

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

規模及帳面市值效果之過度反應-全球股市及金融危機之證據 研究成果報告(精簡版)

計畫類別：個別型
計畫編號：NSC 99-2410-H-343-018-
執行期間：99年08月01日至100年07月31日
執行單位：南華大學財務金融學系

計畫主持人：廖永熙

計畫參與人員：碩士班研究生-兼任助理人員：蔡佳吟

報告附件：出席國際會議研究心得報告及發表論文

處理方式：本計畫涉及專利或其他智慧財產權，2年後可公開查詢

中華民國 100 年 10 月 28 日

一、前言

金融資產價格的變化，一直都是學者的研究重心。其主要原因是金融資產報酬通常存在著均數復歸不對稱的現象，至於風險則有波動不對稱特性。有關均數復歸不對稱的問題，Nam et al., (2001)等學者發展出 ANST-GARCH(Asymmetric Nonlinear Smooth Transition)-GARCH 模型，可以用於描述資產均數復歸不對稱，代表著負報酬衝擊時反轉的速度會比正報酬反轉的速度來的快，並且可以用過度反應解釋(overreaction)此一現象。De Bondt and Thaler (1985)首先發現股票若存在過度反應，則投資人可以運用反向操作獲利(contrarian profit)。由於股票報酬具有不對稱的屬性，其隱含著正報酬的持續性比負報酬來的長，故 Nam et al., (2005)則進一步利用此種特性進行技術性的交易策略，也就是說當出現正報酬時為買入訊號，負報酬為賣出訊號，發現可以獲得超額報酬。

三因子模式乃修正 CAPM 並加入規模和帳面市值因子以探討股票報酬之變異。規模效應指的是小公司比大公司有較高的股票報酬；至於帳面市值效果則代表高帳面市值比(book-to-market equity, B/M)比低 B/M 公司有較高的報酬，此一結果隱含著投資人可以利用價值投資策略獲利。Lakonishok et al. (1994)與 La Porta (1996)發現投資人的系統性偏誤認知將造成價值股被低估，而成長股高估，當股價修正時則出現規模及帳面市值效果，因此價值及成長股會出現反轉的現象。

自 Fama 和 French (1992, 1993)修正 CAPM 並加入規模和帳面市值因子以探討股票報酬之變異後，三因子模式就一直為學者關注的焦點。規模效應指的是小公司比大公司有較高的股票報酬；至於帳面市值效果則代表高帳面市值比(book-to-market equity, B/M)比低 B/M 公司有較高的報酬，此一結果隱含著投

資人可以利用價值投資策略獲利。過去的文獻對於規模和帳面市值效應歸因於下列幾個原因。首先，規模及價值風險溢酬乃是特殊樣本所致(Faff (2004), Wang 和 Xu (2004))。其次，由於股價係由資訊來決定，故規模和帳面市值效應亦可視為投資人對資訊反應偏誤的結果，例如，Lakonishok et al. (1994)與 La Porta (1996)發現投資人的系統性偏誤認知將造成價值股被低估，而成長股高估，當股價修正時則出現規模及帳面市值效果，因此價值及成長股會出現反轉的現象。第三，小規模及高帳面市值股票有較高報酬乃因風險之補貼。主要因帳面市值較高的股票，市場對該公司的前景並不看好，故股票價格較低，進而造成帳面市值比升高，而由於營運不佳，對景氣狀況較敏感，投資人的持有風險相對提高，所以應有較高的預期報酬，以致和報酬呈正相關。而規模較小的公司通常有較高的系統風險，故以付出較高的報酬為代價(Fama 和 French (1992, 1993) 和 Davis, Fama 和 French (2000))。

除了均數復歸不對稱現象之外，風險時間序列也存在不對稱的問題；波動不對稱最早由 Black (1976)及 Christie (1982)發現，所謂風險不對稱指的是當股價下跌時，風險是上升的情形，當公司股價上升時，風險反而下降。後續學者從資產負債面加以解釋，例如，French, Schwert 與 Stambaugh (1987)稱股價的上升或下跌，會影響到公司的負債比率，而負債比率又會影響到投資者對風險的認知，進而改變要求報酬率，因此，French 等學者稱此為『槓桿效應』。由於股價係由資訊來決定，故此一現象亦可視為資訊傳遞(information spillover)效果，例如，Schwert (1990)研究了 1987 年十月黑色星期一美國股市大跌時的情形，發現當股市處於下跌階段，其壞的訊息對風險的衝擊程度，是股市上升階段好的訊息對風險衝擊程度的 2.5 倍。此外，Koutmos 和 Saidi (1995)亦支持 Schwert 論點。

