

國立中央大學

財務金融學系

碩士論文

隔日沖證券商分點淨買賣超對股價走勢後續之

影響

以台灣股市生技股為例

研究生：祝煜盛

指導教授：賴弘能 博士

中 華 民 國 1 1 2 年 0 6 月

國立中央大學圖書館學位論文授權書

填單日期：2023 / 07 / 22

2019.9 版

授權人姓名	祝煜盛	學 號	110458016
系所名稱	財務金融學系	學位類別	<input checked="" type="checkbox"/> 碩士 <input type="checkbox"/> 博士
論文名稱	隔日沖證券商分點淨買賣超對股價走勢 後續之影響以台灣股市生技股為例	指導教授	賴弘能

學位論文網路公開授權

授權本人撰寫之學位論文全文電子檔：

• 在「國立中央大學圖書館博碩士論文系統」。

(V) 同意立即網路公開

() 同意 於西元_____年_____月_____日網路公開

() 不同意網路公開，原因是：_____

• 在國家圖書館「臺灣博碩士論文知識加值系統」

(V) 同意立即網路公開

() 同意 於西元_____年_____月_____日網路公開

() 不同意網路公開，原因是：_____

依著作權法規定，非專屬、無償授權國立中央大學、台灣聯合大學系統與國家圖書館，不限地域、時間與次數，以文件、錄影帶、錄音帶、光碟、微縮、數位化或其他方式將上列授權標的基於非營利目的進行重製。

學位論文紙本延後公開申請 (紙本學位論文立即公開者此欄免填)

本人撰寫之學位論文紙本因以下原因將延後公開

• 延後原因

() 已申請專利並檢附證明，專利申請案號：

() 準備以上列論文投稿期刊

() 涉國家機密

() 依法不得提供，請說明：_____

• 公開日期：西元_____年_____月_____日

※繳交教務處註冊組之紙本論文(送繳國家圖書館)若不立即公開，請加填「國家圖書館學位論文延後公開申請書」

研究生簽名：

祝煜盛

指導教授簽名：

賴弘能

*本授權書請完整填寫並親筆簽名後，裝訂於論文封面之次頁。

隔日沖證券商分點淨買賣超對股價走勢後續之影響

以台灣股市生技股為例

中文摘要

在 2020 年，全球受到新冠肺炎疫情的肆虐，這是一場影響深遠的黑天鵝事件，對眾多產業造成了嚴重的打擊。隨著疫情的擴散，它逐漸波及東亞周邊、歐美乃至全球各地。在這樣嚴峻的環境下，如何進行投資成為一個值得深思的問題。股票市場的投資分析主要包括「基本面」、「技術面」和「籌碼面」。本研究的主要焦點是籌碼面分析，利用著名的隔日沖證券商分點買賣日報表，探討預測台股交易訊號的可行性。我們希望透過對這些資料的分析，能夠洞察台灣股市個股未來的走勢，並以此作為投資的參考依據。

本研究樣本時間為 2020 年 3 月 2 日至 2020 年 7 月 1 日共 83 個交易日，共挑選了 8 家著名隔日沖證券商分點作為實驗組與 15 家非著名隔日沖證券商分點作為對照組，另擷取 16 家上市櫃生技公司作為分析依據，探討著名隔日沖證券商分點與非著名隔日沖證券商分點淨買賣超對股價走勢後續影響的關聯性及兩者間是否存在從眾效應之關係。從研究結果發現，著名隔日沖證券商分點淨買賣超對股價走勢後續影響明顯高於非著名隔日沖證券商分點淨買賣超對股價走勢後續影響並且兩者間確實存在從眾效應。根據結果指出，著名隔日沖證券商分點的買進及賣出金額越高，越會吸引投資人關注，並連帶影響短期內個股股價走勢。

關鍵詞：隔日沖證券商分點、分點買賣日報表、股價走勢、交易訊號、籌碼面、從眾效應

The Impact of the Next Day's Famous of Securities Firms Net Overbought and Oversold on the Subsequent Trend of Stock Prices - A Case Study of Biotech Stocks in Taiwan Stock Market

英文摘要

In 2020, the world was hit hard by the COVID-19 pandemic, which was a profound and far-reaching black swan event that severely impacted numerous industries. As the pandemic spread, it gradually affected not only East Asia but also the surrounding regions, Europe, the Americas, and various parts of the world. In such a challenging environment, how to approach investments became a thought-provoking question.

Investment analysis in the stock market primarily involves fundamental analysis, technical analysis, and stock stake holding analysis. This study focuses primarily on stock stake holding analysis, specifically utilizing the well-known next-day trading data from securities firms to explore the feasibility of predicting trading signals in the Taiwan stock market. Through the analysis of this data, we aim to gain insights into the future trends of individual stocks in the Taiwanese market, providing a reference for investment decisions.

The sample period for this study was from March 2, 2020, to July 1, 2020, covering a total of 83 trading days. Eight well-known next-day trading date was selected as the experimental group, while 15 non-well-known next-day trading date was chosen as the control group. Additionally, 16 listed biotech companies were selected as the basis for analysis. The objective of this study is to investigate the relationship between the subsequent impact of net buying and selling by well-known and non-well-known next-day trading data on stock price trends, as well as to examine whether there is a herding effect between the two groups.

The result revealed that the well-known next-day trading data from securities firms had a more significant impact on the subsequent stock price trends compared to the non-well-known next-day trading data. Furthermore, there is evidence of a herding effect between the two groups. The results indicated that higher buying and selling amounts in the well-known next-day trading data attracted more attention from investors and subsequently influenced the short-term stock price movements of individual stocks.

Keywords: Next-day trading data from securities firms, securities firms day trading report, stock price trends, trading signals, stock stake holding analysis, herding effect.

致謝

我要感謝指導教授賴弘能博士對我耐心的教導與指引，用自身的寶貴時間，從最早論文题目的訂定到論文內容的撰寫，教授總是很有耐心地指導並給予我寶貴的建議，讓我在撰寫論文的過程中受益良多，也感謝口試委員吳庭斌教授及翁培師教授提供許多建議讓我對此篇論文有更深入的理解，另外也要感謝翁培師教授提供分點買賣報表資料給我當作資料庫。

專班的學習氛圍和同學間的互動也是令我印象深刻的，在這個專班中，同學們來自各式各樣的行業及成長背景，每個人都有自己豐富的經驗和見解，在課堂上，同學們能夠互相交流和討論，分享各自的觀點和經驗，這種互動不僅促進了我們對課程內容的理解，還激發了我們的創造力和思考能力。同學間的交流和合作也讓我建立了寶貴的人脈關係，這對我未來的職涯發展有著重要的影響。

最後要感謝我的家人一直在背後默默支持我，在兩年的學習時間中，面臨著尋找工作與學習之間的平衡，有家人不時的給我鼓勵及關心，並且在必要時提出適當的建議，使我在求學的這條道路上更加順利。這是我即將畢業的一刻，回顧我在財金系碩士在職專班的學習歷程，財金系碩士在職專班對我來說是一個寶貴的學習機會和成長平台，透過這個專班，讓我能夠在職場的同時，進一步深造和提升自己的專業能力，讓我不僅獲得了專業知識和技能，還建立了人脈關係並拓寬了我的視野。

目錄

中文摘要.....	ii
英文摘要.....	iii
致謝.....	iv
圖目錄.....	vi
表目錄.....	vii
第一章 緒論.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究動機與目的.....	2
第二章 台灣股市概況及相關文獻探討.....	5
2.1 台灣股市概況.....	5
2.2 影響股價波動因素之文獻探討.....	7
第三章 研究方法.....	10
3.1 研究資料來源.....	10
3.2 迴歸模型及變數定義說明.....	11
第四章 實證結果與分析.....	16
4.1 實證結果.....	16
第五章 結論與建議.....	24
5.1 結論與建議.....	24
第六章 參考文獻.....	26

圖目錄

圖 1 近 6 年台股開戶情形	1
圖 2 台股每月交易人數	6
圖 3 台灣加權股價指數近 10 年走勢	6

表目錄

表 1 投資人類別交易比重統計表.....	3
表 2 股票市場從眾理論之相關文獻.....	9
表 3 本研究標的清單.....	11
表 4 自變數敘述統計量.....	14
表 5 亞諾法生技股份有限公司敘述統計量.....	15
表 6 OLS 檢定結果-著名隔日沖證券商分點.....	17
表 7 OLS 檢定結果-非著名隔日沖證券商分點-同券商	18
表 8 OLS 檢定結果-非著名隔日沖證券商分點-鄰近券商	20
表 9 著名與非著名隔日沖證券商分點關連性 OLS 檢定結果-同券商.....	21
表 10 著名與非著名隔日沖證券商分點關連性 OLS 檢定結果-鄰近券商.....	22
表 11 「著名隔日沖證券商分點」及「非著名隔日沖證券商分點」與股價報酬 率.....	23
表 12 「著名隔日沖證券商分點」及「非著名隔日沖證券商分點」買賣超金額 關聯性.....	23

