

台灣 IPO 公司股票異常報酬與長期績效

A Stock Market Reaction Following Initial Public Offerings: Evidence from Taiwan

劉晉嘉(Jin-Jia Liu)
朝陽科技大學財金系碩士

林益倍* (Yih-Bey Lin)
朝陽科技大學財金系教授

劉榮芳(Jung-Fang Liu)
嶺東科技大學財政系講師

摘要

本文探討台灣股市初次上市(IPO)公司股票異常報酬與長期績效，以了解 664 家初次在台灣證券交易所掛牌上市的公司是否存在「上市後長期股價績效衰退」的現象，並探討公司初次上市一年內宣告現金增資(SEO)是否為一負項訊號。研究結果顯示，IPO 公司於事件日當天有強烈的正向宣告效果，當期平均異常報酬高達 21%，但其後累積異常報酬快速衰退，顯示台灣的 IPO 市場雖然存在長期股價績效衰退的現象，但並未出現 New Issue Puzzle 迷思的問題(Loughran and Ritter, 1995)。至於 IPO 公司初次上市一年內宣告現金增資(SEO)其股價績效衰退的現象大致在 SEO 一年後才會顯現。

關鍵字：初次上市公司、現金增資、累積平均異常報酬

壹、緒論

公司初次公開發行 (IPO) 牽動國家經濟成長和資本市場參與者之間的財富移轉；且新上市公司先天存在較嚴重的資訊不對稱，往往加深了投資者評估公司價值和未來成長性的困難度，因此公司之上市決策與上市後股價績效表現，持續受到投資人與研究者的高度重視(邱正仁等, JFS, 2004)。本文以公司上市日期為事件基準日，對自身或對股市進行績效比較，探討台灣的股市是否存在上市後長期股價績效衰退的現象。

*通訊作者：yblin@cyut.edu.tw，台中市霧峰區吉峰東路 168 號

過去許多研究發現，公司在初次公開發行(IPO)後股價存在幾個異常現象；其中，新股在上市初期的超額報酬更被視為是財務研究領域中待解的謎團(Brealey and Myers, 1991; Ritter and Welch, 2002)。以往實證文獻普遍支持新股在上市初期存在超額報酬(Ritter, 1984; Ritter and Welch, 2002; 夏侯欣榮, 1997; 陳安琳, 1997; 顧廣平, 2003)。然而，新股上市後長期股價衰退的現象則仍未有一致定論，亦即，新股上市後的長期異常報酬可能為顯著為負(Loughran and Ritter, 1995; 夏侯欣榮, 1997)、為正(Kim *et al.*, 1995; 顏吉利與劉恩棠, 1994)，或是未顯著異於零(Paudyalet *et al.*, 1998; 顧廣平, 2003)。本研究即在探討IPO公司自初次上市(櫃)的股價異常報酬問題，研究期間從2001年至2014年，樣本總數為664間初次在台灣證券交易所掛牌上市的公司，並將樣本依發行類別(上市、上櫃)、產業類別(電子產業、非電子產業)進行切割，同時區別以發行日為基準一年內進行現金增資之公司樣本。

研究結果顯示，整體而言，台灣的IPO市場並未出現The New Issues Puzzle(Loughran and Ritter, 1995)的迷思現象，但將上市與上櫃樣本區分比較之後發現，除了事件日的強大宣告效果外，股價績效衰退的十分嚴重，但由於上櫃股價正向績效使得總體績效呈現趨於平緩的狀態。而其中在一年內宣告現金增資之公司其股價的衰退更為強烈，除了在4個月後的正向反彈之外，最低點之累積平均異常報酬最後呈現-6.2335%

貳、研究方法

一、樣本

本研究主要目的在探討IPO公司自初次上市(櫃)的異常報酬問題。為達此研究目的，我們應用事件研究法，以市場模式估算樣本公司之平均異常報酬，樣本選自2001年至2011年間初次在台灣證券交易所掛牌交易的公司，排除上櫃轉上市、已下市、打入全額交割及所需資料不足等公司；同時考量金融證券業的營運性質與資產負債表結構特殊，也排除在研究對象之外。

符合上述條件的樣本有664家，包括新上市公司之上市日期、市場加權股價指數報酬、月股價報酬、日股價報酬等資料，皆取自台灣經濟新報(TEJ)。樣本分別以發行類別，產業類別，有無現金增資等項目進行區分，其中，上市樣本為200家、上櫃樣本464家，IPO電子股樣本460家(上市137家、上櫃323家)，IPO非電子股204家(上市63家、上櫃141家)；初次發行一年內宣告現金增資之公司樣本為56家，其中上市18家上櫃38家；電子股樣本數為39家、非電子樣本數為17家。樣本公司之分類方式請參閱圖1及圖2。

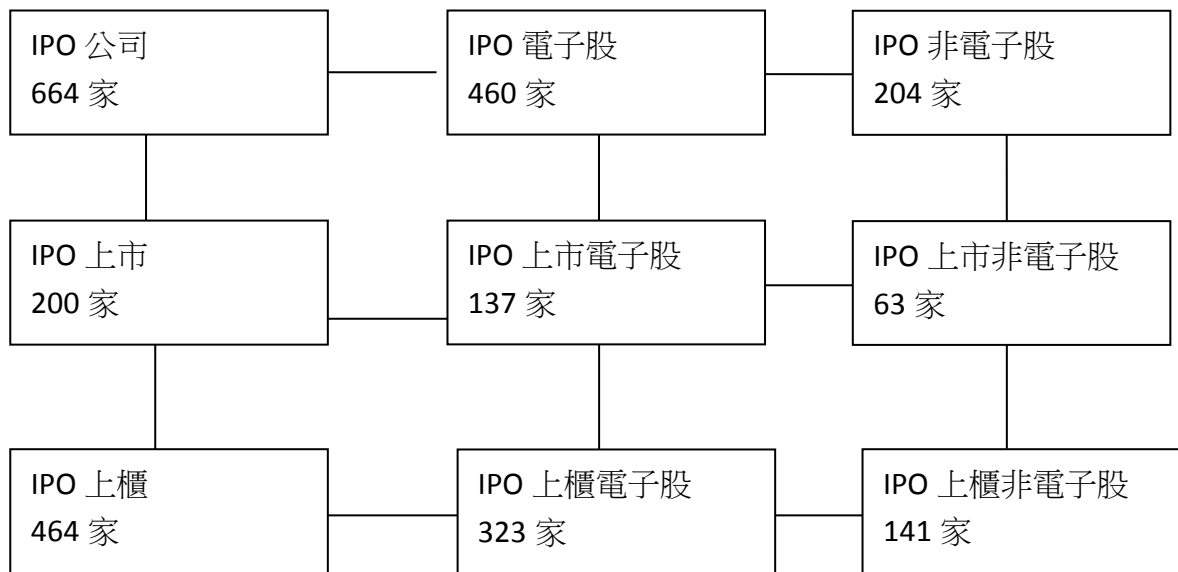


圖1 本研究樣本公司之分類方式及其家數

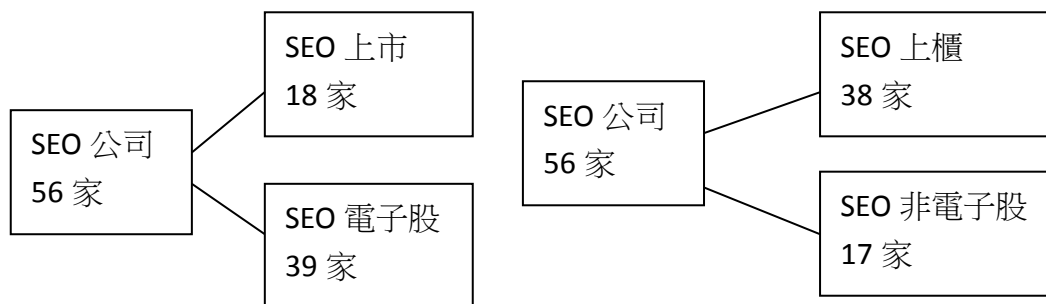


圖2 初次上市一年內宣告現金增資之公司樣本分割

二、股價報酬預期模式

由於本文係以台灣股市初次上市(IPO)公司為研究對象，所採用的事件研究法為股票報酬率之預期模式-市場指數調整模式 (Market-Adjusted Returns Model) 此模型假設個別證券在事件期某一期之預期報酬率，即為同期之市場報酬率。如在事件日，用市場大盤的報酬率，代表各股的預期報酬率。即