有關均數復歸不對稱、波動不對稱及規模市值效應的研究非常眾多。本文謹將較為人知者敘述如下：Cheung 與 Ng(1992)及 Duffee(1995)之公司規模驗證，以及 Bekaert 與 Wu(2000)之系統風險研究。『均數復歸不對稱』的文獻包括：Nam et al., (2001, 2002, 2005)之過度反應假說驗證。至於『規模市值效應』的研究包括：Lakonishok et al. (1994)之價值貼水探討，以及 Daniel 和 Titman (1997)的特徵模型研究。

從傳統的研究方法來探討波動不對稱的文獻眾多，而 Nam et al.(2001)則進一步提出的 ANST-GARCH 模型可同時檢驗均數復歸不對稱及波動不對稱，故本文將以 ANST-GARCH 模型為本研究之方法。本研究的目的係探討全球股市大小規模及價值成長股(美國、英國、德國、香港、日本、南韓、新加坡、台灣、泰國)之不對稱均數復歸及不對稱波動現象，而研究的重點將金融風暴前後期的股市表現為主軸，以觀察資訊傳遞與市場效率不同？

本文的重要性在政策面如下：『過度反應』，隱含投資人對於市場訊息的錯誤認知，因而股價會有偏離基本價格的現象。事實上，De Bondt 及 Thaler (1985)發現若市場出現過度反應，代表投資人可用逆向操作(contrarian)獲利，故壞消息產生的過度反應大於好消息。『槓桿效應』的存在，代表著資訊反應價格的不完美，亦即違反了市場效率假說。為什麼當股市處於上升階段時，其風險較低，而當股市處於下跌階段時，其風險卻較高？這當中除了公司的負債程度、系統風險與規模效應外，是否還有其他因素造成此種不對稱的現象？例如，Shiller(1984)及 Sentana 與 Wadhvani(1992)從行為財務面探討，發現投資人的“羊群效應”(herding)與正向回饋(positive feedback)交易策略有關。此意謂著政策面應對此問題採取有效措施；例如，從市場的深度與廣度著手，多增加上市上櫃公司，擴大開放機構性投資人(國內之投信、國外專業投資機構及代客操作等)的參與。此外，在市場的彈性度方面，放寬每日漲跌幅限制，以減少此種資訊

反應不對稱及過度反應的時間，均具有政策上的重要性。

在學術面鑒於國外眾多實證研究結果指出，『過度反應』及『槓桿效應』存在於股市、匯市及衍生性商品等金融工具，並從多方面探討，以找出其成因；反觀國內這方面之研究雖不少，但僅止於『槓桿效應』之驗證，且均從外生變數探討，而有關『過度反應』的探討，則付諸闕如，故本研究計畫擬填補此一缺口。此外，本研究除了從『市場異常現象』的觀點來探討太平洋盆地之『過度反應』及『槓桿效應』外，亦將歐美股市及『金融危機』一併納入，以增加多元性，並可比較其程度之差異，是否與政策及市場結構攸關？最後在實務面台灣股市一向以投機性高風險大著名，投資人漲時追高，跌時殺低，盲目跟進毫無理性，十足的淺盤市場。而本研究計畫之成果，將可提供投資人做為進出的參考，勿一面倒地追高殺低，只有當多瞭解股市之特性時，所犯的投資錯誤才最少。由於本計畫並不侷限於台灣股市，尚包含太平洋盆地其他五國(香港、日本、南韓、新加坡和泰國)及歐美(美國、英國及德國)股市，在此投資國際化與多元化的時代，本研究計畫之成果，更可為投資人提供一些有關全球股市之寶貴資訊。

二、資料來源及研究方法

本計畫主要係探討2000年的網路泡沫事件及2008年雷曼兄弟倒閉所引爆的金融海嘯對大小規模及價值成長股之均數復歸及波動之不對稱影響。研究期間自1998年1月1日至2009年12月31日，總共12年，以日資料為主。樣本包括美國、英國、德國、香港、日本、南韓、新加坡、台灣、泰國共9個國家。由於本文主要探討的對象為9個國家之規模及帳面市值均數復歸及波動不對稱現象，故首先要計算出大小規模及價值成長股之投資組合報酬。本文將公司規模及帳面市值由小到大分成3等份。大(小)公司規模及價值(成長)股代表最大(小)規模

