

# 國立交通大學

管理學院碩士在職專班經營管理組

碩士論文

中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬率之研究

An empirical study of short-term excess returns of Chinese growth  
enterprise market initial public offerings



研究生：張貴智

指導教授：周雨田

中華民國九十九年六月

# 中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬率之研究

An empirical study of short-term excess returns of Chinese growth  
enterprise market initial public offerings

研究生：張貴智

Student : Chang Kuei-Chih

指導教授：周雨田

Advisor : Chou Yeu-Tien

國立交通大學

管理學院碩士在職專班經營管理組



Submitted to The Master Program of Business and Management

College of Management

National Chiao Tung University

in partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master

of

Business Administration

June 2010

Taipei, Taiwan, Republic of China

中華民國九十九年六月

# 中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬率之研究

研究生：張貴智

指導教授：周雨田

國立交通大學管理學院碩士在職專班經營管理組

## 摘 要

本論文研究之中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬率之研究，以 2009 年 10 月 30 日起至 2010 年 2 月 26 日止，新上市股票共 58 家上市公司為其樣本數，計算其短期超額報酬率。中國大陸創業板市場掛牌交易的新上市公司，具有高度成長性且屬於新興發展產業。本文以發行公司、投資人與承銷商共三大部分，分九大變數，利用複迴歸分析方法來檢視與驗證其假說，經實證分析檢驗後得知結果，創業板新上市股票的確出現上市首日正超額報酬率確實存在，且平均超額報酬率達 65.657%，但經實證結果檢定分析後，上市次日起超額報酬率呈現負報酬率，顯示首日股價過度反應。中籤率與短期超額報酬率呈現負相關，當中籤率愈低時，超額報酬率愈高；當月發行上市公司家數與短期超額報酬率呈現正相關，當月上市家數愈多情況下，能吸引投資人參與認股，並能影響短期超額報酬率，其結果與實際市場交易情況相符。

關鍵詞：短期超額報酬率、中籤率、當月上市家數

# An empirical study of short-term excess returns of Chinese growth enterprise market initial public offerings

Student : Chang Kuei-Chih

Advisors : Dr.Chou Yeu-Tien

The Master Program of Business and Management  
College of Management  
National Chiao Tung University

## ABSTRACT

The procedure is to study the new short-term excess returns of Chinese mainland growth enterprise market. There are 58 listed companies as samples to calculate the short-term excess returns in the period of October 30, 2009 to February 26, 2010. Chinese mainland growth enterprise market newly listed companies with high growth and the development of industry are emerging. This paper consists of three parts: the issuing companies, the investors and the underwriters. Based on nine variables by imposing regression analysis to examine and validate its assumptions. From the results of the empirical analysis, we learn that the excess returns of the new growth enterprise market listed stocks on the first day do exist, and the average of the excess returns rate is up to 65.657%. However the excess returns from the day after showing the negative growth by the empirical analysis indicates that the stock price is overreacted on the first day. Drawing probabilities and short-term rate of returns have a negative affect on excess returns, while the lower drawing probabilities, the higher excess returns. The numbers of the company going public in the same month and short-term excess returns are positively related. The numbers of company going public in the same month increases, it would attract investors to participate in stock options, and it affects on the short-term excess returns. The results are in accordance with the actual market transactions.

Keywords: short-term excess returns, The numbers of company go public in the same month, Drawing probabilities.

## 致 謝

重新回到校園重拾書本，對已離開校園近十餘年的我，懷著忐忑不安的心情，認真的扮演學生角色，珍惜在求知殿堂中的每一天。兩年的光陰，飛快的消逝，畢業服的飛揚，代表另一種肯定外，也有另一種甜蜜的回憶與難得的收穫。

首先，感謝恩師中央研究院經濟研究所研究員周雨田博士，對於論文期間之細心指導，不僅在審稿、解惑與指正錯誤方面，讓我能在工作之餘，順利完成論文。恩師不僅在財務計量研究領域中，享譽國內外，其研究成果廣為學術圈所引用，在其門下學習，能在浩瀚的學術領域中，擴大我無止境的求知慾望，對於目前所從事工作範圍，提供最紮實的訓練基礎。

在口試期間，承蒙胡所長均立、陳教授美芳、周教授恒志惠賜寶貴意見，使本論文更臻完善。

交大兩年學習生活中，點點滴滴都是人生美好的記憶，在同窗好友相互扶持下，充分的準備每一課程報告的簡報檔，分組討論都是所有同學們智慧的結晶。在寫作論文期間，我職場的工作夥伴們，相互支援與協助，能讓我在資料收集上更加順暢；同儕的相互鼓勵與打氣，更是完成論文最大的動力。

最後，感謝我的家人，在我求學過程中，沒有後顧之憂，內人在下班之餘打理家務，而我的一雙兒女懂事且配合我的作息，僅以此文感謝所有關心與協助的諸多好友，並分享完成學業的喜悅，在此銘謝！

張貴智 僅誌於  
交通大學經營管理所  
中華民國九十九年六月

## 目 錄

	頁數
中文摘要	3
英文摘要	4
致 謝	5
目 錄	6
表 目 錄	7
圖 目 錄	8
第一章 緒論	9
第一節 研究背景與動機	9
第二節 研究目的	11
第三節 研究範圍與限制	13
第四節 研究流程	15
第五節 論文結構	16
第二章 中國大陸創業板承銷制度研究語文獻探討	17
第一節 兩岸三地新上市股票制度與發展歷程	17
第二節 新上市股票超額報酬率與實證研究之探討	23
第三章 創業板短期超額報酬之研究設計	28
第一節 研究概念性架構	28
第二節 研究變數之定義	22
第三節 研究假說	30
第四節 資料分析方法	41
第五節 小結	46
第四章 實證結果與分析	47
第一節 基本資料分析	47
第二節 創業板新上市股票短期超額報酬率檢定	49
第三節 複迴歸結果與分析	50
第四節 實證結果分析	57
第五章 結論與建議	59
第一節 結論	59
第二節 建議	60
附錄	61
參考文獻	66

## 表目錄

	頁數
表 1-1 創業板各行業統計資料	13
表 2-1 兩岸三地承銷制度比較	19
表 2-2 大陸創業板發展歷程表	22
表 2-3 IPO 超額報酬率英文研究彙整表	24
表 2-4 IPO 超額報酬率中文研究彙整表	27
表 3-1 九大解釋變數表	21
表 3-2 當月上市家數	31
表 3-3 創業板新上市公司平均超額報酬率統計表	36
表 3-4 研究假說一覽表	40
表 4-1 創業板研究變數基本統計表	47
表 4-2 自變數間之相關係數	48
表 4-3 創業板新上市股票平均超額報酬率統計表	49
表 4-4 所有變數複迴歸分析結果	50
表 4-5 所有變數複迴歸自變數分析表	53
表 4-6 殘差項常態性分配檢定	53
表 4-7 逐步迴歸分析結果	55
表 4-8 逐步迴歸自變數分析表	55



## 圖目錄

	頁數
圖 1-1 創業板新上市公司產業別	12
圖 1-2 創業板新上市各行業資本額	13
圖 1-3 本研究流程圖	15
圖 3-1 研究概念性架構	29
圖 3-2 日平均超額報酬率	37
圖 3-3 累計超額報酬率	37
圖 4-1 迴歸模型之殘差項與預測值散佈圖	54
圖 4-2 逐步迴歸之殘差項與預測值散佈圖	56
附錄一：深圳交易所中小板指數	61
附錄二：創業板新上市公司	64





## 第一章緒論

### 第一節 研究背景與動機

創業板市場，各國證券市場使用的名稱並不統一。有些國家叫二板市場、有些稱為第二交易系統、創業板市場等。它是指證券交易所主板市場以外的另一交易市場，其主要功能是提供創新與具有發展潛力的新興公司籌資市場，以助其業務能順利發展。在創業板市場中，上市的公司大多從事高科技產業以及具有高成長性的行業。相較於主板市場中的公司，創業板中的公司，往往成立時間短，當然規模較小，業績也並不突出，其風險性相對較高。

1971 年美國納斯達克市場(Nasdaq)成立為起點，創業板市場在國外已經有近 40 年的發展歷史，美國的納斯達克(Nasdaq)是創業板市場的指標，有「高科技企業搖籃之手」之稱，培育了美國的一批高科技產業的巨擘，如英特爾(Intel)、蘋果(Apple)、思科(Cisco)以及微軟(Microsoft)等等，對美國以電腦高科技產業為代表的發展，造就無數的工作機會與加州矽谷的高科技產業聚落，電腦產業為美國近年來經濟的持續增長起到了十分重要的作用。在美國納斯達克市場(Nasdaq)的示範作用下，世界各大資本市場也開始設立自己的創業板市場。1995 年 6 月，英國倫敦交易所設立了創業板市場(Aim)；1996 年 2 月 14 日，法國設立了新市場(Le Nouveau March)；1999 年 11 月，香港創業板正式成立；2002 年到 2008 年，海外新設 13 家創業板市場。其中，印度孟買交易所 2005 年設立的 Indonext 市場。2003 年德國整合原有的 Neure Market，於 2005 年重新設立了由交易所監管的創業板 Open Market，IPO 數量在 2006、2007 年分別達到 59 家和 43 家。2005 年，韓國將韓交所、韓國期貨交易所及科斯達克合併成立了新的韓國證券期貨交易所，科斯達克(Kasdaq)由此成為韓國證券市場的重要主體之一。

從全球範圍看，前後有 47 個創業板市場，最近 5 年平均每年產生 2.6 個創業板市場，這些市場涵蓋了全球主要經濟實體和產業發展集中地區。不僅如此，2007 年英國倫敦 AIM 市場融資額達 290 億美元，不僅幫助倫敦交易所奪得全球融資額冠軍，也使倫敦成為世界上最有活力、最受中小企業歡迎的金融中心。

從國外的例子來看，創業板市場與主板市場兩者主要的區別是：經營年限較短、不以最低獲利門檻的規定，以避免高成長且新興產業的公司因獲利不佳而無法掛牌；提高對社會大眾最低持股的要求，以保證創業板交易的公司有充裕的資金周轉；規定主要股東的最低持股及出售股份的限制，例如兩年內不得出售名下

的股份等類似台灣集中保管制度，以使公司管理階層在業務發展方面保持對全體股東的承諾創業板的開設給“兩高、五新”企業帶來了融資的機會，這不僅是創業板開設的最主要目的。此外，創業板使用公告板作為交易途徑，不論公司在何地登記成立，只要符合要求即可獲准上市。

創業板成立會不會對目前市場資金產生排擠效應?以創業板凍結資金約兩億人民幣來看，有些投資者擔心創業板市場的設立會對主板市場形成資金分流與排擠作用，其實這種擔心是多餘的。從理論上講，證券市場上的投資標的如果不能持續在廣度和深度上取得突破，則證券市場的進一步發展將會陷入停滯，投資人對於投資標的選擇應是具有理性行為。實際上，創業板市場和主板市場的投資對象和風險承受能力是不相同的，在通常情況下，二者不會相互影響。以創業板第一天掛牌成交觀之，當天，機構投資者累計買入創業板股票 1142.95 萬股，佔市場比例僅 2.63%。其中，證券投資基金、社保基金、保險等未參與買入，券商自營和理財合計買入 115.25 萬股，境外法人(QFII)合計買入 0.52 萬股，其他一般法人合計買入 1027.18 萬股。

此外佔比 97.37%的交易量均來自散戶。當日參與買入的個人投資賬戶多達 25.26 萬戶，合計買入 4.23 億股，其中買入股數在 5 萬股以下的戶數佔比多達 99.56%，買入股數佔比 86.31%；買入股數在 1 萬股以下的戶數佔比 97.22%，買入股數佔比 60.08%。

創業板的開設給創投資金或風險投資資金提供了一個套利的機會。一般新上市股票交易(Initial Public Offerings IPOs)，在期初交易時均會產生超額報酬(Excess Returns)的現象，由創業板第一日掛牌交易成交比重中看出，散戶交易佔 97.37%，散戶是否因為資訊不足導致對於公司真正價值之實現與未來發展性，所造成交易不確定性，或者缺乏風險意識下進行投資，券商承銷股票上市與股價表現一直是中外學者研究的重點。

本研究基於上述背景敘述分析後，希冀以「中國大陸創業板股票短期超額報酬」為本篇論文的研究主題，藉有關國內外文獻的探討分析後，找出創業板掛牌公司之重要變數與影響，利用統計方法分析影響股價之結果，並期許本研究能對創業板市場掛牌交易後所產生的超額報酬率，有實證上的見解與投資上的意涵。

## 第二節 研究目的

歸納第一節研究背景與動機內容之後，本研究的主要目的在探討創業板新上市股票是否具有超額報酬率以及影響因素為何？

在中國大陸股票主板市場從 1990 年 11 月成立上海證券交易所、1991 年 7 月成立深圳證券交易所之後，運作很長時期並獲得了大的發展的同時，海外創業板的異軍突起有顯著的市場時空與背景之下：

中國大陸股市建立起多層次資本市場，主板、中小板、創業板與場外市場都是目前大陸股市組成，由於服務對象不同，各層次市場在發行標準、風險特徵與制度設計各方面都有所區別；主板主要面向經營相對穩定、獲利能力強的大型成熟企業；中小板主要面向進入成熟期但規模較主板較小的中小板企業；創業板主要面向尚處於成長期的創業企業，重點支持自主創新企業；而統一監管下的場外市場則主要為退市公司、非上市股份公司、高新園區股份公司等提供報價轉讓服務。故創業板提供自主創新企業及其他成長創新企業。創業板的特色計有：

- (1)資本市場分工與合作為創業板的興起留下了發展空間
- (2)經濟結構調整要求相應的市場層次與服務體系
- (3)經濟增長方式轉變為創業板發展注入活力
- (4)風險投資偏好推動了創業板市場的發展
- (5)成功效應示範加快了創業板的興起
- (6)市場競爭策略促進了創業板的設立

本研究所設定的子題欲了解中國大陸創業板短期超額報酬之情形

- 1、中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬是否存在？
- 2、中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬若存在，則其存續期間為何？
- 3、中國大陸新上市股票短期超額報酬若存在，則影響短期超額報酬的因素為何？

### 第三節 研究範圍與限制

#### 一、 研究範圍

本研究將探討中國大陸創業板新上市股票之短期超額報酬率，中國大陸目前經濟改革開放後，仍朝計畫經濟制度方向，就其證券及股票發行種類需考量各地區均衡發展性，目前等候在創業板掛牌新上市股票家數仍有 190 多家。因此

研究時間:取決於兩項因素，一為時效性，另一為樣本數。時效性部份，因本研究時間為第一批掛牌交易時間為 2009 年 10 月 30 日起，分為六批掛牌交易，解釋變數以財務報表資料，均以 2009 年 1-9 月份深圳交易所公開資訊為主。

由於本研究欲探討中國大陸創業板新上市股票，因此，隨著時間點的不同，新上市股票家數之樣本亦有所不同，時間點的限制有所必要，若能採取最新上市股票樣本資料為原則，自 2009 年 10 月 30 日創業板開版以來第一批有 28 家登板交易到 2010 年 2 月 26 日止，共計有 6 批審批通過掛牌交易，目前創業板截至 2010 年 2 月底為止共計有 58 家，將為本研究之樣本數。

其次，由於本研究必須使用許多不同的方法予以檢定，而統計方法之運用時若能使統計誤差降低，則必須有足夠之樣本數，當然樣本數越多則可使統計數據更為精確。基於上述的兩種因素考量，在研究時間上設定為 2009 年 10 月 30 日至 2010 年 2 月 28 日止。

