

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

券商權證發行動機之研究：
市場注意力與股價動能的影響

Market Attention and Price Momentum: Determinants of
Warrant Issuers' Motivation

指導教授：郭一棟 博士

研究生：林子淳

中華民國 115 年 1 月

東海大學財務金融學系碩士班學位論文

學位考試委員審定書

本校 **財務金融研究所** 碩士班 林子淳 君

所提之論文(中文)： 券商權證發行動機之研究：

市場注意力與股價動能的影響

(英文)： Market Attention and Price Momentum:

Determinants of Warrant Issuers' Motivation

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人

楊發勇

考試委員

郭一坤
莊凱旭

(指導教授)

楊發勇
莊文德

系所主任

陳昭君

中華民國 114 年 12 月 29 日

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文學術倫理聲明書

本人 林子淳 (學號: G12440004) 已完全了解學術倫理之定義。

僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露

具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於

碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 林子淳 (簽名)

致謝

回顧在東海大學的學習歷程，轉眼間已是第七個年頭。從大學到研究所，這段時間的磨練使我在專業知識與研究能力上逐步成長。本論文得以順利完成，承蒙許多人的指導與支持，謹在此致上誠摯的感謝。

衷心感謝指導教授郭一棟老師在論文撰寫期間所給予的耐心指導，在研究過程中給予我充分的研究空間，並於關鍵時刻提供重要且精準的指引，引導我從不同角度思考研究問題，使我能在自主探索與學術嚴謹之間取得良好平衡，並順利完成本研究。也感謝口試委員撥冗審閱本論文並提出寶貴建議，使研究內容得以更加完整。

感謝系上師長們的教導，以及研究所的所有夥伴們在這兩年過程中的交流與陪伴，不論各種困難的報告或考試，我們總是以煎熬卻又不失歡樂的方式一同度過，而老師們在課堂外與我們輕鬆的互動，也讓這段研究所時光更加難忘。

最後，感謝家人與女友長期以來的支持與鼓勵，讓我能在求學期間無後顧之憂，專心投入研究並完成學業。謹以此篇論文，獻給所有在我求學道路上給予幫助的人。

林子淳 謹誌於

東海大學財務金融研究所

2026年1月

摘要

本研究以台灣權證市場為研究對象，探討券商於發行認購權證時之標的選擇行為，特別關注投資人注意力與市場動能是否影響其發行決策。鑑於台灣權證標的之發行分布高度集中於少數熱門股票，顯示券商發行行為可能並非隨機配置，本文嘗試由發行端角度補充既有權證相關文獻。

本文蒐集 2022 至 2024 年台灣上市認購權證資料，並彙整為公司年度樣本，以各公司年度被發行之權證檔數作為應變數，採用新聞報導次數與異常交易量衡量投資人注意力，並以發行前不同期間之累積報酬衡量市場動能，透過最小平方法（OLS）進行實證分析，檢驗注意力效果、動能效果及其交互作用。

實證結果顯示，投資人注意力與券商權證發行決策呈現顯著正向關聯；市場動能方面，發行前 12 個月累積報酬對發行次數具有穩健影響，而短期動能效果較不一致。進一步分析發現，注意力與動能之交互作用在不同標的類型間存在差異，顯示券商可能採取差異化發行策略。

整體而言，本研究從發行端角度補充既有權證文獻，說明投資人注意力與市場動能不僅影響投資人行為，亦影響券商之發行決策，研究結果可作為券商發行策略、投資人決策判斷及市場監理之參考。

關鍵詞：權證發行、投資人注意力、市場動能、台灣權證市場

ABSTRACT

This study examines the issuance behavior of securities firms in the Taiwan warrant market, focusing on whether investor attention and market momentum affect the selection of underlying stocks for call warrant issuance. Given that warrant issuance is highly concentrated in a small number of popular stocks, issuer behavior is likely strategic rather than random. However, existing studies mainly focus on pricing and market efficiency, leaving issuer-side decision-making relatively unexplored.

Using call warrant data listed in Taiwan from 2022 to 2024, the sample is aggregated at the firm-year level. The annual number of warrants issued on each underlying stock is employed as the dependent variable. Investor attention is proxied by news coverage and abnormal trading volume, while market momentum is measured by cumulative stock returns over different pre-issuance horizons. Ordinary Least Squares (OLS) regressions are conducted to examine the effects of attention, momentum, and their interaction.

The empirical results show a significantly positive relationship between investor attention and warrant issuance decisions. Regarding market momentum, cumulative returns over the 12 months prior to issuance exhibit a robust positive effect, whereas short-term momentum effects are less consistent. Further analysis indicates that the interaction between attention and momentum differs across types of underlying stocks, suggesting that securities firms adopt differentiated issuance strategies.

Overall, this study contributes to the warrant literature by providing issuer-side evidence that investor attention and market momentum influence issuance decisions. The findings offer practical implications for warrant issuers, investors, and market regulators.

**Keywords: Warrant Issuance, Investor Attention, Market Momentum,
Taiwan Warrant Market**

目錄

摘要.....	II
ABSTRACT	III
目錄.....	IV
表目錄.....	V
圖目錄.....	VI
第一章、緒論.....	1
第一節、研究背景.....	1
第二節、研究動機.....	4
第三節、研究目的.....	5
第二章、文獻回顧.....	6
第一節、權證市場特性與券商行為.....	6
第二節、注意力理論.....	8
第三節、市場動能理論.....	9
第三章、研究設計與假說.....	11
第一節、資料來源與樣本.....	11
第二節、變數定義.....	12
第三節、實證模型與假說.....	14
第四節、穩健性測試.....	17
第四章、實證結果.....	19
第一節、敘述統計.....	19
第二節、相關性檢定.....	20
第三節、實證結果分析.....	24
第四節、差異分析.....	33
第五章、結論與建議.....	40
第一節、研究結論.....	40
第二節、研究限制與建議.....	42
參考文獻.....	43

表目錄

表 3-1 權證樣本選取方法	11
表 3-2 變數定義表	13
表 4-1 敘述統計表	22
表 4-2 相關性檢定	23
表 4-3 注意力對權證發行次數的影響	30
表 4-4 各期間動能與權證發行次數的影響	31
表 4-5 注意力與動能對權證發行次數的交互影響	32
表 4-6 發行次數高低之差異檢定	36
表 4-7 注意力對發行決策之差異	37
表 4-8 以發行次數高低分析動能對不同樣本的影響	38
表 4-9 不同樣本下注意力與動能對權證發行次數的交互影響	39

圖目錄

圖 1-1 權證年度發行檔數統計.....	1
圖 1-2 2024 年權證標的物被發行次數.....	2
圖 1-3 2022-2024 權證券商發行次數.....	3

第一章、緒論

第一節、研究背景

台灣權證市場近年來快速發展，已成為散戶投資人參與金融市場的重要工具。權證是一種由券商發行、價格與標的股票或指數連動的衍生性商品，具有投入成本低、槓桿高、交易便利等特性，因此在台灣市場中擁有高度活躍度。自 1997 年開放權證制度以來，市場規模逐年擴大，2024 年全年度上市之權證檔數已超過 5.7 萬檔，交易金額在全球權證市場中亦由第六名上升至第四名，顯示台灣權證市場具備高度成長性與市場活躍度。

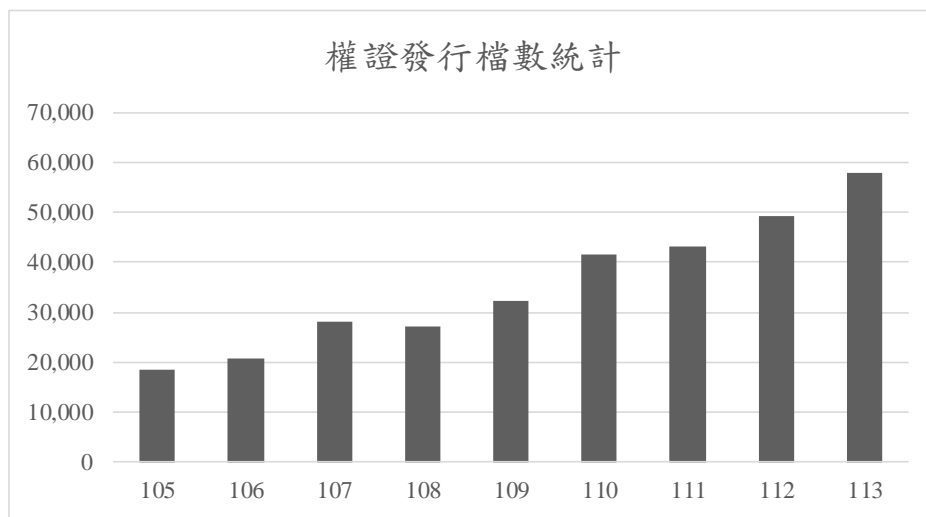


圖 1-1 權證年度發行檔數統計 資料來源：台灣證券交易所

隨著市場規模持續擴大的同時，台灣權證之發行結構也呈現出高度集中之特徵。從標的分布來看，券商在標的選取與發行決策上並非隨機或均勻分配，而是明顯傾向集中於少數高關注度之個股，致使多數股票於多年內僅被發行極少數次。此一偏態分布現象顯示，券商在選擇權證標的時，可能是基於市場需求、商品流動性、風險管理考量，或反映投資人行為特性所形成的策略性結果。

此現象亦可由實際市場資料加以驗證。以 2024 年為例，全年上市之認購權證約六萬檔，其中台積電（2330）即被各券商合計發行 1,821 檔權證；相對地，同年度卻有超過百檔標的股票的全年發行次數不到十次，顯示權證標的之選擇高度集中於少數熱門股票，整體分布極為不均。

