變項間之關聯性越弱；就相關係數值之大小而言，相關係數可分成兩類：一類為 A 型相關係數，其值域係介於 0 與 1 之間，另一類為 B 型相關係數，其值域係介於 -1 與 1 之間。而所謂方向符號，係指該係數值本身是正值或負值而言，正值即表示兩變項之間具有正向變化之關聯性，此種關聯性係稱作正相關(positive correlation)；負值即表示兩變項之間具有反向變化之關聯性，此種關聯性係稱作負相關(negative correlation)；而係數值為零者，即表示兩個變項間具有不規則變化之關聯性。Pearson 相關係數分析公式如 4-4 所示：


$$\rho(x, y) = \frac{cov(X, Y)}{\sigma_X \sigma_Y} \quad 4-4$$

三、變異數分析

統計資料常受多種因素之影響，而使各個體之某種特徵發生差異，對此影響因素所造成差異之觀察與驗證統計方法稱之為變異數分析。變異數分析係一種統計分析之方法，係將一組資料之變異，依可能發生之變異來源分割為數個部份，亦即每一部份均可歸因於某原因，即變異來源；測量此不同之變異來源，可瞭解各種變異是否具顯著差異；若有差異，即表示某變異來源對資料具有顯著之影響作用。本研究主要所採用之變異數分析方法係檢定三個或三個以上母體平均數是否相等之方法，及檢定因子對依變數是否具影響力；若影響因素間具差異情形存在時，則利用多重比較，進一步比

較因素間之差異狀況。本研究變異數分析之前提假設具以下各點：

1. 同質性假設(homogeneity)：假設 K 個常態母體分布之變異數均相等。
2. 常態性假設(normality)：假設 K 個母體分布均為常態分布。
3. 獨立性假設(independence)：假設 K 個常態母體分布互相均獨立。

以上假設理論上皆可利用原始數據加以檢定，如三個母體之平均數相等，則研究者可預測三個樣本平均數會非常接近，事實上，此三樣本平均數愈靠近，愈能支持母體平均數為相等之結論；換句話說，樣本平均數間之差異愈大，則愈能支持母體平均數為不相等之結論。所以，如樣本平均數間之變異性低則支持 H_0 ；如樣本平均數間之變異性高則支持 H_1 。

若虛無假設 $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$ 為真，研究者可利用樣本平均數間之變異性建立 σ^2 之估計值，而且如滿足變異數分析之前提假定，各樣本將來自平均數為 μ 且變異數為 σ^2 之同一常態分配。此外，抽自常態母體且樣本大小為 N 之簡單隨機樣本而言，其樣本平均數 \bar{X} 之抽樣分配為平均數為 μ ，且變異數為 σ^2 之常態分配。

此外， σ^2 樣本間估計值係根據虛無假設為真之假設，在此情況下，各樣本來自同一母體，且僅有一個 \bar{X} 之抽樣分配，為說明 H_0 非為真之情況，假設母體平均皆不相等，由於三組樣本抽自平均數不等之常態母體，將有不同之抽樣分配。一般而言，當母體平均數不等時，樣本間估計值將高估母體變異數 σ^2 。

各樣本內之變異性亦會影響變異數分析之結論，當各母體抽取一簡單隨

機樣本時，各樣本變異數均為 σ^2 之一不偏估計值，故研究者可將個別之 σ^2 估計值合併為一個總估計值，此估計值稱為 σ^2 之合併估計值或樣本內估計值；因各樣本變異數係以該樣本內之變異為準，故 σ^2 之樣本內估計值將不受母體平均數是否相等所影響，當樣本大小相等時， σ^2 之樣本內估計值即為個別樣本變異數之平均。

無論如何，若虛無假設為真，則樣本間估計值為 σ^2 之良好估計值；若虛無假設非為真時，樣本間估計值將高估 σ^2 ；在任一情況下，樣本內估計值均為 σ^2 之良好估計值。因此，如果虛無假設為真，此兩項估計值應非常類似，且其比率將接近 1。如虛無假設非為真，則樣本間估計值將大於樣本內估計值，其比率將會倍增。

綜上所述 ANOVA 之論理是以建立共同母體變異數 σ^2 二獨立估計值為依據，其中一估計值是以樣本平均數間之變異為準，而另一估計值則以各樣本內之資料變異為準，藉此二 σ^2 估計值之比較，研究者將能判定樣本平均數是否相等，由於其方法利用到變異數之比較，故稱之為變異數分析。其變異數分析公式之說明如 4-5 與 4-6 所示：

母體變異數：

$$\sigma^2 = \frac{\sum (x_i - \mu)^2}{N} \quad 4-5$$

樣本變異數：

$$S^2 = \frac{(X_i - \bar{X})^2}{n-1} \quad 4-6$$

四、模型總檢定:F 檢定

迴歸模式之顯著性檢定，一般皆使用 F test (檢定)，F 檢定係將所有自變數計算進來，觀察其應變數 Y 與所有自變數 X_n 是否具統計之顯著性。當模型檢定之 F 值愈大，即表示該組間均方大於組內均方，亦就是該組間變異量大於組內變異量；各組間之差異遠超出總期望值離差，代表各組之平均數存在明顯差異，相反的，當 F 值越小甚至於逼近於 0，即表示該組間變異量小於組內變異量，代表各組間之差異很小，各組平均數則不存在明顯之差異。

整個檢定概念中，受到變異數分析所規範之族群變異數必須相等之條件下，組內變異量成為了基準，因此組間變異量之多寡遂成了判定變異數分析結論之重要數值，然而檢定值僅為提供判斷虛擬假設存在之可能性，實務上為了方便下結論，由 α 值決定可容許錯誤判斷機率為 5%，故 F 值所計算之虛擬假設機率值若小於 0.05，則下定論為各組存在差異，其隱含之意義則是否定了各組間無差異之機率，亦就是容許了各組無差異可能成真之錯誤判斷機率，因為判斷錯誤之機率太小而能容許，但這並不代表不可能判斷錯誤，因此，任何 F 檢定之結果均只能下定論為達到統計上之意義，而非絕對意義。

F 檢定之虛無假設(null hypothesis)如下：

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 \dots = \beta_n = 0$$

$$H_1 : \text{Not all } \beta_i = 0 \text{ (} i=1, 2, \dots, n \text{)}$$

研究者所得資料計算之 F 值與查表所得之 f_{crit} 比較：

若 $F > F_{crit}$ ：顯著性存在，推翻虛無假設，需要作進一步之檢定或解釋。若

$F \leq F_{crit}$ ：顯著性不存在，接受虛無假設，研究者不需作進一步檢定，但仍需作解釋。

F 值模型總檢定之計算公式如 4-7 所示：

$$F = \frac{\text{SSE regression} / \text{df regression}}{\text{SSE total} / \text{df residual}} \quad 4-7$$

$\text{df regression} = (k-1)$ ， k 為估計母數的數目。

$\text{df residual} = n-k$ ， k 為估計母數的數目， n 為樣本數。

五、模型邊際檢定

統計分析資料時，常必須比較不同之兩群體某種特性是否相同，或對某問題之觀點是否一樣，此種兩群體特性一致性與否，往往可由兩群體之特性期望值來作判斷，獨立樣本之 t 檢定係用以檢定兩群體特性之期望值是否相等之一種常用統計方法，研究者欲使用 t 檢定，則必須符合兩群體之特性具有亦或是近似常態分配之條件，由於兩群體係分別獨立，故計算 t 檢定時必須考慮此兩群體標準差是否相等之問題，故獨立樣本 t 檢定之重要觀點具下列各點：

