

致理技術學院財務金融系

財金實務專題



加權股價指數與融資融券餘額之相關性研究

指導老師：周茂柏

學生：胡峻碩、林飛煌

陳易廷、朱軍瑋

林得權、黃敬容

中華民國 102 年 12 月

# 專題題目：加權股價指數與融資融券餘額 之相關性研究

學校及科系：致理技術學院 財務金融系

學生：胡峻碩、林飛煌、陳易廷、朱軍瑋、林得權、黃敬容

## 摘要

信用交易的使用狀況及融資、融券餘額的多寡在股票市場裡，通常意味著散戶對股票市場短期多空看法的行為表示，藉由信用交易的方式積極從事股票投資行為。本研究是希望透過了解融資融券餘額與大盤指數之關聯性研究，做一明確深入的探討，確切勾勒出彼此之間的實質關係，以為投資人及證券金融業在新的競爭環境下之參考。本研究乃探討 2,000~2,010 年間台灣股票市場之加權股價指數與大盤融資融券餘額之間有無顯著的關係。

本研究主要是利用加權指數與融資融券餘額之相關係數和迴歸分析來判斷兩者之間的關係。以利日後作為操作股票的判斷依據，利用 CMONEY 取得 2000 年~2010 年之加權指數與融資融券餘額的數據，再利用 EXCEL 求得相關係數與迴歸分析，並據以判斷加權股價指數與大盤融資融券餘額間是否具有顯著關係。

本研究實證結果如下：

- (1) 融資餘額與加權指數有正向關係
- (2) 融券餘額與加權指數有反向關係，但不顯著

關鍵字：信用交易、融資融券、加權指數

# 目錄

## 第壹章、緒論

第一節	摘要	4
第二節	研究目的與動機	4
第三節	研究架構	5

## 第貳章、信用交易制度介紹

第一節	信用交易制度介紹	6
第二節	信用交易的沿革	7
第三節	信用交易概述	9
第四節	信用交易的產生	10
第五節	融資融券的條件	11

## 第參章、文獻探討

第一節	歷史文獻	15
第二節	文獻討論	16

## 第肆章、研究方法

第一節	研究限制	17
第二節	實證方法與結果	18

## 第伍章、結論與心得

第一節	結論與心得	22
-----	-------	----

# 第壹章 緒論

## 第一節 摘要

信用交易的使用狀況及融資、融券餘額的多寡在股票市場裡，通常意味著散戶對股票市場短期多空看法的行為表示，藉由信用交易的方式積極從事股票投資行為。本研究乃探討 2,000~2,010 年間台灣股票市場之加權股價指數與大盤融資融券餘額之間有無顯著的關係。

## 第二節 研究目的與動機

我國股票市場成立之後，隨著投資人對於股票市場逐漸熟悉，股票已成為一種入門的理財工具，且逐漸熱絡，這可從每日上百億的交易量與廣大的股票族看出端倪；因此，儘管近年來受到全球景氣低迷影響，但股票市場仍可說是人們最愛投資工具之一。

由於國內外文獻對於信用交易與股價指數關係的研究探討大多集中在調整證券信用交易比例對股價的影響，較少研究信用交易餘額與大盤的關係。本研究是希望透過了解融資融券餘額與大盤指數之關聯性研究，做一明確深入的探討，確切勾勒出彼此之間的實質關係，以為投資人及證券金融業在新的競爭環境下之參考。

國內股市以散戶為主體，而散戶最常使用的兩種信用工具即為『融資』與『融券』。這兩種信用交易工具可以讓散戶發揮以小搏大的財務槓桿效果，隨著信用交易工具管道與制度的完備，散戶的進出必然會對股市行情的漲跌有深遠的影響，是造成股價波動性較大的原因。

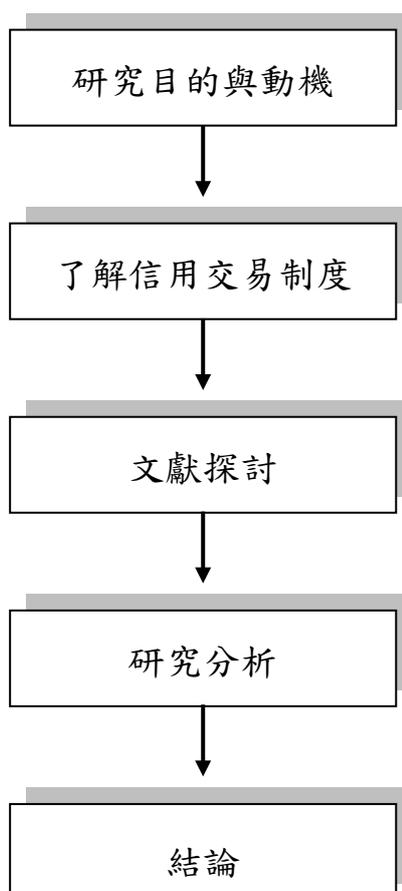
自民國 82 年至今，國內股市的信用交易佔總成交比率就居高不下，在信用交易比重平均高達三成以上的股市中，穩定性自然不能企盼，而短線、投機、當沖、擴大信用的豪賭特色，也讓股市的波動性更不易掌握。正由於信用交易對股市存在著如此大的影響性，因此對台灣股市毋庸置疑的是一項不可或缺的重要指標，然而，國內的各種信用交易指標與股價之間的關係是否真如股市大眾所認為的一樣呢？近年來投資人對信用交易餘額之消長與大盤的互動關係日益關切，以

至於信用交易對股票市場的重要性與日俱增，因而想要從股市中獲利更不應該忽略信用交易指標這個資訊。

### 第三節 研究架構

本研究之範圍包括證券信用交易制度、文獻探討與實證研究三大部分。文中先由文獻探討整理出攸關股價實證研究之文獻，以了解影響我國股價之因素，從這些研究中我們除了可以發現影響股價的重要因素之外，也可觀察其相關的研究方法。在從有關信用交易的文獻探討中了解歷來的研究方法與主題，以增加了解信用交易的種種。而從證券信用交易制度的探討中，了解我國證券金融事業的發展歷程與現況，以及未來的走向；最後從實證研究上探討歷來股價與融資餘額融券餘額之關係，以確切勾勒出其間的實質關係，且從實質關係來推敲股市投資人的投資行為，並對投資人提出建議。