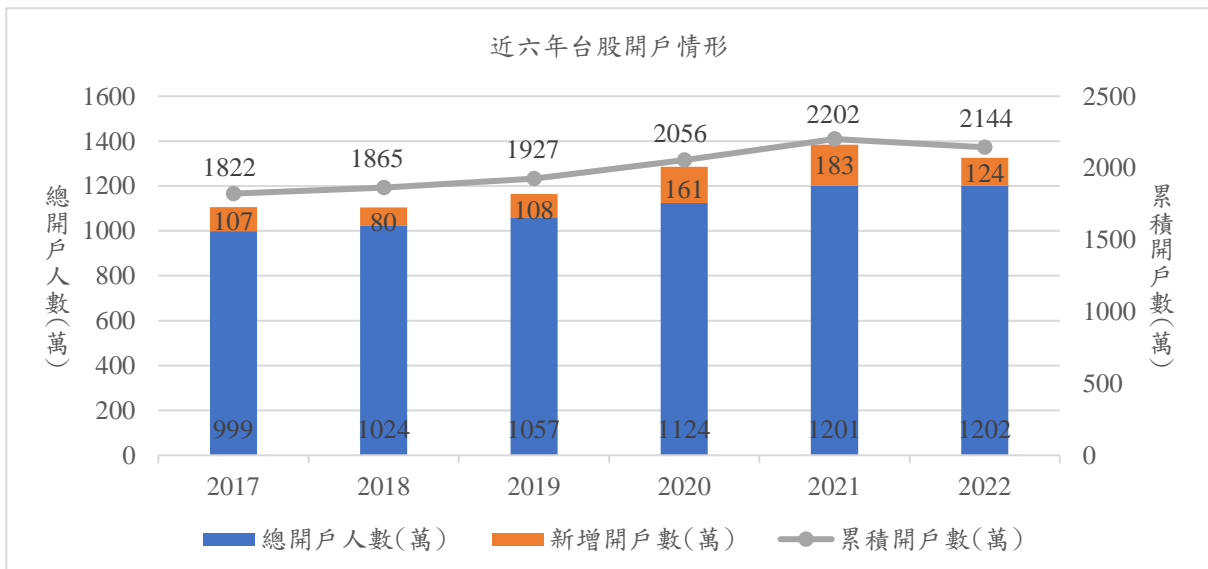
第一章 緒論

1.1 研究背景

在投資學的領域中涵蓋了許多不同層面的理論與實務，投資議題經常涉及許多意想不到的暗藏因素與風險。特別是在 2020 年全球爆發新冠肺炎危機後，全球經濟局勢發生了重大變化，各種不同的產業遭受到了嚴重的衰退及損失。投資的最終目的就是希望能夠賺錢，因此我們想了解如何能在證券投資市場中尋找長期、穩定的投資管道。

截至 2022 年底上市股票總市值達 48.69 兆元，根據圖 1 可以發現總開戶人數已成長至 2,144 萬，新增開戶數 124 萬，無論是新增開戶數及累積開戶數皆逐年上升，顯示投資人積極參與股票市場。

圖 1 近 6 年台股開戶情形



資料來源：台灣證券交易所

在這個資訊傳遞快速的年代，每天都有各式各樣的因子在市場流動，這些因子會影響投資者的情緒及決策。隨著數位科技的快速發展，投資環境變得更加便利，下單更加方便，資訊揭示程度更深入廣泛，交易手續費也更低廉，這些因素已經顯著地影響了國內投資者的交易頻率。另外，效率市場假說是假定金融市場中個體的行為皆為理性，追求效用極大化。然而，市場上的投資人行為不一定為理性，實際上，投資人的投資行為時常受他人的影響，投資人模仿其他人的投資決策，忽略個人意志，雖然從社會的角度出發看此行為是無效的，但是相對於投資人而言卻是合理的。資本市場上，在投資群體中，單一投資人依據其他投資人的行動而行動，同時進行買進或是賣出的行為，此投資人之間相互影響的行為即是「從眾效應」。

1.2 研究動機與目的

投資人近入股票市場中，主要目的就是為了賺取超額利潤。台灣股票市場結構可以分為三大法人及其他投資戶，其中三大法人中又以外資最具資金實力，然而，除了三大法人之外，其他投資戶的交易量佔了台灣股票市場總成交量將近六成，如下表 1，最高峰時甚至將近七成，絕對是台灣股票市場活絡的重要來源。

表 1 投資人類別交易比重統計表

年度	本國自然人	本國法人	僑外自然人	僑外法人
2022	58.3	10.43	0.04	31.23
2021	67.99	8.15	0.05	23.81
2020	62.07	11.24	0.05	26.64
2019	58.18	14.16	0.03	27.63
2018	59.74	13.95	0.04	26.26
2017	59.37	14.69	0.04	25.9
2016	51.98	17.57	0.02	30.43
2015	53.27	0.02	0.02	28.36
2014	58.8	17.41	0.03	23.76
2013	59.16	16.17	0.03	24.64
2012	62.04	15.45	0.03	21.78
2011	62.74	15.45	0.04	18.43

資料來源：台灣證券交易所

在盤後的公開資訊並沒有顯示「個人」投資者的進出動態，僅以各證券商分公司的買賣日報表方式呈現，其內容有成交張數及成交價位，因此，本研究將報章雜誌及社群中被廣泛討論的著名隔日沖證券商分點列為主要觀察對象，以檢視這些特定證券分公司的買賣行為是否影響股票標的的價格走勢，我們稱為市場「主力券商」。

在各大財金新聞、財金報章雜誌及財金專欄作家內容皆可以看到大家在討論「主力券商」，如高碩圻(2015)、郭宜欣(2021)、馬琬淳(2022)及尚清林(2021)、(2022)等內容皆可看見相關討論內容。

過去文獻中，在籌碼面大多都是探討三大法人的買賣對於股價格後續走勢的影響，相比之下，較少有研究探討著名隔日沖證券商分點的交易行為對股價後續走勢的影響，我們可以透過這些特殊的證券商分點的買賣行為，分析在特定期間內某檔個股累積買入及累積賣出前幾名的證券商分點，進一步運用「從眾效應」來解釋，透過對這些資訊的延伸計算，即可追蹤及分析這些主力證券商分點對個股的影響，這正是本研究所希望了解的部分。

本研究共挑選了 8 家著名隔日沖證券商分點作為實驗組與 15 家非著名隔日沖證券商分點作為對照組，另擷取 16 家上市櫃生技公司作為分析依據，探討著名隔日沖證券商分點與非著名隔日沖證券商分點淨買賣超對股價走勢後續影響的關聯性及兩者間是否存在從眾效應。從研究結果發現，著名隔日沖證券商分點淨買賣超對股價走勢後續影響明顯高於非著名隔日沖證券商分點淨買賣超對股價走勢後續影響並且兩者間確實存在從眾效應。

本研究架構依序為緒論、台灣股市概況及相關文獻探討、研究方法、實證結果與分析，最後一部分為結論與建議。

第二章 台灣股市概況及相關文獻探討

2.1 台灣股市概況

股票市場的規模，通常與經濟發展有著密切的關係，當國家經濟活動力強盛時，人民所得水準會跟著提高，民眾會替資金尋找投資的出口；相對的，當企業規模因經濟體強盛而擴大，需要更多資金加強國際競爭力，因此股票市場有其存在的必要性及重要性。由上表 1 及下圖 2 可看出，一般散戶投資人占大部分台灣股票市場成交比重高，且台灣股票市場近年來每個月交易人數介於 250 萬至 300 萬人數之間，說明股票市場是大多數台灣投資人熱衷且主要的投資管道，同時也替台灣企業籌措資金提供更多的便利性。