及最高(低)帳面市值比股票的投資組合報酬。所有公司的股價資料取自於 Datastream 資料庫。採用之研究方法為不對稱非線性平滑轉換異質變異數模型 (ANST-GARCH)。

在計量方法上首先介紹不對稱均數復歸的屬性。由於非線性的自我迴歸模型允許過去正的或負的報酬衝擊使序列相關係數改變，故為用來捕抓均數復歸不對稱的最佳模型。假設資產報酬 R_t 為下列非線性 AR(1)過程：

$$R_t = \begin{cases} \mu + \phi^- R_{t-1} + \varepsilon_t & \text{if } \varepsilon_{t-1} < 0 \\ \mu + \phi^+ R_{t-1} + \varepsilon_t & \text{if } \varepsilon_{t-1} \geq 0 \end{cases}$$

其中，若報酬為一穩定的數列，則 $|\phi^-| < 1$ 且 $|\phi^+| < 1$ 。當 $\varepsilon_{t-1} < 0$ 時，報酬的序列相關是由 ϕ^- 衡量；反之，當 $\varepsilon_{t-1} > 0$ 時，報酬的序列相關是由 ϕ^+ 衡量。

在本篇文章中， ϕ^+ 和 ϕ^- 分別衡量著過去正的和負的報酬衝擊回復的速度。因此， $\phi^+ > \phi^-$ 代表著在相同程度衝擊之下，負的報酬衝擊回復速度會比正的報酬來的快。

在說明不對稱均數復歸的屬性之後，為了衡量資產報酬的波動是否也存在不對稱的現象，因此本文利用 Nam et al. (2001)所提出的 ANST-GARCH 模型。原始 ANST-GARCH 模型之重點如下：

$$R_t = \mu + \phi_1 R_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$h_t = [a_0 + a_1 \varepsilon_{t-1}^2 + a_2 h_{t-1}] + [b_0 + b_1 \varepsilon_{t-1}^2 + b_2] F(\varepsilon_{t-1})$$

其中， $F(\varepsilon_{t-1}) = \{1 + \exp[-\gamma(\varepsilon_{t-1})]\}^{-1}$ 且 R_t 是股票在 t 點的報酬。 ε_t 定義為消息在 t 時點對市場的衝擊，且 $\varepsilon_t \sim N(0, \sqrt{h_t})$ 。

值得說明的是， $F(\varepsilon_{t-1})$ 是代表移轉函數，事實上也是一個邏輯函數。因此， $F(\varepsilon_{t-1})$ 是依據 ε_t 而在 0 和 1 之間變動。例如， $\varepsilon_{t-1} < 0$ 則 $0 < F(\varepsilon_{t-1}) < 0.5$ ， $\varepsilon_{t-1} > 0$ 則 $0.5 < F(\varepsilon_{t-1}) < 1$ ，且 $\varepsilon_{t-1} = 0$ 則 $F(\varepsilon_{t-1}) = 0.5$ 。移轉函數 $F(\varepsilon_{t-1})$ 是 ε_t 的平滑且連續函數並且控制波動移轉的機制。

模型中波動的持續性是由 $(a_1 + a_2) + (b_1 + b_2)F(\varepsilon_{t-1})$ 所衡量。當大的負衝擊使的 $F(\varepsilon_{t-1}) = 0$ ，波動持續性為 $(a_1 + a_2)$ 。當大的正衝擊使的 $F(\varepsilon_{t-1}) = 1$ ，波動持續性為 $(a_1 + a_2) + (b_1 + b_2)$ 。因此 $(b_1 + b_2) < 0$ 則存在槓桿效果。參數 γ 則控制波動移轉的速度， γ 較大則代表波動移轉的速度較快。

除了上述模型確定波動存動存在不對稱之外，為了捕抓報酬和波動均存在不對稱，則將原始模型修正為：

$$R_t = \mu + [\phi_1 + \rho_1 D(\varepsilon_{t-1})]R_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$h_t = [a_0 + a_1 \varepsilon_{t-1}^2 + a_2 h_{t-1}] + [b_0 + b_1 \varepsilon_{t-1}^2 + b_2]F(\varepsilon_{t-1})$$