圖 1-1 研究架構流程圖



## 第貳章 信用交易制度介紹

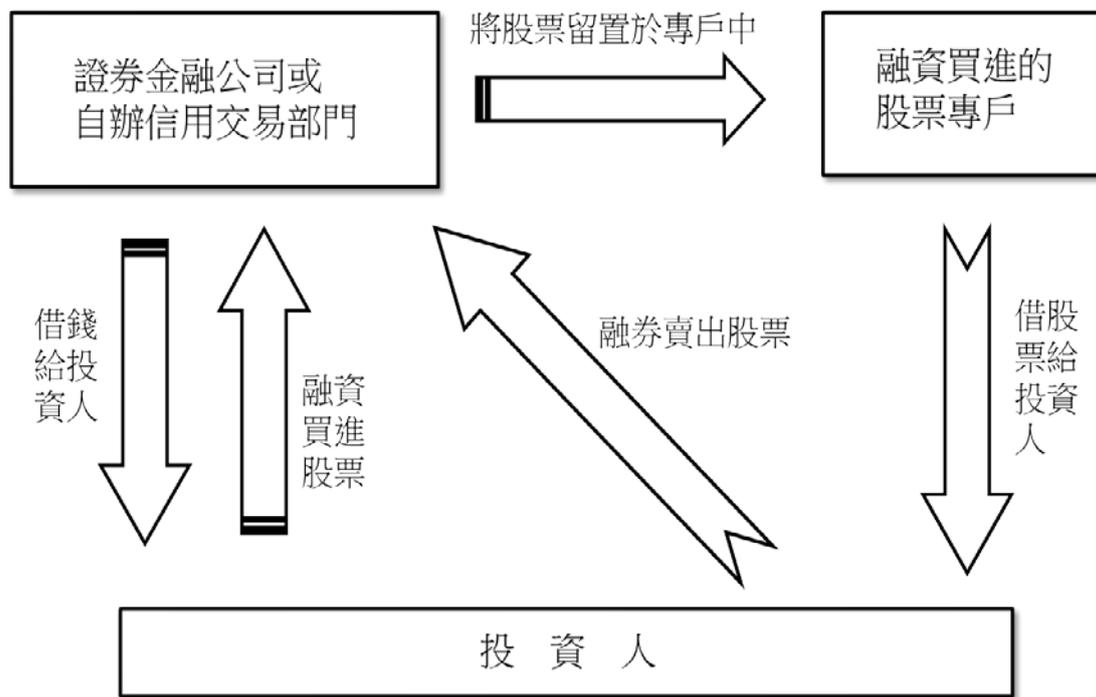
一國的證券市場發展對於吸引國際資金挹注、國家經濟發展的關係密切。而一個現代化的證券市場除了在合理指導原則下，促使證券發行市場及交易市場達成有秩序的運作功能外，尚需倚賴一套健全的信用交易制度，用以調節進而達成穩定證券市場、提高市場效率性的功能。因此合理完善的信用交易制度將是一個成熟完善的證券市場不可或缺的。而國內證券信用交易經過了四十多年的蓬勃發展，融資、融券等信用交易亦成了一般投資人重視的工具，而其指標也成為投資人進行投資的重要參考。

### 第一節 信用交易制度介紹

信用交易的定義可分為廣、狹兩義，廣義的信用交易泛指能讓欲從事證券交易行為的投資人，可依債務人的身分，順利借得可用資金以從事投資之活動，然而本研究所提到的「信用交易」則集中在證券商或證券金融公司對顧客的融資融券業務，於法條上就稱為「融資」、「融券」。所謂融資指投資人提出部分自備款，並以融資買入之股票作擔保，向證券金融公司或證券商辦理融資以購買股票，等到投資人賣出持股或是遭到斷頭後，才由其得到的金額來支付利息費用；而所謂融券是指投資人繳納一定成數之保證金，向證券金融公司或證券商先借出股票出售，而在未來規定的期限內，再買入股票歸還給證券金融公司。通常是當投資人看淡後市後，為了規避價格下跌風險而後的動作。

而融資、融券的信用交易，除了滿足投資人獲取更高利潤的慾望之外，並具有活絡交易繁榮股市，調節供需穩定價格等良性機能。由於在一定期間內，流通在外的股數是固定的，缺乏供給彈性，再加上股票本身若沒有替代品，則缺乏需求彈性，由此證券市場若僅准現款現券交易，在供需失衡時，容易形成股價的暴漲暴跌。因此證券信用交易為健全證券交易市場的重要環節，圖 2-1 說明了信用交易的流程。

圖 2-1 信用交易之運作



## 第二節 信用交易的沿革

自民國五十一年政府逐漸開放各種交易管道和工具至今已頗具規模，且交易量有逐年增加趨勢，尤以一般已熟悉財務槓桿原理之股票投資者，以較小資金完成較大投資組合，信用交易對於股價程度已不容忽視，因此除了需要有合理之交易規則外，亦須有一套完善的制度與之配合，才能滿足一般大眾投資人的需求，促進股票市場活絡發展。

我國證券信用交易制度至民國八十八年大致可分為六階段，依時間先後可分為：一、例行交易時代，二、銀行代辦時代，三、復華證券金融公司單獨辦理時代，四、復華證金與證券商共同辦理之雙軌制時代，五、開放其他證券金融公司設立之時代，六、開放上櫃股票得為信用交易之時代。

### 一、例行交易時代(民國五十一年至六十二年)

例行交易時代並無授信機構之存在，其屬內部信用交易之概念，投資人於期限到期須為交割，到期前得為沖銷交易，市場之管理者係以之保證金預繳為確保買賣雙方信用之控管機制，然最後因信用期間過短且保證金數額過高無法滿足投資人需求而走入歷史。

## 二、銀行辦理融資時代(民國六十三年至六十九年四月)

民國六十三年因股市暴跌，政府為挽救股市，遂依證券交易法第十八條於六十三年四月六日公布「授信機關辦理融資融券業務操作辦法」，同年六月四日所核定「授信機構辦理證券融資業務操作辦法」則開放由台灣、交通及土地等三銀行辦理，但只辦融資不辦融券，當時遂有跛足信用交易制度之譏。