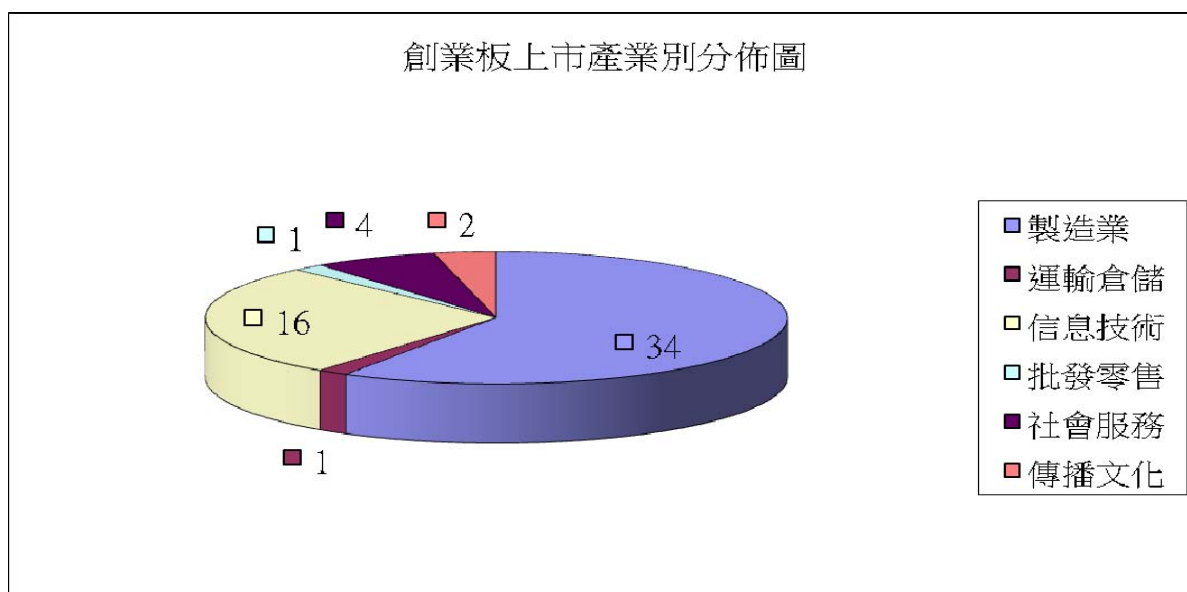


圖 1-1 創業板新上市公司產業別

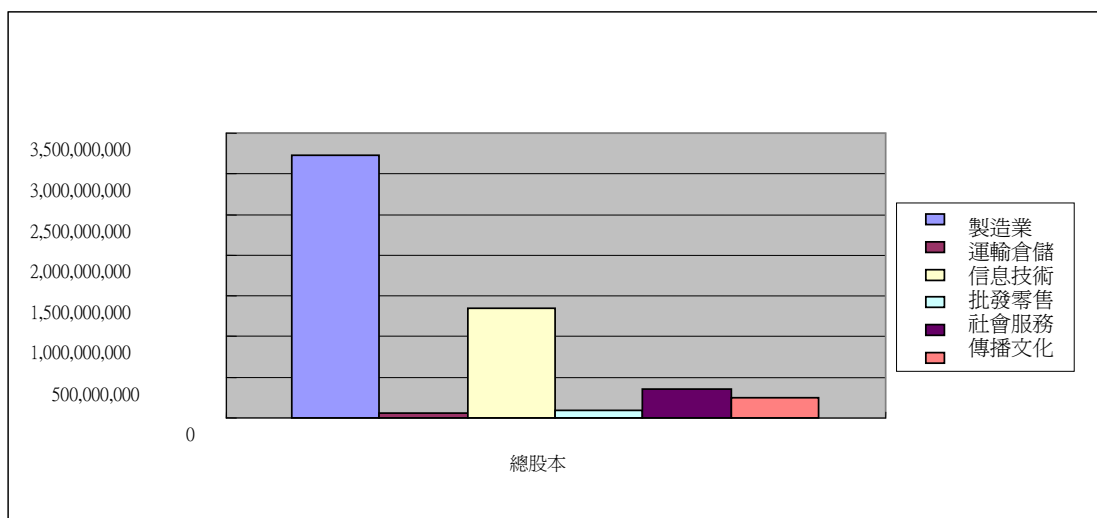


圖 1-2 創業板新上市各行業資本額

行業名稱	股票數(家)	成交金額(元)	成交量(元)	總股本(元)	總市值(元)	流通股本(元)	流通市值(元)
製造業	34	2,619,493,467	67,790,801	3,226,875,704	127,477,293,447	664,958,500	26,309,229,705
運輸倉儲	1	30,494,167	1,070,116	60,000,000	1,729,800,000	15,000,000	432,450,000
信息技術	16	980,478,221	20,000,100	1,348,934,286	68,377,417,296	301,780,000	15,464,045,800
批發零售	1	204,324,552	2,989,433	89,350,000	6,227,695,000	22,400,000	1,561,280,000
社會服務	4	800,768,530	11,372,674	353,670,000	20,632,842,000	84,700,000	4,806,168,000
傳播文化	2	336,660,048	7,836,759	248,000,000	11,896,000,000	58,000,000	2,805,920,000
總計	58	4,972,218,985	111,059,883	5,326,829,990	236,341,047,743	1,146,838,500	51,379,093,505

貨幣:人民幣

表 1-1 創業板各行業統計資料



## 二、研究限制

本研究中國大陸創業板之登板制度，根據「中華人民共和國公司法」、「中華人民國證券法」、「首次公開發行股票並在創業板上市管理暫行辦法」和「深圳證券交易所創業板股票上市規則」等有關法律、法規的規定，公開發行之股票分為網下向配售對象詢價配售(簡稱網下發行)和網上向社會公眾投資者定價發行(簡稱網上發行)相結合的方式，故：

1、本研究無法得知網下公開發行洽配售對象詢價索取的新股成本，創業板對於詢價網下洽配者有三個月的鎖單交易制度，而本研究之短期超額報酬率會較實際短期超額報酬率略高。

2、網下配售股票乃經由詢價，依照中國大陸法律，需經過網上訂價發行交易後三個月才能上市交易，故本研究之結果不適用網下交易股。

3、創業板市場是新興市場，去年 2009 年 10 月 30 日剛推出並且第一批掛牌交易，故本研究時間限制部分在 2009 年 10 月 30 日至 2010 年 2 月 26 日止，所採集樣本數為 58 檔個股。

4、本研究在設計計算短期超額報酬時，因創業板目前並無自己創業板指數，故以中國大陸採多層次資本市場，以貼近創業板市場的中小型指數為市場投資組合報酬率，因中國大陸交易制度緣故，本研究在結果部份可能有些許次集資料上偏差。

5、次集資料收集採深圳證券交易所網站公開資訊及台灣新報資料庫所公布資料為主。

#### 第四節 研究流程

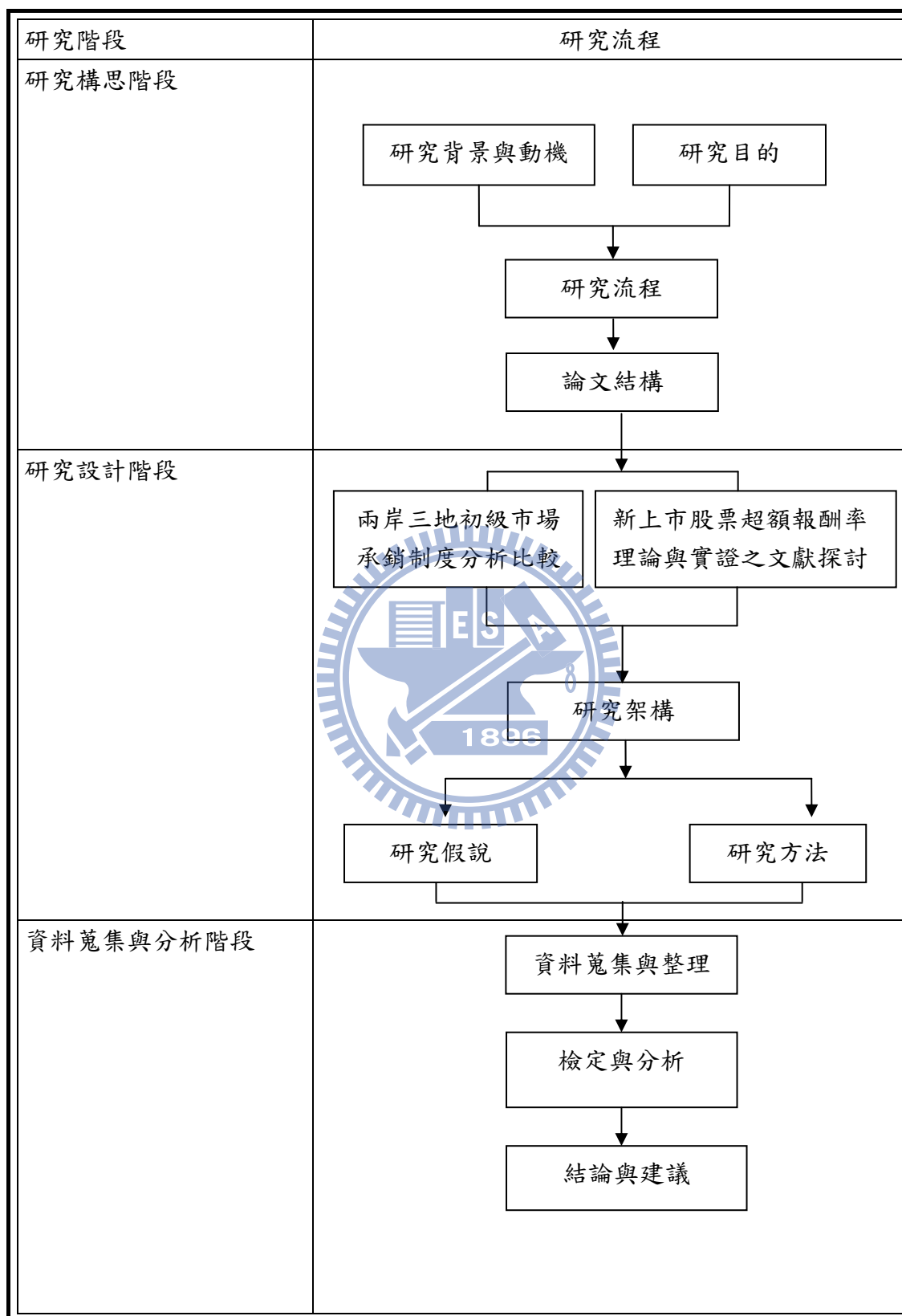


圖 1-3 本研究流程圖

## 第五節 論文結構

### 第一章：緒論

本研究在緒論中，將載明研究背景與動機、研究目的、研究流程與論文結構。

### 第二章：文獻探討

本章分成兩部分，第一部分對中國大陸創業板新上市股票制度與兩岸三地制度比較；第二部分則探討與整理國內外學者有關新上市股票(IPO)超額報酬率研究之文獻探討。IPO 存在著三個現象，即短期發行抑價、長期定價偏高和熱絡的發行市場。

### 第三章：創業板新上市股票超額報酬率之研究設計

本章根據文獻探討之歸納建立本研究之研究架構，並對本研究之變數逐一定義以建立研究假說、此外對資料分析方法亦有詳盡之說明與探討。

### 第四章：實證結果與分析

本章包含了短期超額報酬之檢定、複迴歸模型之檢測與各種檢定之結果予以分析。

### 第五章：結論與建議

依據實證結果對於創業板新上市股票進一步說明，並提出對於與本研究相關之研究提供建議。





## 第二章 中國大陸創業板承銷制度研究與文獻探討

### 第一節 兩岸三地新上市股票制度與發展歷程

我國 1988 年起櫃檯交易制度開始實施，然而初期的櫃檯買賣市場，發展未如預期，由於在制度的設計上，由推薦證券商擔任類似美國納斯達克(Nasdaq)的造市者(Market Maker)之角色，對上櫃公司股票進行報價，以自營商議價的方式來發現最佳市場價格，並創造流動性；然而上櫃交易制度與國外的創業板或第二板交易制度，仍有些條件上之不同，若比較兩岸三地的新上市股票制度，台灣承銷制度對於新上市股票與大陸創業板相較，與台灣的上櫃制度相似，也有少許不同之處，依整理並分析之：

#### 一、 中國大陸創業板與香港創業板、台灣上櫃市場比較

項目	台灣上櫃資格	大陸創業板	香港創業板
是否已公開	公開發行公司	股票已公開發行	公開發行
有無輔導證券商	1. 已與證券商簽訂輔導契約 2. 二家以上推薦證券商，需指定一家為主辦推薦證券商，其餘係協辦推薦證券商。	二名保薦人	於上市後至少兩個完整財政年度聘用一名保薦人擔當顧問
股務	在櫃買中心所在地設有專業股務代理機構或股務單位辦理股務。	各上市公司於深圳股票代理單位	各個上市公司於香港股票事務代理單位
股本	實收資本額新台幣 5 千萬元以上。 (私募有價證券未經公開發行之股份不計入)	公司股本總額不少於 3000 萬元； 公開發行的股份達到公司股份總數的 25% 以上；公司股本總額超過四億元的，公開發行股份的比例為 10% 以上。	上市時的市值不得低於 1 億港元； 由公眾人士持有的股本證券的市值(於上市時釐定)必須最少為 30,000,000 港元。

項目	台灣上櫃資格	大陸創業板	香港創業板
股東人數	<p>公司內部人及該等內部人持股逾 50% 之法人以外之記名股東人數 3 百人以上，公營事業不受此限。無限制</p> <p>上開記名股東之持股情形 1. 占發行股份總額 20% 以上；或 2. 逾 1 千萬股。※ 公營事業不受此限。</p>	公司股東人數不少於 200 人	於上市時，公眾持有的股本證券須最少由 100 個人持有
無虛偽隱匿	無虛偽隱匿	公司最近三年無重大違法行為	無虛偽隱匿
公司註冊地	<p>本國企業：台灣；</p> <p>外國企業：大陸地區以外，陸資持股不超過 30%</p>	中國	依據香港、中國、百慕達或開曼群島的法例正式註冊成立
營業及獲能力	<p>無最近一年度；虧損達 4%，無累積虧損。</p> <p>最近二年度：均達 3%。平均達 3%，最近一年度較前一年度為佳。</p> <p>最近一年度稅前純益不低於新台幣 4 百萬元。</p> <p>※ 科技事業、公營事業不受此限。</p>	<p>創業板市場選擇上市時更側重於公司的發展潛力，而不同於主板市場所要求的經營現狀。創業板市場亦不會將上市公司盈利記錄作為基本條件。</p>	<p>申請上市的新申請人或其集團此等在刊發上市文件前兩個財政年度從經營業務所得的淨現金流入總額必須最少達 2,000 萬港元。</p>
經營權穩定性	<p>設立登記滿 2 完整會計年度。</p> <p>※ 科技事業、公營事業或公營事業轉民營者，不受此限。</p>	創業板市場股份集中度相對較高。	申請人在刊發上市文件前的完整財政年度及至上市日期為止的整段期間，其擁有權及控制權必須維持不變

項目	台灣上櫃資格	大陸創業板	香港創業板
管理層穩定性	<p>董事、監察人、持股百分之十以上股東，特殊產業另有某種程度之擴張應集保人員之範圍，應將其申請書件上所載持股，扣除承銷之部位後，全數提交保管，且總計不得低於股本一定比率，如有不足者，應協調其他股東補足之。另加計申請日至掛牌日之應集保人員增加持股亦應全數提交保管。於上櫃滿6個月後，得領回「應集保部位」之1/2；上櫃滿1年後，即得將剩餘之集保部位全數領回。</p>	<p>創業板市場上市公司的董事會必須包括2名以上獨立董事，獨立董事應當由股東大會選舉產生，不得有董事會指定。獨立董事應當具有5年以上的經營管理、法律或財務工作經驗，並確保有足夠的時間和精力履行公司董事的職責。</p>	<p>申請人在刊發上市文件前兩個完整財政年度及至上市日期為止的整段期間，其管理層必須大致維持不變。</p>

