

# 國立交通大學

經營管理研究所

## 碩士論文

我國上櫃轉上市公司股票之研究  
-以異常報酬、知名度及流動性觀點



A Study of GTSM-TSEC Transfer Stocks in Taiwan : the  
Viewpoints of Abnormal Returns, Visibility and Liquidity

研究生：李光田

指導教授：許和鈞教授

中華民國九十三年六月

我國上櫃轉上市公司股票之研究-以異常報酬、知名度及流動性觀點

A Study of GTSM-TSEC Transfer Stocks in Taiwan : the  
Viewpoints of Abnormal Returns, Visibility and Liquidity

研究生：李光田  
指導教授：許和鈞

Student : Kuang-Tien Lee  
Advisor : Her-Jiun Sheu

國立交通大學  
經營管理研究所  
碩士論文



Submitted to Institute 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 2004

Taipei, Taiwan, Republic of China

中華民國 九十三年 六月

我國上櫃轉上市公司股票之研究-以異常報酬、知名度及流動性觀點

研究生：李光田

指導教授：許和鈞

國立交通大學經營管理研究所碩士班

## 中文摘要

證期會為因應加入世界貿易組織，自民國 89 年起簡化上櫃轉上市的制度與流程，以提昇我國集中市場的國際競爭力，因而使轉上市家數迅速成長。進而引發從股東或是投資人的角度探討上櫃轉上市公司之股價行為在轉上市前後是否有差異，亦從公司或經理人的角度探討上櫃轉上市公司在轉上市後的知名度及流動性是否有差異。

本研究以台灣股票市場於民國 85 年至民國 92 年間上櫃轉上市家數為研究對象，以事件研究法分別以轉上市申請日與轉上市掛牌日作為事件日探討轉上市前後的股價行為。結果發現以轉上市申請日為事件日時，全體樣本在事件日前後皆產生負向的異常報酬，且事件日後的負向累積平均異常報酬擴大，僅舊制度樣本群於申請日當日有正向的異常報酬，高獲利樣本群的負向累積平均異常報酬相對最小。造成前後皆產生負向異常報酬的可能原因是受到以上櫃公司股票為投資標的的店頭型共同基金出售轉上市股票、估計期間及其他非轉上市事件的干擾因素影響所造成。以轉上市掛牌日為事件日，全體樣本群在事件日前有正向的異常報酬，事件日當天及事件日後產生負向的異常報酬。此現象在扣除民國 90 年度於事件日前後受到 911 恐怖攻擊與納莉風災事件影響的樣本群後更為明顯，此結果的可能原因是投資人對轉上市宣告過度反應之價格修正所造成。在知名度與流動性方面，上櫃公司轉上市後，全體樣本的知名度與流動性皆有所提昇。

關鍵字：上櫃轉上市、異常報酬、知名度、流動性、事件研究法

# A Study of GTSM-TSEC Transfer Stocks in Taiwan : the Viewpoints of Abnormal Returns, Visibility and Liquidity

Student : Kuang-Tien Lee

Advisor : Her-Jiun Sheu

Institute of Business and Management  
National Chiao Tung University

## Abstract

In response to Taiwan's the join to The World Trade Organization(WTO), the Securities and Futures Commission(SFC) has simplified exchange listing rules and procedures to give the national security market a further competitive edge in 2000. As a result, there is a rapid growth in exchange listing companies. Under these circumstances, the observation and analysis of how pre/post-listing price behavior might change from the views of both stockholders and investors, as well as how the visibility and liquidity of companies might be affected from the standpoints of the companies and managers, become a worthy topic for research.

This study examines the common stocks transfers from the GreTai Securities Market(GTSM) to the Taiwan Stock Exchange Corporation(TSEC) of Taiwan's stock market in the time period of 1996-2003. The approach adopted is the event study methodology. The price behavior based on two different sets of event days are compared. The results show that when the application date is taken to be the event day, the stocks involved in exchange listing experience negative abnormal returns both prior and subsequent to it. Only the old system samples have positive abnormal returns on application date, and the high profit samples have relatively small negative average cumulative abnormal returns. The negative abnormal returns may be caused by the sales of exchange listing stocks by GTSM mutual funds, estimate period, and other non-exchange listing factors. In cases where the listing date is made event day, however, the stocks involved in exchange listing show positive abnormal returns prior to it, but negative abnormal returns thereafter. This phenomenon is even more obvious when we exclude samples from year 2001, leaving aside what influence the 911 terrorist attack and the Nari typhoon during that time might have had. The result may be attributable to a correction in price from investors' overreaction to the listing announcements. From the aspects of visibility and liquidity, overall improvement is found for all sample groups.

Keywords : Exchange listing, Abnormal returns, Visibility, Liquidity, Event study

## 誌謝

從幸運地進入交大經管所就讀到畢業在即，心中充滿著「點滴回憶皆感恩」的心情。首先感謝指導教授許和鈞老師的悉心指導，適時給予畫龍點睛般的指引與建議，而且許老師的身教與言教著實作為學生日後學習的典範。同時也感謝論文的書審委員林國雄教授與沈華榮教授，口試委員林靖教授、鍾惠民教授與李宗政教授暨學長的指正，使學生受益匪淺，亦使得本研究結果更臻詳實。另外，特別感謝蔡維奇教授與胡均立教授在課堂上的指導，使學生能累積更多專業的知識與技能。

在經管所的日子裡，光田非常幸運能夠遇到計劃室最優秀最貼心的一群好伙伴志良、哲緯、依純與佩君，常常給予我適時的幫助，同時感謝時芳學姊不厭其煩地解答各式各樣的疑問，也感謝學弟妹給予的加油與鼓勵。除此之外，美芳、慈惠、怡奴、怡萍、帛辰、家富等同學的陪伴，讓我兩年的碩士班生涯變得豐富與璀璨。亦感謝建彰、卓寧與沛頌在論文上給予的協助，也感謝我的女友喜文一路陪我走來，給我無限的支持與包容。

最後特別要感謝我的家人奶奶、爸爸、媽媽與姊弟妹們，感謝他們永遠的支持和鼓勵，讓我能全心投入學業且專心地完成碩士學位，謹在此表達誠摯的謝意。

總之，感謝每一個關心及幫助我的人，謝謝你們！

李光田 謹誌於

交大經管所台北校區計劃室

民國九十三年七月七日

# 目錄

中文摘要 .....	i
英文摘要 .....	ii
誌謝 .....	iii
目錄 .....	iv
表目錄 .....	vi
圖目錄 .....	vii
一、緒論 .....	1
1.1 研究背景與動機 .....	1
1.2 研究目的 .....	6
1.3 研究流程與架構 .....	6
二、上櫃轉上市制度與文獻探討 .....	8
2.1 台灣地區上櫃公司轉上市之制度與流程 .....	8
2.2 公司轉換交易所掛牌的動機 .....	12
2.2.1 提升公司聲譽及知名度 .....	12
2.2.2 增加股票流動性 .....	13
2.2.3 增加籌資能力 .....	13
2.2.4 訊號效果 .....	13
2.3 轉換交易市場的股價行為 .....	14
2.3.1 國外轉換交易市場的股價行為 .....	14
2.3.2 我國轉換交易市場的股價行為 .....	15
2.4 知名度的介紹與相關實證 .....	18
2.4.1 知名度的重要性 .....	18
2.4.2 知名度的衡量方法與相關實證 .....	18
2.5 流動性的介紹及相關實證 .....	20
2.5.1 流動性的定義 .....	20
2.5.2 流動性的重要性 .....	21
2.5.3 流動性的衡量方法及相關實證 .....	21
2.6 文獻探討小結 .....	26
三、研究方法 .....	27
3.1 研究期間與樣本 .....	27
3.1.1 研究期間與樣本選取標準 .....	27
3.1.2 樣本分類 .....	27
3.1.3 資料來源 .....	29
3.2 上櫃轉上市前後的股價行為 .....	30
3.2.1 事件研究期間之設定 .....	30
3.2.2 研究樣本與分組 .....	33

3.2.3 異常報酬之估計 .....	34
3.2.4 統計檢定 .....	36
3.3 知名度之衡量與檢定 .....	38
3.3.1 衡量方法與資料收集 .....	38
3.3.2 研究樣本與分類 .....	39
3.3.3 統計檢定 .....	39
3.4 流動性之衡量與檢定 .....	41
3.4.1 衡量方法 .....	41
3.4.2 樣本分類 .....	42
3.4.3 統計檢定 .....	43
四、實證結果 .....	44
4.1 轉上市前後股價行為的實證結果 .....	44
4.1.1 以轉上市申請日作為事件日 .....	44
4.1.2 以轉上市掛牌日作為事件日 .....	56
4.2 轉上市前後知名度的實證結果 .....	69
4.3 轉上市前後流動性的實證結果 .....	73
五、結論與建議 .....	77
5.1 結論與建議 .....	77
5.1.1 結論 .....	77
5.1.2 建議 .....	78
5.2 研究貢獻與研究限制 .....	80
5.2.1 研究貢獻 .....	80
5.2.2 研究限制 .....	80
參考文獻 .....	82
附錄 .....	87



## 表目錄

表 1-1	每年上櫃轉上市家數占當年度上市家數的比例表.....	3
表 1-2	台灣證交所與櫃買中心股票發行與交易概況統計表.....	5
表 2-1	上櫃公司申請轉上市新、舊制度之差異.....	8
表 3-1	研究對象分類表（依轉上市制度劃分）.....	28
表 3-2	研究對象分類表（依市值劃分）.....	28
表 3-3	研究對象分類表（依獲利能力劃分）.....	28
表 3-4	研究對象分類表（依產業劃分）.....	29
表 4-1	全體樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日.....	44
表 4-2	轉上市制度樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日.....	46
表 4-3	產業樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日.....	48
表 4-4	市值樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日.....	50
表 4-5	獲利能力樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日.....	52
表 4-6	各樣本群前後股價行為結果彙總表-以轉上市申請日為事件日.....	54
表 4-7	全體樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日.....	56
表 4-8	轉上市制度樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日.....	58
表 4-9	產業樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日.....	60
表 4-10	市值樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日.....	63
表 4-11	獲利能力樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日.....	65
表 4-12	各樣本群前後股價行為結果彙總表-以轉上市掛牌日為事件日.....	67
表 4-13	上櫃轉上市前後知名度的結果與檢定表.....	71
表 4-14	上櫃轉上市前後流動性的結果與檢定表.....	75



## 圖目錄

圖 1-1	我國間接金融與直接金融每年年底存量所佔比例趨勢圖.....	1
圖 1-2	上櫃轉上市家數與每年上市掛牌家數比較圖.....	3
圖 1-3	研究架構流程圖.....	7
圖 2-1	上櫃轉上市流程圖.....	11
圖 3-1	事件研究期間圖.....	32
圖 3-2	流動性衡量期間圖.....	41
圖 4-1	全體樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日.....	45
圖 4-2	轉上市制度樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日.....	47
圖 4-3	產業樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日.....	49
圖 4-4	市值樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日.....	51
圖 4-5	獲利能力樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日.....	53
圖 4-6	全體樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日.....	57
圖 4-7	轉上市制度樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日.....	60
圖 4-8	產業樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日.....	62
圖 4-9	市值樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日.....	64
圖 4-10	獲利能力樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日.....	66



# 一、緒論

本章說明我國證券市場的概況及重要性，以了解研究背景及引發本研究的動機與目的，並說明本研究的流程與架構。

## 1.1 研究背景與動機

企業募集資金的管道，主要可以分為直接金融與間接金融，直接金融<sup>1</sup>是指資金需求者以發行股票、債券等證券或其他金融工具，出售給資金剩餘者作為金融性資產；而間接金融是指資金需求者向握有閒置資金的金融機構以建立借貸契約的方式取得資金（許和鈞、林蒼祥（民國 92 年））。隨著台灣的經濟發展，國民財富快速累積，民間的資金充裕，投資於證券市場的投資大眾有逐年增加之勢，使得我國證券市場的規模有顯著的成長，而較具規模之企業利用該公司股票之上市或上櫃方式募集資金，使公司擴大營運規模之意願也大為增加。而從圖 1-1 中可以顯示出，相對於間接金融而言，直接金融的比例從民國 83 年起逐漸提昇，到了民國 92 年底，直接金融的比例為 29%，已經比民國 83 年的 11% 成長近兩倍，顯示發行證券與債券對募集資金的企業而言愈顯重要。因此，一個國家證券市場的健全與否，對於促進經濟的發展及企業的籌資，也就顯得更為重要。

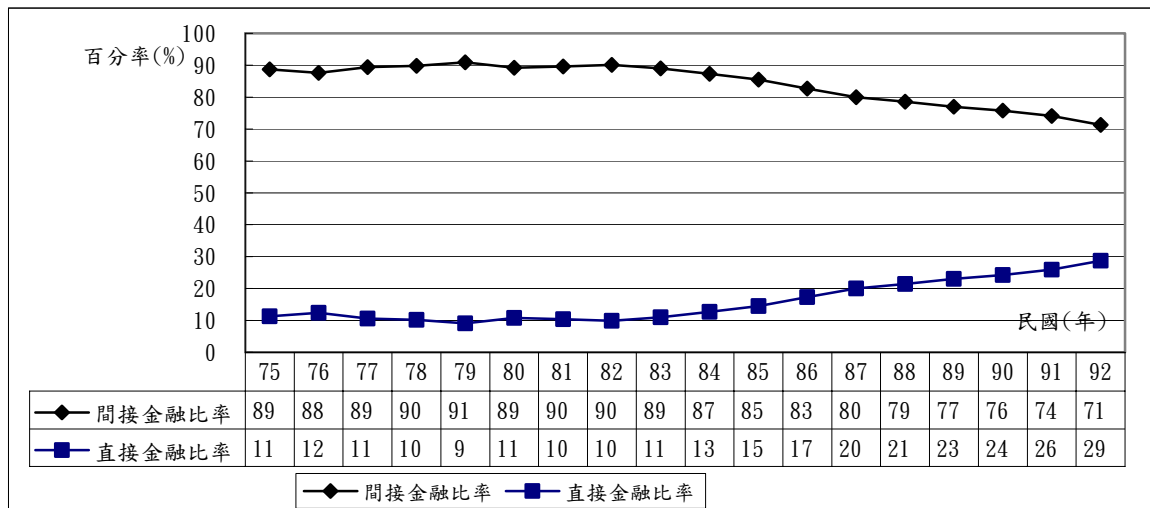


圖 1-1 我國間接金融與直接金融每年年底存量所佔比例趨勢圖

資料來源：整理自中央銀行網站

<sup>1</sup>本研究直接金融的定義未包含企業與民間私人借款的金額

我國目前有兩個證券交易場所提供股票交易，一個為集中市場，即台灣證券交易所(Taiwan Stock Exchange Corporation, TSEC，以下簡稱台灣證交所)；另一個為店頭市場，即財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(GreTai Securities Market, GTSM，以下簡稱櫃買中心)。台灣證交所於民國 51 年 2 月 9 日正式開業，當時僅有 18 家上市公司。發展至今已累積上市家數為 669 家，總資本額為新台幣 47,252.84 億元（截至民國 92 年底），上市公司的市值隨著市場規模的擴大而增加；櫃買中心自民國 71 年通過「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」後，以買賣債券為主要交易，一直到了民國 78 年 12 月建弘證券成為第一家の上櫃公司並掛牌交易，至今累計上櫃家數 423 家，總資本額為新台幣 6,394.72 億元（截至民國 92 年底）。表 1-2 為台灣證交所與櫃買中心自民國 81 年到民國 92 年的股票發行與交易概況的統計表，由於櫃買中心在民國 83 年引進電腦撮合交易系統後，在各方面有明顯的成長，例如投資人對櫃買中心的接受度及股票交易的活絡度皆有所提高，同時台灣證交所在各方面亦有穩定的成長。

我國的證券主管機關，即財政部證券暨期貨管理委員會（以下簡稱證期會），為因應我國加入世界貿易組織，欲擴大資本市場的規模，以提昇國內集中交易市場之國際競爭力。目前的做法是鼓勵以符合上市標準之上櫃公司能申請轉為上市公司，來壯大台灣證交所的規模，並讓櫃買中心成為中小企業的集資場地，也就是將櫃買中心定位為集中市場的預備市場，以培植中小型新興企業為主。待此新興企業茁壯成長為一體質健全且具規模的企業時，再進一步轉換至規模較大的集中市場掛牌買賣，期台灣證交所能與櫃買中心有一定程度的分工（顧廣平、林蒼祥（民國 90 年））。

也由於此政策，在櫃買中心較有成長的上櫃公司，多以股票移轉至集中市場交易為其主要目標。自民國 81 年南帝化工首次成功移轉至集中市場交易以來，每年陸續有許多上櫃公司申請移轉集中市場交易，截至民國 92 年底共計有 216 家上櫃公司成功移轉至集中市場交易。這些成功移轉交易場所的上櫃公司，有一定程度的比例是在民國 89 年 5 月 15 日證期會通過台灣證交所函報之「台灣證券交易所股份有限公司上櫃公司有價證券轉申請上市審查準則」及「台灣證券交易所股份有限公司有價證券轉申請上市審查準則」後才成功移轉的，如表 1-1 及圖 1-2 所示，民國 89 年到民國 92 年之間，依此制度申請轉上市成功之上櫃公司約占全部轉上市公司的八成。除此之外，每年上櫃轉上市的公司數占當年度於台灣證交所掛牌的總公司數之比率也明顯增加，自民國 88 年起，轉上市占上市家數比例至少維持四成以上，最高達到民國 89 年的 79%，足見上櫃轉上市公司已成為集中市場新上市掛牌股票之最大來源，櫃買中心發揮預備市場的功能也就愈益明顯。

表 1-1 每年上櫃轉上市家數占當年度上市家數的比例表

年度(民國)	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	總計
上櫃轉上市家數(A)	1	3	0	2	0	5	12	14	63	48	44	24	216
當年度上市家數(B)	35	29	31	41	36	26	35	33	80	69	85	44	544
轉上市家數占上市家數比例(C)=(A)/(B)	3%	10%	0%	5%	0%	19%	34%	42%	79%	70%	52%	55%	40%

資料來源：本研究整理

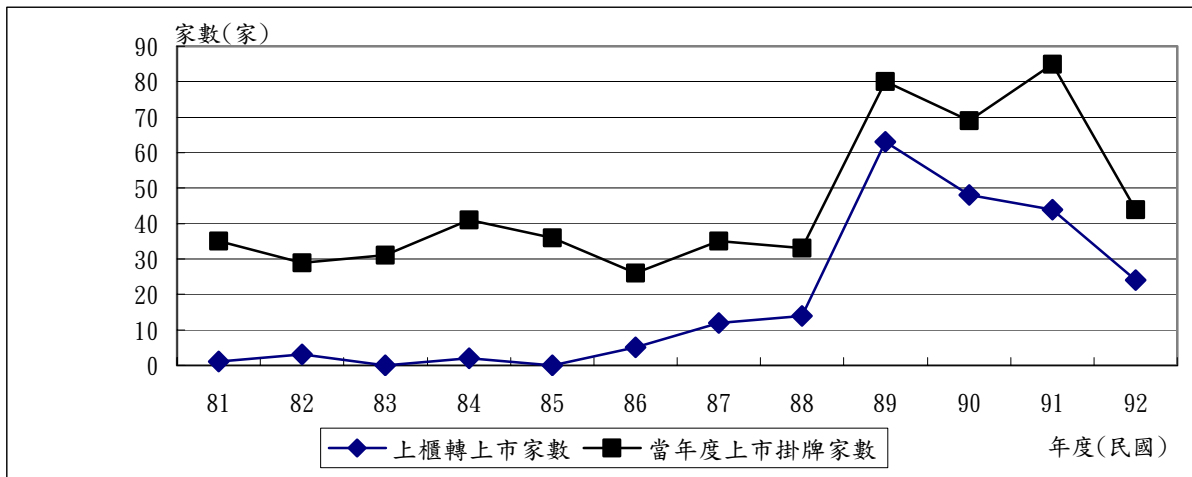


圖 1-2 上櫃轉上市家數與每年上市掛牌家數比較圖

資料來源：本研究整理

而公司股票轉換交易所掛牌的可能動機，除了各國不同交易市場在法令與交易制度之差異外，較具一般代表性的動機包括：包括提升公司聲譽 (prestige) (Van Horne (1970) 及 Baker and Pettit (1982))、知名度 (visibility) (Baker and Johnson (1990))、流動性效果 (Sanger and McConnell (1986)、Christie and Huang (1993) 及 Kadlec and McConnell (1994))、籌資能力效果 (McConnell and Sanger (1984) 及 Ying, Lewellen, Schlarbaum, and Lease (1977)) 及訊號效果 (signaling effects) (Baker and Edelman (1991)) 等。

從股東或是投資人的角度來討論上櫃轉上市時，便會注重投資上櫃轉上市題材股報酬的表現，也就是上櫃轉上市前後的價格行為。根據國內外的文獻，在探討「公司轉換交易所掛牌」在上市前後是否會有異常報酬時，大多數研究結果發現在「轉上市

申請日」以後，公司的異常報酬為正，一直持續到正式上市掛牌日前，但在「上市日或是上市日後」極短的時間內，正報酬就會轉成負報酬（Van Horne（1970）、Ying, Lewellen, Schlarbaum, and Lease（1977）、Sanger and McConnell（1986）、Elyasiani, Hauser, and Lauterbach（2000）等）。

如果從公司或是經理人的角度來討論上櫃轉上市時，公司或是經理人非常關心的是當決定申請轉上市並成功掛牌後，公司的知名度及公司股票的流動性是否因股票轉至集中市場交易後而有所改善？文獻如 Baker, Powell, and Weaver（1999b,1999c）分別利用相關的替代變數來衡量公司的知名度，並發現轉上市後，公司整體的知名度有所增加，且知名度的增加與每股盈餘成長無關，而是與轉換交易場所有關。Kadlec and McConnell（1994）以買賣價差衡量流動性，發現轉上市後，買賣價差顯著減少，代表流動性的確有所增加。

在國內，由於過去成功上櫃轉上市的公司數屈指可數，民國 88 年底以前所累積的上櫃轉上市家數不過 37 家（見表 1-1）。因此，關於上櫃轉上市題材之研究相當有限，且因樣本數的限制，可能無法得到一致的結論。但從民國 89 年起，簡化了上櫃轉上市的申請制度，轉上市家數有快速成長的趨勢，截至民國 92 年底，可供研究之樣本已超過 200 家。民國 90 年以後，陸續有幾篇上櫃轉上市相關的研究，其中多研究上櫃轉上市前後的價格行為之實證，如黃媛君（民國 89 年）、顧廣平與林蒼祥（民國 90 年）、李安祺（民國 90 年）、Blenman, Chen, and Duan（2003）及鄭佩汶（民國 92 年）等，對於其他相關上櫃轉上市研究的實證，亦有李魯冰（民國 90 年）及黃琛汶（民國 90 年）研究異常報酬與流動性的實證、陳易成（民國 91 年）研究異常報酬與穩定性之實證、蘇裕惠與許瀚歲（民國 92 年）研究上櫃轉上市公司財報預測準確度的實證及吳世爵（民國 92 年）研究台灣上櫃轉上市股票長期投資績效探討等。

但是 Baker and Johnson（1990）認為轉上市的主要動機之一，也就是知名度，目前國內相關實證的研究甚少。因而本研究除了再次探究上櫃轉上市公司前後的價格行為及流動性外，並試圖從知名度的觀點來探討上櫃轉上市公司在移轉到集中市場後，知名度是否會增加。另外，也依不同的轉上市制度、產業、市值及獲利能力分別探討轉上市公司的異常報酬、知名度及流動性等各方面是否有所差異，冀求本研究能更深入了解我國上櫃轉上市議題的全貌。

表 1-2 台灣證交所與櫃買中心股票發行與交易概況統計表

金額計價單位：新台幣

年度	台灣證交所（集中市場）					櫃買中心（店頭市場）				
	上市家數	資本總額 （億元）	上市總市值 （億元）	成交股數 （億股）	成交金額 （億元）	上櫃家數	資本總額 （億元）	上櫃總市值 （億元）	成交股數 （百萬股）	成交金額 （百萬元）
81	256	\$7,610.90	\$25,455.10	1,075.93	\$59,170.79	11	\$44.69	\$97.87	20	\$671
82	285	9,083.70	51,454.10	2,046.78	90,567.17	11	39.58	96.08	20	649
83	313	10,998.10	65,043.68	3,512.41	188,121.12	14	97.92	269.16	19	568
84	347	13,466.80	51,084.37	2,672.98	101,515.36	41	1,730.05	2,457.32	171	2,796
85	382	16,612.70	75,288.51	3,507.39	129,075.61	79	2,641.34	8,334.57	16,958	453,509
86	404	21,062.90	96,961.13	6,542.01	372,411.50	114	3,148.86	10,268.64	43,116	2,310,659
87	437	27,340.70	83,926.07	6,120.10	296,189.70	176	3,813.91	8,876.35	30,681	1,198,158
88	462	30,830.17	118,035.24	6,780.64	292,915.29	264	5,137.59	14,684.43	49,052	1,899,925
89	531	36,613.57	81,914.74	6,308.68	305,265.66	300	6,771.93	10,505.96	88,422	4,479,623
90	584	40,964.25	102,475.99	6,064.20	183,549.36	333	6,816.99	14,111.57	81,472	2,326,889
91	638	44,440.19	90,949.36	8,561.90	218,739.51	384	6,272.93	8,622.48	101,842	2,794,724
92	669	47,252.84	128,691.01	9,175.79	203,332.37	423	6,394.72	12,007.81	101,056	2,059,385

資料來源：證交資料（第 501 期）與證券櫃檯（第 91 期）

## 1.2 研究目的

本研究將以民國 85 年到民國 92 年底成功上櫃轉上市的公司作為研究樣本，來深入探討下列事項：

1. 運用「事件研究法」來探討上櫃轉上市前後的價格行為，在事件期間（轉上市申請日及上市掛牌日前後）裡，股票是否會因轉上市事件而產生異常報酬。
2. 知名度的衡量並探討公司的知名度是否會因上櫃轉上市而有所增加。
3. 流動性的計算與衡量並探討股票的流動性是否會因上櫃轉上市而有所改善。
4. 依不同的轉上市制度、產業、市值及獲利能力分別來探討轉上市公司的異常報酬、知名度及流動性。

## 1.3 研究流程與架構

本研究的流程如下：

第一章介紹我國證券市場概況及其重要性，並說明研究背景與動機，進而建立研究目的。第二章簡介我國上櫃轉上市制度與流程，並針對上櫃轉上市的動機、前後股價行為、知名度與流動性相關的文獻予以探討。第三章進而設計本研究的研究方法。第四章呈現本研究的結果。第五章針對研究結果彙總結論，並提出相關建議與說明研究限制。圖 1-3 為本研究的架構流程圖：

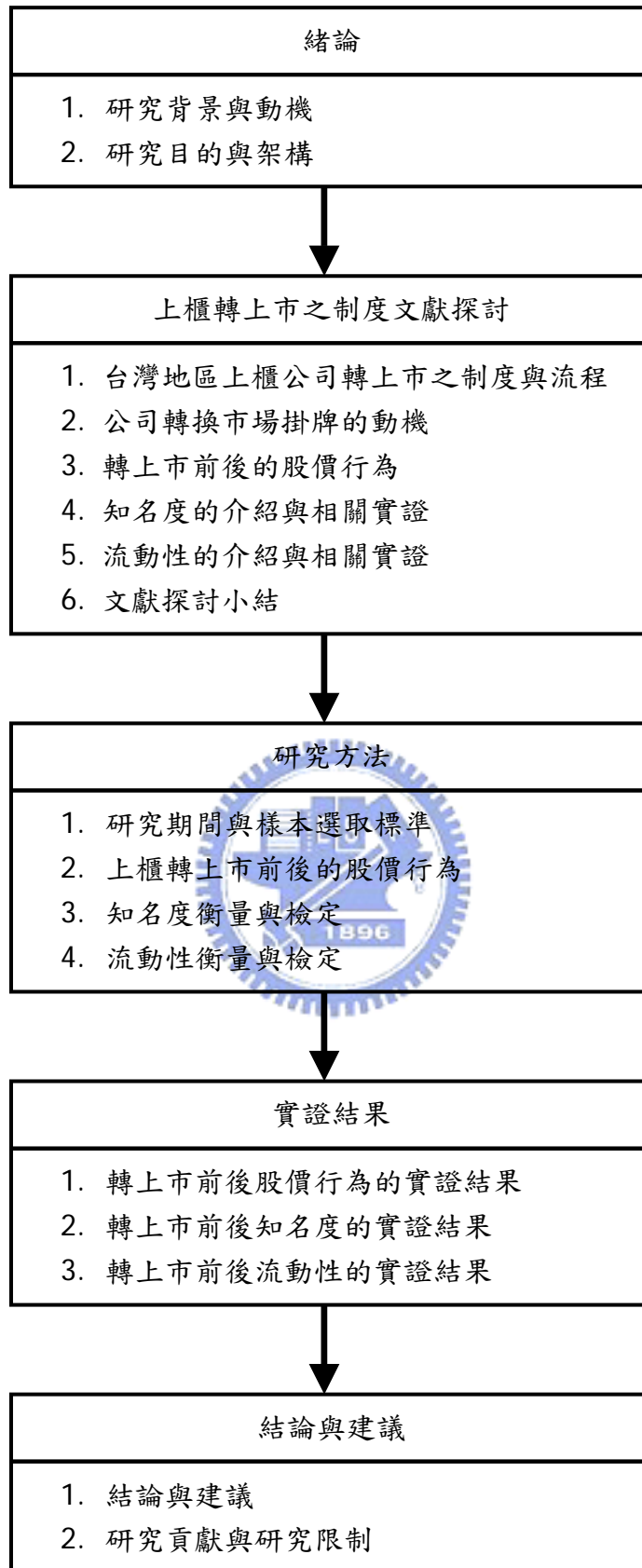


圖 1-3 研究架構流程圖



## 二、上櫃轉上市制度與文獻探討

本章第一節介紹我國上櫃轉上市的制度與流程，第二節以後整理本研究的相關文獻。第二節介紹企業轉換股票交易場所的動機，第三節整理上櫃轉上市前後的價格行為之文獻，第四節及第五節分別探討知名度與流動性的相關文獻，第六節為文獻探討的小結。

