南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

復徵證所稅對台灣股市之影響

The Effects of Capital Gains Tax Retaxation on Taiwan Stock Market

研究生: 賴美蓉

GRADUATE STUDENT: MEI-JUANG LAI

指導教授：廖永熙 博士

ADVISOR: YUNG-SHI LIAU, Ph.D.

中華民國 103 年 6 月

南　華　大　學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

復徵證所稅對台灣股市之影響

The Effects of Capital Gains Tax Retaxation on Taiwan Stock Market

研究生：賴美蓉

經考試合格特此證明

口試委員：吳明哲

陳昇鴻

廖永熙

指導教授：廖永熙

系主任(所長)：賴丞俊

口試日期：中華民國　103　年　5　月　26　日

版權宣告

本論文之內容並無抄襲其他著作之情事，且本論文之全部或一部分並未使用在申請其他學位論文之用。

謝辭

離開學生生涯已有一段非常長的時間了，由於大哥及大嫂積極的鼓勵，開啟我重溫學習的機會，時間飛逝在金融界已將邁進第 30 個年頭了，從未想到還能有重拾書本的日子。這兩年由於工作及課業的壓力，讓我在中途有打退堂鼓的念頭，但在大哥與老師們不厭其煩的教導及引善寺—觀師父、千師父的勉勵與班上同學彼此的加油打氣，讓我有勇氣繼續堅持走下去，學習更多的專業知識。

首先我要感謝的是我的指導教授—廖教授永熙，在學術上教授總秉持專業不厭其煩的教導與鼓勵，於論文寫作其間使我在徬徨不安時仍能鼓起勇氣面對困難與挑戰，讓我論文能順利完成。另外也要感謝論文口試期間，承蒙兩位口試委員吳教授明哲及陳教授昇鴻不辭辛勞地撥冗審查，並給予寶貴的評論與建議，學生獲益良多，使本論文更臻充實及完善。

另外要感謝碩士班求學期間所有授課老師們的辛勤教導，還有一起奮鬥的同學們—裕山大哥、志亮大哥、素英姐、班代-立江、怡伶、靜燕、美寬、昕穎、宜政、志平、宗慶，大家彼此凝聚了有如兄弟姐妹的情誼，互相照顧與鼓勵，也是我前進的原動力，謝謝您們。

回想這兩年，來回奔波的碩士求學生涯，雖苦、亦甜，相當值得回味，在此也要感謝所有曾經幫助過我的人，您們都是我生命中的貴人，願將此成果的喜悅與您們分享。

中文摘要

南華大學財務管理研究所 102 學年度第 2 學期碩士論文中文摘要

論文題目：復徵證所稅對台灣股市之影響

研究生　：賴 美 蓉　　指導教授：廖 永 熙 博士

論文摘要內容：

本研究旨在運用事件研究法探討證所稅宣告對股價之影響，研究標的為台灣全體上市櫃公司與八大類股股價報酬率，其中八大類股包含電子、金融保險、塑膠工業、鋼鐵工業、紡織纖維、建材營造、汽車工業及食品工業類。本實證研究有以下重要發現：一、財政部確定證所稅最優先課徵之訊息公布時(第一事件日)，對台灣上市櫃公司與八大類股之股價產生顯著負的平均異常報酬及累積平均異常報酬。二、立法院三讀通過課徵證所稅之訊息公布時（第二事件日），在事件日後二日（t=2）開始，全體樣本公司的累積平均異常報酬率開始下滑皆為負值。三、立法院通過證所稅修正案訊息公布時（第三事件日），即使取消設算課稅的八千五百點，對台灣上市櫃公司之股價產生顯著負的平均異常報酬及累積平均異常報酬，而八大類股之平均異常報酬率亦全部為負值，除食品類、塑化類與汽車類股之累積平均異常報酬外，其餘類股顯著為負。上述實證結果顯示證所稅宣告對台灣股市存在負面之影響。本文之結果除可提供主管機關參考，健全證券業之發展外，亦可以提供投資人資訊，以作為投資依據。