資料來源：台灣櫃買中心、大陸深交所、香港交易所

本研究整理

表 2-1 兩岸三地承銷制度比較

## 二、大陸創業板發展歷程

時間	創業板相關內容
1984年	國家科委組織了「新技術革命與我國的對策」課題研究，提出建立創業投資機制促進高新技術發展的建議
1985年1月	中共中央、國務院頒佈《關於科學技術體制改革的決定》指出，對於變化迅速、風險較大的高新技術開發工作，可以設立創業投資給予支援
1998年8月	證監會主席周正慶視察深圳證券交易所，提出要充分發揮證券市場功能，支援科技成果轉化為生產力，在證券市場形成高科技板塊
1999年1月	深圳證券交易所向中國證監會正式呈送《深圳證券交易所關於進行成長板市場的方案研究的立項報告》，並附送實施方案
1999年3月	證監會第一次明確提出，可以考慮在滬深證券交易所內設立科技企業板塊
1999年8月20日	中共中央、國務院發佈《關於加強技術創新，發展高科技、實現產業化的決定》，指出適當時候在現有的滬深交易所專門設立高新技術企業板塊；
2000年4月	證監會向國務院報送了《關於支援高新技術企業發展設立二板市場有關問題的請示》，建議由深圳證券交易所嘗試建設我國二板市場；
2000年5月16日	國務院原則同意證監會意見，將二板市場定名為創業板市場；
2001年11月	朱鎔基總理在汶萊表示，吸取香港與世界其他市場的經驗，把主板市場整頓好後，才能推出創業板；
2002年11月	深圳證券交易所在給中國證監會《關於當前推進創業板市場建設的思考與建議》中，建議採取分步實施方式推進創業板市場建設；
2004年5月17日	經國務院批准，證監會正式批復深交所設立中小企業板市場，標誌著分步推進創業板市場建設邁出實質性步伐；
2007年8月	國務院批復以創業板市場為重點的多層次資本市場體系建設方案；
2008年1月	證監會主席尚福林表示，“力爭今年上半年推出創業板市場”，但之後發生的汶川特大地震、金融海嘯等事件使得“維穩”成了資本市場發展的重中之重；
2008年3月	證監會發佈《首次公開發行股票並在創業板上市管理辦法》，就創業板規則和創業板發行管理辦法向社會公開徵求意見；

時間	創業板相關內容
2009年3月31日	證監會發佈《首次公開發行股票並在創業板上市管理暫行辦法》，辦法自5月1日起實施；
2009年8月14日	第一屆創業板發行審核委員會正式成立，這標誌著創業板發行工作即將正式啟動；
2009年9月17日	中國證監會將召開首次創業板發審會，當日將有7家公司上會接受審核。
2009年10月24日	<p>在大陸台資企業最為密集的昆山，深圳創業板的啟動成為眾多台商熱議的焦點。昆山市台商協會會長蘇來得表示，融資一直是大陸台資企業特別是中小企業面臨的最大問題，目前大陸很多台資企業都具備相當的實力且業績優良，不過在現有條件下還是很難從銀行獲得貸款，因此深圳創業板的推出自然會受到廣泛關注。他說，目前昆山數千家台資企業「幾乎每家都想上創業板」，不過初期排隊等候的企業相當多，只有慢慢等待時機成熟。</p> <p>報導指引述長期研究大陸台資企業的台灣中原大學企業管理學系教授呂鴻德的看法指出，就他所知，目前已有近百家台資企業在排隊等待登陸深圳創業板，不過估計目前機會不大，因為排隊等待上市的大陸內資企業也非常多，估計初期創業板會以內資企業為主，等到創業板達到一定規模之後，台資企業上市的機會才比較大。</p> <p>呂鴻德認為，台灣當局提出鼓勵大陸台資企業回台上市的計劃會吸引相當一部分台資企業，目前上海和東莞等地已經有三、四十家台資企業準備回臺上市。深圳創業板推出之後，台資企業上市的選項將更多，不過大陸台資企業多達87,000多家，至今還是嚴重的僧多粥少的局面。部分已準備返台上市，他提醒有意登陸創業板台資企業，必須緊跟新興產業發展趨勢，注重發展綠色能源、文化創意、生物科技、電腦遊戲等新興產業，因為創業板風險很大，新興產業上市成功的機率會比較高，而傳統製造業在創業板上市可能成果不大。</p>
2009年10月26日	<p>首批28家公司於30日集中在創業板市場掛牌上市。業內人士預計，創業板上市公司30日掛牌後，將可能有40%左右的估值上升空間。</p> <p>分析師認為，綜觀首批創業板28家企業，其具備高成長潛質，但發行價過高，平均本益比逾50倍，但是如果參考海外創業板情況，其預計首批28家創業板上市後將可能有40%左右的估值提升空間。</p> <p>他認為，無論是從收入還是利潤的角度來看，首批28家上市企</p>

	<p>業成長性都比較突出。統計數據顯示，最近 2 年（2006-2008）28 家公司的營業收入複合增長率平均值為 54.9%，與此同時，全部公司最近 2 年的利潤總額與淨利潤的複合增長率均值分別為 91.18% 和 98.79%。</p> <p>平安證券首席分析師羅曉鳴則認為，創業板首批 28 家公司上市後，投資者只有短線參與的機會，如果這些公司上市初期大漲後本益比達 70-80 倍，其未來將會高開低走，投資者宜注意風險。</p>
--	--

資料來源：深圳交易所

表 2-2 大陸創業板發展歷程表





## 第二節 新上市股票超額酬率與實證研究之文獻探討

1963 美國證券管理委員會(SEC)發表 1959 年至 1961 年三年間,共計有 1,671 家新上市股票(IPOs),在上市之後享有短期超額報酬,之後,國內外學者便著手研究新上市股票是否在短期之內享有超額報酬此議題進行研究,也獲得實證研究結果:

### 1、運用不同統計方法,證實短期超額報酬率之存在:

英文文獻: Reilly (1973)、Ibbotson (1975)、Block & Stanley (1980)、Allen & Faulhater (1989)、Kaymaz (2000)、Ritter & Welch (2002)、Loughran & Ritter (2004)

中文文獻:陳秀亮 (1987)、黃志典與簡亨容 (2000)、許配雲 (2001)與 顧廣平 (2003)均以不同統計方法衡量超額報酬以及資料整理與運用,實證結果均證實短期超額報酬均存在。

### 2、承銷價偏低導致短期超額報酬率之文獻:

英文文獻:Ibbotson (1975)、Reily (1983)。

中文文獻:夏侯欣榮 (1993)、林象山 (1995)、陳安琳 (1999)

皆認為新股承銷價偏低所導致超額報酬。

Loughran & Ritter(2004)的實證研究中,在 80 年代新上市股票第一天的報酬有 7%,1990-1998 年間第一天的報酬率有 15%,在 2000 年網路泡沫之前高達 65%,2001-2003 年在網路泡沫之後也有 12%的報酬率;至於影響短期超額報酬的原因,說法與實證結果並不相同。

Study(Author&Year)	Sample Period	Sample Size	Degree of Abnormal Return		
			One day	One week	One month
Reilly & Hatfield (1969)	1963-1965	53		9.6%	8.7%
McDonald & Fisher (1973)	1969-1970	142		28.5%	34.6%
Louge (1973)	1965-1969	250			41.7%
Reilly (1973)	1966	62		9.9%	
Neuberger & Hammond (1974)	1965-1969	81		17.1%	19.1%
Ibbotson & Jaff (1975)	1960-1970	2650		16.8%	
Reilly (1978)	1972-1975	486		10.9%	11.6%
Block & Stanley (1980)	1974-1978	102		5.9%	3.3%
Saunders (1986)	1976-1982	78			8.5%
Chalk & Peavy (1989)	1974-1982	440		13.8%	
Miller & Reilly (1987)	1982-1983	1106		9.9%	
Tinic (1988)	1923-1930	70		5.2%	
	1966-1971	134		11.1%	
Loughran & Ritter (2004)	1980-1989		7%		
	1990-1998		15%		
	1999-2000		65%		
	2001-2003		12%		

表 2-3 IPO 超額報酬英文研究彙整表



學者	研究時間	研究內容	研究結果
陳秀亮 (1987)	1971-1984	以中籤率、風險、制度性等因素	新股上市第一天至第十天，其超額報酬率為 31.2%
柯百齡 (1989)	1984-1988	上市當日股市指數、當月上市家數、承銷價、公司規模、風險、承銷商型態	上市後前十天之超額報酬率大於 0
許永聲 (1989)	1983-1987	上市後 160 個交易日報酬情形並驗證	有異常報酬；承銷價低估
卜慶銘 (1990)	1988-1990	分析不同承銷價訂價模式對超額報酬率之影響及投資人的反應	投資人反應過度因素大於承銷價被低估
王瑞儀 (1990)	1985-1989	公司資本額、承銷價格、市場指數、承銷商聲譽	新上市股票會因承銷商不同有顯著差異
林博泰 (1991)	1981-1990	以 103 家上市後 90 個交易日報酬	上市後 19 交易日平均異常報酬顯著為 54.12%，並持續 13 天正值至 32 个交易日止，影響因素有承銷價低估
周士淵 (1992)	1987-1991	上市後 50 個交易日之日報酬	上市初期 19 交易日有超額報酬，並受大盤影響；其存續期間為三個月，且上市後一年內個股報酬高於大盤
楊輝煌 (1993)	1989-1995	系統風險、估計標準誤差、發行量、上市時點、中籤率、資本額、承銷價、與加權指數報酬率對新上市股票價格偏低的影響因素	上市時點、中籤率、承銷價等因素有 5%統計顯著性

學者	研究時間	研究內容	研究結果
林玲羽 (1993)	1990-1992	70 家新上市公司亦常報酬率是否存在，經營者持股、資訊數量、資訊品質之差異進行統計分析	原始與異常報酬率存在
鄭建鴻 (1994)	1986-1993	159 家新上市公司蜜月其所產生三種報酬率	上市初期有超額報酬率；報酬與中籤率呈反向關係；與承銷價呈反向關係；投資人所使用成本呈正向關係；報酬與公司經營無關
張慎 (1994)	1990-1993	影響上市公司超額報酬因素	新上市公司存在超額報酬，影響因素為內部人持股比率、承銷價格、股本及同期市場報酬；負債比率、公司成立時間及上市後一年辦理現增則與超額報酬率無顯著相關
劉恩堂 (1994)	1987-1990	75 家新上市股票短、長期超額報酬是否存在，並探討長期報酬與承銷價關係	新上市後 18 天均有超額報酬。市場不佳情況下，仍有長期報酬率為正，若考慮承銷價後，價格愈低，可獲較佳之長期報酬
潘慈暉 (1994)	1987-1993	檢定新上市公司 90 日異常報酬之現象	新股上市第一日到第十九交易日異常報酬存在，且顯著大於 0
謝冠冕 (1995)	1991-1994	以企業年齡、規模、財務狀況、內部持股比例、發行量、預估每股盈餘、上市類別、行業別、承銷契約、上市時機及發行淡旺季為因素進行迴歸分析	新上市公司存在短期超額報酬。影響短期超額報酬因素為：發行量、預估每股盈餘。而企業年齡、企業規模；財務狀況、內部持股比例、上市類別、行業別、承銷契約型式、上市時機、發行淡旺季等因素則與短期超額報酬率無顯著相關

學者	研究時間	研究內容	研究結果
魏恆祥 (1997)	1992-1996	新上市公司 108 家為樣本，探討新上市承銷價是否被低估並找出低估因素	新上市股票有超額報酬，存續期間為七日；確有承銷價被低估之情形，且會造成上市後超額報酬；被低估因素為：新上市股之產業類別、負債比率、上市時點、發行時處於股市之淡旺季。

表 2-4 IPO 超額報酬率中文研究彙整

Mok and Hui(1998)曾對中國大陸上海股市 1992 年 5 月到 1993 年 12 月發行上市公司 101 家 A 股進行研究，發現 A 股平均收益率為 298%，研究結果認為是資訊不對稱所造成的超額報酬率。Su and Fleisher(1998)研究深滬股市在 1987 年至 1995 年發行上市 308 家新上市公司，發現首日平均報酬率為 948.6%，主要是資訊不對稱<sup>1</sup>之外，乃政府政策導致。

段進東、陳明海(2004)透過實證研究發現中國大陸新股發行訂價據有一定的合理性，且有一定的訊息效率，但通常新股定價卻未反應出新股發行前市場風險係數、公司歷史、主辦承銷商聲望、償債能力及成長等因素或訊息，換言之，新股在價格上傳遞與公司新關訊息上資訊不對稱之情況。

根據以上國內外學者專家之研究得知，新上市股票的確存在超額報酬率，且新上市股票之報酬率通常會高於同一時期市場指數。另外，影響報酬率之因素，歸納成發行公司、投資人、承銷商三大部分，故欲以此為本研究變數選取之標準，並以中國大陸創業板市場新上市股票之特性，探討影響中國大陸創業板股票之因素，加以分析，是否存在超額報酬率，其存續期間時間長短，其影響因素為何？

<sup>1</sup> 資訊不對稱假說(Asymmetric Information Hypothesis):Baron(1982)認為發行公司採取折價發行策略的原因在於發行人與洽購人之間的資訊不對稱，折價發行是發行者對在信息上處於不利地位的投資人的補償。

### 第三章 創業板短期超額報酬之研究設計

本章主要目的在建立本研究之觀念性架構以及整體研究之設計，因此第一節以可能會影響短期超額報酬率之因素建立本研究之概念性架構；第二節則將本研究運用到之變數分別予以定義後；第三節將針對本研究之目的的建立研究假說；第四節則是檢定假說是否能夠成立之資料分析方法分析與定義。

本研究認為，中國大陸新上市公司股票的超額報酬問題，除了由於新上市程序及核准的程序過於困難，導致企業獲得上市資格本身就極具壟斷價值，以大陸中小企業目前排隊要在創業板掛牌家數高達上千家，因此，只要核准掛牌，通常就享有較高的本益比，本研究樣本蒐集時間截至 2010 年 2 月底止，已有 58 家新掛牌公司，目前得知市場上已公開發行等待掛牌家數高達 190 餘家，陸續將登陸掛牌。

#### 第一節 研究概念性架構

根據前述的章節所做國內外專家學者之研究以及本研究所整理初步得知，新上市股票短期超額報酬取決於三大因素，即發行公司、投資人與承銷商三大部分。發行公司可能影響短期報酬因素，本研究將從新上市公司之首次公開發行增加股數、上市公司每人營收比率、負債比率、淨資產收益率、每股盈餘等五個要素加以分析其對短期超額報酬率之影響；投資人可能影響超額報酬之因素，本研究則會從中籤率、當月上市公司家數(創業板目前分成六批上市，第一批有 28 家、第二批 8 家、第三批 6 家、第四批 8 家、第五批 4 家、第六批 4 家)及承銷價等三方面來討論；承銷商可能影響短期超額報酬之因素，本研究則以承銷商之聲望(以創業板上市公司保薦家數為計算)為因素。因此，本研究首先對新上市股票短期超額報酬率加以探討，再由發行公司、投資人及承銷商三大方面九大要素加以分析各要素對短期超額報酬率之影響。

