

中華管理評論 國際學報

Web Journal of Chinese Management Review

2018年2月第二十一卷一期 • Vol. 21, No. 1, February 2018

法人在初次上市櫃股票短期報酬中 獲利程度之研究

包喬瑞

法人在初次上市櫃股票短期報酬中獲利程度 之研究

包喬瑞

摘要

本文檢測三大法人在台灣證券交易所 2004 年 3 月至 2014 年 6 月間初次上市櫃股票 (IPOs) 短期異常報酬中獲利程度，研究發現在冷門股 (Cold) 群中以投信投資大型股獲利績效最差 (自營商次之、外資則持股率無顯著變化)；漸冷股 (Cool) 群中以投信投資中型股獲利績效最佳 (外資次之、自營商最差)；加溫股 (Warm) 群中以投信投資小型股獲利績效最佳 (自營商次之、外資最差)；熱門股 (Hot) 群中以外資投資大型股獲利績效最佳 (投信次之、自營商最差)。另在 IPOs 上市後市場交易中短期獲利程度，則發現在冷門股 (Cold) 群中以外資投資大型股獲利績效較佳 (自營商次之、投信最差)；漸冷股 (Cool) 群中以自營商投資小型股獲利績效較佳 (投信次之、外資無顯著差異變化)；加溫股 (Warm) 群中以投信投資大型股獲利績效較佳 (自營商次之、外資無顯著差異變化)；熱門股 (Hot) 群中僅以投信在中型股顯著增加持股量而獲利 (自營商、外資則在各類型股投資上無顯著差異)。以上為三大法人在台灣股市 IPOs 短期投資表現，冀望提供投資者相關獲利訊息。

關鍵詞：初次上市櫃股票、投信、自營商、外資

1. 緒論

在台灣公司初次上市櫃股票(initial public offerings; IPOs), 須經由台灣證券交易所(Taiwan Stock Exchange; TWSE)的集中市場及證券櫃檯買賣中心(Taipei Exchange, TPEX)的店頭市場(Over-the-Counter; OTC)進行發行及交易。當公司初次在市場公開發行股票時常產生期初報酬(Initial return), 如早期美國證券管理委員會(U.S. Securities and Exchange Commission; SEC)於1963年探討1959至1961年間1671家初次上市公司(IPOs)交易首日及上市後一個月的相對價格(市價與承銷價比)中位數發現新上市公司的短期平均報酬率約15%; 後續相關文獻亦實證IPOs存有短期報酬現象(見Reilly and Hatfield, 1969; Ibbotson and Jaffe, 1975; Aggarwal and Rivoli, 1990; Ritter, 1991; Ritter and Welch, 2002等)。而台灣在近十年(2004-2014年)在TWSE及TPEX初次上市櫃股票公司計484家的期初報酬經統計四分位數(quartiles)數據區分: 期初報酬 $\leq 0\%$ (62家)、 $0\% < \text{期初報酬} < 23.5\%$ (121家)、 $23.5\% \leq \text{期初報酬} < 51.6\%$ (122家)、 $\text{期初報酬} \geq 51.6\%$ (179家), 發現正報酬高達422家(占87.2%)及平均報酬亦高達37.16%, 顯示此期間IPOs在台灣集中市場及店頭市場大多數具短期異常報酬。但投資者如何從短期報酬中獲利? Walther(1997)、Bushee(2001)認為機構投資法人較一般散戶在投資分析上具專業知識, 且投資時專注於短期獲利的績效競爭上; Chiao and Lin(2004)亦發現台灣股票市場中一般投資散戶追隨專業投資法人操作而獲利; 盧陽正等人(2008)實證發現投資人正向或反向追隨三大法人改變持股訊息而調整投資組合並維持適當存續期間將會獲取顯著的異常報酬; 許溪南等人(2010)發現三大法人大額同步買(賣)超與股價上漲(下跌)呈現顯著相關, 投資人若能洞悉三大法人買賣超意向即可獲利。台灣股市自2003年10月起全面開放外籍機構投資人(外資)投資上市櫃股票, 造成大量資金進入市場形成自營商、投信及外資等機構法人交易主力, 經統計台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal; TEJ)資料庫數據, 三大法人在2004-2014年初次上市櫃股票的平均持股率為12.38%(自營商占0.07%、投信占0.18%、外資占12.13%), 其中又以外資比其他法人具較高持股率; Boehmer et al.(2006)認為機構投資法人擁有IPOs比例高持股與上市當日或持有一年期的風險調整後報酬均呈現正相關; 且Dor(2003)實證機構投資法人持有IPOs高股權與上市後交易日報酬績效之間呈現單調遞增現象, 因此法人在IPOs的持股率似乎能影響短期報酬及主導大盤與個股的漲跌。

由前述相關文獻得知台灣股市中三大法人將對IPOs短期報酬及上市後買賣獲利造成一定程度影響, 本研究特依據Ellis(2006)將台灣IPOs公司期初報酬以四分位數分別區分冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組, 進行機構投資人獲利程度分析: 首要目的即在探討三大法人在台灣股市IPOs短期異常報酬中獲利程度; 其次目的則探討三大法人在IPOs上市後市場交易中短期獲利程度。

本文其餘相關內如編排如下：第二章相關文獻探討；第三章資料分析與研究方法；第四章實證結果；第五章為結論。

2. 相關文獻探討

IPOs具短期異常報酬現象，從早期文獻Reilly and Hatfield(1969)發現美國市場在1963-65年期間53家IPOs的短期異常報酬率在發行首星期及第四個星期交易日所產生的平均報酬率分別為9.9%及8.7%，迄今已有無數文獻發表相關研究，如McDonald and Fisher(1972)發現美國1960-1970間142家公司初上櫃普通股在1960年第1季首周異常報酬為28.5%至首月異常報酬竟高達34.6%；Ibbotson and Jaffe(1975)則發現1960-1969年間美國128家公司IPOs的第一個月平均異常報酬為11.4%；Aggarwal and Rivoli(1990)實證美國1,598家新上市公司在1977至1987年間以承銷價格買進並持有IPOs，上市後第1天、第2天、第20天、第100天的超額報酬各為10.67%、11.16%、10.83%、11.17%，但至250天報酬則遞減為-13.73%；Ritter(1991)則以美國1,526家IPOs公司1975至1984年間短期及長期報酬表現進行實證，結果顯示平均短期異常報酬約為14.06%，而新上市後的36個月當中有31個月的平均異常報酬呈現負值，且累積平均異常報酬呈逐漸下降趨勢；Ritter and Welch(2002)測量美國股市1980-2001年長達21年的IPOs，發現平均期初報酬為18.8%；Kenourgios et al.(2007)分析希臘雅典證交所1997-2002年間169家公司IPOs，發現首日起超額報酬為52.7%、第5天為45.32%、第21天為43.83%；國內吳桂燕(2006)發現台灣股市1992-2001年共計10年243家IPOs公司期初報酬高達22.497%；李榮振等人(2011)探討台灣股市1995-2009年間280家IPOs公司亦發現首日平均異常報酬為4.62%，至第10天累積異常報酬達到16.13%之後遞減且上下波動。

如前相關文獻所述IPOs具短期異常報酬現象，而本研究則以機構投資人為主探討從台灣股市初上市櫃公司的短期異常報酬中獲利；因機構投資人具專業投資知識、人才及資金充沛等因素較能市場操作獲利，如Nofsinger and Sias(1999)以十位數分組分析1977-1996年紐約證券交易所(NYSE)中法人持股變化與報酬間關係，發現法人持股變動增加最大組別超額報酬最高，而持股變動減少最大組別超額報酬最低且每年持股變動增加最大組別比減少最大組別超過31%；Sias et al.(2001)亦以1979-1996年計69季紐約證券交易所(NYSE)中同期股票超額報酬與機構投資人之間化進行分析，發現報酬與法人持股變化間存有弱的正相關(與Nofsinger and Sias,1999一致)，但超額報酬更與法人投資數呈現強烈正相關；Bushee(2001)檢測美國1980-1992年10,380家公司發現機構投資人經由專業知識及分析在標準普爾500(S&P500)普通股未來賺取短期利潤績效超過長期公司價值；Cai et al.(2004)則以1981-1996年共62季紐約證券交易所(NYSE)與美國證券交易所(AMEX)中機構投資人交易資料與股票價格進行Granger因果關係檢定，發現法人在10項投資組合中同期股票交易具有超額報酬；Sias et al.(2006)發現1979Q4-2000Q4共84季紐約證券交易

所(NYSE)中法人每季持股變動與當季報酬間有強烈正相關，又以法人投資數目比法人持股數與同季報酬更具較強的正相關變動。國內Chiao and Lin(2004)實證發現台灣股市中個別投資者透過追隨前1日、3日的三大法人淨買賣超投資策略確實能獲得高於同時期大盤的報酬，其中又以追隨投信的投資策略獲利超過追隨外資或自營商買賣標的所形成的投資組合；盧陽正等人(2008)則檢測1993-2004年間台灣股市中三大法人持股改變與異常報酬間相關性，結果顯示三大法人買超證券將一致且正向的驅動後續異常報酬率，而賣超證券多反向驅動後續異常報酬率亦為正值；王子湄與蕭朝興(2008)則以台灣股市2002-2004年間篩選582交易日(扣除總統大選期間兩個月資料)，依據Chiao and Lin(2004)方法每日選出三大法人買賣超金額前20名的個股並與台灣50成份股進行分析對照，發現三大法人因擁有私有訊息皆能影響股票交易價格，其中以外資最能推動價格及投信較具短期資訊優勢，且三大法人買賣超與當日股價有顯著的正向關係；許溪南等人(2010)在探討2001-2007年間台灣股市報酬與三大法人買賣超型態及強度之研究，結果發現在三大法人同步買(賣)超之日不論強弱均有顯著的正(負)報酬，若逢外資單獨大額買超之次日買進且持有一期情況將會產生顯著正預期報酬。

至於三大法人持有 IPOs 股權影響上市後交易日報酬績效文獻有 Boehmer et al.(2006)檢測美國 1997-2001 年間 441 家 IPOs 公司高持股率的機構投資人及一般投資人在股票績效比較上，實證不論在上市首日或持有一年期的風險調整後報酬率發現與機構投資人持股比率呈現顯著正相關；另 Field and Lowry(2009)亦驗證美國 1980-2000 年計 5,890 個 IPOs 公司，發現機構投資人高持股較低持股每月約有 1% 報酬績效超過 1 年；Dor(2003)則進行美國 1980-2000 年間共計 6,221 家 IPOs 公司機構投資人持有股權與日後報酬績效間橫斷面(cross section)檢測，實證發現因機構投資人資訊占優勢而伴隨持股水準的不同，績效呈現單調的增的現象，且持股最高比最低的風險調整過後的績效月平均大約高 1%。因此本研究將以三大法人在 IPOs 公司持股率探討後續市場交易中獲利程度。