## 三、復華公司辦理融資融券時代(民國六十九年四月至七十九年十月)

行政院於民國六十八年七月依證券交易法第十八條及銀行法第一三九條第三項制定「證券金融事業管理規則」，設立復華證券金融公司，自六十九年四月二十一日開業先行辦理融資，並於同年七月開辦融券。

## 四、復華證金與證券商共同辦理融資融券之雙軌制時代(民國七十九年十月至八十二年十二月)

民國七十七年一月證券交易法修正，修正後之第六十條規定，證券商經主管機關之核准，得為有價證券買賣融資融券。民國七十九年九月二十七日行政院發布「證券商辦理有價證券買賣融資融券管理辦法」，規定符合一定資格條件之證券商申請經證券主管機關之核准，得辦理有價證券買賣融資融券業務，款券不足時，得向復華證金申請轉融通；而復華證金除辦理證券商之轉融通業務外，並得繼續委託未辦理融資融券之證券商代理其融資融券業務。

## 五、開放證券金融公司新設辦理融資融券業務時代(民國八十二年十二月迄今)

民國八十二年十二月底股市交易活絡，融資需求激增，復華證金在無法籌措到大量資金的情形下，採取限資措施，造成投資人融資受限。為提供投資人融資管道，財政部證期會訂定「證券金融事業申請設立及核發營業執照審核要點」，定期於每年八月接受證券金融公司設立申請。自民國八十四年七月起，已有三家新證券金融公司開始營運。

## 六、開放上櫃股票得為信用交易時代(民國八十八年一月迄今)

前五個階段之發展，得為融資融券標的皆僅限於在證券集中交易市場上市之股票與受益憑證，然在店頭市場掛牌之股票日趨增多且交易亦形活絡

下，上櫃股票得否成為融資融券之標的即成熱門之話題，此問題或可從市場之定位切入，惟集中交易市場與店頭市場究為備位或平行互競之關係，仍處於仁智互見之爭時，上櫃股票若已符合上市之審查條件僅因其未申請轉上市，即不允許其得為融資融券，將產生實際上之不公平，證期會本於公平性與活絡交易市場之考量，八十七年十二月二十日修訂「有價證券得為融資融券標準」，規範符合上市條件之上櫃公司股票，原則上經中活民國證券櫃檯買賣中心審查後，自八十八年一月五日起，即為信用交易之標的，惟上櫃股票進行融資、券時，不得為資券相抵之交易。

### 第三節 信用交易概述

我國的信用交易市場由證券事業、證券金融事業及相關的周邊事業組成，這些主要的參與者包括：

1. 政府機構
2. 證券交易所以及櫃檯買賣中心
3. 集保公司
4. 證券商公會
5. 證券金融股份有限公司，簡稱證金公司，為信用交易的授信機構，對於資金不足或缺乏股票的投資人，予以適度的資金融資或提供股票融券；其業務包含股票買賣的信用交易、上市股票現金增資或承銷認股的股款融資、對證券商或其他證金公司的轉融通、對證券商辦理承銷的融資及其他經金管會核准的有關業務等。
6. 自辦信用交易業務證券商，不須設立證金公司，證券商仍可以自行提供資金與股票，從事與證金公司同樣的信用交易業務，這種證券商就稱為自辦信用交易業務證券商。一般將證金公司與自辦信用交易業務證券商合併通稱為授信機構。
7. 信用交易業務代理證券商，主要是指證券商，因為資金來源不足、融券來源不足或其他因素考量，放棄自辦信用交易業務，改採代理授信機構執行信用交易業務，所以稱信用交易業務代理證券商。信用交易業務代理證券商是協助授信機構招攬投資人開立信用帳戶，從事受託融資融券買賣交易，以及辦理追繳與受託處分業務的仲介者。
8. 公司董監事與大股東，公司董監事與大股東對自己公司股價的敏感度，往往不輸給一般投資人，如果股價下跌太多，不但會造成個人財產縮水，甚至可能導致資金調度困難，嚴重的還會影響公司的財務狀況，因此公

司董監事與大股東通常比投資人更關心股價的發展。有些公司的董監事與大股東乾脆大量借用信用帳戶，成立投資小組或由專人負責操盤，透過融資大量買進股料，藉以拉抬股價。

9. 投資人，以往信用帳戶的使用者多半以散戶為主，而隨著開放當日沖銷制度，基於資金調度、投機操作與投資避險的需要，已有愈來愈多的大戶、主力、中實戶與法人等，紛紛加入使用信用帳戶的行列。投資人只要開立信用帳戶，一旦判斷經濟或金融情勢有利於買進股票，或認為某支股票還具有上漲空間，如果此時手邊資金不足，即可透過融資買進股票，並自授信機構借得一定成數的資金。同樣的，當投資人判斷經濟或金融情勢不利於股票，或認為某支股票已嚴重脫離基本面、超漲太多，此時手邊又沒有該支股票可以賣出，就可以透過融券賣出股票，由授信機構借股票給投資人，並代為完成交割作業。

## 第四節 信用交易的產生

信用交易的產生，主要是為了藉由信用供給，來創造市場上資金的假性需求，以提供投資人運用財務槓桿原理來追求淨投資報酬。就證券市場之觀點而論，可促成公平價格的形成，如市場正值多頭走勢，由於證券總數固定，在需求大增，而供給有限且持有大量股票的大股東無法出售持股的情況下，將造成股價飆漲。相對地，在大跌的空頭市場中，無人購買，股價狂跌，對於投機客而言，卻因為沒有足夠資金承接，而錯過大舉購買，進而穩定價格的好時機，導致股價持續下挫，形成助跌或超跌走勢；而就投資人之觀點而論，投資人則可利用融資融券有價證券，保留部份資金做其他投資增加投資報酬或用來分散風險。信用交易的限制及規定有別於一般的股票買賣交易，包括成數及數量的限制、強制回補融券等等規定。以信用交易買賣的股票，由於屬於證券金融公司或自辦融資、融券證券商的擔保品，因此投資人的「集中保管證券存摺」將不會登載這些信用交易買賣的資料。不過融資擔保股票需要辦理過戶時，由證券金融公司或自辦融資、融券證券商編制股票所有人名冊後，由集保公司轉送發行公司或其服務代理機構，然後寄發行使股東權利通知書。