### 2.1 台灣地區上櫃公司轉上市之制度與流程

民國89年5月以前，我國上櫃公司股票申請轉上市的制度同於一般公司（非上櫃公司）初次申請上市的程序，須再次經歷公司欲上櫃掛牌時的書面審查及實地審查等流程，造成多數上櫃公司對轉上市的意願不高。

民國89年，證期會為了因應我國加入世界貿易組織，欲擴大集中市場的規模，以提昇我國證券市場的國際競爭力。因此，於該年5月公佈「台灣證券交易所股份有限公司上櫃公司有價證券轉申請上市審查準則」及「台灣證券交易所股份有限公司審查上櫃公司有價證券轉申請上市作業程序」，針對上櫃公司股票已在櫃買中心上櫃買賣達一年以上（上櫃公司若為證券業者，須在櫃買中心上櫃買賣達三年以上，且應先取得主管機關之同意函後，使得提出申請），且於申請日前一年之上櫃期間內，未有變更交易方式或停止買賣之情事者，可於每年六月底前（民國93年4月6日起，已改成符合資格之任何時間），向台灣證交所提出轉上市申請。由於此申請案僅進行書面審查，較先前轉上市仍需實地審查的制度簡化，也縮短上市審查之期間。根據台灣證券交易所陸續修正之規定，表2-1為上櫃公司轉上市時，在民國89年5月之前的舊制度與之後新制度的比較表。

表 2-1 上櫃公司申請轉上市新、舊制度之差異

制度 項目	新制度（民國 89 年 5 月以後）	舊制度（民國 89 年 5 月以前）
審查程序	免除意見徵詢、申請備查函及上市審議委員會之程序	須經上市申請程序

審查書件	15 項，書件格式簡化	27 項
審查條件	※ 特定事業免中央目的事業主管機關同意函 ※ 集保抵扣不以一年為限 ※ 股權未達分散標準者僅須就不足數提出承銷；若不足數低於 100 萬股或資本額 1% 者不須承銷	※ 特定事業應提出中央目的事業主管機關同意函 ※ 集保抵扣不以一年為限 ※ 股權未達分散標準者須依規定提出承銷
審查費用	20 萬元，申復不收費	60 萬元，申復另收費 30 萬元
送審期限	每年 6 月底(民國 93 年 4 月 6 日起，已改成符合資格之任何時間)	符合資格之任何時間
輔導期限	已上櫃滿一年公司，無須再上市輔導	經承銷商上市輔導一年十個月
審查方式	書面審查	書面及實地審查
信用交易	直接延續其信用交易資格	信用交易資格須重新審查
掛牌時點	台灣證交所批次統一規定掛牌時間	由發行公司自行決定

資料來源：整理自台灣證券交易所相關公告

但民國 89 年實施轉上市的新制度中，造成一年當中所有的上櫃轉上市公司於同一天掛牌集中市場交易的特殊情況。例如，民國 89 年 9 月 11 日及民國 90 年 9 月 17 日分別有 53 及 48 家上櫃公司轉上市掛牌交易。一般而言，轉上市的上櫃公司彼此的申請時間先後不一，卻要等到台灣證交所上市部全部審核、提交台灣證交所董事會通過後（最早八月初）一次呈報證期會核備再統一轉上市。此流程似乎不盡合理，因為申請公司就其轉上市掛牌時程亦有其不同之規劃，又申請公司同時整批辦理股票集中保管，容易造成相關作業之困擾。因此，台灣證交所於民國 91 年 4 月 30 日公告修正「台灣證券交易所股份有限公司審查上櫃公司有價證券轉申請上市作業程序」當中的第七條條文，將「全部案件一次集中」報請主管機關鑑核，修正為「分次彙總」報請主管機關鑑核。修正後，台灣證交所依照轉上市公司申請日期的先後（多分成 6 月以前申請及 6 月當月申請兩批），故每年至少有兩個分批轉上市掛牌的日期，例如民國 92 年 8 月 4 日有 5 家上櫃公司轉上市，而民國 8 月 25 日有 14 家上櫃公司轉上市。

為了使上櫃公司能夠在一年內更為機動、靈活的規劃申請轉上市，且提高上櫃公司遭退件的申復層級，避免招致社會質疑。台灣證交所於民國 93 年 4 月 6 日公告修正「台灣證券交易所股份有限公司上櫃公司有價證券轉申請上市審查準則」當中的第三條及刪除第四條條文，亦同時修正「台灣證券交易所股份有限公司審查上櫃公司有價證券轉申請上市作業程序」當中的第五條及第十條條文。

修正後，上櫃公司欲轉上市，只要符合於櫃買中心買賣一年以上得檢附相關文件「隨時申請」轉上市並「隨到審查」，已不需要於每年六月底前向台灣證交所申請上市的規定，若於當月一日送件者應提報次一月份台灣證交所董事會核議，再分批掛牌轉上市，此修正將送審期限的規定與民國 89 年以前的相同，採隨到審查，對於上櫃公司更有彈性決定轉上市的時機。在申復制度方面，為了避免上櫃公司轉上市退件者之申復案件，仍僅由原先經理部門審查，使得申復案結果較不具客觀性，因此修正為申復案件經由「總經理主持之審查會議」決議，認為申復無理由或依相關資料仍有其他不宜上市之情事，應予退件，申請公司不得再行申復；如認申復有理由，並經提報董事會決議通過者，同意該公司上市。

截至民國 93 年 5 月，上櫃公司轉申請上市之流程如圖 2-1 所示，依據新制度檢具完整之書件提出上市申請，經過台灣證交所審核作業，若無「上市審查準則」第九條各款之不宜上市情形，且不需再經過股權分散程序者，則僅需約二個半月即可完成上市掛牌。但是如果未達到股權分散標準的公司，可能因而不會與其他同批的轉上市公司同一天掛牌上市，須等到符合標準後再單獨上市（例如，民國 91 年巨庭機械與德律科技則比其他轉上市公司約晚一個月轉上市掛牌交易）。隨著欲申請公司對制度逐漸熟悉，台灣證交所亦累積一套完整迅速之內部作業模式與持續修正更為機動與合理的轉上市制度，整個程序更縮短為二個月左右。

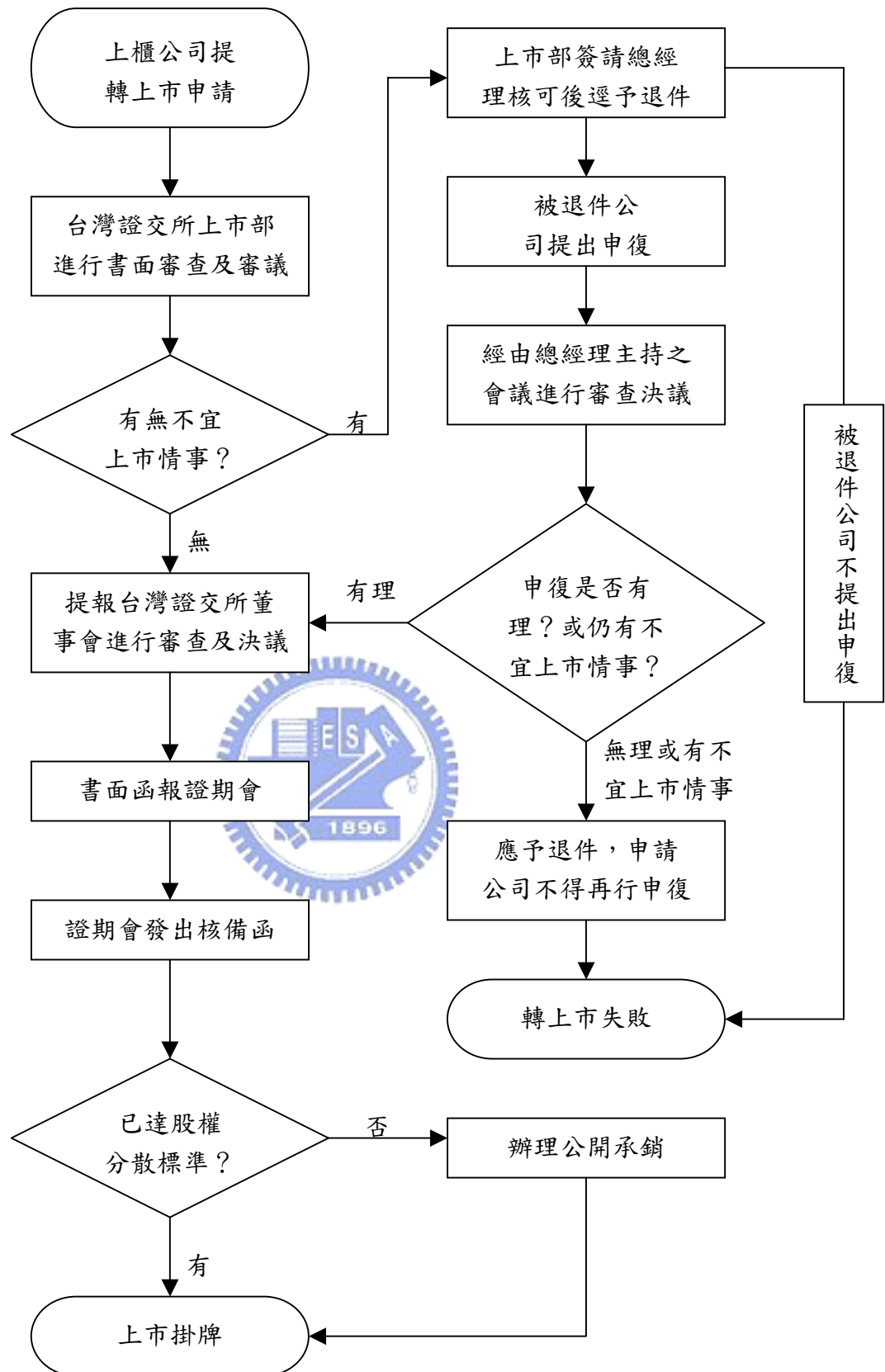


圖 2-1 上櫃轉上市流程圖

資料來源：本研究整理，修正自鄭佩汶（民國 92 年）

## 2.2 公司轉換交易所掛牌的動機

一般而言，轉換交易所掛牌對公司的生產活動與當時的現金流量無法產生立即的改變 (Baker and Edelman (1992))。除此之外，公司在提出申請時，須依各交易所之規定另外支付一筆審查費用，但仍有公司願意申請轉換交易所掛牌。因此，許多學者對轉換交易所的動機進行探討，是否有其潛在的誘因及動機。

大約自 70 年代開始，學者針對「公司為何要改變交易所掛牌的動機」作探討，80 年代也陸續發表相關主題的文獻如 Baker and Pettit (1982) 等，一直到 90 年代初期已有較完整的動機假說，如 Baker and Johnson (1990) 等。目前較重要的動機假說包括公司聲譽 (prestige)、知名度 (visibility)、流動性效果、籌資能力效果及訊號效果 (signaling effects) 等。

### 2.2.1 提升公司聲譽及知名度

公司管理者最常提出的上市理由為提升公司聲譽及知名度，而最早提及此動機始自 Van Horne (1970)。而 Baker and Pettit (1982) 研究美國公司為何移轉交易所的動機，彙集各學者的論點將影響公司轉上市決策的一般性動機分為經濟性因素 (例如，提高股價及減少權益資金成本) 及非經濟性因素 (例如，提昇知名度與聲譽)，針對管理者對公司由那斯達克 (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System，以下簡稱 NASDAQ) 移轉到美國紐約證交所 (New York Stock Exchange，以下簡稱 NYSE) 或美國證券交易所 (American Stock Exchange，以下簡稱 AMEX) 的決策觀點以書面問卷方式進行轉上市動機的調查，根據問卷回函的結果顯示，被管理者所支持的理由依序為增加知名度、提昇公司的聲譽、增加公司的股票價值等。

90 年代初期，Baker and Johnson (1990) 再次以書面問卷方式進行轉上市動機的調查，結果發現前幾個主要的動機仍與先前 Baker and Pettit (1982) 的研究結果相同，以非經濟因素為主要考量，只不過排序與 Baker and Pettit (1982) 的結果有些微的變動，但知名度與聲譽仍居前兩位。

Baker, Powell, and Weaver (1999b) 研究由 NASDAQ 移轉到 AMEX 的公司股票做實證研究，發現公司在移轉交易所後機構投資人的數目、機構投資人持股的股數及見報次數增加，研究中也顯示知名度的增加與公司的獲利無關，移轉交易所掛牌確實可以增加公司的知名度，Baker, Powell, and Weaver (1999c) 研究由 AMEX 移轉到 NYSE

的公司股票知名度之結果與 Baker, Powell, and Weaver (1999b) 一致，即由 AMEX 移轉到 NYSE 後，公司的知名度因此而提昇。

### 2.2.2 增加股票流動性

Sanger and McConnell (1986)、Christie and Huang (1994) 及 Kadlac and McConnell (1994) 都指出，當公司轉換到大交易所交易時，其交易的流動性會因而提升。Amihud and Mendelson (1986) 發現調整後的股票與債券報酬與流動性改善（即買賣價差變小）有正向關係。Kadlac and McConnell (1994) 延伸探討報酬率與流動性指標的關係並發現報酬率與流動性的改善有正向關係。Elyasiani, Hauser, and Lauterbach (2000) 探討累積異常報酬與流動性指標的關係，結果五項流動性指標中有兩項具顯著的正向關係。

我國文獻方面，黃媛君（民國 89 年）研究發現，增加流動性是台灣上櫃公司轉換到台灣證交所掛牌之主要動機之一。李魯冰（民國 90 年）為瞭解台灣證券交易市場從櫃買中心移轉至台灣證交所上市後的流動性，以民國 84 年至民國 89 年「上櫃轉上市公司」為樣本，利用 Amivest、Martin 與 Marsh-Rock 等流動性指標，實證結果發現，運用 Amivest、Martin、Marsh-Rock 等流動性比率衡量流動性時其結果雖不一致，但基本上仍具有比較市場流動性的代表性，且在多數分類的樣本群中，移轉到台灣證交所後的流動性有增加。



### 2.2.3 增加籌資能力

McConnell and Sanger (1984)、Ying, Lewellen, Scharbaum, and Lease (1977) 及 Baker, Powell, and Weaver (1999a, 1999b, 1999c) 認為在集中市場掛牌的公司知名度較高，較能吸引投資大眾的注意，造成資訊不對稱的狀況相對減少，其風險降低，而在投資者預期未來風險較低的情況下，所要求之必要報酬也較低。公司若以權益資金來進行融資時，其信用風險相對地會降低，則公司在增資發行新股、向銀行融資或發行公司債及其他衍生性金融商品時，將能以較低的成本取得資金。

### 2.2.4 訊號效果

McConnell and Sanger (1984)、Ying, Lewellen, Scharbaum, and Lease (1977) 以及 Baker and Edelman (1991) 指出，被更有組織的大交易所接納，可以被視為管理階層對公司未來的發展有信心的訊號，因為在申請的過程中，公司將接受較嚴格的審核，公司股價因而上漲。

## 2.3 轉換交易市場的股價行為

本節將國外轉換交易市場的股價行為與我國轉換交易市場的股價行為之文獻分別探討：

### 2.3.1 國外轉換交易市場的股價行為

關於國外轉換交易市場的文獻，最早始自 Ule(1937)研究西元 1934 年至西元 1937 年間從美國的店頭市場移轉至集中市場的股票為研究對象，對轉換交易所產生股價行為之變化進行研究，結果發現在上市前股價表現會高於他們的工業指數，但上市後股價會在短期內下降。Van Horne (1970) 研究亦發現樣本在上市前兩個月開始績效表現明顯超越市場，但上市後股價績效卻明顯較市場表現為差，甚至會抵銷上市前的利得，亦即轉上市並未增加股東價值。由於 Ule 只探討實際上市掛牌日的股價表現，且 Ule 與 Van Horne 等人均未考慮到市場風險。因此，自 Ying, Lewellen, Scharbaum, and Lease (1977) 開始，研究者亦討論公司宣告轉上市前後的價格效果，且為了考慮市場風險，多使用市場模式 (Market Model) 以探討轉上市前後的股價行為。

除了 Ying, Lewellen, Scharbaum, and Lease (1977) 外，Sanger and McConnell (1986)、及 Kadlac and McConnell (1994) 同樣研究美國的店頭市場公司宣告將在 NYSE 或 AMEX 掛牌上市的市場反應，發現在宣告上市後會有正向的異常報酬，且會一直持續到實際掛牌日為止；而於實際掛牌日以後，股票報酬則呈現負向的異常報酬。

除了美國證券市場轉換交易所的文獻外，許多相關文獻亦有探討美國以外的地區轉換交易所之實證，例如 Huang and Jayaraman (1993) 針對西元 1975 年至西元 1989 年間在日本東京證券交易所新上市之 292 家公司進行研究，其中初次公開發行公司為 190 家，從其他交易所轉換到東京證交所有 102 家（可以分成從其他交易所移轉到東京證交所的第一部或第二部兩種情況）。實證結果發現在上市前初次公開發行及轉上市公司皆有正的異常報酬，而上市後全體樣本的異常報酬仍為正，但分析發現正的異常報酬由初次公開發行公司所產生，而移轉到第一部的轉上市股票有負的異常報酬，此結果與美國轉換交易所的實證結果相似。

但 Dharan and Ikenberry (1995) 的研究中指出，並非所有的股票在轉換交易所之後都會有負的異常報酬。公司規模小、法人持股少的公司才会有顯著負向的異常報酬，因為這種公司的管理階層會在公司的狀況符合申請標準時申請移轉到更大的交易所交

易。由於此類公司通常財務及經營狀況不穩定，所以容易在移轉交易所之後，出現不良的經營績效，產生負向的異常報酬。

至於文獻中探討移轉交易場所後產生負的異常報酬之原因目前仍未有較一致的解釋，McConnell and Sanger (1987) 研究中認為可能的原因至少不能歸咎於市場原先過於樂觀，股價反應過度後的調整行為；也不是因為在資訊不對稱的情況下，公司於上市後發行新股使市場認為是股價被高估而導致股價下跌所造成的。

但陸續的文獻卻不支持 McConnell and Sanger (1987) 的結論，如 Ritter (1991) 指出當投資者過度樂觀時，若股市無法正常反應股價，而有某一產業的股票普遍高估的情形，管理者會適時掌握此上市時機，但在投資大眾恢復冷靜後，這種藉機上市的股票，價格就會向下修正。又如 Dharan and Ikenberry (1995) 指出導致公司在移轉交易所之後出現負的異常報酬，有部分原因是增資發行新股的緣故。公司增資發行新股，會導致股價下跌，不管是不是首次增資發行皆會如此。

除此之外，相關文獻亦認為負的異常報酬與臨時應變主義假說 (Opportunism hypothesis) 有關，Ritter (1991)、Spiess and Affleck-Graves (1995) 及 Dharan and Ikenberry (1995) 指出原因與經理人能把握申請轉交易所上市的時機有關，經理人傾向於公司績效將要下滑之前，申請轉換交易所，以便在剛好符合上市標準之前上市，即公司經理人成功的利用股價高估的時機上市。例如，申請股票上市最大的障礙往往是獲利能力的限制，所以公司在某段期間符合獲利能力之上市條件，如果該公司未把握機會申請上市，未來可能因為負面的公司、產業或總體經濟事件的衝擊，而無法達到上市的條件，以致失去上市的機會。

### 2.3.2 我國轉換交易市場的股價行為

國內文獻方面，首推黃媛君 (民國 89 年) 以橫斷面分析法，針對民國 83 年至民國 89 年提出申請轉上市的上櫃公司探討其前後的股價行為，研究結果發現：轉上市公司在轉上市前的異常報酬為正；轉上市公司在轉上市後的異常報酬依然為正，只是轉上市後的表現不如轉上市前的表現。與多數國外學者如 Baker and Edelman (1992) 研究指出在移轉交易所掛牌之前股價有正的異常報酬，但在移轉交易所掛牌之後，股價出現負的異常報酬之結論不同。除此之外，黃媛君 (民國 89 年) 指出國內公司在轉上市後，股價表現以電子股、外資持股比例高的股票，以及週轉率高的股票表現較佳。

李安祺 (民國 90 年) 探討截至民國 89 年 12 月 31 日止申請上櫃轉上市成功之公司，採用事件研究法以及累積異常報酬來探討上櫃轉上市成功公司前後期間之價格行



為，並針對個別與整批、產業別及年度別分別探討其價格行為，研究發現上櫃轉上市價格行為與國外許多文獻的實證結果相同，即上市前有正的累積平均異常報酬，上市後累積平均異常報酬為負值，也就是上市前有明顯的「轉上市行情」存在。非整批核准上市公司價格行為表現整體優於整批核准上市公司。以產業別而言，電子業表現相對最佳。以年度而言，民國 88 年表現相對最好。

顧廣平、林蒼祥（民國 90 年）針對國內 92 家將普通股股票從櫃買中心移轉至台灣證交所交易之公司，探討其上市前後之價格行為。結果顯示我國股票上櫃轉上市前後之股價行為存在與外國股市類似之異常現象，即公司在移轉至集中市場交易前，具有正的異常報酬，但上市後卻出現負的異常報酬，且發現投資人若於事件期間始購買上櫃轉上市公司股票將面臨虧損；同時為了探討上市前後之價格行為是否受上市年度、產業類別、公司規模之影響，進行敏感度分析，結果顯示上櫃轉上市之異常現象，在控制上市年度、產業類別、或公司規模之下，仍繼續存在。此研究進一步以獲利能力將公司分成高獲利及低獲利兩個子樣本，而結果發現上市後貧乏之投資績效易發生於較低獲利比率之公司，符合 Dharan and Ikkenberry(1995)提出的臨時應變主義假說；利用迴歸分析結果發現公司上市前之獲利能力與轉上市之投資報酬率呈正向關係，為經理人能在適當時機申請上市之理由提出有力證據。總而言之，作者將上櫃轉上市出現異常報酬現象歸因於（1）轉上市宣告「過度反應」之價格修正及（2）經理人能在適當時機申請轉上市。Blenman, Chen, and Duan（2003）實證結果同於顧廣平、林蒼祥（民國 90 年），在上市日前有正的異常報酬，但在上市日後有負的異常報酬。

趙苑利(民國 90 年) 加入 Fama-French 三因子模式，進一步利用公司規模、帳面價值與市場價值比衡量異常報酬，利用民國 81 年至民國 89 年期間，由上櫃股票申請轉上市並通過主管機關核准掛牌之企業，研究上櫃公司股票宣告轉上市異常報酬的分析，該研究採用事件研究法及 Fama-French 三因子模式，以事先估計上櫃公司轉上市之股票價格行為的異常報酬，然後經由異常報酬的變動情形加以判定影響事件的特性。該研究發現，上櫃公司轉上市股票短期績效出現在零以下的變動，負值 AR 出現的天數多於正值 AR 出現的天數，顯示購買上櫃公司轉上市股票出現下跌的機率大於上漲的機率。各樣本群仍不具有顯著的異常報酬，說明台灣上櫃公司轉上市股票的短期績效不具有超額報酬的現象。

陳易成（民國 91 年）以民國 81 年至民國 90 年底上櫃公司通過轉上市並以掛牌者 132 家公司為樣本，並分成新舊制度兩組樣本，並分別探討在申請日、台灣證交所董事會通過日的股價行為。研究結果發現（1）舊制度樣本具有正的累積異常報酬，而且

表現較新制度樣本好。(2) 全體樣本及新制度樣本下，申請日及台灣證交所董事會通過日皆為負的異常報酬，而舊制度樣本在申請日出現正的異常報酬，在台灣證交所董事會通過日卻出現負的異常報酬。整體而言，短期內上櫃轉上市股票具有負的異常報酬。鄭佩汶（民國 92 年）認為新制度的實證結果與國外的結果不符合，可能因為在新制度下，每年平均約有 50 家公司集中於六月份申請並於同一天掛牌上市，造成傳播媒體之報導頻率大量分散使投資人關注力降低，且恰處於市場空頭走勢亦可能使投資人對正面訊息採取保守態度。

吳世爵（民國 92 年）研究台灣股市至民國 89 年 12 月 31 日止，轉上市成功且有資料可循之公司共計 94 家，針對這些樣本公司轉上市年度別、轉上市後的產業類別、整批或個別申請轉上市，以及轉上市前的獲利能力高低等不同特性，採用累積平均異常報酬及單因子暨三因子模式法，探討其轉上市後一年間的投資績效。研究發現上櫃轉上市股票並無顯著異常之長期績效，但轉上市掛牌交易一年後的其他類股長期績效相對優於電子、金融類股；以及民國 88 年轉上市股票的長期績效相對優於其他年度之轉上市公司，此外，轉上市掛牌交易後的長期績效依獲利能力高低及申請方式不同有所差別，就獲利能力高低分析，高獲利轉上市公司之長期績效明顯優於低獲利公司，而個別申請核准轉上市公司之長期績效也明顯優整批申請者。綜合上述研究結果，亦支持「經理人能把握申請上市時機」的「臨機應變主義」假說。

## 2.4 知名度的介紹與相關實證

### 2.4.1 知名度的重要性

知名度 (visibility) 對於公司而言是很重要的，Baker, Powell, and Weaver (1999a, 1999b, 1999c) 認為知名度的提升代表公司的相關資訊容易取得，因而可以降低投資大眾對此公司未來前景的不確定性。除此之外，Barry and Brown (1986) 認為投資人若投資知名度高的公司，其所面臨資訊不對稱的問題就較小。也因如此，投資股票的風險就降低，而較易獲得分析師、機構法人及投資大眾的注意。Bhardwaj and Brooks (1992) 認為有限的資訊造成公司的外部投資人與公司的內部人之間產生了資訊不對稱，所以外部投資人需花較多的監督成本 (monitoring cost)，因而要求較高的預期交易成本。當公司的知名度提昇時，可以降低此訊息不對稱，外部投資人所要求的預期交易成本下降，進一步改善公司股票在市場流通的效率。

### 2.4.2 知名度的衡量方法與相關實證

公司知名度的衡量方法，以 Baker, Powell, and Weaver (1999a, 1999b, 1999c) 的研究較為完整，研究中以預測該公司下一年度盈餘的分析師數目、持有該公司股票的法人數目、法人持有該公司股票的股數以及公司訊息在美國華爾街日報 (*The Wall Street Journal*) 的見報次數做為衡量轉上市前後的知名度之替代變數 (1999a 的研究只採用前三個替代變數)。

Baker, Powell, and Weaver (1999b, 1999c) 分別以 NASDAQ 移轉到 AMEX 及 AMEX 移轉到 NYSE 的公司股票做實證研究，結果發現公司在移轉交易所後確實引起更多分析師預測下一年度的盈餘 (但 1999b 的研究中只有小規模公司樣本群顯著，其它樣本群不顯著)，而且法人的數目、法人持股的股數及華爾街日報的見報次數增加，且知名度的增加與盈餘成長無關，更加支持移轉交易所掛牌確實可以增加公司的知名度。但 Baker, Powell, and Weaver (1999a) 以 NASDAQ 移轉到 NYSE 的公司股票做實證研究，結果發現轉上市後，知名度成長的比率小於上市前成長的比率，而且知名度的增加與市值的增加有關，與移轉交易所無關。

Arbel and Strebel (1982, 1983) 及 Arbel, Carvell, and Strebel (1983) 指出那些被分析師與投資大眾忽略的股票在轉換交易市場掛牌上市的資訊發佈後，由於開始受到投資人的注意，其股價的表現甚至比一些熱門股還要好。再將樣本依市值分組後發現，

原本市值規模大且被忽略的股票表現最好。Arbel (1985) 中又指出那些被投資大眾忽略的公司通常是規模較小的的小公司。這些被忽略的股票之所以無法引起投資人興趣，其主要的原因是分析師分析不多，使得媒體較少注意而報導頻率過低所致。為了要研究這些小型公司為何能獲得超額報酬，故以轉上市至 AMEX 的公司作為實證研究對象，研究結果發現越是被忽略的股票，移轉交易所所獲得的利益越大，至於原來就已經被投資人注意的股票，無法如預期的獲得知名度增加的利益。這些被忽略的股票會有超額報酬的原因並非來自公司規模小的因素，而是因為這些公司在轉上市前並不為投資人所注意，也就是這些超額報酬是彌補投資人資訊缺乏的風險貼水。

Merton (1987) 在假設投資者擁有相同資訊之前提下，利用資本資產定價模型 (Capital Asset Pricing Model, CAPM) 進行研究發現，投資人僅將他們較關注的股票列為投資標的，並以對該股票之認知程度作為投資的依據，一旦投資這家公司的人數增加，投資人所要求的期望報酬率就會下降，股價因而上漲，進而使公司之市值提高，即所謂的「投資者認知理論 (investor recognition)」，故公司會選擇在較大交易所掛牌交易，便是增加投資人投資該公司股票的方法之一。公司在宣佈移轉交易所的消息之後，媒體的報導，會使更多投資人注意其股票。投資大眾的關注會使媒體報導更多有關這家公司的資訊，投資這家股票的不確定性在資訊不對稱的情形減輕後降低了，股價也因此上漲。Kadlec and McConnell (1994) 針對 Merton (1987) 的模型提出實證，以從 NASDAQ 移轉到 NYSE 的股票作為研究樣本，其結果支持 Merton (1987) 的結論。