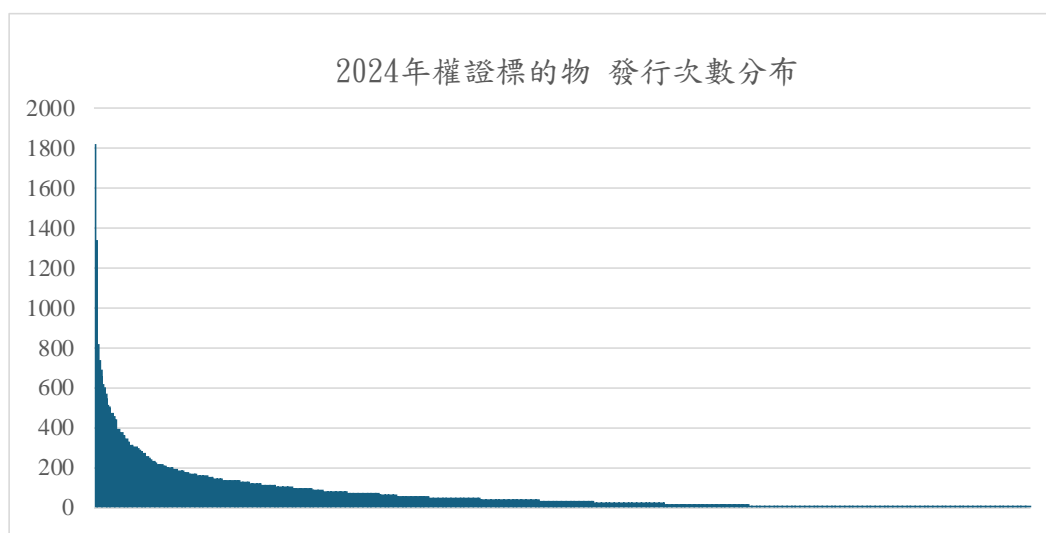


圖 1-2 2024 年權證標的物被發行次數

台灣所發行的權證屬於備兌型商品，券商於發行時通常會持有一定數量的標的股票，以有效因應避險需求並履行權證持有人行使權利時的交割義務。由於權證價格對標的股價變動高度敏感，標的股票之價格波動性與交易活絡程度，將直接影響權證之吸引力與後續交易量。因此，券商在進行權證商品設計與發行決策時，除需評估標的股票之價格行為外，亦須衡量其市場關注度與流動性條件，以確保商品具備足夠之交易需求。在此架構下，權證標的之選擇反映券商對發行成本、避險風險與市場需求之綜合評估結果，而非隨機配置。標的股票若具備較高關注度、交易活絡或價格趨勢明確，將有助於提升權證上市後之成交量與造市效率，進而提高發行效益。因此，券商之發行行為可能同時受到投資人偏好與商品特性之影響，呈現出具策略性的標的選擇行為。

另一方面，券商發行權證並非零成本行為，除需負擔上市與掛牌費用外，亦須承擔避險、資訊揭露與法遵等營運成本。在此情況下，券商於權證發行與標的物選擇時，需兼顧市場需求與發行效率，其決策行為可能進一步反映出對相關成本與市場反應之考量。

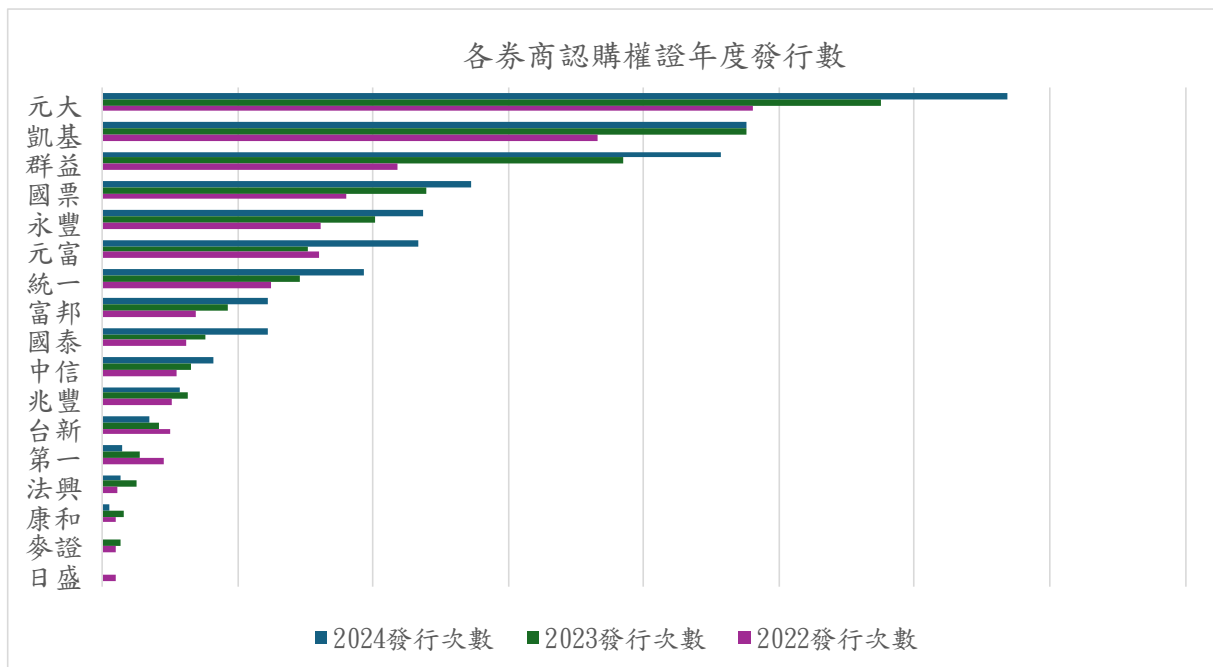


圖 1-3 2022-2024 權證券商發行次數

第二節、研究動機

權證的發行與上市存在一定成本，因此券商在選擇權證標的時絕非無的放矢。本研究觀察到台灣市場中，券商普遍傾向針對投資人高度關注、交易活躍或報酬動能強勁的個股大量發行權證，以提升成交量與流動性，並分攤固定發行成本。此現象暗示券商的發行行為具有明確策略性，而非隨機分配。然而，這類策略導向的發行行為尚缺乏系統性的學術檢驗，形成了研究缺口。

現有關於台灣權證與其他衍生性金融商品的研究，多集中於市場效率、期現貨價格互動、定價與避險模型等議題，對於發行端策略則著墨有限，較少有文獻從券商角度出發，探討其在發行端的策略與標的選擇行為。本文試圖由券商角度出發，結合市場注意力理論與動能理論，檢驗券商是否因應投資人關注度與市場短期趨勢進行策略性發行。透過實證方法驗證關聯性，期望補足既有文獻在發行端策略的不足，拓展現有權證文獻的理論視角，也試圖更完整揭示台灣權證市場標的選擇背後的運作邏輯，提供實務上發行策略及市場監理的參考依據。

此外，本研究亦具備潛在之實務意涵。若能進一步釐清券商發行行為與投資人注意力及市場動能之關聯性，將有助於市場參與者更全面地理解權證發行背後之決策邏輯。相較於僅從價格或成交量觀察市場動態，本文提供一個由發行端行為切入之分析視角，以補充對權證市場運作機制之認識。此一視角可作為券商於商品設計與標的篩選時之參考，亦有助於提升市場參與者對權證市場特性與潛在風險之理解。

本研究進一步於實證模型中納入注意力與動能之交乘項，以檢視兩者是否存在互補、放大或抑制效果；並於後續分析中依標的股熱門程度進行分組比較發行行為差異。藉由上述設計，期望能協助投資人區分熱門與冷門標的之特性，並運用注意力指標與發行動向作為推估權證發行趨勢之參考，使投資決策更為審慎與全面。

第三節、研究目的

本研究聚焦於探討券商於發行權證時之標的選擇行為，特別關注投資人注意力與標的股動能特性在發行決策中所扮演之角色。具體研究目的如下：

1. 檢視券商是否偏好選擇具較高投資人注意力之股票作為權證標的。
2. 檢視標的股報酬動能特性是否影響券商之發行決策。
3. 綜合投資人注意力與動能效果，分析兩者之交互影響，評估其對券商發行行為與發行時選擇之整體解釋力。
4. 藉由上述實證分析，描繪券商發行決策機制在投資人注意力與動能效果下之可能輪廓，以補充既有相關文獻之不足，並作為台灣權證市場商品設計及後續研究與實務觀察之參考。

第二章、文獻回顧

本章旨在整理與本研究主題相關之理論與實證研究，作為後續研究設計與假說建構之基礎。首先說明台灣權證市場之發展與券商發行行為的主要特性，其次介紹投資人注意力理論及常用代理變數，最後回顧市場動能理論與相關實證結果，進一步連結至券商選擇權證標的之可能機制。

第一節、權證市場特性與券商行為

台灣自 1997 年首度推出權證市場以來，隨著制度持續調整與優化，市場規模逐年擴張。近年重要改革包括 2014 年實施發行人評等制度，針對造市品質較佳之發行人提供獎勵措施，以提升市場整體流動性與報價品質；以及 2023 年推行權證避險降稅制度，有效降低券商避險成本，進一步強化發行誘因，使權證市場交易更趨活絡，制度面的進步同時使權證市場更具吸引力。

權證交易的特殊性在於買賣雙方具有高度的不對稱性，買方多為散戶投資人，而賣方則為制度完整、資訊充足的券商。若不考慮稅負與交易成本，權證交易可視為近似零和賽局。然而，過去大量文獻指出散戶投資人長期處於劣勢。Barber, Lee, Liu, and Odean (2009)指出，台灣散戶於 1995 至 1999 年間在股票市場累計虧損新台幣 9,350 億元，並認為過度自信與過度交易為導致績效不佳的主要因素。過度自信往往使散戶高估自身能力，進而投入超出其專業理解範圍的複雜金融商品，尤其在高槓桿衍生性商品中更容易造成重大損失。

在衍生性金融市場中，資訊不對稱的問題更為顯著。Chang, Hsieh, and Lai (2009)與 Chou and Wang (2009)分別在台灣選擇權與期貨市場的研究中發現，相較於機構投資人，散戶普遍面臨資訊落差與反應速度不及等弱勢。國外研究亦呈現一致結果，Schlarbaum, Lewellen, and Lease (1978)、Barber and Odean (2000)及 Seasholes and Zhu (2010)均指出散戶整體表現普遍落後市場報酬與專業投資人，顯示散戶劣勢為跨市場的普遍現象。Malmendier and Shanthikumar (2007)與 Shen and Chih (2009)更指出散戶投資人容易過度

依賴券商或分析師的建議，顯示其在判斷能力與資訊處理上常存在盲點，進一步加深其劣勢。

在權證市場的脈絡下，散戶弱勢更加明顯。詹場、陳業寧、柯文乾、黃尚傑 (2020) 研究發現，散戶投資人在台灣權證市場中每年平均損失約新台幣 114.56 億元，而券商則透過發行機制與造市業務獲得穩定收益。由於發行權證涉及商品設計、掛牌費用、避險成本及維持造市品質等要求，券商在選擇發行標的時須考量流動性風險與營運成本，因此通常偏好選擇具有高度市場關注度、交易熱絡或具議題性的熱門股票，以提高權證上市後的成交量與價差收入，並降低避險部位產生的大幅虧損風險。

此外，權證本身具有「以小搏大」與「損失有限」的結構特性，使其呈現類似樂透型資產的報酬分布。Gao and Lin (2015) 實證指出，台灣散戶對樂透型股票具有顯著偏好，將其視為兼具投機與娛樂效果的投資行為；Bali, Cakici, and Whitelaw (2011) 亦發現散戶偏好高風險、高偏態報酬的資產特性。這種樂透偏好使散戶更容易被具話題性、價格大幅波動或近期強勢的股票吸引，進而提高其購買相關權證之意願。

