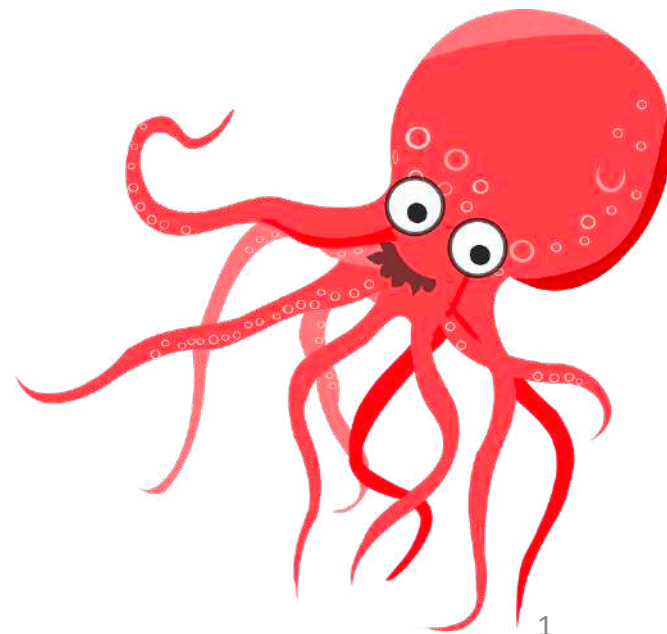


肢解大章魚

Dismembering the Octopus



機構投資者在市場的角色與行為

競爭法（反托拉斯）

競爭法（competition Law；獨占禁止法）是一種法律，透過規範企業的反競爭行為，以達成促進或維持市場競爭之目標

微軟在自家作業系統 Windows 中綁定瀏覽器軟體 Internet Explorer
，透過這種不正當的強制銷售使微軟得以獨佔瀏覽器市場



不希望競爭性市場變成一個壟斷市場

Cartel Model

- 禁止限制企業間自由貿易與競爭之協議或行為
- 禁止主導市場的公司濫用其主導力量之行為，或易於導致此類主導地位之反競爭行為
- 監督大型企業的合併與收購，包括部分合資企業