$$E(\hat{R}_{iE})=R_{mE} \quad , \quad E \in W$$

其中，

(\hat{R}_{iE}) ：代表i公司在「事件期」某一期 E 之預期報酬率。

R_{mE} ：為市場投資組合（加權指數）在事件期某一期 E 之報酬率。

E：代表事件期的某一期

W：代表i公司事件期的時間長度

三、股價異常報酬估算模式

(一) 個股每期異常報酬率

本文以市場指數調整模型估計異常報酬率，個股異常報酬(Abnormal Return, AR) 估算方式是以事件期實際報酬減去預期報酬計算式：

$$AR_{iE} = R_{iE} - (\hat{R}_{iE}) \quad , \quad E \in W$$

其中，

AR_{iE} ：為i公司在事件期 E 期之異常報酬。

R_{iE} ：為i公司在事件期 E 期之實際報酬。

(\hat{R}_{iE}) ：為i公司在事件期 E 期之預期報酬。

(二) 每期平均異常報酬率

事件研究法的精神在於探討某事件對股票報酬之影響，由於每家公司在估計過程中存在許多不確定因素尚有許多非研究事件的干擾事件，將造成股價之變動，我們將所有樣本的異常報酬率平均，可降低這些干擾對股票報酬的影響(沈中華與李建然(2000))。因此，每期平均異常報酬率(Average Abnormal Return, AAR) 計算式設定為：

$$AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE} \quad , \quad E \in W$$

其中，

N：為樣本數

AR_{iE} ：為i公司在事件期在特定第 E 期之異常報酬。

(三) 累積平均異常報酬率

累積平均異常報酬率(Cumulative Average Abnormal Return, CAAR)，是指事件期之異常報酬率以所欲知起始期累加至終止期，其計算式為：

$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AAR_E, E \in W$$

其中，

τ_1 =所選定之起始期

τ_2 =所選定之終止期

AAR_E ：E 期樣本之平均異常報酬。

(四) 檢定統計量

本文所採用的檢定統計量為普通橫面法(Ordinary Cross Sectional Method,

OCSM)，此方法常見於事件研究法當中，主要精神就是要克服報酬率的變異數位事件影響而改變的問題，若以估計期的變異數推估事件期異常報酬率的變異數便沒有太大意義，因此我們考慮以橫剖面的個別證券異常報酬率之變異數作為平均異常報酬率之變異數(沈中華與李建然(2000))。計算式如下：

1. 平均異常報酬t值：

$$t = \frac{AAR_E}{\sqrt{VAR(AAR)}} = \frac{AAR_E}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (AR_{iE} - AAR_E)^2}}$$

其中，

AR_{iE} ：為i公司在事件期 E 期之異常報酬。

AAR_E ：E 期樣本之平均異常報酬。

2. 累積平均異常報酬t值：

$$t = \frac{CAAR(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{VAR(CAAR(\tau_1, \tau_2))}} = \frac{CAAR(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (CAAR(\tau_1, \tau_2) - \sum_{i=1}^N CAR(\tau_1, \tau_2))^2}}$$

其中

$CAAR(\tau_1, \tau_2)$ ：為所欲知 τ_1 累加至 τ_2 之平均異常報酬。

$CAR(\tau_1, \tau_2)$ ：為所欲知 τ_1 累加至 τ_2 之異常報酬。

參、實證結果

本文以事件日開始之股價異常報酬表現，分別探討股價長期(事件日加上35個月)與短期(20天)的績效表現。資料之累積平均異常報酬(CAAR)為了區分宣告效果之程度(事件日當天即第一期)所以不累加進第二期(第一個月之報酬)報酬之中。

一、初次上市(IPO)之長期股價績效

由表1及圖3得知，初次上市的公司於事件研究日當天有十分強烈的宣告效果但其效果的衰退速度十分快速。表一顯示累積平均異常報酬的最低點為3.30002%並未呈現顯著狀態，表示台灣股票市場並未存在The New Issues Puzzle(Loughran and Ritter, 1995)的迷思現象。

表1 初次上市(IPO)長期異常報酬分析

期間	AAR	t -vaule	p-vaule	CAAR	t-vaule	p-vaule
1	20.92571	10.93793	1.03E-25***	20.92571	10.93793	1.03E-25***
2	5.793347	4.8703	1.39E-06***	5.793347	4.8703	1.39E-06***
3	-0.46001	-0.69504	0.487271	5.333334	4.00008	7.05E-05***
4	-0.97425	-1.84458	0.065545*	4.359082	3.003708	0.002768***
5	0.083756	0.163818	0.869925	4.442838	2.847493	0.004543***
6	-0.59618	-1.24351	0.214118	3.84666	2.346961	0.019221**
7	0.274481	0.530344	0.596051	4.121141	2.391716	0.017047**
8	1.118205	2.120728	0.034315**	5.239345	2.911087	0.003723***
9	-0.18078	-0.36915	0.712132	5.058562	2.633331	0.008652***
10	-0.65548	-1.21865	0.223411	4.403079	2.225253	0.026400**
11	-0.21022	-0.38015	0.703953	4.192859	2.050515	0.040707**
12	0.397765	0.734151	0.463116	4.590624	2.186	0.029165**
13	-0.1052	-0.18093	0.856478	4.485424	2.077673	0.038124**
14	-0.12053	-0.23225	0.816418	4.364899	1.935834	0.053313*
15	-0.53479	-1.05875	0.290100	3.830112	1.64657	0.100120
16	0.283797	0.544314	0.586409	4.113909	1.702344	0.089160*
17	-0.30738	-0.67442	0.500281	3.806532	1.555138	0.120390
18	0.122549	0.244386	0.807008	3.929081	1.581894	0.114151
19	-0.03416	-0.06655	0.946958	3.894922	1.494858	0.135427
20	-0.59292	-1.17846	0.239035	3.302002	1.237391	0.216380
21	-0.22394	-0.46449	0.642447	3.078061	1.126478	0.260371
22	0.915703	1.823591	0.068664*	3.993764	1.429773	0.153253
23	0.415454	0.799257	0.424428	4.409218	1.548824	0.121901
24	-0.64675	-1.31032	0.190542	3.762472	1.301911	0.193399
25	-0.65174	-1.49157	0.136287	3.110735	1.066251	0.286698
26	0.624437	1.018916	0.308614	3.735172	1.257069	0.209171
27	0.299907	0.664844	0.506381	4.035079	1.345614	0.178887
28	0.486541	0.975703	0.329567	4.52162	1.497447	0.134753
29	0.605725	1.144321	0.252904	5.127345	1.669017	0.095586*
30	-0.24335	-0.54892	0.583242	4.883995	1.575844	0.115539
31	0.561994	1.000167	0.317594	5.445989	1.728013	0.084452*
32	-0.4513	-0.93076	0.352317	4.994688	1.587684	0.112835
33	0.091878	0.165561	0.868553	5.086566	1.570798	0.116707
34	0.401661	0.804404	0.421452	5.488227	1.675295	0.094348*
35	0.027777	0.059882	0.952268	5.516004	1.667851	0.095818*
36	-0.03975	-0.08532	0.932030	5.47625	1.660891	0.097208*