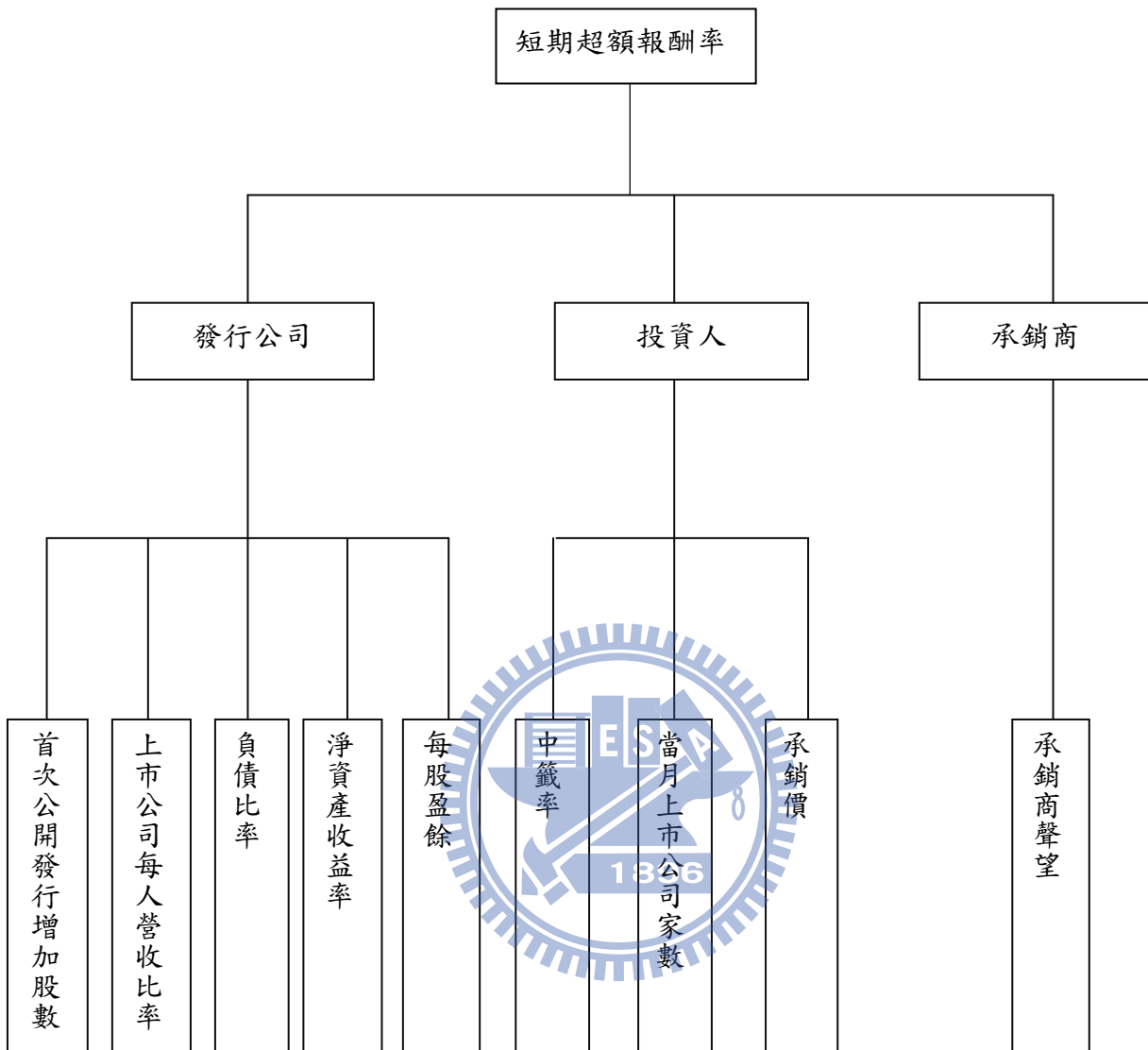


圖 3-1 研究概念性架構

## 第二節 研究變數之定義

本研究之研究變數可分為報酬率及解釋變數兩大類，報酬率則包含了日原始報酬率、市場投資組合報酬率、日平均超額報酬率及累計日平均報酬率；解釋變數則包含了可能影響短期超額報酬率之九大要素，茲將各研究變數分別定義如下：

### 一、解釋變數定義

#### 1、發行公司：

本研究之解釋變數，從發行公司、投資人及承銷商三大要素中，更細分為首次公開發行股數、上市公司每人營收比率、負債比率、淨資產收益率、每股盈餘等五個要素：

##### (1)首次公開發行增加的股份

本研究以新上市公司申請上市時，所發行創業板首次公開發行增加股份為計算單位，中國大陸主管機關證券監督管理委員會限制 IPO 股票發行股數，以總股本 25% 為公開發行股數，當然股本愈大發行股數愈多，當發行規模越大，股價被少數人所操縱機率的可能性愈小，但以投資人角度來說，認為發行股數規模較小的公司未來股價上漲空間較大，會較具吸引力與想像力，及有較高的短期超額報酬率情況。

##### (2)上市公司每人營收比率

以新上市公司於 2009 年 1 至 9 月份時財務報表揭示總營收除以每家公司員工人數為計算其貢獻度，創業板為鼓勵創新產業以及具有高發展性產業，不同行業別享有本益比亦有所不同。以目前創業板交易結構中，目前分為製造業有 32 家、運輸倉儲業 1 家、信息技術業 16 家、批發零售業 1 家、社會服務業 3 家、傳播文化業 1 家，所需要的員工人數也有所不同。

##### (3)負債比率

即負債總額佔資產總額的比率。本研究以最近年報上所揭露的財務數字為衡量計算標準。

##### (4)淨資產收益率

指其稅後淨利佔其淨資產之比率，也是股東報酬率，58 家掛牌公司均以 2009 年 9 月底財務報表為計算基準。



### (5)每股盈餘

新興高成長產業與成立時間較短均是創業板新上市公司的特色，因此，對於不同產業別考量公司獲利能力，是否具有影響超額報酬的因素。

## 2、 投資人：

### (1)中籤率

新股上市前公開承銷抽籤時(分為網上申購與申購人數之總和)，實際中籤人數參與申購人數之比例。中國大陸於 1994 年開始利用證券交易所系統發行新股，分為上網競價發行與定價發行兩種。本研究以網上定價發行為解釋變數之一，承銷商以抽籤方式來分配股票，投資人對股票的預期愈高，參加申購的人數愈多，表示投資人對於股票的預期報酬率高，中籤的可能性愈小。Koh and Walter(1989)以投資心理學進行分析，提出流行效應假說(Bandwagon Hypothesis)<sup>2</sup>，該效應愈明顯時，表示越多投資人參與認購，短期超額報酬率產生機會相對可能性高。

### (2) 當月上市公司家數

創業板目前分成三批上市，第一批有 28 家、第二批 8 家、第三批 6 家、第四批 8 家、第五批 4 家、第六批 4 家，創業板截至 2010 年 2 月底共計 58 家。Chang, Cheng & Khorana(2000)對整體市場的從眾行為研究，在不同市場中，市場參與者的投資行為，新興市場存在顯著的從眾行為，中國大陸股市曾在 90 年代因參與認股而發生暴動，對於中國大陸股民的從眾投資行為相對明顯，當月上市家數愈多，投資人認股行為愈踴躍。

分批	家數	日期	
一	28	2009.10.30	
二	8	2009.12.25	
三	6	14	2010.1.8
四	8		2010.1.20
五	4	8	2010.2.11
六	4		2010.2.26

表 3-2 當月上市家數

資料來源:深交所

<sup>2</sup> 流行效應假說(Bandwagon Hypothesis)以投資心理學角度進行分析，Koh and Walter(1989)認為通常投資人進行投資時，會根據自己掌握的訊息來選擇標的物，也經常受到其他投資人的影響。即使該投資人掌握可靠的訊息，然發現其他投資人的反應冷淡，也會動搖他去申購新股的信心；相反，若其他投資人反應踴躍，即使缺乏較可靠的訊息，也會增強該投資人申購意願，故為吸引第一批少量的潛在投資人，產生潮流效應，發行公司會使 IPO 定價偏低。

### (3)承銷價

新股承銷時所訂之每股承銷價格。發行價格較高的股票，其上漲空間相對較有限，發行價格較低者，炒作股票空間可能會較大，因此，折價幅度較高相對承銷商在銷股的風險較低，Allen and Faulhaber(1989)認為較低的定價會使質量較好的公司再融資時獲得較好機會，同時也能防止質量價差的公司仿效低定價，可形成了質量好壞的不同公司在狀態上的分離。

### 3、 承銷商聲望：

Beatty and Ritter(1986)認為中介機構為了保持其良好的信譽，傾向對於股票的發行價進行低估。如果承銷商對某一股票的發行價格訂得過高，極易被懷疑存在詐欺行為而失去聲譽並喪失市場佔有率。Carter and Manaster(1990)研究認為發行公司由承銷商的聲譽來傳遞風險的訊息，藉此減少承銷價被低估的程度。承銷商聲望是否屬良好之列，根據本研究期間，創業板新上市公司承銷商推薦之件數來衡量。以前五大承銷商中國平安證券以推薦七家、華泰聯合證券推薦五家、國信證券與招商證券皆推薦四家、中信證券、海通證券等均推薦三家…歸為較信譽優良之承銷商，迴歸分析仍以件數為計算，承銷商推薦件數為給分標準，例如七件標的公司就給七分。

## 二、報酬率之定義

欲研究「短期超額報酬」，首先則必須了解何謂日原始報酬率、市場投資組合報酬、日超額報酬率、日平均超額報酬率、累計日平均超額報酬，茲將上述報酬率定義如下：

### 1、 日原始報酬率

本研究定義日原始報酬率( $R_{i,t}$ )為第  $i$  之股票在第  $t$  個交易日之收盤價( $P_{i,t}$ )減第  $t-1$  日之收盤價( $P_{i,t-1}$ )再除以第  $t-1$  日之收盤價。

由於中國大陸股市新股上市首日並無漲跌幅限制，創業板市場特色是享有較高的本益比，深圳交易所為避免波動過大，造成投機市場導致投資人巨額損失，有盤中停牌相關規定：

- 1)臨時性縮小漲跌停板幅度
- 2)臨時性加大使用交易停牌和停市制度的力道
- 3)臨時性要求大比例持股人必須持有一定時間方可拋售
- 4)臨時性延長經營者持股和戰略持股的上市交易時間



- 5) 臨時性提高二級市場的交易門檻
- 6) 臨時性提高上市公司的資產規模、盈利指標、經營年限等上市門檻
- 7) 臨時性加大上市公司資訊披露的密度
- 8) 臨時性實行保薦人或發行人戰略持股制度
- 9) 臨時性提高上市公司的公募比例及管理者持股比例(相當於縮小二者可浮動空間)。這些臨時性制度對市場正常地營運是不可取的，但對初期的盲目炒作有抑制作用。

故第  $i$  之股票上市首日之原始報酬為當日收盤價  $P_{i,1}$  減去第  $i$  之股票承銷價  $P_{i,0}$  再除以第  $i$  之股票之承銷價。即：

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

其中：

$R_{i,t}$  = 第  $i$  支股票上市後第  $t$  日之原始報酬率

$P_{i,t}$  = 第  $i$  支股票上市  $t$  日後之收盤價

$P_{i,t-1}$  = 第  $i$  支股票之承銷價

$i = 1, 2, 3, \dots, 58$

$t = 1, 2, 3, \dots, 22$ (當月實際交易日)

## 2、市場投資組合報酬

市場投資組合報酬是將深圳交易所創業板上市股票當作一投資組合；本研究將藉由深圳交易所編製之中小板指數來計算；因中國大陸分成多層次資本市場，且創業板因為具有較高風險性，目前無漲跌幅機制，但有停牌機制，當創業板股票上市首日盤中成交價格較當日開盤價首次上漲或下跌達到漲跌幅超過 20% 以上，深圳交易所即可停牌 30 分鐘，首次上漲或下跌超過 50%，深圳交易所停牌 30 分鐘，首次上漲或下跌達到 80% 時，深圳交易所可對其實施停牌至當日 14:57 分，主要目的是警示與防範創業板上市首日過度炒作，且進一步防範和控制交易

風險，維護市場交易秩序。

因此市場投資組合報酬率亦即第 t 日深圳交易所中小板收盤指數減去第 t-1 日深圳交易所中小板收盤指數，即：

$$R_{深,t} = \frac{I_{深,t} - I_{深,t-1}}{I_{深,t-1}}$$

$I_{深,t}$  = 第 t 日深交所中小板指數

$I_{深,t-1}$  = 第 t-1 日深交所中小板指數

t = 1, 2, 3... 22(當月實際交易日)

### 3、 日超額報酬率

日超額報酬率( $ER_{i,t}$ )為第 i 之股票當日實際報酬率超越市場投資組合報酬率之部分，也就是第 i 之股票第 t 日之原始報酬率減去第 t 日之市場投資組合報酬率，即

$$ER_{i,t} = R_{i,t} - R_{深,t}$$

創業板新上市股票 i=1, 2, 3... 58

t=1, 2, 3... 22(當月實際交易日)

上述公式是將事件研究法中<sup>3</sup>的市場模式(Market Model) 利用普通最小平方法(Ordinary Least Square ;簡稱 OLS)建立以下

$$R = \alpha + \beta \times R_m + \varepsilon$$

假設  $\alpha = 0$  ,  $\beta = 1$  之修正而得，即所謂之市場調整模式(Market Adjusted

---

<sup>3</sup>事件研究法主要目的，探討當某一事件發生時，是否會引起股價的異常變動，因而產出異常報酬率(abnormal returns;簡稱 AR)，此資訊可以用來瞭解市場證券價格與特定事件是否有關聯性。

Model)，依照事件研究法對於假設所有的股票其事前之期望報酬率皆相同，換言之，預期報酬率即為當期市場報酬率。則  $\varepsilon = R - R_m$  可視為實際報酬率與市場報酬率之差額，亦即本研究所定義之超額報酬率。

#### 4、 日平均超額報酬率

日平均超額報酬率( $AR_t$ )係指本研究範圍中深圳創業板股票日超額報酬率之算術平均，亦即是將本研究範圍從深圳新上市股票日平均報酬率加總後再除以深圳創業板新上市股票總數，即：

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^n ER_{i,t}}{N}$$

$$i = 1, 2, \dots, 58$$

$$t = 1, 2, \dots, 22(\text{當月實際交易日})$$

#### 5、 累計日平均超額報酬率

累計日平均超額報酬率( $CAR_t$ )係日平均超額報酬率之累計數，即：

$$CAR_t = \sum_{t=1}^{22} AR_t$$

$$t = 1, 2, 3, \dots, 22(\text{當月實際交易日})$$

超額報酬率標準化(Standardized)後，計算平均超額報酬率以及累積超額報酬率。其目的是將超額報酬率的分配轉換為標準常態分配，以符合齊一分配(Identical distribution)之條件。

上市天(期間)	平均超額報酬率	累計超額報酬率
1	65.576	65.576
2	-5.60%	59.967
3	-3.70%	56.267
4	-2.90%	53.367
5	1.16%	54.536
6	-2.90%	51.636
7	-2.20%	49.436
8	-1.70%	47.727
9	0.77%	48.506
10	0.06%	48.566
11	1.30%	49.866
12	-0.90%	48.966
13	0.33%	49.626
14	2.79%	52.416
15	2.10%	54.516
16	0.16%	54.676
17	-1.70%	52.976
18	-1.40%	51.576
19	0.81%	52.386
20	-2.30%	50.086
21	-4.30%	45.786
22	-3%	42.786

