

壹、緒言

自從民國七十五年起，台灣股票市場隨著經濟環境的改變、及政府相關政策的推波助瀾：例如，開放券商設立、股票交易電腦化、台幣升值、熱錢流入、公有地的徵收使得資金自土地中釋出等等，造成股市開戶人口、成交量的遞增。股票相關資訊業也蓬勃發展，由早先的報紙證券版發展到股票投資的專業報紙、期刊、電視、電台的股票節目，以至今日語音卡呼叫器、甚至 Call-in 頻道的產生。投資人可以選擇的股票資訊可說愈來愈多。但是這些資訊到底對投資者有沒有幫助？對於被推薦的股票是否有影響？這些問題就是本文主要的研究重點。本文共分四節，第二節是相關文獻的回顧，第三節為研究方法與實證結果，第四節則是結論。

貳、文獻回顧

以往有關專家選股意見的研究很多。可能為學者引述最多的當屬 Black (1973) 的研究。其研究就 Value Line⁽¹⁾第一、二、四、五類股票，以每月更新的投資方式；結果顯示第一、五類股票具有顯著異常報酬。Holloway (1981) 的研究就 Value Line 第一類股票，以買進持有一年及每週更新的投資方式；結果顯示，在考慮交易成本之後，持有一年的方式有異常報酬，但每週更新的方式則否。Copeland and Mayers (1982) 重作了 Black 的研究，但採用 Mean-adjusted Return⁽²⁾的方式來計算異常報酬。其結果仍顯示 Value Line 選擇的股票有異常報酬但比 Black 的研究少了很多。

Stickel (1985) 的研究則針對 Value Line 分類改變的股票，以市場模型的方式計算異常報酬。其發現為：升級的影響較降級的要大；二類升為一類的效果大於五類升為四類的。Peterson (1987) 的研究以最具資訊效果的 Value Line 首次列入分類的股票為對象。其發現為：第一、二、四、五類的股票在首次列入的前一日、當日、及後一日有顯著的異常報酬。

Groth, Lewellen, Schlarbaum and Lease (1979) 的研究使用美國某證券商對客戶推薦的股票為研究樣本；其結論為券商推薦的確具有資訊效果，但是交易成本也占了異常報酬的 70% 左右。Bjerring, Lakonishok and Vermaelen (1983) 以加拿大某證券商之推薦股票為研究對象。其發現券商推薦的股票的確具有顯著的異常報酬。

Lloyd-Davies and Canes (1978) 則以 Wall Street Journal 上的 Heard-on-the-street 專欄每日

推薦買賣的股票為研究對象。其發現被推薦買的股票事前有異常報酬，當日則無；被推薦賣的股票在當日有負的異常報酬。Liu, Smith and Syed (1990) 將 Lloyd-Davies and Canes 的研究加以延伸，加上了交易量的考慮因素。其結論為被推薦之前二日、前一日及當日股價及交易量都有顯著的影響。

國內相關研究也很多，此處僅就部份予以列舉說明。林源泉 (1988) 的研究，以各投顧公司發行之月刊、報紙推薦的股票為對象；以市場模型計算公佈日前後 15 日之異常報酬。其結論為股價在推薦前 10 天已有異常報酬，其中推薦買的股票有負的情報效果。

林子貞 (1989) 以 10 種股票週刊所推薦的明牌為研究樣本；以 Mean-adjusted Return 方式計算異常報酬。其發現推薦買的股票會受到影響，其中小公司的異常報酬較高；推薦賣的股票影響較少且和公司大小關係較不明顯。

羅莉莉 (1992) 的研究以工商時報每週一「票選個股專欄」中每週得票數最高之前十種股票為樣本；以市場模型計算公佈日前 12 日到後 24 日的異常報酬。其發現為：不論看漲、看跌的股票都具有負的資訊效果；也就是公佈日後看漲、看跌的股票都有負的異常報酬。

曾麗慧 (1992) 則以自立晚報「主力觀測站」專欄為主要研究對象。其結果發現，主力連續推薦或多個大戶同時推薦之股票比單日推薦或單一大戶推薦的股票有較大的異常報酬；但依推薦進行買賣則無法獲得明顯的收益。

綜合上述文獻，專家選股的資訊來源大致可分為兩類：成本較高、接收到的投資人較少的，如券商、投顧公司對客戶的推薦；及成本較低、接收資訊較容易的，如報紙的股票專欄。本研究則採兩者兼顧的方式，以投資週刊及晚報的股票專欄之推薦股票為研究主體。而研究方法基本上亦遵循事件研究的方式，以異常報酬及相對成交量為觀察的重點。研究重點則在探討專家選股意見對股票價格及成交量是否有影響？投資人是否可由這些資訊中獲利？至於實證方法及結果則詳述於下節。

參、研究方法與實證結果

一、資料來源與樣本期間

本研究以投資情報週刊每週「特選攻擊股」及中時晚報每週日「券商票選潛力股」專欄為專家選股意見的研究代表。選擇此兩種資訊來源主要是因為，與其他資訊比較，此兩種有較明確的個別股票的推薦。

樣本期間，投資情報從民國 78 年 6 月 4 日創刊一號起至民國 81 年 10 月 5 日第 170 期（停刊）為止；中時晚報則從民國 80 年 4 月 28 日開闢此專欄至民國 81 年 11 月 15 日。中時晚報僅票選作多的股票。投資情報有作多及作空的推薦，但作空股很少，且從第 146 期改版後即不再出現。所以本研究將僅針對作多股票的推薦加以探討。

同時，為顧及實際投資行為，本研究將交投較冷僻的特別股及仍在蜜月期不易買到的新上市普通股排除在外。如此，實際樣本為：投資情報作多股，期間 130 週，共推薦股票 756 種—其中基金 21 種，一類股 598 種，二類股 137 種；中時晚報券商潛力股，期間 80 週，共推薦股票 757 種—其中基金 1 種，一類股 587 種，二類股 169 種。股票名稱，推薦次數與依產業分類的次數列於附錄⁽³⁾。仔細審視樣本，及根據統計檢定的結果⁽⁴⁾；兩種專家意見推薦的股票與各產業上市公司來比較，不論整體或一二類分類來看，並無顯著差異。也就是說，兩種推薦股票似乎均勻分散於各類股，並未集中於那些產業。

二、報酬率與異常報酬

首先，每種股票以本週開盤價到下週開盤價計算週報酬率⁽⁵⁾。其次，推薦前 27 週到前 4 週之股票及市場報酬率用來估計市場模型的迴歸係數；以為計算推薦前 3 週到後 30 週的異常報酬：

$$\tilde{R}_{i,t} = \lg(P_{i,t} / P_{i,t-1}) \quad t = -27, -26, \dots, 0, +1, +2, \dots, +30$$

$$\tilde{R}_{m,t} = \lg(m_t / m_{t-1})$$

$$\tilde{R}_{i,t} = \hat{a}_{i,0} + \hat{a}_{i,1} \tilde{R}_{m,t} + \tilde{u}_{i,t} \quad t = -27, -26, \dots, -5, -4$$

$$\tilde{u}_{i,t} = \tilde{R}_{i,t} - (\hat{a}_{i,0} + \hat{a}_{i,1} \tilde{R}_{m,t}) \quad t = -3, -1, 0, \dots, +29, +30$$

其中， $P_{i,t}$ 為 i 股票第 t 週的開盤價；

m_t 為第 t 週的開盤指數；

$R_{i,t}$ 為 i 股票第 t 週的報酬率；

$R_{m,t}$ 為指數 m 第 t 週的報酬率；

$\hat{a}_{i,0}, \hat{a}_{i,1}$ 為 i 股票估計之迴歸係數；

$\tilde{u}_{i,t}$ 為 i 股票第 t 週異常報酬。

然後，我們計算每週平均異常報酬 (\overline{AR})、及累積平均異常報酬 (\overline{CAR})：

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \tilde{u}_{j,t} \quad t = -3, -2, \dots, +29, +30$$

$$N = 756 \text{ or } 757$$

$$\overline{CAR}_T = \sum_{t=-2}^T \overline{AR}_t$$

而 AR 及 CAR 之統計檢定值則為：

$$t(\overline{AR}) = \overline{AR} / S(\overline{AR})$$

$$t(\overline{CAR}) = \overline{CAR} / (S(\overline{AR}) \times \sqrt{T})$$

$$\text{其中， } S(\overline{AR}) = \sqrt{\sum_{t=-26}^{-3} (\overline{AR}_t - \overline{\overline{AR}})^2 / 23}$$

$$\overline{AR}_t = \sum_{j=1}^N u_{j,t} / N \quad t = -27, -26, \dots, -4$$

$$N = 756 \text{ or } 757$$

$$\overline{\overline{AR}} = \frac{1}{24} \sum_{t=-26}^{-3} \overline{AR}_t$$

結果分別出現於表一及表二、及圖一至圖四。實證結果顯示，不論中時晚報或投資情報推薦股於推薦日前二週都有顯著正的異常報酬；推薦當週異常報酬較不明顯甚至為負

值；其後數週則異常報酬多為顯著負值。累積異常報酬由推薦當週開始下降至推薦後七週轉為顯著負值。爲了更詳細的探討推薦日前後的股價變化，我們也使用日資料來計算異常報酬及累積異常報酬⁽⁶⁾。結果列於表三及表四、及圖五至圖八。實證結果顯示，推薦前二日之異常報酬顯著為正值，尤其推薦前一日之異常報酬高達 1.7~2.0%。推薦日起異常報酬轉為負值。累積異常報酬也由推薦日起逐日下降。

