

東海大學管理碩士在職專班(研究所)  
碩士學位論文

好公司是好投資嗎？

Are Good Companies Good Investments?

指導教授：徐啟升 博士

研究生：劉德一 撰

中華民國101年06月

論文名稱：好公司是好投資嗎？

校所名稱：東海大學管理碩士在職專班(研究所)

畢業時間：2012年6月

研究生：劉德一                      指導教授：徐啟升

論文摘要：

為求驗證好公司是好價格還是好投資，本文以華爾街日報於1997年至2010年間公布之Asia 200標竿企業中之台灣企業為樣本，並以每年之公布月份為基準，於下一月份之首日交易日買入樣本公司，形成投資組合，持有至下一年度新的名單公布之月份；同時，每年重組，共計形成14個年度投資組合，並據以計算投資組合之月平均報酬率，直至2011年1月止。

實證結果顯示，樣本公司傾向為大型公司、具高獲利能力、且大多屬於成長型公司；就買進持有報酬率分析來看，樣本公司之買進持有年平均報酬率僅3%，而市場投資組合之買進持有年平均報酬率高達18%，顯見好公司並非好投資，只是好價格；CAPM、Fama-French三因子、及Fama-French-Carhart四因子模型之分析結果亦皆顯示樣本公司承受顯著之負向異常報酬，再度證實好公司只是好價格，但非好投資。

關鍵詞：好公司、框架效應、情感效應

Title of Theses: Are good companies good investments?

Name of Institute: Tunghai University

Executive Management of Business Administration

Graduation Time: 06/2012

Student Name: Te-Yi Liu

Advisor Name: Prof. Chi-Sheng Hsu

Abstract:

With a view to verify if a so-called good company is good only in terms of price rather than investment, this thesis takes as the sample Taiwan enterprises out of 200 Asian trademark companies the Wall Street Journal, or WST, announced during 1997 to 2010. The sampled Taiwan companies bought on the first day of the next month after WSJ announced the list constitute the investment portfolio, which is held until the next year when new list of trademark enterprises is pronounced. In the meantime, this study re-shuffles the portfolio every year into 14 different investment portfolios, whose average monthly return are being computed until January 2011.

The empirical results show that the sampled corporations tend to be large, highly-profitable, and mostly mature companies. As the analysis of buy-and-hold return shows, the annual buy-and-hold return rate of the sampled companies collects only 3%, whereas that of the market investment portfolio soars to 18%; obviously, the so-called good companies are more those with good stock prices than good investment targets. Results from CAPM, Fama-French three-factor, and Fama-French-Carhart four-factor models also reveal that sampled enterprises suffer significant negative abnormal return, proving again that good companies are good only in terms of stock prices rather than investment potentials.

Keywords: Goog company, Framing, Affect

## 表次

表 1.樣本公司產業分布表.....	6
表 2.樣本公司敘述統.....	12
表 3.CAPM模型之月平均異常報酬實證結果.....	15
表 4.三因子模型之月平均異常報酬實證結果.....	16
表 5.四因子模型之月平均異常報酬實證結果.....	17

## 圖次

圖 1.均等加權月平均報酬率與市場月平均報酬率比較圖.....	13
圖 2.樣本公司均等加權平均BHR與市場BHR比較圖.....	13
圖 3.價值加權月平均報酬率與市場月平均報酬率比較圖.....	14
圖 4.樣本公司價值加權平均BHR與市場BHR比較圖.....	14

# 目次

	頁次
第壹章 緒論.....	1
第貳章 資料與研究方法.....	6
一、樣本選取.....	6
二、研究方法.....	7
第參章 實證結果與分析.....	12
一、買進持有異常報酬分析.....	12
二、CAPM模型迴歸分析.....	15
三、Fama-French三因子模型迴歸分析.....	15
四、Fama-French-Carhart四因子模型迴歸分析.....	16
第肆章 結論與建議.....	19
參考文獻.....	21
附錄.....	24

# 好公司是好投資嗎？

## 壹、緒論

心理學家發現，同樣的問題用不同的方式詢問，會因為個人的偏好因素，導致出現不同的答案，此為框架效應(framing)；而當人們在框架設限下，往往情感(affect)會影響他們所做的決策。Zajonc (1980) 指出情感主導了社交活動，它是人們社交活動的主動傳遞工具；事實上所有的認知(perception)皆包含了情感，就像我們不是只有看到一間房子，我們看到一間漂亮的房子、一間醜房子、或是一間華麗誇張的房子。因此，我們經常只憑聽到某間公司的名稱，就推崇或否定該間公司的股票，就像我們聽到某些品牌的汽車、房子、手錶...等等產品，都會有類似的想法，這就是因為受情感因素所影響。Slovic, Finucane, Peters, and MacGregor (2002) 定義「情感」是一種對「好」與「壞」的特殊感受；情感是在不自覺情況下自動且快速發生的感覺(feeling)，是於外在刺激下所產生對正向與負向品質的區分；換言之，我們經常將事物簡化為好與壞框架，並據以建立決策，然而好與壞框架往往誤導決策。

Tversky and Kahneman (1981) 提出一個當瘟疫爆發時，互斥決策選擇方式之例子。假設有一個瘟疫爆發，可能會讓 600 人死亡；假若當時有兩種治療方法，治療方式 A 能救活 200 人，治療方式 B 則有三分之二的機會可救活 0 人，另有三分之一的機會能救活 600 人。當我們用上述正面方式來提問時，72% 的受測者會選擇治療方式 A。但是，若改以負向方式提問另一批受測者，其問題為：治療方法 C 會導致 400 人死亡，治療方法 D 則有三分之一的機率會 0 人死亡，而有三分之二的機會造成 600 人全部死亡，則此時高達 78% 的受測者選擇治療方法 D。然而，上述 4 治療方法中，選項 A 與 C 之結果是一樣的，而選項 B 與 D 的結果也是一樣的；也就是說如果於問題一選擇方案 A，則理應於問題二選擇方案 C，但是大部分的受測者皆選方案 D。為什麼受測者對同樣的問題卻有著不同之選擇呢？這是因為受到框架效應的影響；當正向提問時，受訪者的思考方向為救人成功，故不願

冒險；然而當負向提問時，受訪者的思考方向為不願面對死亡，故願意冒險。由此可知，我們可藉由問題設立方式來設立框架，引導受訪者做出不同之決策。

同時，投資者實際投資行為亦受框架效應與情感因素所影響。例如，在網路即將泡沫化的 1998 年至 1999 年期間，投資者對網路科技股充滿了情感，Cooper, Dimitrov, and Rau (2001) 發現在此期間內將公司名稱改為 dot-com、dot-net、internet、web 或 online 的 95 家樣本公司，享有宣告期間 (-2, 2) 平均異常報酬高達 53%；然而改名並無關公司任何績效，且有些改名的公司實際上並無與網路有關之核心業務，卻仍可賺取宣告期間正向平均異常報酬。等到網路泡沫化後，投資者對網路科技股充滿了失望情感，這類 dot-com 公司又紛紛改名並且去除 dot-com；Cooper, Khorana, Osobov, Patel, and Rau (2005) 實證發現於 2000 年 3 月至 2001 年 8 月間改名去除 dot-com 的 61 家樣本公司，享有宣告期間 (-2, 2) 平均異常報酬 12.6%；同樣的問題是，改名並無關公司任何績效。