1. 觀察各群體之分配是否近似常態分配。
2. 首先要觀察各群體資料之數量是否足夠，一般須為 30 以上。

3. 對兩群體變異數之檢定，判斷該兩群體變數之變異數是否相等，此從變異數檢定 F 分配之 F 值或 P 值可得知，若 P 值小於所設定之顯著水準時，則可判定此兩群體之變異數不相等，反之則判定相等。
4. 利用第 3 項之結果，查看 t 檢定表中雙尾檢定之 P 值，用以判定該兩群體之期望值是否相等，若 P 值小於所設定之顯著水準 α 時，則否定虛無假設 H_0 ，亦即在目前無證據否定虛無假設 H_0 時即接受 H_0 。
5. 觀察此兩期望值之差 $100*(1-\alpha)\%$ 之信賴區間，若其差介於此區間之中，則不否定其母體期望值具有相同，此與第 4 項之結論一致。其研究假設如下：

虛無假設 $H_0: \mu_1 = \mu_2$ (無顯著差異)

對立假設 $H_1: \mu_1 \neq \mu_2$ (有顯著差異)

模型邊際檢定之計算公式如 4-8 所示：

$$T = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{S_{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}} \quad 4-8$$

$$S_{\bar{X}_1 - \bar{X}_2} = S_p \sqrt{\left(\frac{1}{n_1}\right) + \left(\frac{1}{n_2}\right)}$$

$$S_p = \sqrt{\frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2}}$$

\overline{X}_1 ：第 1 組樣本平均數

\overline{X}_2 ：第 2 組樣本平均數

$\mu_1-\mu_2$ ：虛無假設的猜測值

S_p ：混合標準差

n_1 ：第 1 組樣本總數

n_2 ：第 2 組樣本總數

S_1 ：第 1 組標準差

S_2 ：第 2 組標準差

決策法則採雙尾檢定，若 $|T| > T_{5\%}$ ，則各群體間之次數具顯著之差異，否則為無顯著差異。

綜合上述資料分析方法，以期能將蒐集彙整後之樣本資料，經模型實證分析與檢定後，得到具參考價值之判讀資訊，以解釋現股當日沖銷新制實施後，本研究各項變數間之顯著差異性對整體市場之影響效果。

第五章 實證結果與分析

本章依據第四章之研究方法，分析其政策在實施現股當日沖銷交易後，對整體上市指數、上櫃指數與台灣 50 成分股，其週轉率、報酬率與成交量造成何種影響與彼此間之因果關係。其實證研究係採用 SAS V9.4 版本軟體程式，以多元迴歸統計方式、相關係數分析、變異數分析、模型總檢定及模型邊際檢定來進行分析與檢定，並探討之間是否具有顯著之因果關係，本章分別就基本敘述統計量分析、相關係數分析、實證迴歸分析與實證結果分析彙整敘述說明。

第一節 基本敘述統計量分析

本研究採用上市指數、上櫃指數與台灣 50 成分股之依變數資料，報酬率(RET, Y_1)、週轉率($TURN, Y_2$)、成交量(VOL, Y_3)；自變數資料，當沖量(SCA_V, X_1)、當沖比重(SCA_RAT, X_2)共計五項變數資料，其資料取得期間自 2014 年 1 月 6 日至 2014 年 12 月 17 日共 235 個交易日，整體相關樣本共計 12220 筆，變數資料來源取自台灣經濟新報資料庫取得。除上市、上櫃指數與台灣 50 成分股之變數資料外，亦將台灣 50 成分股區分為電子、金融與傳產三大類股，針對上述所有變數資料做基本敘述統計量表，並描述各變數之平均值、標準差、最小值及最大值以供參考。其原始變數敘述統計

資料如表 5-1、5-2、5-3 及 5-4 所示。

表 5-1 原始變數敘述統計量表

原始變數敘述統計量表						
變數	變數名稱	N	平均值	標準差	最小值	最大值
RET	報酬率%(Y1)	12220	0.0482	1.51	-6.97	7.00
TURN	週轉率%(Y2)	12220	0.3011	0.3720	0.0030	10.76
VOL	成交值(千元,Y3)	12220	3037999.44	13440722.07	11826	153792277
SCA_V	現股當沖量(千股,X1)	12220	2190.14	10135.35	0	190688
SCA_RAT	現股當沖比重(X2)	12220	3.36	5.07	0	171.95

資料來源：本研究整理

表 5-2 台灣 50 成分股電子類原始變數敘述統計量表

台灣 50 成分股電子類原始變數敘述統計量表						
變數	變數名稱	N	平均值	標準差	最小值	最大值
RET	報酬率%(Y1)	5405	0.1085	1.86	-6.97	7.00
TURN	週轉率%(Y2)	5405	0.4635	0.4763	0.0103	10.76
VOL	成交值(千元,Y3)	5405	1274248.96	1476571.59	11826	17243062
SCA_V	現股當沖量(千股,X1)	5405	1453.79	3944.91	0	112090
SCA_RAT	現股當沖比重(X2)	5405	5.08	6.28	0	171.95

資料來源：本研究整理

表 5-3 台灣 50 成分股金融類原始變數敘述統計量表

台灣 50 成分股金融類原始變數敘述統計量表						
變數	變數名稱	N	平均值	標準差	最小值	最大值
RET	報酬率%(Y1)	3055	0.0163	1.0225	-4.58	5.42
TURN	週轉率%(Y2)	3055	0.1694	0.1384	0.0157	2.42
VOL	成交值(千元,Y3)	3055	371631.58	343583.86	24473	3110028
SCA_V	現股當沖量(千股,X1)	3055	269.52	539.58	0	9703
SCA_RAT	現股當沖比重(X2)	3055	1.32	1.4412	0	18.48

資料來源：本研究整理

表 5-4 台灣 50 成分股傳產類原始變數敘述統計量表

台灣 50 成分股傳產類原始變數敘述統計量表						
變數	變數名稱	N	平均值	標準差	最小值	最大值
RET	報酬率%(Y1)	3290	-0.0169	1.3245	-6.97	6.92
TURN	週轉率%(Y2)	3290	0.1226	0.1214	0.003	2.06
VOL	成交值(千元,Y3)	3290	292904.92	320259.38	13665	11825260
SCA_V	現股當沖量(千股,X1)	3290	105.70	227.62	0	5810
SCA_RAT	現股當沖比重(X2)	3290	2.77	4.35	0	141.01

資料來源：本研究整理

本研究於迴歸分析統計之過程中，為求資料樣本數之精確，遂將觀察值分類、分組並統計觀察值於各組樣本出現之次數、累計次數與百分比，製成個別樣本次數分配表與台灣 50 成分股三大類股樣本次數分配表，如表 5-5 與 5-6 所示以供參考。