黃媛君 (民國 89 年) 研究台灣的上櫃轉上市公司的動機，發現上市前後外資持股比例有明顯提昇，且轉上市機率與相對市占率成正比，代表知名度越高的公司反而越會想要轉上市，其可能的原因在於此類高知名度的公司，其實並不迫切需要「轉上市」的題材來提高公司股價，其轉上市的目的可能在於對公司經營團隊的能力給予肯定。

## 2.5 流動性的介紹及相關實證

### 2.5.1 流動性的定義

流動性的定義可說是百家爭鳴，較無明確或一定之解釋。目前較常為人引用之流動性定義簡述如下：Dubofsky & Groth (1984) 認為流動性反映在交易過程中的兩項因素：一為以目前市場揭示之交易價格完成交易所需花費的時間；二為一定時間欲出售股票所需的價格折讓。而 Massimb and Phelps (1994) 則認為流動性是指市場提供訂單即時成交的能力，以及在不影響價格巨幅變動下，執行小額訂單的能力。

Bernstein (1987) 指出，一個良好的市場需要有深度 (depth)、廣度 (breadth) 與彈性 (resilience) 這三個要素。所謂深度與廣度是指，即使短時間內執行大筆的交易，買賣雙方仍有足夠的利潤存在；彈性則是指即使短暫買賣間供需不均衡而導致價格改變時，會有反向的力量而使其均衡，即價格可以維持在真實的價值上。而 Schwartz (1993) 則對上述三個指標分別提出定義：

#### 1. 深度：

某證券在現行的成交價格上方存在的委託賣單及下方存在的委託買單，當買賣單的委託價格愈多，其價差愈小，則代表深度愈夠，因此價差愈大，則代表此證券缺乏深度。若市場上的證券皆有相當深度時，則這是一個具有深度的證券市場。

#### 2. 廣度：

在不同委託買賣單價格下，均有相當數量的委託單等待成交。因此，一個市場只有深度而無廣度是不夠的，缺乏廣度的市場會使得價格波動過於劇烈。

#### 3. 彈性：

在買賣的過程中對於價格發現的錯誤可以及時的調整，即短暫性的供需失調對於價格的影響愈小，則這個市場愈有彈性。

所謂流動性的市場，可視為價格、數量與時間的組合。越多數量的委託單能在越小的價格變動與越短的時間內撮合，並導入彈性的觀念，以確保市場委託買賣單撮合後所得的價格為真實價格或能迅速的調整為真實價格，便是一個具有流動性的市場。但目前對於流動性沒有唯一、清楚、理論上完全正確且一般公認的定義，所有衡量指標皆有其限制，也易造成不同的衡量指標與研究方法產生相衝突的結果。

### 2.5.2 流動性的重要性

在真實世界中，交易是需要成本的，投資人無法以心中所預期的價格做買賣，而流動性會影響交易成本，交易成本有附隨著交易行為，故流動性對於資產價格或投資人所要求之投資報酬率都有一定之影響。Christie and Huang (1994) 指出無論是散戶或是機構投資人均偏好在流動性較高的市場進行交易。以機構投資人而言，具有流動性之市場使大量的買賣數額以接近市場的價格來買賣，且不易引起價格的大幅波動，可減少之交易成本相當可觀；就公司而言，自身的股票流動性佳，投資人所要求的投資報酬率相對較低，公司便可藉由提高股票流動性來降低資金成本，增加公司的價值；金融市場的主管機關，亦樂見流動性之增加，因為流動性佳的市場會吸引更多的投資人，促進市場的活絡，提升資金的使用效率，加速資金形成及促進經濟的發展。

Amihud and Mendelson (1986) 在資產定價模式中將流動性因素加入考量，發現在決定股票報酬時，流動性與風險同等重要，且流動性較低的股票要求的必要報酬較高。因此，市場微結構 (market microstructure) 的理論觀點暗示公司會在主要交易市場掛牌，以減少投資者的交易成本，進而增加股東財富。Amihud and Mendelson (1988) 進一步指出，儘管投資人可藉由投資組合或其他避險方式降低投資風險，但仍無法避免流動性缺乏之成本。Hasbrouck and Schwartz (1988) 認為流動性對於積極投資人 (流動性需求者) 格外重要，因其需要即時交易而常產生交易成本。所以流動性已是投資人或公司所關注之一項重要因子，其影響程度小至各個分散投資人，大則影響整體金融市場。

### 2.5.3 流動性的衡量方法及相關實證

由於先前提及流動性的定義目前無統一明確的解釋，因此學者專家會以不同的檢測方法來探討市場的流動性，以下分述幾項最常被用來檢測流動性的方法，並說明流動性相關文獻的實證結果。

#### 1. 以買賣價差 (bid-ask spread) 來衡量流動性

一個深度愈夠的市場，其買賣價差便愈小，投資人的交易成本愈低，流動性因此愈佳。自 Demsetz (1968) 開始，美國許多學者多以買賣價差來衡量流動性。因為買賣價差對流動性需求者而言是一種交易成本，投資人買進和賣出的價格不完全等於市場的均衡價格，買進者須支付溢價，賣出者則必須承擔價格的折讓，所以買賣價差的差異，可代表交易之交易成本，對於造市商 (market maker) 而言，買賣價差為提供流動性服務所要求之報酬或補償。

Amihud and Mendelson (1986) 以買賣價差作為流動性指標，在資本定價模型中加入流動性之考量，探討股票報酬與買賣價差的關係，發現在控制市場  $\beta$  值與公司規模下，以買賣價差來衡量流動性溢酬顯著為正，投資人對於流動性低（買賣價差大）之股票所要求的補償比流動性高（買賣價差小）之股票所要求的補償高，符合其假說。Christie and Huang (1994) 利用買賣價差來探討在西元 1990 年從 NASDAQ 移轉到 NYSE、或是 NASDAQ 移轉到 AMEX 的公司股票，其流動性是否因此改善，研究發現從店頭市場轉換至集中市場時，公司股票的平均交易成本減少，支持 Amihud and Mendelson (1986) 的主張，並指出交易成本的變化與公司規模成反比，與買賣價差的幅度成正比。

不過 Dubofsky & Groth (1984) 認為以買賣價差作為流動性指標，無法觀察在不同報價下所能承受最大交易量，亦無法反映影響價格變動所需要的交易量，即對於股票鉅額交易的變動無法看出。故以買賣價差來衡量流動性時，因單純衡量價格而忽略數量此一指標。

## 2. 以成交量來衡量流動性

為彌補以買賣價差來衡量流動性的缺失，並說明市場在不影響價格波動下吸收訂單的能力，學者提出以股票成交量來作為流動性的衡量指標。Demsetz (1968)、Tinic and West (1972) 及 Benston and Hagerman (1978) 研究發現成交量與買賣價差之間存在著負向關係，即成交量愈大，則買賣價差愈小，流動性因而愈佳。

Amihud, Mendelson, and Lauterbach (1997) 便以以色列的台拉維夫證券交易所 (Tel Aviv Stock Exchange, TASE) 在西元 1987 年底至西元 1994 年底共 120 家改採新交易制度的公司股票作為研究對象，探討交易制度的改革是否會因提升市場微結構而產生正的價格效果。實證結果指出改用新的交易制度後累積平均調整報酬 (cumulative average market-adjusted returns) 在事件期內增加將近 5.5%，說明市場微結構的提升是有價值的；另外，在流動性衡量方面，由於台拉維夫交易所並沒有造市商或是專業會員進行報價，故無法計算價差，因而使用交易量作為代理變數之一，發現新交易機制下呈現顯著的上升，說明較有效的交易制度會提升股票流動性。

但是採用成交量作為流動衡量的指標，雖然解決「量」的問題，卻反而未考慮到「價」的問題，無法說明在不同交易價格下吸收交易量的能力，也無法估計不同成交量對股價的影響。

### 3. 以週轉率來衡量流動性

所謂週轉率便是在某特定期間內，個股成交量對其流通在外股數的比率，即每一張流通在外股票在此特定期間內的轉手頻率。相同流通在外股數下，成交量越大，代表換手的次數越多，流動性相對越佳。Chui and Wei (1997) 便使用週轉率作為流動性替代變數，針對東京股市做分析研究，發現股票報酬與週轉率之間有顯著的負向關係，即高週轉率(高流動性)股票擁有較低的期望報酬。而 Datar, Naik, and Radcliffe (1998) 同樣使用週轉率作為衡量股票流動性的代理指標，在控制公司規模、淨值/市價比及系統風險後，發現報酬與流動性亦呈現顯著負相關，實證結果與 Amihud and Mendelson (1986) 使用價差衡量流動性的結論相同。

使用週轉率衡量流動性除了可避免因公司規模大小不同所造成的影響外，其優點仍有資料通常較易取得，但缺點與以成交量來衡量流動性相同，忽略了股價的影響。

### 4. 以傳統流動比率 (Conventional Liquidity Ratio) 來衡量流動性

為了因應機構投資人對流動性日益增加的興趣，美國有許多投資顧問公司開始發表並揭露有關流動性的資訊，其中被廣泛運用的是 Amivest 公司在西元 1972 年開始發行的月報中，該月報所使用的流動性指標即是 Amivest Liquidity Ratio，以解決買賣價差衡量流動性的缺失。而 Bernstein (1987) 稱之為傳統的流動比率 (Conventional Liquidity Ratio)，所以傳統流動比率通常即是指 Amivest Liquidity Ratio，本研究亦採用 Bernstein (1987) 的說法，以傳統流動比率代表 Amivest Liquidity Ratio。其定義為股價每變動百分之一對成交值的影響，也就是要多少的成交值才能使股價變動百分之一。衡量公式為：

$$ALR_i = \frac{\sum_{t=1}^n P_{i,t} V_{i,t}}{\sum_{t=1}^n \left| \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \right|} \times 100\% \quad (2-1)$$

$ALR_i$ ：第*i*種股票的流動性；

$P_{i,t}$ ：第*i*種股票在第*t*日的收盤價；

$P_{i,t-1}$ ：第*i*種股票在第*t-1*日的收盤價；

$V_{i,t}$ ：第*i*種股票在第*t*日的成交量（股）；

$n$ ：衡量期間的天數。

分母代表個股某段時間內收盤價每日變動量百分比絕對值的加總，即總變動



量。分子代表個股在某段時間的總成交值，但公式中分子的成交值以收盤價為基準而計算，和真實的成交值有誤差，但若是  $t$  的期間越短，或直接以成交值來代替分子，即可避免這樣的誤差。該比率越大，表示要使成交價格變動百分之一所需要的成交值越大。也就是有許多交易量是在價格變化很小的情況下完成交易，流動性就越佳。

Dubofsky & Groth (1984) 與 Cooper, Groth, and Avera (1985) 以傳統流動比率作為流動性之衡量指標，研究股票上市或由 NASDAQ 移轉至 NYSE 或 AMEX 交易後流動性的變化。黃琛汶 (民國 90 年) 亦以傳統流動比率作為衡量流動性指標之一，以民國 86 年到民國 89 年從櫃買中心移轉到台灣證交所的公司股票作為研究對象，結果發現移轉到台灣證交所後，流動性沒有改善，反而變差。

而 Martin (1975) 認為傳統流動比率與整體股價趨勢呈正相關 (分子部分) 但卻與股價波動性呈負相關 (分母部分)，因此在比較不同市場的流動性時，容易造成比較基礎不一致的情況。除此之外，Marsh and Rock (1986) 認為成交股數與成交價格變化並不成比例。因此，就大型股來說，其成交股數通常很大，若以此比率做為流動性衡量的指標，容易造成比率中的分子很大，分母卻未隨之增大，會有測量上的誤差。

#### 5. 以馬丁指數 (Martin Index) 來衡量流動性

Martin (1975) 認為傳統流動比率在比較不同市場的流動性時，容易造成比較基礎不一致的情況。所以提出自己的看法，以每日股價變動程度相對於每日成交量的比率來衡量流動性，其公式如下：

$$MLR_i = \sum_{t=1}^n \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})^2}{V_{i,t}} \quad (2-2)$$

$MLR_i$ ：代表第  $i$  種股票的流動性；

$P_{i,t}$ ：第  $i$  種股票在第  $t$  日的收盤價；

$P_{i,t-1}$ ：第  $i$  種股票在第  $t-1$  日的收盤價；

$V_{i,t}$ ：第  $i$  種股票在第  $t$  日的成交量 (股)；

$n$ ：衡量期間的天數。

分母代表成交量，分子代表每日股價的變動金額，即每成交一股對股價的影響

響或影響一單位股價需要的成交量。此比率以成交量為考量而非傳統比率以成交值為衡量因子。所以馬丁指數越高，代表交易量的變動會使股價產生較大幅度的變動，也就是流動性越差。

Dubofsky & Groth (1984) 為探討股票移轉上市地點後流動性之變化，同時採用傳統流動比率與馬丁指數作為衡量流動性的替代指標，兩項流動性指標的結果並無顯著的差異，全體樣本轉上市後的流動性沒有增加，反而變差。

但此指標可能產生另一個問題，由於分子部分是採用絕對價差，因此價差大於 1 的股票相對於價差小於 1 的股票相對流動性反而較低了。在台灣目前有漲跌幅限制的市場而言，此一問題對於低價股在比較上相當的不公平，反而產生了因股價高低不同而會有不同比較結果。



## 2.6 文獻探討小結

公司股票轉換交易所掛牌的可能動機，除了各國不同交易市場在法令與交易制度之差異外，較具一般代表性的動機包括：提升公司聲譽及知名度、改善流動性、提高籌資能力及訊號效果等。上櫃轉上市前後的價格行為方面，根據國內外的文獻，在探討公司轉換交易所掛牌在上市前後是否會有異常報酬時，多數研究結果發現自「轉上市申請日」起，一直到「轉上市掛牌日」前，公司的異常報酬為正，但在轉上市掛牌日或是上市日後極短的時間內，正報酬就會轉成負報酬，部分研究更發現轉上市後的負向報酬會抵銷先前所累積的正向報酬。

國內雖然已有多篇的實證文獻探討上櫃轉上市前後的股價行為，但所討論的轉上市期間多集中在民國 89 年以前，而民國 89 年以後改採較簡便的整批轉上市制度，所以樣本僅包含民國 89 年 53 家整批轉上市公司，對民國 90 年以後透過新制度轉上市公司前後的股價行為探討較少。另外，研究期間為民國 89 年以前的實證結果與國外文獻一致，但研究期間涵蓋民國 90 年度的實證結果與國外文獻結果差異較大，本研究認為民國 90 年的 48 家轉上市公司於轉上市掛牌日前後經歷美國 911 恐怖攻擊事件與台灣納莉風災此二重大事件，可能會嚴重影響轉上市事件真實的資訊內涵，然而相關的實證研究未針對此年度的樣本群予以排除討論之。

流動性方面，大多數國外實證發現流動性會因移轉到集中市場而有所提昇，亦有部分文獻發現流動性沒有改善。而台灣的實證中，李魯冰（民國 90 年）研究中顯示大多數樣本群的流動性有增加，但黃琛汶（民國 90 年）研究顯示流動性並無改善。知名度方面，國外實證結果發現轉上市後，公司整體的知名度有所增加，而國內文獻有黃媛君（民國 89 年）認為知名度為轉上市公司的主要動機之一，並僅以外資持股比例提昇來解釋知名度有提昇及公司轉上市的機率與相對市場佔有率成正比，但未從整體法人機構的角度來探討知名度。

因而本研究再次探究上櫃轉上市公司前後的價格行為，以民國 85 年至民國 92 年底轉上市公司作為全體樣本，也另外探討排除民國 90 年度轉上市公司的全體樣本之股價行為。由於流動性的實證結果仍不一致，且知名度實證研究甚少，故以流動性及知名度的觀點來探討上櫃轉上市公司移轉到集中市場後，流動性及知名度是否會增加。另外，也依不同的轉上市制度、產業、市值及獲利能力來探討轉上市公司的異常報酬、流動性及知名度等各方面是否有所差異，使我國上櫃轉上市相關之研究更臻完整。

### 三、研究方法

本研究的目的是探討上櫃轉上市公司前後的股價行為、知名度及流動性的變化。以下本章將依研究目的提出研究期間、選取樣本標準及各項實證的研究方法。

#### 3.1 研究期間與樣本

##### 3.1.1 研究期間與樣本選取標準

歷年由上櫃股票（包含第一類股及第二類股轉上市的公司股票）申請轉上市並通過主管機關核准掛牌之企業共 216 家。民國 89 年以後，上櫃轉上市制度採取整批審核、集體上市掛牌的方式，而本次研究對象中，原先以舊制度轉上市的公司共有 45 家，整批上櫃轉上市的公司共有 171 家。

但民國 84 年以前，店頭市場相關的股價資料付之闕如，因此排除掉民國 84 年以前轉上市的公司共六家（南帝化工、國巨、亞瑟科技、福懋油脂、精業及利奇機械），僅占原先全體樣本的 2.77%。扣除六家公司後，舊制度轉上市的樣本共有 39 家，合計總研究樣本為 210 家。由於本研究分別探討轉上市前後股價行為、流動性及知名度，仍可能因資料收集不完整的關係，造成少數公司無法同時探討所有的主題。例如，民國 92 年底上櫃轉上市的公司，部分公司無法完整取得衡量流動性及知名度所需期間的資料，但可取得轉上市前後股價的資料，本研究仍視為有效樣本，而每個主題所探討的實際樣本數會在以下各節分別說明。

##### 3.1.2 樣本分類

表 3-1、表 3-2、表 3-3 及表 3-4 分別為 210 家樣本公司按轉上市制度、市值、獲利能力及產業劃分的研究對象分類表，除了產業分類外，其餘的分類皆呈現相關的敘述統計內容，表中的  $N$  代表此分類群的公司家數。本研究轉上市制度的分類，分成舊制度與新制度二組，並以市值與獲利能力做比較；市值的分類，依三分位法將全體股票樣本以轉上市掛牌日前 166 日至前 17 日 ( $t_{-166}$ ,  $t_{-17}$ ) 的平均市值分為高、中及低三組。獲利能力的分類，依三分位法將全體股票樣本以轉上市前一年度的每股盈餘分為高、中及低三組。而歷年上櫃轉上市公司詳細分類內容請參閱附錄。

表 3-1 研究對象分類表（依轉上市制度劃分）

轉上市制度	舊制度 (N=39)		新制度 (N=171)		
敘述統計	項目	市值 (百萬元)	獲利能力 (元/每股)	市值 (百萬元)	獲利能力 (元/每股)
	平均數	\$12,851	2.87	\$6,089	2.58
	中位數	9,534	1.56	3,005	2.14
	標準差	10,862	3.47	13,997	1.76
	範圍	41,265	16.12	161,595	9.46
	最小值	1,142	0.50	362	0.11
	最大值	42,407	16.62	161,957	9.57

資料來源：本研究整理

表 3-2 研究對象分類表（依市值劃分）

單位：新台幣百萬元

敘述統計	公司市值	全體樣本 (N=210)	高市值 (N=70)	中市值 (N=70)	低市值 (N=70)
	平均數	\$7,345	\$17,070	\$3,603	\$1,363
	中位數	3,547	10,932	3,547	1,320
	標準差	13,703	20,525	865	485
	範圍	161,595	156,458	2,880	1,926
	最小值	362	5,499	2,339	362
	最大值	161,957	161,957	5,219	2,288

資料來源：本研究整理

表 3-3 研究對象分類表（依獲利能力劃分）

單位：元/每股

敘述統計	獲利能力	全體樣本 (N=210)	高獲利 (N=70)	中獲利 (N=70)	低獲利 (N=70)
	平均數	2.64	4.88	2.06	0.97
	中位數	2.03	4.32	2.03	1.03
	標準差	2.18	2.41	0.43	0.28
	範圍	16.51	13.73	1.32	1.32
	最小值	0.11	2.89	1.43	0.11
	最大值	16.62	16.62	2.75	1.43

資料來源：本研究整理

表 3-4 研究對象分類表（依產業劃分）

股票類股	家數	比率
食品工業	3	1.43%
塑膠工業	3	1.43%
紡織纖維	5	2.38%
電機機械	16	7.62%
電線電纜	5	2.38%
化學生技醫療	9	4.29%
鋼鐵工業	4	1.90%
橡膠工業	1	0.48%
電子工業	127	60.48%
建材營造	5	2.38%
航運業	2	0.95%
金融保險	17	8.10%
其他	13	6.19%
總計	210	100.00%

資料來源：本研究整理

### 3.1.3 資料來源

1. 上櫃轉上市公司之上市申請日及上市掛牌日等相關事件日，收集自台灣證券交易所網站、櫃檯買賣中心網站。
2. 上櫃轉上市公司財務資料、股票相關日資料以及台灣證交所與櫃檯買賣中心加權股價指數資料取自「台灣經濟新報資料庫」。
3. 股權結構資料取自「台灣經濟新報資料庫」、財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會的「真像王資料庫」及「資訊王資料庫」。

## 3.2 上櫃轉上市前後的股價行為

本研究採用事件研究法 (event study) 來探討上櫃轉上市公司前後的股價行為，即上櫃轉上市此事件之發生或宣告，是否會影響股價的異常變動，也就是一般所謂的異常報酬。並經由平均異常報酬及累積平均異常報酬的檢定來觀察該事件對股價的影響。本研究將採用事件研究法的步驟如下：

### 3.2.1 事件研究期間之設定

#### 1. 確定事件日

依據沈中華、李建然 (民國 89 年) 對於事件的種類可以分為兩類：一為針對同類事件 (type of event) 的研究，例如會計盈餘宣告對股價的影響，雖然所有公司 (樣本) 所要研究的事件是一樣的，但各公司事件發生的日期可能並不相同。另一類則是對某一單一事件 (single event) 進行研究，例如研究會計原則變動或法令的公布對股價的影響，所有公司所要研究的事件與各公司事件發生的日期皆是一致的。而上櫃轉上市此事件較接近於同類事件的研究。

接著須確定事件日，所謂事件日係指市場接收到該事件相關資訊的時點，而非該事件實際發生之時點。而鄭佩汶 (民國 92 年) 將上櫃轉上市事件相關的重要日期依序整理如下：

#### (1) 董監事會議決議日

依據現行法令規定，上櫃公司轉上市申請之決策非屬法定須經股東會決議事項，公司為了增加決策效率與降低行政成本，通常不會因此召開臨時股東會，皆授權與董事會決定之，所以此決議日通常非屬市場知悉之公開訊息。

#### (2) 轉上市申請日

上櫃公司依轉上市規定檢具相關書件向台灣證交所提出上市申請，台灣證交所於完成收件手續後，會於當日發布新聞稿，此為市場參與者可得知公開訊息之第一個訊息。

#### (3) 台灣證交所董事會通過日

在台灣證交所針對上市申請案進行審核及審議後，就審議結果擬具提案，提請董事會就是否同意上市進行表決，並將結果於當日發布新聞稿，此為市場參與者可得知公開訊息之第二個事件日。

#### (4) 證期會核備日

台灣證交所通過後，需依照證券交易法一四一條規定，簽訂有價證券上市契約並申報財政部證期會核准，證期會將對契約進行審核後發出核備函，並於當日發布新聞稿，此為市場參與者可得知公開訊息之第三個事件日。

#### (5) 轉上市掛牌日

公司正式於台灣證交所掛牌交易日，投資人可於集中市場進行該股票的買賣，此為市場參與者可得知公開訊息之第四個事件日，也是上櫃轉上市事件最後相關的公開訊息日。

以上五個訊息日中，本研究將以轉上市申請日及上市掛牌日作為事件日，係考量到轉上市申請日為市場最先接收到的訊息日，而且董監事會議決議日非市場知悉之公開訊息，較難收集到各公司的事件日。除此之外，歷年因主管機關不核准轉上市申請而無法轉上市的公司甚少，近年發生的案例在民國 89 年大恭化學因未達台灣證交所股權分散的規定且未能及時申請延期上市，導致上市契約被撤銷。除非上櫃轉上市公司自行撤銷轉上市申請外，台灣證交所及證期會不通過轉上市申請的可能性較低。因此，台灣證交所及證期會核准日兩日對投資大眾所傳達的資訊內涵較少。而上市掛牌日為公司股票第一天實際在台灣證交所掛牌交易，且多數實證研究皆以轉上市掛牌日作為事件日，故選擇掛牌日為另一個事件日。

### 2. 相對日數

本研究係以各樣本公司之事件日為「第 $t_0$ 日」，而以  $-t$  表示事件日前第 $t$ 個交易日，以 $+t$ 表示事件日後第 $t$ 個交易日。

### 3. 事件期間之設定

Peterson (1989) 的研究中，認為就日報酬資料而言，多介於 2 天至 121 天。事件期越長，雖然越能掌握到事件對股價的影響，但期間的拉長，也越容易受到其他因素的干擾，其代價則是其他因素可能會影響估計結果，降低發現異常報酬率的能力（即統計檢定力會下降）。除此之外，民國 89 年以後的轉上市制度，使得從轉上市申請日到上市掛牌日所需時間從先前的三、四個月不等縮減到 2 個月左右。本研究發現兩事件日相距最短的時間為 32 個交易日（例如，統一綜合證券及元富證券），為了避免轉上市申請日及上市掛牌日各自的事件期重疊，故本研究將採用事件日前第 16 個交易日起至事件日後第 16 個交易日止作為事件期，共計 33 個交易日。



#### 4. 估計期間之設定

根據現有的文獻，估計期多選在事件期之前，但未必如此。根據 Peterson (1989) 的建議，如果所要研究的事件，不會造成預測模式結構上的改變，則估計期可以選在事件期之前；如果所要研究的事件，可能會造成預測模式結構上之改變，則估計期可以選在事件期之後，或同時選取事件期前、後作為估計期。陳易成 (民國 91 年) 運用鄒檢定 (Chow test) 檢驗我國 132 家上櫃轉上市公司，在轉上市前後股價是否產生結構性改變，研究結果發現轉上市後顯著改變的只有極少數的 4 家，占總樣本數的 3%，顯示即使公司符合上櫃轉上市之條件並成功轉換掛牌市場後，此改變無法大到足以造成其公司股價與大盤報酬間的關係發生變化，所以上櫃轉上市事件不至於造成預測模式結構上的改變，故本研究將估計期選在事件期之前。

估計期間長短的決定方面，沈中華及李建然 (民國 89 年) 認為估計期間的長短並無客觀的標準，多由研究者主觀的決定。研究者必須衡量其利弊得失，估計期間設定的太短，可能損及預測模式的預測能力，設定的太長，恐怕該期間有結構性的變化，產生模式不穩定的現象。而 Peterson (1989) 認為如果以日報酬率建立估計模式時，估計期間通常設定為 100 天至 300 天。本研究以事件日前第 166 個交易日至事件日前第 17 個交易日為估計期間，總共 150 天，符合 Peterson (1989) 估計期之天數設定 (100 天至 300 天)，亦與 Baker and Edelman (1991) 的估計期一致。

#### 5. 觀察期間

本研究針對以事件日前第 166 個交易日起至事件日後第 16 個交易日止，共計 183 個交易日作為觀察期間，以圖 3-1 呈現事件的研究期間。

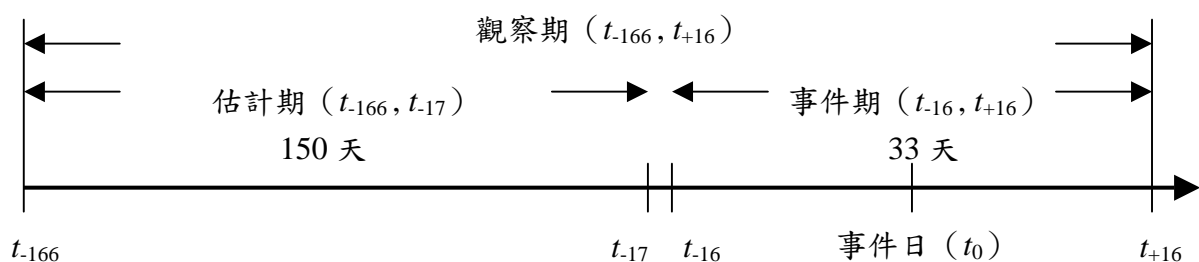


圖 3-1 事件研究期間圖

### 3.2.2 研究樣本與分組

本文採用之有效樣本共計210家，並依照兩個不同的事件日分組予以探討異常報酬 (abnormal returns, AR)、平均異常報酬 (average abnormal returns,  $\overline{AR}$ ) 及累積平均異常報酬 (average cumulative abnormal returns,  $\overline{CAR}$ )：

#### 1. 以轉上市申請日為事件日：

- (1) 全體樣本群：民國85年至民國92年底，共有210家上櫃公司股票成功轉換到集中交易市場掛牌。
- (2) 依轉上市制度分類的樣本群 (表3-1)：民國89年5月以前，轉上市制度與初次上市的制度相同；而民國89年5月以後，上櫃轉上市制度改成批次作業的新制度。因此將全體樣本分成舊制度樣本群與新制度樣本群，其中舊制度樣本群共有39家 (已扣除民國81年至84年資料不齊全的6家樣本)，新制度樣本群共有171家公司。
- (3) 依產業分類的樣本群 (表3-4)：電子產業公司占全體樣本的60%，因此分成電子產業及非電子產業樣本群，電子產業樣本群共127家，非電子產業共83家。
- (4) 依市值分類的樣本群 (表3-2)：按照先前210家樣本數依照市值分成高、中及低市值樣本群，每個樣本群均為70家公司。
- (5) 依獲利能力分類的樣本群 (表3-3)：按照先前210家樣本數依照獲利能力分成高、中及低獲利樣本群，每個樣本群均為70家公司。