又如，Glaser, Langer, Reynders, and Weber (2007) 發現若給予受訪者過去 6 個月股價走勢圖，然後要求受訪者預測未來 1 個月或 6 個月「股價」走勢，則其預測呈均數回轉 (mean reverting) 現象；但若是要求受訪者預測未來 1 個月或 6 個月「報酬率」高低，則其預測呈趨勢遞延 (trend continuation) 現象。因此，若面臨上升趨勢股價走勢圖，預測「報酬率」高低之受訪者所預測的報酬率會高於依預測「股價」走勢之受訪者預測之股價所計算出之報酬率；而當面臨下降趨勢股價走勢圖，受訪者所預測之「報酬率」會低於依受訪者預測之「股價」所計算出之報酬率。是故，Glaser et al. (2007) 認為採「報酬率」預測形式較易框架效應影響，因而主張為應採用「價格」預測形式。

框架效應與情感因素不但影響人們之投資決策，更會影響投資者對風險之認知與對報酬率之預期。Slovic et al. (2002) 發現當人們面臨正向情感 (positive affect) 時，會判斷所面臨的風險是較低的，而所獲得的收益是較高的；但當人們面臨負向情感 (negative affect) 時，則認知面臨較高之主觀風險，以及較低之預期收益。例如，Statman, Fisher, and Anginer (2008) 問卷調查美國投資公司的貴賓戶，要求

受訪者對 Fortune 雜誌之 2007 年聲望調查公司（共 210 個樣本），僅憑直覺以 1 至 10 分方式由壞至好來評比樣本公司，結果發現受訪者之情感評比分數 (affect score) 與 Fortune 評比分數呈現顯著正向相關，顯示受訪者心中認定的好公司是與 Fortune 雜誌之評比結一致的。於是，他們接續進行第二項問卷調查，要求第一組受訪者對預測樣本公司之報酬率，並以 1（低）至 10（高）等級評定；第二組受訪者則就上述樣本公司同樣以 10 等第方式評估風險高低。問卷結果顯示 Fortune 評比分數與問卷之期望報酬分數呈現正向相關，亦即受訪者給予好公司（高 Fortune 評比分數）相對較高的預期報酬率；但卻發現 Fortune 評比分數與問卷之風險分數呈現顯著負向相關，顯示受訪者認知好公司是具較低風險。換言之，投資者所認知之主觀風險與報酬率關係為負向，好公司具有高預期報酬率及低主觀風險之特性，故支持 Slovic et al. (2002) 之情感因素論述。

資產定價模型 (asset pricing models) 皆定義風險與期望報酬呈現正向關係，投資者於承擔風險時，期望獲取風險溢酬 (risk premium)，並據以要求其應獲得之必要報酬率 (required rate of return)。Kaustia, Laukkanen, and Puttonen (2009) 利用在芬蘭隨機抽樣 742 位理財顧問的實驗中，設計了兩種不同的框架提問方式；在第一個問題裡，他們詢問受訪者財務槓桿與成長潛力兩因素是否會影響風險溢酬之高低，結果有 77.7% 的受訪者回覆對低成長（代表高風險）的公司應該要求有較高的風險溢酬（即必要報酬率），86.2% 的受訪者也回覆對高財務槓桿（代表高風險）的公司會要求較高的風險溢酬；此一結果符合前述資產計價模型之風險與報酬的正向關係。然而，若改問另一批受訪者對期望報酬率的預期時，則有高達 98% 的受訪理財顧問認為低成長潛力的公司會有較低之期望報酬率，且 87.5% 的受訪理財顧問認為高財務槓桿比例的公司會賺取較低之期望報酬率；亦即，他們的受訪結果呈現負向的風險與報酬關係。換言之，若投資者明確知道面臨高風險（高財務槓桿、低成長潛力）投資，則會要求較高之風險溢酬，符合資產計價模型推論。但是，若僅以好（壞）公司來選擇投資標的時，則投資者往往陷入情感因素的框架中，對好公司投入正向情感，因而認定這些公司會有高報酬、低風險；而對心中認定之壞公司，則有負向情感，因而認定這些股票為低報酬、高風險。

利用好(壞)公司來判定風險與報酬率高低,除了違反一般資產計價模型關係,投資者也承擔超過他們自身所認知的風險程度。Staman et al. (2008) 推論當投資者對某一股票有正向情感時,會立即反映在股價推升上,但對股價的過度反應(overreaction)則導致預期報酬率之下降;而負向情感則使得投資者給予該股票較高之主觀風險,而此一主觀風險擴大了beta所衡量的系統(客觀)風險,致使投資者要求給予額外的風險溢酬補償。在實證上,他們以 Fortune 雜誌所發表之公司長期投資價值分數為基準,並利用產業調整後分數(樣本公司調查分數減去該公司所處產業之平均調查分數)為分群依據,依分數由小至大排序分成兩組,分別稱為藐視組(spurned portfolio)與欽佩組(admired portfolio),並實證發現在控制風險因子條件下,欽佩組之平均年異常報酬率顯著低於藐視組之平均年異常報酬率。再者,Anginer and Statman (2010)將受 Fortune 評比之公司,依評比分數高低分成兩組,結果發現好公司(高評比分數)之均等加權年平均報酬率顯著低於壞公司(低評比分數)之均等加權年平均報酬率達 2.07% (2.31%),可見好公司並不是好投資,而壞公司並不是壞投資。

好/壞公司之框架亦可套用在受社會道德規範或具罪惡感之股票上。Hong and Kacperczyk (2009)實證發現菸、酒及賭場公司之股票年平均報酬率,於控制風險因子下,顯著高於對照公司組成之投資組合達 3.5%;顯示投資者受社會道德規範影響,對菸、酒及賭場公司具有負向情感,選擇忽略此類公司股票,且此類股票較少被機構法人持有,分析師亦較少提及,致股價遭壓縮而低於其內涵價值,因而有較高之期望報酬。Statman and Glushkov (2009)亦實證發現若投資者形成一個買入菸草、酒精、賭博、槍械、武器及核能等六類公司的股票、賣出所有其他公司的股票之投資組合,並且每年重組,則可獲得 2.62%之年化異常報酬,可見壞公司並不是壞投資。上述發現顯示投資者受社會道德規範影響,而致對該六類公司懷有負向情感;負向情感使得投資者有較高之風險認知,因而要求較高之風險溢酬,導致目前股價下降,但長期下該錯誤評價(misvaluation)獲得修正,進而獲取較高之未來持有報酬。

綜上所述,投資者受限於好/壞框架,對於心中認定之好公司產生正向情

感，致低估風險而高估預期報酬率。低估風險使得投資者要求較低之風險溢酬及對應之必要報酬率，而致預期報酬率高於必要報酬率，產生超額需求；超額需求推升目前股價，使得預期報酬率下降，且因未符合原先之高預期報酬，引發失望賣壓，期末股價下跌，而致較低之持有報酬率。據此，本文欲建立以下假設檢定：台灣股票市場受到框架效應與情感因素的影響，投資者偏好所謂的好公司，並且過度反應而致推高了好公司的基期股價，而壓縮了未來的價格成長空間，導致較低之持有報酬率。在實證作法上，本文利用華爾街日報 Asia 200 之年度專題所選出的台灣 top 10 標竿企業來定義為好公司，計算於 1997 年 2 月至 2011 年 1 月間累計之異常報酬率，進而計算所謂好公司股票平均報酬率與大盤股票平均報酬率之差異，據以驗證溢酬之顯著性；並且，採取年度重組 (annual rebalancing)，計算每年度投資組合於樣本期間之各月月報酬率，並利用 CAPM 模型及 Fama and French(1993) 之三因子模型，再加上 Carhart(1997) 之動能因子 (momentum factor) 的四因子模型，檢驗好公司是好價格還是好投資，藉以作為投資者之投資依據。