其中， $D(\varepsilon_{t-1})$ 為一虛擬變數。若 $\varepsilon_{t-1} < 0$ ，則 $D(\varepsilon_{t-1}) = 1$ ，否則為 0。因此報酬的序列相關由 $\phi_1 + \rho_1 D(\varepsilon_{t-1})$ 所衡量，其達到穩定的條件為 $|\phi_1 + \rho_1 D(\varepsilon_{t-1})| < 1$ 。

由於 $\phi^+ > \phi^-$ 代表著不對稱復歸的現象，故 $\rho_1 < 0$ 等同於 $\phi^+ > \phi^-$ 。此一條

件 $\rho_1 < 0$ 確定了不對稱報酬復歸；即在相同衝擊之下，負的報酬衝擊會比正的報酬衝擊回復的更快。

三、實證結果

本文將樣本期間區分為全期間、風暴前、風暴時及風暴後和風暴時等期間，實證結果發現，全期間時除了德國大公司比小公司有較高報酬外，其餘國家均呈現小公司比大公司有較高報酬及高帳面市值比公司(價值股)比低帳面市值比公司(成長股)有較高報酬。在風暴前期間亦和全期間的結果是相同的。在風暴期間時結果發現，除了德國和英國大公司比小公司有較高報酬及英國的低帳面市值比公司比高帳面市值比公司有較高報酬外，其餘國家均呈現小公司比大公司有較高報酬及高帳面市值比公司比低帳面市值比公司有較高報酬。另外，在風暴後和風暴時發現，除了德國大公司比小公司有較高報酬外，其餘國家均呈現小公司比大公司有較高報酬及高帳面市值比公司比低帳面市值比公司有較高報酬。

本文亦使用 ANST-GARCH 模型分析美國、英國、德國、香港、日本、南韓、新加坡、台灣、泰國在全期間、風暴前、風暴時及風暴後和風暴時期間的均數覆歸不對稱和波動不對稱現象，實證結果發現，在全期間時所有國家均呈現正的一階自我相關，顯示出有非同步交易的現象出現。在均數覆歸不對稱方面，除了德國的小型股和價值股、新加坡的小型股、價值股和成長股以及南韓的價值股出現均數覆歸不對稱外，其餘並未出現。在波動不對稱方面，除了新加坡的小型股未出現波動不對稱外，其餘均存在波動不對稱現象。在風暴前期間，除了英國大型股外，所有國家均呈現正的一階自我相關。在均數覆歸不對稱方面，除了香港的大型股、日本的大型股、新加坡的小型股和價值股、南韓的價值股以及泰國的價值股出現均數覆歸不對稱外，其餘並未出現均數覆歸不對稱。在波動不對稱方面，除了新加坡的小型股、南韓的小型股、泰國的大型股、價值股和成長股未出現波

動不對稱外，其餘均存在波動不對稱現象。在風暴時期間，除了香港價值股、日本大型股、南韓大型股及成長股、泰國成長股及英國大型股外，所有國家均呈現正的一階自我相關。在均數覆歸不對稱方面，除了德國大型股和成長股、香港的小型股和大型股、日本的小型股和價值股、新加坡的小(大)型股和價值(成長)股、泰國的小型股、英國小型股和美國小(大)型股及價值股出現均數覆歸不對稱外，其餘並未出現均數覆歸不對稱。在波動不對稱方面，除了德國大型股、香港小型和價值股、日本大型股、新加坡的成長股、南韓的小型股和價值股、台灣小型股、泰國的成長股和英國價值股未出現波動不對稱外，其餘均存在波動不對稱現象。在風暴後和風暴時，除了日本大型股、南韓大型股及成長股、泰國大型股及英國大型股外，所有國家均呈現正的一階自我相關。在均數覆歸不對稱方面，除了香港的大型股和價值股、新加坡的小型股和價值(成長)股、台灣大型股、泰國的小型股、英國小型股和美國小(大)型股出現均數覆歸不對稱外，其餘並未出現均數覆歸不對稱。在波動不對稱方面，除了香港小型、日本成長股、新加坡的價值股、南韓的小型股和價值股、泰國的小型股、價值股及成長股和美國大型股未出現波動不對稱外，其餘均存在波動不對稱現象。