表一 中時晚報推薦週前後之 AR, CAR 及其檢定值

| 週別 | AR | t(AR) | CAR | t(CAR) |
|------|----------|------------|----------|-------------|
| T=-3 | 0.00612 | 3.45965** | 0.00612 | 3.45763** |
| T=-2 | 0.0135 | 7.62509** | 0.01962 | 7.83810** |
| T=-1 | 0.03901 | 22.04003** | 0.05863 | 19.12432** |
| T= 0 | -0.00698 | -3.94627** | 0.05165 | 14.59040** |
| T= 1 | -0.00766 | -4.32933** | 0.04399 | 11.11465** |
| T= 2 | -0.00868 | -4.90665** | 0.03531 | 8.14421** |
| T= 3 | -0.00596 | -3.36448** | 0.02935 | 6.26738** |
| T= 4 | -0.00447 | -2.52512* | 0.02488 | 4.96972** |
| T= 5 | -0.00556 | -3.14091** | 0.01932 | 3.63842** |
| T= 6 | -0.0066 | -3.72743** | 0.01272 | 2.27255* |
| T= 7 | -0.00499 | -2.82201** | 0.00773 | 1.31677 |
| T= 8 | -0.00659 | -3.72515** | 0.00114 | 0.18593 |
| T= 9 | -0.00679 | -3.83787** | -0.00565 | -0.88533 |
| T=10 | -0.00261 | -1.47533 | -0.00826 | -1.24722 |
| T=11 | -0.00524 | -2.96218** | -0.0135 | -1.96931* |
| T=12 | -0.00518 | -2.92704** | -0.01868 | -2.63842** |
| T=13 | -0.00524 | -2.96206** | -0.02392 | -3.27766** |
| T=14 | -0.00809 | -4.57189** | -0.03201 | -4.26262** |
| T=15 | -0.00875 | -4.94147** | -0.04076 | -5.28304** |
| T=16 | -0.0101 | -5.70374** | -0.05086 | -6.42522** |
| T=17 | -0.00776 | -4.38569** | -0.05862 | -7.22708** |
| T=18 | -0.00997 | -5.63535** | -0.06859 | -8.26183** |
| T=19 | -0.00837 | -4.72710** | -0.07696 | -9.06625** |
| T=20 | -0.00755 | -4.26474** | -0.08451 | -9.74606** |
| T=21 | -0.00513 | -2.90108** | -0.08964 | -10.12881** |
| T=22 | -0.00306 | -1.72743 | -0.0927 | -10.27117** |
| T=23 | -0.00827 | -4.66985** | -0.10097 | -10.97835** |
| T=24 | -0.00608 | -3.43290** | -0.10705 | -11.42969** |
| T=25 | -0.00404 | -2.28104* | -0.11109 | -11.65474** |
| T=26 | -0.00352 | -1.99079* | -0.11461 | -11.82194** |
| T=27 | -0.00337 | -1.90464* | -0.11798 | -11.97166** |
| T=28 | -0.00375 | -2.12005* | -0.12173 | -12.15764** |
| T=29 | -0.00283 | -1.59871 | -0.12456 | -12.25035** |
| T=30 | -0.00732 | -4.13738** | -0.13188 | -12.77810** |

** 表示 1% 顯著水準

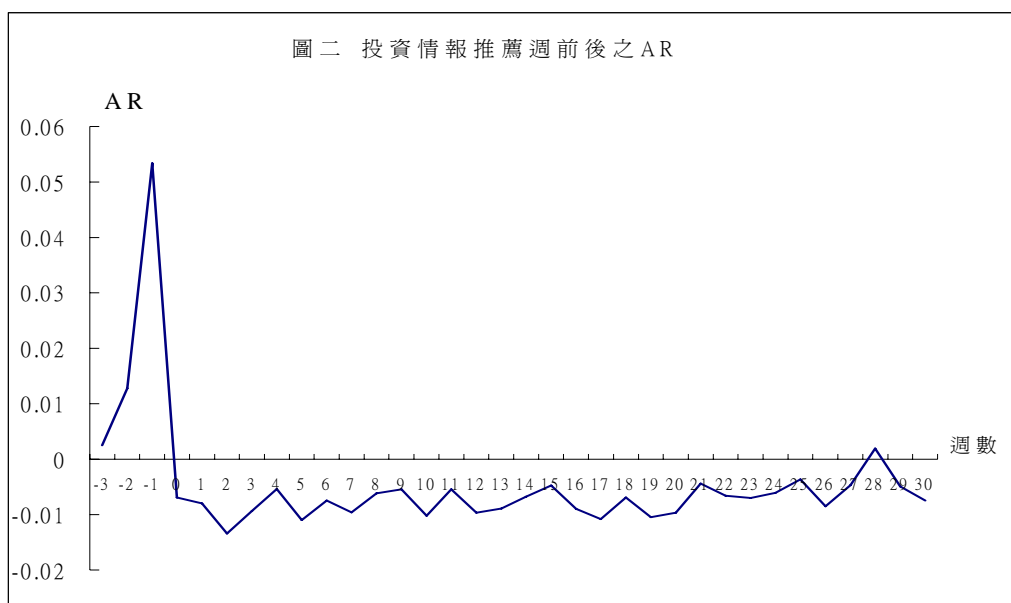
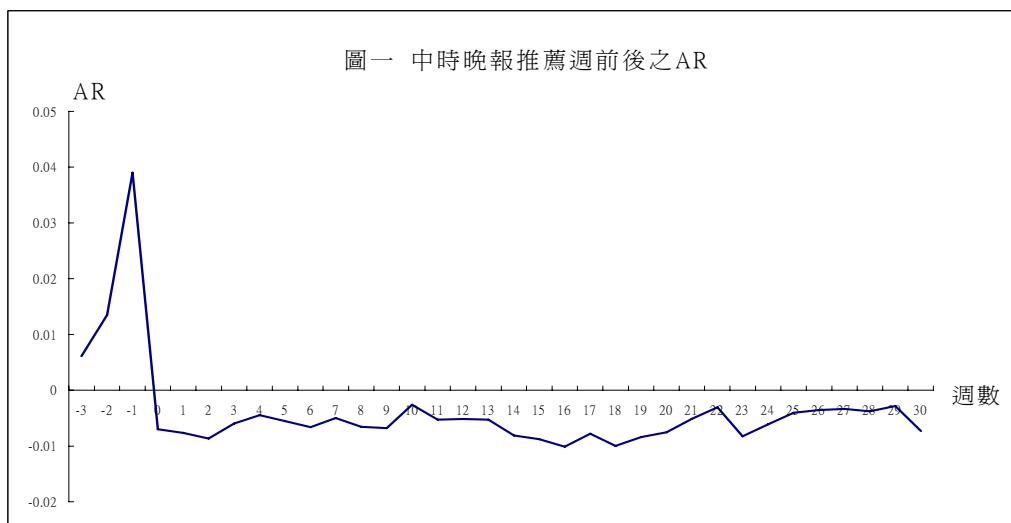
* 表示 5% 顯著水準