當投資人以融資買進股票之後，證券金融公司就會把這張股票留在公司內的特別帳戶中作為債權的擔保品。等這些擔保品累積到一定程度之後，才可以拿出部分借給信用交易的投資人作為「融券賣出」的股票。透過融資者買進的股票、融券者抵繳股票或被追繳者抵繳股票，遂形成了券源，提供融券者借股票賣出的需求。但是，當投資人融資買進某一支個股的張數不熱絡時，證券金融公司專戶內可融券賣出的張數也跟著缺乏，此時投資人即使想融券賣出股票（放空），賺取股價

下跌的價差，證券金融公司也沒有辦法足額提供這項服務。而萬一借股票賣出的數量，超過了授信機構上所能掌控的數量，還可以透過標借、議借與標購辦法，能解決信用交易市場中融券券源不足的問題。藉由融資與融券的循環運用，使得整個信用交易市場得以順暢運轉。

## 第五節 融資融券的條件

一、並非所有上市、上櫃的股票都能讓投資人融資買進、融資賣出。政府為了讓投資人能在安全、合理的交易環境下，使用信用交易投資股市，所以針對獲利到達一定程度、股價平穩的個股，才給予融資、融券的資格，其規定條件如下：

1. 普通股上市滿六個月，而且每股淨值在票面以上。
2. 屬櫃檯買賣管理股票、第二類股票及興櫃股票之普通股股票上櫃滿六個月，每股淨值在票面以上，且該發行公司符合下列各項規定者：1 設立滿五個會計年度 2 實收資本額達新台幣三億元整 3 最近一個會計年度決算無累積虧損，營業利益及稅前純益佔年度決算之實收資本額比率，符合下列規定之一者：(最近兩個會計年度均達6%以上或最近兩個會計年度平均達6%以上，且最近一個會計年度較前一會計年度為佳者或最近五個會計年度均達3%以上者)
3. 上市上櫃個股近半年的股票交易情形，不能有以下三種情形：1 股價波動過度劇烈者 2 股權過度集中者 3 成交量過度異常者。

二、融資、融券的其他規定：

1. 信用比率—上市融資成數：60%（自89年6月30日調整）、上市融券保證金成數：90%（自90年7月10日調整）、上櫃融資成數：50%（自90年7月10日調整）、上櫃融券保證金成數：90%（自90年7月10日調整）
2. 融資融券期限—融資期限：6個月（自84年7月20日調整）、融券期限：6個月（自84年7月24日調整）

三、融資融券利息計算

證券商對於融資金額，應按鎖定利率向委託人收取融資利息；對於融券保證金及融券賣出餘額，按鎖定利率計算支付委託人。該利息按融資融券成交日後第二營業日起迄清償日前一日之日數計算。證券金融事業與辦理有價證券買賣融資融券證券商有關融資利率、融券賣出價款暨融券保證金利息之利率，本於利率自

由化之原則，係由各授信機構（即證券金融事業與辦理有價證券買賣融資融券證券商）自行訂定，並非由金管會訂定或調整。證券商對前項款項應支付利息予客戶，其利率由各證券商自行訂定，並報請金管會備查。

利率如經調整時，證金公司以融資融券尚未清結部分，均自調整之日起，按調整後比率計收、計付利息。

#### 四、融資融券擔保維持率

應逐日計算每一信用帳戶內（整戶計算）之擔保品價值與委託人債務之比率，其低於規定之比率（87年6月5日起擔保維持率調整為百分之一百二）時，應即通知委託人於期限內（87年6月11日起調整為二日內）補繳差額。有關擔保維持率之計算公式如下：

$$\frac{\text{融資擔保品證券市值} + \text{原融券擔保品及保證金}}{\text{原融資金額} + \text{融券標的證券市值}} * 100\%$$

#### 五、融資融券補繳差額及計算

投資人信用帳戶整戶擔保維持率不足最低標準時，就其個別證券維持率低於擔保維持率時，通知投資人補繳差額。而融資人或融券人未能依其述規定期限補繳差額（得以有價證券抵繳），或於約定日期為能清償時，證券金融事業應即處分其擔保品。

$$\text{個別證券融資應補繳差額} = \text{原融資金額} - \text{追繳當日可融資金額}$$

$$\text{個別融券應補繳差額} = \text{追繳當日融券擔保價款及保證金} - \text{原融券擔保價款及保證金}$$

六、具有融資、融券交易資格的個股有下列情況之一者，證券交易所及證券櫃檯買賣中心將公告暫停該股票的融資、融券交易，或調整其融資比率或融券保證金成數：

- (1)申請重整或經裁定重整而在重整期間。
- (2)股票交易改為全額交割或終止上市者。

- (3)公司停工或停業。
- (4)發生退票或公司之財務狀況有顯著重大之變更。
- (5)未依規定按其申報並公告財務報表。
- (6)未依證券交易法規定召開股東常會。
- (7)具有融資、融券交易資格的股票，其融資餘額或融券餘額達到該種股票上市或上櫃股份 25%時，暫停融資買進或融券賣出；直到其融資餘額或融券餘額降到低於 18%時，才能恢復融資、融券交易。

七、因為上市、上櫃公司遇到召開股東會等事項時，必須辦理相關股務事項、統計股數等工作，投資人此時就不能使用融資買進融券賣出此公司股票。具有融資、融券資格的股票，在各該發行公司停止股票過戶前 5 個營業日起，停止融資買進 3 天，並於停止過戶前 7 個營業日起，停止融券賣出 5 天，而已經在先前融券賣出此公司股票的投資人，必須在停止過戶前 6 個營業日前還券了結，這種還券了結的情況，股市裡稱之為「融券回補」。