3. 資料分析與研究方法

3.1 資料描述與敘述性統計

本研究使用台灣證券交易所(TWSE)、證券櫃檯買賣中心(TPEX)及台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal; TEJ)資料庫中 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票共計 484 家公司樣本(如表 1)，其中公司數目第 1、2 名為電子零組件業 73 家(占 15.08%)及光電業 66 家(占 13.64%)，合計 139 家共占 28.72%。表 2 為敘述性統計相關資料，Panel A 部分為全樣本資料，其中法人平均持股順序：外資(12.13%)、投信(0.18%)、自營商(0.07%)；期初報酬由-24.7%至 447.4%，平均報酬為 37.16%；平均股票周轉率為 5.18%。Panel B 部分則將 IPOs 期初報酬以四分位數分別區分冷門股(Cold)計 62 家、漸冷

股(Cool)計 179 家、加溫股(Warm)計 122 家、熱門股(Hot)計 121 家等四群組，並以 Kruskal Wallis Test(K-W 檢定)在 $\alpha = 0.05$ ($\chi_{3,0.05}^2 = 7.81$) 顯著水準下進行差異性檢定，結果發行普通股數($K^* = 13.36$)、投信持股比率($K^* = 27.90$)、承銷價($K^* = 49.43$)、成交金額($K^* = 94.85$)、成交股數($K^* = 63.61$)、交易筆數($K^* = 67.35$)、報酬率($K^* = 442.27$)、股票周轉率($K^* = 152.77$)等 8 項在四群組分類中具顯著的差異性；反之自營商持股比率($K^* = 6.63$)、外資持股比率($K^* = 3.17$)等 2 項在四群組分類中不具顯著的差異性；顯示 IPOs 期初報酬不確定性將不影響自營商及外資等法人的投資決策。

表 1 初次上市櫃產業分類統計

產業別	公司數目	%	產業別	公司數目	%
食品工業	2	0.41	塑膠工業	3	0.62
文化創意	9	1.86	電器電纜	3	0.62
半導體業	57	11.78	電機機械	26	5.37
生技醫療	53	10.95	橡膠工業	2	0.41
光電業	66	13.64	鋼鐵工業	7	1.45
汽車工業	2	0.41	觀光事業	11	2.27
金融保險	2	0.41	其他業	25	5.16
金融業	3	0.62	通信網路	33	6.82
建材營造	6	1.24	資訊服務	9	1.86
玻璃陶瓷	1	0.21	電子工業	1	0.21
化學工業	7	1.45	電子通路	6	1.24
紡織纖維	3	0.62	電子零組件	73	15.08
航運業	5	1.03	電腦及週邊	33	6.82
貿易百貨	7	1.45	其他電子業	29	5.99
			合計	484	100%

資料來源：統計 TWSE、TPEX 及 TEJ 資料庫中 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票公司。

表 2 敘述性統計

<i>Panel A</i>							
	樣本數	平均數	極小值	25%	50%	75%	極大值
發行普通股數(千萬股)	484	11.56	1.20	3.37	5.14	8.88	330.56
大型股數(千萬股)	121	32.79	8.89	10.04	13.50	28.00	330.56

中型股數(千萬股)	241	5.46	3.37	4.18	5.60	6.76	8.88
小型股數(千萬股)	122	2.55	1.20	2.17	2.61	3.00	3.37
投信持股比率(%)	484	0.18	0	0	0	0	7.85
自營商持股比率(%)	484	0.07	0	0	0	0.002	1.70
外資持股比率(%)	484	12.13	0	0.18	2.41	11.34	111.32
承銷價(元)	484	53.34	10	23	36	65.25	500
期初報酬(%)	484	37.16	-24.7	6.9	23.4	51.6	447.4
股票周轉率(%)	484	5.18	0.00	2.66	4.57	7.13	30.30

Panel B

	Cold(n=62)		Cool(n=179)		Warm(n=12)		Hot(n=121)		Kruskal Wallis Test Chi- Square
	平均 數	中位 數	平均 數	中位 數	平均 數	中位 數	平均 數	中位 數	
發行普通股數(千萬股)	17.9 7	7.64	9.90	4.71	14.9 5	5.12	7.32	5.28	13.36*
投信持股比率(%)	0.00 3	0	0.07	0	0.18	0	0.46	0	27.90*
自營商持股比率(%)	0.06	0	0.06	0	0.09	0	0.08	0	6.63
外資持股比率(%)	20.8 9	4.06	11.5 9	2.12	10.4 6	1.99	10.1 1	2.71	3.17
承銷價(元)	47.8 2	36	48.1 7	36	60.3 8	37	56.7 4	36	49.43*
成交金額(千萬元)	14.7 1	6.81	16.1 0	7.85	43.8 0	16.0 2	54.1 9	31.5 0	94.85*
成交股數(千萬股)	0.32	0.18	0.29	0.18	0.55	0.28	0.56	0.39	63.61*
交易筆數(千次)	1.23	0.87	1.62	1.09	2.54	1.57	2.99	2.12	67.35*
報酬率(%)	- 3.55	- 1.91	10.6 4	8.19	35.1 2	34.0 8	99.3 3	77.7 8	442.27*
股票周轉率(%)	2.49	2.55	3.68	3.53	5.72	5.08	8.26	7.48	152.77*

註：樣本數為 484 是統計 TWSE、TPEX 及 TEJ 資料庫中 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票公司。Panel A 部分中依股票發行量區分前 25% 為大型股(121 家)、後 25% 為小型股(122 家)、其餘 50% 為中型股(241 家)；期初報酬計算為(收盤價-承銷價)/承銷價，股票周轉率是當日交易的總股數與上市櫃的總股數之比。

Panel B 部分則依期初報酬以四分位數分別區分冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組，使用 *K-W* 檢定進行四群組差異檢定(H_0 : 四群組分類無差異)。當 *K-W* 檢定在 $\alpha=0.05$ 顯著水準下 $K^* > \chi_{3,0.05}^2 = 7.81$ 拒絕 H_0 ，則顯示期初報酬區分四群組分類資料存有差異。

3.2 研究方法

研究中除發現 IPOs 的平均期初報酬高達 37.16% 外，後續將依冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組分類下進行三大法人在 3 日、5 日、10 日、15 日及 20 日短期異常報酬獲利程度分析，首先計算原始報酬如下：

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,0})}{P_{i,0}} \quad (1)$$

$R_{i,t}$ 是 i 股票在 t 天交易結束時報酬； $P_{i,t}$ 是 i 股票在 t 天交易結束時收盤價； $P_{i,0}$ 是 i 股票初次上市櫃價格。其次由市場報酬中計算基準報酬(benchmark return)：

$$R_{mkt,t} = \frac{(P_{mkt,t} - P_{mkt,a})}{P_{mkt,a}} \quad (2)$$

$R_{mkt,t}$ 是在 t 天交易結束時市場報酬； $P_{mkt,t}$ 是 t 天交易結束時收盤指數； $P_{mkt,a}$ 是首次交易日前一日收盤指數。最後計算股票買進持有異常報酬(buy-and-hold abnormal returns；*BHAR*)：

$$BHAR_{i,S,T} = \left[\prod_{t=S}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=S}^T (1 + R_{mkt,t}) \right] \quad (3)$$

$$BHAR_M = \frac{1}{n} \left[\prod_{t=S}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=S}^T (1 + R_{mkt,t}) \right] \quad (4)$$

$BHAR_{i,S,T}$ 是 i 股票從 S 至 T 日之買進持有異常報酬($BHAR_M$ 為平均買進持有異常報酬)， n 為股票樣本數， $R_{i,t}$ 是 i 股票在 t 天交易結束時報酬， $R_{mkt,t}$ 是在 t 天交易結束時基準報酬。並使用 t 值檢定統計量進行相關報酬顯著性檢定，檢定股票買進持有異常報酬是否具有差異，檢定式如下：

$$\begin{cases} H_0 : BHAR_{i,S,T} = 0 \\ H_1 : BHAR_{i,S,T} \neq 0 \end{cases}$$

$$t(BHAR) = \frac{BHAR_M}{\sqrt{\frac{1}{n(n-1)} \sum_{i=1}^n (BHAR_{i,S,T} - BHAR_M)^2}} \quad (5)$$

前述為 3 日、5 日、15 日及 20 日短期異常報酬獲利程度分析，接著仍在冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組分類下以上市後 21 日至 250 日期間衡量股票持有期間累積報酬：

$$BHR_{i,S,T} = \left[\prod_{t=S}^T (1 + R_{i,t}) \right] - 1 \quad (6)$$

$BHR_{i,S,T}$ 是 i 股票從 S 日收盤價買進持續持有至 T 日所獲取的累積報酬； $R_{i,t}$ 是 i 股票在 t 天交易結束時報酬；並將方程式(1)中 $P_{i,0}$ 定義為 i 股票當日收盤價。再檢定三大法人平均持股量與當日價格之間變化；應用 t 統計量檢定以下假設：

$$\begin{cases} H_0: \bar{V}^+ = \bar{V}^- \\ H_1: \bar{V}^+ > \bar{V}^- \end{cases}$$

如果

$$\frac{\bar{V}^+ - \bar{V}^-}{\hat{\sigma}} \sqrt{\frac{n^+ n^-}{n^+ + n^-}} > t(n^+ + n^- - 2), \text{ 拒絕 } H_0 \quad (7)$$

此處

$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{n^+ s^{+2} + n^- s^{-2}}{n^+ + n^- - 2}} \quad (8)$$

其中 \bar{V}^+ 是價格為正值變化的平均持股量， \bar{V}^- 是價格為負值變化的平均持股量， s^{+2} 是價格為正值變化的持股量變異數， s^{-2} 是價格為負值變化的持股量變異數， n^+ 是價格為正值變化的觀察值， n^- 是價格為負值變化的觀察值。