本文實證結果發現，連續 14 年共 168 個月，每年重組的好公司投資組合月平均異常報酬，不論是採用均等加權平均方式或是價值加權平均方式，透過上述三種迴歸模型檢驗，都能得到相同的結果：沒有優於直接投資大盤指數的報酬表現。此一結果與 Staman et al. (2008) 和 Anginer and Statman (2010) 採用 Fortune 評選公司為樣本的實驗結果一致。顯示不論國內、外的股市投資者，都容易受到情感框架的影響，由於對好公司的正向情感，過度推高了好公司的股價基期，以致投資好公司沒有得到好報酬。

本文之章節安排如下：第一章為緒論，概要說明本文之研究背景、研究動機與目的，並概述引用論述之理論基礎與相關文獻；第二章為研究樣本與模型設定，除介紹資料篩選及各個研究變數來源，並建構實證模型與待證假設；第三章則是實證結果與分析；第四章為結論，總結本文之主要發現，並說明後續之研究方向。

## 貳、資料與研究方法

### 一、樣本選取

為探求好公司是否為好投資，本研究採用亞洲華爾街日報於 1997 年至 2010 年間的 Asia 200 標竿企業調查結果之台灣廠商做為研究對象。亞洲華爾街日報自 1993 年起，每年都會自亞太各國股市中依據市值、交易量、行業別、總部所在地等特性，於各國遴選 40 家以上的公司，供其訂戶再依據公司財務狀況、聲譽、產品品質、創新程度、企業願景等項目票選出亞洲各國前 10 名的標竿企業，因此足以代表投資者心中之好公司。

再者，亞洲華爾街日報連續多年進行市調，數據充足，且其問卷樣本並不以行業別做為區隔，符合一般投資大眾對好公司的認知方式；投資者在判定好公司時，並不會先以行業別做為判斷基準，而是憑藉報章、雜誌、電視新聞、網路、口語…等媒體來源所留下的印象做為判斷好公司或壞公司的依據。能進入 Asia200 評選名單的公司，都是由各國股市依市值、成交量等特性加以篩選，代表這些公司在該國都有相當的規模與很高的知名度，回顧這十來年的入選名單並檢視部分數據特性，可以發現入選公司皆為當時高看好度、高成長型、廣受推崇的新興產業，或成熟的指標型企業。

表 1 樣本公司產業分布表

產業別	半導體	電腦/周邊	塑膠	電子	航運	油電燃氣	光電	金融保險
家數	3	2	2	2	2	1	2	2
入選次數	22	20	19	17	14	9	8	8
百分比(%)	15.7	14.3	13.6	12.1	10	6.4	5.7	5.7
產業別	鋼鐵	通信網路	其他	汽車	紡織	電信網路	總計	
家數	1	2	1	1	1	1	23	
入選次數	7	5	6	3	1	1	140	
百分比(%)	5	3.6	4.3	2.14	0.71	0.71	100	

表 1 為樣本公司之產業分布表，表 1 顯示樣本公司並未集中在某些產業，不管是傳產、金融、塑膠、航運…等都有公司入榜；就台灣最強的電子、半導體等

產業來看，入選家數雖無明顯偏多，但總入選次數是比例（皆為 15% 上下）上最高者，相當符合台灣產業趨勢的比重。

## 二、研究方法

為求驗證好公司是好價格還是好投資，本文以華爾街日報於 1997 年至 2010 年間公布之 Asia 200 標竿企業中之台灣企業為樣本，並以每年之公布月份為基準，於下一月份之首日交易日買入樣本公司，形成投資組合，持有至下一年度新的名單公布之月份；同時，每年重組，共計形成 14 個年度投資組合，並據以計算投資組合之月平均報酬率，直至 2011 年 1 月止。

月平均報酬率之計算，可採均等加權（equal weighted）平均報酬率或價值加權（value weighted）平均報酬率。Fama（1998）主張應採價值加權計算平均報酬率，因其較能正確地反應投資者投資行為的財富變動；且若採用均等加權報酬率，則會使得小公司於計算報酬率時具較高的影響力，加劇不良模型（bad model）問題。另一方面，Loughran and Ritter（2000）主張應採取均等加權計算平均報酬率，認為異常報酬率的發生大多來自於小型股，若採價值加權平均報酬率，則會提高大型公司報酬率之比重，因而低估了異常報酬。因此，為了研究之完整性，本研究參酌 Spiess and Affleck-Graves（1999）、Mitchell and Stafford（2000）、Byun and Rozeff（2003）以及徐啟升與李滄靖（2008）之方法，同時計算在均等加權平均報酬率與價值加權平均報酬率衡量下之樣本公司長期異常報酬率。

長期股價異常報酬的衡量方法大致可分為累積異常報酬率（CAR）、買進持有異常報酬率（BHAR）、一因子模型（CAPM）、Fama and French 三因子模型以及 Fama-French-Carhart 四因子模型。Barber and Lyon（1997）指出 CAR 方法存在著衡量誤差（measurement bias）的問題，故建議於衡量長期異常報酬時，應採取 BHAR 法較為適合。再者，Lyon, Barber, and Tsai（1999）認為一般投資者會採取長期持有股票的方式進行投資，因此估計長期異常報酬時，BHAR 比 CAR 較能夠更正確地反應出投資人所獲得之異常報酬多寡程度。此外，Fama（1998）指出 BHAR 並未考慮樣本公司異常報酬率間序列相關（cross-sectional correlation）的問題，導致

BHAR 的 p 值被高估。因此，為了研究之穩健性，本研究依循 Hsu, Cheng, and Lee (2012) 之作法，同時採用買進持有異常報酬率、一因子模型、Fama and French 三因子模型以及 Fama-French-Carhart 四因子模型做為衡量長期股價異常報酬的準據。

### (一) 買進持有異常報酬率

本文以市場調整買進持有異常報酬率 (market adjusted BHAR) 衡量長期異常績效，其計算係以樣本投資組合之買進持有報酬率減去市場投資組合 (以臺灣證券交易所發行量加權股價指數衡量) 之買進持有報酬率。亦即，

$$BHAR = \prod_{t=1}^T (1 + \bar{R}_t) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{m,t}) \quad (1)$$

其中， $t$  代表時間， $T$  代表長期報酬的衡量期間 (2011 年 1 月)， $R_{m,t}$  代表市場投資組合在第  $t$  個月的月報酬率， $\bar{R}_t$  則代表所有樣本公司於第  $t$  月之平均報酬率，亦即：

$$\bar{R} = \sum_{i=1}^n \omega_i \times R_i \quad (2)$$

式中， $w_i$  為權數；當計算均等加權平均報酬率時， $\omega_i = 1/n$ ；當計算價值加權平均報酬率時， $\omega_i = MV_i / \sum_{j=1}^n MV_j$ 。

### (二) 資本資產計價模型

根據 CAPM，任一有價證券  $i$  的預期報酬率為：

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f] \quad (3)$$

式中， $R_f$  為無風險利率，以台灣前五大銀行之一個月期定期存款平均利率衡量； $\beta_i$  為衡量系統風險之大小， $E(R_m)$  為市場投資組合期望報酬率， $E(R_m) - R_f$  代表市場風險溢酬。然而實務上，我們僅能估計事後 (已實現) 報酬率，故可改以指數模型 (index model) 衡量：