關鍵字：證所稅、異常報酬、事件研究法

英文摘要

Title of Thesis：The Effects of Capital Gains Retaxation on Taiwan Stock Market

Name of Institute : Institute of Financial Management, Nan Hua University

Graduate date : June 2014 **Degree Conferred:** M.B.A

Name of student : MEI-JUANG LAI **Advisor:** PH.D. YUNG-SHI LIAU

Abstract：

The purpose of this study is using event study method to investigate the announcing effects of capital gains tax on stock price in Taiwan. The research subject are all listed companies and eight major categories stock which included electronics, financial services, insurance, plastics, iron and steel, textile fibers, building materials and construction, the automobile industry and the food industry. This study had the following fundamental findings: first, the Ministry of Finance determines capital gain tax of stock as the highest priority was pronounced （first event day）, all listed companies and eight major categories stock prices have a significant average abnormal returns（AR）and cumulative average abnormal returns（CAR）. Second, the information of Legislative Yuan had passed the capital gain tax （second event day）, that is, t=2, the CAR of all listed companies start to fall to a negative value. Third, the message of amendment of capital gain tax of Legislative Yuan（third event day）, even assessment of 8,500 points was canceled, AR and CAR of all listed companies and eight major categories stock were significantly negative, except food industry, plastics and automobile industry. These empirical results show the information of capital gain tax has negative effects on Taiwan stock. These results in

addition to providing the references for the authorities can also provide the information for stock investors.

Keywords: Capital Gains Tax, Abnormal Returns, Event study

目錄

論文口試委員審查書 I
版權宣告 II
謝辭 III
中文摘要 IV
英文摘要 V
目錄 VII
表目錄 VIII
圖目錄 IX
第一章 緒論 1
第一節 研究背景與動機 1
第二節 研究目的 5
第三節 研究架構 6
第二章 文獻探討 8
第一節 效率市場假說之研究 8
第二節 政策宣告與股票績效關聯性之研究 10
第三章 研究設計 12
第一節 研究對象與範圍 12
第二節 事件研究法 14
第四章 實證結果與分析 16
第一節 敘述統計量分析 16
第二節 全體樣本公司之股價異常報酬 18
第三節 八大類股之股價異常報酬 25
第五章 結論與建議 35