圖 2-2 停資、停券時程表



八、上市公司發生各種情事之處理原則

表 2-1 上市公司發生情事

上市公司發生情事	交易所處理原則
一. 上市股票變更交易方法為全額交割者	依本公司變更交易方法為全額交割股票之公告，自公告日之次二營業日起暫停該有價證券融資融券交易
二. 上市或上櫃股票停止買賣者	依本公司停止買賣之公告，自公告日之次二營業日起暫停該有價證券融資融券交易
三. 上市或上櫃股票終止上市或上櫃者	依本公司終止上市之公告，自公告日之次二營業日起暫停該有價證券融資融券交易
四. 上市股票不符合第二條第一項或上櫃股票不符合第二條第二項之標準者	本公司於每年五月最後營業日審核每股淨值資料，並以當時可取得之最近一年度經公告並申報之財務報告為準，每股淨值未達票面以上者，即公告自次二營業日起暫停該有價證券融資融券交易
五. 上市或上櫃股票有鉅額違約情事且融資或融券餘額達一定比率者	單日買賣違約申報金額累計達新台幣二億元以上，且當日融資或融券餘額上市股份百分之十五以上時，本公司即於次一營業日公告自次二營業日起暫停該有價證券融資融券交易
六. 股票波動過度劇烈者	連續五個營業日或最近十個營業日中有六個營業日時，於次一營業日降低融資比率一成及提高融券保證金一成
七. 股權過度集中者	於次一營業日降低融資比率一成及提高融券保證金成數一成
八. 成交量過度異常者	連續五個營業日或最近十個營業日中有六個營業日時，於次一營業日降低融資比率一成及提高融券保證金成數一成
九. 其他不適宜繼續融資融券交易之情事者	即公告自次二營業日起暫停該股票之融資、融券交易

## 第參章 文獻探討

本文乃探討加權股價指數與融資餘額、融券餘額之直接關係，但於國內外之研究中，針對此依主題之文獻可說是寥寥可數。但我們仍發現股價指數與融資餘額之增減關係十分密切。

### 第一節 歷年文獻

劉啟全(2003)以向量自我回歸模型來探討融資、融券餘額、券資比與大盤間的關連性。資料期間為民國80年至92年之日資料。實證後發現：1. 散戶缺乏投資股票的專業知識，故投資決策會受大盤股價指數所左右，且大多為短期投機性操作；2. 融資條件優於融券條件，會造成股價下跌時不易放空；3. 融資使用量遠遠大於融券的使用量，造成融券放空或回補的效果不明顯。

李岳桓(2000)研究民國八十七年到八十八年之間的十五支電子個股，從籌碼面的角度，針對融資融券餘額、融資融券餘額增減量、成交量、融資融券使用率為自變數，利用複回歸分析法來找出與股價報酬率之關係。實證結果：融資、融券餘額以及融資使用率、融券使用率對股價報酬率的影響多不顯著；融資餘額變動量影響股價報酬率，大部份個股皆受正相關影響；融券餘額變動量對於股價報酬率影響多為正相關。

周欣怡(民國89年)對集中市場及店頭市場暫停信用交易之證券進行研究，探討暫停信用交易對集中市場及店頭市場證券價格波動性、周轉率及資訊內容反應程度，結果證實暫停信用交易並不能有效降低上市及上櫃公司證券之股價報酬率波動性，而有降低證券流動性、抑制長期及短期證券交易之功能，因此整體而言，此項公告所含的資訊的內容對股票具有負面之影響。

吳其昌(民國87年)探討店頭市場開放信用交易對股價波動性及效率性之影響，以相近於店頭市場特徵的集中市場中新上市公司為樣本，研究在開放信用交易前後股價波動性與效率性之差異，研究結果顯示信用交易開放前之平均價格調整係數普遍大於信用交易開放後，表示信用交易開放前平均反映資訊之程度大於開放後。

柳春成(民國85年)「證券信用交易比率調整與股市波動關係之研究」，則依股票 beta 係數高低分別將第一類與第二類股票分為高風險與低風險投資組合，檢定信用交易的調整是否會擴大投資組合及個別證券報酬率的變異數，而造成股市的波動。其實證結果為證券主管機關欲調整證券信用交易比例來活絡股市或抑制投機買氣的作法並無法得到預期的效果。

## 第二節 文獻討論

傳統觀念認為，巨量融券餘額是一個潛在未來買券需求的指標，儘管借券賣出的融券者係期盼在股價下跌中獲利，但是由於所有融券最後勢必面臨需要回補的狀況，因而這種預期股價下跌而獲利的期盼，反而將會在回補造成的股價上漲中而遭反噬落空，這個理論在晚近受到相當多學者的質疑。而更由於融券的投資比融資更具投機性質，故而國內、外均多對針對融券方面的研究，因此以下將特別針對融券相關文獻做更進一步之探討。

對於融券指標與股價報酬的關係，主要有三種不同的看法，分別列述如下：

### (1) 融券和股票報酬呈現正相關

傳統投資人認為巨量融券代表股市未來將走向多頭，因為它代表著對股票有延遲性的需求，如果股價未如預期下跌而呈現上漲，融券的人終究會買進股票來償還原先放空的部位，使得股價再度上漲。

### (2) 融券和股票報酬無關

另一觀點指出融券是由於避險、套利的需求或稅的動機，與股價無關 (Brent, Morse and Stice, 1990)。若做為上述起因而產生的融券，將不會有延遲性的需求，也並非隱含公司有負面消息的資訊內涵。

### (3) 融券和股票報酬呈現負相關

第三種看法是巨量融券傳達公司負面的消息 (Diamond and Verrcchia, 1987)，因為放空必須付出一定的成本，為了流動性需求而融券的可能性不大，所以巨量融券有隱含公司負面消息的資訊內涵。

## 第肆章 研究方法

股票是一種高風險的投資工具，高風險相對也有高報酬，因此本研究主要是利用加權指數與融資融券餘額之相關係數和迴歸分析來判斷兩者之間的關係。以利日後作為操作股票的判斷依據，利用 CMONEY 取得 2000 年~2010 年之加權指數與融資融券餘額的數據，再利用 EXCEL 求得相關係數與迴歸分析，並據以判斷加權股價指數與大盤融資融券餘額間是否具有顯著關係。

### 第一節 研究限制

由於在研究方法及變數考量上的一些缺失，無可避免地將或多或少減低研究結果之有效性，本節將對這些可能之缺失做一說明。

1. 影響股價的因素很多，如經濟景氣、國內外游資、政府政策制度，法令規章、稅制、投資人的心理面等。本研究只探討加權股價指數與大盤融資融券餘額是否具有顯著關係，而其他因素則不在考慮的範圍內。
2. 由於國內股價有漲跌幅之限制，因此股價之調整速度或未能迅速反應市場情報，再加上融資比率與融券保證金成數採加權股價指數之漲跌幅度，而逐級調整方式調整，有扭曲市場經濟機能之現象，因此可能會對本研究之準確性因此而改變。
3. 以信用交易表透露的情報所發展出來的指標有很多種，本研究所選取的指標可能未考量其他指標的可能性。