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p \times (R_m - R_f) + e_i \quad (4)$$

式中， $R_p$ 為樣本投資組合月均等加權報酬率或月價值加權平均報酬率，其計算如公式(2)； $R_m$ 為已實現市場投資組合報酬率，其月報酬以當月全體上市與上櫃公司之價值加權平均報酬率衡量。若CAPM成立，則上式中之 $\alpha$ 代表異常報酬(即為期望報酬率與必要報酬率之差額)，其平均值應為零。換言之，若截距項 $\alpha$ 值呈顯著正向，則可推論好公司是好投資，若截距項 $\alpha$ 值呈顯著負向，則可推論好公司是好價格。

### (三) Fama-French 三因子模型

Fama and French (1993) 實證顯示股票報酬不僅受到市場因素的影響，同時也受到規模因素(size factor)及帳面市值比因素(book-to-market factor)所影響，因此認為三因子模型可以解釋CAPM無法解釋的異常現象，其三因子模型為：

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p(R_m - R_f) + s_pSMB + h_pHML + \varepsilon_p \quad (5)$$

其中， $R_p$ 為樣本投資組合月均等加權報酬率或月價值加權平均報酬率，其計算如公式(2)； $R_f$ 為無風險利率，本文依循徐啟升與李滄靖(2008)之作法，以台灣前五大銀行之一個月期定期存款平均利率衡量； $(R_p - R_f)$ 則代表樣本投資組合之預期風險溢酬。 $(R_m - R_f)$ 表彰市場因子(market factor)之預期風險溢酬，而 $R_m$ 為已實現市場投資組合報酬率，其月報酬以當月全體上市與上櫃公司之價值加權平均報酬率衡量。 $SMB$ 表彰規模因子(size factor)之預期風險溢酬，以小型股投資組合之價值加權平均報酬率扣除大型股投資組合之價值加權平均報酬率衡量。 $HML$ 表彰帳面市值比因子(book-to-market factor)之預期風險溢酬，以高帳面市值比股票投資組合之價值加權平均報酬率扣除低帳面市值比股票投資組合之價值加權平均報酬率衡量。此外， $\beta_p$ 、 $s_p$ 及 $h_p$ 則分別代表市場因子、規模因子及帳面市值比因子之要素靈敏度(factor loading)。

式(5)中， $SMB$ 及 $HML$ 之計算係依照Fama and French(1993)之方法，其程序如下：於每年6月底，將所有上市公司以6月底之收盤價乘以該公司流通在外股數求得市值大小，並將全體上市公司以市值大小排序，以此項排序之中位數

為分群依據，然後將所有上市及上櫃公司依市值排序，公司市值小於前述中位數數值之公司定義為小公司 (S)，公司市值大於前述中位數數值之公司則定義為大公司 (B)。另外，亦於每年 6 月底，將所有上市公司以前一年年底的帳面市值比進行排序，找出第 30 百分位數及第 70 百分位數；然後依此二個數值為分群依據，將所有上市及上櫃公司依前一年年底的帳面市值比排序，依序定義出低帳面市值比公司 (L)、中帳面市值比公司 (M) 及高帳面市值比公司 (H)。最後，將全體上市及上櫃公司依其規模分類 (S 及 B) 及帳面市值比分類 (H、M 及 L) 之交集，形成六組標竿投資組合 (即 SH、SM、SL、BH、BM 及 BL)，並於每個月月底計算每一組標竿投資組合的月市場價值加權平均報酬率。前述帳面價值之計算係採股東權益減去遞延所得稅及減去特別股，並去除帳面價值小於零或缺值之公司，若有市值為零或缺之公司亦刪除，亦不考慮台灣存託憑證；然而為避免存活偏誤 (survivorship bias)，將所有已下市及已下櫃公司列入形成投資組合之樣本。

於 t 年 6 月底形成六組標竿投資組合後，接著於 t 年 7 月至 t+1 年 6 月期間，計算小型股投資組合之月平均報酬率為  $(SH+SM+SL)/3$ ，計算大型股投資組合之月平均報酬率為  $(BH+BM+BL)/3$ ，計算價值型股票投資組合之月平均報酬率為  $(HS+HB)/2$ ，及計算成長型股票投資組合之月平均報酬率為  $(LS+LB)/2$ 。據此，定義 *SMB* 為小型股投資組合之月平均報酬率減去大型股投資組合之月平均報酬率，定義 *HML* 為價值型股票投資組合之月平均報酬率減去成長型股票投資組合之月平均報酬率。然後，每年重組，於第 t+1 年 6 月底依上述程序重新形成六組標竿投資組合，據以計算次一年度之月平均報酬率。三因子模型之目的在檢定截距項  $\alpha$  是否等於零 (亦即檢定平均月異常報酬是否為零)，若截距項  $\alpha$  值為顯著正向，表示樣本公司享有顯著長期正向異常報酬；反之，若截距項  $\alpha$  值為顯著負向，則表示樣本公司承擔顯著長期負向異常報酬。

#### (四) Fama-French-Carhart 四因子模型

Carhart (1997) 利用 Fama and French (1993) 之三因子模型及 Jegadeesh and Titman (1993) 之一年期動能因子 (momentum factor) 建立四因子模型。Jegadeesh

and Titman (1993) 實證發現若將所有股票依其過去的績效 (以過去 3、6、9 或 12 個月報酬率衡量) 排序, 並區分為十等分, 則過去的輸家仍是未來的輸家 (以未來 3、6、9 或 12 個月報酬率衡量), 而過去的贏家仍是未來的贏家; 因此, 若採買入過去的贏家、賣出過去的輸家的動能投資 (momentum investment) 策略, 可賺取顯著之正向異常報酬。Jegadeesh and Titman (2001) 實證支持動能投資策略仍然持續具正向顯著效果, 故主張動能效應並非是資料探勘 (data snooping) 偏誤下的產物。Carhart (1997) 證實前述四因子可以解釋股票或投資組合報酬率於橫斷面 (cross sectional) 及時間序列 (time series) 的變異; 並且, 相對於 CAPM 與 Fama and French 三因子模型, 四因子模型可以顯著減平均計價誤差。四因子模型為:

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p(R_m - R_f) + s_pSMB + h_pHML + m_pUMD + \varepsilon_p \quad (6)$$

式 (6) 中,  $(R_m - R_f)$ 、 $SMB$  及  $HML$  係來自 Fama and French (1993) 之三因子模型, 故不再重述。 $UMD$  表彰動能因子 (momentum factor) 之預期風險溢酬, 以過去一年之贏家投資組合的月平均報酬率減去輸家投資組合的月平均報酬率衡量;  $m_p$  則代表動能因子之要素靈敏度。月投資組合之形成, 依循 Carhart (1997) 之作法, 於每月 (t 月) 底, 將所有上市與上櫃公司依各公司前一年之前 11 個月 (即自 t-12 月至 t-2 月) 的期間持有報酬率高低進行排序; 定義期間持有報酬率低於第 30 百分位數之公司為輸家, 定義期間持有報酬率高於第 70 百分位數之公司為贏家; 然後, 分別計算第 t 月之贏家投資組合均等加權平均報酬率及輸家投資組合均等加權報酬率, 定義  $UMD$  為贏家投資組合報酬率減去輸家投資組合報酬率, 並依此程序每月重組 (monthly reformed), 分別計算出  $UMD$  之時間序列月報酬率。