表 5-5 個別樣本次數分配表

個別樣本次數分配表				
TYPE	樣本	百分比	累計樣本	累計百分比
TSE	235	1.9200	235	1.9200
OTC	235	1.9200	470	3.8500
STOCK	11750	96.1500	12220	100

資料來源：本研究整理

表 5-6 台灣 50 成分股三大類股樣本次數分配表

台灣 50 成分股三大類股樣本次數分配表				
IND	樣本	百分比	累計樣本	累計百分比
電子	5405	46	5405	46
金融	3055	26	8460	72
傳產	3290	28	11750	100

資料來源：本研究整理

本研究除上述原始變數敘述統計量表與樣本次數分配表外，表 5-7 與表 5-8 係針對台灣 50 成分股三大產業之依變數與自變數資料製成彙整比較表，

用以觀察比較其依變數資料，報酬率(RET, Y_1)、週轉率($TURN, Y_2$)、成交量(VOL, Y_3)；自變數資料，當沖量(SCA_V, X_1)、當沖比重(SCA_RAT, X_2)之平均值與標準差對台灣 50 成分股三大產業之差異，其測量值分析結果如表 5-7 與 5-8 所示以供參考。

表 5-7 台灣 50 成分股三大產業依變數彙整比較表

台灣 50 成分股三大產業依變數彙整比較表							
		RET(Y_1)		TURN(Y_2)		VOL(千元, Y_3)	
IND	樣本	平均值	標準差	平均值	標準差	平均值	標準差
電子	5405	0.1085	1.86	0.4635	0.4763	1,274,248	1,476,571
金融	3055	0.0163	1.02	0.1694	0.1384	371,631	343,583
傳產	3290	-0.0169	1.32	0.1226	0.1214	292,904	320,259

資料來源：本研究整理

表 5-8 台灣 50 成分股三大產業自變數彙整比較表

台灣 50 成分股三大產業自變數彙整比較表					
		SCA_V(千股, X_1)		SCA_RAT(X_2)	
IND	樣本	平均值	標準差	平均值	標準差
電子	5405	1453.79	3944.91	5.08063	6.2764
金融	3055	269.52	539.58	1.3166	1.4412
傳產	3290	105.70	227.62	2.7723	4.3477

資料來源：本研究整理

第二節 相關係數分析

一、研究定義說明

本研究為了探討各變數之間彼此相關性密切之程度，係採用 Pearson 相關係數分析，用以觀察說明本研究之變數資料報酬率(RET, Y_1)、週轉率($TURN, Y_2$)、成交量(VOL, Y_3)、當沖量(SCA_V, X_1)與當沖比重(SCA_RAT, X_2)彼此間之相關程度，所求得之相關係數值 r 介於 1 與 -1 之間，其研究實務上解釋定義如下：

1. 當 $r > 0$ 時，表示兩變數正相關，當 $r < 0$ 時，兩變數為負相關。
2. 當 $|r| = 1$ 時，表示兩變數為完全線性相關，即為函數關係。
3. 當 $r = 0$ 時，表示兩變數間無線性相關關係。
4. 當 $0 < |r| < 1$ 時，表示兩變數存在一定程度之線性相關，且 $|r|$ 越接近 1，兩變數間線性關係越密切； $|r|$ 越接近於 0，表示兩變數的線性相關越弱。

本研究定義之相關係數值分為： $|r| < 0.3$ 具低度線性相關； $0.3 \leq |r| < 0.7$ 具顯著性相關； $0.7 \leq |r| < 1$ 具高度線性相關，並針對 P 值於顯著水準 10%、5%與 1%具有之顯著性加以敘述說明。

二、研究結果分析

表 5-9 上市指數當沖變數相關係數分析表中，成交值(VOL)與週轉率($TURN$)兩變數間於 1%之顯著水準下具有高度之線性相關；現股當沖量

(SCA_V)與週轉率(TURN)、成交值(VOL)變數間於 1%之顯著水準下具有顯著性線性相關；現股當沖比重(SCA_RAT)與成交值(VOL)兩變數間於 5%之顯著水準下具有低度線性相關；現股當沖比重(SCA_RAT)與現股當沖量(SCA_V)兩變數間於 1%之顯著水準下具有高度之線性相關。

表 5-9 上市指數當沖變數相關係數分析表

上市指數當沖變數相關係數分析表					
	RET	TURN	VOL	SCA_V	SCA_RAT
RET 報酬率%(Y1)	1				
TURN 週轉率%(Y2)	-0.0177 (0.7876)	1			
VOL 成交值(千元,Y3)	-0.0380 (0.5619)	0.9309*** ($<.0001$)	1		
SCA_V 現股當沖量(千股,X1)	0.0450 (0.4924)	0.2791*** ($<.0001$)	0.3609*** ($<.0001$)	1	
SCA_RAT 現股當沖比重(X2)	0.0566 (0.3878)	0.0724 (0.2690)	0.1385** (0.0338)	0.9494*** ($<.0001$)	1

註：括號內為 P 值；*：P<0.10；**：P<0.05；***：P<0.01

資料來源：本研究整理

表 5-10 上櫃指數當沖變數相關係數分析表中，成交值(VOL)與週轉率(TURN)兩變數間於 1%之顯著水準下具有高度之線性相關；現股當沖量(SCA_V)與週轉率(TURN)、成交值(VOL)變數間於 1%之顯著水準下具有顯著性線性相關；現股當沖量(SCA_V)與現股當沖比重(SCA_RAT)兩變數間於 1%之顯著水準下具有高度之線性關係；現股當沖比重(SCA_RAT)與週轉率

(TURN)、成交值(VOL)變數間於 1%之顯著水準下具有顯著性之負向關係；
現股當沖比重(SCA_RAT)與現股當沖量(SCA_V)兩變數間於 1%之顯著水準
下具有高度之線性相關。

表 5-10 上櫃指數當沖變數相關係數分析表

上櫃指數當沖變數相關係數分析表					
	RET	TURN	VOL	SCA_V	SCA_RAT
RET 報酬率%(Y1)	1				
TURN 週轉率%(Y2)	-0.0569 (0.385)	1			
VOL 成交值(千元,Y3)	-0.0422 (0.5201)	0.9219*** (<.0001)	1		
SCA_V 現股當沖量(千股,X1)	0.0421 (0.5207)	0.2696*** (<.0001)	0.4211*** (<.0001)	1	0.7036*** (<.0001)
SCA_RAT 現股當沖比重(X2)	0.1054 (0.1071)	-0.3983*** (<.0001)	-0.2924*** (<.0001)	0.7036*** (<.0001)	1

註：括號內為 P 值；*：P<0.10；**：P<0.05；***：P<0.01

資料來源：本研究整理

表 5-11 台灣 50 成分股當沖變數相關係數分析表中，週轉率(TURN)與
報酬率(RET)兩變數間於 1%之顯著水準下具有低度之線性關係；成交值
(VOL)與報酬率(RET)兩變數間於 1%之顯著水準下具有低度之線性相關；成
交值(VOL)與週轉率(TURN)兩變數間於 1%之顯著水準下具有顯著性線性相
關；現股當沖量(SCA_V)與報酬率(RET)兩變數間於 1%之顯著水準下具有低
度之線性相關；現股當沖量(SCA_V)與週轉率(TURN)、成交值(VOL)變數間