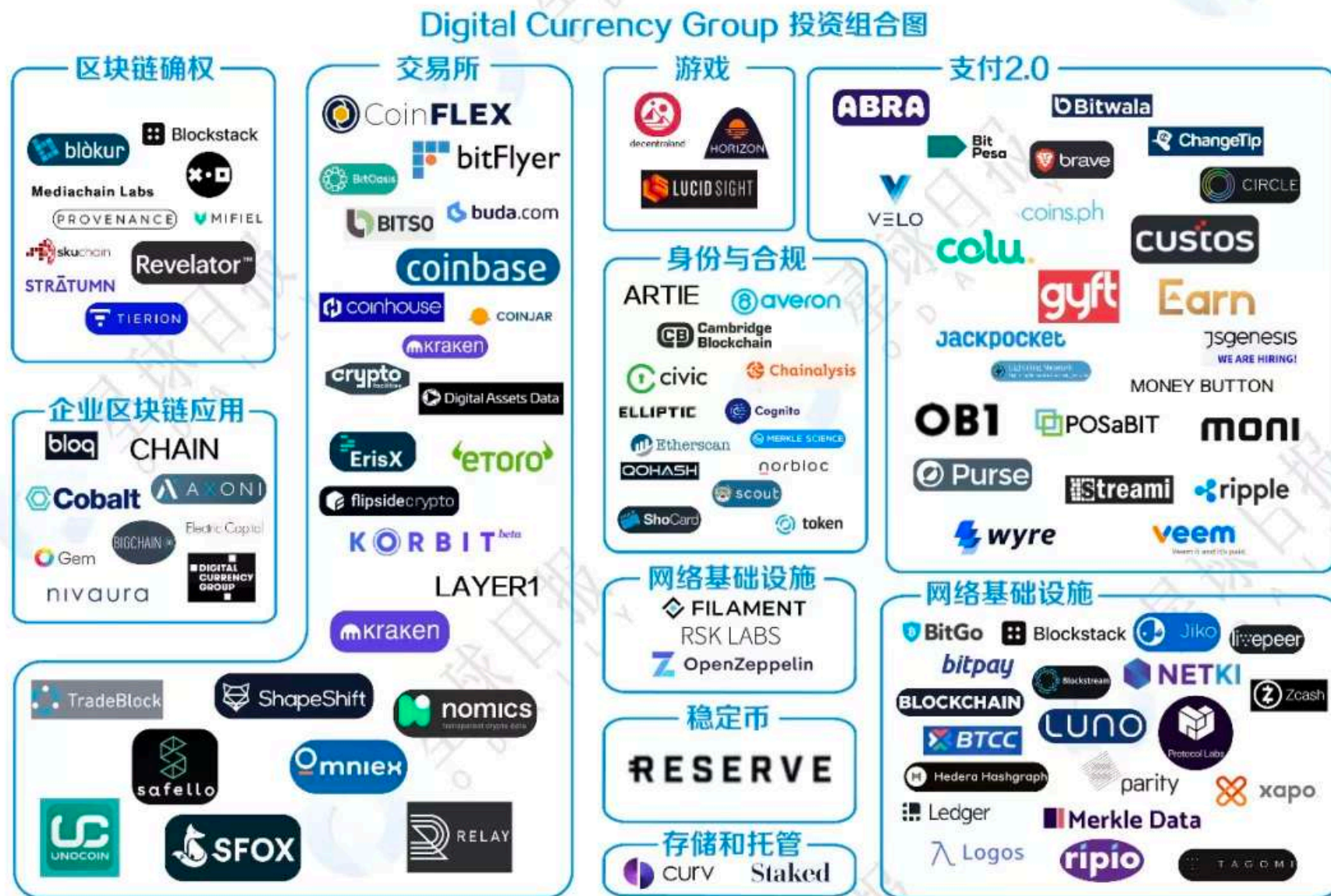


Investment Institution

機構投資

銀行，保險公司，投資公司，私募基金，投信機構，共同基金

投資組合



分散投資標的，保護投資人權益



水平持股

Horizontal shareholding



傾向整體產業利潤最大，
而非個別產業利益最大化

反對個別公司削價競爭
減損市場競爭

幣安創辦人趙長鵬對 VC 巨頭紅杉資本提告：「妨礙我進行幣安的後續融資、且損害我的個人名譽」



by **Ennio Y. Lu** — 2019-05-23 in 交易所 — 1 min read



反對個別公司削價競爭
減損市場競爭

投資法人佔股市比例由
1950 年的 7%，到 2017 年的
70-80%

銀行，航空業

雖然水平持股存在反競爭風險
但不等同結合或聯合

表 4-1 美国六大银行的五大股东

摩根大通	持有份额 (%)	美洲银行	持有份额 (%)	花旗集团	持有份额 (%)
黑石资本	6.4	伯克希尔 - 哈撒韦公司	6.9	黑石资本	6.1
先锋集团	4.7	黑石资本	5.3	先锋集团	4.5
道富公司	4.5	先锋集团	4.5	道富公司	4.2
富达集团	2.7	道富公司	4.3	富达集团	3.6
惠灵顿管理集团	2.5	富达集团	2.1	资本集团	2.4

富国银行	持有份额 (%)	美国银行	持有份额 (%)	PNC 银行	持有份额 (%)
伯克希尔 - 哈撒韦公司	8.8	黑石资本	7.4	惠灵顿管理集团	8.0
黑石资本	5.4	先锋集团	4.5	黑石资本	4.7
先锋集团	4.5	富达集团	4.4	先锋集团	4.6
道富公司	4.0	道富公司	4.4	道富公司	4.6
富达集团	3.5	伯克希尔 - 哈撒韦公司	4.3	巴罗汉利	4.0

實證 (密西根大學教授)