綜合上述市場特性與散戶行為，本文認為券商在規劃權證發行策略時，投資人注意力會是一個重要的決定性指標。散戶在資訊取得有限、易受媒體與市場氛圍影響的情況下，更傾向關注新聞曝光度高、具話題性或交易活絡的股票，因此相關標的通常能吸引較多買盤，亦更可能帶動權證交易量。對券商而言，注意力不僅反映潛在需求，也代表商品上市後能否快速累積成交量，進而影響造市成本與價差收入。因此，具有高市場關注度的股票往往會成為券商優先考量的發行標的。

另一方面，在注意力之外，本文推測市場動能提供券商發行權證另一項與價格走勢相關的重要訊號。動能效果反映資產近期表現具有延續性，亦常被散戶解讀為「強勢股仍會繼續漲」的投資線索。散戶偏好樂透型與高報酬機會的資產(Gao & Lin, 2015)，強動能的股票更容易吸引追價買盤，進一步提升其相關權證的市場交易活絡度。對券商而言，選擇具有正向動能的標的，有助於降低避險過程中部位逆勢波動的風險，並提高商品在市場上的受歡迎程度。

第二節、注意力理論

Kahneman and Tversky (1973)首先指出注意力是有限的認知資源，在資訊過載的數位時代，注意力變得極度稀缺。投資人之注意力受限於有限的認知處理能力，當面對龐雜且持續湧現的市場資訊時，無法同時關注並消化所有可得訊息。有限注意力因而影響投資人的學習能力與決策過程，使其對部分資訊產生遲滯或反應不足的現象。

本文認為券商在權證發行策略上，可能同時參考能吸引投資人目光之注意力指標。Barber and Odean (2008)指出，散戶投資人往往受新聞、搜尋量及價格波動影響，將注意力集中於熱門股票，或是面臨龐大股票搜尋困難，往往只考慮先引起他們注意的股票。然而，投資人的注意力無法直接被衡量，該研究以極端日收益、異常交易量和新聞量作為關注度的代理變數，研究了關注度與個體交易行為的關係。Gervais, Kaniel, and Mingelgrin (2001)亦以異常交易量作為關注度的代理變數，說明成交量異常放大時，更容易吸引市場目光。另一方面，Jiang, Liu, Peng, and Wang (2022)發現，在投資人關注度較高的日子之後，相關股票之異常報酬率往往更高，顯示注意力集中與短期報酬具有正向關聯。

Da, Engelberg, and Gao (2011)進一步採用 Google 搜尋量作為關注度代理變數，證實搜尋量變化可預測短期交易需求。張琬喻、楊弘章、陳佳吟 (2014)實證發現，新聞報導量與媒體曝光度與公司規模、個股獨特性波動、前期股價報酬率及前期股價絕對報酬率皆呈現顯著正相關，顯示新聞報導與股價表現及波動程度存在密切關聯。

綜合上述，投資人注意力已被視為影響市場交易行為與價格動態之重要因素。若券商能掌握投資人關注焦點並據此設計與調整權證發行標的，理論上將更容易吸引市場資金流入，提升商品交易量與獲利空間。基於權證以散戶為主要參與者、且高度題材與事件導向之特性，本文選擇以新聞報導次數與異常交易量作為投資人注意力之代理變數，檢驗注意力高低是否與券商權證發行標的之選擇具有系統性關聯，從而提供券商發行策略與市場行為之經驗證據。

第三節、市場動能理論

動能理論(Momentum Theory)主張股票的報酬具有延續性，即近期表現良好的股票在未來短期內傾向持續上漲，而表現不佳者則可能持續下跌。Jegadeesh and Titman (1993)提出動能策略(Momentum Strategy)，指出投資人對資訊調整速度不足，使得股價呈現「強者恆強、弱者恆弱」的價格延續現象。他們的實證研究揭示短期內的正向動能報酬具有顯著統計效果，並成為後續動能研究的重要基礎。

後續研究多從投資人行為與市場反應不足的角度提出解釋。Lee and Swaminatha (2000)發現，過去的交易量與週轉率對動能的幅度及持續性具有預測力，表示投資人對熱門股票的偏好可能強化趨勢延續。顧廣平 (2016)亦以成交量與週轉率作為投資人關注度的代理變數，其研究指出當市場關注度上升時，動能效果更為明顯，顯示投資人可能因過度反應或羊群行為而推動股價持續偏離基本面。此外，Jiang, Lee, and Zhang (2005)的研究亦表明資訊不確定性較高的公司更容易形成較強的動能現象，反映市場在高不確定性情境下的反應遲緩與情緒放大。

Jegadeesh and Titman (2001)研究指出動能策略的報酬主要源自投資人對資訊的延遲反應及反應不足。在一年的期間內，動能策略通常能獲得正向報酬；然而在更長的時間範圍中，股價則可能因過度反應而出現反轉，形成長期逆轉的現象。此外，Chordia and Shivakumar (2002)從總體經濟角度切入研究，發現動能策略的有效性會受景氣循環影響：經濟擴張期間動能報酬顯著，而在景氣衰退期間則大幅減弱，甚至接近於零。

在權證市場的脈絡下，動能指標具有更為關鍵的意義。由於權證屬高槓桿商品，散户對短期高報酬機會的偏好可能使具強勁動能的標的更具吸引力。若券商選擇具高波動性與強報酬動能之股票作為發行標的，將有助於提高權證的市場吸引度與成交量，使造市業務更加順利，並降低避險部位可能面臨的逆勢風險。此種順勢發行的行為反映券商可能具備市場趨勢導向的策略特性。

基於動能效果之多面向特性，本文在後續實證設計中，將動能變數區分為短期、中期與較長期區間，檢驗券商是否會依據不同期間的動能訊號做出發行權證標的之策略選擇。此設定有助於更深入理解動能在台灣權證市場中的作用機制，以及其對券商發行行為的實質影響。

綜合以上文獻，權證市場研究多聚焦於市場結構、定價效率與投資人行為，並指出券商在商品設計、造市與避險機制上具有主導地位，惟對其發行端之標的選擇與決策動機探討仍相對有限。注意力理論相關研究顯示，新聞報導量與異常交易量可有效捕捉投資人關注度，並影響交易行為與價格表現，但多數文獻仍以投資人為分析主體，較少延伸至券商是否會回應此類注意力訊號調整商品供給。另一方面，市場動能理論已廣泛驗證於股票市場中，惟在權證市場脈絡下，動能效果多半僅用以解釋投資人交易偏好，對券商發行策略之影響仍缺乏系統性實證。

整體而言，現有研究鮮少同時結合投資人注意力與市場動能，並從券商發行端出發，分析其對權證標的選擇與發行強度之影響。基於此，本研究結合注意力理論與市場動能理論，以券商為分析主體，實證檢驗注意力、不同期間動能及其交互作用對權證發行決策之影響，藉此補足既有權證文獻之研究缺口，並作為後續實證分析之理論基礎。

第三章、研究設計與假說

第一節、資料來源與樣本

本研究主要變數資料期間設定為 2022 年至 2024 年，並以全體上市認購權證為觀察對象。資料蒐集來源為 TEJ 台灣經濟新報資料庫，初步篩選衍生性金融商品資料庫中於研究期間內上市發行之權證，合計取得 192,317 筆原始資料，包含已下市與未下市樣本。考量認售權證帶有空頭策略之反向意涵，且認購權證資料已具充足規模，為避免樣本混雜造成分析偏誤，首先排除認售權證 28,084 檔，保留 164,233 檔認購權證。進一步排除以指數、ETF 及基金為標的之權證，共 11,250 檔，最終得到有效樣本數 152,983 檔認購權證。

經統計後，152,983 檔認售權證由各券商發行之選擇的標的公司總共 952 家，而樣本期間為三年，故總共 2,856 筆資料。

表 3-1 權證樣本選取方法

權證樣本選取	樣本數
2022 年上市發行之所有權證	54,443
2023 年上市發行之所有權證	65,361
2024 年上市發行之所有權證	72,513
篩選過程	
移除：2022 年間發行之認售權證	(10,052)
移除：2023 年間發行之認售權證	(9,889)
移除：2024 年間發行之認售權證	(8,143)
2022-2024 年間發行之認購權證	164,233
移除：非以公司為標的之認購權證	(11,250)
最終權證樣本數	152,983

新聞資料來自 CMoney (法人投資決策系統)，內容為 2024 年證券市場新聞報導次數，新聞統計來源為經濟日報之報導標題，其他控制變數包含公司規模、成交量、報酬率與週轉率來源皆為 TEJ 台灣經濟新報資料庫。

少部分公司因於本研究期間尚未上市，導致異常交易量與其他控制變數出現空值，為避免分析偏誤，刪除空值後所保留之總樣本數為 2,825 筆。

第二節、變數定義

本文旨在衡量投資人注意力是否對券商權證發行決策造成影響，採用新聞標題出現次數(*News*)及異常交易量(*ATV*)作為注意力的代理變數，以反映市場對特定股票的注意力程度，同時具有知名度高、足夠討論度與吸引投資人之意涵。Barber and Odean(2008)所提出的異常交易量計算方式原為該日交易量除以過去 252 日的平均交易量。鑒於本研究資料結構與研究期間設計，加上本研究認為異常交易量的發生與券商權證發行之決策具有延遲效果，因此本文將異常交易量定義為「權證發行前一年度異常交易量」，以此作為投資人注意力的替代指標，進行對券商標的選擇行為的分析，計算方式如下：

$$ATV_{i,t} = \frac{V_{i,t-1}}{\frac{1}{3} \sum_{k=1}^3 V_{i,t-k}} \quad (3-1)$$

本研究之動能變數採用 Jegadeesh and Titman (1993)之方法，以過去累積報酬率衡量動能，以標的在發行前一段期間的累積報酬作為動能指標。此外，為檢測更短期間內（如前三個月、前六個月）是否存在相同或反轉之效果，本研究將動能變數依照權證發行前不同期間劃分為三段，計算方式如下：

$$\text{Momentum}_{12m_{i,t}} = \frac{P_{i,t-1} - P_{i,t-12}}{P_{i,t-12}} \quad (3-2)$$

$$\text{Momentum}_{6m_{i,t}} = \frac{P_{i,t-1} - P_{i,t-6}}{P_{i,t-6}} \quad (3-3)$$

$$\text{Momentum}_{3m_{i,t}} = \frac{P_{i,t-1} - P_{i,t-3}}{P_{i,t-3}} \quad (3-4)$$