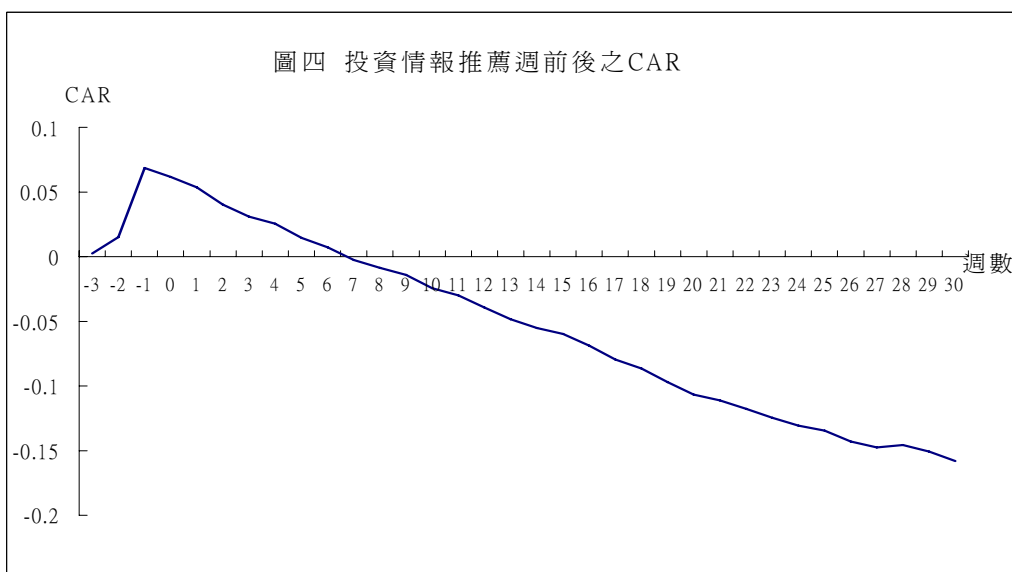
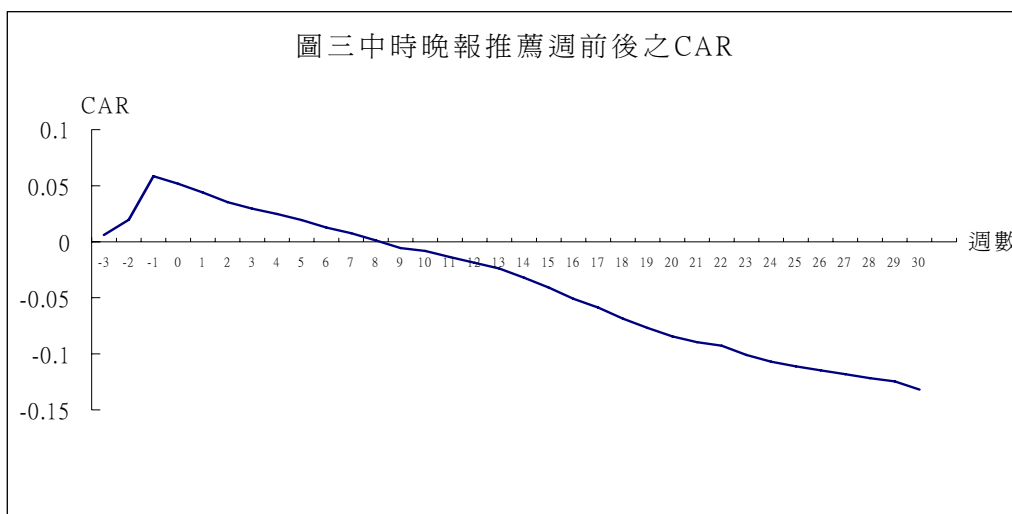
表二 投資情報推薦週前後之 AR, CAR 及其檢定值

| 週別 | AR | t(AR) | CAR | t(CAR) |
|------|----------|------------|----------|------------|
| T=-3 | 0.00248 | 0.86544 | 0.00248 | 0.86713 |
| T=-2 | 0.01278 | 4.46916** | 0.01526 | 3.77288** |
| T=-1 | 0.05335 | 18.65485** | 0.06861 | 13.85035** |
| T= 0 | -0.00691 | -2.41562* | 0.0617 | 10.78671** |
| T= 1 | -0.00799 | -2.79262** | 0.05371 | 8.39855** |
| T= 2 | -0.01341 | -4.68878** | 0.0403 | 5.75259** |
| T= 3 | -0.00936 | -3.27433** | 0.03094 | 4.08889** |
| T= 4 | -0.00538 | -1.88006 | 0.02556 | 3.15973** |
| T= 5 | -0.01098 | -3.83859** | 0.01458 | 1.6993 |
| T= 6 | -0.00749 | -2.61813** | 0.00709 | 0.78394 |
| T= 7 | -0.00959 | -3.35214** | -0.0025 | -0.26356 |
| T= 8 | -0.00618 | -2.16127* | -0.00868 | -0.87612 |
| T= 9 | -0.00544 | -1.90362 | -0.01412 | -1.36929 |
| T=10 | -0.01022 | -3.57295** | -0.02434 | -2.27452* |
| T=11 | -0.00545 | -1.90682 | -0.02979 | -2.68942** |
| T=12 | -0.00965 | -3.37442** | -0.03944 | -3.44755** |
| T=13 | -0.00889 | -3.10954** | -0.04833 | -4.09851** |
| T=14 | -0.00677 | -2.36821* | -0.0551 | -4.54098** |
| T=15 | -0.00473 | -1.65505 | -0.05983 | -4.79928** |
| T=16 | -0.00894 | -3.12667** | -0.06877 | -5.37673** |
| T=17 | -0.01083 | -3.78542** | -0.0796 | -6.07348** |
| T=18 | -0.00692 | -2.41791* | -0.08652 | -6.44969** |
| T=19 | -0.01048 | -3.66606** | -0.097 | -7.07199** |
| T=20 | -0.00965 | -3.37392** | -0.10665 | -7.61183** |
| T=21 | -0.00442 | -1.54483 | -0.11107 | -7.76713** |
| T=22 | -0.00659 | -2.30367* | -0.11766 | -8.06819** |
| T=23 | -0.00701 | -2.45234* | -0.12467 | -8.38907** |
| T=24 | -0.00608 | -2.12462* | -0.13075 | -8.63966** |
| T=25 | -0.00368 | -1.28685 | -0.13443 | -8.72833** |
| T=26 | -0.00852 | -2.97882** | -0.14295 | -9.12552** |
| T=27 | -0.00469 | -1.64087 | -0.14764 | -9.27165** |
| T=28 | 0.00192 | 0.6724 | -0.14572 | -9.00696** |
| T=29 | -0.00494 | -1.7281 | -0.15066 | -9.17012** |
| T=30 | -0.00748 | -2.61626** | -0.15814 | -9.48279** |

** 表示 1% 顯著水準

* 表示 5% 顯著水準





表三 中時晚報推薦日前後之 AR, CAR 及其檢定值

| 日別 | AR | t (AR) | CAR | t (CAR) |
|------|----------|-------------|----------|-------------|
| T=-7 | 0.00398 | 3.05958 ** | 0.00398 | 3.06154 ** |
| T=-6 | 0.00442 | 3.39627 ** | 0.00840 | 4.56900 ** |
| T=-5 | 0.00033 | 0.25662 | 0.00873 | 3.87713 ** |
| T=-4 | 0.00221 | 1.70217 * | 0.01094 | 4.20769 ** |
| T=-3 | 0.00412 | 3.17209 ** | 0.01506 | 5.18080 ** |
| T=-2 | 0.00911 | 7.00524 ** | 0.02417 | 7.59028 ** |
| T=-1 | 0.01701 | 13.08762 ** | 0.04118 | 11.97275 ** |
| T= 0 | -0.00031 | -0.23816 | 0.04087 | 11.11517 ** |
| T= 1 | -0.00235 | -1.80566 * | 0.03852 | 9.87692 ** |
| T= 2 | -0.00248 | -1.90946 * | 0.03604 | 8.76681 ** |
| T= 3 | -0.00067 | -0.51809 | 0.03537 | 8.20343 ** |
| T= 4 | -0.00327 | -2.51349 ** | 0.03210 | 7.12806 ** |
| T= 5 | -0.00141 | -1.08555 | 0.03069 | 6.54760 ** |
| T= 6 | -0.00092 | -0.70859 | 0.02977 | 6.12028 ** |
| T= 7 | -0.00156 | -1.19822 | 0.02821 | 5.60292 ** |
| T= 8 | -0.00354 | -2.72664 ** | 0.02467 | 4.74423 ** |
| T= 9 | -0.00247 | -1.89917 * | 0.02220 | 4.14176 ** |
| T=10 | -0.00137 | -1.05449 | 0.02083 | 3.77668 ** |
| T=11 | -0.00225 | -1.73057 * | 0.01858 | 3.27888 ** |
| T=12 | -0.00170 | -1.30554 | 0.01688 | 2.90345 ** |
| T=13 | -0.00304 | -2.33958 ** | 0.01384 | 2.32318 * |
| T=14 | -0.00230 | -1.76608 * | 0.01154 | 1.89257 * |
| T=15 | -0.00364 | -2.80086 ** | 0.00790 | 1.26713 |
| T=16 | -0.00064 | -0.49580 | 0.00726 | 1.13995 |
| T=17 | -0.00339 | -2.60403 ** | 0.00387 | 0.59538 |
| T=18 | -0.00111 | -0.85295 | 0.00276 | 0.41637 |
| T=19 | -0.00112 | -0.86487 | 0.00164 | 0.24278 |
| T=20 | -0.00222 | -1.70526 * | -0.00058 | -0.08432 |
| T=21 | -0.00276 | -2.12685 * | -0.00334 | -0.47709 |
| T=22 | -0.00110 | -0.84846 | -0.00444 | -0.62356 |
| T=23 | -0.00103 | -0.79335 | -0.00547 | -0.75572 |
| T=24 | -0.00199 | -1.52893 | -0.00746 | -1.01443 |
| T=25 | -0.00068 | -0.52060 | -0.00814 | -1.08999 |
| T=26 | -0.00119 | -0.91537 | -0.00933 | -1.23083 |
| T=27 | -0.00289 | -2.22420 * | -0.01222 | -1.58889 |
| T=28 | -0.00153 | -1.18066 | -0.01375 | -1.76282 * |
| T=29 | -0.00175 | -1.34880 | -0.01550 | -1.96014 * |