於 1%之顯著水準下具有顯著性線性相關；現股當沖比重(SCA_RAT)與報酬率(RET)兩變數間於 1%之顯著水準下具有低度之線性關係；現股當沖比重(SCA_RAT)與週轉率(TURN)、成交值(VOL)與現股當沖量(SCA_V)變數間於 1%之顯著水準下具有顯著性線性關係。

表 5-11 台灣 50 成分股當沖變數相關係數分析表

台灣 50 成分股當沖變數相關係數分析表					
	RET	TURN	VOL	SCA_V	SCA_RAT
RET 報酬率%(Y1)	1				
TURN 週轉率%(Y2)	0.0846*** ($<.0001$)	1			
VOL 成交值(千元,Y3)	0.0484*** ($<.0001$)	0.5719*** ($<.0001$)	1		
SCA_V 現股當沖量(千股,X1)	0.0744*** ($<.0001$)	0.5733*** ($<.0001$)	0.3957*** ($<.0001$)	1	
SCA_RAT 現股當沖比重(X2)	0.0314*** (0.0006)	0.4307*** ($<.0001$)	0.2877*** ($<.0001$)	0.4792*** ($<.0001$)	1

註：括號內為 P 值；*： $P<0.10$ ；**： $P<0.05$ ；***： $P<0.01$

資料來源：本研究整理

第三節 多元迴歸實證分析

一、研究定義說明

本研究結果在於探討政策實施現股當日沖銷制度後，對市場及個股報酬率、週轉率與成交量之影響，為瞭解現股當沖對本研究各項變數樣本之關聯

性與顯著性，係採用 2014 年 1 月 6 日至 2014 年 12 月 17 日共 235 個交易日，相關樣本共計 12220 筆進行多元迴歸分析實證，根據模型總檢定(F 檢定)與邊際檢定(t 檢定)P 值於顯著水準 10%、5%與 1%下之顯著性，以及邊際檢定(t 檢定)之參數估計值正、負相關性，解釋可能之原因並加以敘述說明。本研究之模型分析結果定義如下：

1. 對依變數之模型總檢定 F 值與 P 值，於顯著水準 10%、5%與 1%之狀態下，表示全體自變數對依變數具顯著性之影響。
2. 模型邊際檢定(t 檢定)其參數估計值之正、負值與 P 值，於顯著水準 10%、5%與 1%之狀態下，表示各自變數對各依變數具顯著正向影響或負向影響。

二、研究結果分析

表 5-12 現股當沖對上市大盤迴歸分析表中，依據上述定義其分析結果顯示，全體自變數現股當沖量 SCA_V(X1)與現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)有顯著影響，其中週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)之 F 值分別為 96.36 與 143.25，顯示全體自變數對於成交值 VOL(Y3)之影響最具顯著。

模型邊際檢定(t 檢定)依據上述定義其分析結果顯示，自變數現股當沖量 SCA_V(X1)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著正向影響；自變數現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著負向影響。

表 5-12 現股當沖對上市大盤迴歸分析表

現股當沖對上市大盤迴歸分析表						
	RET (Y1)		TURN (Y2)		VOL (Y3)	
	參數估計	P	參數估計	P	參數估計	P
SCA_V (X1)	-0.000002	0.672	0.00001***	<.0001	1317.48***	<.0001
SCA_RAT (X2)	0.2377	0.5011	-0.3432***	<.0001	-81093441***	<.0001
R 平方	0.004		0.4538		0.5525	
調整 R 平方	-0.0046		0.4491		0.5487	
F 值	0.46		96.36		143.25	
P 值	0.63		<.0001***		<.0001***	

註：P 值：*：P<0.10；**：P<0.05；***：P<0.01

資料來源：本研究整理

表 5-13 現股當沖對上櫃大盤迴歸分析表中，依據上述定義其分析結果顯示，全體自變數現股當沖量 SCA_V(X1)與現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著影響，其中週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)之 F 值分別為 362.46 與 735.06，顯示全體自變數對於成交值 VOL(Y3)之影響最具顯著。

模型邊際檢定(t 檢定)依據上述定義其分析結果顯示，自變數現股當沖量 SCA_V(X1)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著正向影響；自變數現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著負向影響。

表 5-13 現股當沖對上櫃大盤迴歸分析表

現股當沖對上櫃大盤迴歸分析表						
	RET (Y1)		TURN (Y2)		VOL (Y3)	
	參數估計	P	參數估計	P	參數估計	P
SCA_V (X1)	-0.0002	0.4897	0.0009***	<.0001	3185.96***	<.0001
SCA_RAT (X2)	0.7201	0.1034	-1.2796***	<.0001	-39409680***	<.0001
R 平方	0.0131		0.7576		0.8637	
調整 R 平方	0.0046		0.7555		0.8625	
F 值	1.5400		362.46		735.06	
P 值	0.2155		<.0001***		<.0001***	

註：P 值：*：P<0.10；**：P<0.05；***：P<0.01

資料來源：本研究整理

表 5-14 現股當沖對台灣 50 成分股迴歸分析表中，依據上述定義其分析結果顯示，全體自變數現股當沖量 SCA_V(X1)與現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數報酬率 RET(Y1)、週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著影響，其中報酬率 RET(Y1)、週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)之 F 值分別為 32.85、3307.64 與 1194.88，顯示全體自變數對於週轉率 TURN(Y2)之影響最具顯著。

模型邊際檢定(t 檢定)依據上述定義其分析結果顯示，自變數現股當沖量 SCA_V(X1)，於 1%之顯著水準下，對依變數報酬率 RET(Y1)、週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著正向影響；自變數現股當沖比重

SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)亦具有顯著之正向影響。

表 5-14 現股當沖對台灣 50 成分股迴歸分析表

現股當沖對台灣 50 成分股迴歸分析表						
	RET (Y1)		TURN (Y2)		VOL (Y3)	
	參數估計	P	參數估計	P	參數估計	P
SCA_V (X1)	0.00004***	<.0001	0.0001***	<.0001	137.10***	<.0001
SCA_RAT (X2)	-0.0016	0.6028	0.0146***	<.0001	28029***	<.0001
R 平方	0.0056		0.3603		0.1690	
調整 R 平方	0.0054		0.3602		0.1689	
F 值	32.85		3307.64		1194.88	
P 值	<.0001***		<.0001***		<.0001***	

註：P 值：*：P<0.10；**：P<0.05；***：P<0.01

資料來源：本研究整理

表 5-15 現股當沖對台灣 50 成分股電子類迴歸分析表中，依據上述定義其分析結果顯示，全體自變數現股當沖量 SCA_V(X1)與現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數報酬率 RET(Y1)、週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著影響，其中報酬率 RET(Y1)、週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)之 F 值分別為 17.87、1381.63 與 374.03，顯示全體自變數對於週轉率 TURN(Y2)之影響最具顯著。

模型邊際檢定(t 檢定)依據上述定義其分析結果顯示，自變數現股當沖

量 SCA_V(X1)，於 1%之顯著水準下，對依變數報酬率 RET(Y1)、週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著正向影響；自變數現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)亦具有顯著之正向影響。