表 3-2 變數定義表

變數名稱	變數定義
應變數	
<i>Issued</i>	券商對該標的所發行的權證數量
自變數	
<i>News</i>	新聞報導次數，統計自經濟日報所報導之標題次數
<i>ATV</i>	<i>Abnormal Trading Volume</i> . 異常交易量，計算方式為「權證發行前一年度交易量/發行前三年度平均交易量」
<i>Momentum_12m</i>	股票近 12 個月動能，採用發行前 12 個月股價累積報酬率
<i>Momentum_6m</i>	股票近 6 個月動能，採用發行前 6 個月股價累積報酬率
<i>Momentum_3m</i>	股票近 3 個月動能，採用發行前 3 個月股價累積報酬率
控制變數	
<i>Size</i>	當年度公司市值取對數
<i>Volume</i>	當年度年成交量 (單位:千)
<i>Return</i>	當年度報酬率 (單位:百分比)
<i>Turnover</i>	當年度週轉率 (單位:百分比)

第三節、實證模型與假說

本節根據前述研究動機與文獻回顧，進一步建構實證模型並說明研究假說之形成邏輯。由於本研究之應變數為各公司於年度間被券商發行之認購權證檔數，雖屬於整數型態，但其數值範圍寬，且呈現近似連續的右偏分布；同時研究目的主要在檢驗各解釋變數對發行檔數之邊際效應，加上本研究關注的焦點在於檢驗「投資人注意力」與「市場動能」等解釋變數對發行檔數之邊際影響方向與顯著性，而非個別發行次數的機率分布型態，因此本文採用最小平方方法(Ordinary Least Squares, OLS)建構線性迴歸模型。

注意力理論指出，投資人注意力有限，往往將注意力集中於熱門股票，包括新聞曝光度高或交易量異常放大之標的。對券商而言，選擇受到市場高度關注的股票發行權證，能提高成交量與市場參與度，有助分攤發行成本並提升獲利。本文以 OLS 迴歸模型檢驗投資人注意力是否影響券商發行權證之決策，為檢測券商是否傾向選擇具較高投資人關注度的股票作為權證發行標的，建立以下迴歸模型與假說：

$$Issued_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 News_{i,t} + \beta_2 ATV_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-5)$$

H1：券商傾向選擇具較高投資人關注度的股票作為權證發行標的。

若迴歸係數 β_1 係數顯著為正，代表該年度新聞出現次數越多，券商選擇此權證標的發行的次數越多，若迴歸係數 β_2 係數顯著為正，則代表發行年度前三年若異常交易量越大，在該年度會增加券商選擇此標的物的傾向。若同時顯著為正，則能說明投資人注意力與關注度會與券商選擇標的之傾向有正向關聯。

動能理論指出，股票的報酬具有延續性 (Jegadeesh & Titman, 1993)，亦即過去一段期間表現強勢的股票，未來仍可能持續上漲，若券商選擇具強勁報酬動能之股票作為發行標的，將有助於提高權證的市場吸引度與成交量。本文同樣以 OLS 迴歸模型檢驗標的物近期報酬表現強勁是否影響券商發行權證之決策，為檢測券商是否傾向選擇近期報酬表現強勁的股票作為權證發行標的，建立以下回歸模型與假說：

$$Issued_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Momentum_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-6)$$

H2：券商傾向選擇近期報酬表現強勁之股票作為權證標的

為提升動能效果檢驗之完整性，本文將動能期間區分為發行年度前 12 個月、6 個月與 3 個月，分別以不同期間的累積報酬作為動能指標進行迴歸分析。若迴歸結果中動能變數之係數 β_1 顯著為正，表示標的股票在發行前各期間的報酬動能越強，券商於該年度選擇其作為權證標的的發行次數亦隨之增加。此現象顯示標的股票之累積報酬表現確實會正向影響券商的發行決策，反映出券商在選擇權證標的時具有動能效果的識別能力，即券商會將標的股票近期的價格趨勢作為制定發行策略的重要依據，而非隨機選取標的。配合三個不同期間之動能效果，本研究延伸出細項假說 H2a、H2B、H2c:

H2a：券商傾向選擇前 12 個月報酬表現強勁之股票作為權證標的

H2b：券商傾向選擇前 6 個月報酬表現強勁之股票作為權證標的

H2c：券商傾向選擇前 3 個月報酬表現強勁之股票作為權證標的

除了單獨檢驗注意力與動能對發行決策的影響外，注意力與動能兩者可能形成互補關係，使高關注且具強勢動能的股票更容易吸引大量交易者；反之，若僅具注意力但缺乏報酬趨勢，其市場熱度可能難以持續，而僅具動能但缺乏關注度的股票則可能無法在權證市場累積足夠交易量。

本文推論注意力與動能的效果可能並非各自獨立，而是在共同作用下影響券商的發行強度。若兩者具有互相增強的特性，則具有高度關注度且動能強勁的標的，應更能吸引券商大幅發行。為檢驗此互補性（或抑制效果），本文將注意力變數與動能變數加入交乘項，建立以下迴歸模型與假說，以捕捉兩者的共同影響：

$$\begin{aligned}
 Issued_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 News_{i,t} + \beta_2 ATV_{i,t} + \beta_3 (News_{i,t} \\
 & \times Momentum_{i,t}) + \beta_4 (ATV_{i,t} \times Momentum_{i,t}) \\
 & + \beta_5 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3-7}$$

H3：券商選擇標的股票之動機同時依據注意力強度與發行前報酬表現

接續假說二，假說三之動能效果同為區分成三段不同期間，以檢驗各期間動能與注意力強度是否因期間長短而有所差異，其細項假說如下：

H3a：券商選擇標的股票之動機同時依據注意力強度與前 12 個月報酬表現

H3b：券商選擇標的股票之動機同時依據注意力強度與前 6 個月報酬表現

H3c：券商選擇標的股票之動機同時依據注意力強度與前 3 個月報酬表現

若交乘項應係數 β_3 、 β_4 為正，表示注意力與動能具有互補效果，兩者同時提升時會強化券商的發行意願，換言之，若係數皆為正，具備高關注度且動能強勁的股票則最可能成為券商集中發行的標的。

第四節、穩健性測試

為控制市場、規模與價值等共同風險，本研究在完成以上三條迴歸式後，進一步將 Fama-French 三因子模型納入，以考量市場風險、市值規模與帳面市值比三大因子對券商標的選擇決策的影響，提升模型解釋力。

Fama-French 三因子之來源由本文自行計算，市值因子 MKT 之無風險利率採用台灣銀行一年期定存利率， SMB 與 HML 之公司市值大小以中位數為分界，市值帳面比之大、中、小型公司則採用 30%-40%-30% 為標準。

加入三因子後的迴歸式如下：

$$\begin{aligned} Issued_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 News_{i,t} + \beta_2 ATV_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \beta_4 MKT_t \\ & + \beta_5 SMB_t + \beta_6 HML_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3-8)$$

$$\begin{aligned} Issued_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 Momentum_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \beta_3 MKT_t + \beta_4 SMB_t \\ & + \beta_5 HML_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3-9)$$

$$\begin{aligned} Issued_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 Attention_{i,t} + \beta_2 Momentum_{i,t} + \beta_3 (News_{i,t} \\ & \times Momentum_{i,t}) + \beta_4 (ATV_{i,t} \times Momentum_{i,t}) \\ & + \beta_5 Control_{i,t} + \beta_6 MKT_t + \beta_7 SMB_t + \beta_8 HML_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3-10)$$

若加入三因子模型後，解釋變數仍為正向顯著，則能解釋研究結果並非因為市場波動或風格效應所造成，而是與「投資人注意力」、「股票市場動能」存在真實關聯。

此外，本研究也同時納入年份固定效果，以控制每一年可能共同影響所有觀測標的外生性事件與宏觀市場狀況，透過年份固定效果，以排除不可觀測的時間異質性，避免因年份間系統性衝擊造成估計偏誤，使模型能更精確識別各自變數對券商發行決策之淨影響，提升迴歸結果的解釋力與穩健性，因此最終的迴歸式如下：

$$\begin{aligned} Issued_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 News_{i,t} + \beta_2 ATV_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \beta_4 MKT_t \\ & + \beta_5 SMB_t + \beta_6 HML_t + YearFE + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3-11)$$

$$\begin{aligned} Issued_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 Momentum_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \beta_3 MKT_t + \beta_4 SMB_t \\ & + \beta_5 HML_t + YearFE + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3-12)$$

$$\begin{aligned} Issued_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 Attention_{i,t} + \beta_2 Momentum_{i,t} + \beta_3 (News_{i,t} \\ & \times Momentum_{i,t}) + \beta_4 (ATV_{i,t} \times Momentum_{i,t}) \\ & + \beta_5 Control_{i,t} + \beta_6 MKT_t + \beta_7 SMB_t + \beta_8 HML_t + YearFE \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3-13)$$

第四章、實證結果

第一節、敘述統計

本文敘述統計表分別對應變數、自變數與控制變數進行統計，包含平均數、最大值、最小值、四分位數、中位數與標準差。

結果如表 4-1，總樣本數共 2,825 筆資料，應變數 *Issued*（權證發行次數）的平均值為 54.137，但其標準差高達 113.084，遠高於平均數，且最大值高達 1,862，顯示發行行為高度集中於少數熱門標的；相對地，中位數僅 16，代表市場中多數股票一年僅被發行極少數權證，呈現右偏分布特性。此現象反映出台灣權證市場的普遍情況，亦呼應本研究之研究動機，即券商在標的選擇上並非均勻分散，而是明顯偏好某些股票。

在注意力代理變數方面，*News*（新聞報導次數）平均為 46.431，標準差達 147.189，且最大值高達 4,096，同樣顯示新聞報導量高度集中於少數企業。四分位數資料顯示，多數公司年度新聞量僅落在 5 至 40 篇之間，僅極少部分公司受到大量媒體報導。此分布特性暗示投資人注意力本身即具有集中化現象，同時也與 *Issued*（權證發行次數）呈相同分布狀況，若券商依據注意力指標選擇發行標的，則可能呈現明顯偏好。另一個代理變數 *ATV*（異常交易量）平均值約為 1.098，中位數為 0.982，顯示大部分股票當年度的交易量與過往平均相近。而最大值接近 3，顯示部分股票在發行前一年出現顯著的交易量異常放大，或許與市場事件、消息或投資人投機需求提升有關，能確定的是此現象進一步代表了發行前一年注意力有所提升。此變數整體變異度適中，亦適合作為注意力代理變數之一。

本文將動能變數細分為三個不同區間，*Momentum_12m*（發行前 12 個月股價動能）與 *Momentum_6m*（發行前 6 個月股價動能）平均值為 0.289 與 0.073，顯示在樣本期間內多數股票於中長期具有正向累積報酬，反映市場在此三年間多處於偏多格局。相對的 *Momentum_3m*（發行前 3 個月股價動能）統計特徵則與中長期動能明顯不同，平均值雖為 0.278，但標準差高達 2.995，而最大值更高達 130.118，造成此較為極端的分布原因

可能來自市場短期內波動較大，台灣市場常因政策、重大題材或產業消息而造成股價劇烈波動，使部分標的在短期間內產生非常態報酬，導致三個月累積報酬分布呈現長尾現象，此一現象反映台灣市場短線交易氣氛較為濃厚，使三個月動能變化較劇烈。