** 表示 1% 顯著水準

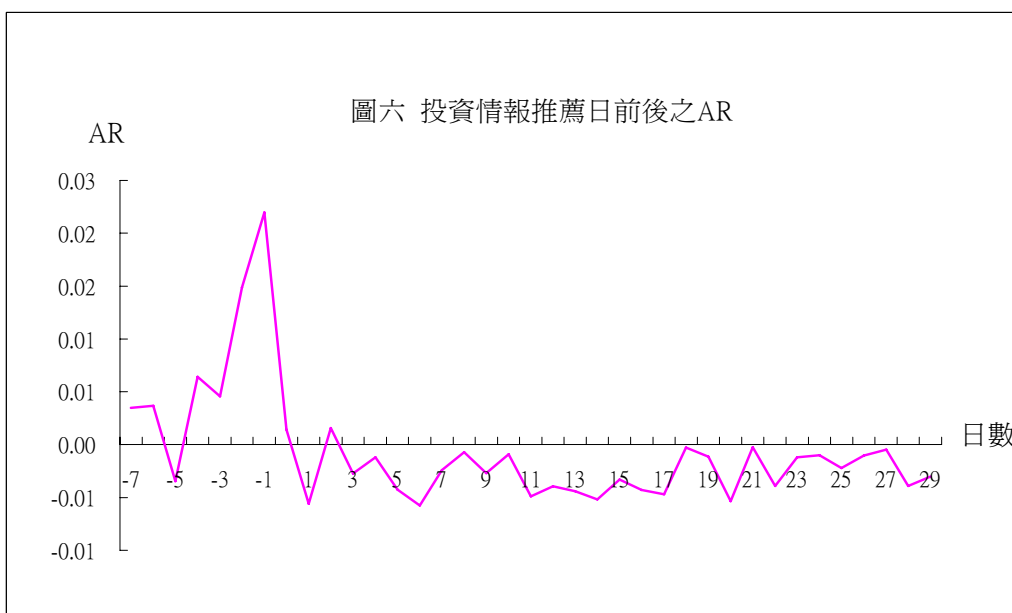
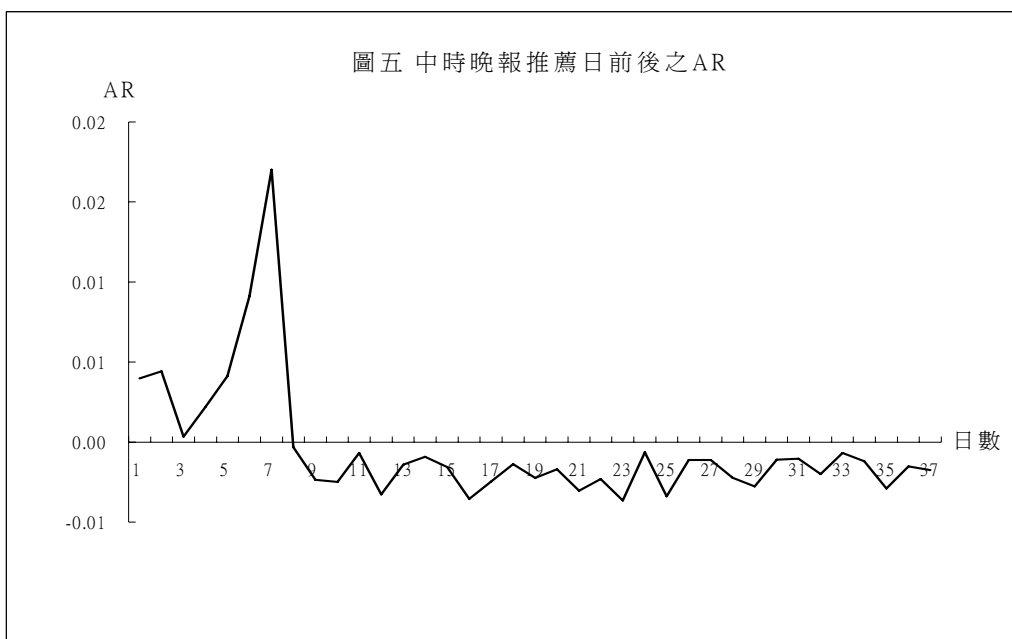
* 表示 5% 顯著水準

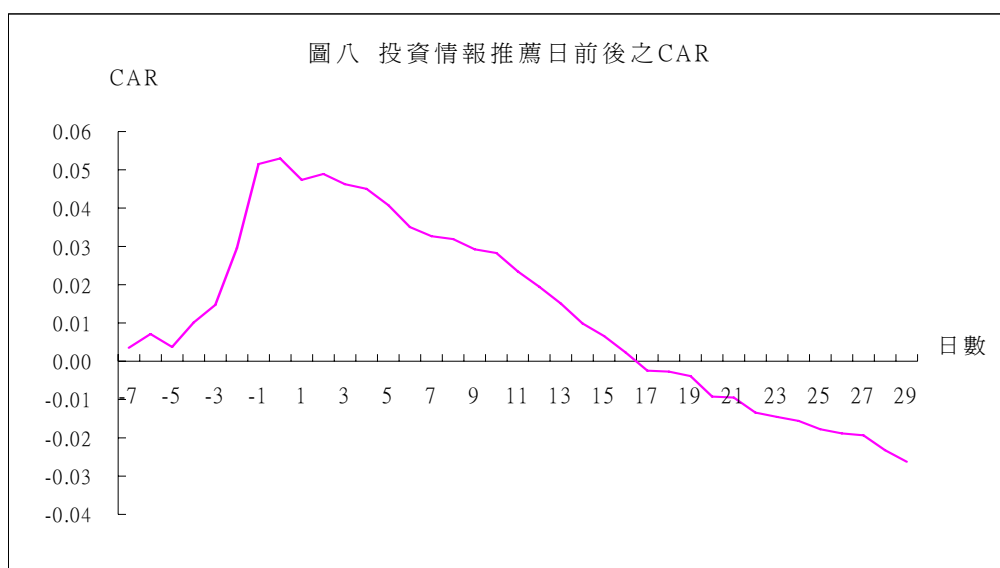
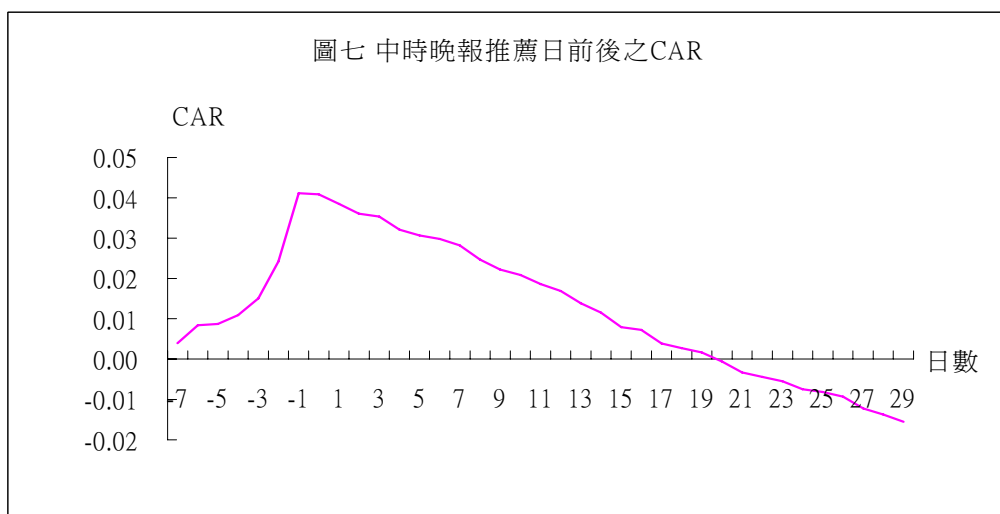
表四 投資情報推薦日前後之 AR, CAR 及其檢定值