## 參、實證結果與分析

本文採用亞洲華爾街日報於 1997 年至 2010 年間的 Asia 200 標竿企業內之台灣廠商做為研究對象，藉以驗證好公司是好價格還是好投資。表 2 為樣本公司之敘述統計表，表 2 顯示，若以全體上市公司之平均值為比較基準，則樣本公司之市值顯著大於全體平均，顯示樣本公司傾向為大型公司。就獲利能力來看，樣本公司之資產報酬率（ROA）與股東權益報酬率（ROE）平均值為 9.5% 與 15.3%，皆顯著高於全體上市公司平均值（4.4% 與 5.5%），顯示平均而言樣本公司具高獲利能力，惟仍有些樣本公司獲利呈虧損狀態。就成長性來看，樣本公司之營收成長率與淨利成長率之平均數分別為 34.6%、59.4%，顯著低於全體上市公司平均值 41.89%、143.39%，顯示樣本公司多為成熟型企業。前述樣本公司之高獲利與高成長潛力，反映在股價淨值比上，其平均值 2.62，高過全體上市公司平均值 1.26 達兩倍以上，顯見樣本公司大多屬於成長型公司。綜上所述，本文選定之樣本公司符合好公司之定義。

表 2 樣本公司敘述統計表

	平均數	中間值	標準差	最小值	最大值	個數	全體平均*
ROE(%)	15.3	15.3	10.5	-10.0	56.0	140	7.0
ROA(%)	9.5	8.3	6.9	-2.8	45.7	140	5.8
市值(億)	3475.1	1926.4	3959.0	55.9	17305.9	131	226.5
股價淨值比	2.6	2.3	1.7	0.4	10.6	135	1.63
營收成長率(%)	34.6	14.8	110.4	-57.7	1104.0	138	41.9
淨利成長率(%)	59.4	20.7	221.8	-91.5	1879.2	130	143.4

\*全體平均係指 1997-2010 年全體上市公司之平均值，做為與樣本公司比較之基準。

### （一）買進持有異常報酬分析

在得到買進持有異常報酬率（BHAR）數據之前，須先求出各年樣本公司投資組合的月平均報酬率，共計算出樣本公司投資組合月平均報酬率與市場投資組合月平均報酬率樣本各 168 個。為方便以直覺的方式進行折線圖觀察、比較，將 14 年採樣期間的樣本公司投資組合，以均等加權法進行逐年平均後，與市場投資組

合的逐年月平均報酬率進行逐年比較（圖 1）；可以發現，樣本公司投資組合均等加權月平均報酬率與市場投資組合的月平均報酬率在此 14 年間，幾乎是以同步振幅的方式在上下移動，各年度差異未超過 3%，市場投資組合的月平均報酬率幾乎完全領先樣本公司投資組合的月平均報酬率（只有在 2010 年落後 2%）；其中同步擺盪幅度較大的分別為 1998 年至 2000 年間，分析主要原因是 1997 年中爆發的亞洲金融風暴，樣本公司投資組合在此期間有較市場投資組合略優的反彈表現（不到 1%）；另一項是 2008 年至 2010 年間，主要原因則是 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟宣布破產後所引起的一連串金融危機，樣本公司投資組合在此期間則有優於市場投資組合 2% 的表現。

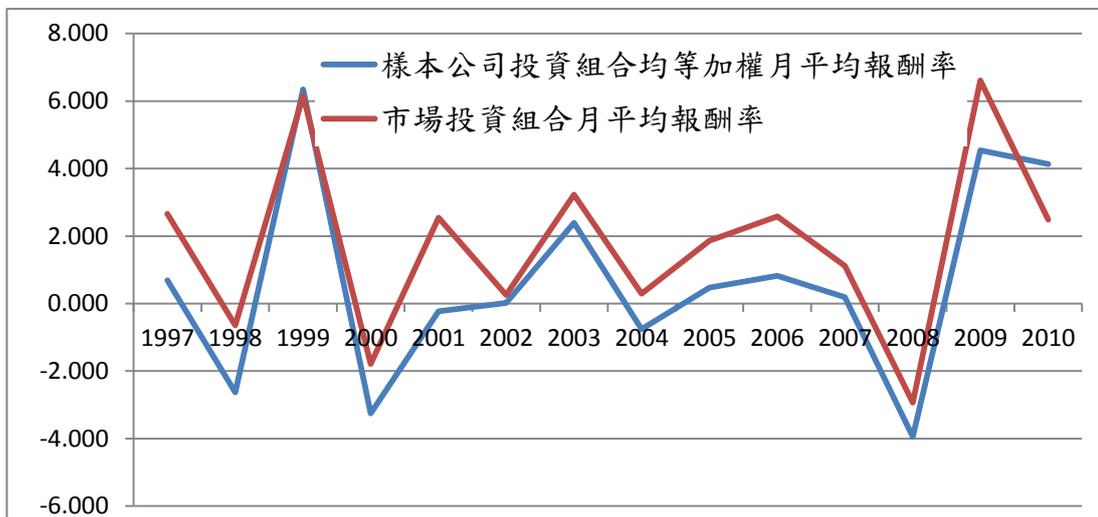


圖 1 均等加權月平均報酬率與市場月平均報酬率比較圖

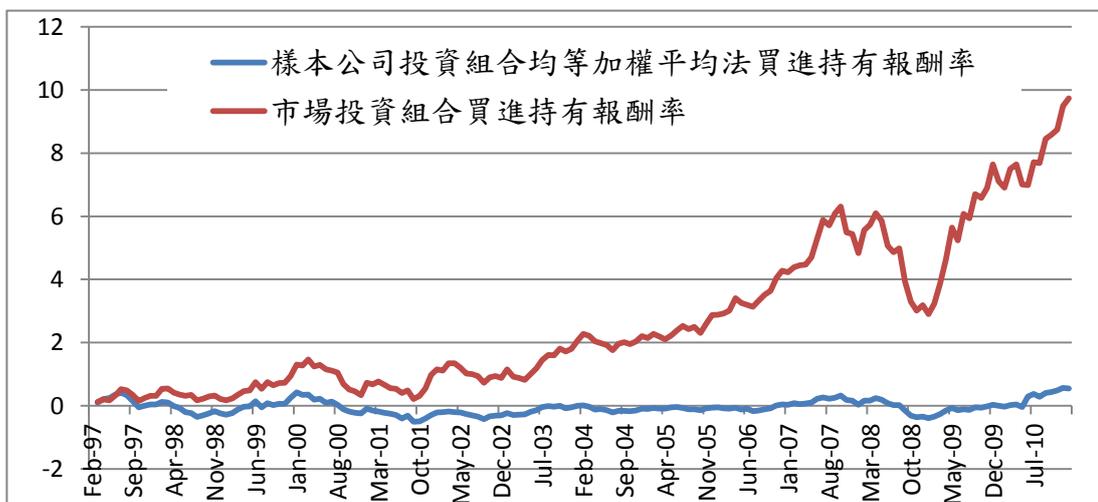


圖 2 樣本公司均等加權平均 BHR 與市場 BHR 比較圖

圖 2 為樣本公司投資組合與市場投資組合以均等加權平均法求出月平均後，再逐月累積之買進持有報酬率比較表，市場投資組合幾乎完全領先樣本公司投資組合之買進持有報酬率。