#### 2. 以轉上市掛牌日為事件日：

- (1) 全體樣本群及扣除民國90年樣本的全體樣本群：民國85年至民國92年底，共有210家上櫃公司股票成功轉換到集中交易市場掛牌。由於民國90年的48家公司於上市掛牌日 (民國90年9月17日) 前後，歷經美國911恐怖攻擊與台灣納莉風災二重大事件，當時公司的股價行為可能嚴重受到非轉上市事件的干擾，因此將此48家公司排除後再重新計算平均異常報酬及累積平均異常報酬，排除後的全體樣本群共有162家。
- (2) 依轉上市制度分類的樣本群 (表3-1)：民國89年5月以前，轉上市制度與初次上市的制度相同；而民國89年5月以後，上櫃轉上市制度改成批次作業的新制度。因此將全體樣本分成舊制度樣本群與新制度樣本群，其中舊制度樣本群共有39家 (已扣除民國81年至84年資料不齊全的6家樣本)，新制度樣

本群共有171家公司，但另外探討排除民國90年度樣本後的新制度樣本群，理由如同上述（1）所言，排除後的新制度樣本群計有123家。

- (3) 依產業分類的樣本群（表3-4）：電子產業公司約占全體樣本的60%，因此分成電子產業及非電子產業樣本群，電子產業樣本群共127家，非電子產業共83家。
- (4) 依市值的樣本群（表3-2）：按照先前210家樣本數依照市值分成高、中及低市值樣本群，每個樣本群均為70家公司。
- (5) 依獲利能力分類的樣本群（表3-3）：按照先前210家樣本數依照獲利能力分成高、中及低獲利樣本群，每個樣本群均為70家公司。

### 3.2.3 異常報酬之估計

本研究採取風險調整模式（risk-adjusted returns model）中的市場模型（market model）來估計預期報酬，即個股的正常報酬和市場報酬有一定的關係。由於台灣整體的證券市場僅有台灣證交所及櫃買中心，且上櫃轉上市前後歷經此二市場，故採以投資組合（portfolio）的觀點，使用合併台灣證交所與櫃買中心發行量加權股價指數日報酬率作為本研究的市場報酬，此報酬率較能代表台灣證券市場整體的市場報酬，顧廣平、林蒼祥（民國90年）亦採用此合併報酬率做為市場報酬之一。合併台灣證交所與櫃買中心發行量加權股價指數報酬計算公式如下：

$$R_{m,t} = \frac{TSEMV_t \times R_{t,t} + GTSMMV_t \times R_{g,t}}{TSEMV_t + GTSMMV_t} \quad (3-1)$$

$R_{m,t}$ ：兩市場的第 $t$ 日加權指數報酬率；

$TSEMV_t$ ：台灣證交所第 $t$ 日股票市值；

$GTSMMV_t$ ：櫃買中心第 $t$ 日股票市值；

$R_{t,t}$ ：台灣證交所第 $t$ 日指數報酬率；

$R_{g,t}$ ：櫃買中心第 $t$ 日指數報酬率。

#### 1. 估計預期報酬率

市場模式係以估計期之資料，以普通最小平方法（Ordinary Least Square, OLS）建立個別證券之迴歸模型：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{其中 } t = t_{166}, \dots, t_{17} \quad i = 1, 2, \dots, N \quad (3-2)$$

$R_{i,t}$ ：第*i*種股票在第*t*日之報酬率；

$\alpha_i$ ：模式之截距項，為一常數。意指當市場報酬率為零時，第*i*種股票之期望報酬率；

$\beta_i$ ：系統性風險，為個別股票報酬率的變動相對於市場報酬率變動之敏感程度；

$R_{m,t}$ ：合併台灣證交所與櫃買中心發行量加權股價指數日報酬率；

$N$ ：代表公司樣本數；

$\varepsilon_{i,t}$ ：第*i*種股票之殘差項，一般稱為白噪音（Gaussian white noise），即

$\varepsilon_{i,t} \sim N(0, \sigma)$ 。並且有以下的假設：

$$E(\varepsilon_{i,t})=0 \quad (3-3)$$

$$\text{Var}(\varepsilon_{i,t})=\sigma^2 \quad (3-4)$$

$$\text{Cov}(\varepsilon_{i,\tau}, \varepsilon_{i,\gamma})=0 \quad \text{當 } \tau \neq \gamma \quad (3-5)$$

$$\text{Cov}(\varepsilon_{i,t}, R_{m,t})=0 \quad (3-6)$$

由於 $\alpha_i$ 、 $\beta_i$ 及 $\varepsilon_{i,t}$ 均為未知而須予以估計， $\alpha_i$ 及 $\beta_i$ 之估計量分別為 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ ，因此個別證券在沒有上櫃轉上市事件的影響下，事件期某一日之預期報酬率即為：

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad (3-7)$$

$E(R_{i,t})$ ：第*i*種股票在第*t*日之估計預期報酬率；

$R_{m,t}$ ：合併台灣證交所與櫃買中心發行量加權股價指數日報酬率；

$\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ ：由市場模式（3-2）中所估計之係數。

## 2. 估計異常報酬率、平均異常報酬率、累積異常報酬及累積平均異常報酬率

所謂的異常報酬率(abnormal returns, AR)是以事件期的實際報酬減去預期報酬，即

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (3-8)$$

$AR_{i,t}$ ：第*i*種股票在第*t*日的實際日報酬率減去預期日報酬率稱為異常報酬率；

$R_{i,t}$ ：第*i*種股票在第*t*日的實際日報酬率；

$E(R_{i,t})$ ：第*i*種股票在第*t*日之估計預期日報酬率。

而在第*t*日之所有公司樣本股票異常報酬之平均稱為平均異常報酬(average abnormal returns,  $\overline{AR}$ )，即

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (3-9)$$

$\overline{AR}_t$ ：在第 $t$ 期之所有樣本股票異常報酬之平均稱為平均異常報酬；

$N$ ：代表公司樣本數；

$AR_{i,t}$ ：第 $i$ 種股票在第 $t$ 日的異常報酬率。

在一定期間（ $t_1, t_2$ ）累加個別股票AR所得數值為累積異常報酬(cumulative abnormal returns, CAR)，即

$$CAR_i = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (3-10)$$

再將所有樣本股票 $CAR_i$ 平均稱為累積平均異常報酬(average cumulative abnormal returns,  $\overline{CAR}$ )，即

$$\overline{CAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i \quad (3-11)$$

### 3.2.4 統計檢定

儘管有母數檢定，需要做樣本是否為獨立且齊一常態分配（independently and identically distribution of normal, iid）的假設，但 Brown and Waner(1980, 1985)及 Berry, Gallinger, and Henderson (1990) 相關實證發現異常報酬率的分配若非常態分配，對有母數檢定似乎影響不大，且當樣本數量增加時，則橫剖面異常報酬率的分配會逐漸趨近於常態分配，故本研究以有母數檢定中的 t 檢定對統計假設進行統計量之顯著性檢定：

#### 1. 事件期內各期平均異常報酬之檢定：

##### (1) 假說建立

$$H_0 : \overline{AR}_t = 0$$

$$H_1 : \overline{AR}_t \neq 0$$

$$t(\overline{AR}_t) = \frac{\overline{AR}_t}{\left( \frac{\hat{\sigma}}{\sqrt{N}} \right)} \quad (3-12)$$

其中  $\overline{AR}_t$  為第 $t$ 日全體樣本的平均異常報酬、 $\hat{\sigma}$  為 $AR_{i,t}$ 的標準差、 $N$ 為公司樣

本數。

(2) 決策法則

若  $t(\overline{AR}_t) \leq |t_{1-\alpha/2, N-1}|$ ，則接受  $H_0$ 。

若  $t(\overline{AR}_t) > |t_{1-\alpha/2, N-1}|$ ，則拒絕  $H_0$ ，表示第  $t$  日平均異常報酬異於 0。

2. 事件期內累積異常報酬之檢定：

(1) 假說建立

$$H_0: \overline{CAR} = 0$$

$$H_1: \overline{CAR} \neq 0$$

$$t(\overline{CAR}) = \frac{\overline{CAR}}{\left(\frac{\hat{\sigma}}{\sqrt{N}}\right)} \quad (3-13)$$

其中  $\overline{CAR}$  為一定期間  $(t_1, t_2)$  全體樣本的累積平均異常報酬、 $\hat{\sigma}$  為  $CAR_i$  的標準差、 $N$  為公司樣本數。

(2) 決策法則

若  $t(\overline{CAR}) \leq |t_{1-\alpha/2, N-1}|$ ，則接受  $H_0$ 。

若  $t(\overline{CAR}) > |t_{1-\alpha/2, N-1}|$ ，則拒絕  $H_0$ ，表示一定期間  $(t_1, t_2)$  累積平均異常報酬異於 0。



### 3.3 知名度之衡量與檢定

#### 3.3.1 衡量方法與資料收集

Baker, Powell, and Weaver (1999b, 1999c) 以四個替代變數用來衡量知名度，本研究採用其中「持有公司股票的法人數」及「法人持有公司股票的股數」此二變數做為替代變數。由於我國分析師預測盈餘的風氣並不盛行，而以見報次數做為衡量知名度的變數，會有資料蒐集及主觀判斷媒體種類等困難，因而排除「預測公司下一年度盈餘的分析師數目」及「見報次數」二替代變數。另外加入「法人持有公司股票的持股比例」做為替代變數之一，除了法人持股股數（量）的探討，進一步的比較持股比例上是否也有所變動。

本研究並未以總股東人數做為衡量知名度的替代變數，而是從整體法人的角度來探討轉上市公司的知名度，原因在於我國上市公司的股權分散規定較上櫃公司嚴格，所以當上櫃公司欲轉上市時，如果未達到台灣證交所股權結構的規定時，須就不足的部分將股票承銷以達股權分散，所以總股東人數的增加似乎成為常態。除此之外，法人的持股通常較個人投資者穩定，即法人多以長期投資的觀點持有公司的股票，因此以法人的角度來探討公司的知名度較總股東人數或個人投資者適宜。

資料收集方面，由於我國股權結構資料的揭露頻率不如一般財務資訊頻繁，主因是主管機關只要求在公開說明書及近幾年股東會年報上須揭露相關股權結構的資訊，而一般財報的附註通常不一定會揭露此資料。公開說明書往往是公司欲公開發行、初次上市（櫃）、上櫃轉上市、增資發行新股或發行公司債時才編制的。因此，可以透過此公開說明書的資料收集轉上市前及上市後的法人數、法人股數及持股比例。

本研究以轉上市掛牌日為基準日，前後一年內為研究期間，透過財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會的真像王資料庫及資訊王資料庫收集相關資料。如果上市前後一年內分別編制多次的公開說明書時，例如，公司可能在申請轉上市前幾個月增資發行新股，因而有多筆不同時點的資料，本研究以平均的方式處理。以下為衡量轉上市前後知名度的替代變數之詳細說明：

#### 1. 持有公司股票的法人數 (NOI)

依據公開說明書及資訊王資料庫所分類的股權結構項目，本研究定義的法人包含政府機構、金融機構（包含銀行業、保險業及證券投信基金）、公司法人、其他法人、外國機構及外人，即是以總股東人數排除掉本國自然人及庫藏股票人數。

將外人加入的原因是公開說明書多將外國機構及外人合計表示，雖然資料王資料庫有分開表示，但為求所有樣本資料的一致性及計算的方便，將外人的數據合計於法人中。故將符合本研究法人定義的法人數予以加總，分別計算出轉上市前後持有公司股票的法人數。

#### 2. 法人持有公司股票的股數 (NOS)

將符合本研究法人定義的法人股數予以加總，分別計算出轉上市前後持有公司股票的股數。

#### 3. 法人持有公司股票的持股比例 (POS)

將符合本研究法人定義的法人持股比例予以加總，分別計算出轉上市前後持有公司股票的持股比例。

### 3.3.2 研究樣本與分類

如果轉上市前後的資料不齊全則視為無效樣本，最後本研究可以用來衡量知名度的有效樣本共 177 家，為原先全體樣本 (210 家) 的 84.3%，減少了 33 家樣本數。以下依不同的分類予以說明：

1. 全體樣本群：共有 177 家有效樣本，較原先 210 家減少 33 家。
2. 依轉上市制度分類的樣本群 (表 3-1)：舊制度樣本群共 32 家有效樣本，較原先 39 家減少 7 家；新制度樣本群有效樣本共 145 家，較原先 171 家減少 26 家。
3. 依產業分類的樣本群 (表 3-4)：電子產業及非電子產業共有 109 及 68 家有效樣本，較原先 127 及 83 家分別減少 18 及 15 家。
4. 依市值的樣本群 (表 3-2)：按照先前 210 家樣本數依照市值分成高、中及低市值樣本群，每個樣本群應為 70 家公司，但如果有無效樣本則會低於 70 家公司。最後高、中及低市值樣本群分別有 61、57 及 59 家有效樣本。
5. 依獲利能力分類的樣本群 (表 3-3)：按照先前 210 家樣本數依照獲利能力分成高、中及低獲利樣本群，每個樣本群應為 70 家公司，但如果有無效樣本則會低於 70 家公司。最後高、中及低獲利樣本群分別有 58、60 及 59 家有效樣本。

### 3.3.3 統計檢定

由於本研究母體分配的特性未知，故採無母數統計進行檢定，故採用 Wilcoxon 成對檢定法 (Wilcoxon matched-pairs signed-rank test) 來檢定此三個替代變數在轉上市前後是否有顯著增加。假說檢定如下：



$H_0$ : 上櫃轉上市公司股票的三項知名度變數 ( $NOI$ 、 $NOS$ 及  $POS$ ) 在上市前的平均水準 (中位數)  $\geq$  上市後的平均水準 (中位數)

$H_1$ : 上櫃轉上市公司股票的三項知名度變數 ( $NOI$ 、 $NOS$ 及  $POS$ ) 在上市前的平均水準 (中位數)  $<$  上市後的平均水準 (中位數)



### 3.4 流動性之衡量與檢定

#### 3.4.1 衡量方法

以轉上市掛牌日做為基準日，分別以掛牌日前 166 日至前 17 日及掛牌日後 17 日至後 166 日作為轉上市前後流動性衡量的期間。排除掉掛牌日前後共 33 天交易日( $t_{-16}$ ,  $t_{+16}$ )，以避免掛牌日的事件影響流動性的計算。

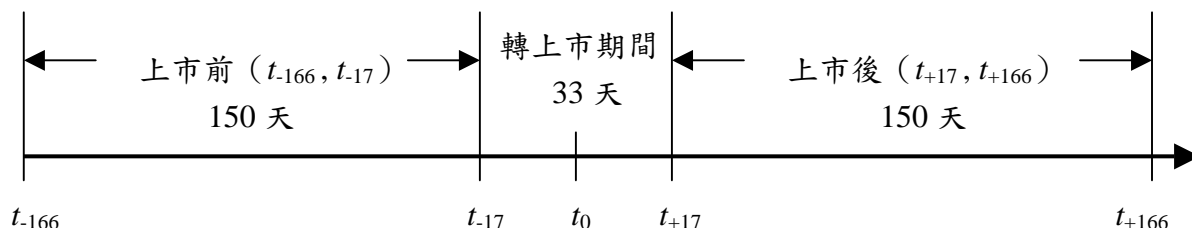


圖 3-2 流動性衡量期間圖

由於我國證券市場並無造市商機制，所以無法以國外賣買賣價差的指標做為流動性的代理變數，因此以平均成交量、平均週轉率、傳統流動比率 (Amivest Liquidity Ratio) 及馬丁指數做為代理變數。流動性替代變數的計算與代表意義說明如下：

#### 1. 平均成交量 (AV)

將 150 天交易日的成交量平均即求出平均成交量，成交量越多，代表此公司股票流動性越好。

#### 2. 週轉率 (TR)

週轉率便是在某特定期間內，個股成交量對其流通在外股數的比率，即每一張流通在外股票在此特定期間內的轉手頻率。依據 150 天交易日的總成交量除以此期間平均流通在外股數，即為週轉率。週轉率越高，代表流動性越好。

#### 3. 傳統流動比率 (ALR)

衡量公式為：

$$ALR_i = \frac{\sum_{t=1}^n P_{i,t} V_{i,t}}{\sum_{t=1}^n \left| \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \right|} \times 100\% \quad (3-14)$$

$ALR_i$ ：第  $i$  種股票的流動性（傳統流動比率）；

$P_{i,t}$ ：第  $i$  種股票在第  $t$  日的收盤價；

$P_{i,t-1}$ ：第  $i$  種股票在第  $t-1$  日的收盤價；

$V_{i,t}$ ：第*i*種股票在第*t*日的成交量（千股）；

$n$ ：衡量期間的天數。

分母代表個股某段時間內收盤價每日變動量百分比絕對值的加總，即總變動量。分子代表個股在某段時間的總成交值，該比率越大，表示要使成交價格變動百分之一所需要的成交值越大。也就是有許多交易量是在價格變化很小的情況下完成交易，流動性就越佳。

#### 4. 馬丁指數 (*MLR*)

其公式如下：

$$MLR_i = \sum_{t=1}^n \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})^2}{V_{i,t}} \quad (3-15)$$

$MLR_i$ ：代表第*i*種股票的流動性（馬丁指數）；

$P_{i,t}$ ：第*i*種股票在第*t*日的收盤價；

$P_{i,t-1}$ ：第*i*種股票在第*t-1*日的收盤價；

$V_{i,t}$ ：第*i*種股票在第*t*日的成交量（千股）；

$n$ ：衡量期間的天數。

分母代表成交量，分子代表每日股價的變動金額，即每成交一千股（我國的一張股票）對股價的影響或影響一單位股價需要的成交量。馬丁指數越高，代表交易量的變動會使股價產生較大幅的變動，也就是流動性越差。

### 3.4.2 樣本分類

轉上市前後的資料不齊全則視為無效樣本，最後本研究可以用來衡量流動性的有效樣本共 193 家，為原先全體樣本（210 家）的 91.8%，減少了 17 家樣本數。以下依不同的分類予以說明：

1. 全體樣本群：共有 193 家有效樣本，較原先 210 家減少 17 家。
2. 依轉上市制度分類的樣本群（表 3-1）：舊制度樣本群共有 39 家有效樣本，與原先相同；新制度樣本群有效樣本共有 154 家，較原先 171 家減少 17 家。
3. 依產業分類的樣本群（表 3-4）：電子產業及非電子產業共有 115 及 78 家有效樣本，較原先 127 及 83 家分別減少 12 及 5 家。
4. 依市值的樣本群（表 3-2）：按照先前 210 家樣本數依照市值分成高、中及低市

值樣本群，每個樣本群應為 70 家公司，但如果有無效樣本則會低於 70 家公司。最後高、中及低市值樣本群分別有 67、62 及 64 家有效樣本。

5. 依獲利能力分類的樣本群（表 3-3）：按照先前 210 家樣本數依照獲利能力分成高、中及低獲利樣本群，每個樣本群應為 70 家公司，但如果有無效樣本則會低於 70 家公司。最後高、中及低獲利樣本群分別有 68、64 及 61 家有效樣本。

### 3.4.3 統計檢定

由於本研究母體分配的特性未知，故採無母數統計進行檢定，故採用 Wilcoxon 成對檢定法（Wilcoxon matched-pairs signed-rank test）來檢定此四個替代變數在轉上市前後是否有顯著增加。四項流動性變數中，馬丁指數的值越大，流動性反而越差，因此其假說檢定的方向與其他三項流動性變數相反，以下將之分開表示假說：

#### 1. *AV*、*TR* 及 *ALR* 流動性變數假說

$H_0$ ：上櫃轉上市公司股票的三項流動性變數（*AV*、*TR*及 *ALR*）在上市前的平均水準（中位數） $\geq$ 上市後的平均水準（中位數）

$H_1$ ：上櫃轉上市公司股票的三項流動性變數（*AV*、*TR*及 *ALR*）在上市前的平均水準（中位數） $<$ 上市後的平均水準（中位數）

#### 2. *MLR* 流動性變數假說

$H_0$ ：上櫃轉上市公司股票 *MLR* 流動性變數在上市前的平均水準（中位數） $\leq$ 上市後的平均水準（中位數）

$H_1$ ：上櫃轉上市公司股票 *MLR* 流動性變數在上市前的平均水準（中位數） $>$ 上市後的平均水準（中位數）

## 四、實證結果

本章依據第三章所提出的研究設計進行實證分析，依序探討上櫃轉上市公司股票在轉上市前後的股價行為、知名度及流動性變化的情形，第一節呈現轉上市前後的股價行為結果，第二節探討知名度的結果與第三節討論流動性的結果。

### 4.1 轉上市前後股價行為的實證結果

由於本研究以轉上市申請日及轉上市掛牌日作為事件日，來觀察上櫃轉上市公司於轉上市前後是否有異常報酬，以下依據此二事件日分別呈現不同分類樣本群的結果：

#### 4.1.1 以轉上市申請日作為事件日

##### 1. 全體樣本群 (N=210)

從表 4-1 與圖 4-1 顯示，以轉上市申請日作為事件日，不管在事件日前或是事件日後皆為顯著負的異常報酬，但是從申請日前 3 天起，負的平均異常報酬開始擴大，從圖 4-1 可以發現累積平均異常報酬在接近事件日前幾天開始擴大下降。整體的累積平均異常報酬在事件期為顯著負的結果。此與 McConnell and Sanger (1984) 等國外文獻實證結果不一致，即在宣告轉上市申請日起有正的異常報酬，本研究在事件日之前後卻是負的異常報酬。

表 4-1 全體樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日

相對日數	平均異常報酬(%)	t 值
-16	-0.112	-0.706
-15	0.164	1.113
-14	-0.024	-0.146
-13	0.272	1.584
-12	-0.207	-1.267
-11	0.007	0.041
-10	-0.347	-2.119**
-9	-0.283	-1.692*
-8	-0.108	-0.753
-7	-0.145	-0.969
-6	-0.024	-0.145
-5	-0.108	-0.639
-4	0.118	0.707

-3	-0.440	-2.653***
-2	-0.458	-2.817***
-1	-0.352	-2.017**
0	-0.194	-1.057
1	-0.340	-1.873*
2	-0.608	-3.430***
3	-0.370	-2.035**
4	-0.287	-1.622
5	-0.084	-0.522
6	-0.358	-1.968*
7	-0.088	-0.508
8	-0.383	-2.315**
9	-0.313	-1.877*
10	0.062	0.373
11	-0.129	-0.691
12	-0.332	-1.875*
13	0.078	0.424
14	-0.272	-1.722*
15	0.043	0.247
16	-0.196	-1.101
累積期間	累積平均異常報酬	t 值
$t_{-16} \sim t_{+16}$	-5.817	-5.509***
$t_{-16} \sim t_{-1}$	-2.046	-2.622***
$t_{+1} \sim t_{+16}$	-3.578	-4.846***
$t_{-15} \sim t_{+15}$	-5.509	-5.289***
$t_{-10} \sim t_{+10}$	-5.109	-6.001***
$t_{-5} \sim t_{+5}$	-3.121	-5.117***
$t_{-3} \sim t_{+3}$	-2.761	-5.537***
$t_{-1} \sim t_{+1}$	-0.886	-2.918***

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

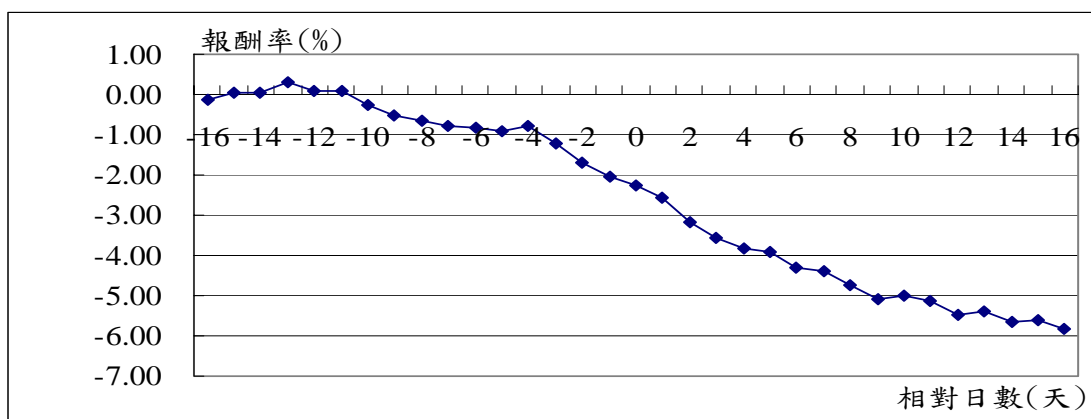


圖 4-1 全體樣本群之系積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日

## 2. 以轉上市制度分類的樣本群

從表 4-2 與圖 4-2 顯示，以轉上市申請日作為事件日，舊制度樣本群在事件日當天的平均異常報酬顯著為正（在 10% 的顯著水準下），但在事件日後第 1、11 及 12 天皆為顯著負向的異常報酬，顯示在舊制度樣本群下，以轉上市申請日為事件日，僅在當日反應正向的異常報酬，事件日之後便產生負的異常報酬。整體的累積平均異常報酬在事件期並不顯著。

而新制度樣本群僅在事件日前 13 日出現顯著為正的異常報酬，其餘皆為顯著負的異常報酬，而且同於全體樣本，從申請日前 3 天起，負的平均異常報酬開始擴大，從圖 4-2 可以發現累積平均異常報酬在接近事件日前幾天開始迅速下降，下降程度較舊制度樣本群來的快且大。整體的累積平均異常報酬在事件期為負向的結果（達 1% 的顯著水準），且累積-6.44% 的報酬。此結果與 McConnell and Sanger (1984) 等國外文獻不一致，即在宣告轉上市申請日起有正的異常報酬，本研究在事件日之前後皆是負的異常報酬。由於新制度樣本群的樣本數占全體樣本群的八成，因此兩者結果較為接近。

表 4-2 轉上市制度樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日

相對日數	舊制度 (N=39)		新制度 (N=171)	
	平均異常報酬(%)	t 值	平均異常報酬(%)	t 值
-16	-0.086	-0.203	-0.118	-0.695
-15	0.183	0.580	0.160	0.960
-14	0.004	0.013	-0.030	-0.160
-13	-0.221	-0.544	0.385	2.032**
-12	-0.506	-1.480	-0.139	-0.751
-11	0.221	0.542	-0.042	-0.221
-10	-0.460	-1.270	-0.322	-1.748*
-9	-0.164	-0.509	-0.310	-1.614
-8	-0.110	-0.448	-0.107	-0.642
-7	0.089	0.264	-0.199	-1.186
-6	-0.296	-0.807	0.038	0.202
-5	-0.146	-0.386	-0.099	-0.525
-4	0.074	0.288	0.128	0.651
-3	-0.037	-0.114	-0.532	-2.809***
-2	-0.002	-0.006	-0.562	-3.115***
-1	-0.173	-0.460	-0.393	-1.996**
0	0.713	2.014*	-0.400	-1.932*
1	-0.652	-1.706*	-0.269	-1.311

2	0.107	0.235	-0.771	-4.060***
3	-0.112	-0.287	-0.429	-2.092**
4	0.195	0.474	-0.396	-2.030**
5	0.452	1.509	-0.206	-1.122
6	-0.398	-1.092	-0.349	-1.679*
7	-0.099	-0.277	-0.085	-0.434
8	-0.081	-0.272	-0.452	-2.360**
9	0.390	1.245	-0.473	-2.488**
10	0.434	1.391	-0.023	-0.121
11	-0.710	-1.746*	0.004	0.017
12	-1.343	-3.852***	-0.102	-0.512
13	-0.014	-0.032	0.099	0.486
14	-0.050	-0.135	-0.323	-1.844*
15	-0.276	-0.901	0.116	0.573
16	0.021	0.052	-0.246	-1.230
累積期間	累積平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬	t 值
$t_{-16} \sim t_{+16}$	-3.054	-1.476	-6.447	-5.349***
$t_{-16} \sim t_{-1}$	-1.631	-1.059	-2.140	-2.397***
$t_{+1} \sim t_{+16}$	-2.135	-1.592	-3.907	-4.579***
$t_{-15} \sim t_{+15}$	-2.989	-1.433	-6.084	-5.131***
$t_{-10} \sim t_{+10}$	-0.277	-0.178	-6.211	-6.436***
$t_{-5} \sim t_{+5}$	0.419	-0.352	-3.929	-5.737***
$t_{-3} \sim t_{+3}$	-0.156	-0.178	-3.355	-5.887***
$t_{-1} \sim t_{+1}$	-0.112	-0.182	-1.062	-3.080***

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

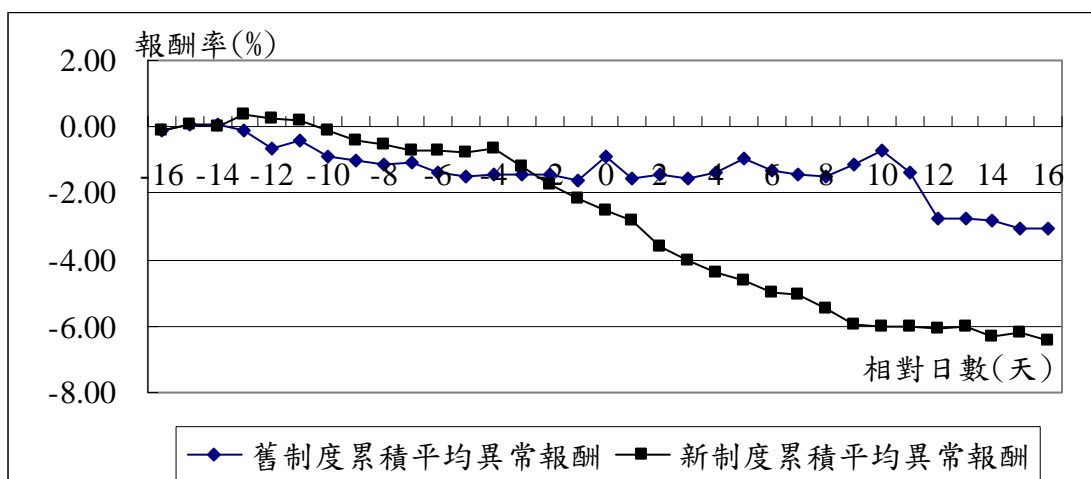


圖 4-2 轉上市制度樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日



### 3. 依產業分類樣本群

從表 4-3 與圖 4-3 顯示，以轉上市申請日作為事件日，電子產業樣本群僅在事件日前第 15 日出現顯著為正的異常報酬，其餘顯著值皆為負的異常報酬，非電子產業樣本群僅在事件日前第 4 日出現顯著為正的異常報酬，其餘顯著值亦為負的異常報酬。電子產業樣本群在事件日前的表現優於非電子產業，累積平均異常報酬在事件日前多為正的表現，但是越接近事件日，其股價的表現反而迅速下滑，事件期間內，兩樣本群的累積平均異常報酬皆有將近-6% 的報酬（皆達 1% 的顯著水準）。此結果與 McConnell and Sanger (1984) 等國外文獻不一致，即在宣告轉上市申請日起有正的異常報酬，本研究在事件日之前卻是負的異常報酬。