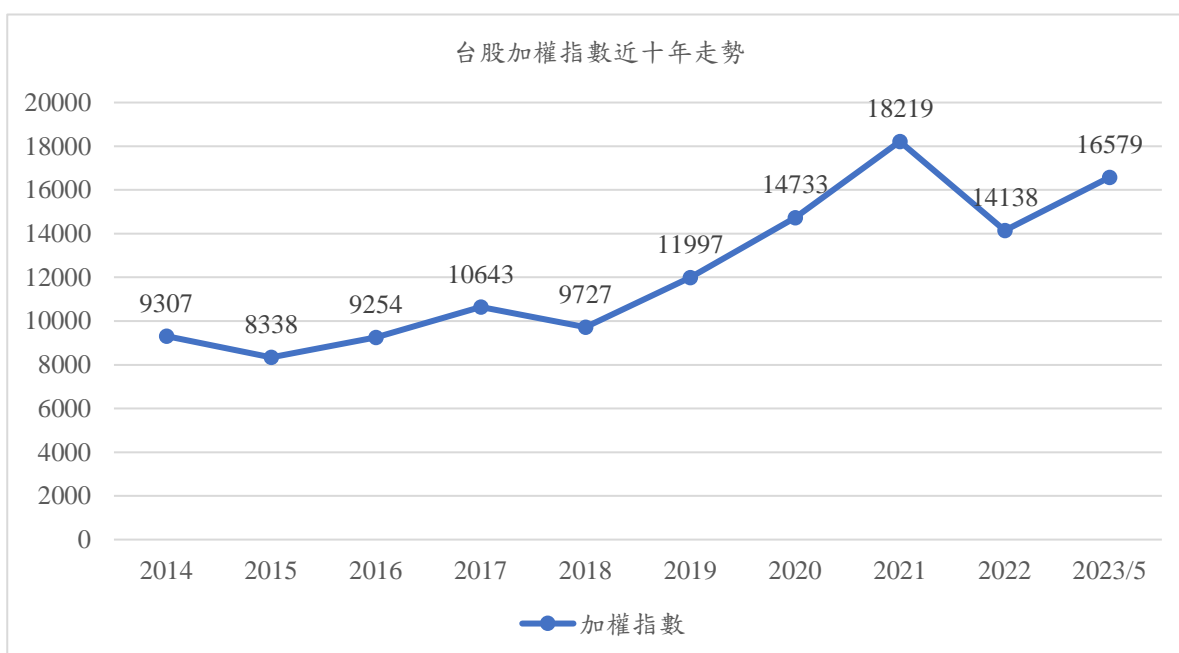
綜觀台灣加權股價指數近十年長期的走勢，一直以來，因為經濟增長、低利率環境、投資者信心及科技技術的進步導致台灣加權股價指數不斷攀升，從圖 3 中可以看到台灣加權股價指數隨著時間逐步的上升，表現出多頭操作力道較為明顯。

圖 1 台股每月交易人數



資料來源：台灣證券交易所

圖 2 台灣加權股價指數近 10 年走勢



資料來源：台灣證券交易所

2.2 影響股價波動因素之文獻探討

目前行為財務學的研究領域中把投資人的決策行為、決策模式及心理層面的條件都納入其中，進而研究金融市場的各種現象，希望可以藉此更了解金融市場、股價的波動及股票報酬等因素。心理層面的變化可能會影響決策模式進而反映在決策行為上，最早期的 John Maynard Keynes(1936)對於從眾的心理進行深度探討，認為投資人是受到群眾心理的驅動而做出投資決策。Nofsinger and Sias(1999)把投資人在某段特定期間具有一窩蜂進行同方向交易行為的傾向定義為從眾。過往研究藉由可觀察的現象中，衡量投資人情緒，以探討對金融市場的影響。

因此，以下將針對股票市場中從眾理論回顧相關文獻。有顯著從眾現象的文獻整理如下：

Chang, Cheng, and Khorana(2000)修正橫斷面報酬標準差(Cross-sectional standard deviation, CSSD)模型導入 CAPM 觀念，實證結果顯示，日本股市在下跌時有從眾行為，而新興市場中南韓及台灣有顯著的從眾現象。

林雋琦(2001)以國內股票市場中個別股價波動與共同基金持股交易為研究對象，分別以 CSSD、橫斷面報酬絕對差(Cross-sectional absolute standard deviations, CSAD)模型及(Lakonishok, Shleifer, and Vishny, LSV)指標衡量國內股票市場從眾現象與共同基金從眾交易行為之間的相關程度，並以(Vector Autoregressions, VAR)分析其時間落差關係，結果顯示，國內股票市場之共同基金，存在有依據資訊瀑布流所產生之從眾行為。

黃玉娟和江宏儒(2003)利用二項式檢定、向量自我迴歸模型、一般化衝擊反應分析等方法，探討機構投資人對市場報酬的影響及交易行為，並延伸探討機構投資人間的跨市場影響，實證結果發現，每個國家間存在從眾不對稱現象。

許榮邦(2010)使用狀態空間模型分析台灣股票市場 1998 年 1 月 3 日至 2009 年 12 月 31 日間 310 家上市公司從眾行為與投資人情緒之間的關聯，並利用 Granger 因果關係檢定，研究結果發現，在台灣整體股票市場及個別產業，投資人都有顯著從眾現象、且重大事件會影響台灣投資人的從眾行為。

詹致齊(2014)以台灣上市公司為樣本，採用 CSSD 模型，衡量台灣股票市場於極端波動下的離散程度，以及使用 CSAD 模型，衡量台灣股票市場於整體市場上漲區間及整體市場下跌區間的離散程度，研究結果顯示，台灣整體市場皆具有從眾行為之現象，而在市場極端波動區間則不具有從眾行為之現象。

林家豪(2011)利用 CSSD 與 CSAD 模型探討國內股市是否有個股股價報酬率趨向與整體市場報酬率集中之齊漲齊跌的從眾現象，研究結論發現台灣股市投資人有追隨市場齊漲齊跌的從眾現象。

林靜文(2021)以臺灣上市公司為研究對象，採用 CSAD 模型，衡量各類股在疫情爆發前後是否存在顯著從眾行為。實證結果顯示，疫情的爆發皆加劇了化學生技醫療類股的從眾行為，為疫情期間最不穩定之產業；而金融保險類股則屬於相對穩定的產業，在疫情爆發期間始終維持非從眾，可作為非常時期的防禦型產業。

Weng, Wu, Tsai, and Li(2021)以中國商品期貨為研究對象，衡量投資者關注度對中國商品期貨收益和波動性的影響，使用網路關鍵字搜索量作為投資者關注度的替代指標，研究結果發現，投資者關注度與收益和波動性呈現正向的關係。

表 2 股票市場從眾理論之相關文獻

作者	年度	模型	市場/投資人	實證結果
Chang, et al.	2000	修正 CSSD 模型導入 CAPM 觀念	日本、南韓、台灣等股市	日本股市下跌時有顯著從眾行為，南韓、台灣股市有顯著的從眾現象。
林雋琦	2001	CSSD、CSAD、LSV 模型	台灣上市公司櫃公司	台灣股票市場之共同基金，存在有依據資訊瀑布流所產生之從眾行為。
黃玉娟和江宏儒	2003	二項式檢定、向量自我迴歸模型、一般化衝擊反應分析	機構投資人	每個國家存在從眾不對稱現象。
許榮邦	2010	狀態空間模型、Granger 因果關係檢定	台灣上市公司	台灣股票市場投資人有顯著從眾現象；重大事件會影響台灣投資人的從眾行為，特別是政治事件。
林家豪	2011	CSSD、CSAD 模型	台灣上市公司櫃公司	灣股市投資人有追隨市場齊漲齊跌的從眾現象。
詹致齊	2014	採用 CSSD 模型、CSAD 模型	台灣上市公司	台灣整體市場皆具有從眾行為之現象，而在市場極端波動區間則不具有從眾行為之現象。
林靜文	2021	CSAD 模型	台灣上市公司	疫情的爆發皆加劇了化學生技醫療類股的從眾行為，為疫情期間最不穩定之產業；而金融保險類股則屬於相對穩定的產業。
Weng, et al.	2021	網路關鍵字搜索量作為投資者關注度的替代指標	中國商品期貨	投資者關注度與收益和波動性呈現正向的關係。

綜合上述相關文獻的研究結果，可以解釋股票市場中一些股價走勢變動的異常現象。在台灣的股市結構中，散戶佔據了主要的比例，散戶的投資行為往往受到情緒和從眾效應的影響，直接依據片面的資訊進行交易，而這些非理性的行為可能導致股價出現異常波動。其中，一些非理性投資人表現出明顯的從眾行為，這導致市場上非理性的投資行為不斷發生。藉由證券交易所提供的每日的各證券分公司的盤後買賣日報表，搭配個股股價當日的變化，加上了解從眾行為的影響，並制定更明智的投資策略，應該會有助於提高投資人的獲利機會。

第三章 研究方法

3.1 研究資料來源

本研究目的是分析證券商分點淨買賣超金額及著名隔日沖證券商分點與非著名隔日沖證券商分點是否存在從眾效應，蒐集臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心內的上市、櫃中的生技類股共 16 家公司作為觀察對象，因這 16 家公司是在疫情期間相對熱門的標的，資料頻率為日頻率。

著名與非著名證券商分點淨買賣超金額資料來源為證券交易所分點買賣日報表，淨買超為該證券商分點對該標的看多，淨賣超為該證券商分點對該標的看空，價報酬率為除息調整後報酬，資料來源為 TEJ。