第一節 結論 35

第二節 後續研究與建議 37

參考文獻 38

中文部份 38

英文部份 40

表目錄

表 1 證所稅宣告相關事件日 13

表 2 八大類股占台股市值的比重及樣本家數 17

表 3 證所稅宣告財政部健全小組確定（第一事件日）之實證結果 19

表 4 證所稅宣告立法院三讀（第二事件日）之實證結果 20

表 5 證所稅宣告立法院修正案通過（第三事件日）之實證結果 22

表 6 證所稅宣告三事件日之八大類股 AR 之實證結果 27

表 7 證所稅宣告三事件日之八大類股 CAR 之實證結果 28

圖目錄

圖 1 台灣股票市場每月成交金額（百萬）.....3

圖 2 研究流程架構圖.....7

圖 3 各事件日之平均異常報酬率.....23

圖 4 各事件日之累積平均異常報酬率.....24

圖 5 財政部健全小組確定事件日之 AR.....29

圖 6 財政部健全小組確定事件日之 CAR.....30

圖 7 行政院三讀事件日之 AR.....31

圖 8 行政院三讀事件日之 CAR.....32

圖 9 行政院通過修正案事件日之 AR.....33

圖 10 行政院通過修正案事件日之 CAR.....34

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

證券所得稅（Capital Gains Tax，以下簡稱證所稅）為針對投資股票所賺取的差價利潤所課之稅金。立法院臨時會於 2012 年 7 月 25 日下午順利三讀通過財政部與國民黨立院黨團所擬的「修正動議版」，並於 2013 年上路，然而，復徵證所稅以來爭議不斷，導致證交稅短徵五百五十億元，台股量能萎縮欲振乏力。所謂「修正動議版」，先採「設算所得」和「核實課徵」雙軌制，2015 年全面回歸核實課徵。所謂「設算所得」制指在台股指數達到 8500 點之上時，按照股票賣出金額，每筆扣千分之 0.2；9500 點以上時，每筆賣出交易扣千分之 0.4。換句話說，台股 8,500 點以上每增加 1,000 點，證所稅就增加千分之 0.2。而雙軌制另一種「核實課徵」制，針對四種對象，一是出售未上市上櫃股票；二是興櫃股票全年賣出 100 張以上；三是出售 2013 年後上市上櫃的股票 10 張以上；四是非居住在中華民國境內的個人，採分離課稅，稅率 15%，為鼓勵長期持有，持股超過 1 年以上稅率減半為 7.5%，首次公開發行上市（Initial Public Offering，以下簡稱 IPO）則持有超過 3 年再減半為 3.75%。核實課徵可以盈虧互抵，若當年證券交易虧錢，可從所得中扣除，而同一檔股票成本認定採「先進先出」，假設同樣投資人同一檔股票超過 1 張，最先買進與最先賣出的，就是同一筆交易中的買進成本與售出成本。從 2013 年 1 月 1 日開始採行雙軌制，實施 2 年，各人可選擇要「設算所得」或「核實課徵」，同年度選定後不得變更。 2015 年後「設算所得」取消，全部採取「核實課稅」，並增加對象為整年出售證券超過 10 億元以上個人[1]。

[1] 詳見 2012/7/25 鉅亨網

證所稅宣告可能影響股市，例如成交量萎縮，林美絨（2013）以 2007 年至 2012 年與 2009 年至 2012 年兩期間之台灣加權指數和台灣櫃買指數的成交金額資料，利用一般迴歸模型和差異中的差異法（DID）檢定宣示課徵證所稅之影響，結果發現證所稅確實造成台股成交金額減少。各方要求廢除的聲浪四起，立法院臨時會 2013 年 6 月 25 日表決通過證所稅修正案，取消八千五百點設算課稅的「天險」，並回溯至 2013 年 1 月 1 日生效。證所稅從宣告開徵以來爭議不斷，不僅證券市場總市值蒸發逾二兆元，台股日均成交量更由一千二百億元縮減為八百億元，至今仍無法恢復。圖 1 為台灣股票市場每月成交金額，顯示出台灣股票市場每月成交金額由 2012 年 1 月之新台幣 1.35 兆，躍升到 2 月 2.78 兆及隔月 2.3 兆之後，成交量逐步減少，2012 年 7 月之成交量為 1.45 兆，幾乎是高峰時期的一半，證券商業同業公會理事長黃敏助曾表示，證券商日均量至少需 800 億元至 1,000 億元始能損益兩平，課證所稅嚴重影響證券產業發展，全體證券商恐將精簡人力 3-4 成，約 15,000 人至 20,000 人。

除成交量外，大盤加權指數則由 2012 年 3 月 29 日財政部健全小組確定將資本利得課稅議題列為稅收最優先討論議題時 7,997 點急速下跌，到 2012 年 7 月 25 日立法院臨時會三讀通過證所稅「修正動議版」2013 年上路初期兩年先採「設算所得」和「核實課徵」雙軌制之 6,932 點，共計下跌 1,065 點，跌幅為 13.32%，因此證所稅對台灣股市影響至極。