4. 實證結果

4.1 IPOs 短期異常報酬中獲利程度

首先在冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組分類下進行 3 日、5 日、10 日、15 日及 20 日股票以承銷價買進持有異常報酬分析，結果如表 3，顯示冷門股群中在 3 日以中型股-8.46%、大型股-7.72% 報酬率比平均報酬率-7.38% 及平均期初報酬率-3.55% 下跌(獲利表現較差)；5 日以大型股-9.57%、中型股-8.89% 報酬率比平均報酬率-8.52% 及平均期初報酬率-3.55% 下跌(獲利表現較差)；10 日以中型股-13.04% 報酬率比平

均報酬率-9.81%及平均期初報酬率-3.55%下跌(獲利表現較差)；15日以中型股-13.84%報酬率比平均報酬率-8.45%及平均期初報酬率-3.55%下跌(績效表現較差)；20日以中型股-14.71%報酬率比平均報酬率-7.47%及平均期初報酬率-3.55%下跌(獲利表現較差)。漸冷股群中在3日以中型股27.16%報酬率比平均報酬率25.01%及平均期初報酬率10.64%上升(獲利表現較佳)；5日以中型股29.67%報酬率比平均報酬率27.10%及平均期初報酬率10.64%上升(獲利表現較佳)；10日以中型股32.25%報酬率比平均報酬率28.80%及平均期初報酬率10.64%上升(獲利表現較佳)；15日以中型股38.24%報酬率比平均報酬率30.28%及平均期初報酬率10.64%上升(獲利表現較佳)；20日以中型股38.45%報酬率比平均報酬率31.31%及平均期初報酬率10.64%上升(獲利表現較佳)。加溫股群中在3日以小型股86.37%報酬率比平均報酬率83.31%及平均期初報酬率35.12%上升(獲利表現較佳)；5日以小型股87.95%報酬率比平均報酬率82.64%及平均期初報酬率35.12%上升(獲利表現較佳)；10日以小型股94.40%報酬率比平均報酬率87.60%及平均期初報酬率35.12%上升(獲利表現較佳)；15日以小型股93.78%報酬率比平均報酬率88.05%及平均期初報酬率35.12%上升(獲利表現較佳)；20日則以小型股91.88%、大型股86.11%、中型股85.32%報酬率比平均報酬率75.73%及平均期初報酬率35.12%上升(獲利表現較佳)。熱門股群中在3日以小型股380.97%、大型股318.97%報酬率比平均報酬率309.72%及平均期初報酬率99.33%上升(獲利表現較佳)；5日以小型股377.24%、大型股336.16%報酬率比平均報酬率314.27%及平均期初報酬率99.33%上升(獲利表現較佳)；10日以小型股372.69%、大型股333.32%報酬率比平均報酬率307.59%及平均期初報酬率99.33%上升(獲利表現較佳)；15日以小型股369.72%、大型股340.62%報酬率比平均報酬率307.08%及平均期初報酬率99.33%上升(獲利表現較佳)；20日則以大型股360.00%、小型股345.73%報酬率比平均報酬率301.74%及平均期初報酬率99.33%上升(獲利表現較佳)。綜述買進持有異常報酬結果為冷門股群中以持有大型股或中型股表現最差；漸冷股群中則以持有中型股表現最佳；加溫股群中持有小型股表現最佳；熱門股群中以持有大型股或小型股表現最佳。

表3 買進持有短期異常報酬

群組區分	冷門股(Cold)			漸冷股(Cool)			加溫股(Warm)			熱門股(Hot)			
	樣本數	報酬%	t-值	樣本數	報酬%	t-值	樣本數	報酬%	t-值	樣本數	報酬%	t-值	
BHAR _{0,3}	全類型股	62	-7.38	-5.48***	179	25.01	22.43***	122	83.31	33.73***	121	309.72	11.64***
	大型股	29	-7.72	-4.25***	41	21.35	8.48***	28	81.72	14.49***	23	318.97	4.90***
	中型股	23	-8.46	-3.44***	94	27.16	17.31***	59	82.22	23.34***	65	270.30	12.64***
	小型股	10	-3.88	-1.19	44	23.82	12.73***	35	86.37	20.43***	33	380.97	5.07***
BHAR _{0,5}	全類型股	62	-8.52	-5.91***	179	27.10	20.21***	122	82.64	32.40***	121	314.27	11.27***
	大型股	29	-9.57	-4.80***	41	21.24	7.83***	28	79.80	13.69***	23	336.16	4.32***

	中型股	23	-8.89	-3.33***	94	29.67	15.86***	59	80.83	22.33***	65	274.56	12.31***
	小型股	10	-4.64	-1.52*	44	27.07	10.48***	35	87.95	19.55***	33	377.24	5.04***
<i>BHAR</i> _{0,10}	全類型股	62	-9.81	-5.92***	179	28.80	15.95***	122	87.60	26.60***	121	307.59	11.43***
	大型股	29	-9.26	-3.66***	41	22.47	7.07***	28	85.23	10.82***	23	333.32	4.77***
	中型股	23	-13.04	-4.95***	94	32.25	12.32***	59	84.70	19.71***	65	265.23	12.91***
	小型股	10	-3.96	-1.16	44	27.31	7.57***	35	94.40	14.91***	33	372.69	4.96***
<i>BHAR</i> _{0,15}	全類型股	62	-8.45	-4.32***	179	30.28	13.70***	122	88.05	24.19***	121	307.08	11.53***
	大型股	29	-5.85	-1.66*	41	22.71	5.60***	28	84.95	10.45***	23	340.62	4.96***
	中型股	23	-13.84	-5.45***	94	38.24	7.92***	59	86.13	16.69***	65	263.37	12.39***
	小型股	10	-3.59	-0.91	44	26.47	4.83***	35	93.78	14.06***	33	369.72	5.01***
<i>BHAR</i> _{0,20}	全類型股	62	-7.47	-3.00***	179	31.31	13.11***	122	75.73	13.36***	121	301.74	11.48***
	大型股	29	-4.67	-1.25	41	22.84	5.49***	28	86.11	11.01***	23	360.00	4.63***
	中型股	23	-14.71	-4.40***	94	38.45	10.56***	59	85.32	17.16***	65	258.79	12.61***
	小型股	10	1.05	0.15	44	23.95	6.29***	35	91.88	12.30***	33	345.73	5.05***

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票公司資料。其中冷門股群 62 家，包含大型股 29 家、中型股 23 家、小型股 10 家；漸冷股群 179 家，包含大型股 41 家、中型股 94 家、小型股 44 家；加溫股群 122 家，包含大型股 28 家、中型股 59 家、小型股 35 家；熱門股群，包含大型股 23 家、中型股 65 家、小型股 33 家。*BHAR*_{0,3}、*BHAR*_{0,5}、*BHAR*_{0,10}、*BHAR*_{0,15}、*BHAR*_{0,20} 為三大法人以承銷價計算 3 日、5 日、10 日、15 日及 20 日平均買進持有異常報酬。***、**、* 表示 *t*-值在 1%、5%、10% 的統計顯著水準。

其次在冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組分類下以 *t* 統計量進行 3 日、5 日、10 日、15 日及 20 日三大法人持股增減變化檢定，如表 4 所示，並將結果與買進持有異常報酬進行對照分析；在冷門股群中 3 日變化以投信顯著增加大型股持股 0.05%(自營商顯著增加持股 0.01%次之、外資增加持股不顯著)績效表現較差；5 日變化以投信顯著增加大型股持股 0.08%(自營商顯著增加持股 0.03%次之、外資增加持股不顯著)績效表現較差；10 日變化以投信顯著增加大型股持股 0.21%(自營商顯著增加持股 0.08%次之、外資增加持股不顯著)績效表現較差；15 日變化以投信顯著增加大型股持股 0.39%(自營商顯著增加持股 0.16%次之、外資增加持股不顯著)績效表現較差；20 日變化以投信顯著增加大型股持股 0.62%(自營商顯著增加持股 0.22%次之、外資增加持股不顯著)績效表現較差。漸冷股群中 3 日變化以投信顯著增加中型股持股 0.04%(自營商及外資增加持股不顯著)績效表現較佳；5 日變化以投信顯著增加中型股持股 0.12%(自營商顯著增加持股 0.03%次之、外資增加持股不顯著)績效表現較佳；10 日變化以投信顯著增加中型股持股 0.32%(外資增加持股不顯著、自營商顯著減少持股-0.16%)績效表現較佳；15 日變化以投信顯著增加中型股持股 0.57%(外資顯

著增加持股 0.33%次之、自營商則顯著增加持股 0.10%)績效表現較佳；20 日變化以投信顯著增加中型股持股 0.66% (外資顯著增加持股 0.34%次之、而自營商顯著增加持股 0.07%)績效表現較佳。加溫股群中 3 日變化以投信顯著增加小型股持股 0.10% (自營商顯著增加持股 0.03%次之、外資增加持股不顯著)績效表現較佳；5 日變化以投信顯著增加小型股持股 0.16%(自營商及外資增加持股不顯著)績效表現較佳；10 日變化以投信顯著增加小型股持股 0.30%(自營商及外資則減少持股不顯著)績效表現較佳；15 日變化以投信顯著增加小型股持股 0.41%(自營商增加持股不顯著、外資減少持股不顯著) 績效表現較佳；20 日變化以投信顯著增加小型股持股 0.53%(自營商增加持股不顯著、外資則顯著減少持股-0.17%)績效表現較佳。熱門股群中 3 日變化以投信顯著增加大型股 0.20%及小型股 0.17%(自營商及外資增加持股不顯著)績效表現較佳；5 日變化以投信顯著增加大型股 0.45%及小型股 0.35%(自營商顯著增加大型股持股 0.08%及小型股持股 0.07%次之、外資增加持股不顯著)績效表現較佳；10 日變化以投信顯著增加大型股 0.88%及小型股 0.63%(自營商顯著增加大型股持股 0.10%及小型股持股 0.13%次之，外資則顯著增加大型股 3.09%及小型股增加持股不顯著)績效表現較佳；15 日變化以投信顯著增加大型股 1.09%及小型股 0.72%(自營商顯著增加大型股持股 0.20%及小型股持股 0.13%次之，外資則顯著增加大型股 3.17%及小型股增加持股不顯著)績效表現較佳；20 日變化投信顯著增加大型股 1.51%及小型股 0.73%(自營商顯著增加大型股持股 0.26%及小型股持股 0.12%次之，外資則顯著增加大型股 3.28%及小型股增加持股不顯著)績效表現較佳。