註*,**,***,各代表0.1,0.05,0.01之顯著水準

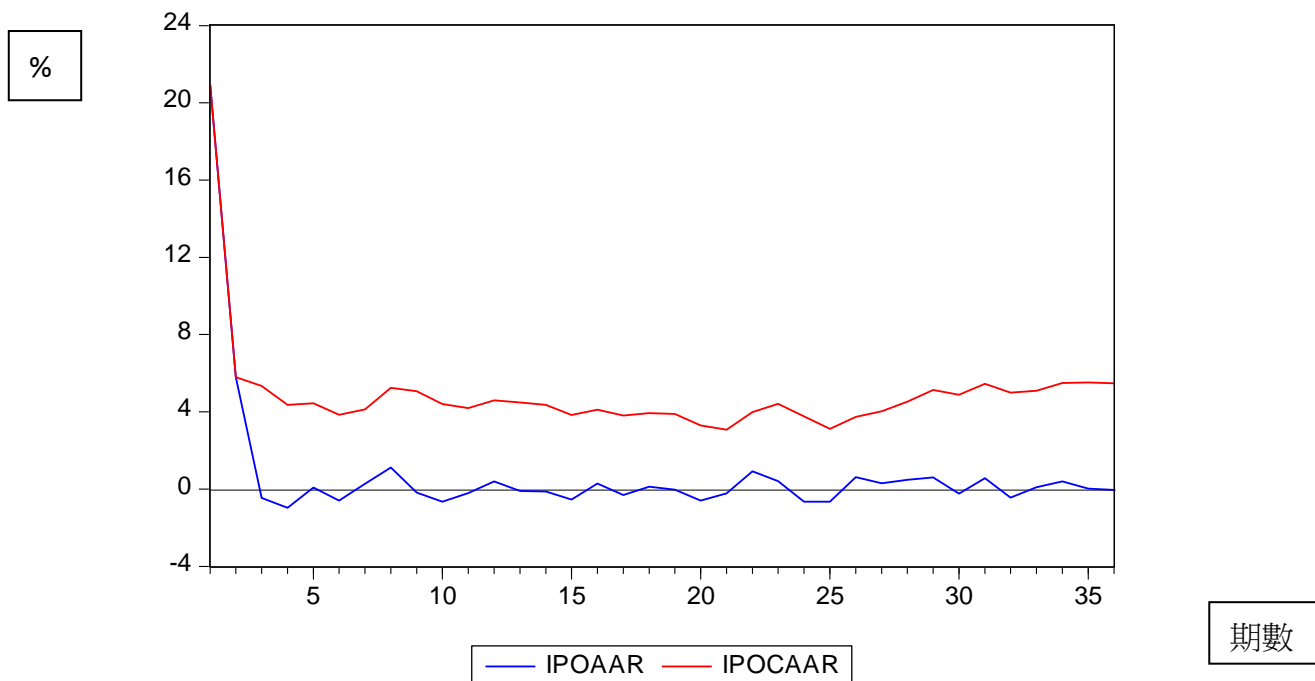


圖3 初次上市(IPO)之長期異常報酬

二、IPO長期異常報酬比較分析(發行類別)

前小節研究結果顯示，整體而言台灣市場並未The New Issues Puzzle(1995)的迷思現象，但將上市與上櫃樣本區分比較之後發現，除了事件日的強大宣告效果外，股價績效衰退的十分嚴重，但由於上櫃股價正向績效使得總體樣本績效呈現趨於平緩的狀態。(請參閱圖4與圖5)

(一)平均異常報酬

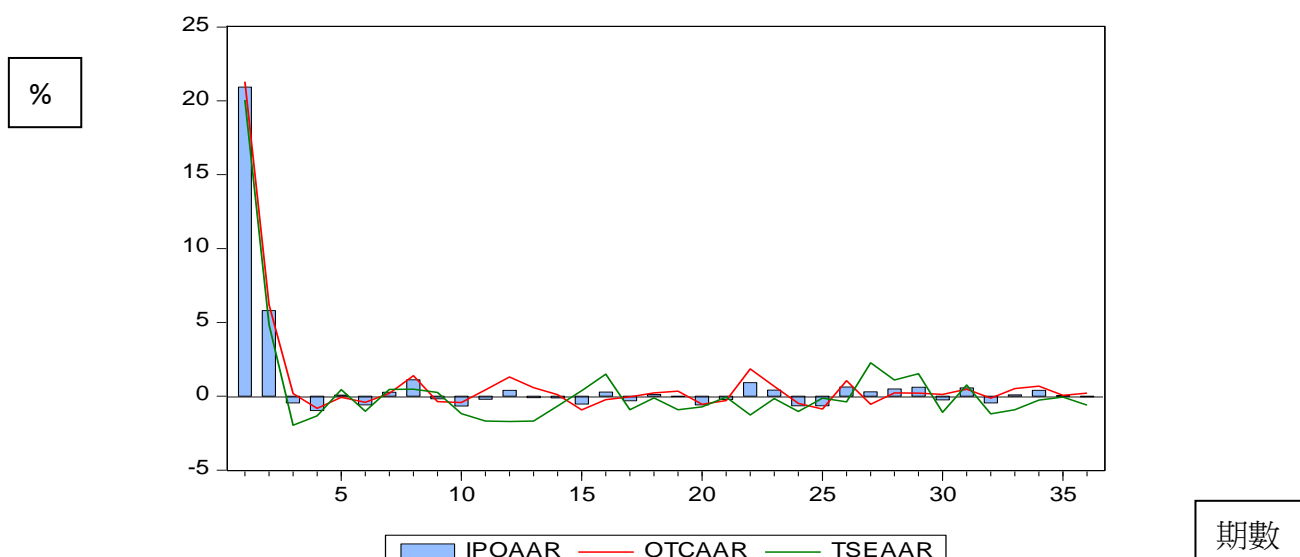


圖4 IPO長期異常報酬比較分析(發行類別)

(二) 累積平均異常報酬

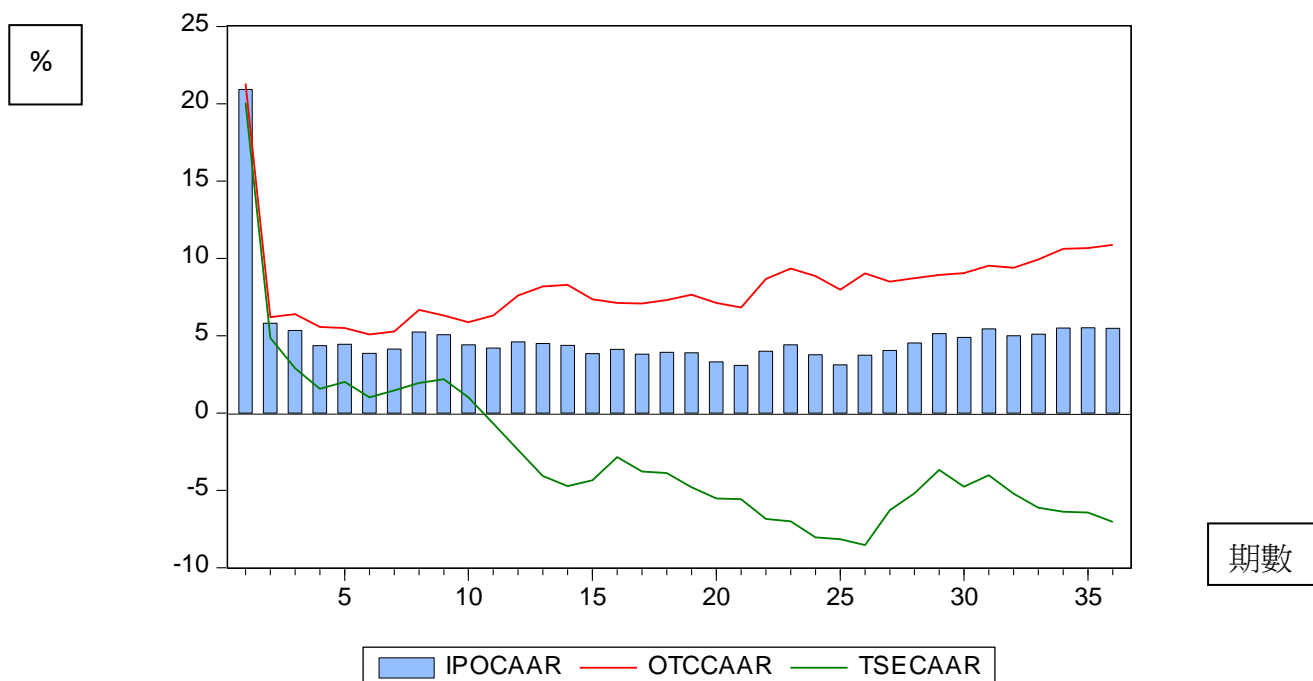


圖5 IPO長期異常報酬比較分析(發行類別)