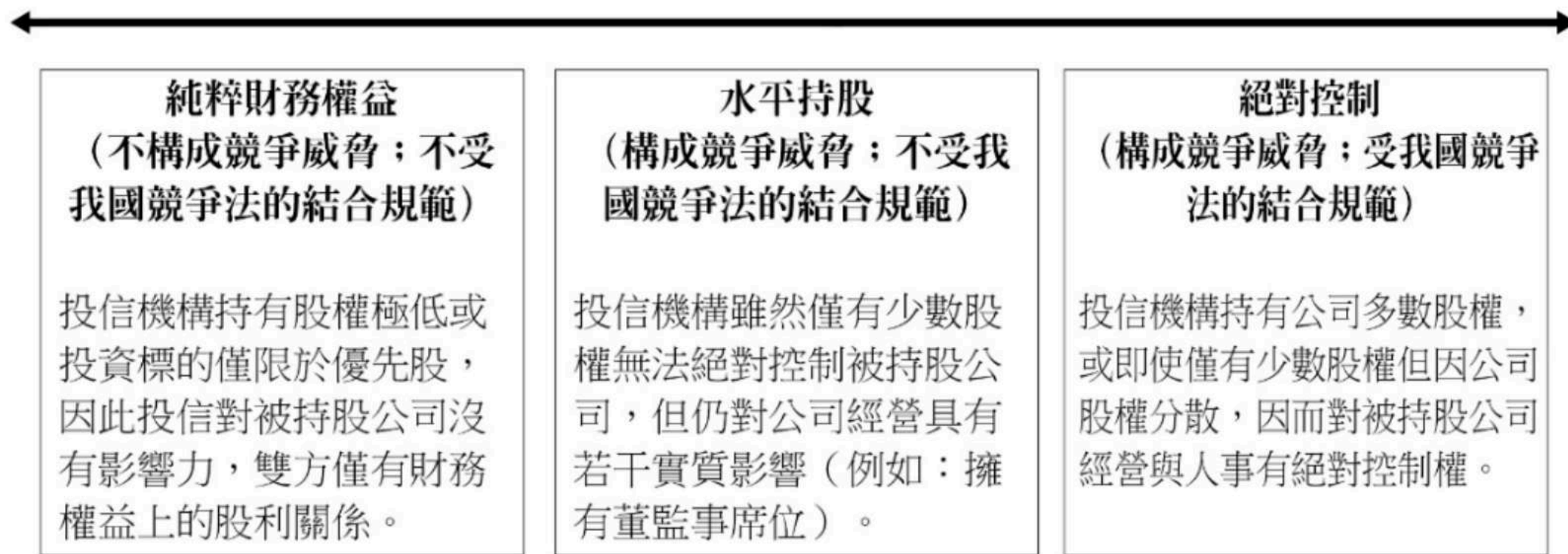


圖 2 水平持股對競爭的影響與競爭機關的管制權限

解決方案

- 同一產業，僅能持有一家事業股票，無持股比例限制
- 同一產業，若持多家股票，各公司持股不得超過 1%

市場集中度

Herfindahl-Hirschmann Index (MHHI)

（假設一）：某市場內有 4 家廠商，且市占率皆為 25%；

（假設二）：有 4 家基金且每家基金都擁有的這 4 家廠商股票，且該 4 家基金持股總和能夠控制 4 家廠商。這會使得 4 家基金經營目標都在於整體產業利潤最大。

只要每家基金對每家廠商都擁有相同比例的股份（例如：甲基金持有 4 家事業股權比重，每家持股皆為 2%；乙基金皆為 3%；丙基金皆為 4%；丁基金皆為 5%），則 MHHI 將達 10,000（ $\Delta\text{MHHI}=7,500$ ），與完全獨占相同。

$$\begin{aligned}\text{MHHI} &= \text{HHI} + \Delta\text{MHHI} = 2,500 + 10,000 \cdot \sum_j \sum_{k \neq j} s_j s_k \left(\frac{\sum_i \beta_{ij} \beta_{ik}}{\sum_i \beta_{ij}^2} \right) \\ &= 2,500 + 10,000 \times 0.25 \times \left(\frac{0.02^2 \times 12 + 0.03^2 \times 12 + 0.04^2 \times 12 + 0.05^2 \times 12}{0.02^2 \times 4 + 0.03^2 \times 4 + 0.04^2 \times 4 + 0.05^2 \times 4} \right) \\ &= 2,500 + 7,500 = 10,000.\end{aligned}$$