最後在冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組下進行 3 日、5 日、10 日、15 日及 20 日買進持有異常報酬及三大法人持股變化等分析在 IPOs 短期異常報酬中獲利程度評估如下：冷門股群中獲利最差為投信投資大型股(在平均異常報酬率-7.41%之下平均持股變化增加 0.27%)；自營商投資大型股次之(在平均異常報酬率-7.41%之下平均持股變化增加 0.1%)；外資則在大型股的持股率變化不顯著無法判斷。漸冷股群中獲利最佳為投信投資中型股(在平均異常報酬率 33.15%之下平均持股變化增加 0.32%)；外資投資中型股次之(在平均異常報酬率 33.15%之下平均持股變化增加 0.13%)；自營商投資中型股最差(在平均異常報酬率 33.15%之下平均持股變化增加 0.01%)。加溫股群中獲利最佳為投信投資小型股(在平均異常報酬率 90.88%之下平均持股變化增加 0.30%)；自營商投資小型股次之(在平均異常報酬率 90.88%之下平均持股變化增加 0.01%)；外資投資小型股最差(在平均異常報酬率 90.88%之下平均持股變化減少-0.03%)。熱門股群中獲利最佳為外資投資大型股(在平均異常報酬率 337.81%之下平均持股變化增加 1.91%)；投信投資大型股次之(在平均異常報酬率 337.81%之下平均持股變化增加 0.83%)；自營商投資大型股最差(在平均異常報酬率 337.81%之下平均持股變化增加 0.13%)。

表 4 三大法人持股變化

群組區分	冷門股(Cold)				漸冷股(Cool)				加溫股(Warm)				熱門股(Hot)					
	樣本數	持股%	變化%	t-值	樣本數	持股%	變化%	t-值	樣本數	持股%	變化%	t-值	樣本數	持股%	變化%	t-值		
3日	自營商	全類股	62	0.03	0.02	1.62*	179	0.12	0.05	3.22***	122	0.27	0.09	3.95***	121	0.65	0.18	3.85***
		大型股	29	0.06	0.05	1.62*	41	0.29	0.10	1.95**	28	0.36	0.07	2.39**	23	0.79	0.20	2.89***
		中型股	23	0.001	0.001	1.00	94	0.09	0.04	2.26**	59	0.25	0.09	3.20***	65	0.57	0.19	2.54***
		小型股	10	0	0	0	44	0.03	0.03	1.32*	35	0.22	0.10	1.74**	33	0.69	0.17	1.90**
3日	外資	全類股	62	0.05	-0.01	-0.44	179	0.06	0.01	0.69	122	0.14	0.05	2.22***	121	0.13	0.05	2.94***
		大型股	29	0.09	0.01	2.68***	41	0.09	0.01	1.13	28	0.06	0.01	0.60	23	0.12	0.01	0.34
		中型股	23	0.03	-0.03	-0.94	94	0.05	-0.002	-0.16	59	0.19	0.07	1.77**	65	0.16	0.08	2.77***
		小型股	10	0	0	0	44	0.06	0.01	1.20	35	0.10	0.03	1.33*	33	0.09	0.02	1.05
5日	自營商	全類股	62	19.83	-1.07	-0.55	179	12.02	0.43	1.19	122	10.72	0.26	0.33	121	10.67	0.55	1.26
		大型股	29	18.36	1.42	0.98	41	18.63	-0.04	-0.29	28	16.84	1.05	0.30	23	18.73	2.45	1.06
		中型股	23	25.00	-4.67	-0.96	94	9.61	0.23	0.95	59	7.83	0.03	0.60	65	10.06	0.16	0.07
		小型股	10	12.20	0.01	0.60	44	11.02	1.29	0.94	35	10.70	0.02	0.25	33	6.23	0.02	0.28
5日	外資	全類股	62	0.05	0.05	2.30**	179	0.19	0.13	4.02***	122	0.33	0.16	4.15***	121	0.80	0.34	4.70***
		大型股	29	0.08	0.08	1.82**	41	0.36	0.18	2.52***	28	0.47	0.18	2.10**	23	1.04	0.45	3.11***
		中型股	23	0.02	0.02	1.13	94	0.17	0.12	2.62***	59	0.31	0.14	3.14***	65	0.68	0.30	2.97***
		小型股	10	0.04	0.04	1	44	0.08	0.08	1.94**	35	0.27	0.16	1.92**	33	0.87	0.35	2.35**
5日	自營商	全類股	62	0.06	0.002	0.14	179	0.11	0.05	3.18***	122	0.18	0.09	3.36***	121	0.15	0.07	3.40***
		大型股	29	0.11	0.03	4.05***	41	0.18	0.10	2.13**	28	0.10	0.05	2.41**	23	0.19	0.08	2.02**
		中型股	23	0.03	-0.03	-0.65	94	0.08	0.03	1.70**	59	0.26	0.13	2.69***	65	0.15	0.06	2.04**
		小型股	10	0	0	0	44	0.09	0.04	1.82**	35	0.11	0.05	1.30	33	0.14	0.07	2.25**
5日	外資	全類股	62	19.83	-1.07	-0.55	179	12.31	0.72	1.57*	122	11.15	0.69	1.03	121	10.69	0.57	1.30*
		大型股	29	18.36	1.43	0.99	41	19.86	1.18	0.95	28	18.75	2.95	1.01	23	18.86	2.56	1.11
		中型股	23	25.00	-4.67	-0.96	94	9.64	0.26	1.05	59	7.83	0.03	0.55	65	10.05	0.15	2.05**
		小型股	10	12.17	-0.03	-1.61*	44	11.00	1.27	0.92	35	10.67	-0.02	-0.19	33	6.24	0.03	0.37
10日	自營商	全類股	62	0.14	0.13	3.17***	179	0.36	0.29	5.04***	122	0.64	0.46	4.78***	121	1.08	0.62	6.21***
		大型股	29	0.22	0.21	2.71***	41	0.58	0.39	3.21***	28	0.73	0.44	1.92**	23	1.47	0.88	3.59***
		中型股	23	0.04	0.04	1.12	94	0.36	0.32	3.52***	59	0.72	0.56	3.67***	65	0.90	0.52	4.04***
		小型股	10	0.11	0.11	1.44*	44	0.16	0.16	1.94**	35	0.42	0.30	2.67***	33	1.15	0.63	3.14***
10日	外資	全類股	62	0.11	0.05	1.27	179	0.12	0.07	2.83***	122	0.15	0.06	1.93**	121	0.18	0.09	2.92***
		大型股	29	0.16	0.08	2.23**	41	0.23	0.16	2.83***	28	0.14	0.09	1.99**	23	0.22	0.10	1.88**
		中型股	23	0.09	0.03	0.34	94	0.11	-0.16	-4.28***	59	0.20	0.08	1.78**	65	0.15	0.07	1.97**
		小型股	10	0	0	0	44	0.05	0.00	0.01	35	0.06	-0.01	-0.13	33	0.20	0.13	1.53*
10日	外資	全類股	62	19.83	-1.07	-0.55	179	12.30	0.70	1.52*	122	11.15	0.68	1.01	121	10.79	0.68	1.50*

	大型股	29	18.33	1.40	0.97	41	19.83	1.15	0.92	28	18.75	2.96	1.01	23	19.38	3.09	1.32*	
	中型股	23	25.04	-4.63	-0.88	94	9.62	0.24	0.97	59	7.84	0.04	0.39	65	10.02	0.12	1.37*	
	小型股	10	12.19	-0.01	-0.37	44	10.99	1.27	0.91	35	10.63	-0.05	-0.44	33	6.32	0.11	0.75	
	全類型股	62	0.24	0.23	3.28***	179	0.54	0.47	4.85***	122	0.78	0.60	4.78***	121	1.26	0.80	5.72***	
15日	投信	大型股	29	0.39	0.39	2.83***	41	0.73	0.55	3.52***	28	0.89	0.59	1.87**	23	1.68	1.09	3.10***
		中型股	23	0.07	0.07	1.17	94	0.62	0.57	3.44***	59	0.88	0.72	3.75***	65	1.12	0.74	3.79***
		小型股	10	0.15	0.15	1.84**	44	0.19	0.19	2.09**	35	0.52	0.41	2.64***	33	1.24	0.72	3.00***
	自營商	全類型股	62	0.15	0.09	2.19**	179	0.15	0.09	2.79***	122	0.15	0.06	1.83**	121	0.19	0.10	3.22***
		大型股	29	0.24	0.16	3.21***	41	0.26	0.18	3.23***	28	0.15	0.10	2.25**	23	0.32	0.20	2.18**
		中型股	23	0.10	0.04	0.44	94	0.15	0.10	1.81**	59	0.20	0.07	1.43*	65	0.14	0.06	1.61*
	外資	小型股	10	0	0	0	44	0.06	0.004	0.07	35	0.09	0.03	0.33	33	0.20	0.13	1.82**
		全類型股	62	19.87	-1.02	-0.53	179	12.32	0.73	1.58*	122	11.11	0.65	0.95	121	10.83	0.72	1.59*
		大型股	29	18.43	1.50	1.04	41	19.77	1.09	0.87	28	18.60	2.80	0.95	23	19.47	3.17	1.36*
		中型股	23	25.04	-4.63	-0.95	94	9.71	0.33	1.40*	59	7.85	0.05	0.42	65	10.08	0.18	1.70**
		小型股	10	12.17	-0.02	-0.91	44	10.96	1.23	0.89	35	10.61	-0.07	-0.57	33	6.29	0.08	0.67
		全類型股	62	0.36	0.36	3.58***	179	0.61	0.55	5.15***	122	0.93	0.75	5.13***	121	1.34	0.87	5.12***
20日	投信	大型股	29	0.63	0.62	3.21***	41	0.84	0.65	3.38***	28	1.05	0.76	2.09**	23	2.10	1.51	3.17***
		中型股	23	0.09	0.09	1.25	94	0.70	0.66	3.72***	59	1.04	0.88	3.93***	65	1.11	0.72	3.38***
		小型股	10	0.23	0.23	1.90**	44	0.21	0.21	2.23**	35	0.65	0.53	2.76***	33	1.25	0.73	2.29**
	自營商	全類型股	62	0.18	0.12	2.54***	179	0.14	0.08	2.70***	122	0.15	0.06	1.53*	121	0.20	0.11	3.25***
		大型股	29	0.30	0.22	2.89***	41	0.26	0.18	3.28***	28	0.19	0.14	2.09**	23	0.37	0.26	2.26**
		中型股	23	0.11	0.05	0.63	94	0.13	0.07	1.67**	59	0.14	0.02	0.43	65	0.14	0.05	1.53*
	外資	小型股	10	0	0	0	44	0.05	-0.01	-0.11	35	0.12	0.06	0.60	33	0.20	0.12	1.85**
		全類型股	62	19.90	-0.99	-0.51	179	12.33	0.73	1.59*	122	11.12	0.66	0.97	121	10.87	0.76	1.67**
		大型股	29	18.45	1.51	1.06	41	19.80	1.13	0.90	28	18.73	2.94	1.00	23	19.58	3.28	1.41*
		中型股	23	25.06	-4.61	-0.95	94	9.72	0.34	1.40*	59	7.87	0.07	0.49	65	10.10	0.19	1.76**
		小型股	10	12.26	0.06	0.63	44	10.93	1.21	0.87	35	10.52	-0.17	-3.58***	33	6.33	0.12	0.86
		全類型股	62	0.36	0.36	3.58***	179	0.61	0.55	5.15***	122	0.93	0.75	5.13***	121	1.34	0.87	5.12***