| 日別 | AR | t (AR) | CAR | t (CAR) |
|------|----------|------------|----------|-----------|
| T=-7 | 0.00347 | 1.71137* | 0.00347 | 1.70936* |
| T=-6 | 0.00369 | 1.81721* | 0.00716 | 2.49403** |
| T=-5 | -0.00345 | -1.69715* | 0.00371 | 1.05516 |
| T=-4 | 0.00641 | 3.15841** | 0.01012 | 2.49261** |
| T=-3 | 0.00458 | 2.25564* | 0.0147 | 3.23844** |
| T=-2 | 0.01487 | 7.3264** | 0.02957 | 5.94675** |
| T=-1 | 0.02196 | 10.81979** | 0.05153 | 9.59434** |
| T= 0 | 0.00143 | 0.70475 | 0.05296 | 9.22374** |
| T= 1 | -0.00558 | -2.74756** | 0.04738 | 7.77997** |
| T= 2 | 0.00156 | 0.76637 | 0.04894 | 7.62374** |
| T= 3 | -0.00272 | -1.33832 | 0.04622 | 6.86495** |
| T= 4 | -0.00119 | -0.58406 | 0.04503 | 6.40347** |
| T= 5 | -0.00425 | -2.09188* | 0.04078 | 5.57159** |
| T= 6 | -0.00575 | -2.83447** | 0.03503 | 4.61190** |
| T= 7 | -0.00242 | -1.19009 | 0.03261 | 4.14772** |
| T= 8 | -0.00071 | -0.35124 | 0.03190 | 3.92857** |
| T= 9 | -0.00271 | -1.33724 | 0.02919 | 3.48749** |
| T=10 | -0.0009 | -0.44465 | 0.02829 | 3.28474** |
| T=11 | -0.00488 | -2.40343** | 0.02341 | 2.64563** |
| T=12 | -0.00395 | -1.94644* | 0.01946 | 2.14354* |
| T=13 | -0.00440 | -2.16738* | 0.01506 | 1.6189 |
| T=14 | -0.00519 | -2.55571** | 0.00987 | 1.0366 |
| T=15 | -0.00331 | -1.62999 | 0.00656 | 0.67382 |
| T=16 | -0.0043 | -2.11725* | 0.00226 | 0.22725 |
| T=17 | -0.00470 | -2.31506* | -0.00244 | -0.24039 |
| T=18 | -0.00027 | -0.13168 | -0.00271 | -0.26181 |
| T=19 | -0.00115 | -0.56554 | -0.00386 | -0.36594 |
| T=20 | -0.00535 | -2.63414** | -0.00921 | -0.8574 |
| T=21 | -0.00026 | -0.13001 | -0.00947 | -0.86627 |
| T=22 | -0.00391 | -1.92561* | -0.01338 | -1.20337 |
| T=23 | -0.00119 | -0.58635 | -0.01457 | -1.28909 |
| T=24 | -0.00101 | -0.49992 | -0.01558 | -1.35674 |
| T=25 | -0.00222 | -1.09501 | -0.01780 | -1.5264 |
| T=26 | -0.00104 | -0.51177 | -0.01884 | -1.59164 |
| T=27 | -0.00047 | -0.23269 | -0.01931 | -1.60787 |
| T=28 | -0.00391 | -1.92758* | -0.02322 | -1.9064* |
| T=29 | -0.00303 | -1.49245 | -0.02625 | -2.12585* |

** 表示 1%顯著水準

* 表示 5%顯著水準





三、相對成交量

以往有許多研究發現資訊的產生會導致交易量的增加。例如，Karpoff (1987) 曾經發展出一個理論模型嘗試去使用交易量來辨識事件之資訊效果。也有許多研究發現公司宣告年度盈餘、改變現金股利及現金股利除息日交易量都有顯著的增加。

因此，我們也嘗試探討股票在專家推薦前後交易量是否有所改變。首先，各股推薦前後每週(日)之交易總張數及每筆交易張數以推薦當週(日)為基準換算成比率。然後，計算各週平均交易張數及每筆張數。其結果列於表五至表八。結果顯示，相對交易張數在推薦當週及其後兩週並無顯著的差異；其他各週之相對交易張數則顯著異於推薦當週。日交易量的差異則較不規律。由成交量的實證結果似乎顯示專家推薦的資訊效果可能有但證據並不充足。

表五 中時晚報推薦週前後相對交易張數及每筆張數之統計量

| 週別 | 平均相對 交易張數 | 標準差 | a t-統計量 | 平均相對 每筆張數 | 標準差 | t-統計量 |
|------|--------------|-----------|--------------|--------------|-----------|--------------|
| T=-3 | 1.0634567 | 0.0465693 | 1.36263 | 0.9714317 | 0.0147603 | -1.935483 |
| T=-2 | 1.0880568 | 0.043651 | 2.0172897* | 0.9683319 | 0.0068524 | -4.6214484** |
| T=-1 | 1.1592632 | 0.027271 | 5.8400239** | 1.0079329 | 0.0056549 | 1.402839 |
| T=0 | 1 | 0 | . | 1 | 0 | . |
| T=1 | 0.9690838 | 0.0266637 | -1.1594844* | 0.9741079 | 0.0049919 | -5.1867983** |
| T=2 | 0.9117988 | 0.0338032 | -2.6092575** | 0.9575665 | 0.0063316 | -6.7018150** |
| T=3 | 0.9251918 | 0.048298 | -1.548887 | 0.9449802 | 0.0068954 | -7.9792509** |
| T=4 | 0.8833337 | 0.0386964 | -3.0149125** | 0.9423493 | 0.0074441 | -7.7445121** |
| T=5 | 0.8714935 | 0.0379068 | -3.3900632** | 0.9456582 | 0.0082733 | -6.5683133** |
| T=6 | 0.877232 | 0.0380685 | -3.2249196** | 0.9486043 | 0.0087815 | -5.8527497** |
| T=7 | 0.8141126 | 0.0370166 | -5.0217236** | 0.9438511 | 0.008613 | -6.5190731** |
| T=8 | 0.7826133 | 0.0320415 | -6.7845342** | 0.9458228 | 0.0087719 | -6.1761952** |
| T=9 | 0.7843701 | 0.0346586 | -6.2215399** | 0.9483738 | 0.0087733 | -5.8844428** |
| T=10 | 0.813932 | 0.0399768 | -4.6544027** | 0.9556629 | 0.0097178 | -4.5624423** |
| T=11 | 0.8415299 | 0.0407792 | -3.8860509** | 0.9594284 | 0.0096525 | -4.2032156** |
| T=12 | 0.8834419 | 0.0485764 | -2.3994796* | 0.9656865 | 0.0090993 | -3.7710222** |

a: t-統計量是測試每週與推薦週相對交易張數(相對每筆張數)之差是否為零。

** 表示 1%顯著水準。

* 表示 5%顯著水準。

表六 投資情報推薦週前後相對交易張數及每筆張數之統計量

| 週別 | 平均相對 交易張數 | 標準差 | a t-統計量 | 平均相對 每筆張數 | 標準差 | t-統計量 |
|------|--------------|-----------|------------------|--------------|-----------|---------------|
| T=-3 | 0.8592322 | 0.0251054 | -5.6070706** | 0.9478609 | 0.0085187 | - 6.1205728** |
| T=-2 | 0.8988355 | 0.0266636 | -3.7941069** | 0.965825 | 0.0075077 | - 4.5520089** |
| T=-1 | 1.0487527 | 0.0220889 | 2.2071152* | 1.0053739 | 0.0059918 | 0.8968827 |
| T= 0 | 1 | 0 | . | 1 | 0 | . |
| T= 1 | 0.9643442 | 0.0245199 | -1.4541586 | 0.9730048 | 0.005048 | - 5.3476796** |
| T= 2 | 0.9619287 | 0.0304414 | -1.250644 | 0.9487072 | 0.0063688 | - 8.0537495** |
| T= 3 | 0.933942 | 0.029153 | -2.2659051* | 0.9284565 | 0.0072783 | - 9.8297318** |
| T= 4 | 0.8961814 | 0.0279783 | -3.7106797* * | 0.9224282 | 0.0073224 | -10.5937203** |
| T= 5 | 0.8988178 | 0.0400306 | -2.5276240* * | 0.9196994 | 0.0084127 | - 9.5451966** |
| T= 6 | 0.8657699 | 0.0360002 | -3.7285950* * | 0.9084814 | 0.0086799 | -10.5437531** |
| T= 7 | 0.8728946 | 0.0332688 | -3.8205633* * | 0.9067327 | 0.0090823 | -10.2690906** |
| T= 8 | 0.826851 | 0.0317891 | -5.4468031* * | 0.9017913 | 0.0085833 | -11.4417923** |
| T= 9 | 0.8856769 | 0.0448697 | -2.5478926* * | 0.8994643 | 0.0090932 | -11.0561868** |
| T=10 | 0.8514055 | 0.0440594 | -3.3725933* * | 0.8978564 | 0.0094115 | -10.8530821** |
| T=11 | 0.8622405 | 0.0437079 | -3.1518184* * | 0.9023649 | 0.0099083 | - 9.8538764** |
| T=12 | 0.8554942 | 0.0507534 | -2.8472157* * | 0.8999098 | 0.0093985 | -10.6495954** |

a: t-量是測試每週與推薦週相對交易張數（相對每筆張數）之差是否為零.統計

** 表示 1%顯著水準.

* 表示 5%顯著水準.