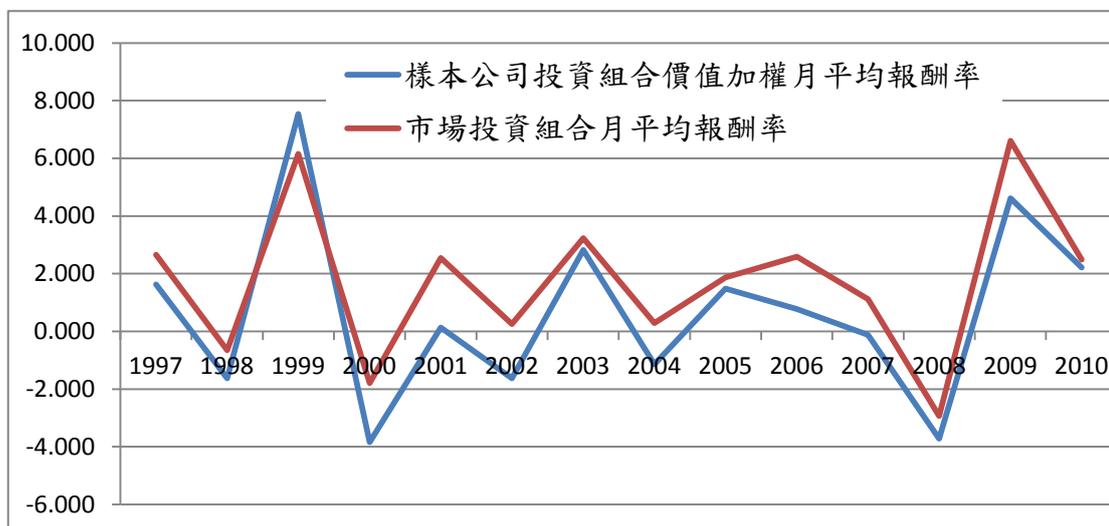


圖 3 價值加權月平均報酬率與市場月平均報酬率比較圖

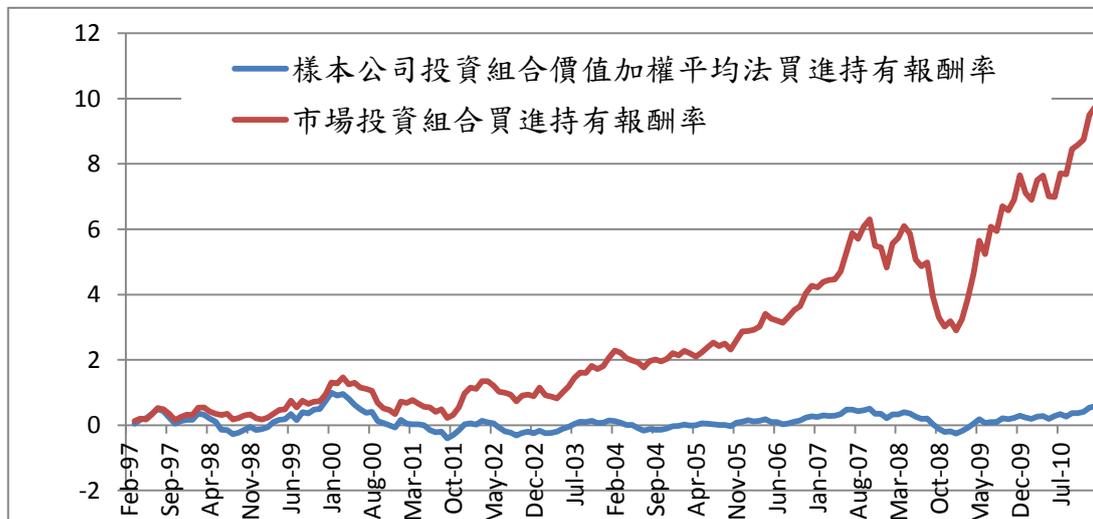


圖 4 樣本公司價值加權平均 BHR 與市場 BHR 比較圖

沿用同樣的研究比較方式，改採價值加權平均法後得到圖 3 與圖 4 兩比較圖，觀察發現，樣本公司投資組合價值加權平均月報酬率與市場投資組合的月平均報酬率在此 14 年間，一樣以同步振幅的方式在上下移動，各年度差異略縮小至 2% 以內，市場投資組合的月平均報酬率一樣幾乎完全領先樣本公司投資組合的月平

均報酬率，僅在 1999 年落後 1%，主要也是因為 1998 年至 2000 年間爆發的亞洲金融風暴，樣本公司投資組合在此期間有較市場投資組合略優的反彈表現；也因此，一樣地，於價值加權平均法買進持有報酬率比較圖（圖 4）上，市場投資組合完全領先樣本公司投資組合之買進持有報酬率。

## （二）CAPM 模型迴歸分析

表 3 為依據 CAPM 迴歸式 (3) 及式 (4)，所得出 CAPM 模型之月平均異常報酬實證結果，從均等加權月平均報酬率看來，樣本公司投資組合之異常報酬  $\alpha_p$  為 -0.960% (顯著水準 1%)，表示顯著存在負向異常報酬，意即樣本公司投資組合之報酬低於市場投資組合， $\beta_p$  為 0.898 (顯著水準 1%)，表示樣本公司投資組合風險略低於市場投資組合；再從價值加權月平均報酬率看來，樣本公司投資組合之異常報酬  $\alpha_p$  為 -1.004% (顯著水準 1%)，表示顯著存在負向異常報酬，意即樣本公司投資組合之報酬明顯低於市場投資組合， $\beta_p$  為 0.943 (1%顯著水準)，表示樣本公司投資組合與市場投資組合有類似但略低的風險。

表 3 CAPM 模型之月平均異常報酬實證結果

係數	均等加權	價值加權
$\alpha_p$	-0.960*** (-2.682)	-1.004*** (-3.078)
$\beta_p$	0.898*** (20.770)	0.943*** (23.928)

註：括號內為 t 值，報酬率之單位為%。\*，\*\*，\*\*\*分別代表 10%、5%、1%顯著水準。

綜合上述兩種不同的加權月平均報酬率計算方式分析，可以得到兩個共同的結果：(1) 市場因子之係數皆呈現顯著 (顯著水準 1%) 負數，代表市場因子可以有效解釋樣本公司投資組合之報酬率，投資樣本公司投資組合之報酬率低於投資市場投資組合；(2) 樣本公司投資組合之  $\beta$  係數皆略低於 1，顯示平均而言，樣本公司投資組合風險略低於市場投資組合。

## （三）Fama-French 三因子模型迴歸分析

依據 Fama-French 三因子模型迴歸式(5)，其月平均異常報酬實證結果如表 4，整體來看，不論是採均等加權或是價值加權，都有相當類似的結果：(1) 異常報酬  $\alpha_p$  同樣為-0.755% (顯著水準 5%)，表示市場因子可以有效解釋樣本公司投資組合之報酬率、樣本公司承擔顯著長期負向異常報酬，意即樣本公司投資組合之報酬低於市場投資組合；(2) 市場因子係數  $\beta_p$  分別為 0.890 與 0.954 (顯著水準同樣為 1%)，係數皆略低於 1，顯示樣本公司投資組合比市場投資組合有略低之系統風險；(3) 規模因子係數  $S_p$  分別為-0.248 與-0.261 (顯著水準同樣為 1%)，規模因子係數皆為負數，此係肇因於本研究之樣本公司傾向屬於大型公司，其市值遠高過市場平均；(4) 帳面市值比因子係數  $h_p$  分別為 0.045 (不顯著) 與-0.103 (顯著水準 5%)，係數在採價值加權時轉變成顯著負向，代表樣本公司受加大權重影響明顯，應為大型公司，且係數轉趨負向，顯示為低帳面市值比之成長型股。