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票公司資料。在冷門股群 62 家(大型股 29 家、中型股 23 家、小型股 10 家)、漸冷股群 179 家(大型股 41 家、中型股 94 家、小型股 44 家)、加溫股群 122 家(大型股 28 家、中型股 59 家、小型股 35 家)、熱門股群 121 家(大型股 23 家、中型股 65 家、小型股 33 家)，進行投信、自營商、外資等三大法人在 3 日、5 日、10 日、15 日及 20 日持股與首日持股間增減變化檢定(H_0 : 持股增減變化無差異)。***、**、*表示 t -值在 1%、5%、10%的統計顯著水準。

4.2 IPOs 上市後市場交易中獲利程度

本章節則探討三大法人在 IPOs 上市後市場交易中短期獲利程度，首先在冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組分類下進行 IPOs 上市後第 21 至 250 日期間股票持有報酬走勢分析，並以 20 日收盤價買進衡量持有大、中、小型股累積報酬變化。表 5 顯示冷門股群中各類型股持有累積報酬；在大型股持有期間的報酬走勢呈現上升(正值)或下跌(負值)短期變動(累積報酬至 250 日為-3.90%)；而中型股及小型股持有期間的報酬走勢呈現遞減現象變動，其中以小型股累積報酬至 250 日為-23.48%比中型股累積報酬-9.55%下跌程度較深獲利較差；以上各類型股走勢如圖 1 所示。

表 5 冷門股群組在 IPOs 持有期間報酬

	全類型股(n=62)			大型股(n=29)			中型股(n=23)			小型股(n=10)		
	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差
BHAR _{20,21}	0.0067	-0.0037	0.0533	-0.0015	-0.0131	0.0536	0.0014	-0.0048	0.0417	0.0425	0.0280	0.0658
BHAR _{20,22}	0.0129	0.0076	0.0658	0.0108	0.0044	0.0763	0.0052	0.0055	0.0418	0.0367	0.0234	0.0788
BHAR _{20,23}	0.0107	0.0006	0.0751	0.0018	-0.0133	0.0899	0.0050	0.0016	0.0480	0.0496	0.0678	0.0738
BHAR _{20,24}	0.0102	-0.0006	0.0803	-0.0006	-0.0265	0.0978	0.0080	-0.0027	0.0518	0.0463	0.0315	0.0746
BHAR _{20,25}	0.0087	-0.0033	0.0878	-0.0003	-0.0243	0.1037	0.0013	0.0077	0.0557	0.0519	0.0419	0.0931
BHAR _{20,30}	0.0127	-0.0244	0.1459	0.0017	-0.0285	0.1542	0.0009	-0.0244	0.1143	0.0718	-0.0108	0.1839
BHAR _{20,50}	0.0261	-0.0000	0.2170	-0.0349	-0.0495	0.1993	0.0933	0.0644	0.2251	0.0484	0.0086	0.2183
BHAR _{20,75}	0.0328	0.0326	0.2350	-0.0154	-0.0253	0.2545	0.1074	0.1001	0.2305	0.0012	0.0240	0.1410
BHAR _{20,100}	0.0199	-0.0046	0.2599	0.0269	0.0028	0.3112	0.0371	0.0662	0.2186	-0.0397	-0.0716	0.1867
BHAR _{20,125}	-0.0251	-0.0326	0.2402	0.0054	0.0151	0.2850	-0.0327	-0.0418	0.1956	-0.0962	-0.1016	0.1893
BHAR _{20,150}	-0.0552	-0.0588	0.2796	-0.0203	-0.0542	0.3174	-0.0539	-0.0513	0.2437	-0.1595	-0.1991	0.2348
BHAR _{20,175}	-0.0449	-0.0859	0.3376	-0.0029	-0.0372	0.3484	-0.0354	-0.0800	0.3529	-0.1881	-0.2274	0.2487
BHAR _{20,200}	-0.1035	-0.1499	0.3777	-0.0491	-0.0275	0.4165	-0.1161	-0.1017	0.3456	-0.2325	-0.2701	0.3271
BHAR _{20,250}	-0.0915	-0.1466	0.4638	-0.0390	-0.1126	0.5183	-0.0955	-0.1372	0.4130	-0.2348	-0.3702	0.4162

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票公司資料。在冷門股群 62 家公司(大型股 29 家、中型股 23 家、小型股 10 家)進行 IPOs 上市後第 21 至 250 日期間股票持有報酬走勢分析。其中 $BHAR_{i,S,T}$ 是 i 股票從 20 日收盤價買進持續持有至 T 日所獲取的累積報酬。

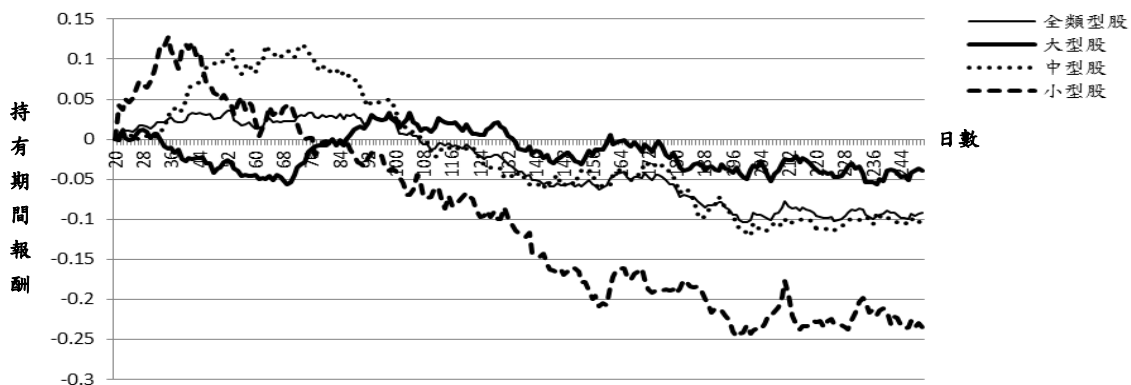


圖 1 冷門股群組在 IPOs 持有期間報酬走勢—以上市後 20 日收盤價買進

表 6 顯示漸冷門股群中各類型股持有累積報酬；在大型股持有期間的報酬走勢呈現上升變動(累積報酬至 250 日為 11.28%，獲利較佳)；小型股有期間的報酬走勢呈現上升(正值)或下跌(負值)短期變動(累積報酬至 250 日為 9.66%，獲利次之)；中型股持有期間的報酬走勢呈現下跌變動累積報酬至 250 日為-2.03%，獲利最差；以上各類型股走勢如圖 2 所示。

表 6 漸冷股群組分類下 IPOs 持有期間報酬

	全類型股(n=179)			大型股(n=41)			中型股(n=94)			小型股(n=44)		
	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差
$BHAR_{20,21}$	0.0063	0.0000	0.0478	0.0142	0.0156	0.0562	0.0036	-0.0009	0.0424	0.0048	0.0010	0.0503
$BHAR_{20,22}$	0.0109	0.0043	0.0636	0.0238	0.0098	0.0727	0.0071	0.0026	0.0620	0.0069	0.0046	0.0577
$BHAR_{20,23}$	0.0130	0.0078	0.0733	0.0327	0.0149	0.0891	0.0092	0.0068	0.0693	0.0027	0.0024	0.0629
$BHAR_{20,24}$	0.0136	0.0015	0.0822	0.0391	0.0174	0.1017	0.0096	0.0000	0.0766	-0.0016	-0.0025	0.0689
$BHAR_{20,25}$	0.0160	0.0032	0.0916	0.0479	0.0227	0.1088	0.0094	0.0007	0.0869	0.0004	-0.0095	0.0778
$BHAR_{20,30}$	0.0050	-0.0084	0.1070	0.0411	0.0098	0.1291	-0.0051	-0.0057	0.0972	-0.0069	-0.0240	0.0990
$BHAR_{20,50}$	0.0312	-0.0100	0.2372	0.0826	0.0300	0.2319	0.0101	-0.0314	0.2560	0.0284	-0.0153	0.1940
$BHAR_{20,75}$	0.0102	-0.0217	0.2499	0.0772	0.0449	0.2294	-0.0218	-0.0420	0.2715	0.0163	-0.0303	0.2091
$BHAR_{20,100}$	0.0330	-0.0259	0.3251	0.1305	0.0644	0.2876	0.0037	-0.0463	0.3404	0.0048	-0.0467	0.3133
$BHAR_{20,125}$	0.0317	-0.0361	0.3580	0.1103	0.0842	0.2711	0.0002	-0.0624	0.3802	0.0261	-0.0319	0.3764
$BHAR_{20,150}$	0.0422	-0.0293	0.4286	0.1151	0.0571	0.3619	0.0144	-0.1156	0.4675	0.0338	-0.0376	0.3989
$BHAR_{20,175}$	0.0190	-0.0434	0.4491	0.1017	0.0518	0.3606	-0.0203	-0.1346	0.5110	0.0259	-0.0231	0.3729
$BHAR_{20,200}$	0.0056	-0.0456	0.4763	0.0810	0.0598	0.3893	-0.0513	-0.1274	0.5262	0.0568	-0.0100	0.4293
$BHAR_{20,250}$	0.0389	-0.0930	0.6934	0.1128	0.0139	0.6775	-0.0203	-0.2223	0.7555	0.0966	-0.0314	0.5590

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票公司資料。在漸冷股群 179 家公司(大型股 41 家、中型股 94 家、小型股 44 家)進行 IPOs 上市後第 21 至 250 日期間股票持有報酬走勢分析。其中 $BHAR_{i,S,T}$ 是 i 股票從 20 日收盤價買進持續持有至 T 日所獲取的累積報酬。