## 第二節 實證方法與結果

先從 CMONEY 取得 2000 年~2010 年每一周底之加權指數與融資餘額的數據，再利用 EXCEL 將取得的數據做資料分析跑出相關係數與迴歸分析，如圖 4-1 周融資餘額與加權指數之相關係數與迴歸分析，相關係數為 0.770128 屬高度正相關，我們再設一假設檢定來驗證是否符合，X 變數 1 即為融資餘額，我們的假設檢定如下：

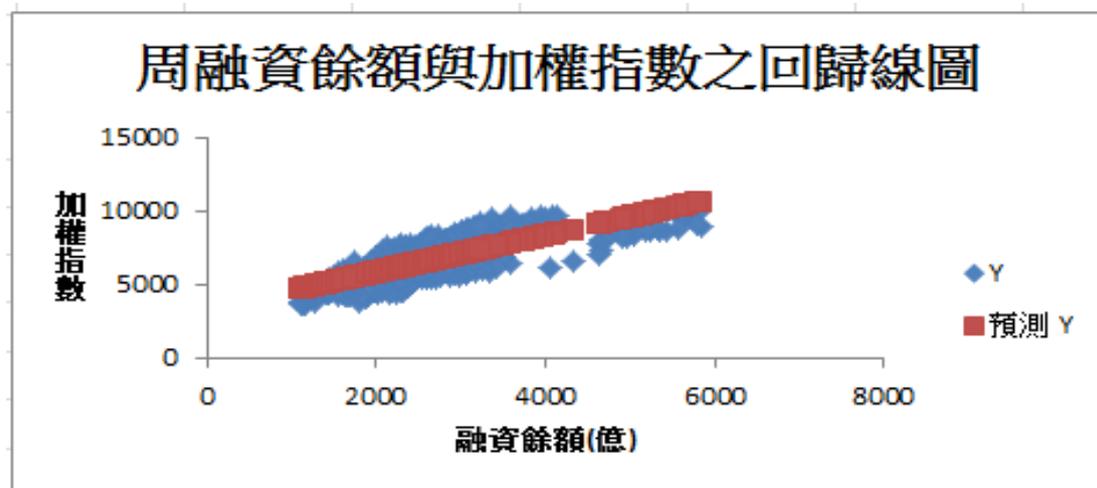
$$\begin{cases} H_0 : \beta = 0 \\ H_1 : \beta \neq 0 \end{cases}$$

透過圖 4-1 得知係數  $\beta$  為 1.251253 其 p 值遠小於 0.05 故我們拒絕  $H_0$ ，即  $\beta$  是顯著代表融資餘額與加權指數有正向關係，即圖 4-2 周融資餘額與加權指數之回歸線圖。

圖 4-1 周融資餘額與加權指數之相關係數與迴歸分析

迴歸統計		相關係數 0.770128						
R 的倍數	0.770128							
R 平方	0.593097							
調整的 R	0.592375							
標準誤	932.7435							
觀察值個數	566							
ANOVA								
	自由度	SS	MS	F	顯著值			
迴歸	1	7.15E+08	7.15E+08	822.0782	3.3E-112			
殘差	564	4.91E+08	870010.5					
總和	565	1.21E+09						
	係數B	標準誤	t 統計	P-值	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
截距	3262.481	121.42	26.8694	5.1E-103	3023.991	3500.972	3023.991	3500.972
X 變數 1	1.251253	0.04364	28.67191	3.3E-112	1.165535	1.336971	1.165535	1.336971

圖 4-2 周融資餘額與加權指數之回歸線圖



融券餘額與加權指數每一周底之數據做相關係數與迴歸分析，如圖 4-3 周融券餘額與加權指數之相關係數與迴歸分析，相關係數為-0.30456 屬低度負相關，我們再設一假設檢定來驗證是否符合，X 變數 1 即為融券餘額，我們的假設檢定如下：

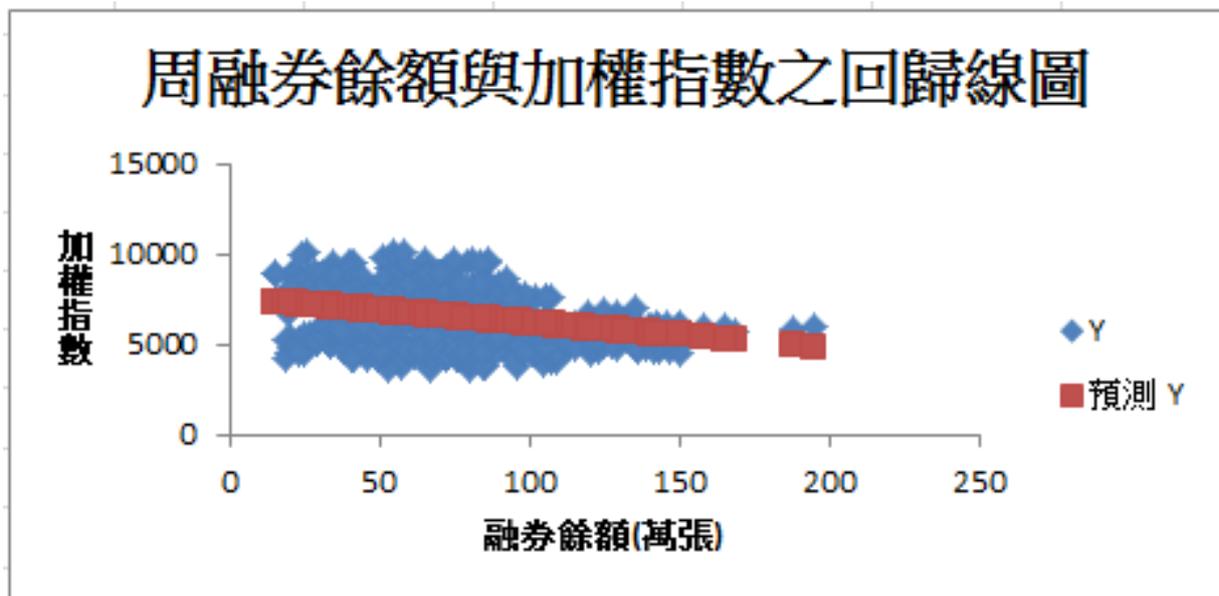
$$\begin{cases} H_0 : \beta = 0 \\ H_1 : \beta \neq 0 \end{cases}$$