表 4 三因子模型之月平均異常報酬實證結果

係數	均等加權	價值加權
$\alpha_p$	-0.755** (-2.126)	-0.755** (-2.446)
$\beta_p$	0.890*** (20.910)	0.954*** (25.730)
$S_p$	-0.248*** (-3.259)	-0.261*** (-3.926)
$h_p$	0.045 (0.962)	-0.103** (-2.508)

註：括號內為 t 值，報酬率之單位為%。\*，\*\*，\*\*\*分別代表 10%、5%、1%顯著水準。

#### (四) Fama-French-Carhart 四因子模型迴歸分析

依據 Fama-French-Carhart 四因子模型迴歸式 (6)，其月平均異常報酬實證結果如表 5，整體來看，不論是採均等加權或是價值加權，都有相當類似的結果，分析如下：(1) 異常報酬  $\alpha_p$  分別為-0.692% (顯著水準 10%) 與-0.669% (顯著水準 5%)，表示市場因子可以有效解釋樣本公司投資組合之報酬率、樣本公司承擔顯著長期負向異常報酬，意即樣本公司投資組合之報酬低於市場投資組合；(2) 市場

因子係數  $\beta_p$  分別為 0.881 與 0.941 (顯著水準同樣為 1%)，樣本公司投資組合之  $\beta$  係數皆略低於 1，顯示平均而言，樣本公司投資組合與市場投資組合有略低之系統風險；(3) 規模因子係數  $S_p$  分別為 -2.290 與 -0.317 (顯著水準同樣為 1%)，係數顯示與樣本公司投資組合呈現負向關係且非常顯著，代表明顯存在規模效應，樣本公司應多為大型公司，造成規模因子對大型公司的負向關係更趨明顯；(4) 帳面市值比因子係數  $h_p$  分別為 0.025 (不顯著) 與 -0.131 (顯著水準 1%)，係數在採價值加權時轉變成顯著負向，代表樣本公司受加大權重影響明顯，可合理推測應為大型公司，且係數轉趨顯著負向，顯示確定為低帳面市值比之成長型股；(5) 動能因子係數  $m_p$  分別為 -0.085 (不顯著) 與 -0.117 (顯著水準 5%)，顯示動能因子所代表過去股價的表現，樣本公司多為過去股價報酬的輸家。

表 5 四因子模型之月平均異常報酬實證結果

係數	均等加權	價值加權
$\alpha_p$	-0.692* (-1.941)	-0.669** (-2.179)
$\beta_p$	0.881*** (20.569)	0.941*** (25.488)
$S_p$	-2.290*** (-3.575)	-0.317*** (-4.539)
$h_p$	0.025 (0.511)	-0.131*** (-3.096)
$m_p$	-0.085 (-1.463)	-0.117** (-2.324)

註：括號內為 t 值，報酬率之單位為%。\*，\*\*，\*\*\*分別代表 10%、5%、1%顯著水準。

總結歸納買進持有異常報酬率、CAPM 模型、Fama-French(FF) 三因子模型及 Fama-French-Carhart 四因子模型之實證結果分析，都可以得到很明顯且一致的結果，即樣本公司投資組合多為高市值、成長型且過去股價報酬表現略差之大型股所組成，但有略低之系統風險，此外，樣本公司投資組合相較於市場有著顯著之負向異常報酬，表示樣本公司調整風險後的報酬表現輸予市場；換言之，其實質意義為：連續投資 14 年這類高市值、大型成長股所組成的樣本公司投資組合後，除了

享有接近但略低於市場的系統風險外，其調整風險後的投資報酬表現明顯低於市場的報酬；也就是證實本研究所設立的假設“台灣股票市場受到框架效應與情感因素的影響，投資者偏好所謂的好公司，並且過度反應而致推高了好公司的基期股價，而壓縮了未來的價格成長空間，導致較低之持有報酬率。”，換句話說，好公司只是好價格，並不是好投資。

## 肆、結論與建議

台灣股票市場受到框架效應與情感因素的影響，投資者偏好所謂的好公司，並且過度反應而致推高了好公司的基期股價，而壓縮了未來的價格成長空間，導致較低之持有報酬率。如此非理性的決策行為，導致投資如標竿企業般的好公司，反而沒有好報酬。即使在效率市場（efficient market）裡，股市訊息可以正確、快速地傳遞給投資人，反而可能造成過多的好公司訊息，淹沒了一般公司的好表現資訊；投資人更容易受到情感的框架效應影響，以致更多關注在好公司的股票投資上，也就造成高股價基期，低未來股價報酬表現的結果。

簡單來說，投資者大眾對好公司股票與一般公司股票的看法，就像 Hsee(1998) 所描述的景像：「在 5 盎司容量的杯中裝著溢滿出來的 7 盎司冰淇淋，會比 8 盎司的冰淇淋陷入 10 盎司容量的杯子裡，看起來更飽滿、更有價值。」好公司看來就像是一杯溢滿出來的冰淇淋般的飽滿、有價值，所以投資者願意付出更高的價格去買進。但是，也如同 Graham (1949) 指出，市場是由人類易受影響的情緒與群體思考所形成。在股票市場的投資，短期內會有因為情緒與群體思考而導致錯價的股票；但長期而言，獲利與預期卻變得明晰，價格也會更接近真實價格。承受太多投資人關愛的好公司股票，終究會由過度追高的股價，回落到應有的股票價值。

對於本研究的實證結果，或許可以建議偏好以好公司股票為買入並持有的股市投資人，轉而直接購買以指數表現為標的的「指數股票型證券投資信託基金」，簡稱為「指數股票型基金」(ETF)，例如：台灣 50ETF。如此一來，更可減化複雜的投資組合篩選過程、降低股票買賣費用與稅率等的交易成本、方便多角化布局績優成長型股票，且一併享有如股票般的方便與快速交易程序。如此建議，也留待後續研究可以再持續加以分析驗證之。

另外，建議後續研究者可以再進一步比較所謂壞公司與好公司的投資報酬效益。畢竟，本研究限於對所謂好公司之標竿企業樣本，是採用具公信力的長年發行期刊所做的調查結果，並以大盤加權股價指數對照驗證；如果忽略效應確實存

在於股市投資者對壞公司的選擇上，而研究者能夠取得一樣具公信力的壞公司之樣本名單，並與好公司的投資報酬表現對照比較，或許可以如 Staman et al.(2008) 和 Anginer and Statman (2010) 採用 Fortune 評選公司為樣本的比較結果一般，得出國內股市一樣有投資壞公司優於好公司的股票報酬表現；更進一步支持與驗證本研究推論，框架效應與情感因素確實影響著台灣股市投資人的標的選擇。