表 5-15 現股當沖對台灣 50 成分股電子類迴歸分析表

現股當沖對台灣 50 成分股電子類迴歸分析表						
	RET (Y1)		TURN (Y2)		VOL (Y3)	
	參數估計	P	參數估計	P	參數估計	P
SCA_V (X1)	0.0004***	<.0001	0.00005***	<.0001	111.91***	<.0001
SCA_RAT (X2)	-0.0046	0.3261	0.0158***	<.0001	19834***	<.0001
R 平方	0.0066		0.3384		0.1216	
調整 R 平方	0.0062		0.3382		0.1213	
F 值	17.87		1381.63		374.03	
P 值	<.0001***		<.0001***		<.0001***	

註：P 值：*：P<0.10；**：P<0.05；***：P<0.01

資料來源：本研究整理

表 5-16 現股當沖對台灣 50 成分股金融類迴歸分析表中，依據上述定義其分析結果顯示，全體自變數現股當沖量 SCA_V(X1)與現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數報酬率 RET(Y1)、週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著影響，其中報酬率 RET(Y1)、週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)之 F 值分別為 8.42、554.37 與 341.63，顯示

全體自變數對於週轉率 TURN(Y2)之影響最具顯著。

模型邊際檢定(t 檢定)依據上述定義其分析結果顯示，自變數現股當沖量 SCA_V(X1)，於 1%之顯著水準下，對依變數報酬率 RET(Y1)、週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著正向影響；自變數現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著負向影響。

表 5-16 現股當沖對台灣 50 成分股金融類迴歸分析表

現股當沖對台灣 50 成分股金融類迴歸分析表						
	RET (Y1)		TURN (Y2)		VOL (Y3)	
	參數估計	P	參數估計	P	參數估計	P
SCA_V (X1)	0.0001***	0.0015	0.0002***	<.0001	308.51***	<.0001
SCA_RAT (X2)	-0.0042	0.8104	-0.0358***	<.0001	-21908***	<.0001
R 平方	0.0055		0.2665		0.1829	
調整 R 平方	0.0048		0.2660		0.1824	
F 值	8.42		554.37		341.63	
P 值	0.0002***		<.0001***		<.0001***	

註：P 值：*：P<0.10；**：P<0.05；***：P<0.01

資料來源：本研究整理

表 5-17 現股當沖對台灣 50 成分股傳產類迴歸分析表中，依據上述定義其分析結果顯示，全體自變數現股當沖量 SCA_V(X1)與現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值

VOL(Y3)具顯著影響，其中週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)之 F 值分別為 483.65 與 340.63，顯示全體自變數對於週轉率 TURN(Y2)之影響最具顯著。

模型邊際檢定(t 檢定)依據上述定義其分析結果顯示，自變數現股當沖量 SCA_V(X1)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著正向影響；自變數現股當沖比重 SCA_RAT(X2)，於 1%之顯著水準下，對依變數週轉率 TURN(Y2)與成交值 VOL(Y3)具顯著負向影響。

表 5-17 現股當沖對台灣 50 成分股傳產類迴歸分析表

現股當沖對台灣 50 成分股傳產類迴歸分析表						
	RET (Y1)		TURN (Y2)		VOL (Y3)	
	參數估計	P	參數估計	P	參數估計	P
SCA_V (X1)	0.00003	0.8154	0.0003***	<.0001	600.96***	<.0001
SCA_RAT (X2)	0.0002	0.9742	-0.0051***	<.0001	-17412***	<.0001
R 平方	0		0.2274		0.1717	
調整 R 平方	-0.0006		0.2269		0.1712	
F 值	0.03		483.65		340.63	
P 值	0.9666		<.0001***		<.0001***	

註：P 值：*：P<0.10；**：P<0.05；***：P<0.01

資料來源：本研究整理

第四節 實證結果分析彙整

本章節係針對上述基本敘述統計量分析、相關係數分析與多元迴歸分析

之實證結果，提出資料判讀與解釋說明並加以彙整，以期能驗證本研究之目的，進而提出具參考價值之研究結論與研究建議。

一、基本敘述統計彙整

基本敘述統計量分析中，台灣 50 成分股三大產業變數彙整比較表之資料判讀結果發現，電子產業類股於報酬率(RET, Y_1)、週轉率($TURN, Y_2$)、成交量(VOL, Y_3)、當沖量(SCA_V, X_1)與當沖比重(SCA_RAT, X_2)五項變數中，其平均值比率高於其他兩大類股，顯示投資人於現股當沖交易中，偏好交易電子類股進而使報酬率、週轉率、成交量、當沖量與當沖比重之平均值高於金融類股與傳產類股。其三大產業類股之彙整比較如圖 5-1 所示。

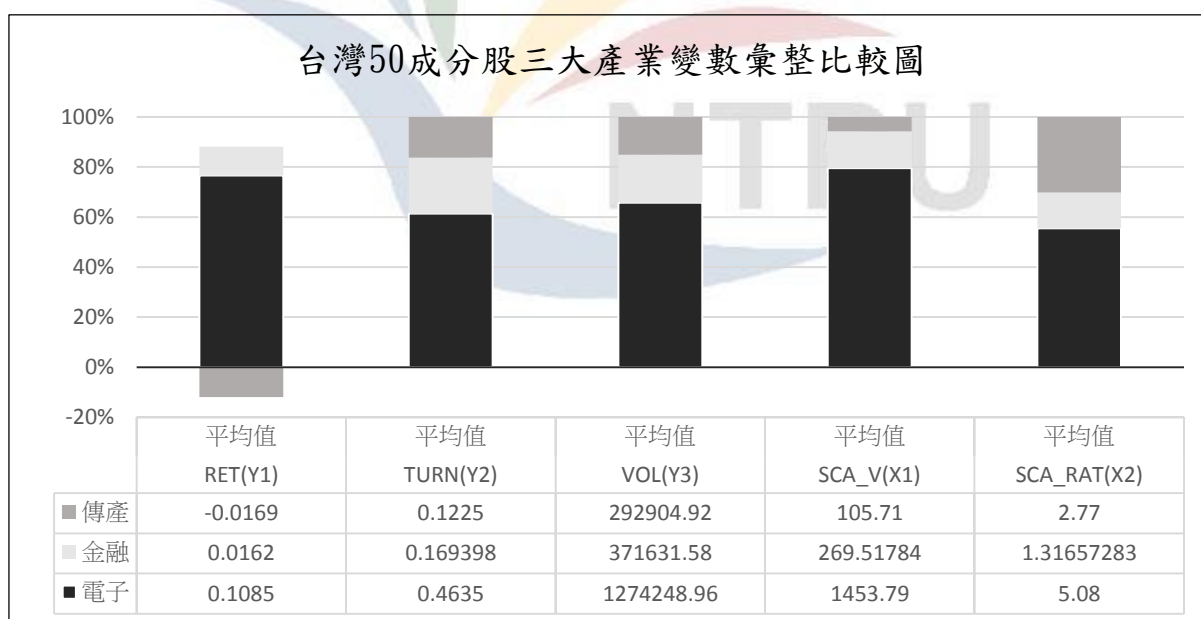


圖 5-1 台灣 50 成分股三大產業變數彙整比較圖

二、相關係數分析彙整

相關係數分析中，上市指數與上櫃指數當沖變數相關係數分析表中呈現，

報酬率(RET, Y_1)、週轉率($TURN, Y_2$)、成交量(VOL, Y_3)、當沖量(SCA_V, X_1)與當沖比重(SCA_RAT, X_2)五項變數中，以成交值(VOL)與週轉率($TURN$)之間最具高度之線性相關關係，其 r 值分別為 0.9309 與 0.9219；台灣 50 成分股當沖變數相關係數分析中亦以成交值(VOL)、現股當沖量(SCA_V)與週轉率($TURN$)之間最具顯著性之線性關係，其 r 值分別為 0.5719 與 0.5733，因此，依據上述分析結果可判斷推論，成交值(VOL)與週轉率($TURN$)於上市指數、上櫃指數與台灣 50 成分股當沖變數相關分析中，兩者所呈現同步且正相關之變動最具顯著。其具顯著係數之彙整結果如表 5-18 相關係數分析彙整表與表 5-19 相關係數分析比較表所示。