表 3-3 創業版新上市公司平均超額報酬率統計表

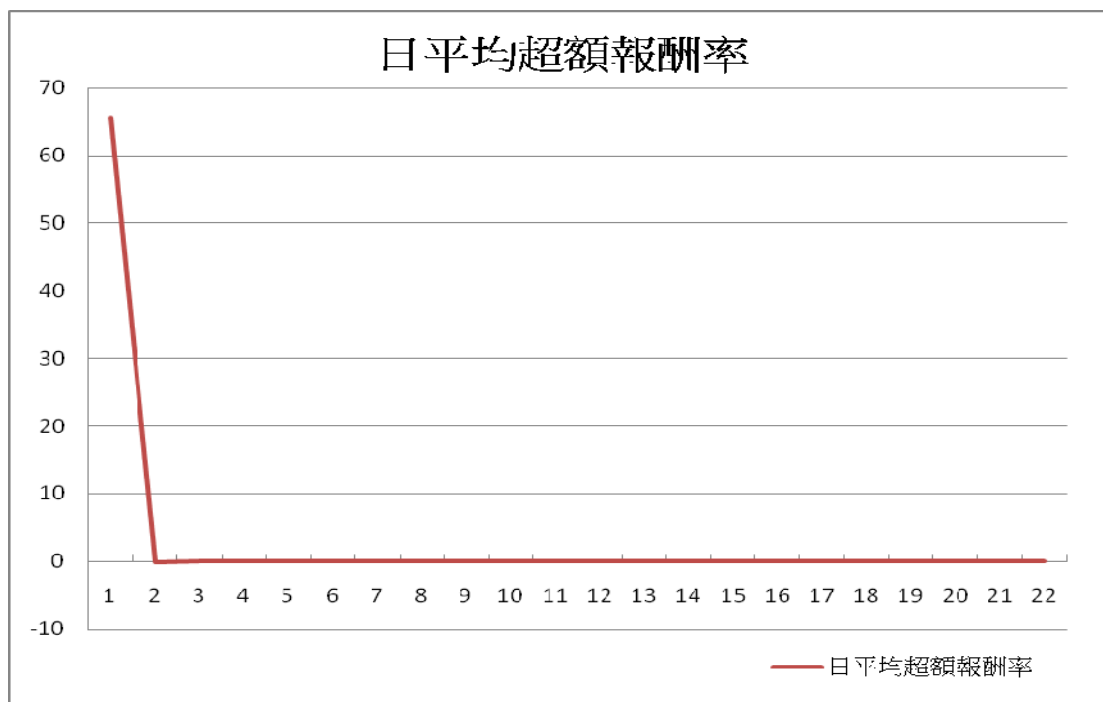


圖 3-2 日平均超額報酬率

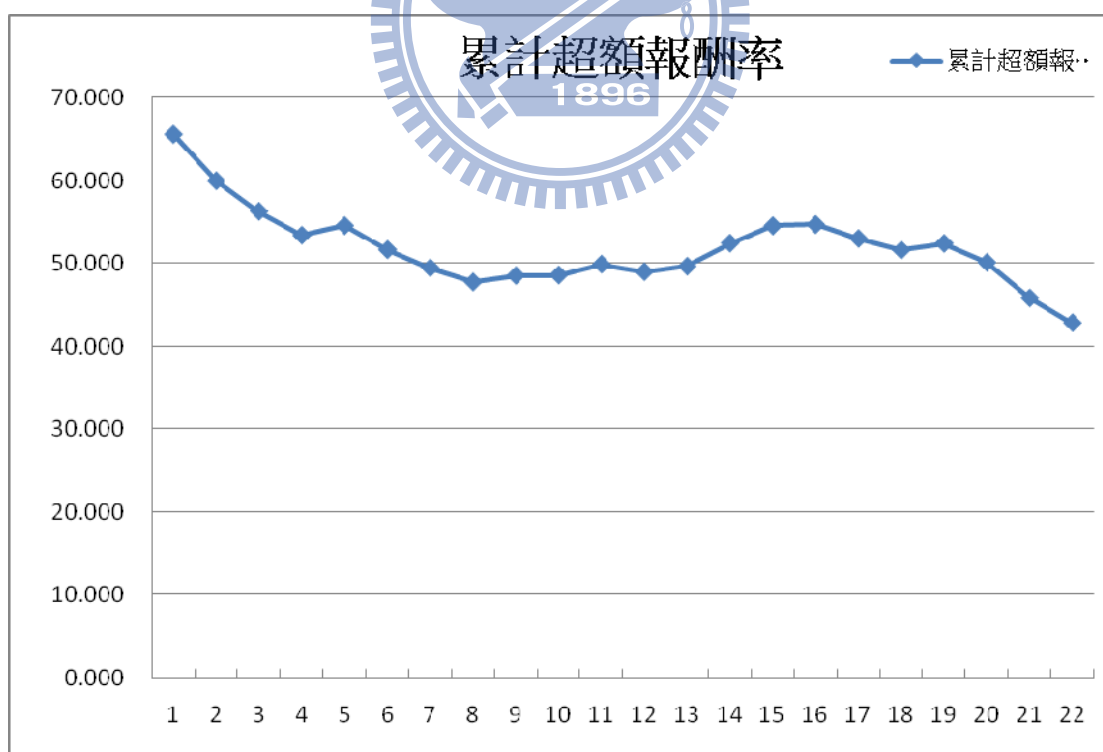


圖 3-3 累計超額報酬率

### 第三節 研究假說

根據本研究之目的及文獻探討中之資料，經分析後建立了下列的假說：

#### 假說一、中國大陸創業板新上市股票之短期超額報酬存在

經由國內外文獻探討中得知，新上市股票在上市之初期通常會有短期超額報酬存在，中國大陸投資人過去曾經因認購新股而引起暴動。在 2005 年底的新上市股的首日報酬率高達 72.49%，在此之前更高達 406.46%，根據呂勝光(2000)統計分析後認為 1999 年之前中國大陸新上市股票的平均報酬為 340%，主要原因是中國大陸在發行新股制度上不斷有新制推出。因此本研究首先假設中國大陸創業板登板之新上市股票存在短期超額報酬率。以各家新上市公司網上抽籤的中籤率約百分之一左右，確實是具有超額報酬率吸引投資人踴躍參與抽籤。

#### 假說二、首次公開發行增加股數對短期超額酬率有顯著影響呈負相關

發行量較大的公司，在上市之後流通在外之籌碼較多，其股價之穩定性相對較差。對於發行量較大之公司，承銷商所必須承擔之銷售責任也較大，以創業板登板之新上市公司流通股本，各產業與公司不盡相同。創業板新上市股票流通在外的股數並不多，而且登板掛牌交易時，全體董監事自公司股票上市之日起三十六個月內，不轉讓或者委託他人管理其直接或者間接持有的公司股份，也不由公司回購其直接或者間接持有的該部分股份，其餘股東與高級管理人員也承諾相當時間內不轉讓其持有股份，因此，本研究假設發行量較大之公司與短期超額報酬率呈現負相關。

#### 假說三、上市公司每人營收比率有顯著影響呈正相關

上市公司每人對於總營收之比率對短期超額報酬率有顯著影響，因產業別之關係，如文化創意產業員工人數不如製造業，但其產值可能略高於製造業，故假設之比率與短期超額報酬呈正相關。

#### 假說四、負債比率對短期超額酬率顯著影響呈負相關

在去年金融風暴之後，許多高負債比率之公司，因現金流量問題導致公司倒閉，或是需要政府資金援助，創業板為鼓勵創新產業以及具有高發展性產業，不同行業別享有本益比亦有所不同，但高槓桿財務運作公司可能存在風險性，故假設負債比率對於短期超額報酬率呈負相關。

假說五、淨資產收益率對短期超額報酬率有顯著影響呈正相關

淨資產收益率也是股東權益報酬率，淨資產收益率越高，亦即表示該公司獲利能力越佳，因此假設具影響超額報酬率之淨資產收益率與短期超額報酬率呈現正相關。

假說六、每股盈餘對短期超額報酬率有顯著影響呈正相關

每股盈餘即是當年度獲利除以股本，當股本越大時獲利能力時需呈現正相關，則每股盈餘越高，故本研究假設每股盈餘與短期超額報酬率呈正相關。

假說七、中籤率對短期超額報酬率有顯著影響呈負相關

中籤率為投資人對此一公司申購意願之表現。中籤率越低，表示投資人認購的愈踴躍，亦代表投資人對此一公司之認同度較高，故假設中籤率與短期超額報酬率呈負相關

假說八、當月上市公司家數對短期超額報酬率有顯著影響呈正相關

當股市表現較佳時，許多公司會選擇在此一時刻來上市，以目前大陸排隊欲掛牌家數高達 190 餘家，均爭取在資本市場募集資金，以擴大經營規模，相對投資人而言，在此時認購新股，或有較佳的超額報酬率，故本研究假設當月上市公司家數會與短期超額報酬率呈正相關。

假說九、承銷價對短期超額報酬率有顯著影響呈負相關

對於投資人而言，承銷價格與認購新股所需之費用即為總投資成本，當承銷價越高，投資人所需要的資金成本相對較高，會對投資人參與申購意願降低，其上漲空間相對有限，故必須假設承銷價與短期報酬率呈負相關。

假說十、承銷商之聲望對短期超額報酬率有顯著影響呈正相關

目前大陸券商中能有承銷資格且獲欲上市公司青睞，均是大型證券公司，故投資人欲申購新股時，也會考量承銷商的信賴程度以及承銷商對於承銷價格訂定，故本研究設計時，採承銷商在新上市公司所承銷件數來計算標準，以幾件數來計算得幾分，故假設承銷商聲望與短期超額報酬率呈現正相關。

假 說	預期符號
假說一、中國大陸創業板新上市股票之短期超額報酬存在	-
假說二、首次公開發行增加股數對短期超額酬率有顯著影響	負
假說三、上市公司每人營收比率有顯著影響	正
假說四、負債比率對短期超額酬率有顯著影響	負
假說五、淨資產收益率對短期超額報酬率有顯著影響	正
假說六、每股盈餘對短期超額報酬率有顯著影響	正
假說七、中籤率對短期超額報酬率有顯著影響	負
假說八、當月上市公司家數對短期超額報酬率有顯著影響	正
假說九、承銷價對短期超額報酬率有顯著影響	負
假說十、承銷商之聲望對短期超額報酬率有顯著影響	正

表 3-4 研究假說一覽表





#### 第四節 資料分析方法

根據上節之研究目的所建立的假設，進行統計顯著性檢定以及解釋本研究將使用之資料分析方法有平均數 t 檢定、複迴歸分析以及檢定複迴歸模式是否成立之變異數齊一性檢定、獨立性檢定、無線性重合之檢定、常態分配之檢定、t 檢定及 F 檢定。最後再以判定係數  $R^2$  與調整後判定係數(Adjusted  $R^2$ )來分析複迴歸模型之解釋能力。

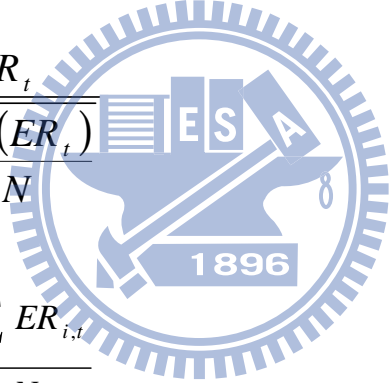
##### 一、平均數 t 檢定

本研究首先欲檢定中國大陸創業板新上市股票之短期超額報酬率是否存在，利用統計方法檢定超額報酬率狀況，亦即檢定日平均報酬率是否為 0，其檢定方式為平均數 t 檢定。其檢定統計量如下：

$$H_0 : AR_t \leq 0$$

$$H_1 : AR_t > 0$$

檢定統計量 t

$$t = \frac{AR_t}{\sqrt{\frac{\delta^2(ER_t)}{N}}}$$

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^N ER_{i,t}}{N}$$

$$\delta^2(ER_t) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (ER_{i,t} - AR_t)^2}{N-1}}$$

$$i = 1, 2, 3, \dots, 58$$

$$t = 1, 2, 3, \dots, 22$$

若檢定結果棄卻  $H_0$ ，則表示新上市股票具有短期超額報酬存在，反之則否。

##### 二、複迴歸分析

複迴歸分析又稱多元分析，其主要目的在建立應變數與一組解釋變數之間的關係。本研究根據前面章節所建立之假說，即首次增加發行股數、上市公司每人

營收比、負債比率、淨資產收益比、每股盈餘、中籤率、當月上市家數、承銷價以及承銷商承銷件數等九項因素作為一組解釋性變數，藉由複迴歸分析找出影響新上市股票短期超額報酬率之因素。茲將本研究所運用之複迴歸分析模型與其應符合之假設分述如下：

#### 1、 複迴歸模型

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_9 X_9 + \varepsilon_i$$

$Y_i$  = 應變數第  $i$  個觀察值

$\beta_0$  = 截距項

$\beta_i$  = 第  $i$  個自變數之係數

$X_{1,i}$  = 第  $i$  個自變數之首次公開發行股數

$X_{2,i}$  = 第  $i$  個自變數之每人營收比率

$X_{3,i}$  = 第  $i$  個自變數之負債比率 1896

$X_{4,i}$  = 第  $i$  個自變數之淨資產收益率

$X_{5,i}$  = 第  $i$  個自變數之每股盈餘

$X_{6,i}$  = 第  $i$  個自變數之中籤率

$X_{7,i}$  = 第  $i$  個自變數之當月上市公司家數

$X_{8,i}$  = 第  $i$  個自變數之承銷價

$X_{9,i}$  = 第  $i$  個自變數之承銷商之聲望

$\varepsilon_i$  = 殘差項

## 2、變異數齊一性(Homoscedasticity)之檢定

在迴歸分析中，殘差項(Residuals)代表觀測值與估計值之間的距離，必須假設殘差項具有共同之變異數。若是此一假設無法滿足，則所求得之估計式雖然可以滿足不偏性(Unbiasedness)，但已不具備有效性(Efficiency)，亦即變異數非為最小。因此欲檢定殘差項之變異數是否具備齊一性質，本研究採用殘差圖分析加以檢定。殘差圖仍是以殘差項對自變數觀察值或應變數預測值的關係圖。若殘差項隨機散佈在橫軸上、下側，則可以判定殘差項之變異數且有齊一性。

## 3、獨立性(Independence)之檢定

迴歸分析之獨立性假設乃是指殘差項之間必須相互獨立。本研究將採用 Durbin-Watson 檢定來判定殘差項是否具有獨立性。其檢定量 D 值若是落在 2 附近時，則可判定殘差項之間無自我相關。

## 4、無線性重合(Multicollinearity)之檢定

線性重合乃是指自變數彼此之間存在著某些程度之相關性。當線性重合時，將使迴歸係數之變異數變得很大，而使迴歸係數之檢定值 t 值變小，而無法棄卻  $H_0: \beta_j=0$  之虛無假設。而且將呈現個別自變數對應變數之解釋能力很低，但整體自變數對應變數呈現高解釋能力之狀況。一般檢定線性重合之方法為計算每一變數之變異數膨脹因素值(Variance Inflation Factor, VIF)，其計算方式如下：

$$VIF = \frac{1}{(1 - R^2)}$$

當  $R^2$  愈大時，則  $(1 - R^2)$  愈小， $VIF(x)$  愈大，表示其線性重合愈嚴重。若 VIF 大於 10 時，則判定其線性存在，反之則否。

## 5、常態分配檢定

殘差項符合常態分配為迴歸分析之基本假設之一，因此，在從事迴歸分析時必須檢定迴歸模式中之殘差項是否符合常態分配，故本研究以  $\omega$  統計量檢定常態分配。檢定統計量  $\omega$  介於 0 與 1 之間之數值，若  $\omega$  愈接近 1，則表示殘差項成常