表七 中時晚報推薦日前後相對交易張數及每筆張數之統計量

| 日別 | 平均相對 交易張數 | 標準差 | a t-統計量 | 平均相對 每筆張數 | 標準差 | t-統計量 |
|------|--------------|-----------|-------------|--------------|-----------|--------------|
| T=-7 | 1.0383892 | 0.0995505 | 0.3856255 | 0.9630761 | 0.0086584 | -4.2645280** |
| T=-6 | 1.0590264 | 0.0696666 | 0.84727 | 0.9586777 | 0.0077817 | -5.3101763** |
| T=-5 | 1.0945765 | 0.0762299 | 1.2406757 | 0.9626846 | 0.0082746 | -4.5096289** |
| T=-4 | 1.120247 | 0.077783 | 1.5459294 | 0.9673424 | 0.0074874 | -4.3616798** |
| T=-3 | 1.2005426 | 0.103846 | 1.9311546 | 0.9813369 | 0.0070559 | -2.6450397** |
| T=-2 | 1.3163364 | 0.1459531 | 2.1673833* | 0.9975002 | 0.0065181 | -0.3835186 |
| T=-1 | 1.0818412 | 0.0336305 | 2.4335387* | 1.0233706 | 0.0073696 | 3.1712394** |
| T=0 | 1 | 0 | . | 1 | 0 | . |
| T=1 | 1.3494513 | 0.0871428 | 4.0101013** | 0.9885611 | 0.0058175 | -1.9662976* |
| T=2 | 1.4162552 | 0.1323952 | 3.1440361** | 0.9891028 | 0.0072934 | -1.4941274 |
| T=3 | 1.4325566 | 0.1786933 | 2.4206643* | 0.9912002 | 0.0082022 | -1.07285 |
| T=4 | 1.2948414 | 0.1087194 | 2.7119479** | 0.9890011 | 0.0084016 | -1.3091346 |
| T=5 | 1.2077983 | 0.1053113 | 1.9731812* | 0.9807335 | 0.008542 | -2.2554957* |
| T=6 | 1.4058152 | 0.1771213 | 2.2911711* | 0.9763913 | 0.0088955 | -2.6540063** |
| T=7 | 1.3317675 | 0.1337047 | 2.4813445* | 0.968154 | 0.0107109 | -2.9732178** |
| T=8 | 1.3468904 | 0.1402725 | 2.4729754* | 0.9659333 | 0.0086133 | -3.9551391** |
| T=9 | 1.3511023 | 0.1535261 | 2.2869226* | 0.9515606 | 0.0091011 | -5.3223650** |
| T=10 | 1.2224748 | 0.1069207 | 2.0807451* | 0.9537004 | 0.0090076 | -5.1400755** |
| T=11 | 1.1387986 | 0.1031247 | 1.3459293 | 0.9550339 | 0.0105923 | -4.2451787** |
| T=12 | 1.3061044 | 0.1312233 | 2.3326980* | 0.9450739 | 0.0092161 | -5.9598194** |
| T=13 | 1.251407 | 0.0952788 | 2.6386461** | 0.9358698 | 0.0088224 | -7.2690377** |
| T=14 | 1.2196771 | 0.0894103 | 2.4569555* | 0.9401022 | 0.0094569 | -6.3337709** |
| T=15 | 1.2013511 | 0.0918358 | 2.1925117* | 0.9366883 | 0.0100668 | -6.2891887** |

a: t-統計量是測試每日與推薦日相對交易張數（相對每筆張數）之差是否為零。

** 表示 1%顯著水準。

* 表示 5%顯著水準。

表八 投資情報推薦日前後相對交易張數及每筆張數之統計量

| 日別 | 平均相對 交易張數 | 標準差 | a t-統計量 | 平均相對 每筆張數 | 標準差 | t-統計量 |
|------|--------------|-----------|--------------|--------------|-----------|--------------|
| T=-7 | 0.8921946 | 0.0316265 | -3.4086990** | 0.9470852 | 0.0083516 | -6.3359310** |
| T=-6 | 1.073722 | 0.04651 | 1.5850788 | 0.9677044 | 0.0080426 | -4.0155460** |
| T=-5 | 1.0438971 | 0.0393532 | 1.1154648 | 0.9557761 | 0.0074417 | -5.9426838** |
| T=-4 | 0.9754019 | 0.0288648 | -0.8521829 | 0.9576818 | 0.0071437 | -5.9238088** |
| T=-3 | 1.0265193 | 0.0311151 | 0.8522983 | 0.9742746 | 0.0073709 | -3.4901333** |
| T=-2 | 1.0390554 | 0.0265536 | 1.4708163 | 0.9905896 | 0.0070357 | -1.3375206 |
| T=-1 | 1.1210692 | 0.024266 | 4.9892519** | 1.0228407 | 0.007179 | 3.1816123** |
| T=0 | 1 | 0 | . | 1 | 0 | . |
| T=1 | 0.9764668 | 0.0224228 | -1.0495214 | 0.9824749 | 0.0056913 | -3.0792660** |
| T=2 | 1.0371505 | 0.0300336 | 1.2369641 | 0.9831348 | 0.0061712 | -2.7329000** |
| T=3 | 1.0252885 | 0.0334385 | 0.7562673 | 0.9815299 | 0.0072979 | -2.5308712* |
| T=4 | 0.9749234 | 0.0378178 | -0.6630905 | 0.976811 | 0.0079763 | -2.9072202** |
| T=5 | 0.9393709 | 0.0359991 | -1.6841851 | 0.9763943 | 0.0083259 | -2.8351957** |
| T=6 | 0.9752223 | 0.0326024 | -0.7599972 | 0.9700139 | 0.0078673 | -3.8115003** |
| T=7 | 0.9639753 | 0.0489297 | -0.7362542 | 0.9608578 | 0.0085421 | -4.5822565** |
| T=8 | 0.9521154 | 0.0386327 | -1.2394849 | 0.9656242 | 0.0082455 | -4.1690433** |
| T=9 | 0.9297604 | 0.0538787 | -1.3036615 | 0.9540085 | 0.0088411 | -5.2019942** |
| T=10 | 0.8592999 | 0.0480891 | -2.9258242** | 0.9515453 | 0.0085882 | -5.6420150** |
| T=11 | 0.9215627 | 0.0553712 | -1.4165726 | 0.9531494 | 0.0089838 | -5.2149884** |
| T=12 | 0.9215426 | 0.0457387 | -1.715339 | 0.9488619 | 0.0083975 | -6.0896710** |
| T=13 | 0.9258707 | 0.0444464 | -1.6678371 | 0.948583 | 0.009372 | -5.4862099** |
| T=14 | 0.8953811 | 0.0487572 | -2.1457112 | 0.9378303 | 0.0087111 | -7.1368092** |
| T=15 | 0.8534394 | 0.0479521 | -3.0563950* | 0.9324273 | 0.0087801 | -7.6961169** |

a: t-統計量是測試每日與推薦日相對交易張數（相對每筆張數）之差是否為零。

** 表示 1%顯著水準。

* 表示 5%顯著水準。

四、實證結果分析

綜合以上實證結果，由股票推薦前後數週內都有顯著的異常報酬來看：專家選股意見的確具有資訊效果。但仔細審視異常報酬的變化，我們卻發現異常報酬在推薦前一週達到最高，當週的異常報酬已轉為負值，而推薦後兩週則呈現顯著負的異常報酬。由日報酬來看，推薦前二日之異常報酬顯著為正值，尤其推薦前一日之異常報酬高達1.7~2.0%。推薦日起異常報酬已轉為負值。累積異常報酬也由推薦日起逐日下降。

本研究對於此點發現提出二種可能的解釋。第一種解釋：專家的確具有選股的能力，但推薦的時機性則稍遲；導致投資者依照專家的推薦進行投資將無法獲得超額的利潤。第二種解釋：我們不得不懷疑股市專家所謂「事後之見」也非全然是無稽之談；也就是說專家的推薦不過是將本週的強勢股作為下週的推薦股而已。另一種說法是專家先買進再藉由推薦以拉高股價以利出貨。但是中時晚報的專欄是累計多家券商票選結果。除非假設多家券商有聯手出明牌，否則以上理由似乎不能成立。

至於推薦當週及其後的股價變化，似乎顯示專家的推薦會導致投資者跟進，使得價格上揚而當週報酬減少；等到週末又有新的推薦股出現，投資者就出脫持股轉而追逐新的「本週攻擊（強勢）股」了。

肆、結論

本研究在探討專家選股意見對股價及成交量的影響及此類資訊之適用性。我們從實證結果中歸納出以下兩項結論：

一、由推薦前後顯著異常報酬的存在來看，專家選股意見的確會影響股價及成交量。但投資者除非事先已持有該股票，否則很難遵從投資建議而獲致利潤。

二、較適切的投資方式，卻是「反向操作」；也就是作空投資專家建議買進的股票。當然，本研究尚有許多未盡完善之處。就研究方法而言，以市場模型為衡量異常報酬的根據是否適當；是事件研究相關課題中較常引起爭議的一點。再就研究主體來說，限於資訊取得成本，本研究並未將如傳真稿、Call-In 解盤等管道納入探討。這些問題就有待後續研究者繼續努力了。