表 4-3 產業樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日

相對日數	電子產業 (N=127)		非電子產業 (N=83)	
	平均異常報酬(%)	t 值	平均異常報酬(%)	t 值
-16	0.115	0.523	-0.458	-2.137**
-15	0.417	2.062**	-0.223	-1.104
-14	0.231	1.014	-0.413	-1.983**
-13	0.334	1.463	0.179	0.684
-12	-0.188	-0.803	-0.236	-1.134
-11	0.051	0.205	-0.060	-0.287
-10	-0.281	-1.230	-0.449	-1.998**
-9	-0.247	-1.043	-0.337	-1.539
-8	-0.226	-1.212	0.073	0.327
-7	-0.148	-0.741	-0.141	-0.624
-6	0.150	0.636	-0.291	-1.348
-5	-0.104	-0.452	-0.115	-0.466
-4	-0.159	-0.707	0.542	2.260**
-3	-0.857	-4.068***	0.199	0.782
-2	-0.578	-2.665***	-0.273	-1.126
-1	-0.508	-2.152**	-0.113	-0.447
0	-0.327	-1.355	0.011	0.039
1	-0.312	-1.249	-0.384	-1.490
2	-0.839	-3.809***	-0.255	-0.869
3	-0.628	-2.652***	0.025	0.091
4	-0.308	-1.296	-0.253	-0.970
5	-0.043	-0.213	-0.145	-0.554
6	-0.286	-1.168	-0.469	-1.740*
7	0.072	0.303	-0.331	-1.352

8	-0.301	-1.269	-0.509	-2.428**
9	-0.251	-1.137	-0.407	-1.606
10	-0.096	-0.453	0.304	1.156
11	-0.078	-0.307	-0.207	-0.767
12	-0.172	-0.735	-0.578	-2.139**
13	0.061	0.270	0.104	0.332
14	-0.168	-0.875	-0.432	-1.586
15	0.036	0.155	0.054	0.204
16	-0.341	-1.374	0.025	0.103
累積期間	累積平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬	t 值
$t_{-16} \sim t_{+16}$	-5.980	-4.211***	-5.568	-3.558***
$t_{-16} \sim t_{-1}$	-1.998	-1.776*	-2.118	-2.176**
$t_{+1} \sim t_{+16}$	-3.655	-4.147***	-3.460	-2.662***
$t_{-15} \sim t_{+15}$	-5.754	-4.123***	-5.135	-3.306***
$t_{-10} \sim t_{+10}$	-6.278	-5.560***	-3.321	-2.616**
$t_{-5} \sim t_{+5}$	-4.663	-5.488***	-0.763	-0.993
$t_{-3} \sim t_{+3}$	-4.049	-6.069***	-0.791	-1.143
$t_{-1} \sim t_{+1}$	-1.147	-2.628***	-0.487	-1.285

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

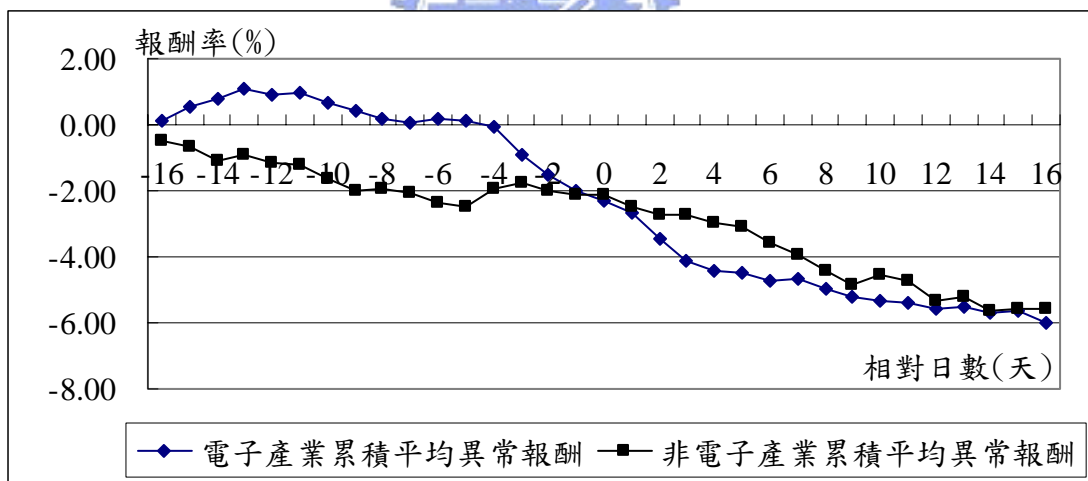


圖 4-3 產業樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日

#### 4. 依市值分類樣本群

從表 4-4 與圖 4-4 顯示，以轉上市申請日作為事件日，三個樣本群的所有顯著值皆為負向的異常報酬。累積平均異常報酬在事件期間也是負向的報酬。中市值樣本群相對而言表現較其他市值樣本群佳，其累積平均異常報酬為-3.7%（達 5% 顯著水準），高市值與低市值反而有-6.5% 及-7.1% 的累積平均異常報酬（均達 1% 顯著水準）。

表 4-4 市值樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日

異常報酬單位：百分率(%)

相對日數	高市值 (N=70)		中市值 (N=70)		低市值 (N=70)	
	平均異常報酬	t 值	平均異常報酬	t 值	平均異常報酬	t 值
-16	0.072	0.231	-0.072	-0.254	-0.335	-1.530
-15	0.031	0.125	0.085	0.329	0.376	1.457
-14	-0.051	-0.182	-0.061	-0.204	0.041	0.154
-13	0.016	0.051	0.320	1.161	0.481	1.544
-12	-0.357	-1.082	0.017	0.061	-0.281	-1.159
-11	-0.062	-0.221	0.121	0.360	-0.037	-0.137
-10	-0.483	-2.004**	-0.026	-0.077	-0.533	-2.001**
-9	-0.090	-0.343	-0.274	-0.901	-0.485	-1.600
-8	-0.145	-0.581	-0.017	-0.072	-0.160	-0.630
-7	0.010	0.038	-0.188	-0.763	-0.258	-0.968
-6	-0.077	-0.270	0.391	1.397	-0.387	-1.305
-5	-0.346	-1.232	0.217	0.698	-0.195	-0.681
-4	-0.289	-1.168	0.209	0.668	0.434	1.446
-3	-0.885	-3.222***	-0.527	-1.935**	0.093	0.305
-2	-0.368	-1.301	-1.057	-4.039***	0.052	0.181
-1	-0.360	-1.299	-0.577	-2.007**	-0.119	-0.349
0	0.336	1.032	-0.252	-0.831	-0.665	-2.098**
1	-0.712	-2.442**	-0.169	-0.524	-0.140	-0.427
2	-0.679	-2.301**	-0.661	-2.128**	-0.485	-1.518
3	-0.528	-2.107**	-0.585	-1.736*	0.003	0.010
4	-0.002	-0.009	-0.310	-0.899	-0.547	-1.771*
5	-0.111	-0.417	0.018	0.069	-0.157	-0.504
6	-0.536	-1.894*	0.157	0.460	-0.695	-2.211**
7	0.237	0.972	-0.325	-0.995	-0.175	-0.547
8	0.074	0.271	-0.745	-2.791***	-0.479	-1.531
9	0.281	0.931	-0.128	-0.490	-1.092	-3.883***
10	0.038	0.123	0.123	0.423	0.024	0.092

11	0.100	0.288	0.111	0.335	-0.598	-2.099**
12	-0.444	-1.371	0.282	1.003	-0.835	-2.756***
13	-0.290	-0.908	0.310	1.018	0.215	0.645
14	-0.225	-0.778	0.004	0.013	-0.596	-2.268**
15	-0.160	-0.498	0.047	0.170	0.241	0.788
16	-0.531	-1.602	-0.200	-0.631	0.143	0.520
累積期間	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值
$t_{-16} \sim t_{+16}$	-6.537	-3.666***	-3.764	-2.201**	-7.150	-3.605***
$t_{-16} \sim t_{-1}$	-3.385	-2.388**	-1.440	-1.185	-1.312	-0.927
$t_{+1} \sim t_{+16}$	-3.487	-3.261***	-2.072	-1.611	-5.174	-3.584***
$t_{-15} \sim t_{+15}$	-6.078	-3.505***	-3.491	-2.064**	-6.958	-3.526***
$t_{-10} \sim t_{+10}$	-4.636	-3.729***	-4.727	-3.180***	-5.965	-3.555***
$t_{-5} \sim t_{+5}$	-3.944	-4.001***	-3.695	-3.258***	-1.725	-1.660*
$t_{-3} \sim t_{+3}$	-3.196	-3.886***	-3.828	-4.335***	-1.260	-1.453
$t_{-1} \sim t_{+1}$	-0.736	-1.324	-0.998	-1.961**	-0.924	-1.780*

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

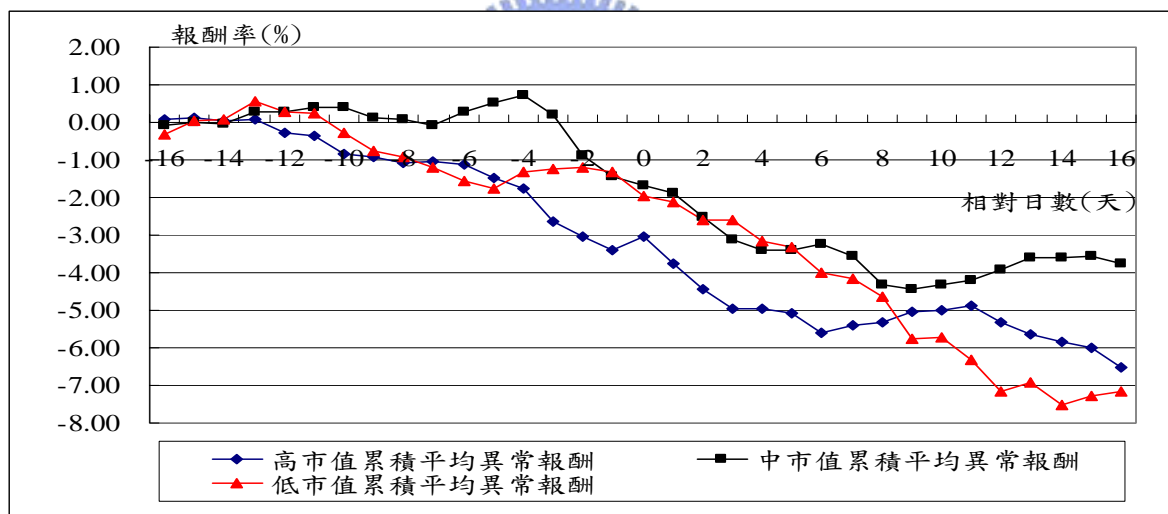


圖 4-4 市值樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日

### 5. 依獲利能力分類樣本群

從表 4-5 與圖 4-5 顯示，以轉上市申請日作為事件日，三個樣本群中僅有高獲利樣本群在事件日後第 13 天有正的異常報酬外，其餘所有顯著值皆為負向的異常報酬。中獲利與低獲利樣本群的累積平均異常報酬在事件期間為負向報酬（達 1% 顯著水準）。高獲利樣本群相對而言，表現較其他獲利樣本群佳，其累積平均異常報酬為-0.4%，中獲利與低獲利樣本群反而有-8.7% 及-8.3% 的累積平均異常報酬。

表 4-5 獲利能力樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市申請日為事件日

異常報酬單位：百分率(%)

相對日數	高獲利 (N=70)		中獲利 (N=70)		低獲利 (N=70)	
	平均異常報酬	t 值	平均異常報酬	t 值	平均異常報酬	t 值
-16	0.137	0.437	-0.316	-1.290	-0.156	-0.607
-15	0.396	1.543	0.004	0.015	0.092	0.391
-14	0.185	0.654	-0.370	-1.425	0.114	0.386
-13	0.009	0.029	0.325	1.098	0.483	1.732*
-12	0.022	0.075	-0.632	-2.360**	-0.011	-0.040
-11	0.239	0.683	0.022	0.085	-0.240	-0.884
-10	-0.317	-1.103	-0.319	-1.080	-0.406	-1.489
-9	-0.101	-0.339	0.099	0.378	-0.846	-2.824***
-8	-0.204	-0.794	-0.225	-0.953	0.106	0.422
-7	-0.262	-1.269	0.334	1.366	-0.508	-1.633*
-6	0.339	1.151	-0.307	-0.924	-0.104	-0.455
-5	-0.036	-0.153	0.206	0.619	-0.494	-1.634*
-4	0.153	0.479	0.192	0.731	0.009	0.031
-3	-0.717	-2.402**	-0.566	-2.049**	-0.036	-0.128
-2	-0.482	-1.751*	-0.521	-2.057**	-0.370	-1.172
-1	-0.432	-1.538	-0.745	-2.585**	0.122	0.370
0	0.258	0.759	-0.673	-2.494**	-0.167	-0.502
1	0.250	0.838	0.073	0.217	-1.344	-4.878***
2	-0.716	-2.660**	-0.322	-0.943	-0.786	-2.555**
3	-0.453	-1.621	-0.358	-1.140	-0.299	-0.851
4	-0.056	-0.201	-0.518	-1.624	-0.285	-0.894
5	0.172	0.651	-0.052	-0.172	-0.371	-1.405
6	0.168	0.527	-0.353	-1.091	-0.890	-3.016***
7	0.282	1.068	-0.430	-1.395	-0.115	-0.360
8	-0.109	-0.436	-0.307	-0.917	-0.734	-2.741***
9	0.397	1.567	-0.796	-2.955***	-0.540	-1.670*
10	0.295	1.057	0.005	0.020	-0.115	-0.375

11	0.186	0.533	-0.603	-1.950*	0.031	0.101
12	-0.447	-1.536	-0.315	-1.021	-0.234	-0.723
13	0.708	2.318**	-0.227	-0.676	-0.247	-0.807
14	-0.125	-0.555	-0.420	-1.500	-0.272	-0.871
15	0.172	0.593	-0.174	-0.566	0.130	0.421
16	-0.327	-0.981	-0.436	-1.346	0.174	0.661
累積期間	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值
$t_{-16} \sim t_{+16}$	-0.416	-0.267	-8.725	-4.934***	-8.310	-4.185***
$t_{-16} \sim t_{-1}$	-1.071	-0.774	-2.820	-2.265**	-2.247	-1.572
$t_{+1} \sim t_{+16}$	0.396	0.406	-5.233	-4.225***	-5.897	-4.052***
$t_{-15} \sim t_{+15}$	-0.226	-0.150	-7.973	-4.560***	-8.328	-4.204***
$t_{-10} \sim t_{+10}$	-1.571	-1.434	-5.582	-4.095***	-8.175	-4.565***
$t_{-5} \sim t_{+5}$	-2.059	-2.112**	-3.284	-3.010***	-4.021	-3.654***
$t_{-3} \sim t_{+3}$	-2.293	-2.873***	-3.112	-3.692***	-2.879	-3.022***
$t_{-1} \sim t_{+1}$	0.076	0.149	-1.345	-2.398**	-1.389	-2.802***

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

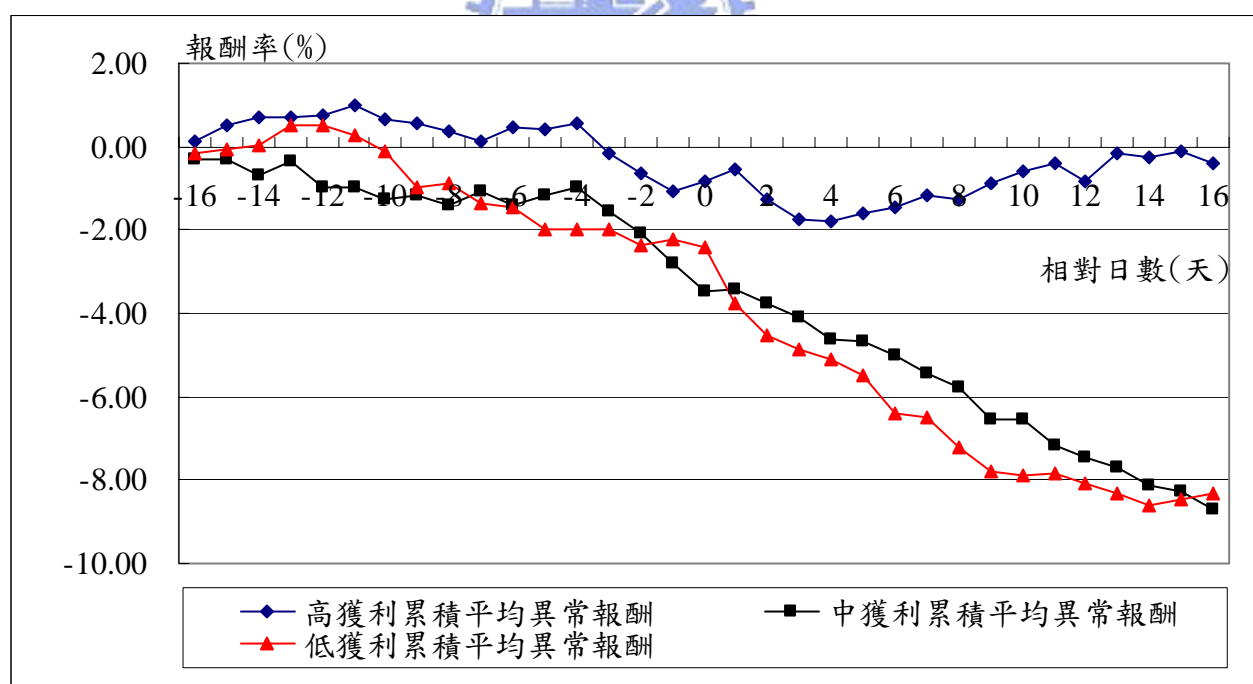


圖 4-5 獲利能力樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市申請日為事件日

## 6. 小結

表 4-6 為各樣本群於轉上市申請日前後股價行為結果彙總表，本研究發現轉上市事件的宣告，不論是全體樣本、轉上市制度、產業、市值及獲利能力分類的樣本群下，在事件期間內（累積平均異常報酬）不會帶來正向的股價，反而造成負向的結果。其中，舊制度樣本群較新制度樣本群負向累積平均異常報酬相對較小，高獲利樣本群的負向累積平均異常報酬相對最小，而中獲利、低獲利與低市值樣本群負向累積平均異常報酬相對較大。

就每日平均異常報酬來看，僅有舊制度樣本群在宣告日當天及非電子產業樣本群在宣告日前 4 日有顯著正向的平均異常報酬，其他分類的樣本群在事件日前後皆有顯著負向的平均異常報酬，尤其是全體樣本群、新制度樣本群及電子產業樣本群最為明顯。

表 4-6 各樣本群前後股價行為結果彙總表-以轉上市申請日為事件日

項目 樣本群	AR				CAR						
	$t_0$	$t_{-16} \sim t_{-1}$		$t_{+1} \sim t_{+16}$		$t_{-16} \sim t_{+16}$		$t_{-16} \sim t_{-1}$		$t_{+1} \sim t_{+16}$	
		正值 天數	負值 天數	正值 天數	負值 天數	報酬 (%)	檢定 結果	報酬 (%)	檢定 結果	報酬 (%)	檢定 結果
全體樣本	負值***	0	5	0	8	-5.8	***	-2.1	***	-3.6	***
舊制度	正值*	0	0	0	3	-3.1		-1.6		-2.1	
新制度	負值*	1	4	0	7	-6.5	***	-2.1	***	-3.9	***
電子產業	負值	1	3	0	2	-6.0	***	-2.0	*	-3.7	***
非電子產業	正值	1	3	0	3	-5.6	***	-2.1	**	-3.5	***
高市值	正值	0	2	0	4	-6.5	***	-3.4	**	-3.5	**
中市值	負值	0	3	0	3	-3.8	**	-1.4		-2.1	
低市值	負值**	0	1	0	6	-7.2	***	-1.3		-5.2	***
高獲利	正值	0	2	1	1	-0.4		-1.1		0.4	
中獲利	負值**	0	4	0	2	-8.7	***	-2.8	**	-5.2	***
低獲利	負值	1	3	0	5	-8.3	***	-2.2		-5.9	***

註 1：AR 的正負值天數是指在  $t_{-16} \sim t_{-1}$  或  $t_{+1} \sim t_{+16}$  期間至少符合 10% 顯著水準之正負值天數

註 2：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

全體樣本 CAR ( $t_{-16}, t_{+16}$ ) 出現負向的報酬，可能原因有以下幾點：

(1) 受到以上櫃股票為投資標的的店頭型共同基金出脫股票影響

由於 Blenman, Chen, and Duan (2003) 提到以上櫃股票為投資標的的共同基金須在轉上市掛牌日以前將上櫃股票出售以符合規定。所以原先持有上櫃公司股

票的店頭型共同基金，可能於事件日前後得知上櫃公司轉上市的消息後，必須在上櫃公司轉上市掛牌前將上櫃股票賣出，且上櫃公司申請轉上市當天，台灣證交所僅在當天發布新聞稿，就一般個人投資者來說，並不會特別注意到此消息，可能導致此事件日前後受到店頭基金出售股票的影響居多。

### (2) 受到估計期間的影響

由於民國 89 年以後的新制度，轉上市公司的宣告日多集中在每一年的五、六月（主要是六月），而台灣的證券市場有所謂的「五窮六絕」之情況存在，即每年的五、六月通常為整年度電子產業的淡季，往往間接使整體證券市場的表現較差。因此，可能產生前幾個月的估計期（ $t_{-166}, t_{-17}$ ）所估計的截距項較高之情況，導致股票的期望報酬有高估的情形，最後就容易得出負向的異常報酬。

本研究可以從舊制度樣本群及新制度樣本群的結果觀察出（1）與（2）的影響，由於舊制度樣本群轉上市宣告的日期沒有集中於五、六月，且宣告日與轉上市掛牌日相隔的時間較久，對店頭基金經理人而言，比較沒有急於出脫轉上市股票的壓力，所以其累積平均異常報酬的走勢較平緩且相對較小，其  $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  為-3.05% 的報酬；但相對於新制度樣本群，其宣告日多集中於五、六月，且宣告日與轉上市掛牌日相隔的時間較短（最短的期間僅有 32 個交易天數），所以對店頭基金經理人而言，比較有出脫轉上市股票的壓力，如果該股票在沒有其他投資人願意承接的情況下，其股價表現因而受到影響，也使得  $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  累積-6.44% 的報酬，又新制度樣本占全體樣本的 81.42%，所以全體樣本的結果亦為負向結果。

### (3) 其他干擾因素影響

如果大部分的樣本在事件期間皆發生許多重大的事件，而負向的異常報酬是由其他重大事件所產生，並非僅由上櫃轉上市事件造成，導致本研究無法發現真正上櫃轉上市事件的宣告效果。



#### 4.1.2 以轉上市掛牌日作為事件日

##### 1. 全體樣本群及全體樣本群（扣除 90 年度樣本）

從表 4-7 與圖 4-6 顯示，以轉上市掛牌日作為事件日，全體樣本群在事件日前，顯著為正的異常報酬多於負的異常報酬，尤其在事件日前第 1、2 及 3 天連續為正的異常報酬（達 1% 顯著水準），在事件日過後第 1、5、7、10 及 11 天有負的異常報酬（大多達 5% 顯著水準），此結果與 Ying, Lewellen, Schlarbaum, and Lease (1977) 等國外實證結果相同。在事件日前後 5 天的累積平均異常報酬為 2.25%（達 1% 顯著水準），但事件期間的累積平均異常報酬不顯著。

本研究將民國 90 年度樣本數排除的結果發現，在事件日前，幾乎所有的顯著值皆為正的異常報酬（達 1% 顯著水準），在事件日之後第 1、3、4、5 及 7 天為顯著負的異常報酬（達 1% 顯著水準），而且在事件日的前期，即  $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{-1})$  為 3.87%（達 1% 顯著水準），因此當排除民國 90 年度樣本數使得全體樣本的結果更能與國內外文獻結果印證。

表 4-7 全體樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日

相對日數	全體樣本群 (N=210)		全體樣本群 (N=162) (扣除民國 90 年度樣本)	
	平均異常報酬(%)	t 值	平均異常報酬(%)	t 值
-16	0.091	0.535	0.106	0.552
-15	0.546	3.075***	0.574	2.826***
-14	-0.811	-4.280***	-0.615	-3.003***
-13	0.148	0.890	0.155	0.865
-12	-0.874	-4.290***	-0.264	-1.393
-11	-0.293	-1.825*	-0.053	-0.300
-10	-0.429	-2.233**	-0.144	-0.672
-9	0.488	2.568***	0.437	2.121**
-8	-0.290	-1.549	-0.328	-1.496
-7	0.139	0.649	0.341	1.344
-6	-0.167	-0.890	0.046	0.223
-5	0.318	1.585	0.713	3.304***
-4	-0.068	-0.343	0.012	0.059
-3	0.744	3.640***	1.259	5.674***
-2	0.825	4.144***	0.947	4.273***
-1	0.684	3.617***	0.686	3.076***
0	0.004	0.019	-0.207	-0.851

1	-0.404	-1.888*	-0.848	-3.562***
2	0.087	0.475	-0.195	-0.945
3	0.767	2.722***	-0.640	-2.788***
4	-0.092	-0.471	-0.722	-3.785***
5	-0.612	-3.450***	-0.884	-4.292***
6	0.308	1.397	-0.215	-0.948
7	-1.106	-5.615***	-0.917	-3.925***
8	0.017	0.095	0.163	0.732
9	0.124	0.687	0.209	1.091
10	-0.466	-2.410**	-0.208	-0.981
11	-0.383	-1.985**	-0.006	-0.029
12	-0.018	-0.097	0.381	1.875*
13	0.405	2.282**	0.688	3.324***
14	0.273	1.676*	0.431	2.177**
15	0.026	0.133	0.322	1.553
16	0.156	0.844	0.333	1.600
累積期間	累積平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬	t 值
$t_{-16} \sim t_{+16}$	0.140	0.106	1.558	0.998
$t_{-16} \sim t_{-1}$	1.053	1.149	3.872	4.287***
$t_{+1} \sim t_{+16}$	-0.918	-1.029	-2.107	-2.012
$t_{-15} \sim t_{+15}$	-0.106	-0.086	1.119	0.756
$t_{-10} \sim t_{+10}$	0.873	0.848	-0.495	-0.412
$t_{-5} \sim t_{+5}$	2.254	3.055***	0.121	0.158
$t_{-3} \sim t_{+3}$	2.707	4.342***	1.002	1.593
$t_{-1} \sim t_{+1}$	0.284	0.713	-0.370	-0.850

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

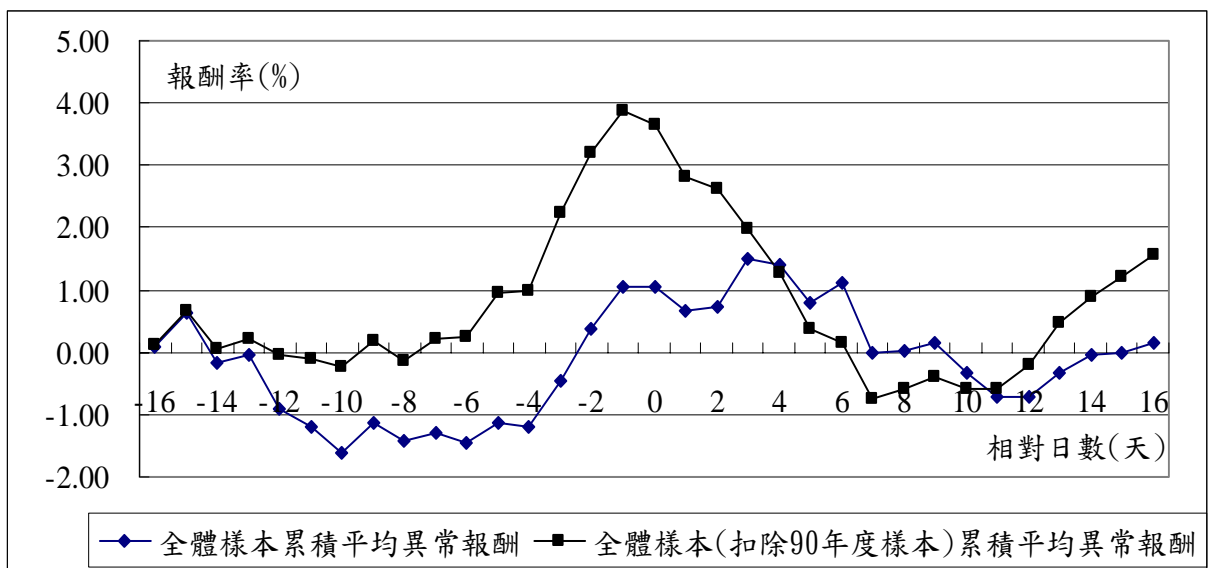


圖 4-6 全體樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日

## 2. 轉上市制度樣本群

從表 4-8、圖 4-7 顯示，以轉上市掛牌日作為事件日，舊制度樣本群在事件日前第 4 及 9 天為顯著為正的異常報酬，在事件日前第 1、2 及 3 日為連續正的異常報酬，但不顯著，而在事件日過後第 1 天為負向的異常報酬（達 1% 的顯著水準），在事件日當天及過後第 2、3、4 及 5 為負向的異常報酬，但未達顯著水準。此結果與 Ying, Lewellen, Schlarbaum, and Lease (1977) 等國外實證結果類似。在事件日前後 3 天的累積平均異常報酬為 -2.42%（達 10% 的顯著水準）。整體事件期間為負向的累積平均異常報酬，但不顯著。