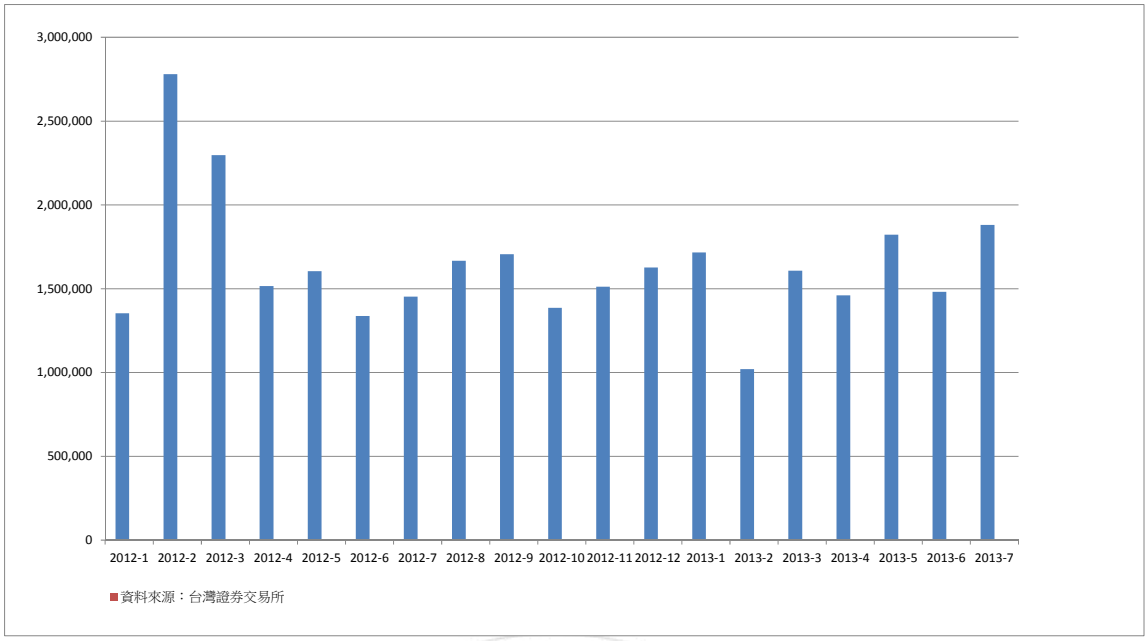

圖 1 台灣股票市場每月成交金額（百萬）

回顧過去，1988 年 9 月，當時的財政部長郭婉容宣布，1989 年 1 月起復徵證券交易所得稅。政策一出，台股在放完中秋假期後，連續 19 個交易日無量重挫。政策實施一年，財政部政策大轉彎，1990 年元月起全面停徵證所稅。郭婉容因此下台，後來轉任經建會主委。二十四年後，郭婉容的女兒劉憶如也當上了財政部長，立法院臨時會於 2012 年 7 月 25 日下午順利三讀通過「修正動議版」，又於 2013 年 6 月 25 日表決通過證所稅修正案。林美絨（2013）發現證所稅確實對台股成交金額造成相當程度之影響，但對於證所稅之宣告造成股價報酬率之影響，付之闕如。有關政府政策宣告之資訊效果的研究不多，由於台灣證所稅於 2012 年正式發佈實施並於 2013 年 6 月 24 日立法院臨時會表決通過證所稅修正案，取消八千五百點設算課稅的「天險」，並回溯至 2013 年 1 月 1 日生效，此可顯示本文與過去研究之差異。證所稅宣告實施與取消皆為台灣股市之重要政策宣告，此項宣告後是否具有異常報酬？宣告前是否有資訊外漏現象？本研究探討此議題有下列之原因：

一、證所稅是財政部大力宣導之稅制改革並力圖證明證所稅之課徵並不影響股市，財政部強調，「修正動議版」僅會影響約 1 萬人，而年稅收約增加 60 億元至 110

億元，完成修法後，自 2013 年起將有 4 類個人股市投資者必須核實課稅。但是證券業者與股市投資人並未全然接受此說法，因此本文擬透過事件研究法詳加探討證所稅宣告對股市異常報酬之影響。