在控制變數的部分 *Size*（市值）平均值為 9.478，標準差為 1.349，代表樣本涵蓋大型與中小型企業，具良好代表性。*Volume*（成交量）與 *Turnover*（週轉率）亦呈現明顯差異，最大值遠高於第三四分位數，顯示少部分股票流動性極高，與權證市場偏好高度流動標的之特性一致。*Return*（年度報酬率）最大值達 924%，亦呈現極端值，反映樣本期間部分少股票因題材或事件呈現非常態報酬。

整體而言，表 4-1 敘述統計表顯示本研究變數普遍具有高度變異及偏態分布，尤其在發行次數、新聞報導量與短期動能等變數上更為明顯。此結果與台灣市場特性相符，也為後續迴歸分析提供重要背景：券商在選擇權證標的時，面對的是一個注意力與流動性高度集中的市場環境，而這些市場特性正是本文試圖探討之核心。

第二節、相關性檢定

本文採用皮爾森（Pearson）相關係數檢定分析各變數間的線性關係，並檢視是否存在顯著共線性。如表 4-2 所示，應變數 *Issued* 與兩項注意力指標呈現顯著正相關，其中 *Issued* 與 *News* 的相關係數高達 0.779，顯示了新聞報導量與權證發行次數具有高度的線性關係，與本文的假說一相符，亦反映券商發行偏好與投資人關注度具正向關聯。*Issued* 與 *ATV* 的相關係數為 0.053，顯示兩者相關程度相對較低。

動能變數 *Momentum_12m*、*Momentum_6m*、*Momentum_3m* 分別呈現 0.175、0.077、0.068 的正相關，顯示券商發行之選擇與近期報酬具有一定程度的敏感性，也與假說二預期方向相符。此外，*Momentum_12m* 與 *Momentum_6m* 之間的相關係數達 0.565，反映不同期間累積報酬間具時間重疊性，屬合理市場特性，且此數值未構成共線性問題。

控制變數方面，*Size* 與 *Issued* 相關係數為 0.557，顯示大型股票較易成為權證發行標的；*Size* 與 *News* 亦有 0.505 的正相關，反映市值較大的公司通常受到較多媒體報導。*Volume* 與 *Issued* 的相關係數為 0.541，亦呈現顯著正關係，說明流動性高的個股更適合作為權證標的，與市場現象相符。*Turnover* 與 *Issued* 相關係數為 0.199，雖顯著但相對較低，顯示成交活躍度對發行決策的影響有限。*Return* 則與 *Issued*、*News*、*ATV* 的相關性皆不高。

本文亦針對各自變數與控制變數進行 Variance Inflation Factor (VIF) 檢定，判斷變數之間是否存在共線性，結果顯示各自變數與控制變數之 VIR 值均小於 5，因此表示迴歸模型皆不會被共線性所干擾。

表 4-1 敘述統計表

變數名稱	觀察值	平均數	最小值	第一四分位數	中位數	第三四分位數	最大值	標準差
<i>Issued</i>	2,825	54.137	0.000	0.000	16.000	60.000	1,862	113.084
<i>News</i>	2,825	46.431	0.000	5.000	15.000	40.000	4,096	147.189
<i>ATV</i>	2,825	1.098	0.053	0.600	0.982	1.500	2.967	0.647
<i>Momentum_12m</i>	2,825	0.289	-0.701	-0.055	0.136	0.445	5.970	0.607
<i>Momentum_6m</i>	2,825	0.073	-0.614	-0.069	0.019	0.138	3.702	0.270
<i>Momentum_3m</i>	2,825	0.278	-16.885	-0.035	0.052	0.249	130.118	2.995
<i>Size</i>	2,825	9.478	5.519	8.543	9.240	10.183	17.143	1.349
<i>Volume</i>	2,825	964.441	1.000	102.00	305.000	883.000	31,365	2,195.0
<i>Return</i>	2,825	20.841	-71.306	-13.804	6.534	37.643	924.390	61.118
<i>Turnover</i>	2,825	292.893	2.593	60.121	145.674	344.169	5,858	428.481

說明：表 4-1 為本研究之基本統計量，資料期間為 2022-2024，總樣本數為 2,825 筆，詳細變數定義請參考表 3-2

表 4-2 相關性檢定

變數名稱	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1.Issued	1.000									
2.News	0.779***	1.000								
3.ATV	0.053***	-0.001	1.000							
4.Momentum_12m	0.175***	0.054***	0.567***	1.000						
5.Momentum_6m	0.077***	0.021	0.189***	0.565***	1.000					
6.Momentum_3m	0.068***	0.026	0.097***	0.196***	0.132***	1.000				
7.Size	0.557***	0.505***	-0.072***	0.003	-0.004	0.066***	1.000			
8.Volume	0.541***	0.478***	0.039**	0.114***	0.040**	-0.007	0.472***	1.000		
9.Return	0.117***	0.065***	-0.112***	-0.123***	-0.004	-0.008	0.083***	0.079***	1.000	
10.Turnover	0.199***	0.050***	0.158***	0.254***	0.216***	0.033*	-0.043**	0.201***	0.405***	1.000

說明：表 4-2 將本研究應變數、自變數與控制變數透過皮爾森 (Pearson) 相關係數檢定，檢驗個變數之間是否存在共線性。***、**、* 分別代表 1%、5%、10%之顯著水準

第三節、實證結果分析

一、注意力對權證發行次數的影響

表 4-3 檢驗注意力變數對券商權證發行決策之影響，模型(1)至(3)為未加入 Fama-French 三因子與年份固定效果之基本模型，模型(4)至(6)則加入三因子與固定效果，以提升模型控制市場風險及整體景氣變化之能力。各模型應變數皆為 *Issued*（權證發行次數），自變數則包括 *News*（新聞報導次數）與 *ATV*（異常交易量），並納入 *Size*（市值）、*Volume*（成交量）、*Return*（年度報酬率）與 *Turnover*（週轉率）以上控制變數。

模型(1)至(6)研究結果方向皆一致。*News* 係數在所有模型中皆為正向高度顯著，代表新聞量每增加 1 單位，權證發行數平均增加約 0.47 檔；此影響在控制三因子與年份效果後仍然穩定，顯示新聞注意力是影響券商選擇發行標的物的重要因素之一。此結果與 Barber and Odean (2008)所指出的注意力驅動投資行為的觀點一致，亦與台灣市場高度集中於熱門股的特性相符。

ATV 亦呈現正向顯著，顯示當股票於發行前一年出現顯著較高的交易量時，券商在該年度更傾向發行較多權證。此結果反映券商可能將交易量異常視為市場關注度提升或投資人需求增加的訊號，進而增加相關標的之權證供給。

值得注意的是，*ATV* 在單獨作為解釋變數時僅達 5% 顯著水準，但在同時納入 *News* 後，其顯著水準提升至 1%。這顯示異常交易量與新聞注意力之間可能具有互補關係而並非彼此替代，共同刻畫投資人注意力的不同面向。當新聞報導與異常交易量訊號同時存在時，對券商發行行為的解釋更為清晰完整，也使注意力效應在實證模型中的辨識度與解釋力同步提升。

控制變數方面，結果亦大致符合市場實務。*Size* 在所有模型中皆呈現強烈正向影響，表明大型公司因基本面穩定、資訊透明度高、流動性佳等因素，更容易成為券商發行權證的主要標的。*Volume* 的係數亦為正且高度顯著，象徵流動性佳的股票也更具發行誘因。*Turnover* 雖係數相對較小，但在所有模型中皆達顯著水準，顯示股票之活絡程度亦

影響券商發行意願。相較之下，*Return* 在各模型中皆未達顯著，顯示年度整體報酬率對券商發行行為的影響相對有限。此結果反映券商更關注市場短期情緒與關注度，而非年度原始報酬值。

整體而言，表 4-3 的迴歸結果明確支持本文設立的 H1：券商傾向選擇具較高投資人關注度的股票作為權證發行標的。此外，在加入 Fama-French 三因子後所有主要變數之係數與顯著性皆保持穩定，顯示本研究的推論具有良好的穩健性。

二、市場動能對權證發行次數的影響

表 4-4 檢驗不同期間市場動能對券商權證發行決策之影響。模型（1）至（4）為未加入 Fama-French 三因子與年份固定效果之基礎模型，模型（5）至（8）則加入兩項控制項進行穩健性檢驗。動能依期間區分為發行前 12 個月、6 個月與 3 個月三種，以探討券商是否根據不同期間的股票報酬動能調整權證發行行為。模型（1）至（3）、（5）至（7）為單獨納入一段期間之動能，模型（4）、（8）則同時納入三期動能指標。

整體而言，在僅納入單一期動能的情況下，三種動能變數皆呈現正向且顯著的效果，係數大小呈現 12 個月、6 個月、3 個月的遞減關係。

當模型單獨納入 *Momentum_12m* 時，結果顯示與 *Issued* 呈現高度顯著的正向關係，代表當一檔股票於過去一年累積報酬提升時，券商在該年度明顯提高對其發行權證的傾向，此結果也支持了本研究的 H2a。進一步在模型（5）加入 Fama-French 三因子與年份固定效果進行穩健性檢驗後，*Momentum_12m* 之係數方向與顯著性依然維持不變，顯示一年期動能效果具有良好穩健性。

當模型單獨納入 *Momentum_6m* 時，係數在 5% 顯著水準為正，顯示發行前六個月的報酬動能同樣會正向影響權證發行數，但影響力與顯著程度低於 12 個月動能，說明券商對中期動能雖有反應，但相對較弱；單獨納入 *Momentum_3m* 時，係數在 1% 顯著水準為正，顯示短期三個月的正動能也會提升發行意願，但邊際效果遠小於一年期與半年期

動能，反映券商在發行決策中對短線漲幅的權重較低，以上結果皆支持本文 H2b、H2c 的方向預期。

當模型(4)、模型(8)將三期動能指標同時納入時，則出現明顯變化，*Momentum_12m* 的係數上升且仍呈高度顯著；*Momentum_6m* 雖維持相同顯著性但方向由正轉負；*Momentum_3m* 係數下降且顯著性消失。由於 6 個月與 3 個月動能皆屬於 12 個月動能之子區間，三者資訊內容上存在部分重疊，因此在同時納入模型時，各係數應解讀為在控制其他期間動能後的邊際效果。

在此情況下，*Momentum_12m* 在與其他兩個期間動能同時比較時，依然保有最強的解釋力，甚至係數略為放大，顯示此變數不容易被其他期間取代；*Momentum_6m* 在控制一年期與三個月動能後，係數由正轉負且達顯著，代表在 12 個月與 3 個月表現相同的情況下，若 6 個月動能表現特別高，券商反而發行較少檔數，可能反映中期漲幅過快、之後反轉風險上升，因而使券商降低發行意願；至於 *Momentum_3m* 在單獨回歸時雖然顯著，但在同時控制 12 個月與 6 個月動能後顯著性消失，顯示短期動能與中長期動能高度重疊，其資訊含量有限，表示券商更像是根據整體一年期趨勢做決策，而不是參考三個月的短線漲幅。