三、初次上市(IPO)上市類別之長期異常報酬

至此我們發現到，長期而言，IPO市場其長期股價績效衰退的十分嚴重(圖6)，表2顯示其累積平均異常報酬的最低點為-8.54389%呈現($\alpha = 0.1$)的顯著水準。

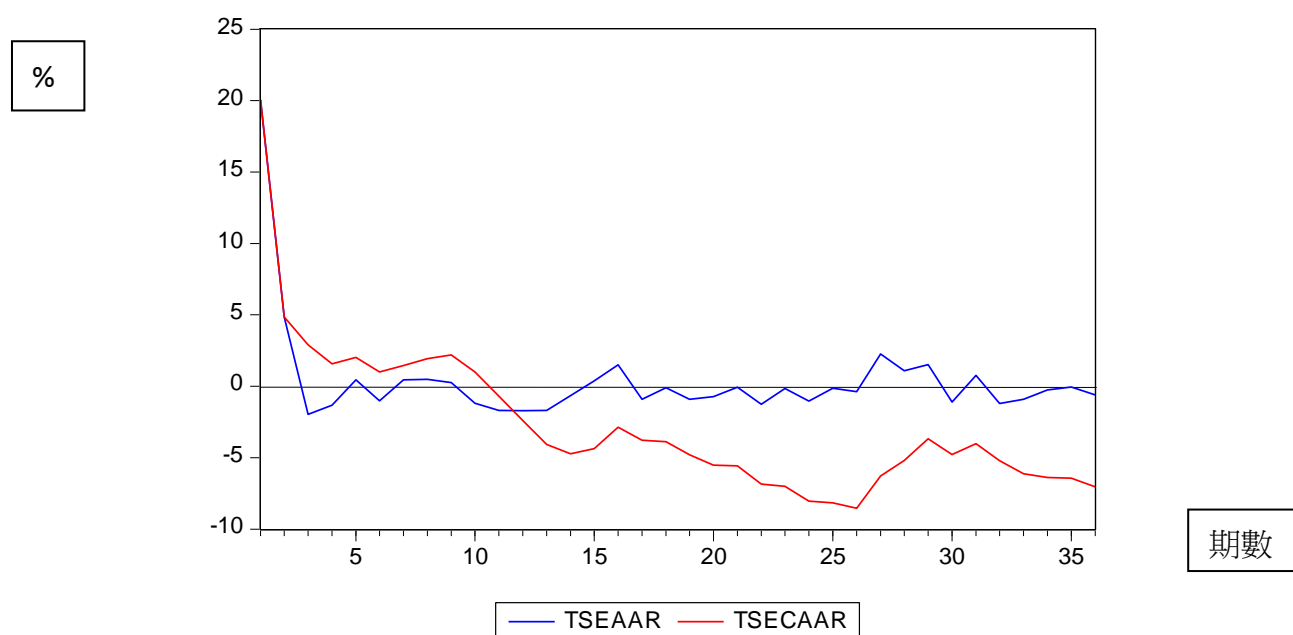


圖6 初次上市(IPO)上市類別之長期異常報酬

表2 初次上市(IPO)上市類別之長期異常報酬

期間	AAR	t -vaule	p-vaule	CAAR	t-vaule	p-vaule
1	20.05293	7.140841	1.704E-11***	20.05293	7.140841	1.7E-11***
2	4.855682	2.580754	0.010578*	4.855682	2.580754	0.010578**
3	-1.96007	-1.56897	0.1182447	2.895616	1.296104	0.196441
4	-1.32938	-1.31663	0.1894758	1.566233	0.6416	0.521871
5	0.449792	0.44182	0.6590991	2.016025	0.735516	0.462891
6	-1.01509	-1.18079	0.2390964	1.000936	0.350481	0.726349
7	0.455205	0.509359	0.6110652	1.456141	0.484943	0.62825
8	0.476488	0.522484	0.6019146	1.932629	0.622741	0.534168
9	0.256766	0.299069	0.7651994	2.189394	0.687318	0.492683
10	-1.18273	-1.3966	0.1640893	1.006669	0.313294	0.754386
11	-1.68937	-1.97989	0.049094*	-0.6827	-0.21324	0.831361
12	-1.70657	-1.91526	0.0568937*	-2.38928	-0.73035	0.466035
13	-1.68585	-1.64002	0.102581	-4.07512	-1.24569	0.214343
14	-0.66074	-0.77797	0.4375099	-4.73587	-1.37473	0.17076
15	0.378746	0.443866	0.6576214	-4.35712	-1.21279	0.226647
16	1.496343	1.716751	0.0875806*	-2.86078	-0.77635	0.438466
17	-0.91869	-1.2688	0.2059944	-3.77947	-0.97795	0.329284
18	-0.11023	-0.13081	0.8960568	-3.8897	-0.97559	0.330452
19	-0.91388	-1.01546	0.311119	-4.80357	-1.12715	0.261035
20	-0.71626	-0.90678	0.3656179	-5.51983	-1.3065	0.192892
21	-0.06195	-0.07458	0.9406218	-5.58178	-1.28416	0.200578
22	-1.26444	-1.78563	0.0756826*	-6.84623	-1.51531	0.131282
23	-0.1571	-0.1987	0.8427039	-7.00332	-1.50519	0.133861
24	-1.0331	-1.20617	0.2291853	-8.03642	-1.68427	0.093698*
25	-0.13031	-0.16548	0.8687329	-8.16673	-1.69074	0.092453*
26	-0.37696	-0.42348	0.6724038	-8.54369	-1.72783	0.08557*
27	2.256175	2.772671	0.006088***	-6.28752	-1.25475	0.211039
28	1.091411	1.193081	0.2342583	-5.19611	-1.03156	0.303529
29	1.520386	1.473042	0.1423197	-3.67572	-0.71381	0.476183
30	-1.09492	-1.45111	0.1483249	-4.77064	-0.91504	0.36128
31	0.753175	0.680722	0.4968384	-4.01747	-0.75532	0.45095
32	-1.19942	-1.58643	0.1142285	-5.21688	-0.98537	0.325638
33	-0.90696	-1.08166	0.2807137	-6.12385	-1.15563	0.249218
34	-0.2639	-0.33753	0.7360709	-6.38775	-1.18546	0.237251
35	-0.0547	-0.07114	0.9433612	-6.44245	-1.20707	0.228839
36	-0.60366	-0.73689	0.4620563	-7.04611	-1.30769	0.192489

註*,**,***,各代表0.1,0.05,0.01之顯著水準

四、IPO長期異常報酬比較分析(產業類別)