表 5-18 相關係數分析彙整表

相關係數分析彙整表															
	上市指數相關係數					上櫃指數相關係數					台灣 50 成分股相關係數				
	Y1	Y2	Y3	X1	X2	Y1	Y2	Y3	X1	X2	Y1	Y2	Y3	X1	X2
Y1	1					1					1				
Y2		1					1				0.08	1			
Y3		0.93	1				0.92	1			0.05	0.57	1		
X1		0.27	0.36	1			0.26	0.42	1	0.7	0.07	0.57	0.39	1	
X2			0.13	0.94	1		-0.4	-0.3	0.7	1	0.03	0.43	0.28	0.47	1

註：報酬率(Y_1)；週轉率(Y_2)；成交量(Y_3)；當沖量(X_1)；當沖比重(X_2)

資料來源：本研究整理

表 5-19 相關係數分析比較表

相關係數分析比較表				
類別	分項	係數值	變數	判讀解釋
上市指數	高度相關	0.93	成交值/週轉率	兩變數高度顯著正相關
		0.94	當沖比重/當沖量	兩變數高度顯著正相關
	顯著相關	0.27	當沖量/週轉率	兩變數顯著性正相關
		0.36	當沖量/成交值	兩變數顯著性正相關
	低度相關	0.13	當沖比重/成交值	兩變數低度顯著正相關
上櫃指數	高度相關	0.92	成交值/週轉率	兩變數高度顯著正相關
	顯著相關	0.26	當沖量/週轉率	兩變數顯著性正相關
		-0.40	當沖比重/週轉率	兩變數顯著性負相關
		0.42	當沖量/成交值	兩變數顯著性正相關
		-0.29	當沖比重/成交值	兩變數顯著性負相關
		0.70	當沖比重/當沖量	兩變數顯著性正相關
台灣 50 成分股		0.70	當沖量/當沖比重	兩變數顯著性正相關
	低度相關			
	高度相關			
	顯著相關	0.57	成交值/週轉率	兩變數顯著性正相關
		0.57	當沖量/週轉率	兩變數顯著性正相關
		0.43	當沖比重/週轉率	兩變數顯著性正相關
		0.39	當沖量/成交值	兩變數顯著性正相關
		0.28	當沖比重/成交值	兩變數顯著性正相關
		0.47	當沖比重/當沖量	兩變數顯著性正相關
	低度相關	0.08	週轉率/報酬率	兩變數低度顯著正相關
		0.05	成交值/報酬率	兩變數低度顯著正相關
		0.07	當沖量/報酬率	兩變數低度顯著正相關
		0.03	當沖比重/報酬率	兩變數低度顯著正相關

資料來源：本研究整理

三、多元迴歸分析彙整

本研究之多元迴歸分析實證結果發現，無論於上市指數、上櫃指數與台灣 50 成分股，其整體自變數現股當沖量(SCA_V)與現股當沖比重(SCA_RAT)對於週轉率(TURN)與成交值(VOL)之影響最具顯著，其顯著性皆建立於 1% 之顯著水準上；邊際模型檢定中，現股當沖量(SCA_V)對週轉率(TURN)與成交值(VOL)於上市指數、上櫃指數與台灣 50 成分股之迴歸分析表亦呈現顯著之正向影響，綜上所述，其檢定結果代表實施現股當日沖銷新制後，提高了整體市場之週轉率與成交量；同時，於台灣 50 成分股迴歸分析表中，整體自變數對報酬率(RET)變數於量先價行、有量就有價之概念下，亦有其高度之顯著影響。

台灣 50 成分股電子類、金融類與傳產類三大迴歸分析表之實證結果發現，其整體自變數現股當沖量(SCA_V)與現股當沖比重(SCA_RAT)對於電子類股之週轉率(TURN)與成交值(VOL)之影響最具顯著，其次金融類股，傳產類股之顯著性表現則較不明顯；在報酬率(RET)方面，電子類股之顯著性高於金融類股，而傳產類股則不具顯著影響；邊際模型檢定中，自變數當沖比重(SCA_RAT)對依變數報酬率(RET)，除傳產類股不具顯著正向影響外，其餘依變數皆具有顯著且正向之影響。綜上所述，現股當日沖銷新制實施後，於三大產業類股迴歸分析中，以電子類股於各變數之影響最具顯著性。為便於研究結果之判讀，彙整上述迴歸分析結果如表 5-20 迴歸分析彙整比較表以供參考。

表 5-20 迴歸分析彙整比較表

迴歸分析彙整比較表				
類別	變數	F 值	P 值	判讀解釋
上市指數	報酬率	0.46	0.63	對報酬率無顯著影響
	週轉率	96.36	<.0001	對週轉率有顯著影響
	成交值	143.25	<.0001	對成交值有顯著影響
上櫃指數	報酬率	1.54	0.2155	對報酬率無顯著影響
	週轉率	362.46	<.0001	對週轉率有顯著影響
	成交值	735.06	<.0001	對成交值有顯著影響
台灣 50 成分股	報酬率	32.85	<.0001	對報酬率有顯著影響
	週轉率	3307.64	<.0001	對週轉率有顯著影響
	成交值	1194.88	<.0001	對成交值有顯著影響
台灣 50 電子類股	報酬率	17.87	<.0001	對報酬率有顯著影響
	週轉率	1381.63	<.0001	對週轉率有顯著影響
	成交值	374.03	<.0001	對成交值有顯著影響
台灣 50 金融類股	報酬率	8.42	0.0002	對報酬率有顯著影響
	週轉率	554.37	<.0001	對週轉率有顯著影響
	成交值	341.63	<.0001	對成交值有顯著影響
台灣 50 傳產類股	報酬率	0.03	0.9666	對報酬率無顯著影響
	週轉率	483.65	<.0001	對週轉率有顯著影響
	成交值	340.63	<.0001	對成交值有顯著影響

資料來源：本研究整理

第六章 結論與建議

本研究主要探討現股當沖新制實施後，對國內上市大盤、上櫃大盤與個股報酬率、週轉率與成交量之影響程度，以期能夠瞭解政策意涵與解釋各變數間之相關關係，經第五章資料彙整與實證分析後，進行研究資料結果判讀，進而做出結論與建議，同時，亦針對未來既定政策做出說明與展望。據此，本章共分三節，就研究結論、研究建議與未來展望敘述說明。