二、由於台灣股市 1988 年 9 月 24 日前財政部長郭婉容宣布 1989 年起將課徵證券所得稅，曾造成台灣股票市場無量下跌 19 天，2012 年 7 月 25 日再度上演課徵證券所得稅，股市因此動盪，顯示此議題之重要性。

第二節 研究目的

因此本文主要研究目的即在探討證所稅宣告對股價之影響，並以台灣全體上市櫃公司與八大類股股價報酬率作為研究標的，其中八大類股包含電子、金融保險、塑膠工業、鋼鐵工業、紡織纖維、建材營造、汽車工業及食品工業類。本文探討台灣股市異常報酬率，是否受證所稅政策宣告之影響，觀察其估計期與事件期之報酬率變化及是否存在異常報酬及資訊外漏現象。因此，本研究目的如下：

一、證所稅宣告對台灣上市（櫃）公司股價是否產生異常報酬。

二、依據證所稅宣告相關事件日，檢驗這些事件日對八大類股股價異常報酬是否有顯著不同。

第三節 研究架構

本文研究架構如圖 2 所示，共分五個章節，依序如下：

第一章「緒論」說明本文研究動機、目的及架構。

第二章「文獻探討」基於研究動機與目的，探討近年來相關研究之重要文獻。

第三章「研究設計」說明本研究的資料來源、樣本選取以及研究方法。

第四章「實證結果與分析」針對實證結果最做整理、歸納並分析。

第五章「結論與研究建議」說明本研究的結論與建議。

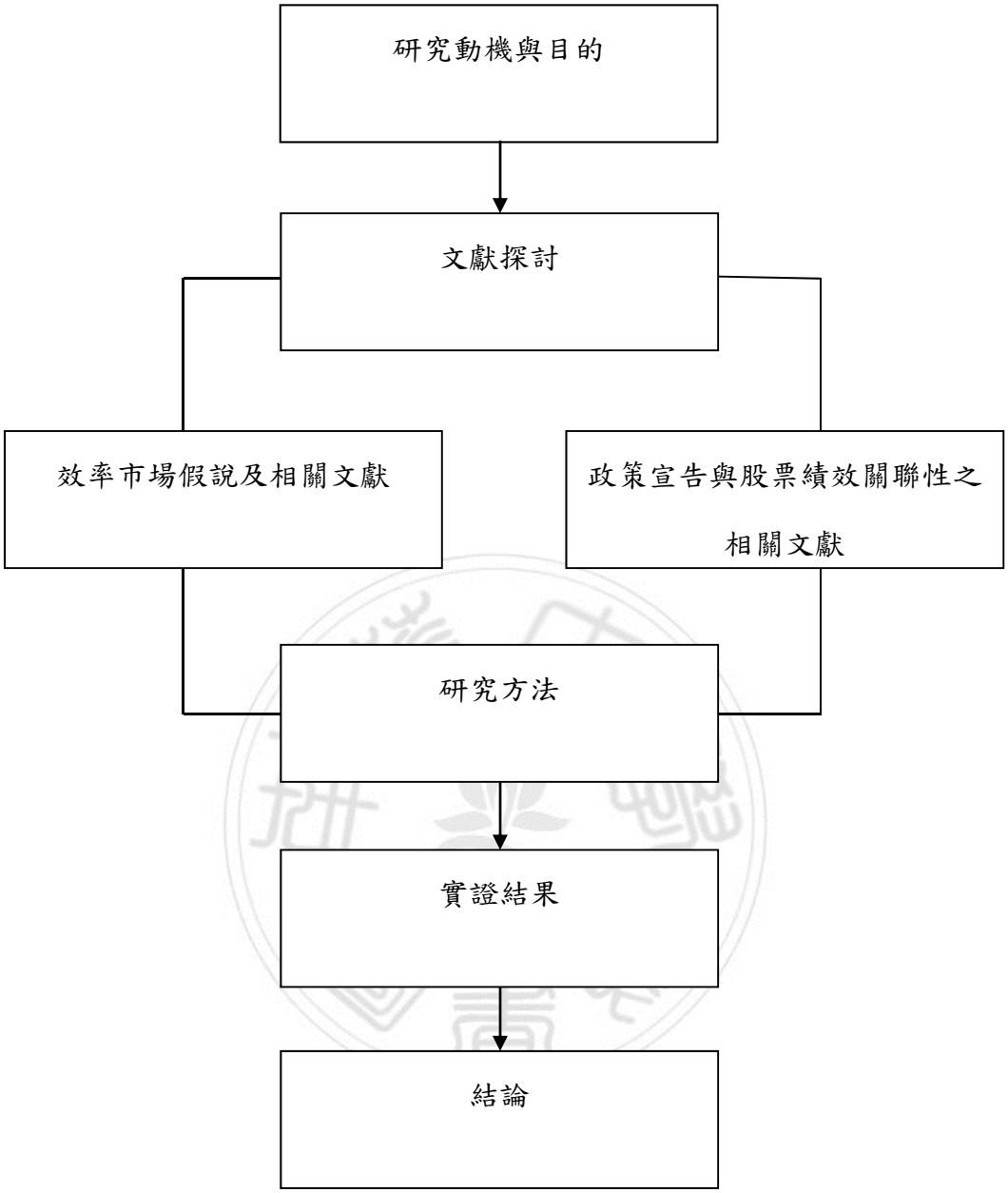

圖 2 研究流程架構圖

第二章 文獻探討

投資人對資訊的反應似乎相當敏感，對於好消息，投資人可能會追逐，導致股價上升；反之，對於利空消息，投資人可能急於拋售，使得股價下跌。因此，股價可能隱含重要資訊，這些資訊包含整體經濟情況、政治的動盪、國際情勢的變化、天然災害的發生及政府政策等；亦可能企業的個別資訊，包括財務結構、公司營運狀況、經營團隊的能力等。