下表 3 所示為生技股公司及其股本，此 16 家公司為生產產品涵蓋口罩、疫苗、醫療器材等，故以此 16 家公司為樣本觀察值。樣本期間為 2020 年 3 月 2 日至 2020 年 7 月 1 日，共 83 個交易日，因此期間為疫情最嚴重時期且同時為生技類股中上漲的主要時間，樣本筆數為 30,544 筆。

表 3 本研究標的清單

證券代碼	名稱	產業別	股本(億元)
1720	生達	TSE 生技醫療	17.87
1734	杏輝	TSE 生技醫療	16.77
1752	南光	TSE 生技醫療	10.10
1760	寶齡富錦	TSE 生技醫療	8.57
1783	和康生	TSE 生技醫療	8.47
1786	科妍	TSE 生技醫療	6.70
1795	美時	TSE 生技醫療	26.26
3176	基亞	OTC 生技醫療	13.94
4128	中天	OTC 生技醫療	51.11
4133	亞諾法	TSE 生技醫療	60.55
4142	國光生	TSE 生技醫療	42.95
4147	中裕	OTC 生技醫療	25.25
4726	永昕	OTC 生技醫療	20.54
4743	合一	OTC 生技醫療	39.18
6472	保瑞	OTC 生技醫療	7.74
6547	高端疫苗	OTC 生技醫療	32.84

3.2 迴歸模型及變數定義說明

本研究首要目的在於衡量台灣股票市場上散戶投資人是否具有從眾行為之現象，採用最小平方法(Ordinary Least Squares，OLS)，提供投資人投資股票市場的參考依據。

一般來說，實證預測模型的線性模式以迴歸分析方法最為普遍。迴歸分析即是利用歷史資料建構出自變數與應變數之間的關係，進一步從自變數來預測應變數。而迴歸分析一般分為簡單迴歸與多元迴歸兩種，其模式分別如下，而本研究主要以簡單迴歸為主。本研究先單以淨買賣超金額做為影響股票報酬率的單一因子，即以淨買賣超金額多寡評斷該分點對股票的熱門程度，故簡單迴歸分析較適合本研究之運行。

$$\text{簡單迴歸分析：} Y = b_0 + b_1 X + \varepsilon_t$$

$$\text{其中：} \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_t^2)$$

本文模型設定如下：

$$R_{i,t} = b_0 + b_1 LOCAL_{i,t}^F + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$R_{i,t} = b_0 + b_1 LOCAL_{i,t}^{UF} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\sum_{i=0}^n LOCAL_{i,t}^{UF} = b_0 + b_1 \sum_{i=0}^n LOCAL_{i,t-1}^F + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

本研究所使用之實證資料，是採用台灣上市櫃生技類股，探討著名隔日沖證券商分點淨買賣超及非著名隔日沖證券商分點淨買賣超與股價報酬率之間的關係及兩者是否存在從眾效應。

在著名與非著名隔日沖證券商分點淨買賣超與股價報酬率的關係中，應變數 $R_{i,t}$ 為第 i 檔股票在第 t 日的報酬率，自變數 $LOCAL_{i,t}^F$ 及 $LOCAL_{i,t}^{UF}$ 分別為著名隔日沖證券商分點 8 家及非著名隔日沖證券商分點 15 家的當日淨買賣超金額，時間皆為 t 。

另在著名與非著名隔日沖證券商分點是否存在從眾效應的關係中， $\sum_{i=0}^n LOCAL_{i,t}^{UF}$ 為非著名隔日沖證券商分點拆成同券商及鄰近券商淨買賣超金額之個別加總， $\sum_{i=0}^n LOCAL_{i,t-1}^F$ 則為著名隔日沖證券商分點淨買賣超金額之加總；時間的部分非著名隔日沖證券商分點淨買賣超金額為 t ，而著名隔日沖證券商分點淨買賣超金額為 $t-1$ 。

自變數中著名隔日沖證券商分點定義為，透過財訊雙週刊、工商時報、非凡新聞及財金專欄作家提到著名隔日沖證券商分點為參考依據。如郭宜欣(2021)、蔡宗倫(2021)、葉俞璘(2018)及尚清林(2021、2022)。

非著名隔日沖證券商分點定義則分為兩種類型，第一種為限制與著名隔日沖證券商分點為同證券商，同證券商內距離較近的分公司優先選擇，距離的參考依據即參考 Google Map 內的兩者距離為主，其中，著名隔日沖證券商分點內的樣本含有美商美林證券，該證券為美國最大證券商，故在同證券商樣本內取同樣為日本最大證券商野村證券為參考依據；第二種則為著名隔日沖證券商分點周圍鄰近的證券商，不考慮是否為同券商，距離較近的證券商分點優先納入選擇，距離的參考依據同樣參考 Google Map 內的兩者距離為主。

本研究自變數敘述統計量如下表 4 所示；亞諾法生技股份有限公司之自變數敘述統計量如表 5，因該公司為樣本中股本最大之公司，股本為 60.55 億，主要從事抗體與蛋白質的研發、製造及銷售，為全球最大的抗體及重組蛋白製造公司。產品營收比重為：抗體 63%、蛋白質 16%、其他與 COVID-19 相關 21%。其結果應較具參考性。

可以觀察到無論是整體來看還是單獨以亞諾法生技股份有限公司來觀察，皆可以觀察到平均數、最小值及最大值的數字，著名隔日沖證券商分點較非著名隔日沖證券商分點高。

表 4 自變數敘述統計量

單位：千元

著名隔日沖證券商分點				
自變數	平均數	標準差	最小值	最大值
富邦建國	189.6	38,386.80	-164,761.40	104,086.10
元大永寧	-461.2	3,269.60	-12,913.50	5,991.30
元富經紀部	35.1	15,916.90	-98,394.40	53,414.30
美林	1,243.40	24,512.30	-74,961.40	91,100.20
凱基台北	-3,284.30	34,084.70	-122,865.80	159,284.60
凱基松山	-679.1	15,810.40	-63,212.70	52,947.20
凱基虎尾	2.1	4,713.80	-20,172.70	25,411.20
富邦虎尾	-281.7	18,900	-83,348.50	87,708.20
非著名隔日沖證券商分點-同券商				
自變數	平均數	標準差	最小值	最大值
富邦敦南	928.9	4,786.20	-12,865.90	22,337.50
元大板橋	133.5	10,088.90	-64,771.90	21,455.60
元富敦南	-1,376.40	6,048.10	-35,742.20	11,285.50
野村	-2,525.30	56,623.90	-286,221.10	147,159.40
凱基中山	333.6	5,545.30	-11,945.30	17,992.50
凱基敦北	-107	2,276.10	-8,836.20	9,480.70
凱基斗六	8.3	23,946.30	-114,639.80	108,143.20
富邦北港	-461.2	3,269.60	-12,913.50	5,991.30
非著名隔日沖證券商分點-鄰近券商				
自變數	平均數	標準差	最小值	最大值
台新建北	868.8	9,000.40	-44,624.60	23,394.90
統一土城	-251.6	1,921.80	-5,580.50	5,175.10
兆豐大安	-157.7	5,378.40	-22,426.60	22,199.10
華南世貿	-71	1,805.90	-4,724.10	10,646
日盛南京	481.6	7,419.10	-26,709.10	41,500.60
群益松山	-1.8	2,073.60	-9255	8,182.30
兆豐虎尾	301.1	15,555.30	-37,908.50	94,150.60

表 5 亞諾法生技股份有限公司敘述統計量

單位：千元

著名隔日沖證券商分點				
自變數	平均數	標準差	最小值	最大值
富邦建國	816.9	12,092.20	-41,394.80	98,126.90
元大永寧	-264.5	18,457.70	-102,252.80	80,895.50
元富經紀部	35.3	939	-3,494.20	3,694.60
美林	39.4	3,681.80	-11,582.20	13,078.90
凱基台北	-486.8	8,262.50	-55,771.80	27,042.30
凱基松山	46.7	933.6	-3,836.10	3,581.20
凱基虎尾	15.7	667.3	-2,431.30	2,504.80
富邦虎尾	28.2	3,209.30	13,134.40	-10,483.50
非著名隔日沖證券商分點為例-同券商				
自變數	平均數	標準差	最小值	最大值
富邦敦南	13	465	-1,243.80	1,249.20
元大板橋	36.8	864.4	-2,822	4,391.30
元富敦南	11.4	404.5	-1,694.20	1,661.30
野村	-18.1	7,958.50	-51,878.30	16,305.80
凱基中山	27.5	1,660.80	-6,366.10	5,811.60
凱基敦北	12.5	337.3	-1,192.60	936.1
凱基斗六	32.5	475.3	-1,373.40	2,486.90
富邦北港	-21.5	698.4	-2,116.80	2,655.30
非著名隔日沖證券商分點為例-鄰近券商				
自變數	平均數	標準差	最小值	最大值
台新建北	39.1	4,137.10	-16,682.40	14,887.60
統一土城	-7	872.4	-3,868.10	3,305.30
兆豐大安	-16.5	344.7	-1,498.50	1,234.60
華南世貿	3.9	258.7	-951.1	1,127.20
日盛南京	3.2	525.6	-3,050.10	3,054.10
群益松山	7.3	513.8	-2,255.50	2,539.50
兆豐虎尾	-0.9	1,314.90	-6,475.40	6,383.60