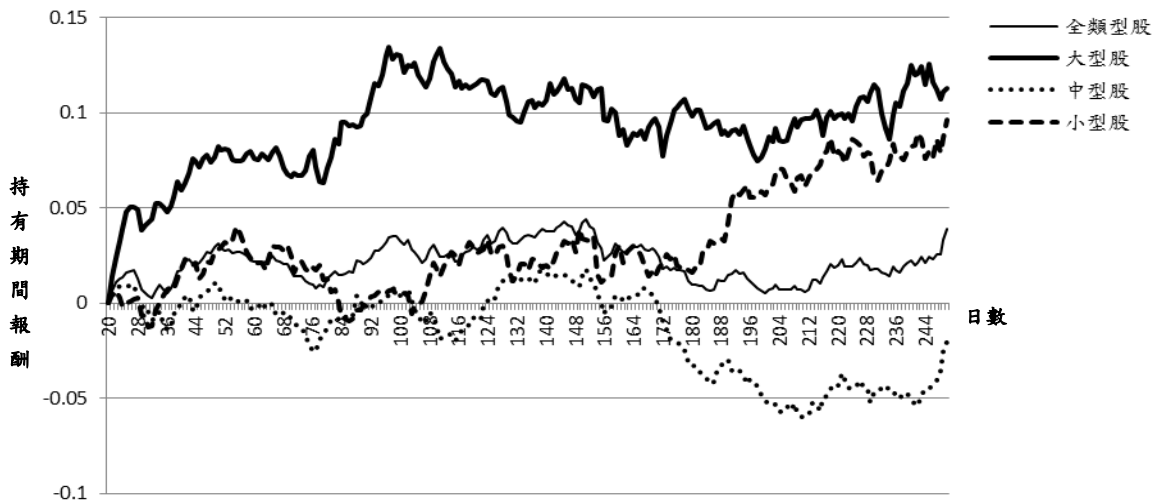


圖 2 漸冷股群組在 IPOs 持有期間報酬走勢—以上市後 20 日收盤價買進

表 7 顯示加溫股群中各類型股持有累積報酬；在大型股持有期間的報酬走勢呈現上升變動(累積報酬至 250 日為 16.56%，獲利較佳)；中型股持有期間的報酬走勢呈現上升(正值)或下跌(負值)短期變動(累積報酬至 250 日為 8.10%，獲利次之)；小型股持有期間的報酬呈現下跌走勢變動(累積報酬至 250 日為 -2.14%，獲利最差)；以上各類型股走勢如圖 3 所示。

表 7 加溫股群組分類下 IPOs 持有期間報酬

	全類型股(n=122)			大型股(n=28)			中型股(n=59)			小型股(n=35)		
	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差
BHAR _{20,21}	0.0057	0.0010	0.0502	0.0143	0.0068	0.0379	0.0007	-0.0040	0.0498	0.0074	0.0035	0.0591
BHAR _{20,22}	0.0043	0.0000	0.0587	0.0098	0.0025	0.0389	-0.0028	-0.0085	0.0547	0.0119	0.0098	0.0760
BHAR _{20,23}	0.0078	-0.0046	0.0727	0.0162	0.0032	0.0575	0.0021	-0.0081	0.0698	0.0105	-0.0061	0.0881
BHAR _{20,24}	0.0040	-0.0065	0.0730	0.0132	-0.0010	0.0539	0.0009	-0.0133	0.0741	0.0020	-0.0023	0.0849
BHAR _{20,25}	0.0027	-0.0098	0.0821	0.0059	-0.0081	0.0625	0.0000	-0.0140	0.0814	0.0046	-0.0016	0.0978
BHAR _{20,30}	0.0069	-0.0045	0.1126	-0.0055	-0.0360	0.0862	0.0061	-0.0051	0.1212	0.0183	0.0133	0.1180
BHAR _{20,50}	0.0194	-0.0216	0.3165	0.0391	-0.0402	0.5319	0.0210	-0.0203	0.2580	0.0007	0.0233	0.1329
BHAR _{20,75}	0.0185	-0.0347	0.3562	0.1054	0.0094	0.6132	-0.0041	-0.0368	0.2458	-0.0128	-0.0356	0.2043
BHAR _{20,100}	0.0310	-0.0209	0.4203	0.0921	-0.0418	0.6838	-0.0104	-0.0283	0.3041	0.0519	-0.0084	0.3051
BHAR _{20,125}	0.0231	-0.0398	0.4715	0.0643	-0.0810	0.6944	-0.0151	-0.0062	0.3692	0.0544	-0.0660	0.4133
BHAR _{20,150}	0.0293	-0.0920	0.5187	0.0715	-0.0955	0.6873	0.0178	-0.0444	0.4974	0.0149	-0.1215	0.3981
BHAR _{20,175}	0.0545	-0.0903	0.7011	0.1836	-0.1012	1.1134	0.0140	-0.0402	0.5204	0.0196	-0.1401	0.5339
BHAR _{20,200}	0.0439	-0.0901	0.6351	0.1518	-0.0869	0.8607	0.0310	-0.0044	0.5704	-0.0208	-0.1700	0.5274
BHAR _{20,250}	0.0710	-0.0764	0.6658	0.1656	-0.0901	0.8002	0.0810	-0.0324	0.6858	-0.0214	-0.1777	0.5004

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票公司資料。在加溫股群 122 家公司(大型股 28 家、中型股 59 家、小型股 35 家)進行 IPOs 上市後第 21

至 250 日期間股票持有報酬走勢分析。其中 $BHAR_{i,S,T}$ 是 i 股票從 20 日收盤價買進持續持有至 T 日所獲取的累積報酬。

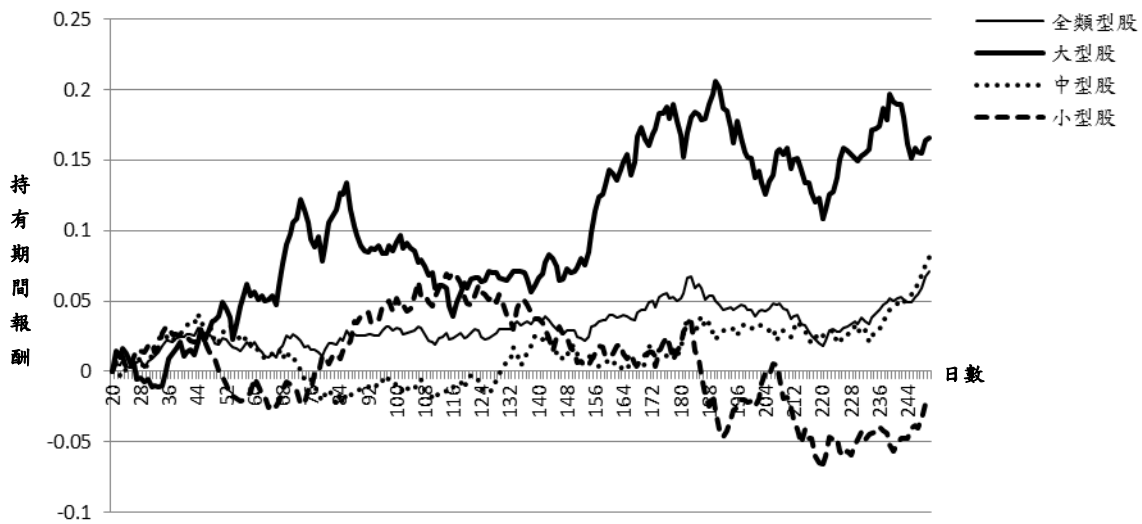


圖 3 加溫股群組在 IPOs 持有期間報酬走勢—以上市後 20 日收盤價買進

表 8 顯示熱門股群中各類型股持有累積報酬；在小型股持有期間的報酬至第 209 交易日收盤開始呈現上升走勢變動(累積報酬至 250 日為 0.15%，獲利最佳)；在大型股持有期間的報酬走勢則至第 233 交易日收盤開始呈現下跌變動(累積報酬至 250 日成為-3.97%，獲利次之)；中型股持有期間的報酬走勢一路下跌(累積報酬至 250 日成為-7.38%，獲利最差)；以上各類型股走勢如圖 4 所示。

表 8 熱門股群組分類下 IPOs 持有期間報酬

	全類型股(n=121)			大型股(n=23)			中型股(n=65)			小型股(n=33)		
	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差	平均值	中位數	標準差
$BHAR_{20,21}$	-0.0093	-0.0066	0.0595	0.0061	0.0034	0.0576	-0.0090	-0.0044	0.0623	-0.0207	-0.0146	0.0539
$BHAR_{20,22}$	-0.0098	-0.0043	0.0708	0.0108	0.0154	0.0627	-0.0046	-0.0016	0.0759	-0.0343	-0.0356	0.0600
$BHAR_{20,23}$	-0.0144	-0.0179	0.0835	0.0127	0.0037	0.0806	-0.0041	-0.0042	0.0859	-0.0535	-0.0495	0.0679
$BHAR_{20,24}$	-0.0230	-0.0241	0.0919	0.0097	-0.0053	0.0895	-0.0131	-0.0160	0.0970	-0.0652	-0.0651	0.0675
$BHAR_{20,25}$	-0.0241	-0.0278	0.0935	0.0097	-0.0025	0.0940	-0.0146	-0.0170	0.0988	-0.0663	-0.0611	0.0660
$BHAR_{20,30}$	-0.0258	-0.0334	0.1273	0.0086	-0.0050	0.1231	-0.0195	-0.0361	0.1401	-0.0620	-0.0333	0.0938
$BHAR_{20,50}$	-0.0160	-0.0426	0.2328	0.0344	-0.0178	0.2225	-0.0152	-0.0659	0.2619	-0.0526	-0.0301	0.1696
$BHAR_{20,75}$	-0.0505	-0.1059	0.2629	0.0354	-0.0182	0.3107	-0.0496	-0.1157	0.2572	-0.1123	-0.1107	0.2264
$BHAR_{20,100}$	-0.0574	-0.1064	0.3182	0.0519	-0.0370	0.3799	-0.0675	-0.1368	0.3085	-0.1137	-0.1177	0.2794
$BHAR_{20,125}$	-0.0614	-0.1271	0.3908	0.1016	-0.0123	0.4724	-0.0884	-0.1446	0.3719	-0.1218	-0.1301	0.3438
$BHAR_{20,150}$	-0.0510	-0.1237	0.4432	0.0836	-0.0370	0.5725	-0.0640	-0.1111	0.4106	-0.1193	-0.1609	0.3946
$BHAR_{20,175}$	-0.0485	-0.1213	0.4787	-0.0038	-0.1262	0.5017	-0.0395	-0.0962	0.5019	-0.0974	-0.1793	0.4226