第一節 效率市場假說之研究

效率市場假說（Efficient Market Hypothesis，EMH）是指證券價格能充分反映所有相關的資訊，亦即所有能夠影響股票價格的資訊都能被迅速且完全的反映在股價上。Fama（1970）將效率市場做了一個比較嚴謹的定義，把市場效率性分成三種類型：

一、弱式效率市場假說（Weak Form of The Efficiency Market Hypothesis）：股價已經反應所有過去的資訊，投資人無法由歷史性的資訊在市場中賺取超額報酬。技術分析（Technical Analysis）在弱式效率性市場中並不能幫助投資人找出價格被高估或低估的股票，藉以獲取超額報酬。

二、半強式效率市場假說（Semi-Strong Form of The Efficiency Market Hypothesis）目前證券價格已充分反映所有已公開的資訊，例如財務報表之公告及股利、股票分割、新股發行之宣告等，投資者無法利用這些情報發展出一套文易法則而獲致超額報酬。若此假說成立，則基本分析無效。

三、強式效率市場假說（Strong Form of The Efficiency Market Hypothesis）所有可獲得的相關情報均被完全反應，包括已公開及未公開的內幕消息，即使擁有內幕消息者，也無法利用該資訊而獲得超額報酬。許多實證研究發現，股票市場具

有高度的弱式效率性，以及相當程度的半強式效率性，但尚不具備強式效率市場的特性。

雖然過去相關文獻，研究大多以事件期間訊息對市場股價的異常報酬率，作為分析某單一事件的資訊效果。但近年來，議題多集中在定期的總體經濟數據宣告或政府公告貨幣政策之影響，有關分析重大事件的宣告效果，國內針對兩岸重大政經事件宣告對於台灣股價異常報酬率的影響文獻仍相當缺乏（陳芬英與黃宸浩，2012）。