第一節 研究結論

本研究自現股當日沖銷新制開放後，取其 TEJ 資料庫台灣股市 103 年 1 月 6 日至 103 年 12 月 17 日共 235 天之交易樣本資料 12220 筆，經資料彙整、迴歸分析與實證判讀後，其研究結論歸納如下：

- 一、就檢視開放現股當日沖銷新制後，於整體上市指數與上櫃指數報酬率、週轉率與成交量影響之結論發現，相關係數方面，上市指數與上櫃指數成交量與週轉率間，具正向高度之線性相關；迴歸分析實證方面，上市指數與上櫃指數於週轉率與報酬率兩變數具顯著影響，其中，上櫃指數顯著影響之兩變數高於上市指數，據此研判實施現股當日沖銷後，市場投資者偏好操作中小型類股，利用其股本小籌碼集中之優勢賺取當日沖銷之資本利得，使其週轉率與成交量同步增加且高度相關。
- 二、就檢視開放現股當日沖銷新制後，於台灣 50 成分股報酬率、週轉率與

成交量之影響結論發現，相關係數方面，台灣 50 成分股於週轉率與成交量、現股當沖量變數間，呈現正向顯著性相關；迴歸分析實證方面，台灣 50 成分股於報酬率、週轉率與成交量之變數具有顯著影響，據此研判實施現股當日沖銷後，類股之週轉率提升帶動成交量放大與報酬率增加，達到開放現股當沖政策實施之預期效果。

三、就檢視開放現股當日沖銷新制後，於台灣 50 成分股內三大產業類別，就電子、金融、傳產之報酬率、週轉率、成交量有無顯著差異影響之結論發現，三大類股中就週轉率與成交量方面具顯著性影響，顯著性依次為電子、金融而後傳產；報酬率顯著性方面則是電子類股高於金融類股，傳產類股於報酬率上則無顯著性影響，據此研判投資人於現股當沖交易台灣 50 成分類股中，偏好題材多且股性較為活潑之電子類股；於金融股方面，過往屬於政策拉抬指數之護盤標的，當日沖銷交易較無價差利潤，故較適合中長期持有；而傳產類股，其標的分佈水泥、塑化、紡織、鋼鐵、汽車等類股，股性較為牛皮且波動度低，過往市場上定義傳產類股較適合存股概念，故不利當日沖銷短線進出。

第二節 研究建議

本研究就現股當沖交易實施後，對衡量市場績效指標之報酬率、週轉率及成交量，利用多元迴歸模型探討變數間之因果關聯關係，並提供下列建議

以供未來研究者與政策實務上進一步發展研究之依據。

一、學術研究之建議

1. 現股當日沖銷制度開放迄今僅一年多餘，資料研究期間之樣本略嫌不足，對於本論文主題後續研究者，建議可於現股當沖開放實行期間更長後，取得更多數量之樣本資料，其研究分析結果就上市指數與上櫃指數各變數之相關性與影響性應更具解釋力。
2. 本研究類股之選擇僅以台灣 50 成分股為樣本標的，由於多屬大型權值股，外資持股比重相對其他標的偏高，對於研究實證之結果可能略具失真，無法真正顯示全體市場之影響效果，故後續研究者，建議可將現股當沖標的個股共 200 檔納入，使其研究結果更具代表性。
3. 金管會預計於 104 年 6 月 1 日擴大開放現股當沖個股標的至 416 檔，且預計開放之標的多屬中小型類股，符合投資人短線進出之偏好標的，對於電子、金融與傳產三大產業類股將具更多研究標的與樣本數據，於類股間之差異性可得到更佳之解釋資訊，後續研究者將可延續本論文主題，做為未來更進一步研究之依據。

二、政策實務之建議

1. 自 103 年 1 月 6 日開放現股當日沖銷政策後，整體證券市場交易量呈現顯著性之提升，今年 6 月起即將擴大當日沖銷標的至 416 檔，在政策鬆綁與風控監理下，於擴大當沖標的實行後可檢視其市場狀況，如整體交易

品質良好且無重大違約之情事，可考慮漸進式全面開放上市與上櫃之現股當沖標的，除可活絡市場交易亦可增加證交稅之稅收。

2. 有鑑於我國權證市場之成交值位居亞洲市場第 2，鄰近國家香港與韓國權證交易之當日沖銷比重亦高居 90%，於現股當日沖銷制度日益成熟與權證避險標的證交稅率降低之架構下，亦可考慮適度開放權證當日沖銷，促使權證市場交易更加活絡，為證券市場注入新的量能。
3. 為加速我國證券市場與國際股市接軌，避免與鄰近亞洲股市產生交易上之時間落差，可參酌日、韓、陸、港之股市交易制度，將證券交易市場分上、下午盤，間接延長股市交易時間，避免台灣股市收盤後，無法即時反應鄰近亞洲國家之政經訊息，造成投資人資訊不對稱所產生之市場機制失衡，進而產生資金磁吸效應，同時，亦可藉由股市延長交易時間增加市場動能與證券交易稅收。

第三節 未來展望

自 103 年開放現股當日沖銷先買後賣及先賣後買之當日沖銷交易，帶動整體股市成交量年成長 17.5%，1 月 6 日開放先買後賣當日沖銷交易後，上半年月均交易量達新台幣 1.9 兆元，相較 2013 年同期月平均交易量 1.57 兆元成長 20.9%；6 月 30 日開放先賣後買當日沖銷交易後，下半年月平均交易量達 1.93 兆元，亦較 2013 年同期成長 14%；上述資料證明，現股當沖

政策開放後，具吸引資金回流與增加投資人交易之選擇性，進而直接提升台股交易動能之效益。相關資訊如表 6-1 集中市場證券總成交值概況表及圖 6-1 集中市場證券總成交值概況圖以供參考。

表 6-1 集中市場證券總成交值概況表

集中市場證券總成交值概況表						
項目	集中市場證券-總成交值		集中市場證券-成長率		集中市場證券-成交金額-股票	
年	十億元	成長率	%	成長率	十億元	成長率
101	20,789.63	-29.85	-22.99	71.47	20,238.17	-29.45
102	19,603.33	-6.05	-5.71	-302.63	18,940.93	-6.85
103	23,043.28	14.93	17.55	132.54	21,898.54	13.51