第四章 實證結果與分析

4.1 實證結果

本研究取 16 家生技公司所有實證結果整理如表 6、表 7、表 8，其中取生技股中的亞諾法生技股份有限公司舉例說明，因該公司為樣本中股本最大之公司，由研究結果可知，著名隔日沖證券商分點的顯著個數為 5，比例為 62.5%，高於非著名隔日沖證券商分點(同券商)個數 4，比例為 50%及非著名隔日沖證券商分點(鄰近券商)個數 2，比例為 25%。

實證結果發現，台灣股市中生技股在短時間的交易過程中，「著名隔日沖證券商分點」的買賣行為與股價報酬率關係利用前一章節所提到的模型 1 及模型 2 的實證結果如表 11，顯著分點比重分別在 1%、5%及 10%的顯著水準下，較「非著名隔日沖證券商分點」之同券商及鄰近券商分別多 9%、2%、4%及 10%、5%、3%。由此可以得知，著名隔日沖證券商分點的淨買賣超金額對股票走勢後續影響力相對高於非著名隔日沖證券商分點的淨買賣超金額。

另實證結果同樣發現，台灣股市中生技股在短時間的交易過程中「著名隔日沖證券商分點」及「非著名隔日沖證券商分點」買賣超金額關聯性利用前一章節所提到的模型 1 實證結果如表 12，顯著分點比重分別在 1%、5%及 10%的顯著水準下，顯著比重分別有 12.5%、37.5%、12.5%及 6.25%、31.25%、12.5%，加總分別為 62.5%及 50%，皆超過半數。由此可以得知，「著名隔日沖證券商分點」對於「非著名隔日沖證券商分點」是存在從眾效應的。

表 6 OLS 檢定結果-著名隔日沖證券商分點

模型：

$$R_{i,t} = b_0 + b_1 LOCAL_{i,t}^F + \varepsilon_{i,t}$$

公司 名稱	生達	杏輝	南光	寶齡富錦	和康生	科妍	美時	基亞
富邦 建國	0.0006	-0.0028**	0.0005	-0.0265	-0.0052	0.0051	-0.0028***	0.0007
	(0.0005)	(0.0015)	(0.0021)	(0.0467)	(0.0068)	(0.0054)	(0.0007)	(0.0007)
	[1.1768]	[-1.8918]	[0.2177]	[-0.5683]	[-0.7635]	[0.9397]	[-3.8456]	[0.9381]
元大 永寧	0.0016*	0.0011	0.0002	0.0002*	-0.0044**	0.0019	-0.0018*	0.0003
	(0.0009)	(0.0022)	(0.0005)	(0.0001)	(0.0022)	(0.0028)	(0.001)	(0.0005)
	[1.7483]	[0.4948]	[0.4924]	[1.6704]	[-2.0107]	[0.6875]	[-1.8295]	[0.6057]
元富	0.002	-0.0017	0.0003	0.0003*	0.0026**	0.0111**	0.0005***	-0.0018
	(0.0002)	(0.0038)	(0.0002)	(0.0001)	(0.0011)	(0.0043)	(0.0016)	(0.0014)
	[0.8073]	[-0.4397]	[1.4378]	[2.0382]	[2.2618]	[2.5701]	[3.1617]	[-1.3036]
美林	0.0006**	0.0009***	0.0005	0.0003***	0.0018***	-0.0013***	0.0006	0.0007
	(0.0002)	(0.0003)	(0.0005)	(0.0008)	(0.0006)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0005)
	[3.1216]	[3.2015]	[1.1414]	[3.6034]	[3.0037]	[-3.1227]	[1.6509]	[1.2236]
凱基 台北	0.0006***	0.0009**	0.0005**	0.0003	0.0018	-0.0013***	0.0006**	0.0007
	(0.0002)	(0.0003)	(0.0003)	(0.0044)	(0.0007)	(0.0007)	(0.0007)	(0.0001)
	[2.7168]	[2.1796]	[2.5930]	[0.2211]	[-0.1758]	[3.1187]	[2.3984]	[0.5348]
凱基 松山	0.0006	0.0009	0.0005**	0.0003	0.0018***	-0.0013**	0.0006	0.0007**
	(0.0018)	(0.0011)	(0.0032)	(0.0001)	(0.002)	(0.0024)	(0.0022)	(0.001)
	[-0.3295]	[-0.4897]	[-1.9868]	[0.8468]	[-2.7991]	[2.5424]	[-0.9311]	[-2.3701]
凱基 虎尾	0.0006	0.0009***	0.0005**	0.0003**	0.0018	-0.0013*	0.0006	0.0007***
	(0.0015)	(0.0036)	(0.002)	(0.0007)	(0.0055)	(0.0065)	(0.002)	(0.001)
	[0.9766]	[-2.8615]	[2.2173]	[2.6121]	[0.6668]	[1.7234]	[0.7787]	[2.8312]
富邦 虎尾	0.0006***	0.0009	0.0005	0.0003*	0.0018	-0.0013**	0.0006**	0.0007***
	(0.0008)	(0.003)	(0.0014)	(0.001)	(0.0015)	(0.0047)	(0.0014)	(0.0019)
	[-3.2437]	[-0.0514]	[2.1962]	[1.6945]	[-0.4569]	[2.5448]	[-2.0312]	[-3.7000]

表 6(續) OLS 檢定結果-著名隔日沖證券商分點

公司 名稱	中天	亞諾法	國光生	中裕	永昕	合一	保瑞	高端疫苗
富邦 建國	0.0023	0.0009**	0.0004	-0.0001	-0.0034**	0.0003	-0.0021	0.0006**
	(0.0014)	(0.0005)	(0.0003)	(0.0014)	(0.0016)	(0.0009)	(0.0015)	(0.0003)
	[1.1768]	[-1.8918]	[1.4856]	[-0.0799]	[-2.1028]	[0.2918]	[-1.39]	[1.9613]
	0.0004	0.0009**	0.0001	0.001	-0.002	-0.0007	0.0002	0.0003

元大	(0.0006)	(0.0003)	(0.0002)	(0.0012)	(0.0014)	(0.0008)	(0.0005)	(0.0005)
永寧	[0.7146]	[2.5948]	[0.5288]	[0.7863]	[-1.489]	[-0.8543]	[0.3733]	[0.5299]
元富	-0.0003	-0.0003	-0.0001***	0.0001	-0.0011	0.0003*	0.0006**	0.0005***
	(0.0002)	(0.0007)	(0.0004)	(0.0003)	(0.0006)	(0.0002)	(0.0003)	(0.0002)
	[-0.1258]	[-0.3973]	[-2.7331]	[0.4469]	[-1.6385]	[1.6749]	[2.0038]	[2.7358]
美林	-0.0011	0.0006***	0.0009	0.0003*	0.0015**	0.0003	0.0003*	0.0001
	(0.0011)	(0.0002)	(0.0006)	(0.0002)	(0.0006)	(0.0004)	(0.0002)	(0.0001)
	[-1.0682]	[3.6143]	[1.6236]	[1.7040]	[2.4441]	[0.0874]	[1.9269]	[0.9632]
凱基 台北	-0.0004**	-0.0006	-0.0005*	0.0003**	-0.0005	-0.0005	0.0003**	-0.0002**
	(0.0001)	(0.0008)	(0.0003)	(0.0001)	(0.0003)	(0.0005)	(0.0001)	(0.0008)
	[-2.5995]	[-0.8092]	[-1.6764]	[2.2639]	[-0.1426]	[-1.1113]	[2.2142]	[-2.0833]
凱基 松山	-0.0011	0.001***	-0.0005	-0.0038***	-0.0012	0.0002	-0.0041***	-0.0003
	(0.0013)	(0.0007)	(0.0001)	(0.0011)	(0.0043)	(0.001)	(0.0012)	(0.0006)
	[-0.823]	[1.5153]	[-0.327]	[-3.3507]	[-0.2693]	[0.2482]	[-3.2991]	[-0.4521]
凱基 虎尾	0.0023	0.0011	0.0004	0.0007	0.0095	0.0012	0.0009	0.0003
	(0.0018)	(0.0009)	(0.0003)	(0.0009)	(0.0104)	(0.0028)	(0.0008)	(0.0003)
	[1.2879]	[1.2122]	[1.2072]	[0.7574]	[0.9103]	[0.4288]	[1.1201]	[1.0022]
富邦 虎尾	0.0006**	0.0005***	0.0002	-0.0032	-0.0019	0.0001	0.0016	0.0003***
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.003)	(0.0044)	(0.0007)	(0.0025)	(0.0001)
	[2.5496]	[2.6843]	[1.2147]	[-1.0862]	[-0.4281]	[0.1982]	[0.6683]	[2.6508]