第二節 政策宣告與股票績效關聯性之研究

政府之政策宣告對股票市場具影響力，蔡武峯（2008）研究陳水扁總統在2006 年元旦祝詞中，宣告新的大陸經貿原則性政策，對股票市場中與大陸關係較密切之產業（食品業、鋼鐵金屬業、紡織人纖業、電子資訊業、營建業、運輸業及觀光業），是否產生異常報酬。實證結果顯示，股票市場部份特定的產業（食品業、鋼鐵金屬業、紡織人纖業、電子資訊業、營建業、運輸業及觀光業），確實因總統元旦祝詞產生異常報酬。張建成（2010）針對海峽兩岸江陳會談，探討其簽署的協議是否會造成相關受惠類股的異常報酬率的影響。實證結果顯示，除第一次江陳會談對台灣的觀光業無異常報酬率外，其他三次會談皆會顯著影響我國整體股市與相關受惠類股的異常報酬率。陳蕙珍（2011）發現兩岸經濟合作架構協議（ECFA）相關事件宣告對台灣股票市場之影響，發現台灣上市公司股價的確會因 ECFA 相關事件之宣告而產生顯著異常報酬。許漢寬（2012）探討臺灣與中國大陸共同簽署之 ECFA 對臺灣航運與觀光產業股票價格之影響，結果發現股價會隨著協議的簽署而產生波動，因而證實了臺灣股票市場的效率性，再者，對於航運與觀光產業而言，ECFA 簽署之訊息在臺灣股票市場並未達半強式效率市場，而是呈現弱式效率市場。

國內外研究顯示資本市場對於政府租稅法令改變之事件會反映在股價上。Biddle and Lindahl（1982）指出，政府會計準則之規定改變會使公司股價異常變動。1986 年美國稅制改革（Tax Reform Act）促使政府將企業的所得稅稅率降低使得公司股價提升（Downs and Hendershott，1987；Givoly and Hayn，1991），發現，稅率降低會使公司股價提升，Schipper et al.（1987）探討 1981 年美國經濟復甦租稅法案（Economic Recovery Tax Act）對企業價值之影響，實證結果顯示，該法案允許貨車運輸公司將未攤銷之經營權分五年攤抵課稅所得，因為運輸

公司未來現金流出減少而增加公司的價值，股價會反映利多而造成正向異常報酬。

國內文獻方面，1999 年金融業營業稅率之調降，投資人會適當反映稅率調降之利多消息，而使股價產生正向異常報酬之結論（林世峰，1999；李國綸，2001）。林世銘等（2000）探討 1992 年間行政院擬將土地增值稅改按實際成交價格課徵對企業價值之影響。結果顯示，當行政院院會通過該草案時，負債比率較高的公司，其股價下跌程度顯著大於負債比率較低的上市公司。汪瑞芝與陳明進（2009）則對最低稅負（Add-on Minimum Tax）之新稅制實施事件進行研究分析。研究結果發現，該補充性課稅政策的演變期間，股票市場普遍視為利空消息，反映出股價下跌之負向累積異常報酬。黃雅玲（2004）針對土地增值稅減半延長一年的政策宣告，實證結果顯示，當立法院修法通過消息發佈時，上市上櫃營建公司累積異常報酬率與待售房地持有比率為正相關，與負債比率、公司規模為負相關。汪瑞芝等（2005）則對 2002 年之土地增值稅減半徵收政策進行事件研究。實證結果顯示，市場投資人對於政府此項減稅措施普遍認為有助活絡不動產，所以該事件為上市公司帶來利多的反應，其股價產生顯著正向累積異常報酬。姜淑萍（2010），針對宣告實施新 10 號存貨公報之發布是否對股價產生異常報酬率，實證結果顯示，整體樣本於宣告「實施新 10 號存貨公報」等事件日均有明顯股價異常報酬率。杜泯錡（2010）針對優惠房貸政策，探討優惠房貸政策之施行在特定訊息發佈事件日對營建業公司之股價異常報酬率是否有所影響。實證結果顯示，優惠房貸對於營造業公司於部分事件，呈現看空情勢，於其他事件均顯示出優惠房貸對於股價異常報酬率變動有正向變動。黃延辰（2012）市場可能普遍預期營利事業所得稅稅率調降對企業有利，故股價產生顯著正向之異常報酬。