綜合實證結果，動能效應整體而言支持本文 H2，其中發行前 12 個月累積報酬與發行檔數之間呈現穩健且高度顯著的正向關聯，明確符合 H2a。相對地，6 個月與 3 個月動能之效果較有限：*Momentum_6m* 僅在單變量迴歸中呈現正向顯著，於同時控制其他期間動能後係數轉為負值；*Momentum_3m* 則在綜合模型中喪失顯著性。因此，細項假說 H2b、H2c 僅獲得部分支持，顯示券商在實務決策上更依賴涵蓋期間較長、趨勢較為穩定的一年期動能訊號，而對中短期漲幅則採取較為保留的解讀，甚至可能將其視為風險訊號。

三、注意力與市場動能對權證發行次數的交互影響

表 4-5 檢視注意力變數與動能變數之交互作用，探討券商在選擇發行標的時，是否同時考量市場注意力與近期價格動能。模型中包括 $News \times Momentum$ 、 $ATV \times Momentum$ 等交互項，並在模型 (4) 到 (6) 控制 Fama-French 三因子與年份固定效果，以確保估計結果不受市場整體波動影響。

注意力代理變數的部分，在加入交互項後， $News$ 的係數雖略有縮小，但整體仍維持穩定正向且高度顯著， ATV 大致上也呈現正向且顯著唯獨加入 $Momentum_{12m}$ 交乘項後， ATV 出現不顯著，結合表 4-2 相關性檢定的結果解讀為兩者資訊重疊程度較高，相關係數高達 0.567，導致異常交易量的效果被吸收。

動能變數的部分則在加入交乘項後發生不同的變化。 $Momentum_{12m}$ 在加入交乘項後單獨係數仍為正向且顯著，代表在新聞與交易量注意力尚未特別放大的前提下，前 12 個月累積報酬愈高，券商越傾向在該年度發行更多權證

交乘項 $News \times Momentum_{12m}$ 皆為正向顯著，顯示新聞注意力與前 12 個月動能之間存在相互強化的關係，也就是說，當一檔股票同時具有較高的長期報酬動能、又伴隨大量媒體報導時，其對券商發行意願的邊際影響會被進一步放大；相對的，交乘項 $ATV \times Momentum_{12m}$ 係數則呈現負向顯著，代表若一檔股票在前一年已出現交易量異常放大且同時具有高長期動能，券商反而會相對收斂發行檔數。顯示券商在面對「高動能 + 高異常報酬」組合時，會採取較為保守的發行策略。此結果可解讀為，對於一年期動能來說，新聞注意力主要具有放大的功能，而異常交易量則偏向提供券商警訊，兩者對動能效果產生截然不同的調節作用。

$Momentum_{6m}$ 在加入交乘項後的單獨係數不顯著，顯示單獨考量發行前六個月累積報酬時，券商並不會單純因半年內的漲幅而大幅調整發行權證的檔數。但其與新聞注意力的交互項卻呈現明顯效果。

交乘項 $News \times Momentum_{6m}$ 係數為正向且達 1% 顯著水準。這代表半年內的動能並不足以驅動券商發行決策，只有在該股票同時具有較高新聞報導量時，半年期報酬動

能才會被券商視為值得跟進的訊號；相對的，交乘項 $ATV \times Momentum_{6m}$ 係數雖為負但不顯著，顯示異常交易量對半年內的動能效果影響不明顯。此結果可解讀為，對券商而言，半年期動能是一種條件式訊號，若缺乏新聞熱度支持，單純的半年漲幅未必足以支撐積極發行，但當新聞媒體也同步聚焦於該股票時，中期動能才真正被視為可轉化為權證需求的題材。

$Momentum_{3m}$ 加入交乘項後的單獨係數皆為負向且具顯著性，表示若僅觀察短期三個月累積報酬，股價短期漲幅愈大，券商反而有降低發行檔數的傾向。此結果與前文僅納入單一期動能的表 4-4 相比存在差異，當同時將注意力與交互項納入考量後，短期動能不再呈現單純的正向效果，而是被券商解讀為警示訊號，券商對純粹短線飆漲的股票反而較為謹慎。

然而，3 個月動能與注意力代理變數的交互作用卻有不同結果。交乘項 $News \times Momentum_{3m}$ 係數為正且高度顯著，代表當短期股價漲幅搭配高新聞聲量時，兩者會共同推升券商的發行意願。換句話說，若只有三個月內股價上漲，券商傾向保守；但若這段上漲伴隨大量媒體報導，短期動能對發行檔數就會由原本的負向效果被交互項抵消甚至轉為正向；交乘項 $ATV \times Momentum_{3m}$ 係數也亦顯著為正，顯示若發行前 3 個月股價漲幅同時伴隨發行前一年交易量異常大，券商会明顯增加對該標的的權證發行。整體而言，短期動能本身帶有漲多風險的負面訊息，但一旦與新聞或交易量等高注意力結合，即轉化為券商積極發行的誘因，凸顯注意力在短期動能上的放大角色。

總合以上實證結果可知，當動能期間為發行前 12 個月時，新聞報導數量增加將使券商增加權證發行，而異常交易量放大則對發行決策產生抑制效果，顯示券商在面對長期價格趨勢時，會同時依循新聞注意力所反映的市場需求訊號，並對可能隱含過熱或投機行為的交易量異常保持審慎態度，此結果支持本文假說 H3a。若動能期間為發行前 6 個月，新聞注意力仍能正向調節券商的發行行為，但異常交易量則未呈現顯著影響，顯示中期動能需仰賴新聞關注作為輔助訊號，H3b 因此僅獲得部分支持。至於發行前 3 個月的短期動能，在缺乏注意力支持時，券商反而傾向降低發行權證的檔數；然而，當短

期價格上漲同時伴隨高新聞報導量或異常交易量時，券商的發行意願則顯著提高，顯示注意力能有效放大短期動能對發行決策的影響，支持本文假說 H3c。

表 4-5 的結果顯示，券商在選擇權證發行標的時，並非單獨依賴市場注意力或價格動能，而是針對不同期間的動能訊號，透過新聞報導與交易量這兩種注意力指標進行調節與篩選。動能主要提供價格趨勢的方向性資訊，而注意力則決定該趨勢是否具備足夠的市場參與程度與交易深度，使其能夠轉化為實際的權證需求。兩者的交互作用反映券商在發行決策中，對市場需求可預測性與風險控管之間所進行的權衡，進一步凸顯其發行行為具有明確的策略性與選擇性。

表 4-3 注意力對權證發行次數的影響

變數名稱	Issued					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>News</i>	0.4704*** (47.37)		0.4698*** (47.40)	0.4713*** (47.44)		0.4709*** (47.55)
<i>ATV</i>		8.5387** (3.33)	6.9622*** (3.64)		9.1590** (3.47)	8.4109*** (4.27)
<i>Size</i>	16.5192*** (15.03)	35.1826*** (25.54)	16.7570*** (15.25)	16.2586*** (14.70)	35.0821*** (25.33)	16.4321*** (14.89)
<i>Volume</i>	0.0064*** (9.57)	0.0160*** (18.72)	0.0064*** (9.49)	0.0065*** (9.65)	0.0161*** (18.74)	0.0064*** (9.59)
<i>Return</i>	-0.0226 (-1.04)	0.0082 (0.28)	-0.0077 (-0.35)	-0.0376 (-1.61)	-0.0016 (-0.05)	-0.0286 (-1.22)
<i>Turnover</i>	0.0413*** (13.03)	0.0383*** (8.83)	0.0389*** (12.04)	0.0418*** (13.02)	0.0385*** (8.82)	0.0392*** (12.049)
<i>FF3</i>	NO	NO	NO	YES	YES	YES
<i>YEAR FE</i>	NO	NO	NO	YES	YES	YES
<i>Adj. R-squared</i>	0.683	0.434	0.685	0.684	0.433	0.686

說明：表 4-3 為探討注意力與券商發行權證決策之影響，所有模型應變數皆為權證發行次數，模型(1)-(3)不含 Fama-French 三因子與年份固定效果，模型(4)-(6)則為加入後之結果。***、**、* 分別代表 1%、5%、10%之顯著水準，括號內為迴歸係數之 t 值。

表 4-4 各期間動能與權證發行次數的影響

變數名稱	Issued							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Momentum_12m</i>	20.9751*** (7.48)			23.7956*** (7.08)	23.1241*** (7.87)			26.2588*** (7.52)
<i>Momentum_6m</i>		14.2485** (2.33)		-14.2429** (-1.99)		14.5245** (2.36)		-15.1742** (-2.12)
<i>Momentum_3m</i>			1.4195*** (2.64)	0.6896 (1.27)			1.4394*** (2.66)	0.7104 (1.30)
<i>Size</i>	34.7981*** (25.50)	34.8522*** (25.31)	34.5985*** (25.04)	34.6938*** (25.34)	34.6610*** (25.26)	34.8202*** (25.12)	34.6105*** (24.91)	34.5724*** (25.13)
<i>Volume</i>	0.0158*** (18.57)	0.0162*** (18.86)	0.0163*** (18.95)	0.0158*** (18.50)	0.0159*** (18.62)	0.0162*** (18.84)	0.01663*** (18.92)	0.0158*** (18.55)
<i>Return</i>	0.0463 (1.56)	-0.0031 (-0.11)	-0.0076 (-0.26)	0.0481 (1.62)	0.0226 (0.72)	-0.0075 (-0.24)	-0.0099 (-0.32)	0.0239 (0.76)
<i>Turnover</i>	0.0308*** (6.94)	0.0389*** (8.89)	0.0406*** (9.54)	0.0315*** (7.08)	0.0312*** (7.04)	0.0390*** (8.87)	0.0408*** (9.49)	0.0320*** (7.19)
<i>FF3</i>	NO	NO	NO	NO	YES	YES	YES	YES
<i>YEAR FE</i>	NO	NO	NO	NO	YES	YES	YES	YES
<i>Adj. R-squared</i>	0.442	0.432	0.433	0.443	0.443	0.432	0.432	0.444

說明：表 4-4 為探討動能效應與券商發行權證決策之影響，所有模型應變數皆為權證發行次數，模型(1)-(4)不含 Fama-French 三因子與年份固定效果，模型(5)-(8)則為加入後之結果。***、**、* 分別代表 1%、5%、10%之顯著水準，括號內為迴歸係數之 t 值。