將產業類別進行劃分之後發現其上市股票衰退之長期績效更為明顯(如圖7與圖8)。

(一)平均異常報酬

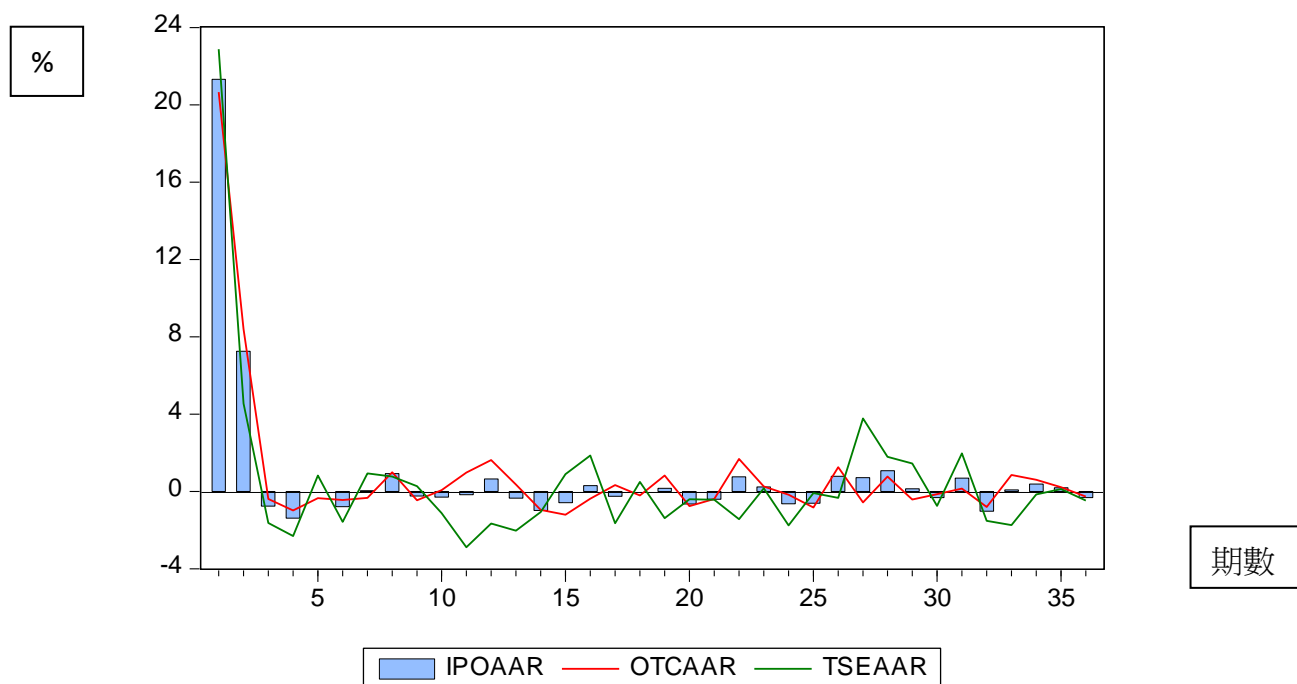


圖7 IPO長期異常報酬比較分析(產業類別)

(二)累積平均異常報酬

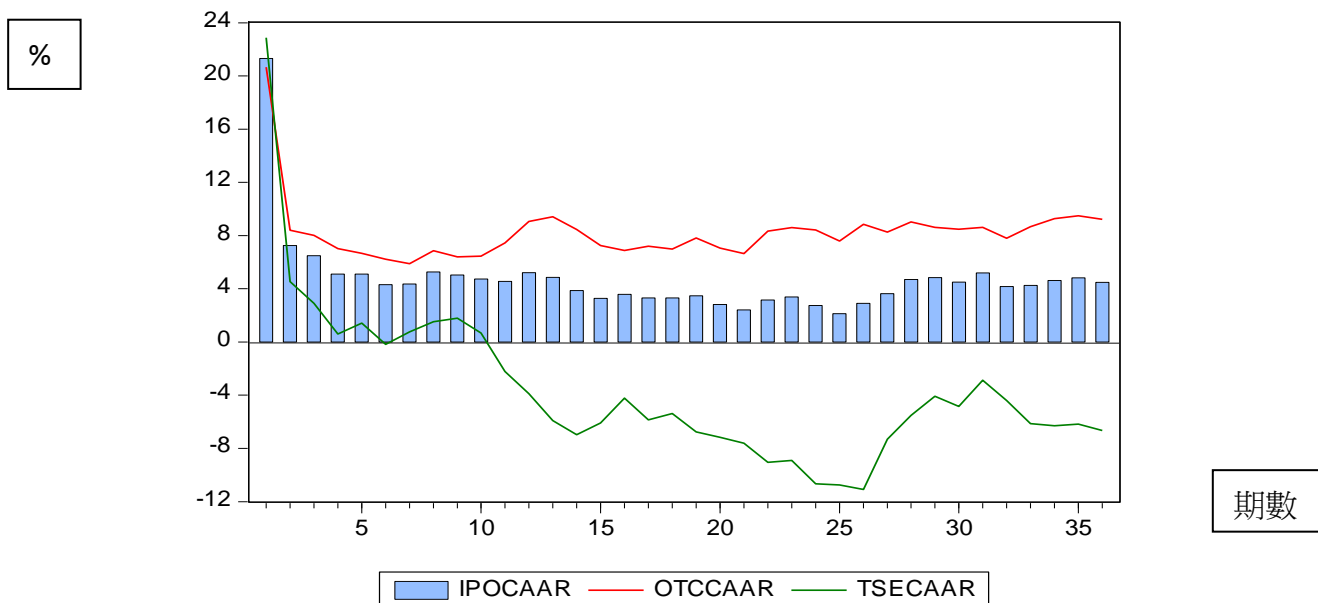


圖8 IPO長期異常報酬比較分析(產業類別)

五、初次上市(IPO)上市一年內宣告現金增資長(SEO)期異常報酬

本小節探討IPO公司上市一年內宣告現金增資長(SEO)期異常報酬情形。表3及圖9顯示，其中，在一年內宣告現金增資之公司樣本其股價績效的衰退更為強烈，除了衰退約4個月後的正向反彈之外，最低點之累積平均異常報酬最後呈現-6.2335%

表3 初次上市(IPO)上市一年內宣告現金增資(SEO)長期異常報酬

期間	AAR	t -vaule	p-vaule	CAAR	t-vaule	p-vaule
1	4.09663	2.125614	0.038041**	4.09663	2.125614	0.038041**
2	0.064066	0.02812	0.977668	0.064066	0.02812	0.977668
3	-2.15771	-1.30417	0.197609	-2.09364	-0.75192	0.455307
4	1.749909	1.185124	0.241064	-0.34373	-0.09788	0.922386
5	-2.08229	-1.18197	0.242304	-2.42602	-0.60178	0.549794
6	-0.08634	-0.05117	0.959372	-2.51236	-0.53899	0.592071
7	0.351395	0.143937	0.886076	-2.16097	-0.3934	0.695541
8	1.774763	1.236677	0.221462	-0.3862	-0.06731	0.946580
9	0.863377	0.407576	0.685167	0.477173	0.078507	0.937710
10	0.59678	0.294149	0.769751	1.073954	0.184494	0.854304
11	2.830988	1.553008	0.126157	3.904941	0.628384	0.532354
12	-0.90501	-0.46563	0.643319	2.999927	0.477723	0.634741
13	-0.36085	-0.17645	0.860585	2.639073	0.415618	0.679307
14	-2.60413	-1.73271	0.088752*	0.034948	0.005312	0.995781
15	-0.99348	-0.58185	0.563047	-0.95853	-0.13682	0.891673
16	-1.96836	-1.70119	0.094555	-2.92689	-0.40536	0.686787
17	-1.36456	-1.14468	0.257300	-4.29145	-0.5708	0.570461
18	-1.06359	-0.74308	0.460596	-5.35503	-0.70635	0.482955
19	1.216734	0.71539	0.477394	-4.1383	-0.54559	0.587555
20	-0.67717	-0.29092	0.772208	-4.81547	-0.59994	0.551012
21	-1.418	-0.99332	0.324903	-6.23347	-0.78234	0.437372
22	0.390877	0.262151	0.794185	-5.84259	-0.7196	0.474818
23	0.142493	0.069399	0.944924	-5.7001	-0.68573	0.495762
24	0.91553	0.590742	0.557113	-4.78457	-0.56329	0.575529