新制度樣本群在事件日前，顯著為正的異常報酬多於負的異常報酬，尤其在事件日前第 1、2 及 3 天連續為正向的異常報酬（達 1% 顯著水準），在事件日過後第 5、7、10 及 11 天有負的異常報酬（達 1% 顯著水準），此結果與國內外實證結果相同。在事件日前後 5 天的累積平均異常報酬為 3.28%（達 1% 顯著水準）。事件期間為正向的累積平均異常報酬，但不顯著。

將民國 90 年度樣本數排除的結果發現，在事件日前，幾乎所有的顯著值皆為正的異常報酬（大多數均達 1% 顯著水準），在事件日之後第 1、3、4、5 及 7 天為負的異常報酬（大多數達 1% 顯著水準）。在事件日的前期，即  $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{-1})$  為 4.95% 的報酬（達 1% 顯著水準），雖然事件日過後產生負向的異常報酬，但整體的  $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  為 3.44%（達 5% 顯著水準），代表上櫃轉上市此事件，對新制度樣本群帶來正向的異常報酬。

表 4-8 轉上市制度樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日

異常報酬單位：百分率(%)

相對日數	舊制度 (N=39)		新制度 (N=171)		新制度 (N=123) (扣除民國 90 年度樣本)	
	平均 異常報酬	t 值	平均 異常報酬	t 值	平均 異常報酬	t 值
-16	-0.025	-0.063	0.117	0.624	0.159	0.720
-15	0.148	0.444	0.637	3.119***	0.716	2.901***
-14	0.201	0.457	-1.042	-5.043***	-0.836	-3.697***
-13	-0.361	-1.072	0.265	1.398	0.333	1.581
-12	-0.733	-1.906*	-0.906	-3.860***	-0.162	-0.758
-11	-0.321	-0.948	-0.287	-1.576	-0.023	-0.113

-10	-0.070	-0.169	-0.511	-2.363**	-0.174	-0.691
-9	0.673	1.702*	0.446	2.067**	0.418	1.768*
-8	-0.298	-0.857	-0.288	-1.333	-0.283	-1.074
-7	-0.213	-0.573	0.219	0.881	0.569	1.842*
-6	-0.358	-0.799	-0.123	-0.596	0.171	0.744
-5	0.527	1.097	0.271	1.222	0.804	3.341***
-4	0.838	2.046**	-0.274	-1.241	-0.220	-0.918
-3	0.244	0.509	0.858	3.801***	1.583	6.439***
-2	0.652	1.588	0.865	3.820***	1.087	4.192***
-1	0.434	0.983	0.741	3.535***	0.812	3.171***
0	-0.706	-1.224	0.166	0.662	-0.023	-0.087
1	-1.955	-3.540***	-0.051	-0.227	-0.483	-1.890*
2	-0.348	-0.634	0.186	0.995	-0.132	-0.624
3	-0.741	-1.386	1.112	3.486***	-0.562	-2.253**
4	-0.569	-1.327	0.017	0.076	-0.726	-3.468***
5	-0.658	-1.400	-0.602	-3.160***	-0.991	-4.377***
6	0.323	0.781	0.304	1.197	-0.358	-1.338
7	-0.469	-1.384	-1.251	-5.485***	-1.055	-3.640***
8	-0.281	-0.591	0.085	0.436	0.345	1.379
9	0.463	1.127	0.046	0.232	0.182	0.857
10	-0.243	-0.762	-0.517	-2.285**	-0.149	-0.575
11	0.296	0.619	-0.537	-2.572**	-0.074	-0.301
12	-0.368	-0.957	0.062	0.289	0.645	2.741***
13	-0.696	-1.827*	0.656	3.358***	1.119	4.792***
14	0.524	1.264	0.216	1.222	0.369	1.636*
15	1.064	2.038**	-0.211	-1.044	0.036	0.172
16	0.430	1.077	0.093	0.448	0.349	1.447
累積期間	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值
$t_{-16} \sim t_{+16}$	-2.597	-0.965	0.764	0.510	3.448	1.937**
$t_{-16} \sim t_{-1}$	1.338	0.922	0.988	0.917	4.955	4.678***
$t_{+1} \sim t_{+16}$	-3.229	-1.387	-0.390	-0.408	-1.484	-1.293
$t_{-15} \sim t_{+15}$	-3.002	-1.195	0.554	0.395	2.940	1.727*
$t_{-10} \sim t_{+10}$	-2.756	-1.443	1.701	1.441	0.816	0.608
$t_{-5} \sim t_{+5}$	-2.283	-1.551	3.288	3.996***	1.150	1.354
$t_{-3} \sim t_{+3}$	-2.420	-1.904*	3.877	5.707***	2.283	3.392***
$t_{-1} \sim t_{+1}$	-2.226	-2.019**	0.856	2.096**	0.307	0.699

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

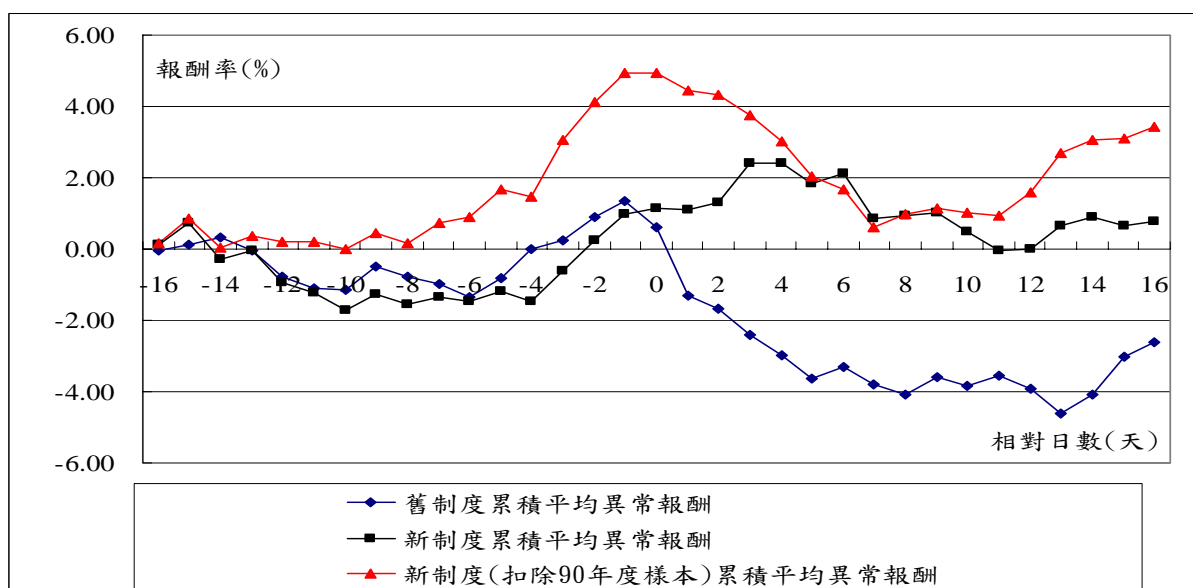


圖 4-7 轉上市制度樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日

### 3. 依產業分類樣本群

從表 4-9 與圖 4-8 顯示，以轉上市掛牌日作為事件日，電子產業樣本群在事件日前後 6 日內出現顯著為正的異常報酬，直到事件日後第 7 日及 10 日出現顯著的負向異常報酬， $\overline{CAR}(t_{-10}, t_{+10})$  為 3.68% 的報酬（達 1% 顯著水準），表示上櫃轉上市此事件對電子產業樣本群產生正向且較久之影響。反觀非電子產業樣本群僅在事件日前第 1 日及事件日當日出現正的異常報酬（分別達 1% 及 5% 顯著水準），其餘顯著值亦為負的異常報酬， $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  及  $\overline{CAR}(t_{+1}, t_{+16})$  亦顯著為負且分別累積 -3.44%（達 10% 顯著水準）及 -4.16%（達 1% 顯著水準）的異常報酬。因此可以得知電子產業較非電子產業在上櫃轉上市的事件中，電子產業公司股價具有正向異常報酬，非電子產業具有負向異常報酬。

表 4-9 產業樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日

相對日數	電子產業 (N=127)		非電子產業 (N=83)	
	平均異常報酬(%)	t 值	平均異常報酬(%)	t 值
-16	0.151	0.668	-0.002	-0.008
-15	0.782	3.505***	0.185	0.640
-14	-1.437	-6.321***	0.147	0.487
-13	0.169	0.754	0.117	0.472
-12	-1.225	-4.178***	-0.336	-1.377

-11	-0.608	-2.964***	0.189	0.757
-10	-0.230	-0.898	-0.732	-2.570***
-9	0.905	3.731***	-0.150	-0.510
-8	-0.086	-0.333	-0.602	-2.341**
-7	0.217	0.768	0.020	0.060
-6	-0.107	-0.443	-0.258	-0.865
-5	0.534	1.903*	-0.012	-0.044
-4	-0.249	-0.978	0.210	0.675
-3	1.158	3.962***	0.111	0.452
-2	1.261	4.832***	0.158	0.538
-1	0.494	2.103**	0.974	3.096***
0	-0.447	-1.474	0.696	2.017**
1	-0.025	-0.094	-0.985	-2.809***
2	0.045	0.186	0.151	0.550
3	1.955	4.948***	-1.050	-3.732***
4	0.534	2.052**	-1.050	-4.005***
5	-0.321	-1.332	-1.058	-4.229***
6	0.688	2.246**	-0.274	-0.938
7	-1.542	-5.900***	-0.438	-1.545
8	-0.328	-1.446	0.545	1.856*
9	-0.314	-1.351	0.793	2.943***
10	-0.462	-1.725*	-0.472	-1.755*
11	-0.185	-0.698	-0.685	-2.537**
12	0.354	1.369	-0.588	-2.327**
13	0.565	2.351**	0.160	0.622
14	0.015	0.070	0.669	2.733***
15	-0.157	-0.618	0.305	1.029
16	0.380	1.442	-0.187	-0.804
累積期間	累積平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬	t 值
$t_{-16} \sim t_{+16}$	2.484	1.435	-3.447	-1.745*
$t_{-16} \sim t_{-1}$	1.728	1.358	0.021	0.016
$t_{+1} \sim t_{+16}$	1.204	1.043	-4.163	-3.117***
$t_{-15} \sim t_{+15}$	1.953	1.197	-3.258	-1.773*
$t_{-10} \sim t_{+10}$	3.680	2.782***	-3.423	-2.233**
$t_{-5} \sim t_{+5}$	4.939	5.069***	-1.855	-1.917*
$t_{-3} \sim t_{+3}$	4.441	5.347***	0.055	0.064
$t_{-1} \sim t_{+1}$	0.022	0.045	0.684	1.007

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

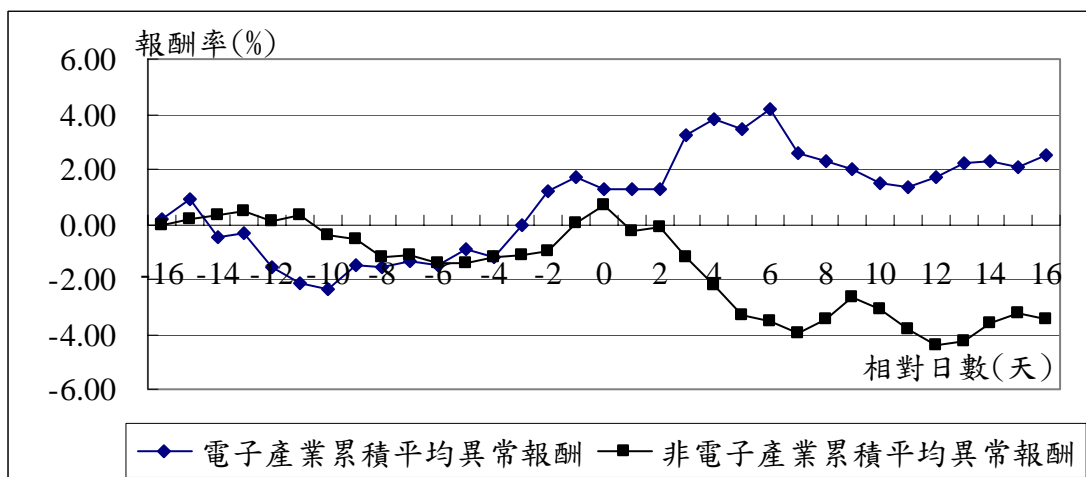


圖 4-8 產業樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日

#### 4. 依市值分類樣本

從表 4-10 與圖 4-9 顯示，以轉上市掛牌日作為事件日，高市值樣本群在事件日前第 2 及 3 日有正向異常報酬（達 5% 顯著水準），事件日後雖然有負向異常報酬，但整體的  $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  及  $\overline{CAR}(t_{+1}, t_{+16})$  分別為 3.71% 及 3.52% 的報酬（均達 10% 顯著水準）。中市值樣本群的結果在事件日前第 1、2、3、5 及 9 日有正向異常報酬，事件日後雖然有負向異常報酬，但  $\overline{CAR}(t_{-5}, t_{+5})$  為 2.36% 的報酬（達 10% 顯著水準）。低市值樣本群的結果在事件日當日及事件日前第 1 及 2 日有顯著正向異常報酬，但事件日過後有多日負向的異常報酬（達 1% 顯著水準），雖然  $\overline{CAR}(t_{-3}, t_{+3})$  為正向的異常報酬（達 1% 顯著水準），但  $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  及  $\overline{CAR}(t_{+1}, t_{+16})$  則顯著為負且分別累積 -4.02% 及 -4.23% 的異常報酬，原先在事件日前後所累積正向的異常報酬由正轉負。整體而言，高市值樣本群表現最佳，而且轉上市後表現比轉上市前更好；中市值樣本群則次佳；低市值樣本群表現最差，而且比未轉上市前還要遜色。

表 4-10 市值樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日

異常報酬單位：百分率(%)

相對日數	高市值 (N=70)		中市值 (N=70)		低市值 (N=70)	
	平均 異常報酬	t 值	平均 異常報酬	t 值	平均 異常報酬	t 值
-16	0.335	1.029	0.087	0.320	-0.151	-0.543
-15	0.554	1.954*	0.805	2.661***	0.279	0.832
-14	-0.988	-3.198***	-1.054	-3.358***	-0.391	-1.091
-13	0.000	-0.001	0.258	0.942	0.188	0.566
-12	-0.542	-1.900*	-1.158	-2.823***	-0.921	-2.610***
-11	-0.117	-0.416	-0.638	-2.542**	-0.125	-0.416
-10	-0.058	-0.180	-0.598	-1.933*	-0.630	-1.729*
-9	0.411	1.213	0.879	3.062***	0.174	0.488
-8	0.354	1.103	0.051	0.154	-1.274	-4.368***
-7	0.386	1.015	-0.098	-0.295	0.129	0.323
-6	0.009	0.034	-0.050	-0.143	-0.459	-1.306
-5	0.396	1.240	0.675	1.740*	-0.116	-0.349
-4	0.086	0.265	-0.538	-1.721*	0.249	0.653
-3	0.799	2.246**	0.982	2.628***	0.451	1.352
-2	0.652	2.163**	0.934	2.634***	0.890	2.352**
-1	0.247	0.824	0.576	1.765*	1.228	3.530***
0	0.015	0.036	-0.673	-1.696*	0.671	1.710*
1	-0.744	-1.956**	-0.452	-1.438	-0.017	-0.041
2	0.060	0.201	-0.219	-0.657	0.420	1.313
3	0.871	1.933**	1.217	2.313**	0.215	0.443
4	-0.065	-0.226	0.310	0.827	-0.521	-1.517
5	-0.212	-0.639	-0.449	-1.688*	-1.176	-3.747***
6	0.790	1.914*	0.306	0.949	-0.173	-0.432
7	-0.888	-2.837***	-1.300	-3.298***	-1.129	-3.613***
8	-0.375	-1.173	0.028	0.092	0.398	1.247
9	0.202	0.642	-0.310	-1.032	0.478	1.516
10	-0.156	-0.454	-0.642	-1.787*	-0.599	-2.003**
11	0.029	0.076	0.255	0.840	-1.432	-5.110***
12	0.578	1.624	0.154	0.485	-0.786	-2.794***
13	0.149	0.479	0.864	2.861***	0.203	0.662
14	0.026	0.102	0.262	0.822	0.532	1.987**
15	0.818	2.535**	-0.005	-0.014	-0.736	-2.314**
16	0.087	0.287	0.290	0.821	0.091	0.297
累積期間	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值



$t_{-16} \sim t_{+16}$	3.709	1.654*	0.750	0.305	-4.040	-1.953*
$t_{-16} \sim t_{-1}$	2.525	1.660*	1.114	0.671	-0.479	-0.303
$t_{+1} \sim t_{+16}$	1.169	0.747	0.309	0.187	-4.232	-3.152***
$t_{-15} \sim t_{+15}$	3.287	1.602	0.373	0.159	-3.979	-2.050**
$t_{-10} \sim t_{+10}$	2.781	1.423	0.629	0.350	-0.791	-0.501
$t_{-5} \sim t_{+5}$	2.104	1.579	2.363	1.908*	2.294	1.794*
$t_{-3} \sim t_{+3}$	1.900	1.798*	2.365	2.389**	3.857	3.253***
$t_{-1} \sim t_{+1}$	-0.482	-0.710	-0.549	-0.923	1.882	2.490**

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

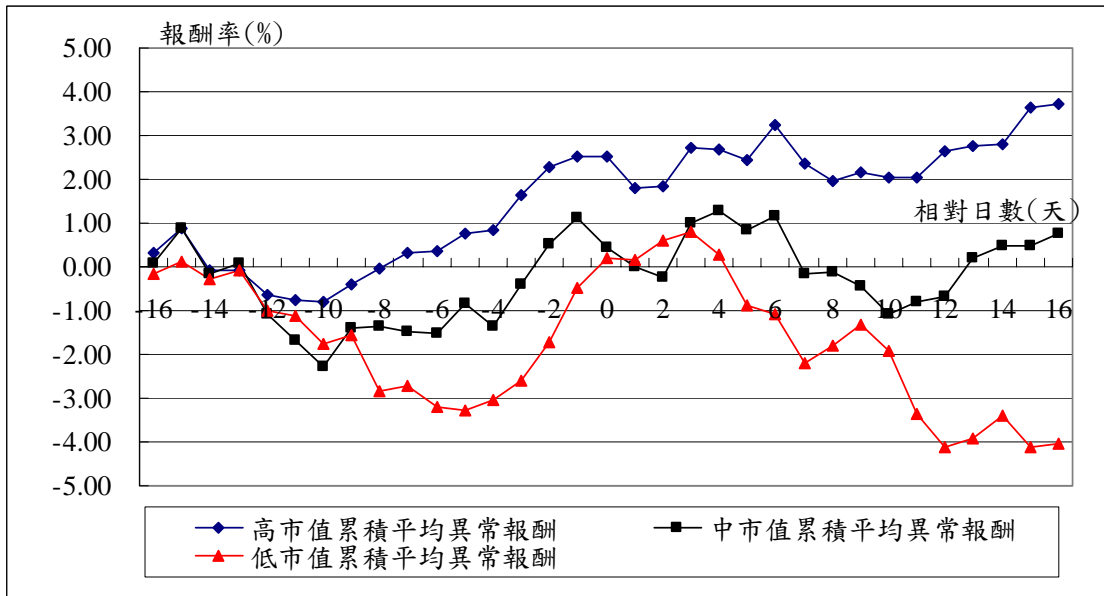


圖 4-9 市值樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日

### 5. 依獲利能力分類樣本

從表 4-11 與圖 4-10 顯示，以轉上市掛牌日作為事件日，高獲利樣本群在事件日前第 9 及 2 日有正向異常報酬（達 5% 顯著水準），事件日後雖然有負向異常報酬，但整體的  $\overline{CAR}(t_{-10}, t_{+10})$ 、 $\overline{CAR}(t_{-5}, t_{+5})$  及  $\overline{CAR}(t_{+1}, t_{+16})$  亦顯著為正且分別累積 2.93%、3.55% 及 2.41% 的異常報酬， $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  亦累積 1.25% 的異常報酬，但不顯著。中獲利樣本群的結果在事件日前第 1、2、3、7 及 15 日有正向異常報酬，事件日後雖然有負向異常報酬，但  $\overline{CAR}(t_{-5}, t_{+5})$  及  $\overline{CAR}(t_{-3}, t_{+3})$  顯著為正且分別累積 3.08% 及 4.52% 的異常報酬， $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  僅累積 0.15% 的異常報酬，且不顯著。低獲利樣本群的結果在事件日前第 1、2 及 3 日有正向異常報酬，但事件日過後

有多日負向的異常報酬。 $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{-1})$  累積 2.88% 的異常報酬 (達 10% 顯著水準)，但  $\overline{CAR}(t_{+1}, t_{+16})$  則為 -3.75% 的異常報酬 (達 5% 顯著水準)，原先在事件日前後所累積正向的異常報酬由正轉負，此結果與 Ying, Lewellen, Schlarbaum, and Lease (1977) 等國外文獻相同。

整體而言，高獲利樣本群表現最佳，但轉上市後整體的股價表現約有 1% 的正向報酬；中獲利樣本群則次佳；低獲利樣本群在事件日前後 3 日表現不輸高獲利及中獲利樣本群，但是轉上市後不到數日，累積平均異常報酬率先由正轉負，而且比未轉上市前還要遜色。

表 4-11 獲利能力樣本群之異常報酬檢定結果-以轉上市掛牌日為事件日

異常報酬單位：百分率(%)

相對日數	高獲利 (N=70)		中獲利 (N=70)		低獲利 (N=70)	
	平均異常報酬	t 值	平均異常報酬	t 值	平均異常報酬	t 值
-16	-0.172	-0.558	0.105	0.343	0.338	1.298
-15	0.295	1.136	-0.820	2.410**	0.524	1.643
-14	-1.003	-3.701***	-0.803	-2.454**	-0.627	-1.648
-13	0.235	0.914	-0.007	-0.024	0.217	0.654
-12	-1.097	-2.780***	-0.905	-2.607**	-0.618	-1.967**
-11	-0.717	-2.778***	-0.179	-0.582	0.017	0.065
-10	-0.577	-2.045**	-0.471	-1.289	-0.239	-0.686
-9	0.718	2.516**	0.231	0.625	0.516	1.564
-8	0.190	0.627	-0.210	-0.609	-0.850	-2.706***
-7	-0.443	-1.317	0.694	1.734*	0.166	0.453
-6	-0.367	-1.239	-0.463	-1.433	0.330	0.950
-5	0.554	1.463	0.160	0.471	0.240	0.739
-4	-0.164	-0.486	-0.427	-1.398	0.388	1.035
-3	0.249	0.781	1.297	3.803***	0.686	1.751*
-2	0.728	2.460**	0.995	3.026***	0.753	1.858*
-1	0.290	1.051	0.715	2.164**	1.046	2.845***
0	0.125	0.301	0.004	0.010	-0.116	-0.308
1	-0.537	-1.574	-0.047	-0.133	-0.628	-1.518
2	-0.162	-0.498	0.644	2.034**	-0.221	-0.725
3	2.202	4.242***	0.918	1.888*	-0.817	-2.108**
4	0.843	2.505**	-0.321	-0.915	-0.798	-2.658***
5	-0.579	-1.940*	-0.852	-2.770***	-0.406	-1.277
6	1.367	3.480***	-0.447	-1.253	0.003	0.007

7	-0.954	-3.436***	-1.310	-3.429***	-1.052	-2.939***
8	-0.278	-1.010	0.237	0.682	0.092	0.289
9	0.033	0.097	0.127	0.431	0.211	0.701
10	-0.313	-0.915	-0.426	-1.329	-0.658	-1.913*
11	-0.110	-0.330	-0.536	-1.436	-0.501	-1.719*
12	-0.050	-0.157	0.209	0.627	-0.213	-0.657
13	0.355	1.157	0.727	2.173**	0.134	0.478
14	0.254	0.917	-0.050	-0.178	0.617	2.158**
15	0.115	0.333	-0.379	-1.162	0.342	1.025
16	0.222	0.688	0.101	0.295	0.144	0.489
累積期間	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值	累積平均 異常報酬	t 值
$t_{-16} \sim t_{+16}$	1.250	0.569	0.152	0.064	-0.982	-0.425
$t_{-16} \sim t_{-1}$	-1.280	-0.831	1.552	0.912	2.887	1.935*
$t_{+1} \sim t_{+16}$	2.405	1.683*	-1.405	-0.948	-3.753	-2.282**
$t_{-15} \sim t_{+15}$	1.201	0.563	-0.055	-0.026	-1.465	-0.686
$t_{-10} \sim t_{+10}$	2.925	1.736*	1.048	0.590	-1.355	-0.724
$t_{-5} \sim t_{+5}$	3.549	2.680***	3.086	2.547**	0.127	0.100
$t_{-3} \sim t_{+3}$	2.895	2.839***	4.526	4.319***	0.702	0.618
$t_{-1} \sim t_{+1}$	-0.123	-0.197	0.673	1.058	0.302	0.375

註：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

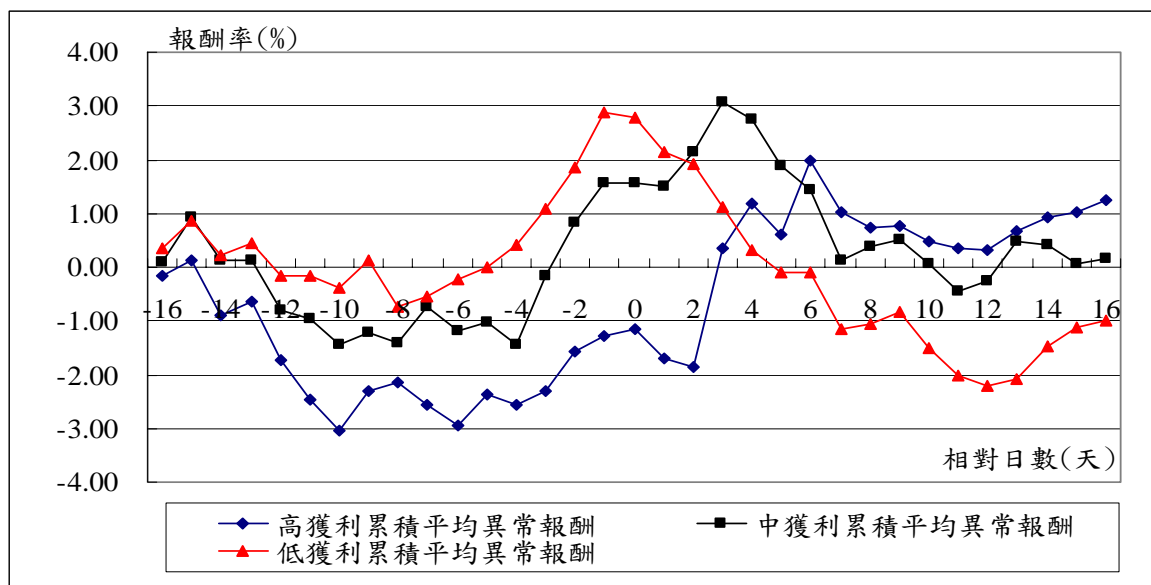


圖 4-10 獲利能力樣本群之累積平均異常報酬走勢圖-以轉上市掛牌日為事件日

## 6. 小結

表 4-12 為各樣本群於轉上市掛牌日前後股價行為結果彙總表，本研究發現不論是全體樣本、轉上市制度、產業、市值及獲利能力分類的樣本群下，在事件日前多具有正向的異常報酬，事件日當天或是數日過後產生負向的異常報酬，與Ying, Lewellen, Schlarbaum, and Lease (1977) 等國內外的文獻實證類似。但有部分樣本群在事件期間的 $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$ 出現正向的結果，此部份與Van Horne (1970)、顧廣平及林蒼祥(民國 90 年)等認為轉上市後所造成負向的異常報酬往往會大於並抵銷轉上市前的正向異常報酬不同，甚至有些樣本群在事件日後數日仍出現數日正向的異常報酬，尤以扣除民國 90 年度的全體樣本群、扣除民國 90 年度的新制度樣本群、電子產業樣本群及高市值樣本群較為明顯；而舊制度樣本群、非電子產業樣本群、低市值樣本群與低獲利樣本群在事件期間的 $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$ 出現與先前文獻類似的負向結果。

表 4-12 各樣本群前後股價行為結果彙總表-以轉上市掛牌日為事件日

項目 樣本群	$t_0$	AR				CAR					
		$t_{-16} \sim t_{-1}$		$t_{+1} \sim t_{+16}$		$t_{-16} \sim t_{+16}$		$t_{-16} \sim t_{-1}$		$t_{+1} \sim t_{+16}$	
		正值 天數	負值 天數	正值 天數	負值 天數	報酬 (%)	檢定 結果	報酬 (%)	檢定 結果	報酬 (%)	檢定 結果
全體樣本	正值	5	4	3	5	0.1		1.1		-0.9	
全體樣本 (扣除民國 90 年度)	負值	6	1	3	5	1.6		3.88	***	-2.1	
舊制度	負值	2	1	1	2	-2.6		1.3		-3.2	
新制度	正值	5	3	2	4	0.8		1.0		-0.4	
新制度 (扣除民國 90 年度)	負值	7	1	3	5	3.4	**	5.0	***	-1.5	
電子產業	負值	6	3	4	2	2.5		1.7		1.2	
非電子產業	正值**	1	2	3	7	-3.4	*	0.0		-4.2	***
高市值	正值	3	2	3	2	3.7	*	2.5	*	1.2	
中市值	負值*	6	5	2	3	0.8		1.1		0.3	
低市值	正值*	2	3	1	6	-4.0	*	-0.5		-4.2	***
高獲利	正值	2	4	3	2	1.3		-1.3		2.4	*
中獲利	正值	5	2	3	2	0.2		1.6		-1.4	
低獲利	負值	3	2	1	5	-1.0		2.9	*	-3.8	**