## 參考文獻

1. 徐啟升、李涓靖 (2008) , 「台灣併購公司之股票長期績效分析」, 《證券市場發展季刊》, 第 20 卷第 2 期, 41-74。
2. Anginer, Deniz and Meir Statman (2010), “Stocks of Admired and Spurned Companies,” *Journal of Portfolio Management*, Vol.36, 71-77.
3. Barber, Brad M. and John D. Lyon (1997), “Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics,” *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 341-372.
4. Byun, Jinho and Michael S. Rozeff (2003), “Long-run Performance after Stock Splits: 1927 to 1996,” *Journal of Finance*, Vol.58, 1063-1086.
5. Carhart, Mark M. (1997), “On Persistence in Mutual Fund Performance,” *Journal of Finance*, Vol.52, 57-82.
6. Cooper, Michael J., Ajay Khorana, Igor Osobov, Ajay Patel, and P. Raghavendra Rau (2005), “Managerial Actions in Response to Market Downturn; Valuation Effects of Name Changes in the dot.com Decline,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.11, 319-335.
7. Cooper, Michael J., Orlin Dimitrov and P. Raghavendra Rau (2001), “A Rose.com by Any Other Name,” *Journal of Finance*, Vol.56, 2371-2388.
8. Fama, Eugene F. (1998), “Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.49, 283-306.
9. Fama, Eugene F. and Kenneth R. French (1993), “Common Risk Factors and Behavioral Finance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.33, 3-56.
10. Glaser, Markus, Thomas Langer, Jens Reynders and Martin Weber (2007), “Framing effects in stock market forecasts: The difference between asking for prices and asking for returns,” *Review of Finance*, Vol.11, 325-357.
11. Graham, Benjamin (1949), “The Intelligent Investor,” 1E. Harper&Brothers, New York.
12. Hong, Harrison and Marcin Kacperczyk (2009), “The price of sin: The effects of

- social norms on markets,” *Journal of Financial Economics*, Vol.93, 15-36.
13. Hsee, C. K. (1998), “Less is better: When low-value options are judged more highly than high-value options,” *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol.11, 107-121.
  14. Hsu, Chi-Sheng, Lee-Young Cheng and Shiou-Ling Lee (2012), “Valuation and Motivation of Equity Carve-outs,” *Journal of Financial Studies*, forthcoming.
  15. Jegadeesh, Narasimhan and Sheridan Titman (1993), “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency,” *Journal of Finance*, Vol.48, 65-91.
  16. Jegadeesh, Narasimhan and Sheridan Titman (2001), “Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations,” *Journal of Finance*, Vol.56, 699-720.
  17. Kaustia, Markku, Heidi Laukkanen and Vesa Puttonen (2009), “Should Good Stocks Have High Prices or High Returns?” *Financial Analysts Journal*, Vol.65, 55-62.
  18. Loughran, Tim and Jay R. Ritter (2000), “Uniformly least powerful tests of market efficiency,” *Journal of Financial Economics*, Vol.55, 361-389.
  19. Lyon, John D., Brad M. Barber and Chih-Ling Tsai (1999), “Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns,” *Journal of Finance*, Vol.54, 165-20.
  20. Mitchell, Mark L. and Erik Stafford (2000), “Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance,” *Journal of Business*, Vol.73, 287-329.
  21. Slovic, Paul, Melissa Finucane, Ellen Peters, and Donald G. MacGregor (2002), “The Affect Heuristic,” In *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*. Edit by Thomas Gilovich, Dale Griffin, and Daniel Kahneman. *New York: Cambridge University Press*.
  22. Spiess, D. Katherine and John Affleck-Graves (1999), “The Long-Run Performance of Common Stock Following Debt Offerings,” *Journal of Financial Economics*, Vol.54, 45-73.
  23. Statman, Meir and Denys Glushkov (2009), “The Wages of Social Responsibility,” *Financial Analysts Journal*, Vol.65, 33-46.

24. Statman, Mier, Kenneth L. Fisher, and Deniz Anginer (2008), "Affect in a Behavioral Asset-Pricing Model," *Financial Analysts Journal*, Vol.64, 20-29.
25. Tversky, Amos and Daniel Kahneman (1981), "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice," *Science*, Vol.211, 453-458.
26. Zajonc, Robert Boleslaw (1980), "Feeling and thinking: Preferences need no inferences," *American Psychologist*, Vol.35, 151-175.

附錄 歷年 10 大入選標竿企業名單

1997	1998	1999	2000	2005
1 2353 宏碁	1 2330 台積電	1 2603 長榮	1 2330 台積電	1 2330 台積電
2 2330 台積電	2 2353 宏碁	2 2330 台積電	2 1301 台塑	2 2357 華碩
3 1301 台塑	3 2603 長榮	3 2353 宏碁	3 2353 宏碁	3 2353 宏碁
4 2603 長榮	4 1301 台塑	4 1301 台塑	4 1303 南亞	4 2317 鴻海
5 9907 統一實	5 2618 長榮航	5 9907 統一實	5 2303 聯電	5 2891 中信金
6 2303 聯電	6 9907 統一實	6 2618 長榮航	6 2603 長榮	6 2603 長榮
7 1303 南亞	7 1303 南亞	7 2002 中鋼	7 9907 統一實	7 1301 台塑
8 2002 中鋼	8 2882 國泰金	8 1303 南亞	8 2618 長榮航	8 2382 廣達
9 2618 長榮航	9 1402 遠紡	9 2891 中信金	9 2002 中鋼	9 6505 台塑化
10 2882 國泰金	10 2891 中信金	10 2303 聯電	10 2891 中信金	10 3481 奇美電
2006	2007	2008	2001	2002
1 2330 台積電				
2 2317 鴻海	2 2357 華碩	2 2357 華碩	2 1301 台塑	2 2317 鴻海
3 2353 宏碁	3 2353 宏碁	3 2353 宏碁	3 2603 長榮	3 1301 台塑
4 2357 華碩	4 2317 鴻海	4 2317 鴻海	4 2618 長榮航	4 2303 聯電
5 1301 台塑	5 3481 奇美電	5 3481 奇美電	5 2303 聯電	5 2603 長榮
6 6505 台塑化	6 6505 台塑化	6 6505 台塑化	6 2891 中信金	6 2353 宏碁
7 1303 南亞	7 3045 台灣大	7 3045 台灣大	7 2317 鴻海	7 2618 長榮航
8 3481 奇美電	8 2382 廣達	8 2382 廣達	8 1303 南亞	8 2002 中鋼
9 2382 廣達	9 2002 中鋼	9 2002 中鋼	9 3045 台灣大	9 1303 南亞
10 2201 裕隆	10 2201 裕隆	10 2201 裕隆	10 6505 台塑化	10 2412 中華電
2003	2004	2009	2010	
1 2330 台積電	1 2330 台積電	1 2330 台積電	1 2330 台積電	
2 2317 鴻海	2 2357 華碩	2 2357 華碩	2 9907 統一實	
3 2382 廣達	3 2353 宏碁	3 9907 統一實	3 2353 宏碁	
4 1301 台塑	4 2317 鴻海	4 2353 宏碁	4 2357 華碩	
5 2303 聯電	5 2891 中信金	5 1301 台塑	5 2317 鴻海	
6 2357 華碩	6 2603 長榮	6 2317 鴻海	6 2454 聯發科	
7 6505 台塑化	7 1301 台塑	7 6505 台塑化	7 2498 宏達電	
8 2002 中鋼	8 2382 廣達	8 2498 宏達電	8 6505 台塑化	
9 2454 聯發科	9 6505 台塑化	9 1303 南亞	9 3481 奇美電	
10 2352 明基	10 3481 奇美電	10 3481 奇美電	10 2382 廣達	