$BHAR_{20,200}$	-0.0421	-0.1436	0.5558	0.0331	-0.1034	0.5755	-0.0761	-0.1436	0.5195	-0.0276	-0.1703	0.6198
$BHAR_{20,250}$	-0.0468	-0.1729	0.6278	-0.0397	-0.1111	0.5502	-0.0738	-0.1262	0.5322	0.0015	-0.2146	0.8363

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票公司資料。在熱門股群 121 家公司(大型股 23 家、中型股 65 家、小型股 33 家)進行 IPOs 上市後第 21 至 250 日期間股票持有報酬走勢分析。其中 $BHAR_{i,S,T}$ 是 i 股票從 20 日收盤價買進持續持有至 T 日所獲取的累積報酬。

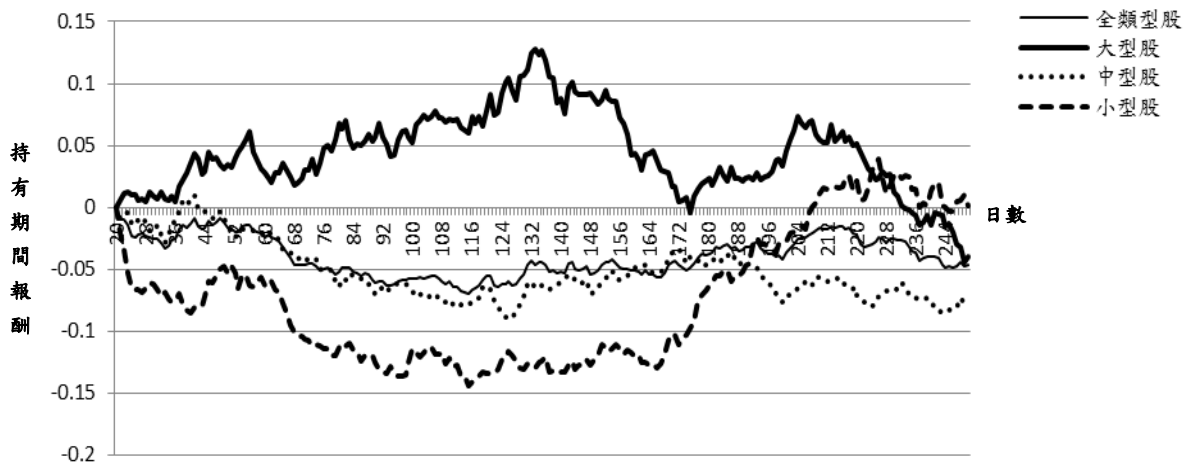


圖 4 熱門股群組在 IPOs 持有期間報酬走勢—以上市後 20 日收盤價買進

其次在冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組分類下應用 t 統計量檢定持股量與當日價格之間變化，並將結果與上市後第 21 至 250 日期間股票持有報酬進行對照分析。在冷門股群中以當日上漲(下跌)收盤價與三大法人持股量間變化進行分析(如表 9)；在全類型股投資績效表現方面以外資平均持股量(上漲價比下跌價)顯著增加 19.94%較佳、自營商顯著增加 11.54%次之、投信顯著增加 11.30%較差；若在各類型股表現以外資投資大型股(上漲價比下跌價在平均持股量顯著增加 18.17%)及投資中型股(上漲價比下跌價在平均持股量顯著增加 10.88%)績效表現較佳、自營商投資大型股(上漲價比下跌價在平均持股量顯著增加 10.65%)次之、投信投資大型股(上漲價比下跌價在平均持股量顯著增加 8.59%)最差。

表 9 冷門股群持股量與價格間變化

法人分類	股型分類	符號	觀察值	平均數	持股量增減%	標準差	t-值
投信	全類型股	ΔP^-	4,303	6.55	11.30	13.79	2.36***
		ΔP^+	3,847	7.29		14.54	
	大型股	ΔP^-	2,519	10.47	8.59	16.91	1.82**
		ΔP^+	2,332	11.37		17.45	
	中型股	ΔP^-	1,471	1.01	0.99	1.76	0.15
		ΔP^+	1,298	1.02		1.76	
	小型股	ΔP^-	313	1.05	-5.71	1.04	-0.66
		ΔP^+	217	0.99		1.01	

自營商	全類型股	ΔP^-	3,398	1.30	11.54	3.19	1.78**
		ΔP^+	2,971	1.45		3.52	
	大型股	ΔP^-	2,448	1.69	10.65	3.68	1.59*
		ΔP^+	2,190	1.87		4.01	
	中型股	ΔP^-	825	0.32	-3.12	0.52	-0.38
		ΔP^+	706	0.31		0.51	
	小型股	ΔP^-	125	0.02	50	0.03	0.48
		ΔP^+	75	0.03		0.04	
外資	全類型股	ΔP^-	6,919	51.50	19.94	172.20	3.19***
		ΔP^+	5,954	61.77		193.30	
	大型股	ΔP^-	3,422	92.34	18.17	237.51	2.70***
		ΔP^+	3,029	109.12		261.96	
	中型股	ΔP^-	2,473	14.80	10.88	17.80	2.97***
		ΔP^+	2,093	16.41		18.79	
	小型股	ΔP^-	1,024	3.66	-5.19	5.36	-0.77
		ΔP^+	832	3.47		5.22	

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票。在冷門股群 62 家公司(大型股 29 家、中型股 23 家、小型股 10 家)上市後第 21 至 250 日收盤價與三大法人持股量(單位：百萬股)間變化進行 t 統計量檢定，其中 ΔP^+ 定義為收盤價格為正值變動， ΔP^- 定義為收盤價格為負值變動；檢定假設 $H_0: \bar{V}^+ = \bar{V}^-$ 收盤價與平均持股量之間無差異。***、**、* 表示 t -值在 1%、5%、10% 的統計顯著水準。

漸冷股群中當日漲、跌收盤價與三大法人持股量之間變化，如表 10；在全類型股投資績效表現方面投信、自營商、外資等平均持股量(上漲價與下跌價比)無顯著的差異；在各類型股表現以自營商投資小型股(平均持股量顯著增加 25%)績效表現較佳、投信投資小型股(平均持股量顯著增加 11.90%)次之、而外資投資小型股無顯著差異。

表 10 漸冷股群持股量與價格間變化

法人分類	股型分類	符號	觀察值	平均數	持股量增減%	標準差	t -值
投信	全類型股	ΔP^-	11,195	2.69	3.35	5.72	1.10
		ΔP^+	10,142	2.78		6.20	
	大型股	ΔP^-	4,053	5.05	4.75	8.57	1.17
		ΔP^+	3,629	5.29		9.45	
	中型股	ΔP^-	5,294	1.68	0.59	2.38	0.40
		ΔP^+	4,800	1.69		2.34	
小型股	ΔP^-	1,848	0.42	11.90	0.84	1.55*	
	ΔP^+	1,713	0.47		1.00		
自營商	全類型股	ΔP^-	6,990	0.66	-6.06	1.60	-1.12
		ΔP^+	6,181	0.62		1.49	
	大型股	ΔP^-	3,328	1.15	-8.69	2.19	-1.86**

		ΔP^+	2,934	1.05		2.05	
	中型股	ΔP^-	2,977	0.24	4.17	0.38	0.95
		ΔP^+	2,620	0.25		0.3987	
	小型股	ΔP^-	685	0.08	25	0.19	1.75**
		ΔP^+	627	0.10		0.24	
	全類型股	ΔP^-	19,768	18.50	-2.92	67.05	-0.79
		ΔP^+	17,596	17.96		65.35	
	大型股	ΔP^-	4,862	57.66	-3.48	126.13	-0.78
		ΔP^+	4,382	55.65		122.26	
外資	中型股	ΔP^-	10,679	6.68	-4.49	11.69	-1.84**
		ΔP^+	9,337	6.38		11.35	
	小型股	ΔP^-	4,227	3.32	-3.01	5.96	-0.73
		ΔP^+	3,877	3.22		5.85	

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票。在漸冷門股群 179 家公司(大型股 29 家、中型股 23 家、小型股 10 家)上市後第 21 至 250 日收盤價與三大法人持股量(單位：百萬股)間變化進行 t 統計量檢定，其中 ΔP^+ 定義為收盤價格為正值變動， ΔP^- 定義為收盤價格為負值變動；檢定假設 $H_0: \bar{V}^+ = \bar{V}^-$ 收盤價與平均持股量之間無差異。***、**、* 表示 t -值在 1%、5%、10% 的統計顯著水準。

加溫股群中當日漲、跌收盤價與三大法人持股量之間變化，如表 11；在全類型股投資績效表現以自營商平均持股量(上漲價與下跌價比)顯著增加 10% 較佳、投信顯著增加 7.89% 次之、外資顯著增加 7.15% 較差；在各類型股表現以投信投資大型股(平均持股量顯著增加 24.80%) 績效表現較佳、自營商投資大型股(平均持股量顯著增加 9.03%) 及中型股(平均持股量顯著增加 7.41%) 次之、外資投資大型股則無顯著差異(雖平均持股量增加 4.25%)。

表 11 加溫股群持股量與價格間變化

法人分類	股型分類	符號	觀察值	平均數	持股量增減%	標準差	t -值
	全類型股	ΔP^-	8,312	3.04	7.89	8.34	1.71**
		ΔP^+	7,417	3.28		9.27	
	大型股	ΔP^-	2,702	6.21	24.80	13.90	3.84***
		ΔP^+	2,512	7.75		15.17	
投信	中型股	ΔP^-	4,315	1.59	-0.63	1.72	-0.22
		ΔP^+	3,779	1.58		1.73	
	小型股	ΔP^-	1,295	1.28	-1.56	1.56	-0.37
		ΔP^+	1,126	1.26		1.51	
	全類型股	ΔP^-	5,280	0.70	10	1.67	1.97**
		ΔP^+	4,799	0.77		1.90	
自營商	大型股	ΔP^-	1,982	1.44	9.03	2.52	1.54*
		ΔP^+	1,856	1.57		2.83	
	中型股	ΔP^-	2,636	0.27	7.41	0.37	1.69**
		ΔP^+	2,359	0.29		0.41	