註*,**,***,各代表0.1,0.05,0.01之顯著水準

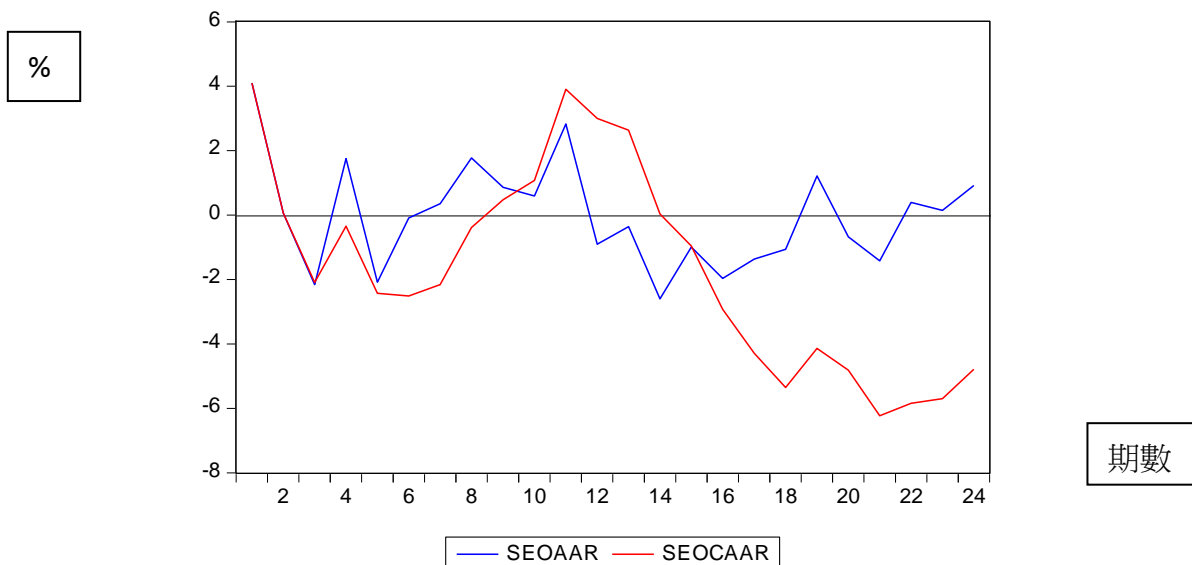


圖9 初次上市(IPO)上市一年內宣告現金增資(SEO)長期異常報酬

六、初次上市(IPO)一年內宣告現金增資(SEO)長期異常報酬比較分析(發行類別)

與IPO市場相反初次上市(IPO)上市一年內宣告現金增資長期異常報酬比較後以其上櫃市場衰退較為嚴重。這種結果並不意外，IPO市場對投資人而言資訊較少且上櫃規模小，在發行一年內急尋求外部資金不論其用途為何在無其他資訊的情形下期公司之獲利衰退程度應大於成長，所以初次上市(IPO)上市一年內宣告現金增資對投資人而言是為一項負項訊號。(圖10、圖11)

(一)平均異常報酬

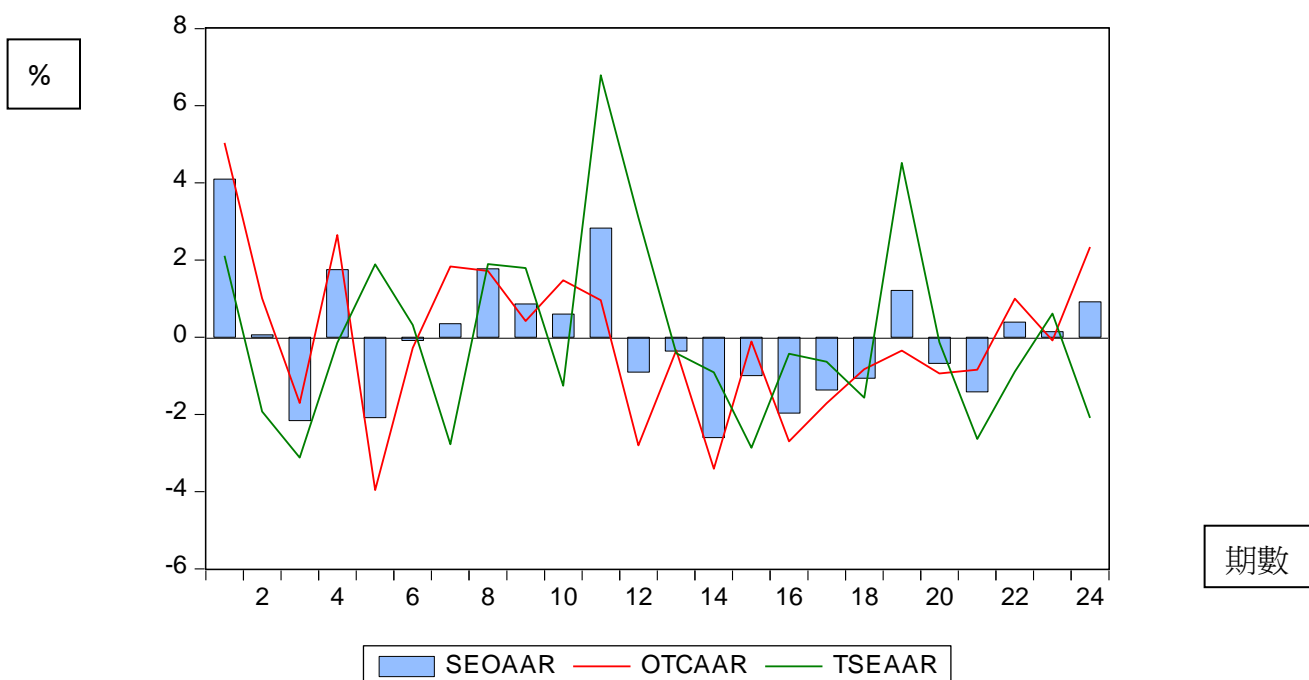


圖10 初次上市(IPO)一年內宣告現金增資(SEO)長期異常報酬比較分析(發行類別)