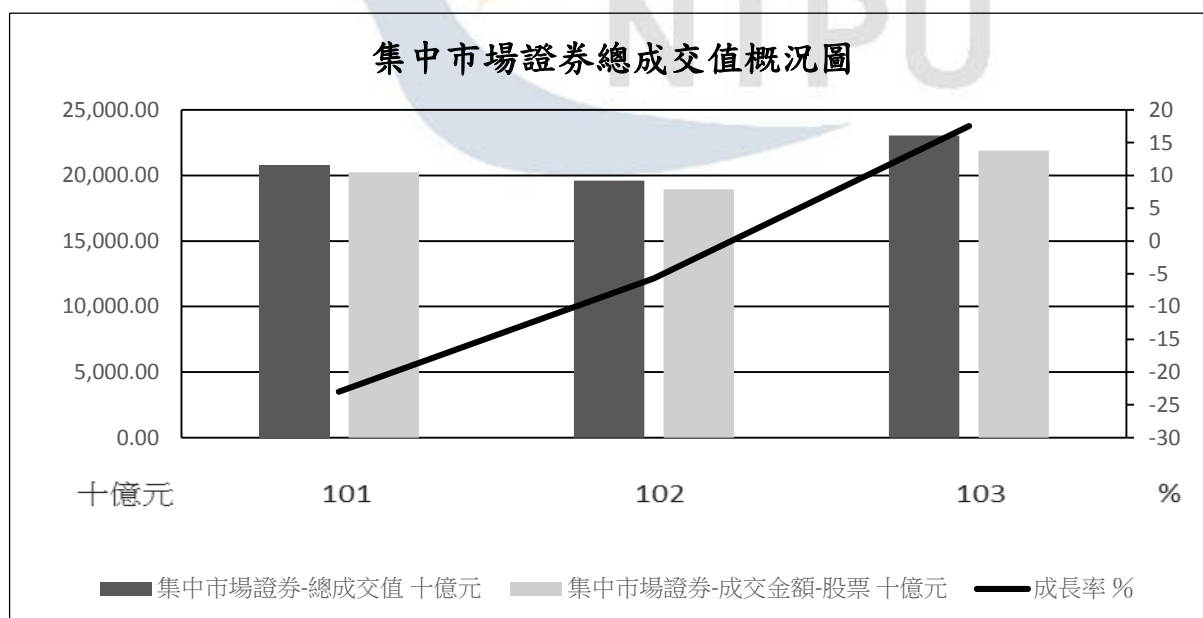


圖 6-1 集中市場證券總成交值概況圖

資料來源：金融監督管理委員會全球資訊網

今年以來政策陸續修正多項證券交易機制使其我國資本市場更臻完備，在金融監督管理委員會政策鬆綁與推動金融自由化原則下，於 3 月份取消上市櫃公司證券停止過戶前，暫停融資買進 3 日之限制，停止融券賣出亦由 5 日縮短為 4 日，使投資人操作更具彈性；6 月 1 日起亦陸續擴大現股當日沖銷標的，由原來 200 檔增至 416 檔以刺激成交量活絡股市，同時，為了與國際股市接軌，增加市場效率與加速股價反應，亦將於 6 月 1 日起放寬股票漲跌幅限制，由現行 7%放寬至 10%以回歸市場機制；上述多項政策就整體資本市場之證券商業務開放與經營績效，預期均有突破性與創造性之成果與發展。

展望未來我國金融業在金融監督管理委員會雙翼原則之帶領下，持續推動證券市場揚升計畫，建置亞太金融理財中心，定能強化整體金融市場之運作效能，促進證券資本市場之健全發展，進而加速我國金融市場邁向國際化與自由化。

參考文獻

一、中文文獻

1. 方喜信，1995，「股市當日沖銷對股價影響之研究」，國立中興大學企業管理研究所碩士論文。
2. 王怡婷，2005，「平均數-變異數」CAPM 與「平均數-半變異數」CAPM 在台灣股市之實證研究，私立淡江大學財務金融研究所，碩士論文。
3. 余南屏，2013，「台灣加權股價指數預測績效之比較」，國立高雄應用科技大學金融資訊研究所，碩士論文。
4. 吳劍勳，1995，「當日沖銷與股價震盪幅度關係之實證研究」，私立東吳大學會計學研究所，碩士論文。
5. 林美珍、馬麗菁，2002，「投資機構交易資訊與市場報酬之互動關係」，證券市場發展季刊，第 19 卷第 3 期。
6. 畢祖明，1994，「證券交易當日沖銷之評估與實證研究」，國立中山大學 財務管理研究所，碩士論文。
7. 許秋瑾，1999，「信用交易資券相抵實施對股市之影響」，國立中央大學 企業管理研究所，碩士論文
8. 陳世城，1995，「台灣股票市場當日沖銷之研究」，國立台灣大學財務金融研究所，碩士論文。

9. 陳品文，1998，「以多元迴歸模式建構股票評價模型」，國立東華大學應用數學研究所，碩士論文。
10. 曾建閔，2012，「股票波動、當沖交易與報酬」，國立暨南國際大學財務金融研究所，碩士論文。
11. 黃登源、王敏男著：應用迴歸分析，1977。
12. 蘇芳貴著：相關與迴歸分析，1983。
13. 吳宗正著：回歸分析-理論與應用，1987。
14. 張紹勳、林秀娟著：SAS/PC 統計分析與實務應用，1991。
15. 鄭麗淑，1997，「殘差圖在迴歸分析中之應用與分析」，國立政治大學統計研究所，碩士論文。
16. 賴維德 1994，「當日沖銷交易策略之獲利性研究」，國立中山大學企業管理研究所，碩士論文。
17. 賴慧君，2002，「當日沖銷交易獲利影響因素之研究」，國立政治大學企業管理研究所，碩士論文。
18. 鍾佩珍，2002，「台灣上市上櫃航運公司外匯風險暴露之研究」，國立成功大學交通管理學研究所，碩士論文。
19. 鍾惠民、吳壽山、周賓凰、范懷文著：財金計量，2002。
20. 鍾熾昌，2013，「台灣股市當日沖銷、波動度、流動性關聯性分析」，私立淡江大學財務金融研究所，碩士論文。

二、英文文獻

1. Battalio, Robert H., Brian Hatch, and Robert Jennings, 1997, “SOES Trading and Market Volatility” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32 (2), pp. 225-238.
2. Chung, Jay M., Hyuk Choe and Bong-Chan Kho, 2009, “The Impact of Day-Trading on Volatility and Liquidity” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 38 (2), pp. 237-275.
3. Kuserk, Gregory J. and Peter R. Locke, 1993, “Scalper Behavior in Futures Market : An Empirical Examination,” *The Journal of Futures Markets*, pp.409-431.
4. Kyrolainen, Petri, 2008, “Day Trading and Stock Price Volatility” *Journal of Economics and Finance*, Vol. 32(1), pp. 75–89.
5. Lebow, Marc I.; McLain, Michael P., 2000, “Paying the Piper: Some Tax Rules for Day Traders” , *Journal of Accountancy*, Vol. 190(4), p.115.
6. Silber, W. L., 1984, “Market Maker Behavior in an Auction Market: An Analysis of Scalpers in Futures Markets” . *Journal of Finance*, Vol. 39, pp.937-953.
7. Paul J. Seguin, 1990, “Stock volatility and margin trading” , *Journal of Monetary Economics*, Vol. 26(1), pp.101–121.

三、網路資訊

1. 中華民國證券商業同業公會

<http://www.csa.org.tw>

2. 台灣證券交易所

<http://www.twse.com.tw/ch>

3. 金融監督管理委員會全球資訊網

<http://www.fsc.gov.tw/ch/index.jsp>

4. 證券暨期貨市場發展基金會

<http://www.sfi.org.tw/index.aspx>

5. MBA 智庫百科

<http://wiki.mbalib.com/wiki>



著作權聲明

論文題目：現股當沖新制對市場及個股報酬率、週轉率與成交量影響效果
之研究

論文頁數：93 頁

系所組別：國際財務金融碩士在職專班

研究生：徐子舜

指導教授：古永嘉 博士

畢業年月：一〇四年六月

本論文著作權為徐子舜所有，並受中華民國著作權法保護。