表 7 OLS 檢定結果-非著名隔日沖證券商分點-同券商
模型：

$$R_{i,t} = b_0 + b_1 LOCAL_{i,t}^{UF} + \varepsilon_{i,t}$$

公司 名稱	生達	杏輝	南光	寶齡富錦	和康生	科妍	美時	基亞
元大 板橋	-0.0005	0.0022**	-0.0001	-0.0001	0.0033**	-0.011	-0.0002	0.0007
	(0.0003)	(0.0011)	(0.0002)	(0.0006)	(0.0015)	(0.0103)	(0.0016)	(0.0011)
	[-0.1942]	[2.0241]	[-0.5161]	[-0.1795]	[2.1434]	[-1.0649]	[-0.1244]	[0.6179]
元富 敦南	0.0046*	-0.0056***	0.006***	-0.0002	0.0023	0.0025	0.0003	-0.001
	(0.0024)	(0.002)	(0.0018)	(0.0005)	(0.0091)	(0.011)	(0.0007)	(0.0008)
	[1.9553]	[-2.8231]	[3.3252]	[-0.3668]	[0.2492]	[0.299]	[0.432]	[-1.2187]
凱基 中山	0.0005**	-0.0005	0.0011	0.0004	-0.0076	0.0022	-0.0007	0.002**
	(0.0002)	(0.0003)	(0.0007)	(0.0002)	(0.006)	(0.0015)	(0.0003)	(0.001)
	[2.6035]	[-1.5503]	[1.4264]	[0.2637]	[-1.2565]	[1.4205]	[-0.2478]	[2.0589]
凱基 斗六	-0.0008	0.0165	0.0079**	0.0001	0.0024	-1.1211	-0.0001	0.0164**
	(0.0006)	(0.0261)	(0.0033)	(0.0009)	(0.0017)	(2.4844)	(0.0003)	(0.0069)

	[-1.4807]	[0.6311]	[2.4038]	[1.2642]	[1.4454]	[-0.4513]	[-0.3141]	[2.3848]
凱基 敦北	-0.0001	0.0077	0.0021	-0.0019***	0.0001	0.0089***	0.0013	0.0027**
	(0.0003)	(0.0059)	(0.0032)	(0.0006)	(0.004)	(0.0027)	(0.001)	(0.0012)
	[-0.0434]	[1.3058]	[0.6625]	[-3.1539]	[0.0329]	[3.3426]	[1.2409]	[2.1886]
富邦 北港	-0.0032*	-0.001	-0.005	-0.0003	0.0044	-0.0022	-0.0027***	0.004**
	(0.0018)	(0.0008)	(0.0051)	(0.0026)	(0.0052)	(0.0053)	(0.001)	(0.0017)
	[-1.7967]	[-1.3071]	[-0.9971]	[-1.3394]	[0.8376]	[-0.4105]	[-2.6833]	[2.3405]
富邦 敦南	0.0001	-0.0038	0.001	-0.0004	-0.0065	-0.0011	0.0007	-0.0004
	(0.0009)	(0.0022)	(0.0023)	(0.0004)	(0.0049)	(0.0024)	(0.0027)	(0.0012)
	[0.2703]	[-1.7298]	[0.4427]	[-1.0764]	[-1.3318]	[-0.4339]	[0.2715]	[-0.3561]
野村	0.0004	0.0019**	-0.0006	0.0005***	0.0018	0.0021**	0.0001	0.0013
	(0.0002)	(0.009)	(0.0004)	(0.0001)	(0.002)	(0.001)	(0.0008)	(0.0189)
	[0.1593]	[2.0770]	[-1.53]	[3.8252]	[0.8969]	[1.9852]	[1.6233]	[0.0705]

表 7(續) OLS 檢定結果-非著名隔日沖證券商分點-同券商

公司 名稱	中天	亞諾法	國光生	中裕	永昕	合一	保瑞	高端疫苗
元大 板橋	0.0016	-0.0019***	0.001	0.0033**	0.001	-0.0005	0.0006	-0.0002
	(0.0012)	(0.0007)	(0.0001)	(0.0015)	(0.0013)	(0.0013)	(0.001)	(0.0002)
	[1.2447]	[-2.6438]	[0.8613]	[2.2251]	[0.7539]	[-0.4017]	[0.656]	[-1.2599]
元富 敦南	-0.0006	-0.0037**	-0.0001	0.0008	0.0029	0.0011***	0.0008	-0.0002
	(0.0001)	(0.0015)	(0.0001)	(0.0006)	(0.0033)	(0.0004)	(0.0038)	(0.0004)
	[-0.6956]	[-2.4508]	[-1.1567]	[1.3841]	[0.8645]	[2.8328]	[0.2019]	[-0.4166]
凱基 中山	0.0007	0.0008**	0.0002	-0.0002	0.0063	-0.0005	0.0005*	0.0009
	(0.0007)	(0.0004)	(0.0003)	(0.0081)	(0.004)	(0.0005)	(0.0003)	(0.0004)
	[0.9436]	[2.0694]	[0.5373]	[-0.2591]	[1.5814]	[-0.0009]	[1.7146]	[0.2151]
凱基 斗六	-0.0013	-0.0004	0.0007**	0.0316*	-0.0022	0.0129*	0.0006	0.0002
	(0.003)	(0.0013)	(0.0003)	(0.012)	(0.0205)	(0.0076)	(0.0012)	(0.0003)
	[-0.6068]	[-0.3273]	[2.1614]	[2.6368]	[-0.107]	[1.6880]	[0.541]	[0.9791]
凱基 敦北	-0.0013	0.0009	0.0004	0.0011	0.0007	-0.0028	-0.0032**	-0.0014
	(0.0011)	(0.0019)	(0.0008)	(0.001)	(0.0016)	(0.003)	(0.0016)	(0.0011)
	[-1.2079]	[0.4637]	[0.5136]	[1.1939]	[0.4312]	[-0.9329]	[-2.0197]	[-1.32]
富邦 北港	0.0002	-0.0016*	0.0003	-0.0027***	0.0014	0.0008	0.0047	-0.0007
	(0.0009)	(0.0009)	(0.0005)	(0.001)	(0.0092)	(0.0011)	(0.0146)	(0.0009)
	[0.2165]	[-1.7727]	[0.6823]	[-2.6436]	[0.1508]	[0.681]	[0.3232]	[-0.7839]
富邦 敦南	-0.0008	-0.002	-0.0011**	0.0004	0.0044*	0.0001	-0.0002	-0.0004
	(0.0025)	(0.0013)	(0.0005)	(0.0011)	(0.0025)	(0.0002)	(0.0017)	(0.0006)

	[-0.3302]	[-1.4944]	[-2.2049]	[0.371]	[1.7307]	[0.6357]	[-0.1139]	[-0.6084]
野村	0.0014	0.0004	-0.0003**	0.0002	0.2045	-0.0049**	0.0002*	0.0006**
	(0.0009)	(0.0008)	(0.0001)	(0.0003)	(2.4204)	(0.0023)	(0.0001)	(0.0003)
	[1.5314]	[0.47]	[-2.4757]	[0.6673]	[0.0845]	[-2.1572]	[1.6840]	[2.5280]