(二) 累積平均異常報酬

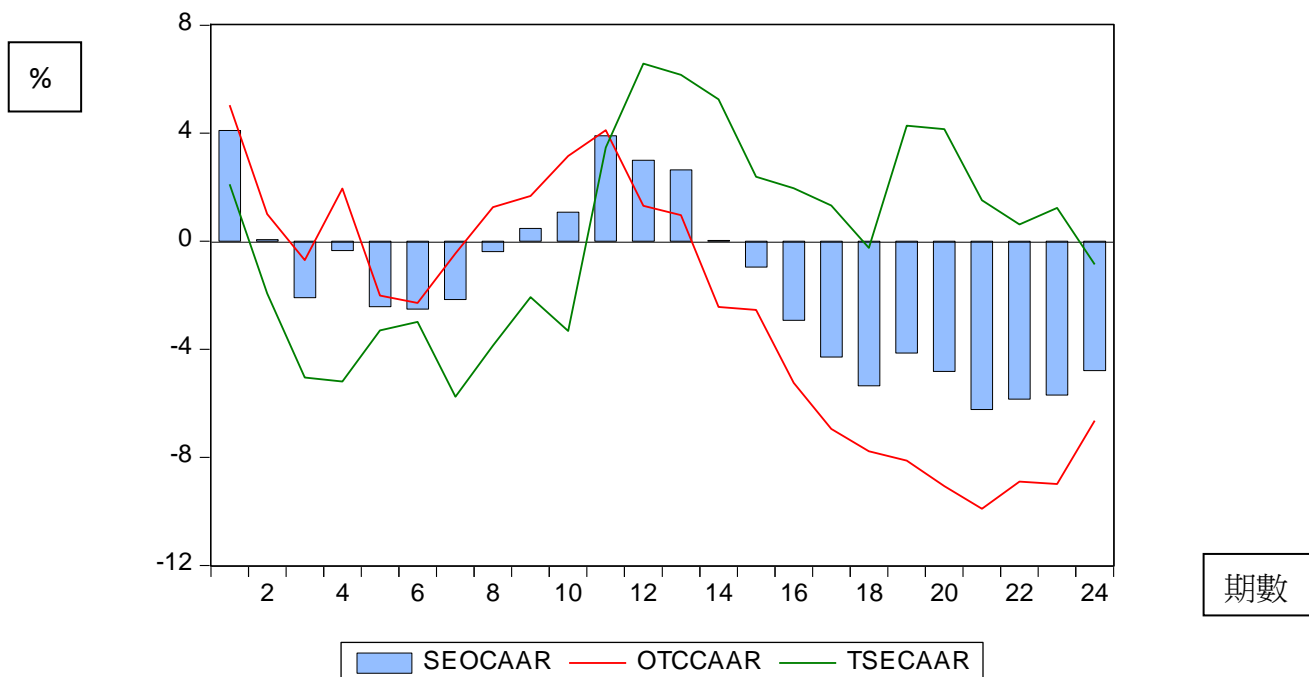


圖11 初次上市(IPO)一年內宣告現金增資(SEO)長期異常報酬比較分析(發行類別)

七、初次上市(IPO)一年內宣告現金增資(SEO)上櫃類別長期異常報酬

初次上市櫃公司(IPO)在一年內宣告現金增資其股價績效的衰退程度幾乎不會反彈，最低點之累積平均異常報酬最後呈現-9.90373%。(圖12、表4)

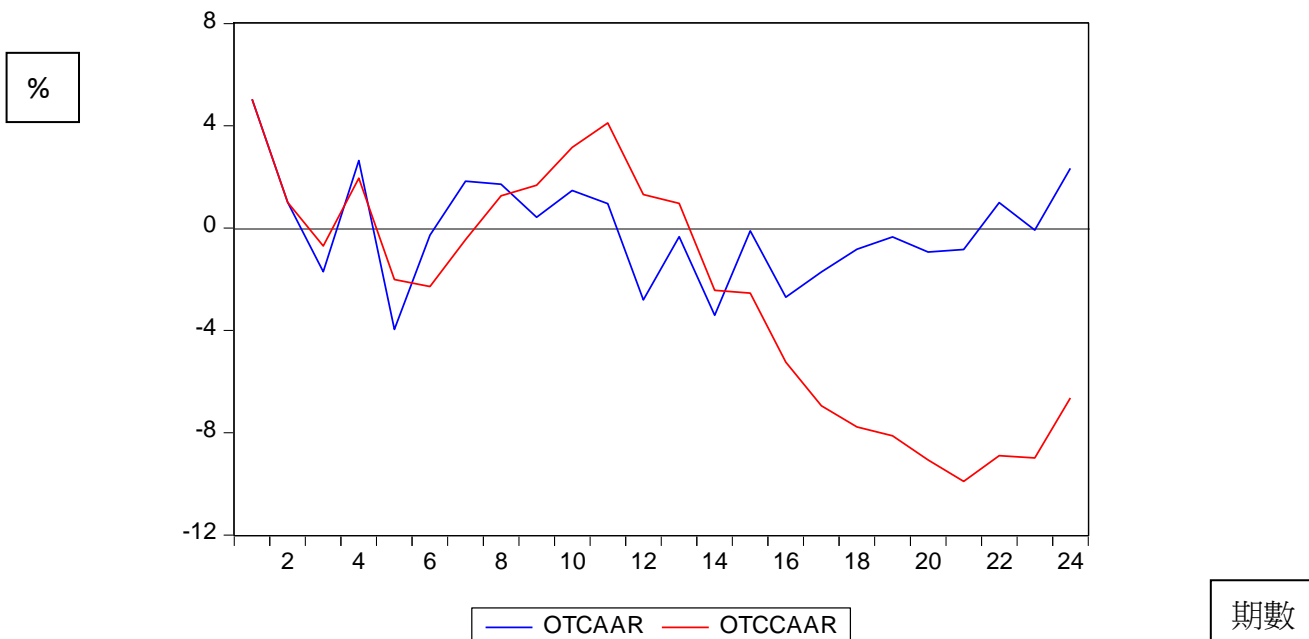


圖12 初次上市(IPO)一年內宣告現金增資(SEO)上櫃類別長期異常報酬

表4 初次上市(IPO)上市一年內宣告現金增資(SEO)上櫃類別長期異常報酬

期間	AAR	t -vaule	p-vaule	CAAR	t-vaule	p-vaule
1	5.035768	1.83301	0.074857*	5.035768	1.83301	0.074857*
2	1.007047	0.315111	0.754447	1.007047	0.315111	0.754447
3	-1.70173	-0.87228	0.388680	-0.69468	-0.18618	0.853318
4	2.646116	1.345106	0.186778	1.951432	0.408422	0.685318
5	-3.96445	-2.12284	0.040521**	-2.01302	-0.38	0.706115
6	-0.27605	-0.16957	0.866275	-2.28906	-0.39371	0.696055
7	1.831958	0.558978	0.579544	-0.45711	-0.06485	0.948639
8	1.716661	0.930758	0.358012	1.259555	0.173634	0.863100
9	0.421497	0.173566	0.863153	1.681053	0.225447	0.822872
10	1.474142	0.518219	0.607391	3.155195	0.450922	0.654677
11	0.957058	0.445645	0.658451	4.112253	0.534715	0.596046
12	-2.80426	-1.31861	0.195402	1.307995	0.164594	0.870160
13	-0.33665	-0.11874	0.906123	0.971345	0.120721	0.904566
14	-3.40683	-1.6762	0.102130	-2.43548	-0.29453	0.769996
15	-0.10874	-0.0504	0.960073	-2.54422	-0.29272	0.771374
16	-2.69663	-1.93942	0.060104*	-5.24085	-0.58628	0.561249
17	-1.71157	-1.14879	0.258014	-6.95241	-0.75372	0.455786
18	-0.8252	-0.44228	0.660865	-7.77761	-0.85979	0.395443
19	-0.34843	-0.15628	0.876660	-8.12604	-0.91149	0.367938
20	-0.93652	-0.28695	0.775751	-9.06257	-0.99008	0.328567
21	-0.84116	-0.42726	0.671668	-9.90373	-1.07309	0.290180
22	0.999274	0.488016	0.628418	-8.90445	-0.9308	0.357991
23	-0.08024	-0.03011	0.976142	-8.9847	-0.87607	0.386647
24	2.340308	1.169071	0.249852	-6.64439	-0.62789	0.533932

註*,**,***,各代表0.1,0.05,0.01之顯著水準

八、初次上市(IPO)一年內宣告現金增資(SEO)長期異常報酬比較分析(產業類別)

將產業類別進行劃分之後發現初次上市(IPO)上市一年內宣告現金增資(SEO)之非電子股產業呈現衰退的狀況而電子股產業則逐漸趨於平緩。(圖13、圖14)