小型股	ΔP^-	662	0.18		0.27	
	ΔP^+	584	0.16	-11.11	0.24	-1.67**
全類型股	ΔP^-	14,114	29.81		127.42	
	ΔP^+	12,462	31.94	7.15	131.54	1.34*
大型股	ΔP^-	3,305	112.09		245.60	
	ΔP^+	3,024	116.85	4.25	248.23	0.77
中型股	ΔP^-	7,096	5.50		8.42	
	ΔP^+	6,158	5.69	3.45	8.56	1.22
小型股	ΔP^-	3,713	3.02		5.16	
	ΔP^+	3,280	2.96	-1.99	5.07	-0.54

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票。在加溫股群 122 家公司(大型股 28 家、中型股 59 家、小型股 35 家)上市後第 21 至 250 日收盤價與三大法人持股量(單位：百萬股)間變化進行 t 統計量檢定，其中 ΔP^+ 定義為收盤價格為正值變動， ΔP^- 定義為收盤價格為負值變動；檢定假設 $H_0: \bar{V}^+ = \bar{V}^-$ 收盤價與平均持股量之間無差異。***、**、* 表示 t -值在 1%、5%、10% 的統計顯著水準。

熱門股群中當日漲、跌收盤價與三大法人持股量之間變化，如表 12；在全類型股投資績效表現以自營商平均持股量(上漲價與下跌價比)顯著增加 6.12% 較佳、投信顯著增加 4.27% 次之、外資則無顯著差異(平均持股量雖增加 1.68%)；在各類型股表現以投信投資中型股(平均持股量顯著增加 6.47%) 績效表現較佳，但投資小型股無顯著差異(平均持股量為 -3.41 呈現下跌)；而自營商及外資等投資小型股雖無顯著差異，但平均持股量各為 7.69% 及 2.76% 呈現上升。

表 12 熱門股群持股量與價格間變化

法人分類	股型分類	符號	觀察值	平均數	持股量增減%	標準差	t -值
投信	全類型股	ΔP^-	9,175	2.11		3.30	
		ΔP^+	8,091	2.20	4.27	3.36	1.77**
	大型股	ΔP^-	2,435	4.47		5.03	
		ΔP^+	2,213	4.56	2.01	4.96	0.58
	中型股	ΔP^-	4,996	1.39		1.89	
		ΔP^+	4,362	1.48	6.47	2.05	2.23**
小型股	ΔP^-	1,744	0.88		1.08		
	ΔP^+	1,516	0.85	-3.41	1.00	-0.67	
自營商	全類型股	ΔP^-	6,122	0.49		1.19	
		ΔP^+	5,493	0.52	6.12	1.21	1.35*
	大型股	ΔP^-	2,199	0.70		1.25	
		ΔP^+	2,021	0.71	1.43	1.19	0.45
	中型股	ΔP^-	3,011	0.45		1.28	
		ΔP^+	2,712	0.47	4.44	1.35	0.66
小型股	ΔP^-	912	0.13	7.69	0.17	0.96	

	ΔP^+	760	0.14		0.21	
全類型股	ΔP^+	14,413	11.87	1.68	32.91	0.49
	ΔP^-	12,652	12.07		33.98	
大型股	ΔP^+	2,861	37.96	1.95	64.03	0.42
	ΔP^-	2,572	38.70		65.75	
中型股	ΔP^+	7,801	7.14	-3.92	13.20	-1.26
	ΔP^-	6,869	6.86		12.83	
小型股	ΔP^+	3,751	1.81	2.76	2.36	0.86
	ΔP^-	3,211	1.86		3.38	

註：研究期間為 2004 年 3 月至 2014 年 6 月初次上市櫃股票。在熱門股群 121 家公司(大型股 23 家、中型股 65 家、小型股 33 家)上市後第 21 至 250 日收盤價與三大法人持股量(單位：百萬股)間變化進行 t 統計量檢定，其中 ΔP^+ 定義為收盤價格為正值變動， ΔP^- 定義為收盤價格為負值變動；檢定假設 $H_0: \bar{V}^+ = \bar{V}^-$ 收盤價與平均持股量之間無差異。***、**、* 表示 t -值在 1%、5%、10% 的統計顯著水準。

最後在冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組分類下以 IPOs 上市後第 21 至 250 日交易期間股票持有累積報酬、收盤價與三大法人持股量之間變化，綜合分析短期獲利程度評估如下：冷門股群中三大法人在累積報酬走勢及平均持股量顯著增加表現上，以外資投資大型股獲利績效較佳、自營商投資大型股次之、投信投資大型股表現最差。漸冷股群中在累積報酬走勢及平均持股量顯著增加表現上，三大法人投資大型股無顯著差異或獲利績效呈現顯著負值(如自營商-9.52%)，反而以自營商投資小型股獲利績效佳、投信投資小型股表現次之、外資無顯著差異變化。加溫股群中三大法人在累積報酬走勢及平均持股量顯著增加表現上，以投信投資大型股獲利績效較佳、自營商投資大型股表現次之、外資無顯著差異變化。熱門股群中在累積報酬走勢及平均持股量顯著增加表現上，三大法人投資小型股無顯著差異，僅投信在持有累積報酬獲利最差的中型股具顯著增加持股量而獲利。

5. 結論

本研究以台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心 2004 年 3 月至 2014 年 6 月間初次上市櫃股票(IPOs)公司共計 484 家樣本，在冷門股(Cold)、漸冷股(Cool)、加溫股(Warm)、熱門股(Hot)等四群組分類下分析投資大、中、小型股票短期報酬獲利程度，首先以 3 日、5 日、10 日、15 日及 20 日進行股票承銷價買進持有異常報酬及三大法人持股增減變化等檢測，有以下發現：冷門股(Cold)群中以投信投資大型股獲利績效最差(自營商次之、外資則持股率無顯著變化)；漸冷股(Cool)群中以投信投資中型股獲利績效最佳(外資次之、自營商最差)；加溫股(Warm)群中以投信投資小型股獲利績效最佳(自營商次之、外資最差)；熱門股(Hot)群中以外資投資大型股獲利績效最佳(投信次之、自營商最差)。

其次以 IPOs 上市後第 21 至 250 日交易期間股票持有累積報酬、收盤價與三大法人持股量之間變化進行檢測，亦有以下發現：冷門股(Cold)群中以外資投資大型股獲利績效較佳(自營商次之、投信最差)；漸冷股(Cool)群中以自營商投資小型股獲利績效較佳(投信次之、外資無顯著差異變化)；加溫股(Warm)群中以投信投資大型股獲利績效較佳(自營商次之、外資無顯著差異變化)；熱門股(Hot)群中僅以投信在中型股顯著增加持股量而獲利(自營商、外資則在各類型股投資上無顯著差異)。

以上係以股票持有短期異常報酬、持股增減、交易期間持有累積報酬及收盤價與持股量之間相關數據變化進行檢測，推論出三大法人在台灣股市 IPOs 短期異常報酬及 IPOs 上市後市場交易中獲利程度；顯示出三大法人在台灣股市 IPOs 短期投資表現，冀望提供投資者相關獲利訊息。

參考文獻

王子湄、蕭朝興(2008)，〈台灣股市三大法人委託型態與價格行為的實證分析〉，《管理與系統》，第 15 卷，第 1 期，頁 55-92。

李榮振、蔡佩靜、林純夷(2011)，〈臺灣初次上市上櫃公司股價長短期表現之研究〉，《臺灣銀行季刊》，第 62 卷，第 1 期，頁 193-222。

吳桂燕(2006)，〈新上市時機與異常報酬之關聯性〉，《交大管理學報》，第 26 卷，第 1 期，頁 39-67。

許溪南、王健聰、黃文芳(2010)，〈台灣股市三大法人買賣超型態、強度與報酬之關聯性〉，《中華管理評論》，第 13 卷，第 4 期，頁 1-21。

盧陽正、翁振益、芳豪(2008)，〈臺灣股市三大法人持股調整、群聚效應、回饋交易、串流行為與群聚之動量持續性〉，《管理與系統》，第 15 卷，第 4 期，頁 523-543。

Aggarwal, R., & Rivoli, P. (1990). Fads in The Initial Public Offering Market? *Financial Management*, 19(4), 45-57.

Boehmer, B., Boehmer, E., & Fishe, Raymond P. H. (2006). Do Institutions Receive Favorable Allocations in IPOs with Better Long-Run Returns? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(4), 809-828.

Bushee, B. J. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 207-246.

Cai, F., Kaul, G., & Zheng, L. (2004). Institutional Trades and Stock Returns. *Finance Research Letters*, 1(3), 178-189.

Chiao, C., & Lin, K. I. (2004). The Informative Content of The Net Buy

Information of Institutional Investors: Evidence from The Taiwan Stock Market. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 7(2), 259-288.

Dor, A. B. (2003). The Performance of Initial Public Offerings and The Cross Section of Institutional Ownership. Northwestern University Finance Working Paper (November 22, 2003). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=459160>.

Ellis, K. (2006). Who Trades IPOs? A Close Look at The First Days of Trading. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 339-363.

Field, L. C., & Lowry, M. (2009). Institutional versus Individual Investment in IPOs: The Importance of Firm Fundamentals. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(3), 489-516.

Ibbotson, R. G., & Jaffe, J. F. (1975). Hot Issue' Markets. *Journal of Finance*, 30(4), 1027-1042.

Kenourgios, D. F., Papathanasiou, S., & Melas, E. R. (2007) Initial Performance of Greek IPOs, Underwriter's Reputation and Oversubscription. *Managerial Finance*, 33(5), 332-343.

McDonald, J. G., & Fisher, A. K. (1972). New-Issue Stock Price Behavior. *Journal of Finance*, 27(1), 97-102.

Nofsinger, J. R., & Sias, R. W. (1999). Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors. *Journal of Finance*, 54(6), 2263-2295.

Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.

Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46(1), 3-27.

Reilly, F. K., & Hatfield, K. (1969). Investor Experience with New Stock Issue. *Financial Analysis Journal*, 25(5), 73-80.

Sias, R. W., Starks, L. T., & Titman, S. (2001). The Price Impact of Institutional Trading. (August 25, 2001). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=283779>.

Sai, R. W., Starks, L. T., & Titman, S. (2006). Change in Institutional Ownership and Stock Returns: Assessment and Methodology. *Journal of Business*, 79(6), 2869-2910.

Walther, B. (1997). Investor Sophistication and Market Earnings Expectations. *Journal of Accounting Research*, 35(2), 157-179.