表 8 OLS 檢定結果-非著名隔日沖證券商分點-鄰近券商
模型：

$$R_{i,t} = b_0 + b_1 LOCAL_{i,t}^{UF} + \varepsilon_{i,t}$$

公司 名稱	生達	杏輝	南光	寶齡富錦	和康生	科妍	美時	基亞
日盛 南京	0.0023***	-0.0006	-0.0027	0.0007	0.0061	0.0017**	0.0021***	-0.0004
	(0.0008)	(0.0022)	(0.0045)	(0.0002)	(0.005)	(0.0035)	(0.0006)	(0.0003)
	[2.7314]	[-0.2595]	[-0.6066]	[0.4474]	[1.2154]	[2.0656]	[3.4310]	[-1.4041]
台新 建北	0.0042***	-0.0081**	-0.0006	0.0002	-0.0017	-0.0753**	-0.0022*	0.0001
	(0.0016)	(0.0039)	(0.0007)	(0.0002)	(0.0066)	(0.0287)	(0.0011)	(0.0001)
	[2.6517]	[-2.0753]	[-0.7761]	[0.0647]	[-0.2639]	[-2.6424]	[-1.9295]	[0.9296]
兆豐 大安	0.0041**	0.0001	-0.0049*	0.0014**	0.0053*	0.0435**	-0.0007	0.0041**
	(0.0016)	(0.0002)	(0.0026)	(0.0007)	(0.0027)	(0.0204)	(0.0027)	(0.002)
	[2.6229]	[0.7025]	[-1.8641]	[2.0118]	[1.9710]	[2.1302]	[-0.271]	[2.0824]
兆豐 虎尾	0.0019*	0.0036*	0.0039	0.0003**	0.0005	-0.0022	0.0004	0.0033
	(0.0011)	(0.0021)	(0.0021)	(0.0001)	(0.002)	(0.0017)	(0.0028)	(0.0047)
	[-1.7375]	[1.7323]	[0.1829]	[2.1493]	[0.2715]	[-1.2754]	[0.1486]	[0.7156]
統一 土城	0.0033	0.0006	0.0038	-0.0005	-0.0314**	-0.0136	-0.0006	-0.0019
	(0.0039)	(0.0018)	(0.0025)	(0.0009)	(0.0122)	(0.0232)	(0.0013)	(0.0028)
	[0.8446]	[0.0349]	[1.5132]	[-0.574]	[-2.5798]	[-0.5858]	[-0.4715]	[-0.675]
華南 世貿	0.0005	-0.005	-0.0062**	-0.0002	-0.0016	-0.0022	0.0005	0.0037
	(0.0009)	(0.0036)	(0.0029)	(0.0005)	(0.0046)	(0.002)	(0.0013)	(0.0025)
	[0.5452]	[-1.4016]	[-2.1063]	[-0.4104]	[-0.3439]	[-1.1311]	[0.3572]	[1.4715]
群益 松山	0.0046	0.0009	0.0002	-0.0013	0.0064**	-0.2611	0.0029	0.0034*
	(0.0045)	(0.0023)	(0.0022)	(0.0008)	(0.0031)	(0.6363)	(0.0024)	(0.0019)
	[1.0373]	[0.3826]	[0.0899]	[-1.5948]	[2.0476]	[-0.4103]	[1.2415]	[1.7604]

表 8(續) OLS 檢定結果-非著名隔日沖證券商分點-鄰近券商

公司 名稱	中天	亞諾法	國光生	中裕	永昕	合一	保瑞	高端疫苗
日盛 南京	-0.0053	0.0007	0.0006	0.0106	0.0284	0.0002	-0.0006*	-0.0002
	(0.0044)	(0.0012)	(0.0008)	(0.0068)	(0.0209)	(0.0002)	(0.0004)	(0.0002)

	[-1.2262]	[0.5479]	[0.7875]	[1.5638]	[1.3597]	[0.1412]	[-1.7971]	[-0.9365]
台新 建北	-0.0009	0.0001	0.0003**	-0.001	0.0001	-0.0006	0.0002	0.0001
	(0.0025)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0019)	(0.0032)	(0.0004)	(0.0007)	(0.0001)
	[-0.3447]	[0.9228]	[2.0666]	[-0.519]	[0.0356]	[-1.5806]	[0.2841]	[1.0213]
兆豐 大安	-0.0006	0.0006	-0.0016*	0.0004	-0.0004	0.0002	0.0007	0.0012
	(0.0005)	(0.0005)	(0.0009)	(0.0011)	(0.0062)	(0.0003)	(0.0008)	(0.0009)
	[-1.1405]	[1.2936]	[-1.8290]	[0.3304]	[-0.0713]	[0.4951]	[0.8045]	[1.335]
兆豐 虎尾	0.0032	-0.0029	0.0007	-0.0022	0.0051	0.0004	-0.004	0.0002
	(0.0062)	(0.0007)	(0.0005)	(0.0022)	(0.004)	(0.0002)	(0.0034)	(0.0002)
	[0.5251]	[-4.4774]	[1.3347]	[-0.9982]	[1.2874]	[0.02]	[-1.1674]	[0.8861]
統一 土城	-0.0052***	-0.0015***	0.0003	0.0021*]	-0.0188	0.0043***	0.0051**	-0.0019***
	(0.0017)	(0.0024)	(0.0006)	(0.0043)	(0.017)	(0.0014)	(0.0023)	(0.0007)
	[-3.1368]	[-0.6162]	[0.4698]	[0.4924]	[-1.1067]	[3.0811]	[2.1890]	[-2.8178]
華南 世貿	-0.0019	-0.001	-0.0017**	-0.0004	0.0113	-0.0023	-0.0004	-0.0014
	(0.0015)	(0.0012)	(0.0007)	(0.0016)	(0.0079)	(0.0024)	(0.002)	(0.0018)
	[-1.271]	[-0.0788]	[-2.3670]	[-0.0241]	[1.428]	[-0.9274]	[-0.229]	[-0.8142]
群益 松山	0.0019	-0.0012	0.0014	0.0012	-0.0028	-0.0011	-0.0004	-0.0012
	(0.003)	(0.0018)	(0.0004)	(0.0007)	(0.0037)	(0.0022)	(0.0035)	(0.0011)
	[0.6259]	[-0.6638]	[-0.6905]	[1.7038]	[-0.7423]	[-0.4794]	[-0.0103]	[-1.0428]

表 9 著名與非著名隔日沖證券商分點關連性 OLS 檢定結果-同券商模型：

$$\sum_{i=0}^n LOCAL_{i,t}^{UF} = b_0 + b_1 \sum_{i=0}^n LOCAL_{i,t-1}^F + \varepsilon_{i,t}$$

生達	-0.1663**	和康生	0.0184	中天	0.0017	永昕	-0.0691*
	(0.0811)		(0.0419)		(0.0221)		(0.0386)
	[-2.0498]		[0.4399]		[0.7756]		[-1.7902]
杏輝	0.1562*	科妍	0.1169**	亞諾法	0.1618***	合一	0.1756**
	(0.0912)		(0.0538)		(0.0464)		(0.0809)
	[1.7076]		[2.1732]		[3.4834]		[2.1695]
南光	1.0175**	美時	-0.0366	國光生	-0.0867**	保瑞	0.3682
	(0.4259)		(0.0456)		(0.0369)		(0.0908)
	[2.3892]		[-0.8011]		[-2.3569]		[4.0542]
寶齡富錦	-0.0376	基亞	-0.0109	中裕	0.0498	高端疫苗	0.1679**
	(0.1032)		(0.0084)		(0.0519)		(0.0787)
	[-0.3641]		[-1.3064]		[0.9576]		[2.1328]

表 10 著名與非著名隔日沖證券商分點關連性 OLS 檢定結果-鄰近券商模型：

$$\sum_{i=0}^n LOCAL_{i,t}^{UF} = b_0 + b_1 \sum_{i=0}^n LOCAL_{i,t-1}^F + \varepsilon_{i,t}$$

生達	0.0001	和康生	0.0501*	中天	0.0017	永昕	-0.0042
	(0.0201)		(0.0296)		(0.0152)		(0.0167)
	[0.0271]		[1.6901]		[[0.1132]		[-0.2544]
杏輝	0.3166***	科妍	0.0155	亞諾法	-0.0306*	合一	0.0845**
	(0.0547)		0.0369)		(0.0156)		(0.0407)
	[5.7838]		[1.1211]		[-1.9613]		[2.0772]
南光	0.0659**	美時	-0.0017	國光生	-0.0515**	保瑞	0.1166**
	(0.02563)		(0.0082)		(0.0245)		(0.04752)
	[2.5725]		[-0.2057]		[-2.1052]		[2.4376]
寶齡富錦	0.0197	基亞	-0.0353	中裕	0.0017	高端疫苗	-0.0444**
	(0.0188)		(0.0361)		(0.0227)		(0.0187)
	[1.0553]		[-0.9783]		[0.0751]		[-2.3607]

表 11 「著名隔日沖證券商分點」及「非著名隔日沖證券商分點」與股價報酬率關係的實證結果

「著名隔日沖證券商分點」及「非著名隔日沖證券商分點」 與股價報酬率			
著名隔日沖證券商分點			
顯著水準	低於 1%	1%~5%	5%~10%
t 值顯著個數	20	23	14
顯著個數比重	16%	18%	11%
非著名隔日沖證券商分點-同券商			
顯著水準	低於 1%	1%~5%	5%~10%
t 值顯著個數	9	20	9
顯著個數比重	7%	16%	7%
非著名隔日沖證券商分點-鄰近券商			
顯著水準	低於 1%	1%~5%	5%~10%
t 值顯著個數	7	14	9
顯著個數比重	6%	13%	8%