本文的貢獻如下:在學術研究面，相對於眾多針對著歐美成熟市場的研究而言，本計畫主要係探討太平洋盆地六國股市(台灣、香港、日本、南韓、新加坡與泰國)及歐美股市(美國、英國及德國)大小規模及價值成長股之條件性均數復歸與條件性風險不對稱現象，故實證結果正好可以歐美股市加以比較分析，以檢視其異同。此外，本計畫之實證結果也可以彌補學術界對此一議題之研究不足。在股市發展上，可供主管機關做決策時之參考，因為從行為財務面來說，投資人的逆向操作(contrarian)交易策略與『均數復歸不對稱』有關；而“從眾行為”(herding)及正向回饋(positive feedback)交易策略與『槓桿效應』有關連。此意謂著政策面應對此問題採取有效措。最後，本計畫之實證結果，可供主管機關做決策時之參考，因為從行為財務面來說，投資人的逆向操作(contrarian)交易策略與『均數復

歸不對稱』有關；而“從眾行為”(herding)及正向回饋(positive feedback)交易策略與『槓桿效應』有關連。此意謂著政策面應對此問題採取有效措

四、結論

本文將以 ANST-GARCH 模型為本研究之方法。本研究的目的係探討全球股市大小規模及價值成長股(美國、英國、德國、香港、日本、南韓、新加坡、台灣、泰國)之不對稱均數復歸及不對稱波動現象，而研究的重點將以金融海嘯前後期的股市表現為主軸，以觀察資訊傳遞與市場效率是否有所改善？實證結果發現金融危機會使某些國家均數覆歸不對稱更加明顯，且風暴後波動不對稱亦會加劇。此一結果顯示出投資人的風險趨避程度會因金融海嘯而有所變動。

五、參考文獻

1. 絲文銘，1994，股票市場過度反應與風險變化關係之探討，證券市場發展季刊，頁 1-40。
2. 劉亞秋、黃理哲、劉維琪，1996，國內股市系統風險之探討，證券市場發展季刊，第 8 卷，第 1 期，頁 45-66。
3. 吳壽山、周賓凰，1996，衡量漲跌幅限制對股票報酬與風險之影響，證券市場發展季刊，第 8 卷，第 1 期，頁 1-31。
4. 林楚雄、劉維琪、吳欽杉，1999，不對稱 GARCH 模型之研究，管理學報，第 16 卷，第 3 期，頁 479-516。
5. 周賓凰、劉怡芬，2000，台灣股市橫斷面報酬解釋因子：特徵、單因子或多因子？，第 12 卷，第 1 期，頁 1-32。
6. 楊踐為、游淑禎，2003，金融風暴前後亞洲股票市場波動性不對稱現象之研究，管理學報，第 20 卷，第 4 期，頁 805-827。
7. 林楚雄，2005，個股波動不對稱性之實證研究:以台灣股票市場為例，中山管

理評論，第 13 卷，第 3 期，頁 811-836。

8. Werner F. M., De Bondt and Richard Thaler, 1985, Does the stock market overreact ? , *Journal of Finance*, Vol. 40, pp.793-805.
9. Eugene F. Fama and Kenneth R. French, 1992, The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 427-465.
10. Kiseok Nam, Chong Soo Pyun and Stephen L. Avar, 2001, Asymmetric reverting behavior of short-horizon stock returns: An evidence of stock market overreaction, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, pp. 807-824.
11. Kiseok Nam, Chong Soo Pyun and Augustine C. Arize, 2002, Asymmetric mean-reversion and contrarian profits: ANST-GARCH approach, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 9, pp. 563-588.
12. Kiseok Nam, Kenneth M. Washer and Quentin C. Chu, 2005, Asymmetric return dynamics and technical trading strategies, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, pp. 391-418.
13. David Michayluk and Karyn L. Neuhauser, 2006, Investor overreaction during market declines: Evidence from the 1997 Asian financial crisis, *Journal of Financial Research*, Vol. 29, pp. 217-234.



Dear Yung-Shi Liao

Congratulation!!! According to our record your manuscript Rec. No. 11R-115 entitled is “Volatility and Beta Asymmetry: The Global Evidence”, and coauthors are Yih-Wenn Laih and Chun-Fan You , it has been accepted for publication in 2011 The International Conference on Organizational Innovation proceeding.

The registration fee of the 2011-ICOI conference is US\$300 for each paper registered before May 23, 2011 or US\$350 after May 23, 2011. Notably, the student registration fee is US\$280 .Each paper should be registered at least by one author; otherwise it will be regarded as withdrawn automatically.