表 4-5 注意力與動能對權證發行次數的交互影響

變數名稱	Issued					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>News</i>	0.4465*** (46.71)	0.4538*** (44.65)	0.4569*** (46.30)	0.4478*** (46.69)	0.4549*** (44.81)	0.4577*** (46.40)
<i>ATV</i>	1.2929 (0.58)	6.9148*** (3.55)	5.6201*** (2.93)	2.9074 (1.28)	8.5410*** (4.26)	7.0475*** (3.55)
<i>Momentum_12m</i>	9.3124* (1.65)			17.1928*** (2.85)		
<i>Momentum_6m</i>		2.4561 (0.21)			5.1901 (0.45)	
<i>Momentum_3m</i>			-2.1080** (-2.08)			-1.8976* (-1.87)
<i>News x Momentum_12m</i>	0.1965*** (14.74)			0.1952*** (14.69)		
<i>ATV x Momentum_12m</i>	-3.4423 (-1.25)			-6.5119** (-2.27)		
<i>News x Momentum_6m</i>		0.3022*** (6.11)			0.3052*** (6.18)	
<i>ATV x Momentum_6m</i>		-3.3709 (-0.56)			-4.4909 (-0.74)	
<i>News x Momentum_3m</i>			0.0258*** (8.67)			0.0260*** (8.72)
<i>ATV x Momentum_3m</i>			1.8640** (2.41)			1.6786** (2.16)
<i>Contorls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>FF3</i>	NO	NO	NO	YES	YES	YES
<i>YEAR FE</i>	NO	NO	NO	YES	YES	YES
<i>Adj. R-squared</i>	0.714	0.689	0.694	0.716	0.690	0.695

說明：表 4-5 為探討注意力與動能效應對券商發行權證決策之交互影響，所有模型應變數皆為權證發行次數，模型 (1)-(3) 不包含 Fama-French 三因子與年份固定效果，模型 (4)-(6) 則為加入後之結果。***、**、* 分別代表 1%、5%、10% 之顯著水準，括號內為迴歸係數之 t 值。

第四節、差異分析

台灣券商在選擇發行標的物時，存在高度偏態分布，少數熱門標的被反覆大量發行，而相當多股票則長期極少成為權證標的。本研究進一步針對此結構性現象，以三年內發行次數中位數作為分界，將標的公司分為高發行次數組與低發行次數組，分別檢驗其被券商選擇所依循的動機是否存在顯著差異，或仍呈現一致現象。分組後，高發行次數組樣本數共 1,384 筆，低發行次數組則為 1,411 筆。此分法將凸顯市場偏態的真實結構，也使動能、注意力等決策因素之檢驗更具判斷力，有助於驗證券商是否針對高關注度標的展現更明顯的策略性發行行為。

表 4-6 為分組後兩組樣本的敘述統計。*News*（新聞報導次數）在高發行組別中平均為 79.874，低發行組別僅為 14.311；*ATV*（異常交易量）亦為高發行組較高，顯示被大量發行之標的股票通常具備較高討論度與市場關注度；動能強度的部分，不論 *Momentum_12m*、*Momentum_6m*、*Momentum_3m* 皆為高發行次數組具較強動能，顯示券商確實偏好具有漲勢與趨勢性的股票作為發行標的；控制變數部分亦為高發行次數組別較為突出，其中 *Size*（市值）相差 3.3 倍，*Volume*（成交量）差異更為顯著。整體觀察可知，市場本身的偏態結構已使高發行組天然具備高注意力、高動能、高流動性等特徵。因此本文檢驗兩組別在迴歸模型中的影響程度是否依然一致。

一、注意力對券商發行決策之差異

表 4-7 檢驗注意力大小在高發行組與低發行組的影響差異，所有模型均已加入 Fama-French 三因子與年份固定效果。

高發行次數組別的注意力效果極為顯著，*News* 在模型中皆為顯著正相關，*ATV* 亦為正向影響，顯示注意力可能是影響券商大量、重複發行的因素之一。

低發行次數組別則有不同結果，*News* 在該組別完全不顯著，可解讀為新聞報導次數對這類型標的的發行決策沒有作用；但在 *ATV* 則呈現高度正向顯著，表示券商反而更依賴交易量異常判斷低關注標的的潛在需求。

二、市場動能對券商發行決策之差異

表 4-8 為各期間動能對券商發行決策之差異，所有模型均已加入 Fama-French 三因子與年份固定效果。

高發行次數組別中，*Momentum_12m* 為正向顯著，*Momentum_3m* 同為正向顯著但相關係數較 12 個月動能低。*Momentum_6m* 雖單獨放入模型中不顯著，但在綜合模型中呈現負向顯著，顯示若中期市場動能過熱，在同時考慮不同期間的動能效果下，反而會抑制券商對權證的發行，此結果與表 4-4 全樣本下的迴歸結果相同。綜合以上結果來說，券商在熱門標的中依賴動能訊號，尤其是 12 個月長期動能。

相對的，低發行次數組別中僅有 *Momentum_12m* 維持正向顯著。*Momentum_6m* 在單獨考慮時為正向顯著，在同時參考不同期間的動能效果下則沒有效果。*Momentum_3m* 則皆不存在效果。顯示券商在冷門標的上僅採用一年期趨勢，短、中期動能無法驅動發行行為。

三、注意力與市場動能交互影響對券商發行決策之差異

在高發行次數組別中，*News* 皆為正向顯著，各期間之動能配合 *News* 後也增加顯著性，顯示高新聞量配合高動能將使券商增加熱門標的重複發行的意願。*ATV* 則在配合各期間動能後不顯著，顯示若同時考量異常交易量與動能大小對券商的決策不成為有效訊號。結果表示若同時考量注意力與市場動能，僅有新聞熱度能作為券商參考依據，在高新聞量與高動能的情形下增強發行訊號。

低發行次數組別中，所有交乘項皆為不顯著，僅有 $ATV \times Momentum_6m$ 達 10% 顯著性，但該模型 R-squared 僅有 0.11，模型解釋力稍微不足，得出結論：券商因若同時考量注意力與動能而調整發行決策，在低發行次數組別中不成立，發行頻率低的標的之發行動機可能存在不同因素。

因此，在進行分組後本文得出以下結論：

1. 注意力部分，新聞量僅影響高發行次數組別的發行決策，異常交易量則對兩樣本皆有影響。
2. 動能強度對高發行次數組別的發行決策造成影響；在低發行次數組別則僅對發行前12個月動能有所反應。
3. 在同時考慮注意力與動能的情況下，在高發行次數組別中，僅有新聞次數與動能效果產生正向的交互作用，異常交易量與動能效果則不存在交互作用；低發行次數組別則皆不存在效果。

以上結果顯示了券商對熱門與冷門標的存在不同的發行策略。熱門標的同時由注意力與動能影響券商決策；較冷門標的則採取較為保守的策略，只有長期趨勢存在才影響發行意願。

表 4-6 發行次數高低之差異檢定

變數名稱	高發行次數 (N=1,384)		低發行次數 (N=1,441)		差異檢定 (高-低)	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
<i>Issued</i>	106.862	62.000	3.498	0.000	103.364	62.000
<i>News</i>	79.874	33.000	14.311	7.000	65.563	26.000
<i>ATV</i>	1.159	1.015	1.039	0.936	0.120	0.079
<i>Momentum_12m</i>	0.388	0.200	0.194	0.100	0.195	0.100
<i>Momentum_6m</i>	0.101	0.041	0.045	0.008	0.056	0.032
<i>Momentum_3m</i>	0.347	0.094	0.212	0.031	0.135	0.062
<i>Size</i>	10.082	9.826	8.898	8.744	1.184	1.082
<i>Volume</i>	1629.451	674.000	325.737	124.000	1,303.7	550.000
<i>Return</i>	27.147	10.065	14.785	5.018	12.362	5.047
<i>Turnover</i>	433.174	266.817	162.081	68.251	271.092	198.566

說明：表 4-6 為權證發行次數差異檢定，以發行次數中位數拆分，探討高低組樣本之間的差異，總樣本數為 2,825 筆

表 4-7 注意力對發行決策之差異

變數名稱	<i>Issued</i>					
	高發行次數(N=1,384)			低發行次數(N=1,441)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>News</i>	0.4362*** (32.23)		0.4354*** (32.27)	0.0031 (0.49)		0.0025 (0.40)
<i>ATV</i>		13.0395*** (2.72)	10.9465*** (3.03)		1.0524*** (4.99)	1.051*** (5.23)
<i>Size</i>	26.5719*** (11.47)	60.8159*** (22.22)	27.0694*** (11.69)	0.5815*** (3.96)	0.6591*** (4.99)	0.6342*** (4.35)
<i>Volume</i>	0.0044*** (4.88)	0.0106*** (9.21)	0.0043*** (4.83)	0.0011*** (4.06)	0.0011*** (4.12)	0.0011*** (3.96)
<i>Return</i>	-0.0722* (-1.76)	-0.0837 (-1.54)	-0.0604 (-1.47)	-0.0018 (-0.69)	-0.0009 (-0.36)	-0.0009 (-0.36)
<i>Turnover</i>	0.0477*** (8.66)	0.0582*** (7.91)	0.0448*** (8.05)	0.0009* (1.78)	0.0007 (1.39)	0.0007 (1.34)
<i>FF3</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>YEAR FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Adj. R-squared</i>	0.679	0.440	0.681	0.089	0.106	0.105

說明：表 4-7 為探討注意力對券商發行權證決策在高低兩組樣本中的影響，所有模型應變數皆為權證發行次數，模型(1)-(6)皆加入 Fama-French 三因子與年份固定效果。***、**、* 分別代表 1%、5%、10%之顯著水準，括號內為迴歸係數之 t 值。

表 4-8 以發行次數高低分析動能對不同樣本的影響

變數名稱	<i>Issued</i>							
	高發行次數(N=1,384)				低發行次數(N=1,441)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Momentum_12m</i>	27.6100*** (5.98)			29.4865*** (5.27)	1.5705*** (5.56)			1.5634*** (4.76)
<i>Momentum_6m</i>		10.9186 (1.13)		-28.2394** (-2.52)		1.1419*** (4.52)		0.1535 (0.23)
<i>Momentum_3m</i>			6.7534*** (4.88)	4.7056*** (3.23)			-0.0217 (-0.64)	-0.0399 (-1.17)
<i>Size</i>	59.8706*** (22.14)	60.1426*** (21.95)	58.9146*** (21.59)	59.2667*** (21.91)	0.6449*** (4.89)	0.6274*** (4.72)	0.6204*** (4.64)	0.6618*** (4.99)
<i>Volume</i>	0.0105*** (9.16)	0.0108*** (9.31)	0.0112*** (9.71)	0.0106*** (9.28)	0.0011*** (4.25)	0.0011*** (4.18)	0.0011*** (4.19)	0.0011*** (4.14)
<i>Return</i>	-0.035 (-0.64)	-0.0899 (-1.64)	-0.0890* (-1.65)	-0.0451 (-0.83)	-0.0018 (-0.68)	-0.0025 (-0.96)	-0.0018 (-0.70)	-0.0019 (-0.72)
<i>Turnover</i>	0.0471*** (6.22)	0.0594*** (7.90)	0.0577*** (7.96)	0.0491*** (6.49)	0.0007 (1.37)	0.0008* (1.68)	0.0009* (1.86)	0.0007 (1.39)
<i>FF3</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>YEAR FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Adj. R-squared</i>	0.451	0.438	0.447	0.457	0.108	0.094	0.089	0.108