表 12 「著名隔日沖證券商分點」及「非著名隔日沖證券商分點」買賣超金額關聯性實證結果

「著名隔日沖證券商分點」及「非著名隔日沖證券商分點」淨買賣超金額關聯性顯著比例			
非著名隔日沖證券商分點-同券商			
顯著水準	低於 1%	1%~5%	5%~10%
t 值顯著分點	2	6	2
顯著分點比重	12.5%	37.5%	12.5%
非著名隔日沖證券商分點-鄰近券商			
顯著水準	低於 1%	1%~5%	5%~10%
t 值顯著分點	1	5	2
顯著分點比重	6.25%	31.25%	12.5%

第五章 結論與建議

5.1 結論與建議

股票市場是一個人們互動與互相影響的地方，股價的決定在本質上就是一個情緒反應的過程，其中像是樂觀或悲觀亦或是恐慌時，都會影響到其他投資者的決策，進而開始相互模仿，此種情緒的擴散可能會引起股價的大幅波動，無論這種情緒是否反映了公司真實的基本面。

在此情況下，散戶投資人對於股票市場中著名隔日沖證券商分點的交易行為常有從眾行為的操作，本研究建構在行為財務學的基礎下，利用「著名隔日沖證券商分點」及「非著名隔日沖證券商分點」淨買賣超金額探討對股價報酬率及從眾效應的影響。

本研究利用最小平方法(Ordinary Least Squares, OLS)來探討「著名隔日沖證券商分點」及「非著名隔日沖證券商分點」的淨買賣超金額對股價報酬率的相關性及兩者是否存在從眾效應，經過實證結果後得知，台灣股市在短時間的交易過程中，生技股之「著名隔日沖證券商分點」淨買賣超金額越高，代表關注該生技股的投資人多已參與其中，對短期內股價走勢有利，且著名與非著名隔日沖證券商分點兩者確實存在從眾效應。

投資人可以藉由本研究結果在生技類股中進行與著名隔日沖證券商分點相同方向買進策略，因在漲停的過程中，時常在第二個交易日會有更高機率吸引更多投資人進行買進，且因為短期籌碼都在著名隔日沖證券商分點上，籌碼方面也更為穩定，此種因素皆有助於推動生技類股股價進一步的上漲。

本研究僅就 83 日內分點券商淨買賣超金額對股價報酬率追蹤，實際上「著名隔日沖證券商分點」於短天期以及較長天期對股價報酬率的影響與否，及增加控制變數，並改用時序迴歸(Panel Regression)，亦是可加入探討的部分；在著名與非著名隔日沖證券商分點之間相關性的部分，應變數使用著名沖隔日沖證券商分點淨買賣超金額，自變數使用前一日非著名隔日沖證券商分點淨買賣超金額，證明非隔日沖券商對於隔日沖券商沒有影響，亦可做為未來更深入之研究。

第六章 參考文獻

中文文獻

1. 江宏儒 (2002),「股票市場從眾行為之探討：新興市場與已開發國家之比較」,國立高雄第一科技大學財務管理研究所碩士論文。
2. 林雋琦 (2001),「國內共同基金從眾現象及原因分析」,國立雲林科技大學企業管理碩士班論文。
3. 林家豪 (2011),「台灣股市從眾行為與展望理論之分析」,銘傳大學財務金融學系碩士論文。
4. 林靜文 (2021),「臺灣股市在疫情下的從眾行為—以 SARS 和 COVID-19 為例」,國立臺灣大學國際企業研究所碩士論文。
5. 尚青林 (2021),「哪裡有肉咬哪裡！當沖新世代,從虎尾幫到孝廉幫愈沖愈凶悍」,財訊雙周刊,638 期,2021 年 7 月 21 日。
6. 尚青林 (2022),「股海祕辛,拆解凱基台北短線大戶操作手法！神祕的券商分點,每每挑動台股敏感神經」,財訊雙周刊,670 期,2022 年 10 月 20 日。
7. 徐中琦與林皇瑞 (2008),「法人機構從眾行為之研究-台灣股市外資與自營商之比較」,《商管科技季刊》,9 (2): 251-276。
8. 高惠娟 (2014),「投資人從眾傾向與衝動性購買行為之探討—以加入股友社為例」,《嶺東學報》,35: 73-101。
9. 高碩圻 (2015),「抓準隔日當沖主力,中信授訣」,工商時報,證券版,2015 年 6 月 26 日。
10. 馬琬淳 (2022),「凱基台北哥重點伺候,裕隆漲勢兇猛、11 月暴漲 40%」,經濟日報,股市版,2022 年 11 月 28 日。

11. 陳柏宏(2005),「避險者、投機者與散戶的從眾行為—以美國 S&P500 期貨市場為例」, 國立中山大學財務管理學系研究所學術論文。
12. 張幸惠(2012),「心理因素、處置效應與投資績效關係之探討」,《中華管理評論國際學報》, 15 (2): 1-23。
13. 許榮邦(2010),「台灣股票市場從眾行為與市場情緒之關聯性—以狀態空間模型驗證」, 台北大學經濟學系碩士論文。
14. 陳怡靜(2001),「臺灣地區總體經濟因素與股票和債券報酬關係之實證研究」, 國立中山大學財務管理研究所碩士論文。
15. 郭宜欣(2021),「散戶當心了, 凱基哥黯淡, 隔日沖明星隊接手」, 工商時報, 證券版, 2021 年 8 月 24 日。
16. 黃玉娟與江宏儒(2003),「股票市場從眾行為之探討:新興市場與已開發國家之比較」, 《交大管理學報》, 23 (2): 119-146。
17. 黃柏農(1998),「台灣股價與總體經濟變數關聯性之實證研究」,《證券市場發展季刊》, 10 (4): 89-109。
18. 黃毅(1989),「市場因素與股價關係之研究」, 國立臺灣大學商學研究所碩士論文。
19. 詹致齊(2014),「台灣股票市場從眾行為分析」, 國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
20. 葉俞璘(2018),「突爆量成異常警訊! 專家:恐成隔日沖主力」, 非凡新聞, 金融版, 2018 年 8 月 10 日。
21. 蔡智丞與李春安(2012),「投資人情緒、從眾與非從眾行為關聯性之研究」,《證券市場發展季刊》, 24 (3): 141-182。
22. 蔡宗倫(2021),「大戶隔日沖坑殺散戶? 網曝韭菜壞習慣」, 工商時報, 證券版, 2021 年 8 月 11 日。
24. 賴藝文與葉智丞(2014),「財經專業人士從眾推薦之研究」,《商管科技季刊》, 9(1): 1-25。

外文文獻

1. Chan, J.W., Cheng, and A., Khorana. (2002) "An Examination of Herding Behavior in Equity Markets: An International Perspective." *Journal of Banking & Finance*, 24:1651-1679.
2. De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L.H., and Waldmann, R.J. (1990) "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation." *Journal of Finance*, 45(2):379-395.
3. Hardouvelis, G.A. (1990) "Margin Requirements, Volatility, and The Transitory Component of Stock Prices." *American Economic Review*, 80:736-762.
4. John, R.N. and Richard, W.S. (1999) "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors." *Journal of Finance*, 54:2263-2295.
5. Keynes, J.M. (1936) "The General Theory of Employment, Interest, and Money."
6. Kearny, C., and Daly, K. (1998) "The Causes of Stock Market Volatility in Australia." *Applied Financial Economics*, 8(6):597-605.
7. Weng, P.S., Wu, M.H., Tsai, W.C., and Li, D.Y. (2021). "Effects of Investor Attention in China's Commodity Futures Markets." *Journal of Futures Markets*, 41(8):1315-1332.
8. Schwert, Willim, G. and Seguin, P.J. (1990) "Heteroscedasticity in Stock Returns." *Journal of Finance*, 45:1129-1155.
9. Schwert, and William, G. (1990) "Stock Market Volatility." *Finance Analyst Journal*, 46(3):23-34.
10. Shu, P.G., Chiu, S.B., and Yeh, H.C. (2009) "The Impacts of Individual Attributes and Stock Characteristics on Herding." *Review of Security and Futures Markets*, 21:1-34.
11. Sill, D.K. (1993) "Predicting Stock-Market Volatility." *Business Review-Federal Reserve Bank of Philadelphia*, 3:15-27.

12. Wooldridge, Jeffrey, M. (2015) *Introductory Econometrics*, 6e. Cengage Learning: 20 Channel Center Street Boston, MA 02210 USA.
13. Wang, D. (2008) “Herd Behavior Toward the Market Index: Evidence From 21 Financial Markets.” Working Paper, University of Navarra.