註 1：AR 的正負值天數是指在 $t_{-16} \sim t_{-1}$ 或 $t_{+1} \sim t_{+16}$ 期間至少符合 10% 顯著水準之正負值天數

註 2：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

雖然全體樣本(扣除民國 90 年度的樣本)在事件期間的  $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  仍有 1.55% 的報酬，但在轉上掛牌日過後亦產生連續多日負向的異常報酬，較可能的原因為投資人對轉上市宣告過度反應之價格修正，Ritter (1991) 指出當投資者過度樂觀時，若股市無法正常反應股價，而有某一產業的股票普遍高估的情形，管理者會適時掌握此上市時機，但在投資大眾恢復冷靜後，這種藉機上市的股票，價格就會向下修正。

除此之外，本研究發現舊制度、非電子產業、低市值及低獲利樣本群在事件期間的  $\overline{CAR}(t_{-16}, t_{+16})$  出現負向的報酬，尤其是低市值樣本群表現最差，有-4.4%的報酬，Dharan and Ikenberry (1995) 指出，公司規模小、法人持股少的公司才會有顯著的負異常報酬，由於此類公司通常財務及經營狀況不穩定，所以容易在移轉交易所之後，出現不良的經營績效，產生負向的異常報酬，因此可以解釋低市值樣本群負向的報酬結果。



## 4.2 轉上市前後知名度的實證結果

表 4-13 為上櫃轉上市前後知名度的結果與檢定表，此表可以觀察到，三項衡量知名度的替代變數在全體樣本群中，以無母數的 Wilcoxon 成對檢定法下，法人數目（以下簡稱 *NOI*）及法人持股數（以下簡稱 *NOS*）皆顯著增加（分別達 5% 及 1% 顯著水準），而法人持股比例（以下簡稱 *POS*）卻顯著減少（達 1% 顯著水準），減少的原因可能是上櫃公司轉上市時，一般為了達到股權分散的規定，必須就不足的股份予以承銷，而承銷的對象多為個人投資人，如此較快且較容易達到股權分散的規定，造成法人整體的持股比例因而減少。但 *NOI* 及 *NOS* 皆增加，所以轉上市後，公司的知名度仍然有所提昇。由於 *POS* 的減少可能是股權分散的規定所造成，因此以下僅以 *NOI* 及 *NOS* 來判斷公司知名度是否有增加的衡量變數。

以轉上市制度分類的樣本群中，舊制度樣本群僅在 *NOI* 顯著增加（達 1% 顯著水準），但是 *NOS* 不顯著；新制度樣本群卻在 *NOS* 顯著增加（達 1% 顯著水準），但 *NOI* 不顯著，兩樣本群的 *POS* 皆顯著減少。由於法人持股比例的增加有可能在法人數不增加的情況下，原先的法人於轉上市後持續加碼投資此公司股票，所以本研究認為 *NOI* 的增加比 *POS* 的增加更能代表知名度的提昇，故舊制度樣本群的知名度提昇之程度較新制度樣本群來的多。此結果的原因可能在新制度下，每年大多數上櫃轉上市公司皆於同一天轉上市掛牌，因而分散法人的注意力，與舊制度樣本群相比，新制度樣本群可能會造成有些轉上市公司並未受到法人的青睞，所以 *NOI* 並未顯著增加。

依產業分類的樣本群中，電子產業樣本群在 *NOS* 顯著增加（達 10% 顯著水準），*NOI* 不顯著，*POS* 顯著減少（均達 1% 顯著水準）；非電子產業樣本群在 *NOI* 及 *NOS* 皆顯著增加（均達 1% 顯著水準）但 *POS* 不顯著。所以非電子產業樣本群的知名度提昇的程度較電子產業樣本群來的多。電子產業樣本群在 *NOI* 不顯著的原因可能在於電子產業為近十年來的主流產業，不論在櫃買中心與台灣證交所的電子產業股票，較容易受到法人的投資，也由於如此，當電子產業的上櫃公司移轉到台灣證交所掛牌時，與非電子產業樣本群相比，其知名度的提昇也就有限。

依市值分類的樣本群中，高市值樣本群在 *NOI* 及 *NOS* 皆顯著增加（均達 1% 顯著水準），*POS* 顯著減少（達 5% 顯著水準）；中市值樣本群僅有 *POS* 顯著減少（達 1% 顯著水準）；低市值僅有 *NOS* 顯著增加（達 5% 的顯著水準），但 *NOI* 與 *POS* 不顯著。此與 Baker, Powell, and Weaver (1999b) 研究中，低市值樣本群在 *NOI* 及 *NOS* 皆顯著

增加的結果略有不同，我國低市值樣本群在 *NOI* 並不顯著，反而高市值樣本群較受到法人的青睞。

依獲利能力分類的樣本群中，高獲利樣本群在 *NOI* 及 *NOS* 有顯著增加（分別達 10% 及 1% 顯著水準），*POS* 顯著減少（達 1% 顯著水準）；中獲利樣本群在 *NOS* 顯著增加（達 5% 的顯著水準），*POS* 顯著減少，但 *NOI* 不顯著；低獲利樣本群在 *NOI* 及 *NOS* 有顯著增加（分別達 1% 及 5% 顯著水準），*POS* 顯著減少（達 10% 顯著水準）。由於上櫃轉上市公司移轉到台灣證交所時，其前幾年的獲利能力必須達到台灣證交所的要求，所以就獲利能力來看，全體的樣本公司獲利表現皆為正數，且每股盈餘的平均值為 2.64 元，因此三個樣本群的結果差異不大，但高獲利與低獲利樣本群較中獲利樣本群佳。

整體而言，上櫃公司移轉到台灣證交所掛牌後，由於法人數及法人持股數皆增加，因此知名度確實有所提昇，也證實 Merton (1987) 所提出的投資者認知理論，投資人只願意在自己熟悉的市場買賣股票，當公司宣佈移轉交易所的消息之後，媒體的報導，會使更多投資人（不論是個人或是法人）注意該股票，進而考慮投資該股票。

在考慮轉上市制度、產業、市值與獲利能力等因素下，大多數的樣本群仍與全體樣本群結果一致，但仍產生些許差異，舊制度樣本群知名度提昇較新制度樣本群明顯；非電子產業樣本群增加較電子產業樣本群明顯；高市值樣本群提昇比中市值與低市值樣本群來的佳；高獲利與低獲利樣本群較中獲利樣本群佳。

表 4-13 上櫃轉上市前後知名度的結果與檢定表

		上市前			上市後			成對檢定 (單尾)	變動 比例(%)	
	有效 樣本數	平均 數	標準 差	中位 數	平均 數	標準 差	中位 數	Z 值	平均 數	中位 數
全體 樣本	177									
<i>NOI</i>		58.4	81.2	36.0	66.7	94.6	36.5	-2.07 **	14.2	1.4
<i>NOS</i>		103,330	334,074	26,541	114,068	373,699	29,176	-3.48 ***	10.4	9.9
<i>POS</i>		34.1	19.3	31.0	31.5	18.7	26.8	4.11 ***	-7.8	-13.5
舊制度	32									
<i>NOI</i>		61.1	50.4	43.5	93.3	100.1	59.5	-3.30 ***	52.6	36.8
<i>NOS</i>		165,725	243,193	39,210	184,017	256,226	41,827	-1.18	11.0	6.7
<i>POS</i>		36.6	17.6	36.0	33.0	15.0	30.8	1.46 *	-9.9	-14.4
新制度	145									
<i>NOI</i>		57.8	86.6	34.0	60.8	92.7	34.0	-0.57	5.3	0.0
<i>NOS</i>		89,560	350,169	24,905	98,632	393,985	26,623	-3.30 ***	10.1	6.9
<i>POS</i>		33.6	19.7	29.2	31.2	19.5	26.3	3.83 ***	-7.2	-9.8
電子 產業	109									
<i>NOI</i>		63.6	75.3	40.5	70.9	89.7	43.0	-0.66	11.5	6.2
<i>NOS</i>		88,945	388,587	25,508	99,826	438,201	26,847	-1.30 *	12.2	5.2
<i>POS</i>		33.7	18.5	30.4	29.1	17.0	26.0	5.13 ***	-13.9	-14.5
非電子 產業	68									
<i>NOI</i>		50.1	89.7	20.5	60.0	102.4	23.3	-2.70 ***	19.7	13.4
<i>NOS</i>		126,387	221,117	30,645	136,898	237,615	32,990	-3.92 ***	8.3	7.7
<i>POS</i>		34.8	20.7	32.8	35.4	20.7	31.6	-0.28	1.8	-3.5



表 4-13 上櫃轉上市前後知名度的結果與檢定表(續)

		上市前			上市後			成對檢定 (單尾)	變動 比例(%)	
	有效 樣本數	平均 數	標準 差	中位 數	平均 數	標準 差	中位 數	Z 值	平均 數	中位 數
高市值	61									
NOI		118.0	115.6	70.0	134.8	127.7	96.0	-2.45 ***	14.2	37.1
NOS		250,995	540,070	54,114	283,725	603,515	74,703	-3.80 ***	13.0	38.0
POS		41.2	19.0	38.9	38.7	17.8	35.6	1.94 **	-6.0	-8.6
中市值	57									
NOI		37.2	14.9	36.0	44.0	50.4	37.0	-0.34	18.3	2.8
NOS		26,838	15,325	24,090	27,633	20,651	23,418	0.29	3.0	-2.8
POS		31.6	16.1	30.4	26.2	14.6	21.7	4.17 ***	-17.1	-28.5
低市值	59									
NOI		17.3	8.6	16.0	18.3	9.0	17.0	-0.30	5.6	6.3
NOS		24,557	41,339	13,619	22,167	19,031	13,608	-2.14 **	-9.7	-0.1
POS		29.3	20.5	22.8	29.1	21.1	19.9	0.72	-0.5	-12.9
高獲利	58									
NOI		72.0	76.8	50.0	82.9	93.7	53.8	-1.24 *	15.1	7.5
NOS		87,201	375,239	30,289	101,804	415,726	29,144	-2.44 ***	16.7	-3.8
POS		34.1	18.9	32.1	30.7	18.1	26.4	3.02 ***	-10.1	-17.9
中獲利	60									
NOI		45.8	69.1	28.0	42.9	62.5	30.0	-0.02	-6.5	7.1
NOS		88,002	376,451	24,067	92,860	430,019	23,615	-1.84 **	5.5	-1.9
POS		35.0	19.5	33.2	32.4	19.1	29.5	2.54 ***	-7.5	-11.4
低獲利	59									
NOI		57.8	94.9	27.0	75.1	116.8	28.0	-2.55 ***	29.8	3.7
NOS		134,772	233,708	26,802	147,693	253,083	32,199	-1.99 **	9.6	20.1
POS		33.2	19.7	26.5	31.4	19.4	26.3	1.42 *	-5.6	-0.6

註 1：NOI 的單位為法人數目；NOS 的單位為千股；POS 的單位為百分率(%)

註 2：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

### 4.3 轉上市前後流動性的實證結果

表 4-14 為上櫃轉上市前後流動性的結果與檢定表，此表可以觀察到，四項衡量流動性的替代變數在全體樣本群中，以無母數的 Wilcoxon 成對檢定法下，平均成交量（以下簡稱 *AV*）、週轉率（以下簡稱 *TR*）及傳統流動比率（以下簡稱 *ALR*）皆顯著增加（均達 1% 的顯著水準），而馬丁指數（以下簡稱 *MLR*）顯著減少（達 1% 的顯著水準），由於 *AV*、*TR* 及 *ALR* 越大，代表流動性越好，*MLR* 越小代表流動性越好，因此，顯示轉上市後流動性有所增加。

以轉上市制度分類的樣本群中，舊制度樣本群與新制度樣本群的 *AV*、*TR* 及 *ALR* 均顯著增加（大多數均達 1% 的顯著水準），而 *MLR* 顯著減少，代表流動性增加。

依產業分類的樣本群中，電子產業樣本群的 *AV*、*TR* 及 *ALR* 顯著增加（均達 1% 的顯著水準），*MLR* 顯著減少（達 1% 的顯著水準）；非電子產業樣本群在 *AV* 顯著增加（達 10% 顯著水準），*TR* 及 *ALR* 均不顯著，而 *MLR* 顯著減少（達 1% 的顯著水準）。整體而言，電子產業樣本群的流動性提昇的程度較非電子產業樣本群來的多。可能原因在於電子產業為近十年來的主流產業，不論在櫃買中心與台灣證交所的電子產業股票，其股票的流動性較佳，也由於如此，當電子產業的上櫃公司移轉到台灣證交所掛牌時，與非電子產業樣本群相比，投資人比較願意買賣電子產業的股票。

依市值分類的樣本群中，高市值樣本群與中市值樣本群的 *AV*、*TR* 及 *ALR* 均顯著增加（大多數均達 1% 的顯著水準），*MLR* 顯著減少（達 1% 的顯著水準），代表流動性增加；低市值樣本群的 *AV* 及 *TR* 均顯著增加，*MLR* 顯著減少（達 1% 的顯著水準），但是 *ALR* 結果不顯著。原因可能是 *ALR* 指標意義本身所造成結果的偏誤，就大型股而言，其成交股數通常很大，容易造成比率中的分子很大，分母未隨之增大而導致大型股的流動性高於小型股流動性的偏誤。故整體而言，不論任何市值樣本群的流動性在轉上市後有所改善。

依獲利能力分類的樣本群中，高獲利樣本群的 *AV*、*TR* 及 *ALR* 均顯著增加（達 1% 的顯著水準），而 *MLR* 顯著減少（達 1% 的顯著水準），代表流動性增加；中獲利樣本群與低獲利樣本群同樣在 *AV* 及 *TR* 均顯著增加，*MLR* 顯著減少（達 1% 的顯著水準），但是 *ALR* 結果均不顯著。原因可能仍與 *ALR* 指標意義本身所造成的偏誤有關，故整體而言，不論任何獲利能力樣本群的流動性在轉上市後有所改善。

上櫃公司轉上市後，全體樣本群在所有的流動性指標皆有顯著的提昇，代表移轉

股票交易的場所確實可以改善流動性。在考慮轉上市制度、產業、市值與獲利能力等因素下，大多數的樣本群仍與全體樣本群結果一致及流動性皆有所提昇，但仍產生些微的差異，其中電子產業樣本群流動性改善較非電子產業樣本群多，在市值與獲利能力樣本群中，由於 *ALR* 可能會有指標意義本身所造成的偏誤，所以如果不考量 *ALR* 的結果，市值與獲利能力樣本群在流動性方面皆有所改善，彼此樣本群間較無差異。



表 4-14 上櫃轉上市前後流動性的結果與檢定表

		上市前			上市後			成對檢定 (單尾)	變動比例(%)	
	有效 樣本數	平均 數	標準 差	中位 數	平均 數	標準 差	中位 數	Z 值	平均 數	中位 數
全體 樣本	193									
AV		1,188.5	1,441.6	770.7	2,230.3	4,687.9	1,184.0	-6.72***	87.65	53.62
TR		0.95	0.74	0.82	1.38	1.33	0.84	-4.93***	45.65	1.69
ALR		18.09	35.19	9.46	26.65	54.22	12.28	-3.08***	47.35	29.72
MLR		0.52	0.74	0.29	0.25	0.39	0.13	9.12***	-52.17	-56.50
舊制度	39									
AV		998.9	1,082.0	664.0	1,813.2	1,464.2	1,559.5	-3.49***	81.53	134.87
TR		0.44	0.50	0.23	0.75	0.83	0.35	-2.71***	70.54	48.54
ALR		23.57	51.01	9.47	30.97	59.53	16.04	-1.77**	31.39	69.43
MLR		0.45	0.86	0.19	0.24	0.37	0.11	2.43***	-47.61	-41.70
新制度	154									
AV		1,236.6	1,518.5	782.8	2,335.9	5,195.3	1,168.4	-5.72***	88.90	49.26
TR		1.08	0.74	0.98	1.54	1.38	1.03	-4.39***	43.09	5.48
ALR		16.70	29.97	9.45	25.56	52.94	11.60	-2.45***	53.05	22.82
MLR		0.54	0.71	0.31	0.25	0.39	0.13	8.76***	-53.13	-59.18
電子 產業	115									
AV		1,373.4	1,395.0	1,013.0	2,955.1	5,814.6	1,686.2	-7.04***	115.17	66.45
TR		1.28	0.72	1.13	1.99	1.36	1.80	-5.69***	55.29	59.20
ALR		20.90	33.43	12.02	35.43	59.38	19.03	-4.16***	69.50	58.37
MLR		0.58	0.75	0.34	0.27	0.43	0.14	7.61***	-54.28	-56.93
非電子 產業	78									
AV		916.0	1,474.8	347.9	1,161.7	1,674.1	411.9	-1.30*	26.82	18.42
TR		0.45	0.43	0.30	0.48	0.51	0.27	-0.02	5.43	-10.60
ALR		13.94	37.46	3.80	13.71	42.71	3.48	0.98	-1.64	-8.25
MLR		0.43	0.73	0.21	0.23	0.32	0.11	4.65***	-47.97	-45.52

表 4-14 上櫃轉上市前後流動性的結果與檢定表 (續)

		上市前			上市後			成對檢定 (單尾)	變動比例(%)	
	有效 樣本數	平均 數	標準 差	中位 數	平均 數	標準 差	中位 數	Z 值	平均 數	中位 數
高市值	67									
AV		2,136.2	1,981.8	1,391.7	4,173.2	7,382.1	2,651.9	-4.64***	95.35	90.55
TR		0.99	0.84	0.85	1.44	1.36	0.94	-3.39***	45.07	10.23
ALR		38.53	53.58	27.37	54.67	83.16	34.17	-1.89**	41.90	24.86
MLR		0.53	0.78	0.29	0.29	0.52	0.14	4.67***	-45.27	-49.88
中市值	62									
AV		982.6	692.2	900.0	1,880.1	1,615.6	1,369.3	-4.53***	91.34	52.14
TR		1.20	0.70	1.05	1.89	1.46	1.54	-3.72***	57.72	47.02
ALR		11.34	6.77	10.47	19.40	17.44	13.39	-2.83***	71.03	27.85
MLR		0.50	0.61	0.31	0.21	0.27	0.12	5.96***	-57.27	-61.60
低市值	64									
AV		395.9	346.9	286.4	535.6	553.2	289.4	-2.04**	35.28	1.04
TR		0.65	0.55	0.47	0.82	0.89	0.41	-1.32*	25.13	-12.90
ALR		3.23	2.87	2.30	4.35	5.09	2.01	-0.98	34.81	-12.69
MLR		0.54	0.83	0.23	0.24	0.33	0.12	5.16***	-54.77	-47.49
高獲利	68									
AV		1,333.3	1,464.2	911.6	2,577.6	2,686.2	1,678.0	-5.18***	93.32	84.08
TR		1.14	0.68	1.00	1.78	1.34	1.29	-3.62***	56.12	28.70
ALR		25.23	42.49	14.61	39.69	42.65	26.16	-3.77***	57.29	79.03
MLR		0.60	0.67	0.36	0.29	0.33	0.20	5.21***	-50.70	-44.64
中獲利	64									
AV		1,003.0	1,250.1	597.3	2,466.5	7,462.6	1,023.4	-4.24***	145.91	71.35
TR		1.03	0.75	0.91	1.53	1.36	1.20	-3.30***	47.73	32.84
ALR		12.41	16.81	6.57	22.83	68.32	8.54	-1.09	83.94	30.13
MLR		0.61	0.95	0.31	0.25	0.32	0.15	5.58***	-58.75	-52.24
低獲利	61									
AV		1,233.3	1,585.0	803.4	1,696.4	1,923.2	960.1	-2.05**	37.55	19.50
TR		0.69	0.72	0.39	0.88	1.12	0.36	-1.50*	27.19	-6.65
ALR		17.03	39.85	7.08	18.56	46.59	0.10	-0.34	9.02	-6.49
MLR		0.38	0.54	0.19	0.21	0.49	6.62	4.93***	-44.34	-48.53

註 1：AV 的單位為千股；TR、ALR 與 MLR 的單位皆為一數值

註 2：\*\*\*表 1% 顯著水準；\*\*表 5% 顯著水準；\*表 10% 顯著水準

## 五、結論與建議

本研究運用事件研究法來探討上櫃公司轉上市前後的股價行為，並驗證轉上市後，公司股票的知名度與流動性是否有所提昇，本章將彙總以下結論，並提出相關建議、研究貢獻與研究限制。

### 5.1 結論與建議

#### 5.1.1 結論

##### 1. 上櫃轉上市前後股價行為

過去國內外有關轉換交易市場掛牌前後股價行為之實證結果，大都在上市申請日以後，公司的異常報酬為正，且一直持續到正式上市掛牌日前，但在上市日當天或是上市日後極短的時間內，異常報酬會由正轉負；也有文獻結果發現在轉上市前的異常報酬為正，轉上市後的異常報酬依然為正，只是轉上市後的表現不如轉上市前的表現。

本研究以上櫃轉上市之兩個重要的事件日：「轉上市申請日」與「轉上市掛牌日」進行探討。結果發現民國 85 年至民國 92 年底上櫃轉上市事件之資訊內涵，在轉上市申請日前後不會帶來正向報酬，反而是負向的報酬，且在申請日後負向的累積平均異常報酬更為擴大，僅有舊制度樣本群在申請日當天有正的異常報酬。原因可能在於受到以上櫃公司股票為標的的店頭型共同基金出售轉上市股票、估計期間及其他非轉上市事件的干擾因素影響所造成。在樣本群分類下，以轉上市申請日為事件日，舊制度樣本群較新制度樣本群負向累積平均異常報酬相對較小，高獲利樣本群的負向累積平均異常報酬相對最小，而中獲利、低獲利與低市值樣本群負向累積平均異常報酬相對較大。

而以轉上市掛牌日為事件日，在事件日前有正向的異常報酬，而且全體樣本（扣除民國 90 年度樣本）在事件日前一天的累積異常報酬達到最高，有將近 4%，但在事件日當天及過後數日產生負向的異常報酬。全體樣本（扣除民國 90 年度樣本）在事件期間的累積異常報酬為正，代表投資人若參與上櫃轉上市事件（以轉上市掛牌日作為事件日），雖然事件日過後產生負向的報酬，但是正向的累積報酬大於負向的累積報酬，因此仍累積 1.55% 的正向報酬。轉上市掛牌日過後產生連續數日負向的異常報酬，原因應為投資人對轉上市事件「過度反應」之價格修正。

在樣本群分類方面，以轉上市掛牌日為事件日，新制度群本群、電子產業樣本群、高市值樣本群及高獲利樣本群在不同分類下相對表現較好，低市值樣本群表現相對最差，通常公司規模小、法人持股少的公司才會有顯著的負異常報酬，由於此類公司通常財務及經營狀況不穩定，所以容易在移轉交易所之後，出現不良的經營績效，產生負向的異常報酬，因此可以解釋低市值樣本群負向的報酬結果。

## 2. 知名度與流動性的改善

本研究試圖對文獻中兩個重要的轉上市動機，也就是提昇公司知名度與改善公司股票的流動性兩項作實證分析，在知名度方面，結果發現上櫃公司移轉到台灣證交所掛牌後，由於法人數及法人持股數皆增加，因此知名度確實有所提昇，也證實 Merton (1987) 所提出的投資者認知理論，投資人只願意在自己熟悉的市場買賣股票，當公司宣佈移轉交易所的消息之後，媒體的報導，會使更多投資人（不論是個人或是法人）注意該股票，進而考慮投資該股票。

在考慮轉上市制度、產業、市值與獲利能力等因素下，大多數的樣本群仍與全體樣本群結果一致，但仍產生些許差異，舊制度樣本群知名度提昇較新制度樣本群明顯；非電子產業樣本群增加較電子產業樣本群明顯；高市值樣本群提昇比中市值與低市值樣本群來的佳；高獲利與低獲利樣本群較中獲利樣本群佳。

流動性方面，全體樣本群在所有的流動性指標皆有顯著的提昇，代表移轉股票交易的場所確實可以改善流動性。在考慮轉上市制度、產業、市值與獲利能力等因素下，大多數的樣本群仍與全體樣本群結果一致及流動性皆有所提昇，但仍產生些微的差異，其中電子產業樣本群流動性改善較非電子產業樣本群多，在市值與獲利能力樣本群中，由於 *ALR* 可能會有指標意義本身所造成的偏誤，所以如果不考量 *ALR* 的結果，市值與獲利能力樣本群在流動性方面皆有所改善，彼此樣本群間較無差異。

### 5.1.2 建議

#### 1. 對後續研究者的建議

以往國內較多的研究是以初次上市（櫃）作為探討的議題，隨著轉上市公司家數的增加，且所需的資訊較初次上市（櫃）股票齊全（因為轉上市前的資料大多可以取自櫃買中心），後續研究者可以針對轉上市議題作各方面的探索。例如，本研究針對一般文獻認為轉上市的主要動機，即知名度與流動性作實證的驗證，但是台灣至今仍未有像 Baker and Pettit (1982) 或 Baker and Johnson (1990) 以

發放問卷的方式實際了解公司轉上市的動機，建議後續研究人員可以透過訪談與問卷調查方式，進一步探索台灣地區公司真正轉上市的動機，期望與先前針對台灣轉上市公司的相關實證相互印證。

## 2. 對投資人的建議

投資大眾應理性看待上櫃轉上市，勿過度相信轉上市行情，從本研究的結果可以發現轉上市行情大多只持續到轉上市掛牌日以前，掛牌日當日與連續數日便產生負向的報酬，且低獲利與低市值樣本群的表現較差，所以仍應該從公司本身的產業前景及獲利能力等基本因素來考量，上櫃轉上市僅為市場之題材，對公司營運並無影響，不宜過度相信消息面，以免造成自身的虧損。

## 3. 對公司管理人的建議

上櫃公司可以透過轉上市來提昇公司的知名度，使得公司受到更多投資人與社會大眾的注意，並讓公司的股票交易更為熱絡，因此改善股票的流動性。除此之外，上櫃轉上市可以視為公司發展更上一層樓的象徵，由於受到社會大眾的注意，即知名度的提昇，因而可以吸引更多優秀人才願意到發展性高的公司就業，提昇公司整體的人才素質，進而增進公司營運績效與獲利極大化，產生公司管理者、員工與股東三贏的局面。

## 4. 對主管機關的建議

本研究的結果顯示，以轉上市宣告日為事件日時，前後皆為負向的異常報酬。其中可能的原因為以上櫃股票為標的的店頭型共同基金出售上櫃公司股票，為了避免於轉上市的期間，其股價因此產生異常的波動，主管機關可以針對此情形給予適當的彈性。例如，規定基金經理人不強制在轉上市掛牌前出售持股，得允許寬限期（可以是三個月或是半年的時間）來減輕短期內出脫持股的壓力。

除此之外，本研究發現新舊制度樣本群在流動性方面皆有增加，而舊制度樣本群在知名度的提昇較新制度樣本群多，可能原因在新制度下，每年大多數上櫃轉上市公司皆於同一天轉上市掛牌，因而分散法人的注意力。雖然民國 93 年 4 月後，轉上市的程序修正為隨到隨審，主管機關通過後再分批轉上市，但因新制度的轉上市時間由證交所決定，仍可能造成多家公司同一時間掛牌轉上市。因此，如欲避免過多公司同一時間轉上市而影響知名度的提昇，本研究建議主管機關可以更彈性地將轉上市時間由轉上市公司自行決定，即與舊制度相同，以分散轉上市公司的掛牌時間。



## 5.2 研究貢獻與研究限制

### 5.2.1 研究貢獻

本研究貢獻可以分成兩方面來說明：

#### 1. 轉上市前後的股價行為

以轉上市申請日為事件日，此實證結果雖然與 McConnell and Sanger (1984) 等國外文獻結果不同，即與轉上市申請日起有正向的異常報酬不同，本研究的結果為負向的異常報酬，但與陳易成（民國 91 年）及鄭佩汶（民國 92 年）一致，且本研究更進一步針對此結果提出可能的影響因素。以轉上市掛牌日為事件日，先前國內的研究結果，大致以民國 89 年作為分水嶺，研究期間只到民國 89 以前的結果多與 Ying, Lewellen, Schlarbaum, and Lease (1977) 等國外文獻一致，但研究期間如果包含民國 90 年度以後的樣本，其結果與一般文獻不一致或結果較不明顯，而本研究在扣除民國 90 年度於轉上市掛牌日前後受到 911 恐怖攻擊與納莉風災事件影響的樣本群後，其結果與文獻一致。本研究證實台灣股票市場存在轉上市掛牌前有正向的異常報酬，而轉上市掛牌日當天或是過後數日產生負向的異常報酬之現象。

#### 2. 知名度與流動性的實證結果與動機假說一致

本研究另一貢獻即針對兩個轉上市重要的動機，也就是知名度與流動性予以探討。由於國內的文獻通常僅提及知名度為轉上市重要的動機，卻少有實證加以驗證，本研究以法人的角度來衡量公司轉上市後知名度是否有所提昇，而實證結果確實知名度有所提昇。流動性方面，本研究四項流動性指標結果一致顯示轉上市後流動性有所改善。因此，兩項的實證結果與文獻的轉上市動機假說相印證。