態分配，若愈接近 0，則殘差項愈不符合殘差分配。

## 6、 t 檢定

t 檢定用於檢定每一自變數  $X$  與應變數  $Y$  之間是否具有線性關係，亦即檢定其每一自變數之迴歸係數是否有意義，其假設如下：

$$H_0: \beta_i = 0$$

$$H_1: \beta_i \neq 0$$

$$\text{檢定統計量 } t = \frac{\hat{\beta}}{S_{\beta_i}} \sim t(N - 1)$$

$$i = 0, 1, 2, 3, \dots, 9$$

$$N = 58$$

若檢定之結果推翻虛無假設，則表示  $X$  與  $Y$  之間存在線性關係，反之則反。

## 7、 F 檢定

F 檢定用於檢定自變數之集合與應變數之間是否存在有顯著關係，其假設如下：

$$F = \frac{MSR}{MSE} = \frac{SSR / V}{SSE / (N - V - 1)} \sim F(V, N - V - 1)$$

$$N = 58$$

$$V = 9$$

## 8、 判定係數( $R^2$ )與調整後判定係數(Adjusted $R^2$ )

判定係數  $R^2$  主要用來解釋所得到的迴歸式是否適當，亦即迴歸模式的解釋能力。其計算方式如下：

$$R^2 = \frac{SSR}{SST} = 1 - \frac{SSE}{SST}$$

若  $R^2$  愈接近 1，則表示迴歸模式之解釋能力愈強。然而，在複迴歸模式中，若不考慮取樣成本因素及自由度，則自變數愈多則  $R^2$  會愈接近 1，然而，許多新增之自變數對迴歸而言可能會不相關，則所得之迴歸模式即無意義。因此，本研究將藉由調整判定係數  $Adj R^2$  來彌補此一缺點，其計算方式如下：

$$AdjR^2 = 1 - \frac{MSE}{MST}$$



## 第五節 小結

根據本章之研究設計與研究假設，本研究首先對中國大陸新上市股票短期超額報酬進行平均數  $t$  檢定，以確定中國大陸新上市股票之短期超額報酬率確實存在。若檢定結果為短期超額報酬確實存在，則本研究將依據前面所述，以首次新增股數、上市公司每人營收比率、負債比率、淨資產收益率、每股盈餘、中籤率、當月上市公司家數、承銷價及承銷商聲望等九項因素與中國大陸創業板新上市股票第一天上市後之超額報酬率來建立一組複迴歸模型。

當複迴歸模型建立之後，必須同時對其模型來進行變異數齊一性之檢定、獨立性之檢定及無線性重合之檢定，以符合複迴歸模型之基本假設。當複迴歸之基本假設檢定無誤後，則以  $t$  檢定來檢定每一自變數與應變數之間是否具有線性關係，再以  $F$  檢定來檢驗自變數之集合與應變數之間是否存在有顯著關係。當先前所建立之複迴歸模型通過所有檢定後，則最後所得知自變數亦即為本研究所求得到之影響中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬率之顯著因素。

最終之複迴歸模型確立後，本研究將分別採用判定係數  $R^2$  及調整後判定係數  $AdjR^2$  來求得本研究篩選出之影響中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬率之因素對其短期超額報酬率之解釋能力。對於實證結果於後面章節將有詳盡說明之。



## 第四章 實證結果與分析

根據前面章節所敘述本研究設計後，本章第一節將對本研究所取得之創業板新上市股票進行樣本基本資料分析；第二節將以平均數 t 檢定來檢驗中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬率是否存在；第三節將以全體變數及逐步迴歸之複迴歸模型求得影響中國大陸創業板短期超額報酬率之因素；第四節將針對創業板市場所得到之實證結果進行分析。

### 第一節 基本資料分析

本節主要在所取得之樣本集合，作一敘述性統計分析。本研究樣本數於創業板新上市股票為 58 家(於附錄一)，本節敘述性統計分析之項目包括樣本集合中之平均數、標準差、極大值、極小值及樣本集合中各自變數之間之相關係數，藉由樣本集合之敘述性統計分析可使我們對樣本集合中之樣本有基本之了解，更可對樣本之變異狀況、極端值及變異關係進行分析。

本研究範圍中，創業板市場基本資料統計如下表 4-1 所示，在表中發現首次公開發行股數差異頗大，因每家公司股本不同，雖法令規定需釋股 25%，但就股數而言差異很大；另一項每人貢獻度，因產業不同最大值與最小值差異近 20 多倍；在中籤率部分最小值為 0.00314，可見創業板新股發行時，投資人認購踴躍之情形，故也是本研究探討短期超額報酬率原因之一。

變數名稱	平均值	最大值	最小值	標準差
首次公開發行股數	18,307,078	53,000,000	8,000,000	8,205,708
每人貢獻度(千元/RMB)	582.0558	1,713.4150	80.2188	378.7409
負債比率	31.5528%	78.1946%	4.8128%	16.6373%
淨資產收益率	12.7154%	33.2799%	3.6830%	6.0757%
每股盈餘(元)	0.6360	2.150	0.270	0.3643
中籤率	0.7564%	1.350%	0.314%	0.2622%
當月上市家數	10	28	-	10
承銷價(元)	29.5	88	11.3	13.8650
承銷商聲望	2	7	1	1

表 4-1 創業板研究變數基本資料統計表

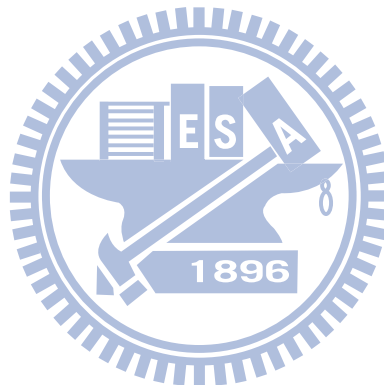


變數	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
X1	1								
X2	0.3458	1							
X3	0.0434	0.4690	1						
X4	-0.224	-0.157	-0.108	1					
X5	-0.249	-0.161	-0.162	0.473	1				
X6	-0.079	0.0263	-0.109	0.410	0.555	1			
X7	0.2109	0.2845	-0.079	-0.176	-0.363	0.072	1		
X8	-0.228	-0.1126	-0.032	0.585	0.858*	0.529	-0.336	1	
X9	-0.039	-0.0564	-0.083	0.059	0.174	0.197	-0.249	0.180	1

\*表高度相關

表 4-2 自變數間之相關係數

- X1: 首次公開發行股數
- X2: 每人貢獻度(千/RMB)
- X3: 負債比率
- X4: 淨資產收益率
- X5: 每股盈餘(元)
- X6: 中籤率
- X7: 當月上市家數
- X8: 承銷價
- X9: 承銷商聲望



## 第二節 創業板新上市股票短期超額報酬檢定

根據本研究第三章研究假說中所敘述之假說一：中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬率存在，本研究以顯著水準為 0.05 為標準之下對創業板之樣本進行平均數 t 檢定，以檢定新上市股票短期是否存在超額報酬率。

下面表 4-3 揭示平均超額報酬率檢定表，在顯著水準為 0.05 下，創業板新上市股票於上市首日顯著有正超額報酬率存在，且平均超額報酬率達 65.58%，但從上市次日起連續兩日有顯著負的報酬率，而平均短期報酬率則低於首日，由下表 4-3 的 P-Value 及信賴區間檢定結果可知。

本研究之假說一「中國大陸創業板新上市股票短期超額報酬率」存在，且正的超額報酬率之存續期間僅為上市首日一天。投資人認購新上市股票後於第一天在交易市場選擇賣出將可獲較大利潤。

上市天(期間)	平均值	信賴區間		上市天(期間)	P_VALUE
1	65.58%	53.02%	78.13%	1	<.0001*
2	-5.60%	-7.70%	-3.50%	2	<.0001*
3	-3.70%	-5.20%	-2.20%	3	<.0001*
4	-2.90%	-7.80%	2.03%	4	0.2434
5	1.16%	0.39%	1.93%	5	0.0037*
6	-2.90%	-6.40%	0.64%	6	0.1069
7	-2.20%	-2.70%	-1.70%	7	<.0001*
8	-1.70%	-2.30%	-1.10%	8	<.0001*
9	0.77%	0.05%	1.49%	9	0.0376*
10	0.06%	-0.90%	1.00%	10	0.8917
11	1.30%	0.16%	2.44%	11	0.0266*
12	-0.90%	-1.50%	-0.30%	12	0.0021*
13	0.33%	-0.30%	0.97%	13	0.2979
14	2.79%	2.03%	3.56%	14	<.0001*
15	2.10%	0.92%	3.28%	15	0.0007*
16	0.16%	-0.90%	1.19%	16	0.7624
17	-1.70%	-5.30%	1.89%	17	0.3469
18	-1.40%	-2.20%	-0.60%	18	0.0014*
19	0.81%	0.02%	1.61%	19	0.0459
20	-2.30%	-8.30%	3.62%	20	0.4348
21	-4.30%	-10.60%	1.93%	21	0.1719
22	-3.00%	-6.90%	0.81%	22	0.1196

以一個月實際交易日 22 日為計算

\*表示顯著水準為 0.05 時短期超額報酬率顯著

表 4-3 創業板新上市股票平均超額報酬率統計表

### 第三節 複迴歸結果與分析


本節首先將以所有變數之複迴歸分析模式，分別對創業板首次公開發行股數、上市公司每人營收比率、負債比率、淨資產收益率、每股盈餘、中籤率、當月上市家數、承銷價及承銷商聲望等九項可能影響短期超額報酬率之九項因素進行檢定。其次，將以逐步迴歸變數篩選方式求得可能影響短期超額報酬率之因素，茲分述如下：

#### 一、 所有變數的複迴歸分析

所有變數的複迴歸分析乃是將本研究所選定之九項可能影響短期超額報酬率之因素全部放入複迴歸模型中，並針對本研究第三章第三節之假說二至假說十，分別檢定假說是否成立，以建立複迴歸模型，並予以篩選出顯著影響短期超額報酬率之因素。

表 4-4 所有變數的複迴歸分析之結果，其中 F 檢定之檢定統計量  $F=13.97$ ， $P\text{-Value}<0.0001$ ，在顯著水準為 0.05 時，複迴歸模型顯著。

但在個別變數的檢定上，殘差項不符合常態分配性，故改採較嚴謹逐步迴歸模式(Stepwise)來進行解釋變數篩選。



Source	DF	Sum of Squares	Mean Square	F Value	Pr > F
Model	9	9.17793919	1.01977102	13.97	<.0001
Error	48	3.50412222	0.07300255		
Corrected Total	57	12.6820614			

表 4-4 所有變數複迴歸分析結果

基於以上變數所成立之複迴歸模型成立後，本研究需對之前第三章所建立之假說二到假說十，加以檢定自變數與應變數之間是否存在線性關係，檢定如下：

假說二：「首次公開發行增加股數對短期超額酬率有顯著負相關影響性」

本研究以 t 檢定來檢定首次公開發行股數對短期超額報酬率是否存在線性關係，經過迴歸分析模式運算後得到檢定統計量  $t=0.98$ ， $P\text{-Value}$  值=0.331 如

表 4-5 所示，故顯著水準為 0.05 下可判定公開發行量大小與短期超額報酬率不具有線性關係，也就是說假說二「首次公開發行增加股數對短期超額酬率有顯著影響」若呈現負相關則不成立。

假說三：「上市公司每人營收比率對短期超額報酬率有顯著正相關影響性」

本研究以 t 檢定來檢定上市公司每人營收比率與短期超額報酬率是否存在線性關係，經過迴歸分析模式運算後得到檢定統計量  $t=0.47$ ，P-Value 值 = 0.6393 如表 4-5 所示，故在顯著水準為 0.05 時可判定上市公司每人營收比率與短期超額酬率不存在線性關係，也就是假設三「上市公司每人營收比率對短期超額報酬率有顯著影響」若呈正相關則不成立。

假說四：「負債比率對短期超額酬率有顯著負相關影響性」

本研究以 t 檢定來檢定負債比率與短期超額報酬率是否存在線性關係，經過迴歸分析模式運算後得到檢定統計量  $t=0.01$ ，P-Value 值 = 0.992，如表 4-5 所示，故在顯著水準為 0.05 時可判定上市公司負債比率與短期超額酬率不具有線性關係，假說四「負債比率對短期超額酬率有顯著影響」若呈負相關則不成立。

假說五：「淨資產收益率對短期超額報酬率有顯著正相關影響性」

本研究以 t 檢定來檢定淨資產收益率與短期超額報酬率是否存在線性關係，經過迴歸分析模式運算後得到檢定統計量  $t=0.13$ ，P-Value 值 = 0.8992 如表 4-5 所示，故在顯著水準為 0.05 時可判定上市公司淨資產收益率與短期超額酬率不存在線性關係，故假說五「淨資產收益率對短期超額報酬率有顯著影響」若呈正相關則不成立。

假說六：「每股盈餘對短期超額報酬率有顯著正相關影響性」

本研究以 t 檢定來檢定每股盈餘與短期超額報酬率是否存在線性關係，經過迴歸分析模式運算後得到檢定統計量  $t=0.89$ ，P-Value 值 = 0.3788，如表 4-5 所示，故在顯著水準為 0.05 時可判定上市公司每股盈餘與短期超額酬率不存在線性關係，故假說六「每股盈餘對短期超額報酬率有顯著影響」若呈正相關則不成立。

假說七：「中籤率對短期超額報酬率有顯著負相關影響性」

本研究以 t 檢定來檢定中籤率與短期超額報酬率是否存在線性關係，經過迴

歸分析模式運算後得到檢定統計量  $t = -2.65$ ，P-Value 值 = 0.0109，如表 4-5 所示，故在顯著水準為 0.05 時可判定上市公司中籤率與短期超額報酬率存在線性關係，故假說七「中籤率對短期超額報酬率有顯著影響」呈負相關則獲得實證結果支持。

假說八：「當月上市公司家數對短期超額報酬率有顯著正相關影響性」

本研究以 t 檢定來檢定當月上市公司家數與短期超額報酬率是否存在線性關係，經過迴歸分析模式運算後得到檢定統計量  $t = 7.32$ ，P-Value 值  $< 0.0001$  如表 4-5 所示，故在顯著水準為 0.05 時可判定當月上市家數與短期超額報酬率存在線性關係，故假說八「當月上市公司家數對短期超額報酬率有顯著影響」若呈正相關則獲實證結果支持。

假說九：「承銷價對短期超額報酬率有顯著負相關影響性」

本研究以 t 檢定來檢定承銷價與短期超額報酬率是否存在線性關係，經過迴歸分析模式運算後得到檢定統計量  $t = -1.22$ ，P-Value 值 = 0.2288，如表 4-5 所示，故在顯著水準為 0.05 時可判定上市公司承銷價與短期超額報酬率不存在線性關係，故假說九「承銷價對短期超額報酬率有顯著影響」若呈負相關則不成立。

假說十：「承銷商之聲望對短期超額報酬率有顯著正相關影響性」

本研究以 t 檢定來檢定承銷商聲望與短期超額報酬率之關係，以承銷商所承銷上市公司件數與短期超額報酬率是否存在線性關係，經過迴歸分析模式運算後得到檢定統計量  $t = 0.88$  P-Value 值 = 0.3859，如表 4-5 所示，故在顯著水準為 0.05 時可判定上市公司承銷商之聲望與短期超額報酬率不存在線性關係，故假說十「承銷商之聲望對短期超額報酬率有顯著影響」若呈正相關則不成立。

Variable	DF	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr >  t	Variance Inflation
Intercept	1	0.14768	0.23806	0.62	0.5379	0
X1(首次公開發行股數)	1	4.93E-09	5.02E-09	0.98	0.3313	1.32682
X2(每人貢獻度(千	1	0.00005555	0.00011777	0.47	0.6393	1.55349
X3(負債比率)	1	0.00249	0.25673	0.01	0.9923	1.42453
X4(淨資產收益率)	1	0.10207	0.80155	0.13	0.8992	1.85177
X5(每股盈餘(元))	1	0.21132	0.23791	0.89	0.3788	5.86488
X6(中籤率)	1	-48.87865	18.46018	-2.65	0.0109	1.82918
X7(當月上市家數)	1	0.04177	0.00571	7.32	<.0001	2.03159
X8(承銷價)	1	-0.00824	0.00676	-1.22	0.2288	6.85767
X9(承銷商聲望)	1	0.01681	0.01922	0.88	0.3859	1.17022

表 4-5 所有變數複迴歸自變數分析表



Tests for Normality				
Test	Statistic		p Value	
Kolmogorov-Smirnov	D	0.11436	Pr > D	0.0582

表 4-6 殘差項常態性分配檢定

在殘差項的常態性檢定方面，由上表可看到 KS 檢定的 P-Value 值 0.0582，故不拒絕  $H_0$ ，即此模式下之殘差符合常態分配。

在殘差項的恆常性檢定方面，圖 4-1 為創業板市場所有變數複迴歸模型中殘差項與預測值之散佈圖，殘差項隨機散佈於零之間，故殘差項應具有恆常性。基於上述檢定結果，所有變數複迴歸模型可成立。