註釋：

- (1) Value Line Investment Survey 是每週五由 Arnold Bernhard and Co.發行。它將壹仟柒佰餘種股票依其預估未來 12 個月股價可能的表現分為五類。第一類為預期表現最好的，第五類則為預期表現最差的。
- (2) Mean-adjusted Return 是將樣本分為估計期與測試期。以估計期之平均報酬為基準來計算測試期每期之異常報酬。
- (3) 有關各股票之詳細統計資料，如市場模型迴歸結果，報酬率常態性檢定等，並未列於附錄。如有興趣者作者將樂於提供。
- (4) 首先我們計算各產業推薦股數占總推薦股數的比率，再與各產業上市公司數占總上市公司數的比率，以 paired t-test 及 Tukey's test 比較其差異。
- (5) 除權除息股價的調整，本研究採用除權除息日以參考價和收盤價計算當日報酬率，再累計當周報酬率。
- (6) 日異常報酬的計算是以推薦日前三十一日至前八日為估計期；推薦日前七日至後三十日為測試期。

參考文獻

1. 林泉源（1988）：《證卷投資顧問事業績效及投資者投資行為特性之研究》，財團法人中華民國證券市場發展基金會。
2. 林子貞（1989）：《臺灣股市明牌對股價波動影響的實証研究》，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
3. 陳紀彰（1989）：《經濟日報就市論勢股市專欄之內容分析》，私立東海大學企業管理研究所碩士論文。
4. 陳智揮（1991）：《報紙證卷商預測專欄之情報效益》，私立輔仁大學管理學研究所碩士論文。
5. 曾麗慧（1992）：《臺灣股票市場主力推薦資訊對市場價量影響的研究》，國立臺灣大學財務金融研究所碩士論文。

6. 羅莉莉 (1992) : 《股市專家預測對股價的影響－以工商時報票選個股專欄為例》, 國立臺灣大學商學研究所碩士論文。
7. Bjerring, J. H., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1983). Stock prices and financial analysts' recommendations. Journal of Finance, 38, 187-204.
8. Black, F. (1973). Yes, Virginia, there is hope: Tests of the value line ranking system. Financial Analysts Journal, 29, 10-14.
9. Copeland, T. E., & Mayers, D. (1982). The value line enigma. Journal of Financial Economics, 10, 289-321.
10. Griffin, P., & Sanvicente, A. (1982). Common stock returns and rating changes: A methodological comparison. Journal of Finance, 37, 103-119.
11. Groth, J. C., Lewellen, W. G., Schlarbaum, G. G., & Lease, R. C. (1979). An analysis of brokerage house securities recommendations. Financial Analysts Journal, 35, 32-39.
12. Holloway, C. (1981). A note on testing an aggressive investment strategy using value line ranks. Journal of Finance, 39, 711-719.
13. Huberman, G., & Kandel, S. (1987). Value line rank and firm size. Journal of Business, 60, 577-589.
14. Karpoff, J. M. (1987). The relation between price change and trading volume: A survey. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 22, 109-126.
15. Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1986). Tax induced trading around ex-dividend days. Journal of Financial Economics, 16, 287-319.
16. Liu, P., Smith, S. D., & Syed, A. A. (1990). Stock price reactions to the Wall Street Journal's securities recommendations. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 25, 399-410.
17. Lloyd-Davies, P., & Canes, M. (1978). Stock prices and the publication of second-hand information. Journal of Business, 51, 43-56.
18. Millon, M., & Thakor, A. V. (1985). Moral hazard and information sharing: A model of financial information gathering agencies. Journal of Finance, 40, 1403-1422.
19. Peterson, D. R. (1978). Security price reaction to initial review of common stock by the value line investment survey. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 22, 485-494.

20. Stickel, S. E. (1985). The effect of value line investment survey rank changes on common stock prices. Journal of Financial Economics, 14, 121-143.
21. (1986). The effect of preferred stock rating changes on preferred and common stock prices. Journal of Accounting and Economics, 8, 187-215.
22. Woodruff, C. S., & Senchack, A. J., Jr. (1988). Intradaily price-volume adjustments of NYSE stocks to unexpected earnings. Journal of Finance, 43, 467-491.

表附錄一

中時晚報推薦股票名稱與次數

| 代號 | 公司 | 推薦 次數 | 代號 | 公司 | 推薦 次數 | 代號 | 公司 | 推薦 次數 | 代號 | 公司 | 推薦 次數 |
|------|-----|----------|------|-----|----------|------|-----|----------|------|-----|----------|
| 0001 | 鴻運 | 1 | 1410 | 南染 | 5 | 1707 | 葡萄王 | 1 | 2322 | 致福 | 1 |
| 0002 | 福元 | 6 | 1413 | 宏洲 | 5 | 1708 | 東南 | 1 | 2501 | 國建 | 11 |
| 0003 | 成長 | 1 | 1414 | 東和 | 7 | 1710 | 東聯 | 1 | 2504 | 國產 | 7 |
| 0004 | 國民 | 3 | 1416 | 廣豐 | 4 | 1713 | 國化 | 3 | 2505 | 國揚 | 2 |
| 0005 | 成功 | 8 | 1417 | 嘉裕 | 8 | 1804 | 碧悠 | 4 | 2506 | 太設 | 13 |
| 0006 | 鴻福 | 2 | 1418 | 東華 | 1 | 1902 | 臺紙 | 2 | 2510 | 東雲 | 4 |
| 1101 | 台泥 | 6 | 1419 | 新紡 | 4 | 1903 | 士紙 | 6 | 2601 | 益航 | 6 |
| 1102 | 亞泥 | 4 | 1420 | 潤泰 | 3 | 1904 | 正隆 | 5 | 2603 | 長榮 | 8 |
| 1103 | 嘉泥 | 5 | 1422 | 民紡 | 15 | 1905 | 華紙 | 4 | 2604 | 立榮 | 1 |
| 1104 | 環泥 | 8 | 1423 | 利華 | 10 | 1907 | 永豐餘 | 2 | 2605 | 新興 | 4 |
| 1105 | 力霸 | 12 | 1425 | 福昌 | 4 | 1908 | 萬有 | 6 | 2606 | 裕民 | 4 |
| 1107 | 建台 | 2 | 1426 | 泰山 | 4 | 1909 | 榮成 | 5 | 2607 | 榮運 | 8 |
| 1109 | 信大 | 1 | 1432 | 大魯 | 3 | 2002 | 中鋼 | 5 | 2608 | 大榮 | 1 |
| 1201 | 味全 | 5 | 1433 | 臺化 | 4 | 2003 | 同光 | 3 | 2701 | 萬企 | 3 |
| 1202 | 農林 | 6 | 1434 | 福懋 | 2 | 2004 | 大鋼 | 5 | 2703 | 華國 | 4 |
| 1203 | 味王 | 1 | 1435 | 中福 | 1 | 2005 | 友力 | 7 | 2704 | 國賓 | 5 |
| 1206 | 臺鳳 | 5 | 1437 | 勤益 | 7 | 2006 | 東鋼 | 2 | 2705 | 六福 | 9 |
| 1207 | 嘉麵 | 22 | 1439 | 中和 | 4 | 2007 | 燁興 | 5 | 2801 | 彰銀 | 11 |
| 1209 | 益華 | 2 | 1440 | 南紡 | 1 | 2008 | 高興昌 | 3 | 2802 | 一銀 | 8 |
| 1210 | 大成 | 5 | 1441 | 大東 | 1 | 2009 | 第一 | 1 | 2803 | 華銀 | 8 |
| 1211 | 嘉畜 | 11 | 1443 | 立益 | 2 | 2010 | 春源 | 1 | 2804 | 開發 | 11 |
| 1212 | 中日 | 8 | 1444 | 力麗 | 1 | 2011 | 彥武 | 2 | 2805 | 國壽 | 5 |
| 1213 | 大飲 | 2 | 1446 | 宏和 | 1 | 2101 | 南港 | 10 | 2806 | 中銀 | 5 |
| 1214 | 尚德 | 1 | 1447 | 力鵬 | 1 | 2102 | 泰豐 | 10 | 2807 | 竹企 | 5 |
| 1215 | 卜蜂 | 2 | 1502 | 大同 | 1 | 2103 | 臺橡 | 3 | 2808 | 北企 | 3 |
| 1216 | 統一 | 8 | 1503 | 士電 | 7 | 2104 | 中橡 | 5 | 2810 | 高企 | 4 |
| 1217 | 愛之味 | 1 | 1504 | 東元 | 5 | 2105 | 正新 | 3 | 2811 | 東企 | 3 |
| 1219 | 福壽 | 1 | 1506 | 正道 | 1 | 2201 | 裕隆 | 15 | 2812 | 中企 | 4 |
| 1222 | 源益 | 1 | 1507 | 永大 | 3 | 2202 | 三富 | 2 | 2813 | 國票 | 1 |
| 1301 | 臺塑 | 9 | 1508 | 中精機 | 1 | 2203 | 羽田 | 3 | 2814 | 興票 | 2 |
| 1303 | 南亞 | 4 | 1509 | 元富 | 1 | 2301 | 光寶 | 4 | 2901 | 欣欣 | 1 |
| 1304 | 臺聚 | 3 | 1601 | 台光 | 1 | 2302 | 麗正 | 2 | 2903 | 遠百 | 5 |
| 1305 | 華夏 | 2 | 1602 | 太電 | 17 | 2303 | 聯電 | 12 | 2905 | 三商 | 5 |
| 1307 | 三芳 | 1 | 1603 | 華電 | 7 | 2304 | 誠洲 | 4 | 2906 | 高林 | 1 |
| 1308 | 亞聚 | 4 | 1604 | 聲寶 | 7 | 2306 | 宏電 | 1 | 9901 | 工礦 | 4 |
| 1309 | 臺達 | 2 | 1605 | 華新 | 13 | 2307 | 濟業 | 5 | 9902 | 臺火 | 2 |
| 1310 | 台苯 | 5 | 1606 | 歌林 | 2 | 2308 | 台達電 | 2 | 9903 | 光男 | 6 |
| 1311 | 福聚 | 1 | 1608 | 華榮 | 10 | 2309 | 國勝 | 3 | 9905 | 大華 | 1 |
| 1312 | 國喬 | 2 | 1609 | 大亞 | 2 | 2310 | 旭麗 | 1 | 9907 | 統一實 | 1 |
| 1313 | 聯成 | 1 | 1610 | 泰瑞 | 1 | 2311 | 日月光 | 1 | | | |
| 1401 | 中纖 | 6 | 1701 | 中化 | 1 | 2312 | 金寶 | 2 | | | |
| 1402 | 遠紡 | 1 | 1702 | 南僑 | 5 | 2314 | 台揚 | 1 | | | |
| 1407 | 華隆 | 13 | 1703 | 聯華 | 8 | 2316 | 楠梓 | 1 | | | |
| 1408 | 中紡 | 5 | 1704 | 榮化 | 5 | 2318 | 佳錄 | 2 | | | |
| 1409 | 新纖 | 3 | 1705 | 正豐 | 3 | 2321 | 東訊 | 2 | | | |