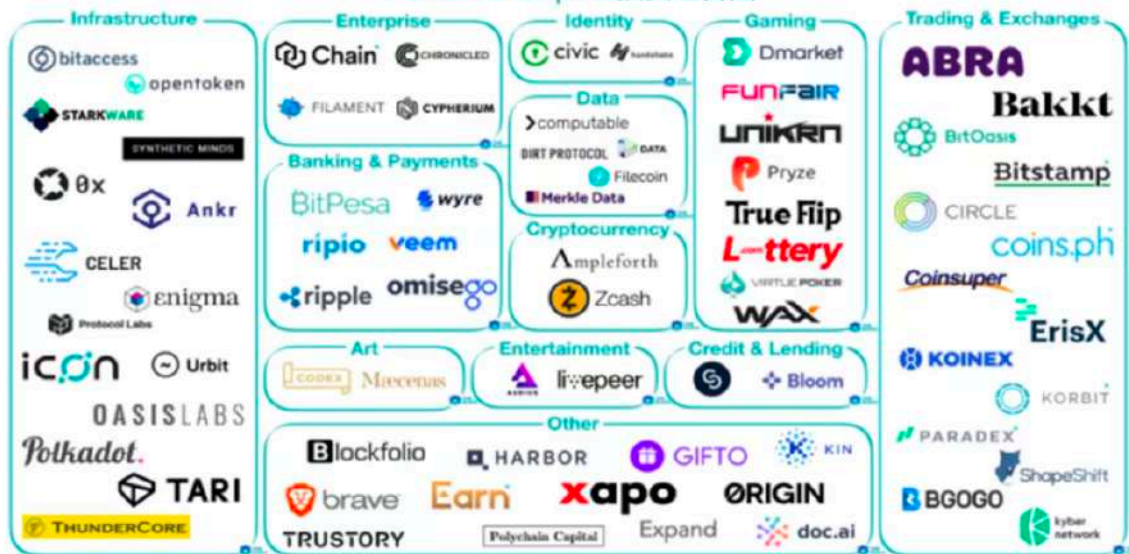
在 Posner et al.³¹ 文章的例子（4 家基金且每家基金都擁有的 4 家廠商股票）中，若投資機構甲僅針對特定廠商 A 持股較高，例如：5%，但對其他 3 家廠商 B、C、D 則僅持股 1%；投資機構乙僅針對廠商 B 持股較高（5%），對其他 3 家廠商 A、C、D 僅持股 1%；投資機構丙僅針對廠商 C 持股較高（5%），對其他 3 家廠商僅持股 1%；投資機構丁僅針對廠商 D 持股較高（5%），對其他 3 家廠商僅持股 1%。此時，各該投資機構會特別關注自己持股較高廠商的獲利，並傾向鼓勵該廠商降價競爭，進而使 ΔMHHI 由聯合獨占的 7,500 降到 3,214³²。又如果每家機構對特定廠商持股比例由 5% 提高到 10%，但其他 3 家持股比重仍維持 1%，則 ΔMHHI 會進一步降到 1,602³³。在極端的情形下，如果每家法人基金只擁有 1 家事業股份，則 ΔMHHI 降到 0。因此，只要投資機構持有股份的事業數目愈多、持有股份比例愈平均，則 ΔMHHI 愈高，對市場競爭的影響也就愈大。

³¹ Eric A. Posner, Fiona Scott Morton & E. Glen Weyl, *supra* note 4, 14.

³² $\Delta\text{MHHI} = 10,000 \times 0.25 \times \left(\frac{(0.05^2 \times 6 + 0.01^2 \times 6) \times 4}{(0.05^2 \times 1 + 0.01^2 \times 3) \times 4} \right) = 3,214$

³³ $\Delta\text{MHHI} = 10,000 \times 0.25 \times \left(\frac{(0.1^2 \times 6 + 0.01^2 \times 6) \times 4}{(0.1^2 \times 1 + 0.01^2 \times 3) \times 4} \right) = 1,602$

Pantera Capital 投资组合图



Polychain Capital 投资组合图



Andreessen Horowitz 投资投资图



Digital Currency Group 投资组合图



Blockchain Capital 投资组合图



Thanks for listening!