透過圖表得知係數  $\beta$  為-13.7227 其 p 值遠小於 0.05 故我們拒絕  $H_0$ ，即  $\beta$  是顯著代表融券餘額與加權指數有反向關係，即圖 4-4 周融券餘額與加權指數之迴歸線圖。

圖 4-3 周融券餘額與加權指數之相關係數與迴歸分析

迴歸統計		相關係數		-0.30456				
R 的倍數	0.304563							
R 平方	0.092759							
調整的 R	0.09115							
標準誤	1392.765							
觀察值個數	566							
ANOVA		自由度	SS	MS	F	顯著值		
迴歸	1	1.12E+08	1.12E+08	57.66482	1.3E-13			
殘差	564	1.09E+09	1939795					
總和	565	1.21E+09						
	係數 $\beta$	標準誤	t 統計	P-值	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
截距	7537.776	141.7632	53.17158	7.3E-222	7259.327	7816.224	7259.327	7816.224
X 變數 1	-13.7227	1.807112	-7.59374	1.3E-13	-17.2722	-10.1732	-17.2722	-10.1732

圖 4-4 周融券餘額與加權指數之迴歸線圖



融資餘額與加權指數每一月底之數據做相關係數與迴歸分析，如圖 4-5 月融資餘額與加權指數之相關係數與迴歸分析，相關係數為 0.771303 屬高度正相關，我們再設一假設檢定來驗證是否符合，X 變數 1 即為融資餘額，我們的假設檢定如下：

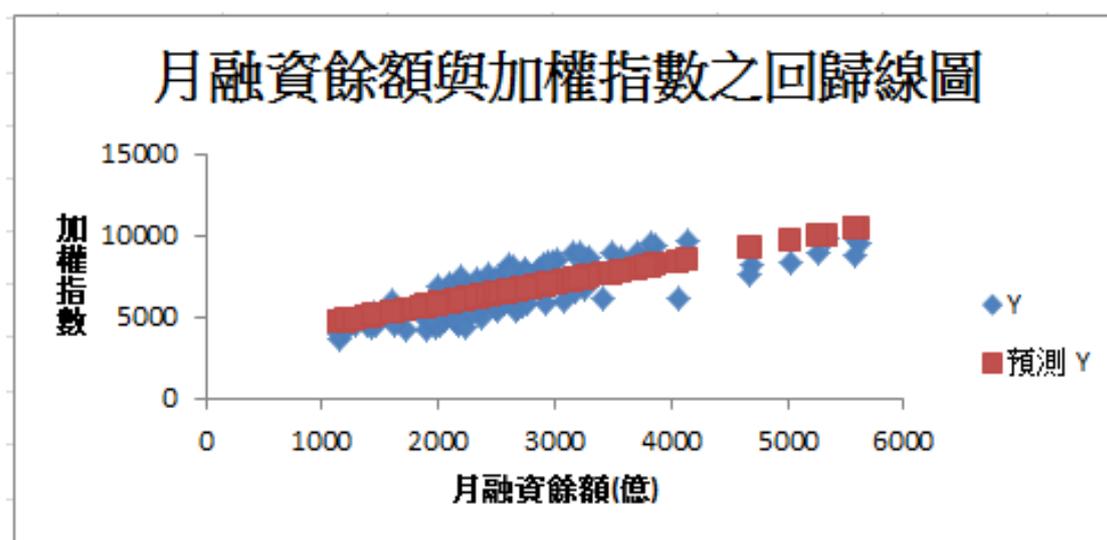
$$\begin{cases} H_0 : \beta = 0 \\ H_1 : \beta \neq 0 \end{cases}$$

透過圖表得知係數  $\beta$  為 1.275838 其 p 值遠小於 0.05 故我們拒絕  $H_0$ ，即  $\beta$  是顯著代表融資餘額與加權指數有正向關係，即圖 4-6 月融資餘額與加權指數之迴歸線圖。

圖 4-5 月融資餘額與加權指數之相關係數與迴歸分析

迴歸統計		相關係數 0.771303						
R 的倍數	0.771303							
R 平方	0.594909							
調整的 R	0.591792							
標準誤	945.0629							
觀察值個數	132							
ANOVA								
	自由度	SS	MS	F	顯著值			
迴歸	1	1.71E+08	1.71E+08	190.9152	2.79E-27			
殘差	130	1.16E+08	893144					
總和	131	2.87E+08						
	係數 $\beta$	標準誤	t 統計	P-值	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
截距	3194.297	255.4899	12.50264	4.83E-24	2688.841	3699.753	2688.841	3699.753
X 變數 1	1.275838	0.092337	13.81721	2.79E-27	1.09316	1.458515	1.09316	1.458515

圖 4-6 月融資餘額與加權指數之迴歸線圖



融券餘額與加權指數每一月底之數據做相關係數與迴歸分析，如圖 4-7 月融券餘額與加權指數之相關係數與迴歸分析，相關係數為 0.1751 屬低度正相關，我們再設一假設檢定來驗證是否符合，X 變數 1 即為融券餘額，我們的假設檢定如下：

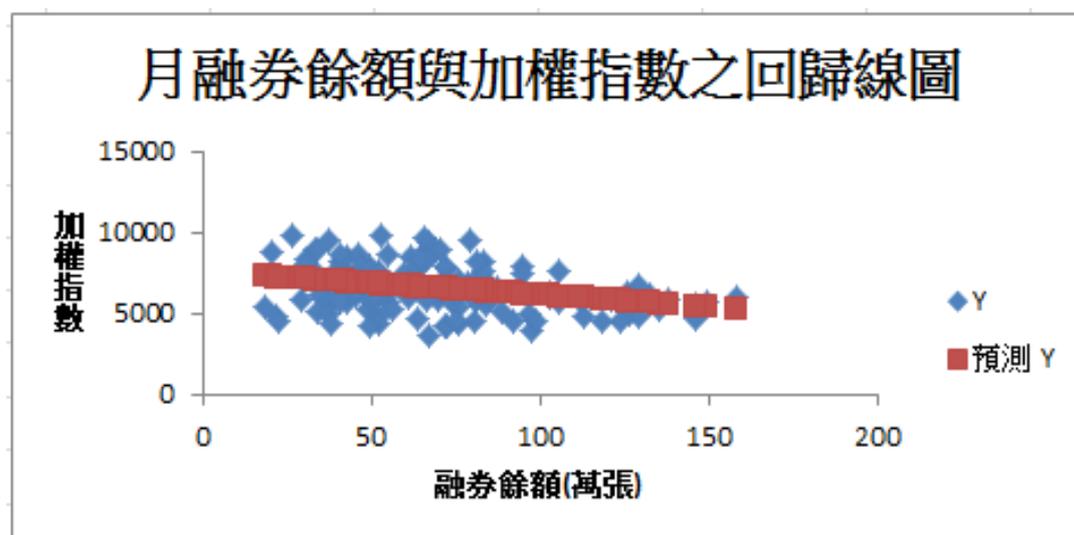
$$\begin{cases} H_0 : \beta = 0 \\ H_1 : \beta \neq 0 \end{cases}$$