附錄二

投資情報推薦股票名稱與次數

| 代號 | 公司 | 推薦 次數 | 代號 | 公司 | 推薦 次數 | 代號 | 公司 | 推薦 次數 | 代號 | 公司 | 推薦 次數 |
|------|-----|----------|------|-----|----------|------|-----|----------|------|-----|----------|
| 0005 | 成功 | 1 | 1425 | 福昌 | 2 | 1904 | 正隆 | 7 | 2504 | 國產 | 2 |
| 1101 | 台泥 | 3 | 1426 | 泰山 | 4 | 1905 | 華紙 | 2 | 2505 | 國揚 | 2 |
| 1103 | 嘉泥 | 5 | 1431 | 新燕 | 5 | 1906 | 寶隆 | 1 | 2506 | 太設 | 21 |
| 1104 | 環泥 | 6 | 1432 | 大魯閣 | 2 | 1907 | 永豐餘 | 2 | 2509 | 保固 | 2 |
| 1105 | 力霸 | 9 | 1433 | 臺化 | 3 | 1908 | 萬有 | 9 | 2510 | 東雲 | 10 |
| 1107 | 建台 | 4 | 1434 | 福懋 | 1 | 1909 | 榮成 | 5 | 2511 | 太子 | 1 |
| 1108 | 幸福 | 2 | 1437 | 勤益 | 1 | 2002 | 中鋼 | 6 | 2512 | 寶建 | 1 |
| 1109 | 信大 | 1 | 1439 | 中和 | 10 | 2003 | 同光 | 3 | 2601 | 益航 | 3 |
| 1201 | 味全 | 5 | 1440 | 南紡 | 1 | 2004 | 大鋼 | 3 | 2603 | 長榮 | 9 |
| 1202 | 農林 | 13 | 1441 | 大東 | 3 | 2006 | 東鋼 | 13 | 2604 | 立榮 | 6 |
| 1206 | 臺鳳 | 2 | 1443 | 立益 | 4 | 2008 | 高興 | 2 | 2605 | 新興 | 5 |
| 1207 | 嘉麵 | 19 | 1444 | 力麗 | 2 | 2009 | 第一 | 1 | 2607 | 榮運 | 7 |
| 1209 | 益華 | 2 | 1445 | 大宇 | 1 | 2010 | 春源 | 6 | 2608 | 大榮 | 7 |
| 1210 | 大成 | 3 | 1446 | 宏和 | 1 | 2011 | 彥武 | 1 | 2701 | 萬企 | 3 |
| 1211 | 嘉畜 | 5 | 1503 | 士電 | 5 | 2013 | 中鋼構 | 1 | 2703 | 華國 | 3 |
| 1212 | 中日 | 1 | 1504 | 東元 | 14 | 2014 | 燁隆 | 1 | 2704 | 國賓 | 1 |
| 1213 | 大飲 | 3 | 1506 | 正道 | 5 | 2101 | 南港 | 5 | 2705 | 六福 | 9 |
| 1215 | 卜蜂 | 2 | 1507 | 永大 | 13 | 2102 | 泰豐 | 14 | 2801 | 彰銀 | 5 |
| 1216 | 統一 | 18 | 1508 | 中精機 | 2 | 2103 | 臺橡 | 9 | 2802 | 一銀 | 4 |
| 1217 | 愛之味 | 2 | 1509 | 元富 | 3 | 2104 | 中橡 | 4 | 2803 | 華銀 | 2 |
| 1218 | 泰山 | 2 | 1601 | 台光 | 1 | 2105 | 正新 | 4 | 2804 | 開發 | 14 |
| 1301 | 臺塑 | 9 | 1602 | 太電 | 11 | 2107 | 厚生 | 2 | 2805 | 國壽 | 1 |
| 1303 | 南亞 | 8 | 1603 | 華電 | 14 | 2201 | 裕隆 | 17 | 2806 | 中銀 | 5 |
| 1305 | 華夏 | 1 | 1604 | 聲寶 | 10 | 2202 | 三富 | 1 | 2807 | 竹企 | 6 |
| 1307 | 三芳 | 3 | 1605 | 華新 | 4 | 2203 | 羽田 | 3 | 2808 | 北企 | 1 |
| 1308 | 亞聚 | 2 | 1606 | 歌林 | 3 | 2204 | 中華 | 7 | 2809 | 南企 | 4 |
| 1309 | 臺達 | 3 | 1608 | 華榮 | 12 | 2303 | 聯電 | 23 | 2810 | 高企 | 3 |
| 1310 | 台苯 | 4 | 1609 | 大亞 | 1 | 2304 | 誠洲 | 8 | 2811 | 東企 | 1 |
| 1312 | 國喬 | 1 | 1610 | 泰瑞 | 1 | 2305 | 全友 | 2 | 2813 | 國票 | 2 |
| 1401 | 中纖 | 3 | 1611 | 中電 | 1 | 2306 | 宏電 | 5 | 2901 | 欣欣 | 4 |
| 1407 | 華隆 | 13 | 1701 | 中化 | 3 | 2307 | 濟業 | 1 | 2903 | 遠百 | 1 |
| 1408 | 中紡 | 4 | 1702 | 南僑 | 1 | 2309 | 國勝 | 1 | 2904 | 匯僑 | 1 |
| 1409 | 新纖 | 5 | 1703 | 聯華 | 7 | 2310 | 旭麗 | 1 | 2905 | 三商 | 4 |
| 1410 | 南染 | 1 | 1704 | 榮化 | 4 | 2312 | 金寶 | 3 | 2906 | 高林 | 3 |
| 1413 | 宏洲 | 3 | 1705 | 正豐 | 2 | 2313 | 華通 | 3 | 9901 | 工礦 | 5 |
| 1416 | 廣豐 | 4 | 1708 | 東南 | 4 | 2314 | 台揚 | 1 | 9902 | 臺火 | 5 |
| 1417 | 嘉裕 | 5 | 1711 | 永光 | 1 | 2316 | 楠梓 | 2 | 9906 | 興達 | 1 |
| 1418 | 東華 | 2 | 1712 | 興農 | 4 | 2317 | 鴻海 | 2 | 9907 | 統一實 | 3 |
| 1419 | 新紡 | 4 | 1713 | 國化 | 2 | 2318 | 佳錄 | 7 | 9909 | 和成 | 2 |
| 1420 | 潤泰 | 4 | 1805 | 凱聚 | 1 | 2321 | 東訊 | 1 | | | |
| 1422 | 民紡 | 11 | 1902 | 臺紙 | 4 | 2322 | 致福 | 3 | | | |
| 1423 | 利華 | 11 | 1903 | 士紙 | 6 | 2501 | 國建 | 8 | | | |