(一)平均異常報酬

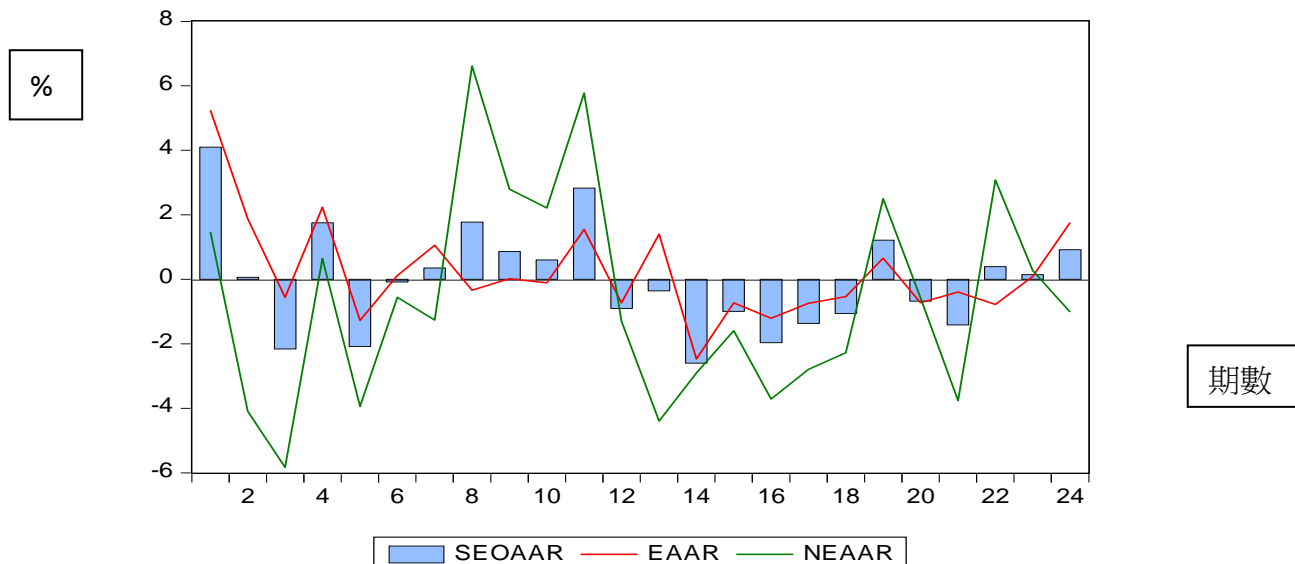


圖13 初次上市(IPO)一年內宣告現金增資(SEO)長期異常報酬比較分析(產業類別)

(二)累積平均異常報酬

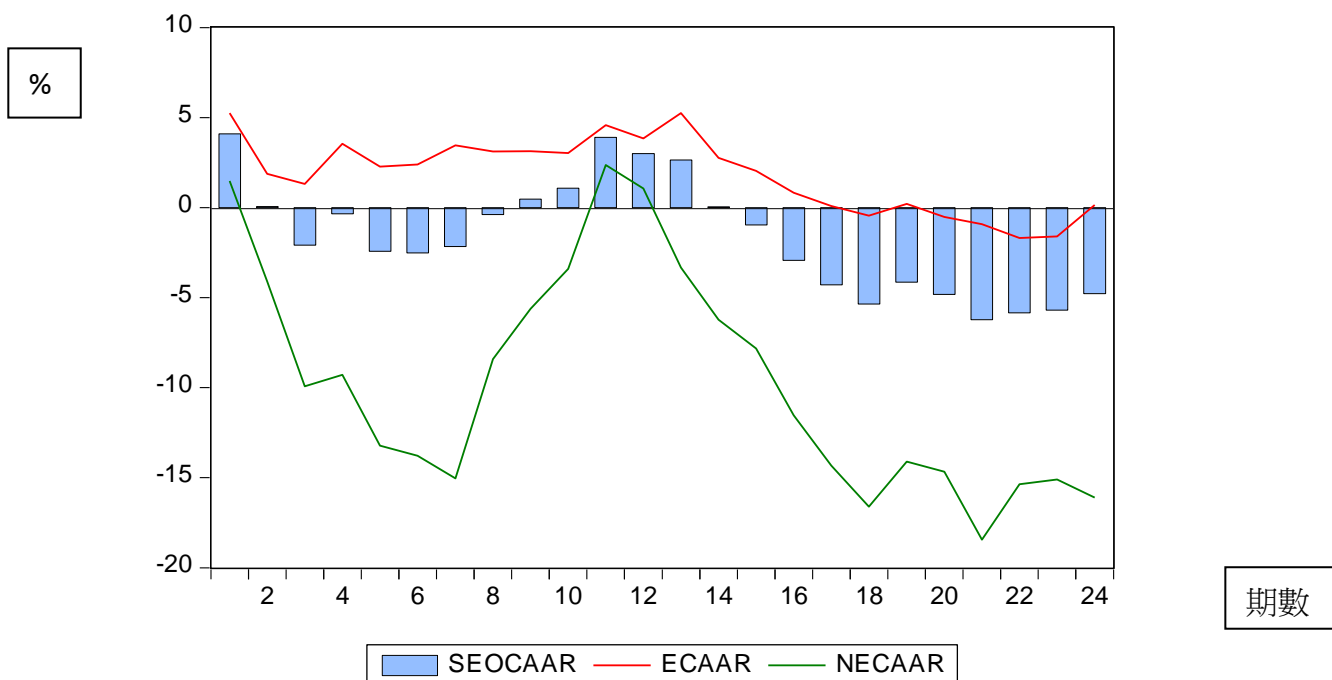


圖14 初次上市(IPO)一年內宣告現金增資(SEO)長期異常報酬比較分析(產業類別)

肆、結論

本研究探討 IPO 公司初次上市(櫃)的異常報酬問題，並探討公司初次上市一年內宣告現金增資(SEO)是否為一負項訊號。研究結果顯示，初次上市的公司於事件研究日當天有十分強烈的宣告效果，當期平均異常報酬呈現顯著($\alpha=0.01$)水準高達 21%，但其效果的衰退速度十分快速，顯示台灣的股市在上市後確實存在長期股價績效衰退的現象，但未呈現 The New Issues Puzzle(Loughran and Ritter,1995)迷思。將上市與上櫃樣本區分比較之後發現，上市整體股價績效衰退的十分嚴重，但由於上櫃股價正向績效使得總體樣本績效呈現趨於平緩的狀態。而其中在一年內宣告現金增資之公司樣本其股價績效的衰退更為強烈，除了衰退約 4 個月後正向反彈之外，最低點之累積平均異常報酬最後呈現-6.23%。在產業分類上與 IPO 市場相反，初次上市(IPO)一年內宣告現金增資長期異常報酬比較後上櫃市場的衰退則較為嚴重。

參考文獻

- 沈中華與李建然(2000)，《事件研究法》，台北：華泰文化。
- 邱正仁、周庭楷、翁嘉伶(2004)，「探討上市與增資新股之長期股價績效檢測後續現金增資決策的影響」，《財務金融學刊》，第12卷第2期，1-42。
- 夏侯欣榮(1997)，「新上市股票長期績效之實證研究」，《國家科學委員會研究彙刊：人文及社會科學》，第7卷第2期，260-275。
- 陳安琳(1997)，「新上市公司股票相關之理論與實證文獻回顧」，《管理學報》，第14卷第3期，403-436。
- 顏吉利、劉恩棠(1994)，「論新上市股票股東之報酬：短期現象乎？長期現象乎？」，《中國財務學會論文集》，207-229。
- 顧廣平(2003)，「台灣新上市股票短期與長期績效之再探討」，《證券市場發展季刊》，第15卷第1期，1-40。
- Brealey, R., and S. Myers (1991), *Principles of Corporate Finance*, 4th edition, N.Y.: McGraw-Hill.
- Kim, J., I. Krinsky, and J. Lee (1995) "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.3, 429-448.
- Loughran, T., and J. R. Ritter (1995) "The New Issues Puzzle," *Journal of Finance* Vol. 50, 23-51.
- Paudyal, K., B. Saadouni, and R. J. Briston (1998) "Privatization Initial Public Offerings in Malaysia: Initial Premium and Long-term Performance," *Pacific-Basin Finance Journal* Vol.6, 427-451.
- Ritter, J. R. (1984) "Signaling and Valuation of Unseasoned New Issues: A Comment," *Journal of Finance* Vol.39, 1231-1237.
- Ritter, J. R., and I. Welch (2002) "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations," *Journal of Finance* Vol.57, 1795-1828.