透過圖表得知係數  $\beta$  為 -14.2238 其 p 值遠小於 0.05 故我們拒絕  $H_0$ ，即  $\beta$  是顯著代表融券餘額與加權指數有反向關係，即圖 4-8 月融券餘額與加權指數之迴歸線圖，檢定結果與相關係數不吻合，我們認為資料分割的期間為每月底，期間較大，則相關係數跑出來的數據較為主觀，所以我們以迴歸分析與假設檢定的結果為主，則與周融資餘額與加權指數之相關性檢定相符，為反向關係。

圖 4-7 月融券餘額與加權指數之相關係數與迴歸分析

迴歸統計		相關係數		0.1751					
R 的倍數	0.300089								
R 平方	0.090054								
調整的 R 平方	-0.083054								
標準誤	1416.42								
觀察值個數	132								
ANOVA									
	自由度	SS	MS	F	顯著值				
迴歸	1	25811452	25811452	12.86555	0.000472				
殘差	130	2.61E+08	2006246						
總和	131	2.87E+08							
	係數B	標準誤	t 統計	P-值	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%	
截距	7537.059	304.9834	24.71301	5.8E-51	6933.686	8140.432	6933.686	8140.432	
X 變數 1	-14.2238	3.965527	-3.58686	0.000472	-22.0691	-6.37846	-22.0691	-6.37846	

圖 4-8 月融券餘額與加權指數之迴歸線圖



## 第五章 結論與心得

信用交易的出現對股市帶來更靈活更有彈性的操作策略，它不僅活絡了股票市場，也曾是一項非常有參考價值的指標，因為融資券是有額度限制的，法人的資金部位都很高，所以會使用融資券的基本上就是所謂的散戶。從資券的變化就可以清楚的看到散戶大概是怎麼操作的，表面上看起來信用交易的出現好像是讓散戶們如虎添翼，增添了更多元的手法，但也不可忽略在它的背後可能會衍生出更高的風險。

相對於現股操作來說，融資融券這種信用交易是更高風險的金融工具，它可以讓人用更快速的方式致富，但也可能使人一夕間破產，畢竟融資其實就是借錢，借錢的目的可能是本身資金不夠，在資金不夠的狀況下又從事大於自己資金能力外的操作，這樣就非常危險。雖然現今的金融體系有很完整的保證金制度，但是還是有很多人因為融資的金額過高，甚至高於自己所能承受的風險，導致遭到券商的斷頭，除了血本無歸甚至會傾家蕩產。

所以投資人在使用信用交易時必須先檢視自己的資金及能承受多大的風險，因為高報酬伴隨著是高風險，這是市場上不變的法則，它能讓你爬多高就能讓你摔的多重，常聽到身邊的長輩說股票賠很多錢，大部分的人都是因為信用交易，沒有適當的調配好個人的資金，很容易就會敗光自己的家產。

本研究重點在探討民國 89 年至 99 年這十年間，台灣股票市場加權股價指數與融資、融券餘額以周及月為單位做迴歸模型之相關性研究。而此研究如果選擇期間較短的話，並不容易看出資券餘額與指數高低是不是有確切關係，因此我們這次以十年為一個區間，希望能涵蓋大多數的系統風險，俾使這次的研究能更具有參考價值。

本研究得出的結論是：融資餘額對股價指數的影響為正向顯著，但融券餘額卻為負向顯著。此結論與以前市場上的認知頗為一致：即融資會助漲，而融券會助跌。

但隨著近年來投信投顧、外資法人投資比重的增加，本國自然人佔市場的比重漸減，使得融資餘額、融券餘額不復以往的熱絡，且它們與股價指數間的關係，直觀之似乎已漸行漸遠。資券餘額雖仍可視為「散戶指標」，但對股價影響力已逐漸式微，並不像從前較具有指標性意義。反而是外資持股之增減才是主導的力量，倘若市場上的外資屬長期投資時，外資持股越高對股價愈有安定作用，但若外資屬於短線操作時，則會加大股價波動的風險。

## 參考文獻

張嘉宏「東海大學企業管理研究所碩士學位論文—台灣股票市場加權股價指數與融資餘額、融券餘額關係之研究」民國八十四年六月

楊昇翰「淡江大學管理科學研究所碩士班碩士論文—信用交易與股價報酬率之關聯性分析」民國九十六年六月

鄭漢亮「國立台北大學經濟學研究所碩士論文—以門檻模型分析台灣股價、加權指數融資與融券之關係」民國九十四年七月

張哲章「淡江大學財務金融學系金融碩士班論文—融資融券餘額、成交量與股市指數之關聯性研究」民國八十六年六月

張馨方「朝陽科技大學財務金融系碩士論文—台灣股票市場加權股價指數報酬率與融資、融券餘額之相關性研究」民國九十四年七月二十五日

王良惠「國立中正大學財務金融研究所碩士論文—融資、融券及其綜合性指標與股票報酬關係之研究」

孫穎慶，「融資融券與股票市場關聯性探索」，逢甲大學經濟研究所碩士論文，1986

劉啟全，「信用交易與股價報酬之關聯性研究」，國立雲林科技大學財務金融碩士論文 2003

楊踐為、王章誠，1999，台灣股價指數與融資、融券及成交量間資訊傳遞結構之研究，證券櫃檯

鄭漢亮，2004，以門檻模型分析台灣股價加權指數，融資與融券之關係，國立台北大學經濟學系未出版碩士論文