From conference registration form, you will find the following two methods are provided for your convenience to pay your registration fee.

1. Telegraphic Transfer (T.T.)
2. Bank Money Transfer in Taiwan

Please fill with conference registration form and email back following email address as early as possible:

conference@iaoiusa.org or jasmine@iaoiusa.org

Thank you very much for submitting your paper to 2011ICOI The International Conference on Organizational Innovation.

Looking forward to see you in Bangi, Malaysia

Best regards
Conference Chair

Frederick S. Denton

2011 ICOI the International Conference
on Organizational Innovation
May, 15 2011

Volatility and Beta Asymmetry: The Global Evidence

Yung-Shi Liao^a, Yih-Wenn Laih^b, Chun-Fan You^c

^a Department of Finance, Nanhua University, Taiwan

^b Department of Finance, Ling Tung University, Taiwan

^c Department of Finance, TransWorld University, Taiwan

Abstract

This study tests the asymmetric responses of volatility and beta using the dynamic conditional correlation threshold generalized autoregressive conditional heteroskedasticity (DCC-TGARCH) model. The asymmetric volatility and beta show that investors react more strongly to bad than good news, i.e., when security prices decrease or the leverage ratio increases, causing a rise in volatility and beta. Thirteen different national markets' stock daily returns are employed to investigate the asymmetric volatility and systematic risk in the period beginning 2005 up to 2009. The empirical results indicate an existence of asymmetric volatility and systematic risk in global stock markets and a higher beta in the post subprime crisis subperiod (than in the pre subprime crisis subperiod).

JEL classification: G00, G01

Keywords: Asymmetric beta, DCC-TGARCH model, subprime mortgage crisis.

^a Corresponding author, Email address: ysliao@mail.nhu.edu.tw

Office phone: +88652721001 ext.56232

Fax: +88652427172

國科會補助專題研究計畫項下出席國際學術會議心得報告

日期：100 年 7 月 31 日

計畫編號	NSC 99-2410-H-343-018-		
計畫名稱	規模及帳面市值效果之過度反應-全球股市及金融危機之證據		
出國人員姓名	廖永熙	服務機構及職稱	南華大學財務金融學系-助理教授
會議時間	100 年 7 月 27 日至 100 年 7 月 29 日	會議地點	Bangi, 馬來西亞
會議名稱	(中文) (英文) The International Conference on Organizational Innovation		
發表論文題目	(中文) (英文) Volatility and Beta Asymmetry: The Global Evidence		

一、參加會議經過

今年 ICOI 會議的舉辦地點為馬來西亞首都吉隆坡附近的 Kebangsaan 大學(簡稱 UKM, 國民大學), 而 UKM 是馬來西亞政府創辦的第三所公立大學, 總校坐落於雪蘭莪州萬宜新鎮 (Bandar Baru Bangi), 離吉隆坡市區約 35 公里, 分校坐落在吉隆坡市區。而本次 The International Conference on Organizational Innovation 會議則是在總校區舉辦, 時間為 2011 年 7 月 27 日至 29 日共 3 天。由於本次差旅費預算較少, 故考量轉機的機票錢比直飛便宜情況下, 選擇至香港轉機, 若將待機及轉機時間包含進去, 耗時約 8 餘小時, 是一段相當需要體力的飛行。

由於是第一次出國發表, 本人顯得有點陌生。到達馬來西亞以後, 直接坐計程車至 UKM 附近的下榻飯店。在到達飯店的途中, 發現馬來西亞的道路規劃的蠻有秩序,

唯一令我感到驚訝的地方是，高速公路居然可以騎輕型的摩托車，看起來有點危險。

令人期待的 ICOI 的開幕式為 2011 年 7 月 27 日早上 9 點，此次大會的主要學術會程口頭報告和壁報式論文呈現二種。當然，我的發表為口頭發表，時間為在 7 月 27 日場次 4.2，下午時段 3:10~4:30 發表 Volatility and Beta Asymmetry: The Global Evidence 的文章，並經由與會專家學者的建議。而會議舉行的三天我都在這裡聽專家的發表，感到收穫很多。最後會議結束的尾聲還舉辦舞會，讓我印象深刻。