### 5.2.2 研究限制

本研究的限制如下：

#### 1. 研究方法的限制

本研究採用事件研究法探討轉上市前後是否存有異常報酬，由於上櫃轉上市的事件日在新制度下造成多家公司於同一天轉上市，產生事件日集中（event calendar clustering）的情況，事件日集中將增加異常報酬率的變異數，進而造成降低事件研究法發現異常報酬率的能力。另外，除了民國 90 年轉上市公司於轉上

市掛牌日前後發生明顯的重大事件可以將之排除探討外，仍無法辨識全球經濟不景氣及美國財報不實等重大事件所產生的影響，即轉上市事件的結果仍可能受到其他重大事件的干擾。

## 2. 資料的限制

本研究在衡量知名度的替代變數時，即法人數、法人持股數及比例的資料為公開說明書載明某一日的股權結構資料，受限於無法取得每月或是每季的資料，僅以一日或是將數日平均的資料分別代表轉上市前後一年的數據。在衡量流動性的指標時，本研究使用每日收盤價格來衡量敏感的流動性變化，難免疏漏交易日內的流動現象。



## 參考文獻

### 中文文獻

1. 左昭信，台灣股市流動性提供者之研究，國立政治大學金融學系研究所碩士論文，民國 89 年。
2. 李安祺，我國股票上櫃轉上市前後之價格行為比較，私立中國文化大學會計研究所碩士論文，民國 90 年。
3. 李魯冰，台灣上櫃轉上市公司異常報酬與流動性的研究，國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文，民國 90 年。
4. 沈中華、李建然，事件研究法：財務與會計實證研究必備，一版，台北，華泰文化事業股份有限公司，民國 89 年。
5. 吳世爵，台灣上櫃轉上市股票長期投資績效探討，私立淡江大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文，民國 92 年。
6. 陳易成，台灣地區上櫃轉上市公司異常報酬與穩定性之研究，國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文，民國 91 年。
7. 許和鈞、林蒼祥，日韓櫃檯買賣市場之比較研究與台灣的應用，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心委託專題研究，民國 92 年。
8. 黃琛汶，流動性：指標與實證—台灣股票市場之上櫃轉上市，國立政治大學國際貿易學系研究所碩士論文，民國 90 年。
9. 黃媛君，台灣上櫃公司轉上市的動機與股價行為的研究，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文，民國 89 年。
10. 趙苑利，上櫃公司宣告轉上市異常報酬之研究，私立義守大學管理科學研究所碩士論文，民國 90 年。
11. 鄭佩汶，台灣上櫃公司轉上市資訊內涵之實證研究，私立銘傳大學財務金融研究所碩士論文，民國 92 年。
12. 賴佩瑜，股票股利對流動性影響之實證研究—以台灣市場為例，國立中央大學財務管理研究所碩士論文，民國 90 年。
13. 鍾筱雯，由流動性、融資、訊息與績效觀點檢驗上櫃轉上市公司的特質，國立中央大學企業管理研究所碩士論文，民國 91 年。
14. 顏月珠，商用統計學，再修訂七版，台北，三民書局股份有限公司，民國 80 年。
15. 蘇裕惠、許瀚歲，「上櫃轉上市公司財務預測之研究」，商情資料庫分析與建置之

研究成果發表會，23~47 頁，台北，民國 92 年。

16. 顧廣平、林蒼祥，「我國股票上櫃轉上市前後之股價行為」，亞太社會科技學報，第一卷，第一期，83~104 頁，民國 90 年 9 月。

## 英文文獻

1. Amihud, Y., and H. Mendelson, 1986. " Asset pricing and the bid-ask spread, " *Journal of Financial Economics*, 17 : 223-249.
2. Amihud, Y., and H. Mendelson, 1988. " Liquidity and asset prices : Financial management implications, " *Financial Management*, 17 : 5-15.
3. Amihud, Y., H. Mendelson, and B. Lauterbach, 1997. " Market microstructure and securities value : Evidence from the Tel Aviv stock exchange, " *Journal of Financial Economics*, 45 : 365-390.
4. Arbel, A., 1985. " Generic stocks : The key to market anomalies, " *Journal of Portfolio Management*, 11 : 4-13.
5. Arbel, A., and P. Strebel, 1982. " The neglected and small firm effects, " *The Financial Review*, 17 : 201-218.
6. Arbel, A., and P. Strebel, 1983. " Pay attention to neglected firms! " *Journal of Portfolio Management*, 9 : 37-42.
7. Arbel, A., S. Carvell, and P. Strebel, 1983. " Giraffes, financial institutions and neglected firms, " *Financial Analysts Journal*, 39 : 57-63.
8. Baker, H. K., and R. B. Edelman, 1991. " The signaling effects of AMEX listing, " *Akron Business and Economic Review*, 22 : 124-138.
9. Baker, H. K., and R. B. Edelman, 1992. " Amex-NYSE transfer, market microstructure, and shareholder wealth, " *Financial Management*, 21 : 60-72.
10. Baker, H. K., and M. C. Johnson, 1990. " A survey of management views on exchange listing, " *Quarterly Journal of Business and Economics*, 29 : 12-17.
11. Baker, H. K., and G. Pettit, 1982. " Management's view of stock exchange listing, " *Akron Business and Economic Review*, 13 : 12-17.
12. Baker, H. K., E. P. Gary, and G. W. Daniel, 1999a. " Does NYSE listing affect firm visibility? " *Financial Management*, 28 : 46-54.

13. Baker, H. K., E. P. Gary, and G. W. Daniel, 1999b. " The visibility effects of Amex listing, " *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 39 : 341-361.
14. Baker, H. K., E. P. Gary, and G. W. Daniel, 1999c. " Listing changes and visibility gains, " *Quarterly Journal of business and Economics*, 38 : 46-63.
15. Barry, C. B., and S. J. Brown, 1986. " Limited information as a source of risk, " *Journal of Portfolio Management*, 12 : 66-72.
16. Benston, G. J., and R. L. Hagerman, 1978. " Risk, volume and spread, " *Financial Analysts Journal*, 34 : 46-49.
17. Bernstein, 1987. " Liquidity, stock markets and market makers, " *Financial Management*, 16 : 54-62.
18. Berry, M. A., G. W. Gallinger, and G. V. Henderson, 1990. " Using daily stock returns in event studies and the choice of parametric versus non-parametric test statistics, " *Quarterly Journal of Business and Economics*, 29 : 70-85.
19. Bhardwaj, R. K., and L. D. Brooks, 1992. " Stock price and degree of neglect as determinants of stock returns, " *Journal of Financial Research*, 15 : 101-112.
20. Blenman, L. P., D. H. Chen, and C. W. Duan, 2003. " Exchange listing changes : Volatility and liquidity effects in Taiwan, " *International Journal of Banking and Finance*, 1 : 45-72.
21. Brown, S. J., and J. B. Waner, 1980. " Measuring security price performance, " *Journal of Financial Economics*, 8 : 205-258.
22. Brown, S. J., and J. B. Waner, 1985. " Using daily stock returns : The case of event study, " *Journal of Financial Economics*, 14 : 3-31.
23. Christie, P., and R. Huang, 1994. " Market structures and liquidity : A transaction data study of exchange listing, " *Journal of Financial Intermediation*, 3 : 300-326.
24. Chui, C. W., and K. C. Wei, 1998. " Liquidity premiums and catching-up effect : Evidence from the Japanese stock market, " the NTU Conference on Finance, Taiwan, 20-75.
25. Cooper, S. K., J. C. Groth, and W. E. Avera, 1985. " Liquidity, exchange listing, and common stock performance, " *Journal of Economics and Business*, 17 : 19-33.
26. Datar, V., N. Naik, and R. Radcliffe, 1998. " Liquidity and stock return : An alternative test, " *Journal of Financial Markets*, 1 : 203-219.

27. Demsetz, H., 1968. " The cost of transacting, " *Quarterly Journal of Economics*, 82 : 33-53.
28. Dharan, B. G., and D. L. Ikenberry, 1995. " The long-run negative drift of post-listing stock returns, " *Journal of Finance*, 50 : 1547-1574.
29. Dubofsky, D. A., and J. C. Groth, 1984. " Exchange listing and stock liquidity, " *Journal of Financial Research*, 7 : 291-302.
30. Elyasiani, E., H. Shmuel, and L. Beni, 2000. " Market response to liquidity improvements : Evidence from exchange listing, " *Financial review*, 35 : 1-14.
31. Hasbrouck, J., and R. A. Schwartz, 1988. " Liquidity and execution costs in equity markets, " *Journal of Portfolio Management*, 14 : 10-16.
32. Huang, C., and N. Jayaraman, 1993. " The post listing puzzle : Evidence from Tokyo stock exchange listings, " *Pacific-Basin Finance Journal*, 1 : 111-126.
33. Kadlec, G. B., and J. J. McConnell, 1994. " The effect of market segmentation and illiquidity on asset prices : Evidence from exchange listing, " *Journal of Finance*, 49 : 611-636.
34. MacKinlay, A. C., 1997. " Event studies in economics and finance, " *Journal of Economics Literature*, 35 : 13-39.
35. Martin, P. 1975., " Analysis of impact of competitive rates on the liquidity of NYSE stocks, " *Economics Staff Paper*, Securities and Exchange Commission.
36. Mash, T., and K. Rock, 1986. " Exchange listing and liquidity : A comparison of the American stock exchange with the NASDAQ national market system, " *American Stock Exchange Transactions Data Research Project Report 2*.
37. Massimb, M. N., and B. D. Phelps, 1994. " Electronic trading, market structure and liquidity, " *Financial Analysts Journal*, 50 : 39-50.
38. McConnell, J. J., and G. C. Sanger, 1984. " A trading strategy for new listings on the NYSE, " *Financial Analyst Journal* , 40 : 34-48.
39. McConnell, J. J., and G. C. Sanger, 1987. " The puzzle in post-listing common stock returns, " *Journal of Finance*, 42 : 119-140.
40. Merton, R. C., 1987. " Presidential Address : A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, " *Journal of Finance*, 42 : 483-510.
41. Peterson, P. P., 1989. " Event study : A review of issues and methodology, " *Quarterly*

- Journal of Business and Economics*, 28 : 36-66.
42. Ritter, J. R., 1991. " The long-run performance of initial public offerings, " *Journal of Finance*, 46 : 3-27.
  43. Sanger, G. C., and J. J. McConnell, 1986. " Stock exchange listings, firm value, and security market efficiency : The impact of NASDAQ, " *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21 : 1-25.
  44. Schwartz, R. A., 1993. *Reshaping the equities markets : A guide for 1990s*. Homewood Ill. : Business One Irwin.
  45. Spiess, D. K., and J. Affeck-Graves, 1995. " Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings, " *Journal of Financial Economics*, 38 : 243-267.
  46. Tinic, S. M., and R. R. West, 1972. " Competition and the pricing of dealer service in the OTC stock markets, " *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7:1707-1727.
  47. Ule, M. G., 1937. " Price movements of newly-listed common stocks, " *Journal of Business*, 10 : 346-369.
  48. Van Horne, J. C., 1970. " New listing and their price behavior, " *Journal of Finance*, 25 : 783-794.
  49. Ying, L. K., W. G. Lewellen, G. G. Schlarbaum, and R. C. Lease, 1977. " Stock exchange listings and securities returns, " *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12 : 415-432.

## 相關網站

1. 中央銀行網站：<http://www.cbc.gov.tw>
2. 台灣證券交易所：<http://www.tse.com.tw>
3. 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會：<http://www.sfi.org.tw>
4. 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心：<http://www.gretai.org.tw>或  
<http://www.otc.org.tw>

## 附錄

歷年上櫃轉上市公司彙總表（民國 81 年至民國 92 年）

編號	公司名稱	轉上市 申請日	轉上市 掛牌日	制度	類股	市值	獲利 能力
1	南帝化工	81.04.01	81.10.27	舊制	橡膠工業	未分類	未分類
2	國巨	81.05.04	82.10.22	舊制	電子工業	未分類	未分類
3	亞瑟科技	81.09.19	82.08.27	舊制	電子工業	未分類	未分類
4	福懋油脂	82.03.25	82.09.27	舊制	食品工業	未分類	未分類
5	精業	84.02.28	84.09.23	舊制	電子工業	未分類	未分類
6	利奇機械	84.06.30	84.11.14	舊制	電機機械	未分類	未分類
7	藍天電腦	85.09.26	86.04.02	舊制	電子工業	高市值	高獲利
8	大安銀行	86.02.28	86.05.23	舊制	金融保險	高市值	低獲利
9	萬通銀行	86.03.01	86.05.23	舊制	金融保險	高市值	低獲利
10	中華銀行	86.05.21	86.09.03	舊制	金融保險	高市值	低獲利
11	三洋電機	86.05.31	86.09.18	舊制	電線電纜	高市值	中獲利
12	萬泰銀行	87.03.16	87.06.29	舊制	金融保險	高市值	低獲利
13	聯邦銀行	87.03.26	87.06.29	舊制	金融保險	高市值	低獲利
14	華信銀行	87.04.01	87.06.29	舊制	金融保險	高市值	低獲利
15	玉山銀行	87.04.30	87.08.19	舊制	金融保險	高市值	低獲利
16	富邦銀行	87.05.28	87.10.01	舊制	金融保險	高市值	低獲利
17	鴻運電子	87.05.29	87.10.14	舊制	電子工業	中市值	中獲利
18	耿鼎企業	87.06.12	87.10.30	舊制	電機機械	中市值	中獲利
19	亞太銀行	87.06.20	87.10.17	舊制	金融保險	高市值	低獲利
20	台新銀行	87.06.26	87.10.20	舊制	金融保險	高市值	低獲利
21	云辰電子	87.06.30	88.06.15	舊制	電子工業	高市值	高獲利
22	台光電子	87.07.31	87.11.27	舊制	電子工業	中市值	低獲利
23	瑞昱	87.08.01	87.10.26	舊制	電子工業	高市值	高獲利
24	大眾銀行	87.08.05	88.02.04	舊制	金融保險	高市值	低獲利
25	遠東銀行	87.08.25	87.11.27	舊制	金融保險	高市值	低獲利
26	中興銀行	87.08.31	88.01.08	舊制	金融保險	高市值	低獲利
27	世昕企業	87.09.01	88.03.04	舊制	電子工業	中市值	高獲利
28	天仁茶業	87.09.28	88.01.20	舊制	食品工業	低市值	中獲利
29	泰銘實業	87.10.01	88.03.12	舊制	其他	中市值	中獲利
30	合勤科技	87.10.08	88.08.12	舊制	電子工業	高市值	中獲利
31	秋雨印刷	87.10.31	88.06.28	舊制	其他	低市值	低獲利
32	安泰銀行	87.12.21	88.09.27	舊制	金融保險	高市值	低獲利



33	普立爾	88.06.10	88.10.27	舊制	電子工業	高市值	高獲利
34	益鼎光電	88.06.15	88.12.15	舊制	建材營造	中市值	高獲利
35	億光電子	88.06.16	88.11.04	舊制	電子工業	中市值	中獲利
36	精碟科技	88.06.16	88.11.29	舊制	電子工業	高市值	高獲利
37	映泰	88.07.26	88.12.16	舊制	電子工業	中市值	高獲利
38	漢唐集成	88.08.10	89.03.14	舊制	電子工業	高市值	高獲利
39	華豐橡膠	88.09.07	89.05.08	舊制	橡膠工業	中市值	中獲利
40	大山	88.09.29	89.03.30	舊制	電線電纜	低市值	低獲利
41	凌陽科技	88.09.30	89.01.27	舊制	電子工業	高市值	高獲利
42	首利實業	88.10.27	89.03.06	舊制	紡織纖維	低市值	低獲利
43	欣高石油氣	88.11.23	89.03.21	舊制	其他	低市值	中獲利
44	浩鑫	88.11.24	89.03.17	舊制	電子工業	中市值	高獲利
45	鑽全實業	89.01.24	89.06.21	舊制	電機機械	高市值	高獲利
46	旺詮	89.05.30	89.09.11	新制	電子工業	低市值	中獲利
47	環隆	89.06.02	89.09.11	新制	電子工業	低市值	低獲利
48	精技	89.06.09	89.09.11	新制	電子工業	低市值	中獲利
49	三洋紡織	89.06.13	89.09.11	新制	紡織纖維	高市值	高獲利
50	台南企業	89.06.13	89.09.11	新制	紡織纖維	低市值	低獲利
51	恩德	89.06.13	89.09.11	新制	電機機械	低市值	中獲利
52	新光鋼鐵	89.06.13	89.09.11	新制	鋼鐵工業	中市值	中獲利
53	錫新	89.06.13	89.09.11	新制	電機機械	高市值	低獲利
54	世平	89.06.13	89.09.11	新制	電子工業	高市值	低獲利
55	樂士	89.06.15	89.09.11	新制	電機機械	高市值	低獲利
56	圓剛科技	89.06.15	89.09.11	新制	電子工業	中市值	高獲利
57	雅新	89.06.15	89.09.11	新制	電子工業	高市值	高獲利
58	仲琦	89.06.15	89.09.11	新制	電子工業	低市值	中獲利
59	新巨	89.06.15	89.09.11	新制	電子工業	低市值	中獲利
60	建準	89.06.16	89.09.11	新制	電子工業	中市值	高獲利
61	成霖	89.06.16	89.09.11	新制	其他	高市值	中獲利
62	元禎	89.06.19	89.09.11	新制	化學生技醫療	高市值	高獲利
63	國聯光電	89.06.19	89.09.11	新制	電子工業	高市值	中獲利
64	固緯	89.06.19	89.09.11	新制	電子工業	低市值	低獲利
65	地球綜合工業	89.06.22	89.09.11	新制	塑膠工業	高市值	高獲利
66	隴華	89.06.22	89.09.11	新制	電子工業	低市值	中獲利
67	承啟	89.06.22	89.09.11	新制	電子工業	低市值	低獲利
68	皇翔	89.06.22	89.09.11	新制	建材營造	中市值	中獲利
69	永裕塑膠	89.06.26	89.09.11	新制	塑膠工業	高市值	高獲利

70	弘裕	89.06.27	89.10.31	新制	紡織纖維	低市值	中獲利
71	亞崴	89.06.27	89.09.11	新制	電機機械	中市值	中獲利
72	鼎元光電	89.06.27	89.09.11	新制	電子工業	高市值	高獲利
73	三商電腦	89.06.27	89.09.11	新制	電子工業	高市值	中獲利
74	慶豐富	89.06.27	89.09.11	新制	其他	中市值	中獲利
75	興泰	89.06.28	89.09.11	新制	食品工業	中市值	中獲利
76	億泰	89.06.28	89.09.11	新制	電線電纜	低市值	高獲利
77	永記	89.06.28	89.09.11	新制	化學生技醫療	低市值	低獲利
78	台灣中華化學	89.06.28	89.09.11	新制	化學生技醫療	高市值	中獲利
79	新鋼	89.06.28	89.09.11	新制	鋼鐵工業	低市值	中獲利
80	興勤	89.06.28	89.09.11	新制	電子工業	低市值	中獲利
81	永兆精密	89.06.28	89.09.11	新制	電子工業	中市值	低獲利
82	燦坤	89.06.28	89.09.11	新制	電子工業	中市值	低獲利
83	聯昌	89.06.28	89.09.11	新制	電子工業	低市值	中獲利
84	恆大	89.06.29	89.09.11	新制	塑膠工業	低市值	低獲利
85	高林	89.06.29	89.09.11	新制	電機機械	低市值	低獲利
86	倚天	89.06.29	89.09.11	新制	電子工業	中市值	低獲利
87	根基營造	89.06.29	89.09.11	新制	建材營造	高市值	中獲利
88	欣鋁國際	89.06.29	89.09.11	新制	其他	低市值	低獲利
89	本盟紡織	89.06.30	89.10.27	新制	紡織纖維	低市值	低獲利
90	勤美	89.06.30	89.09.11	新制	電機機械	低市值	低獲利
91	榮星	89.06.30	89.09.11	新制	電線電纜	高市值	高獲利
92	合機電線電纜	89.06.30	89.09.11	新制	電線電纜	低市值	低獲利
93	佳大	89.06.30	89.09.11	新制	鋼鐵工業	低市值	中獲利
94	互盛	89.06.30	89.09.11	新制	電子工業	中市值	低獲利
95	統懋	89.06.30	89.09.11	新制	電子工業	低市值	低獲利
96	台灣電路	89.06.30	89.09.11	新制	電子工業	高市值	高獲利
97	偉詮	89.06.30	89.09.11	新制	電子工業	中市值	中獲利
98	英誌	89.06.30	89.09.11	新制	電子工業	低市值	中獲利
99	美律實業	89.06.30	89.09.11	新制	電子工業	中市值	中獲利
100	全國加油站	89.06.30	89.09.11	新制	其他	高市值	中獲利
101	歐格電子工業	90.05.29	91.01.23	新制	電子工業	低市值	低獲利
102	飛宏企業	90.06.15	90.09.17	新制	電子工業	中市值	低獲利
103	義隆電子	90.06.18	90.09.17	新制	電子工業	中市值	中獲利
104	允強實業	90.06.19	90.09.17	新制	鋼鐵工業	低市值	中獲利
105	敦吉科技	90.06.19	90.09.17	新制	電子工業	低市值	中獲利
106	建通精密工業	90.06.19	90.09.17	新制	電子工業	低市值	低獲利

107	光群雷射科技	90.06.19	90.09.17	新制	電子工業	高市值	中獲利
108	宏亞食品	90.06.20	90.09.17	新制	食品工業	中市值	低獲利
109	台灣良得電子	90.06.20	90.09.17	新制	電子工業	中市值	低獲利
110	花仙子企業	90.06.22	90.09.17	新制	化學生技醫療	高市值	高獲利
111	美吾華	90.06.22	90.09.17	新制	化學生技醫療	高市值	中獲利
112	研揚科技	90.06.22	90.09.17	新制	電子工業	高市值	低獲利
113	盟立自動化	90.06.22	90.09.17	新制	電子工業	高市值	低獲利
114	麗臺科技	90.06.22	90.09.17	新制	電子工業	高市值	高獲利
115	信義房屋仲介	90.06.22	90.09.17	新制	其他	高市值	高獲利
116	新企工程	90.06.26	90.09.17	新制	電機機械	低市值	低獲利
117	冠西電子企業	90.06.26	90.09.17	新制	電子工業	中市值	高獲利
118	志聖工業	90.06.26	90.09.17	新制	電子工業	低市值	中獲利
119	華經資訊企業	90.06.26	90.09.17	新制	電子工業	中市值	高獲利
120	中宇環保工程	90.06.27	90.09.17	新制	電機機械	低市值	低獲利
121	和大工業	90.06.28	90.09.17	新制	電機機械	低市值	低獲利
122	毛寶	90.06.28	90.09.17	新制	化學生技醫療	低市值	低獲利
123	五鼎生物技術	90.06.28	90.09.17	新制	化學生技醫療	低市值	低獲利
124	力信興業	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	中市值	中獲利
125	品佳	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	中獲利
126	資通電腦	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	中市值	中獲利
127	立隆電子工業	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	低獲利
128	思源科技	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	中獲利
129	可成科技	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	中獲利
130	中華映管	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	高獲利
131	鉅祥企業	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	中獲利
132	美隆電器廠	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	低獲利
133	大毅科技	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	低獲利
134	和立聯合科技	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	低獲利
135	敦陽科技	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	中獲利
136	強茂	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	中市值	中獲利
137	連宇	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	中市值	高獲利
138	百容電子	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	低市值	低獲利
139	希華晶體科技	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	中市值	高獲利
140	兆赫電子	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	高市值	高獲利
141	一詮精密工業	90.06.28	90.09.17	新制	電子工業	中市值	高獲利
142	裕融企業	90.06.28	90.09.17	新制	其他	高市值	中獲利
143	友立資訊	90.06.29	90.09.17	新制	電子工業	中市值	高獲利

144	漢平電子工業	90.06.29	90.09.17	新制	電子工業	高市值	高獲利
145	瑞軒科技	90.06.29	90.09.17	新制	電子工業	中市值	高獲利
146	皇統光碟科技	90.06.29	90.09.17	新制	電子工業	中市值	中獲利
147	訊碟科技	90.06.29	90.09.17	新制	電子工業	高市值	高獲利
148	華新科技	90.06.29	90.09.17	新制	電子工業	中市值	高獲利
149	長榮航空	90.06.29	90.09.17	新制	航運業	低市值	中獲利
150	華立企業	91.05.30	91.07.22	新制	電子工業	中市值	高獲利
151	今皓實業	91.05.31	91.07.22	新制	電子工業	中市值	高獲利
152	同開科技工程	91.06.04	91.08.26	新制	電子工業	高市值	低獲利
153	亞洲光學	91.06.04	91.08.26	新制	電子工業	低市值	低獲利
154	奇普仕	91.06.12	91.08.26	新制	電子工業	高市值	高獲利
155	衛道科技	91.06.14	91.08.26	新制	電子工業	中市值	中獲利
156	威達電	91.06.14	91.08.26	新制	電子工業	中市值	高獲利
157	好樂迪	91.06.17	91.08.26	新制	其他	高市值	高獲利
158	華固建設	91.06.18	91.08.26	新制	建材營造	中市值	低獲利
159	信邦電子	91.06.20	91.08.26	新制	電子工業	高市值	高獲利
160	億聲電子	91.06.20	91.08.26	新制	電子工業	高市值	高獲利
161	星通資訊	91.06.20	91.08.26	新制	電子工業	高市值	低獲利
162	杏輝藥品工業	91.06.24	91.08.26	新制	化學生技醫療	低市值	中獲利
163	禾伸堂	91.06.24	91.08.26	新制	電子工業	高市值	高獲利
164	盛達電業	91.06.24	91.08.26	新制	電子工業	中市值	中獲利
165	正峰工業	91.06.26	91.08.26	新制	電機機械	高市值	高獲利
166	日勝化工	91.06.26	91.08.26	新制	化學生技醫療	中市值	高獲利
167	增你強	91.06.26	91.08.26	新制	電子工業	中市值	中獲利
168	巨庭機械	91.06.27	91.10.29	新制	電機機械	低市值	中獲利
169	德律科技	91.06.27	91.10.29	新制	電子工業	中市值	高獲利
170	喬福機械工業	91.06.27	91.08.26	新制	電機機械	中市值	低獲利
171	零壹科技	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	低市值	中獲利
172	佰鴻工業	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	低市值	低獲利
173	偉訓科技	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	高市值	中獲利
174	威健實業	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	中市值	高獲利
175	聯詠科技	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	低市值	低獲利
176	智原科技	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	低市值	中獲利
177	文曄科技	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	中市值	中獲利
178	欣興電子	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	低市值	低獲利
179	全台晶像	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	低市值	低獲利
180	宏傳電子	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	中市值	中獲利

181	遠見科技	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	中市值	高獲利
182	揚智科技	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	中市值	高獲利
183	台灣晶技	91.06.27	91.08.26	新制	電子工業	高市值	高獲利
184	新麗企業	91.06.27	91.08.26	新制	其他	高市值	高獲利
185	科風	91.06.28	91.08.26	新制	電子工業	中市值	高獲利
186	健鼎科技	91.06.28	91.08.26	新制	電子工業	高市值	中獲利
187	台灣大哥大	91.06.28	91.08.26	新制	電子工業	中市值	低獲利
188	建基	91.06.28	91.08.26	新制	電子工業	低市值	低獲利
189	訊舟	91.07.01	91.08.26	新制	電子工業	中市值	高獲利
190	寶來證券	91.07.24	91.09.16	新制	金融保險	高市值	低獲利
191	統一綜合證券	91.07.30	91.09.16	新制	金融保險	中市值	中獲利
192	元富證券	91.07.30	91.09.16	新制	金融保險	低市值	中獲利
193	上福全球	92.03.03	92.06.16	新制	電子工業	中市值	高獲利
194	正文科技	92.04.09	92.06.30	新制	電子工業	中市值	高獲利
195	亞翔工程	92.04.25	92.08.25	新制	電子工業	高市值	高獲利
196	友勁科技	92.04.25	92.08.04	新制	電子工業	高市值	高獲利
197	捷泰精密	92.04.30	92.08.04	新制	電子工業	低市值	中獲利
198	瑞智精密	92.05.15	92.08.04	新制	電機機械	中市值	高獲利
199	聚碩科技	92.05.15	92.08.04	新制	電子工業	中市值	高獲利
200	大傳	92.05.21	92.08.04	新制	電子工業	低市值	中獲利
201	建國工程	92.06.05	92.10.06	新制	建材營造	中市值	低獲利
202	金橋科技	92.06.05	92.08.25	新制	電子工業	低市值	低獲利
203	瀚宇博德	92.06.12	92.08.25	新制	電子工業	中市值	高獲利
204	東台精機	92.06.26	92.09.15	新制	電機機械	低市值	中獲利
205	勁永國際	92.06.26	92.08.25	新制	電子工業	低市值	中獲利
206	柏承科技	92.06.27	92.10.22	新制	電子工業	中市值	高獲利
207	松翰	92.06.27	92.08.25	新制	電子工業	高市值	高獲利
208	慧友電子	92.06.27	92.08.25	新制	電子工業	中市值	高獲利
209	富爾特	92.06.27	92.08.25	新制	電子工業	中市值	高獲利
210	宏齊科技	92.06.27	92.08.25	新制	電子工業	中市值	高獲利
211	崇越	92.06.30	92.08.25	新制	電子工業	高市值	高獲利
212	四維航業	92.06.30	92.08.25	新制	航運業	低市值	低獲利
213	金鼎證券	92.06.30	92.08.25	新制	其他	高市值	低獲利
214	迎廣	92.06.30	92.08.25	新制	電子工業	中市值	高獲利
215	銳普電子	92.06.30	92.08.25	新制	電子工業	低市值	中獲利
216	台灣汽電共生	92.06.30	92.08.25	新制	其他	中市值	中獲利