說明：表 4-8 為探討動能效應對券商發行權證決策在高低兩組樣本中的影響，模型(1)-(3)為高發行次數組別，模型(4)-(6)為低發行次數組別，所有模型應變數皆為權證發行次數，皆加入 Fama-French 三因子與年份固定效果。***、**、* 分別代表 1%、5%、10% 之顯著水準，括號內為迴歸係數之 t 值。

表 4-9 不同樣本下注意力與動能對權證發行次數的交互影響

變數名稱	Issued					
	高發行次數(N=1,384)			低發行次數(N=1,441)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>News</i>	0.4176*** (32.46)	0.4215*** (30.61)	0.4261*** (31.78)	0.0012 (0.63)	0.0027 (0.43)	0.0038 (0.60)
<i>ATV</i>	1.9020 (0.45)	11.5866*** (3.11)	8.9620** (2.47)	0.7353*** (3.08)	1.0534*** (5.18)	1.0365*** (4.96)
<i>Momentum_12m</i>	19.0777* (1.95)			2.0794*** (2.65)		
<i>Momentum_6m</i>		1.0107 (0.05)			4.0698*** (2.75)	
<i>Momentum_3m</i>			4.0287 (1.24)			-0.1348 (-0.83)
<i>News x Momentum_12m</i>	0.1895*** (10.65)			0.0068 (0.57)		
<i>ATV x Momentum_12m</i>	-7.334 (-1.61)			-0.5849 (-1.53)		
<i>News x Momentum_6m</i>		0.2899*** (4.38)			-0.0121 (-0.54)	
<i>ATV x Momentum_6m</i>		-5.2013 (-0.54)			-1.6750* (-1.90)	
<i>News x Momentum_3m</i>			0.0197*** (4.05)			-0.0031 (-1.49)
<i>ATV x Momentum_3m</i>			-0.8641 (-0.56)			0.1096 (0.70)
<i>Contorls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>FF3</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>YEAR FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Adj. R-squared</i>	0.715	0.685	0.692	0.012	0.110	0.106

說明：表 4-9 為探討注意力與動能效應對券商發行權證決策在高低兩組樣本中的交互影響，模型(1)-(3)為高發行次數組別，模型(4)-(6)為低發行次數組別，所有模型應變數皆為權證發行次數，皆加入 Fama-French 三因子與年份固定效果。***、**、* 分別代表 1%、5%、10%之顯著水準，括號內為迴歸係數之 t 值。

第五章、結論與建議

本研究以 2022 至 2024 年 152,983 檔個股標的之認購權證為樣本，檢驗「投資人注意力」與「市場動能」是否影響券商選擇標的股票之發行決策，並進一步以發行次數中位數區分熱門與冷門標的，分析券商是否對不同類型股票採取差異化發行策略。本章將統整主要研究結果並提出結論，最後亦針對研究限制與未來研究方向提出建議，以供後續相關研究參考。

第一節、研究結論

新聞報導次數在所有模型中皆呈現高度正向顯著，代表當個股的新聞聲量越高，券商便越傾向在該年度發行更多權證，也顯示了新聞聲量是券商發行權證時具影響力的注意力指標之一。異常交易量亦呈現顯著正向效果，代表券商確實會將市場交易活性視為投資人需求的重要訊號，此結果支持本文 H1，亦可說明：券商偏好高討論度、高關注度標的，且注意力效應確實存在於發行端行為。

不同期間的動能訊號對券商決策影響不一致，其中發行前 12 個月動能最具穩定性，不論是否加入三因子、是否加入交互項，發行前 12 個月動能皆為高度正向顯著，支持本文 H2a，證實券商在選擇標的時更注重長期趨勢，也顯示該期間動能可作為券商在選擇標的時依賴的指標之一。

相較之下，發行前 6 個月動能與 3 個月動能則僅在單獨作為參考依據時具有正向顯著之關係，在同時考量其他期間動能時，半年內的動能強度被視為一種警訊而降低發行次數，三個月內動能則失去效果，因此本文 H2b、H2c 僅獲得部分支持。

以上結果顯示，發行前 12 個月動能是券商發行權證之趨勢指標之一，其他較短期間內之動能與權證的發行量雖具正向關係，但在同時考量不同期間動能時產生了加強或抑制的效果，表示券商不可以單獨參考特定期間內動能效果，必須搭配不同期間加以改變發行策略。

然而，若券商同時考量市場注意力與市場動能時，本文研究結果有以下發現：若發行前 12 個月動能搭配新聞注意力會顯著放大券商的發行意願，支持本文假說 H3a。6 個月的動能只有在新聞量高的情況下，才會強化券商的正向反應，支持本文假說 H3b。3 個月動能雖單獨為警示性訊號，但若搭配高新聞量與前一年的高異常交易量，則會增加券商的發行誘因，顯示券商在解讀短期漲幅時高度依賴市場注意力訊號，支持本文假說 H3c。以上結果提供券商不同的權證發行參考依據。

最後，本文也以發行次數中位數分組後，發現結果呈現強烈差異。在熱門標的中，注意力與動能兩者皆為驅動發行意願的重要來源，且其交互作用顯著推升發行檔數；然而在冷門標的中，新聞報導完全不具影響力，所有交互項亦顯著不成立，僅剩長期動能維持正向效果，反映券商在此類股票上的策略更為保守、較不依賴市場情緒，而其發行動機可能受到其他難以量化或未被本研究納入之因素影響。

整體而言，本研究實證支持注意力理論與動能理論並非僅存在於投資人端行為，亦深刻影響券商的發行端決策；同時，本研究揭示台灣權證市場標的選擇的高度偏態結構，並明確指出券商在高關注度與低關注度標的上所採取的行為模式並不相同。此研究結果不僅補足過往文獻多著墨於定價與避險模型、較少關注發行端策略之缺口，也提供對市場監理、券商產品設計與投資人行為分析具實務價值的參考。

第二節、研究限制與建議

本研究雖以完整市場樣本與多元模型分析券商權證發行行為，但仍存在若干限制。首先，本研究並未將資料細分至月度發行層級，主要原因在於月度資料在清理、變數對應與模型設計上具有高度複雜性，故本研究以年度資料為分析基礎，可能因此忽略券商在更短期間內的決策變化。其次，本文所使用的注意力指標仍屬較為粗略的衡量方式，未能區分新聞內容的正負向、媒體來源差異或投資人實際搜尋行為，可能使注意力效果的辨識不夠精細；未來若能進一步納入新聞情緒分析或搜尋量指標，將能更全面呈現市場注意力的多維度特性。此外，本研究亦未納入產業固定效果與券商固定效果，可能使部分產業特性或個別券商策略差異無法被完全控制。整體而言，雖本研究已清楚呈現注意力與動能對券商發行決策的重要性，但未來研究仍可透過導入更高頻率資料、更多樣化的注意力來源以及更長時間序列，以進一步提升模型整體的解釋力。

參考文獻

- 張琬瑜、楊弘章、陳佳吟 (2014)。新聞媒體報導對公司財務績效與股價之影響。證券市場發展季刊，26(1)，113-146。
- 詹場、陳業寧、柯文乾、黃尚傑 (2020)。臺灣權證市場的贏家與輸家。臺大管理論叢，30(1)，163-200。
- 顧廣平 (2016)。投資者關注與動能效應。企業管理學報，(11)，67-97。
- Bali, T. G., Cakici, N., & Whitelaw, R. F. (2011). Maxing out: Stocks as lotteries and the cross-section of expected returns. *Journal of financial economics*, 99(2), 427-446.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The review of financial studies*, 21(2), 785-818.
- Barber, B. M., Lee, Y. T., Liu, Y. J., & Odean, T. (2009). Just how much do individual investors lose by trading?. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 609-632.
- Boyer, B. H., & Vorkink, K. (2014). Stock options as lotteries. *The Journal of Finance*, 69(4), 1485-1527.
- Chang, C. C., Hsieh, P. F., & Lai, H. N. (2009). Do informed option investors predict stock returns? Evidence from the Taiwan stock exchange. *Journal of Banking & Finance*, 33(4), 757-764.
- Chordia, T., & Shivakumar, L. (2002). Momentum, business cycle, and time-varying expected returns. *The journal of Finance*, 57(2), 985-1019.
- Chou, R. K., & Wang, Y. Y. (2009). Strategic order splitting, order choice, and aggressiveness: Evidence from the Taiwan futures exchange. *Journal of Futures Markets: Futures, Options, and Other Derivative Products*, 29(12), 1102-1129.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In search of attention. *The journal of finance*, 66(5), 1461-1499.

- Gao, X., & Lin, T. C. (2015). Do individual investors treat trading as a fun and exciting gambling activity? Evidence from repeated natural experiments. *The Review of Financial Studies*, 28(7), 2128-2166.
- Gervais, S., Kaniel, R., & Mingelgrin, D. H. (2001). The high-volume return premium. *The journal of finance*, 56(3), 877-919.
- Huang, T. L., Chen, M. L., Kuo, H. J., & Lai, K. L. (2016). How Do Web Search Activity and Financial Media Coverage Affect Asset Pricing?. *Journal of Financial Studies*, 24(1), 25-53.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of finance*, 48(1), 65-91.
- Jiang, G., Lee, C. M., & Zhang, Y. (2005). Information uncertainty and expected returns. *Review of Accounting Studies*, 10(2), 185-221.
- Jiang, L., Liu, J., Peng, L., & Wang, B. (2022). Investor attention and asset pricing anomalies. *Review of Finance*, 26(3), 563-593.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1973). On the psychology of prediction. *Psychological review*, 80(4), 237.
- Lee, C. M., & Swaminathan, B. (2000). Price momentum and trading volume. *The Journal of Finance*, 55(5), 2017-2069.
- Malmendier, U., & Shanthikumar, D. (2007). Are small investors naive about incentives?. *Journal of Financial Economics*, 85(2), 457-489.
- Schlarbaum, G. G., Lewellen, W. G., & Lease, R. C. (1978). The common-stock-portfolio performance record of individual investors: 1964–70. *The Journal of Finance*, 33(2), 429-441.
- Seasholes, M. S., & Zhu, N. (2010). Individual investors and local bias. *The Journal of Finance*, 65(5), 1987-2010.
- Shen, C. H., & Chih, H. L. (2009). Conflicts of interest in the stock recommendations of investment banks and their determinants. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(5), 1149-1171.