二、與會心得

由於這是第一次參加國際會議，對我來說最大的感想就是與外國學界連結及英文的重要性。因為在此種場合當中，所有金融市場的議題幾乎都可以找到相關論文，並且可與全世界各地最頂尖的研究學者進行討論最新的趨勢，而這也是國內研討會較為缺乏的地方。另外，目前所有金融相關的 SSCI 文章均以英文撰寫，這部分本人是沒有問題的，但有關於聽的部分，就必須加強這部分的能力。

三、建議

建議未來國科會對於參與國際研討會的補助可以多一些，這樣可以到遠一點的地方，例如，美國或歐洲。畢竟財務的領域目前還是以歐美為主，若能多補助一些，相信對於論文一定會很有幫助。

四、攜回資料名稱及內容

1. 會議手冊

2. 會議論文：會議論文手冊中僅有摘要。

3. 大會紀念品（原子筆、CD、環保袋）一份

五、其他

本次至馬來西亞出席國際會議是個寶貴的經驗，讓我發現自己的渺小，還有很多必須要學習的地方。因此，日後有機會的會應多多出去和外國學者交流，不要自己關在象牙塔裡。



國科會補助計畫衍生研發成果推廣資料表

日期:2011/10/17

國科會補助計畫	計畫名稱: 規模及帳面市值效果之過度反應-全球股市及金融危機之證據
	計畫主持人: 廖永熙
	計畫編號: 99-2410-H-343-018- 學門領域: 財務
無研發成果推廣資料	

99 年度專題研究計畫研究成果彙整表

計畫主持人：廖永熙		計畫編號：99-2410-H-343-018-					
計畫名稱：規模及帳面市值效果之過度反應-全球股市及金融危機之證據							
成果項目		量化			單位	備註（質化說明：如數個計畫共同成果、成果列為該期刊之封面故事...等）	
		實際已達成數（被接受或已發表）	預期總達成數(含實際已達成數)	本計畫實際貢獻百分比			
國內	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	規模及帳面市值效果之過度反應-全球股市及金融危機之證據繳交於國科會之報告
		研究報告/技術報告	1	1	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%		
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（本國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		
國外	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	出席 The 2011 International Conference of Organizational Innovation 研討會
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	1	1	100%		
		專書	0	0	100%		
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（外國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		

<p>其他成果 (無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。)</p>	<p>無</p>
--	----------

	成果項目	量化	名稱或內容性質簡述
科 教 處 計 畫 加 填 項 目	測驗工具(含質性與量性)	0	
	課程/模組	0	
	電腦及網路系統或工具	0	
	教材	0	
	舉辦之活動/競賽	0	
	研討會/工作坊	0	
	電子報、網站	0	
	計畫成果推廣之參與(閱聽)人數	0	

國科會補助專題研究計畫成果報告自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

達成目標

未達成目標（請說明，以 100 字為限）

實驗失敗

因故實驗中斷

其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形：

論文： 已發表 未發表之文稿 撰寫中 無

專利： 已獲得 申請中 無

技轉： 已技轉 洽談中 無

其他：（以 100 字為限）

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）（以 500 字為限）

『過度反應』，隱含投資人對於市場訊息的錯誤認知，因而股價會有偏離基本價格的現象。事實上，De Bondt 及 Thaler (1985) 發現若市場出現過度反應，代表投資人可用逆向操作 (contrarian) 獲利，故壞消息產生的過度反應大於好消息。『槓桿效應』的存在，代表著資訊反應價格的不完美，亦即違反了市場效率假說。為什麼當股市處於上升階段時，其風險較低，而當股市處於下跌階段時，其風險卻較高？這當中除了公司的負債程度、系統風險與規模效應外，是否還有其他因素造成此種不對稱的現象？另外，鑒於國外眾多實證研究結果指出，『過度反應』及『槓桿效應』存在於股市、匯市及衍生性商品等金融工具，並從多方面探討，以找出其成因；反觀國內這方面之研究雖不少，但僅止於『槓桿效應』之驗證，且均從外生變數探討，而有關『過度反應』的探討，則付諸闕如，故本研究計畫擬填補此一缺口。此外，本研究除了從『市場異常現象』的觀點來探討太平洋盆地之『過度反應』及『槓桿效應』外，亦將歐美股市及『金融危機』一併納入。實證結果發現金融危機會使某些國家均數覆歸不對稱更加明顯，且風暴後波動不對稱亦會加劇。此一結果顯示出投資人的風險趨避程度會因金融海嘯而有所變動。