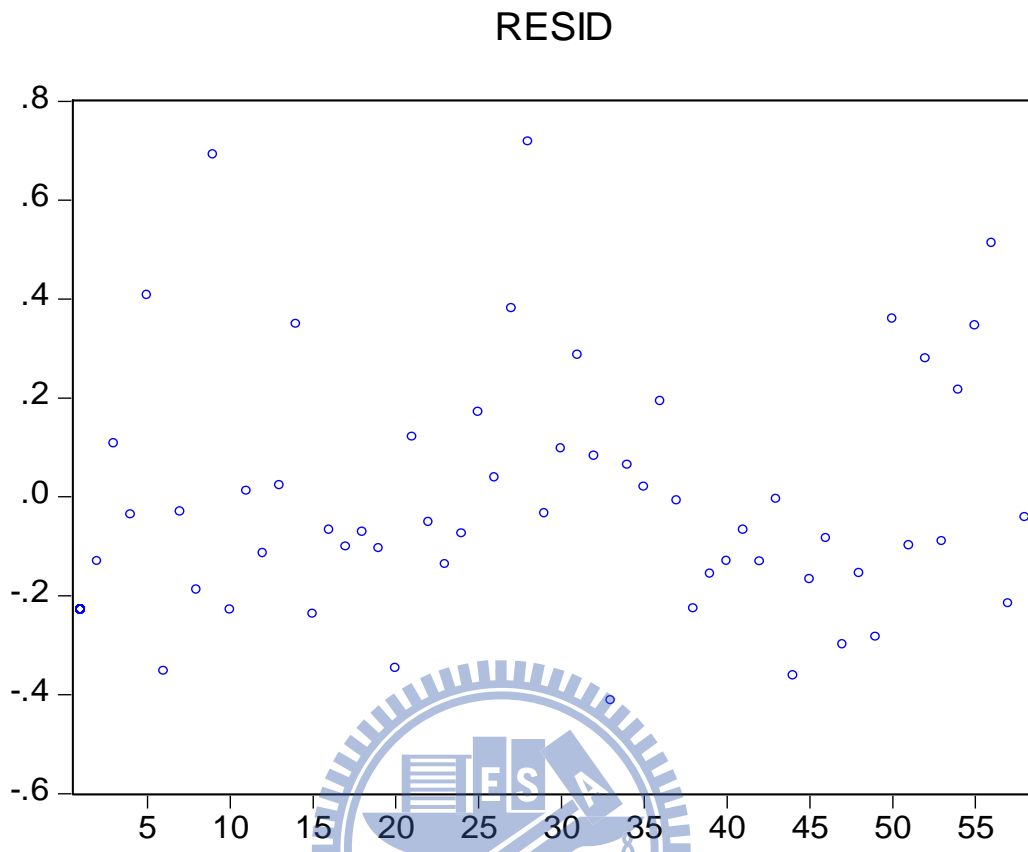


圖 4-1 迴歸模型之殘差項與預測值散佈圖



## 二、 逐步迴歸模式(Stepwise)分析

逐步迴歸為迴歸分析變數選取方法中較為嚴謹之方法。逐步迴歸首先考慮所有可能解釋變數的簡單線性迴歸，先針對全部變數進行共線性檢定，以了解是否有部份變數間具有共線性存在，可事先予以刪除高度共線的變數之一，依此原則交叉循環進行檢測，直到所有保留在迴歸模型中的解釋變數達到顯著水準，刪掉解釋變數為不顯著變項為止。

若變異數膨脹因素(Variance Inflation Factor, VIF) >10 則表示此變數與其他變數間有共線之情形存在，但由表 4-5 可知，變異數膨脹因素(VIF)皆低於 10，故表示此 9 個解釋變數間不存在共線性。

採逐步迴歸後，在變數進入迴歸程式及移除的型一(Type I error)誤差值為 0.05 下。整體模型的 P-Value < 0.05，故整體模型之迴歸配適是顯著的。

最終進行模型之變數為 X6(中籤率)、X7(當月上市家數)。

Step	Variable Entered	Variable Removed	Number of Vars In	Partial R-Square	Model R-Square	F Value	Pr > F
1	x7		1	0.5996	0.5996	83.85	<.0001
2	x6		2	0.0981	0.6977	17.86	<.0001

表 4-7 逐步迴歸分析結果

Parameter Estimates					
Variable	DF	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr >  t
Intercept	1	0.24917	0.12153	2.05	0.0451
x6	1	-57.21333	13.53856	-4.23	<.0001
x7	1	0.04375	0.00397	11.02	<.0001

表 4-8 逐步迴歸自變數分析表

經過上述之檢定後我們可以建立迴歸模型

$$y = 0.24917 - 57.21333 X_6 + 0.04375 X_7$$

X6: 中籤率

X7: 當月上市家數

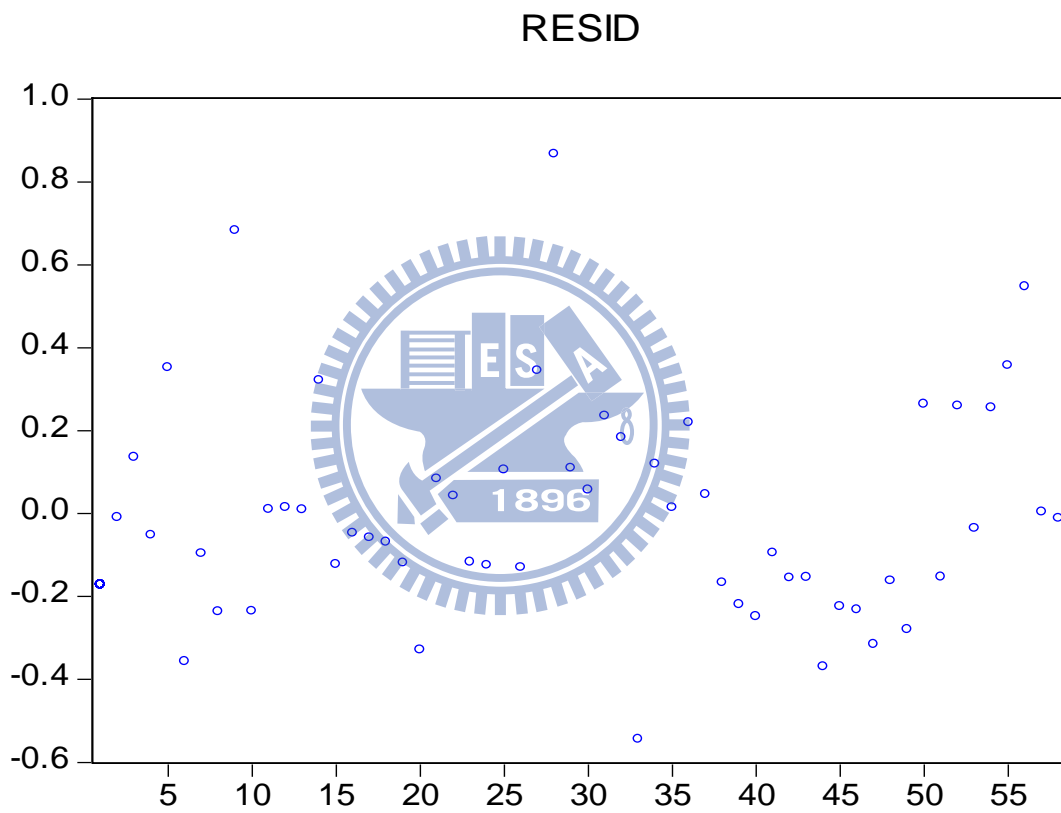


圖 4-2 逐步迴歸之殘差項與預測值散佈圖

## 第四節 實證結果分析

### 一、 短期超額報酬率結果分析

由本章第一節中之平均數 t 檢定之結果我們得知，創業板新上市股票上市首日存在短期超額正的報酬率，其平均超額報酬率為 65.576%，但從上市次日起連續兩日超額報酬率經實證結果分析後有呈顯著水準，卻呈現負的報酬率，此一現象與中國大陸創業板新上市股票首日沒有漲跌停限制有關之外，新上市股的股價隨著市場供需也作充分之調整，達到市場所認可之價格，加上新上市程序與核准程序過於困難，導致企業上市資格就有壟斷性及高度市場價值，具有超額報酬率就不難理解。以中國大陸目前低利率政策，實質利率為負，低利率使中國大陸股民爭相投入股市，以賺取更多獲利。故實證結果得知，創業板新上市股票首日之平均超額報酬率顯著存在，但在第二日起由於市場已充分反應投資人所認同之股價，若投資人掛牌第一天交易日沒有選擇賣出，第二天交易日起以較首日股價低，就報酬率而言，已低於掛牌第一天，加上創業版本身特性，因風險性較高，除享有較高股價本益比，承銷商在認股階段也同時確實告知投資人股票投資存在風險性，因此，在 IPO 過程與交易過程中雖有高達 97% 散戶認股，在交易過程在經過第一天激情後，掛牌交易第二日起，日平均超額正報酬就不存在，而呈現負的報酬率；且六批分批掛牌新上市公司交易股票，因標的物不同、掛牌時間不同，本研究期間採中小板大盤指數波動率不同，超額報酬率自有其差異性。

### 二、 所有變數迴歸結果分析

根據所有變數迴歸之實證結果，本研究得知影響創業板市場短期超額報酬率之因素，計有中籤率與當月上市家數兩變數。對投資人而言，中籤率愈低，表示投資人參與抽籤意願愈高，相對市場而言，所增加公開發行之股數在固定情況下，中籤率與超額報酬呈現負向相關性，與前面章節中，本研究所作之假設是相同的；當月上市家數亦影響創業板市場的短期超額報酬率，其原因乃創業板是新創設之初級市場，一般投資人之投資行為可能偏好波動性大且風險高市場，相對性的報酬率亦較高，當股市有多頭行情時，未上市公開發行公司亟於在資本市場上籌資，以利擴大規模。因此，目前創業板市場尚有 190 餘家已公開發行公司，排隊欲在創業板掛牌交易，而投資人在經濟景氣較佳且股市交易熱絡時，參與股市交易意願相對較高，就投資行為上屬於從眾之行為，故當月上市家數愈多，其超額報酬率有愈高之現象產生，因此，與前面章節所作之假設之一，當月上市家數對短期超額報酬率呈現正向影響。

### 三、 逐步迴歸結果分析

逐步迴歸選取之影響創業板市場短期超額報酬率因素為中籤率與當月上市家數，如同所有變數迴規模型結果相同，中籤率與短期超額報酬率呈負相關，另一影響短期超額報酬率之因素為當月上市家數，依創業板第一批掛牌上市共計有 28 家，此批掛牌第一天比其他五批掛牌交易享有更高的超額報酬率，其最高報酬率高達 209.73%，最低報酬率為 75.84%，均高過於所有六批平均超額報酬率 65.576%，其餘五批因上市家數較第一批 28 家少，因此，在超額報酬率中大多數均低於平均報酬率 65.576%，僅有一家在 2010 年 2 月 26 日掛牌時期超額報酬率略高於超額報酬率 65.567%，因此，本研究假設當月上市家數愈多，其短期超額超額報酬率呈正相關與創業板市場實際交易狀況相符。

### 四、 六批不同時期分批掛牌交易新上市公司之比較

六批不同時期分批掛牌交易新上市股票，就短期超額報酬率言，與大盤指數兩者相對照下，整體大盤波動性與漲跌幅並不大，然而，分批不同時期掛牌交易之新上市公司，後五批掛牌交易的新上市公司，其超額報酬率卻無法超越平均超額報酬率 65.567%。首批上市交易的 28 檔新上市公司平均漲幅達 106.23%，本益比約為 86 倍，總市值達 1399.67 億元。如果以中小板在 2004 年 6 月開市，8 檔中小板交易股票，首日平均上漲 130% 來看，歷經首日激情之後，連續兩日均以跌停收市，與本研究創業板實證研究相符，本研究創業板市場第二日起，日平均報酬率也呈現負的報酬率；換言之，除第一批掛牌上市公司享有較高的超額報酬率外，可能原因是投資人對於創業板市場較陌生外，預期報酬率也相對較高；另一原因是與本研究實證結果中當月上市家數呈現正相關，第一批新掛牌交易上市公司計有 28 家，投資人會有從眾之投資行為現象發生，等待投資人激情冷卻之後，在不同時期分批掛牌交易之新上市公司，後五批掛牌新上市公司報酬率就低於平均超額報酬率。第四批有八檔創業板新股首日收盤漲幅僅為 22.97%，與前三批新上市股票首日平均漲幅 106%、45%、32% 相比，每況愈下，如果投資人在首日買進創業板股票，約九成股民將會被套牢，創業板市場仍具高風險性。

### 五、 小結

本研究以所有變數及逐步迴歸兩種變數選取方式所建立複迴歸模型，以求出影響新上市股票短期超額報酬率之因素，實證結果顯示不論以何種變數選取方式建立複迴歸模式，創業板新上市股票中，僅有兩種變數來影響短期超額報酬率。此外，創業板市場所有變數迴歸模型之判定係數  $R^2$  為 0.723695，因本研究樣本數為 58 筆，故採調整後判定係數  $AdjR^2$  為 0.671887，經實證結果分析後所建立

之複迴歸模型具有解釋能力。

## 第五章 結論與建議

### 第一節 結論

本研究主要探討創業板市場自創板以來開始交易的短期超額報酬率，時間自2009年10月30日起至2010年2月26日新上市交易的股票短期超額報酬率及其影響短期超額報酬率的因素，根據前面第四章所得知實證結果與分析，可分別歸納以下結論：

- 一、 在研究期間，創業板新上市股票的確出現上市首日起超額報酬率確實存在，且平均超額報酬率達65.657%，但是實證結果檢定分析後，上市次日起超額報酬率則不存在。
- 二、 所有迴歸分析模式中，本研究設定解釋變數中影響短期超額報酬率者有：中籤率與當月上市家數兩解釋變數，以所有迴歸模型分析方式得知，中籤率與短期超額報酬率呈現負相關，亦即當中籤率愈低時，超額報酬率愈高；另一自變數影響短期超額報酬率是當月上市家數，呈現正相關，以本研究設定解釋變數，與實際市場交易情況相符，當月上市家數愈多者，愈受到投資人注意，並能影響短期超額報酬率。
- 三、 以所有迴歸分析模式方式得知，短期超額報酬率不受每人貢獻度、負債比率、淨資產收益率、每股盈餘、承銷價、承銷商聲望等變數之影響。
- 四、 以逐步迴歸方式得知，本研究乃受中籤率與當月上市家數影響，故逐步迴歸與所有迴歸模式所顯示影響解釋變數均相同為中籤率與當月上市家數兩解釋變數。
- 五、 股票市場為經濟的先行指標，創業板市場存在高風險與高報酬特性，因其產業特性以小型、高成長及新興產業，與中國大陸所建立之多層次資本市場，享有更高的本益比。在創業板中第一批掛牌交易的「神州泰岳」個股，目前已成為中國大陸上市股票交易市場中新股王，創業板市場的確充滿超額報酬率的想像空間。



## 第二節 建議

- 一、 目前仍在排隊等創業板掛牌交易的公開發行未上市公司計有 190 餘家，本研究實證中發現中籤率與當月上市家數會影響短期超額報酬率，若可考量近期掛牌中籤率高低以及當月上市家數來決定發行價格。
- 二、 創業板新股上市首日存在短期超額報酬率，依據深交所所公布新聞資料中，散戶交易比重佔大多數，因此，投資人在認購新股時除考量風險性之外，也可依照本研究逐步迴歸所得之模式，衡量其上市之後可能超額報酬率之高低，以作為投資認股時參考價格之依據。
- 三、 本研究時間點約為創業板開板後四個月時間，樣本數僅為 58 檔個股，後續研究者可針對創業板樣本數部分增加其樣本數，以其分析模式與解釋變數應更為準確。
- 四、 創業板市場為新興交易市場，新上市公司股票股性較為活潑，較吸引投資人青睞，中國大陸證監會與深圳交易所不斷以警語方式呼籲投資人需考量風險性問題，然其交易熱絡，導致日前主管機關發佈新聞，不排除從 A 股上市公司將其子公司分割再創業板上市交易，無非是降低創業板股性波動性較大原因之一，因此，本研究對創業板新上市股票具有短期超額報酬之假設與實際市場交易不謀而合
- 五、 目前創業板市場並無創業板指數，本研究以深圳交易所中小板指數，作為計算市場投資組合報酬之依據，依照中國大陸多層次資本市場之規劃，成指、中小板指數、創業板指數將共同反應深圳股市行情，作為三大核心指數，故建議後續研究者在創業板推出指數時，可採創業板大盤指數來計算市場投資組合報酬，作為衡量標準應更為精確。

附錄一：深圳交易所中小板指數

2009/10/09	4512.72	<b>4664.21</b>	225.67	5.08%
2009/10/12	4681.77	<b>4669.13</b>	4.92	0.10%
2009/10/13	4653.69	<b>4726.30</b>	57.17	1.22%
2009/10/14	4742.92	<b>4728.16</b>	1.86	0.03%
2009/10/15	4752.65	<b>4729.72</b>	1.56	0.03%
2009/10/16	4736.63	<b>4736.16</b>	6.44	0.13%
2009/10/19	4740.00	<b>4834.51</b>	98.35	2.07%
2009/10/20	4858.48	<b>4913.07</b>	78.56	1.62%
2009/10/21	4905.68	<b>4845.06</b>	-68.01	-1.38%
2009/10/22	4831.43	<b>4864.13</b>	19.07	0.39%
2009/10/23	4874.29	<b>4926.14</b>	62.01	1.27%
2009/10/26	4944.92	<b>4962.73</b>	36.59	0.74%
2009/10/27	4936.23	<b>4850.25</b>	-112.48	-2.26%
2009/10/28	4836.98	<b>4900.07</b>	49.82	1.02%
2009/10/29	4843.92	<b>4833.86</b>	-66.21	-1.35%
2009/10/30	4891.71	<b>4882.35</b>	48.49	1.00%
2009/11/02	4793.42	<b>5048.33</b>	165.98	3.39%
2009/11/03	5064.77	5142.45	94.12	1.86%
2009/11/04	5153.02	5194.51	52.06	1.01%
2009/11/05	5199.34	5222.99	28.48	0.54%
2009/11/06	5240.98	5221.44	-1.55	-0.02%
2009/11/09	5224.84	5253.11	31.67	0.60%
2009/11/10	5275.82	5256.87	3.76	0.07%
2009/11/11	5247.05	5268.37	11.5	0.21%
2009/11/12	5277.22	5313.47	45.1	0.85%
2009/11/13	5300.75	5405.22	91.75	1.72%
2009/11/16	5444.93	5518.28	113.06	2.09%
2009/11/17	5526.81	5537.05	18.77	0.34%
2009/11/18	5538.76	5553.27	16.22	0.29%
2009/11/19	5561.94	5638.31	85.04	1.53%
2009/11/20	5626.93	5656.58	18.27	0.32%
2009/11/23	5658.92	5763.29	106.71	1.88%
2009/11/24	5781.03	<b>5478.94</b>	-284.35	-4.93%
2009/11/25	5462.82	5666.04	187.1	3.41%
2009/11/26	5663.2	5416.3	-249.74	-4.40%



2009/11/27	5352.1	5320.37	-95.93	-1.77%
2009/11/30	5361.39	5558.48	238.11	4.47%
2009/12/01	5567.8	5705.05	146.57	2.63%
2009/12/02	5727.92	5769.87	64.82	1.13%
2009/12/03	5765.44	5817.43	47.56	0.82%
2009/12/04	5806.86	5669.77	-147.66	-2.53%
2009/12/07	5664.66	5766.35	96.58	1.70%
2009/12/08	5771.76	5754.08	-12.27	-0.21%
2009/12/09	5700.43	5671.25	-82.83	-1.43%
2009/12/10	5688.83	5720.13	48.88	0.86%
2009/12/11	5733.63	5724.04	3.91	0.06%
2009/12/14	5719	5715.42	-8.62	-0.15%
2009/12/15	5710.15	5737.29	21.87	0.38%
2009/12/16	5719.96	5690.31	-46.98	-0.81%
2009/12/17	5688.33	5522.16	-168.15	-2.95%
2009/12/18	5471.37	5358.48	-163.68	-2.96%
2009/12/21	5353.88	5418.48	60.2	1.12%
2009/12/22	5425.2	5316.1	-102.58	-1.89%
2009/12/23	5312.13	5440.06	123.96	2.33%
2009/12/24	5449.2	5629.38	189.32	3.48%
2009/12/25	5623.57	5651.19	21.81	0.38%
2009/12/28	5662.6	5739.58	88.39	1.56%
2009/12/29	5741.88	5795.32	55.74	0.97%
2009/12/30	5789.09	5765.48	-29.84	-0.51%
2009/12/31	5763.8	5814.99	49.51	0.85%
2010/01/04	5848.81	5843.19	28.2	0.48%
2010/01/05	5844.25	5920.82	77.63	1.32%
2010/01/06	5914.14	5899.34	-21.48	-0.36%
2010/01/07	5886.83	5761.93	-137.41	-2.32%
2010/01/08	5734.57	5820.2	58.27	1.01%
2010/01/11	5842.23	5871.89	51.69	0.88%
2010/01/12	5869.58	6008.24	136.35	2.32%
2010/01/13	5884.92	5981.65	-26.59	-0.44%
2010/01/14	5989.85	6137.26	155.61	2.60%
2010/01/15	6154.99	6189.97	52.71	0.85%
2010/01/18	6179.54	6260.94	70.97	1.14%

2010/01/19	6266.35	6218.92	-42.02	-0.67%
2010/01/20	6216.26	5944.27	-274.65	-4.41%
2010/01/21	5927.49	5968.72	24.45	0.41%
2010/01/22	5906.2	5792.92	-175.8	-2.94%
2010/01/25	5748.73	5738.53	-54.39	-0.93%
2010/01/26	5745.12	5569.46	-169.07	-2.94%
2010/01/27	5565.62	5532.07	-37.39	-0.67%
2010/01/28	5528.71	5603.07	71.15	1.28%
2010/01/29	5580.31	5665.33	62.11	1.10%
2010/02/01	5653.51	5561.01	-104.32	-1.84%
2010/02/02	5571.63	5513.34	-47.67	-0.85%
2010/02/03	5515.28	5576.13	62.79	1.13%
2010/02/04	5555.6	5581.09	4.96	0.08%
2010/02/05	5462.6	5462.78	-118.31	-2.11%
2010/02/08	5455.14	5466.08	3.3	0.06%
2010/02/09	5458.53	5472.77	6.69	0.12%
2010/02/10	5497.57	5562.15	89.38	1.63%
2010/02/11	5560.86	5555.95	-6.2	-0.11%
2010/02/12	5562	5643.12	87.17	1.56%
2010/02/22	5633.31	5625.58	-17.54	-0.31%
2010/02/23	5626.01	5650.96	25.38	0.45%
2010/02/24	5635.14	5796.48	145.52	2.57%
2010/02/25	5808.77	5901.2	104.72	1.80%
2010/02/26	5892.55	5907.48	6.28	0.10%

附錄二 創業板新上市公司

公司代碼	公司簡稱	承銷價	上市掛牌價	收盤價	網上發行中籤率
300001	特瑞德	23.80	42.00	44.00	0.811%
300002	神州泰岳	58.00	100.10	102.90	1.225%
300003	樂普醫療	29.00	61.00	63.40	0.759%
300004	南方風機	22.89	35.00	40.25	1.177%
300005	探路者	19.80	42.00	50.07	0.538%
300006	萊美藥業	16.50	27.45	35.80	0.496%
300007	漢威電子	27.00	44.00	48.71	1.020%
300008	上海佳豪	27.80	43.15	50.81	0.735%
300009	安科生物	17.00	37.00	50.08	0.386%
300010	立思辰	18.00	28.10	33.75	0.653%
300011	鼎漢技術	37.00	66.70	69.01	1.101%
300012	華測檢測	25.78	38.00	45.88	1.258%
300013	新寧物流	15.60	24.50	32.20	0.750%
300014	億佛鋰能	18.00	38.00	43.28	0.700%
300015	愛爾眼科	28.00	48.86	51.90	0.888%
300016	北陸藥業	17.86	29.00	35.60	0.774%
300017	網宿科技	24.00	41.50	44.90	0.971%
300018	中元華電	32.18	47.00	56.70	1.146%
300019	硅寶科技	23.00	38.01	45.28	0.692%
300020	銀江股份	20.00	31.00	36.40	0.587%
300021	大禹節水	14.00	25.60	32.03	0.490%
300022	吉峰農機	17.75	32.25	35.31	0.939%
300023	寶德股份	19.60	32.56	36.08	0.920%
300024	機器人	39.80	74.00	75.15	0.823%
300025	華星創業	19.66	40.00	45.00	0.525%
300026	紅日藥業	60.00	97.15	106.50	1.012%
300027	華誼兄弟	28.58	63.66	70.81	0.614%
300028	金業科技	11.30	20.50	35.00	0.444%
300029	天龍光電	18.18	30.00	29.10	0.398%
300030	陽普醫療	25.00	35.02	35.10	0.526%
300031	寶通帶業	38.00	54.08	56.43	0.565%
300032	金龍機電	19.00	30.90	29.80	0.590%
300033	同花順	52.80	74.00	70.86	0.690%
300034	鋼研高納	19.53	33.40	34.53	0.457%

300035	中科電氣	36.00	49.00	48.42	0.481%
公司代碼	公司簡稱	承銷價	上市掛牌價	收盤價	網上發行中籤率
300036	超圖軟件	19.60	37.50	38.31	0.314%
300037	新宙邦	28.99	38.00	33.70	0.820%
300038	梅泰諾	26.00	36.50	28.67	0.560%
300039	上海凱寶	38.00	45.50	42.18	0.797%
300040	九洲電氣	33.00	43.08	35.97	0.620%
300041	回天膠業	36.40	47.00	38.11	0.860%
300042	朗科科技	39.00	51.00	43.55	0.650%
300043	星輝車模	43.98	50.00	42.57	0.920%
300044	賽為智能	22.00	30.10	25.09	0.370%
300045	華力創通	30.70	43.00	32.40	0.660%
300046	台基股份	41.30	46.50	41.12	0.710%
300047	天源迪科	30.00	35.00	30.33	0.570%
300048	合康變頻	34.16	42.88	46.40	0.730%
300049	福瑞股份	28.98	36.51	29.20	0.620%
300050	世紀鼎利	88.00	121.00	109.28	1.350%
300051	三五互聯	34.00	37.00	37.41	0.603%
300052	中青寶	30.00	36.01	34.50	1.237%
300053	歐比特	17.00	21.01	21.29	0.541%
300054	鼎龍股份	30.55	31.08	33.03	1.350%
300055	萬邦達	65.29	85.01	81.03	1.245%
300056	三維絲	21.59	35.00	37.96	0.681%
300057	萬順股份	18.38	20.58	20.99	0.808%
300058	藍色光標	33.86	43.60	39.98	0.713%

## 參考文獻

- 1、 王志妮、譚雅娟、賈曉彬，我國新股發行定價的市場化研究，統計與決策，2005.6，90-92
- 2、 尹中立、沈東濤，新股發行定價制度的改革與反思，時代經貿，2004.6
- 3、 朱立倫，台灣股市新上市股票蜜月現象之研究，證券市場發展季刊，第九卷第一期，1995
- 4、 林象山，承銷商信譽對新上市股票之影響，中國財務學刊，第三卷第一期，1995，119-143
- 5、 林玲羽，新上市公司異常報酬決定因素之實證研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文，1993
- 6、 李博、吳世農，中國股市新股發行的初始報酬率研究，南開管理評論，5，2000，31-36
- 7、 李選民，中國股票發行定價機制探討，中山大學學報論叢，23(a)，2003，70-75
- 8、 李娟、徐文才，我國新股發行定價效率實證研究，企業經濟，2003.6，186-187
- 9、 周士淵，我國新上市股票價格績效之研究，淡江大學管理科學研究所未出版碩士論文，1992
- 10、 柯百齡，台灣新上市股票短期報酬率之探討，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文，1989
- 11、 金麗，中國股票市場 IPOs 超額初始報酬率實證分析，廣東財經職業學院學報，4(1)，2005.2，46-50
- 12、 耿建新、朱保成，A 股、H 股新股初始報酬率比較研究，證券市場導報，2006.4，21-27
- 13、 張慎，台灣新上市股票超額報酬率及其影響因素之實證研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文，1994
- 14、 陳安琳，新上市公司股票相關之理論與實證文獻回顧，管理學報，第十四卷第三期，1997
- 15、 陳秀亮，新上市股票行為探討，中央大學產經所未出版碩士論文，1987
- 16、 陳海明、李東，我國新股發行與上市時間間隔假說實證研究，當代財經，2003，42-44
- 17、 陳家賡，中國大陸新上市股票短期超額報酬率之研究-以 A 股股票為例，淡江大學中國大陸研究所未出版論文，1999
- 18、 夏侯欣榮，新上市股票長期績效之實證研究，國家科學委員會研究彙刊，第七卷第二期，1997，260-275
- 19、 劉力、李文德，中國股市股票首次公開首日起額收益研究，中國會計與財務研究，4，2000，43-48
- 20、 劉中學、林福永，A 股市場初始報酬率定價模型的實證研究，統計與決策，2005.4，14-17

- 21、 潘慈暉，新上市股票異常報酬率及其影響因素之實證研究，台灣大學商學研究所未出版碩士論文，1994
- 22、 魏恆祥，台灣地區新上市股票承銷價格低估及其影響因素之實證研究，淡江大學管理科學研究所未出版碩士論文，1997
- 23、 顧廣平，台灣新上市股票短期與長期績效之再探討，證券市場發展季刊，第十五卷第一期，2003，1-40
- 24、 Allen, F. and Faulhaber, GR., 1989, Signalling by underpricing in the IPO market, *Journal of Financial Economics* 23:303-323.
- 25、 Baker, M. and Wurgler, J., 2000. 10, The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns, *Journal of Financial*, 55(5):2219-2257.
- 26、 Beatty, R.P. and Ritter, J.R., 1986. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics* 15:213-232.
- 27、 Carter, R. and Manaster, S., 1990, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance* 45:1045-1067.
- 28、 Chang, E. C., Cheng, J. W, and Khorana, A., 2000, An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective, *Journal of Banking & Finance* 24, 1651-1679.
- 29、 Ibboston, R. G., 1975, Price Performance of Common Stock New Issue, *Journal of Financial Economics* 2:235-272.
- 30、 Loughran, T., Ritter, J., and Rydqvist, K., 1994, Initial Public Offerings: International insights, *Pacific-Basin Finance Journal* 2:165-199.
- 31、 Loughran, T. and Ritter, J., 2004. Why Has IPO Underpricing Changed over Time, *Financial Management*, 33(3):5-37.
- 32、 Miller, R. and Reilly, F., 1987, An Examination of Mispricing, Return, and Uncertainty for Initial Public Offerings, *Financial Management* 16, 33-38.
- 33、 Mok, H.M. and Hui, Y.V., 1989, Underpricing and aftermarket performance of IPO in Shanghai, China. *Pacific-Basin Finance Journal* 6:453-474.
- 34、 Reilly, F.K. and Hatfield, K., 1969, Investor Experience with New York stock Issues, *Financial Analyst Journal* 25, 73-80.
- 35、 Ritter, J.R. and Welch, I., 2002. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, *Journal of Finance*, 57(4):1795-1828.
- 36、 Welch, I., 1992, Seasoned Offerings, Imitation cost, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Finance* 44, 421-449.