第三章 研究設計

第一節 研究對象與範圍

本研究以台灣全體上市櫃公司與八大類股股價報酬率作為研究標的，其中八大類股包含電子、金融保險、塑膠工業、鋼鐵工業、紡織纖維、建材營造、汽車工業及食品工業類，並以立法院於 2012 年 7 月 25 日順利三讀通過「修正動議版」及 2013 年 6 月 25 日表決通過證所稅修正案等為宣告日，本文並將總計三個相關事件日及發生事件彙整為表 1，本文以 2012 年 1 月 1 日至 2013 年 7 月 31 日為研究期間，政策宣告之事件日資料取自立法院公報、經濟日報與聯合晚報等，股價日報酬率資料則取自「台灣經濟新報資料庫」。

表 1 證所稅宣告相關事件日

進展序號	日期	重要事件	事件簡稱	資料來源
1	2012.03.29	財政部健全小組確定將資本利得課稅議題列為稅收最優先討論議題	財政部確定證所稅最優先課徵	聯合晚報
2	2012.07.25	立法院臨時會三讀通過證所稅「修正動議版」2013 年上路初期兩年先採「設算所得」和「核實課徵」雙軌制	立法院三讀通過課徵證所稅	經濟日報
3	2013.06.25	通過證所稅修正案	立法院通過證所稅修正案	立法院公報

第二節 事件研究法

本文採用事件研究法（Event Study）驗證證所稅宣告與取消是否造成股價異常報酬（沈中華與李建然，2000）。事件研究法在實證上主要是用來探討某一特定事件的發生或宣告，是否會引起商品或股票價格的變動產生「異常報酬率」（Abnormal Returns）。首先需將事件及事件發生之日期予以明確定義，本文研究證所稅宣告訊息對公司股價之影響，因此證所稅宣告與取消即為本研究之「事件」，本文以 3 個證所稅宣告日為事件日，事件日為「零日」以 t=0 表示，若公告當日證券市場休市，則以其後之第一個交易日為事件日，以「-t 日」表示事件前第 t 個交易日，以「+t 日」表示事件後第 t 個交易日。此外本文定義事件研究法之相關期間如下，研究期間（Study Period）：（t＝-180～t＝＋10）指事件日前第 180 個交易日至事件日後第 10 個交易日間之全部期間，包含事件日在內共計 190 日個交易日；係數估計期（Estimation Period）：（t＝-180～t＝-11）指自事件日前第 180 個交易日至事件日前第 11 個交易日共計 170 個交易日之期間，以此期間代入市場模式估計得出估計期相關係數；觀察測試期（Event Period）：（t＝-10～t＝10）指事件日前第 10 個交易日至事件日後第 10 個交易日間，連同事件日共計 21 個交易日，又稱為「事件窗口」。本文並以市場模式法（沈中華及李建然，2000）來估計樣本係數並評估期望報酬率以求得異常報酬率，在檢定異常報酬及累積平均異常報酬時，本研究採用 Student t 分布及 t 檢定法來檢定其假設（Brown and Warner, 1980），其中對於累積平均異常報酬率係採有母數之普通橫剖面法（Ordinary Cross-Sectional Method, OCSM）方式檢定，此檢定考量證所稅宣告與取消後事件期間之異常報酬率的關聯性。

本文的研究方法是以市場模式為主，市場模式是用普通的最小平方法（Ordinary Least Square；簡稱 OLS）建立以下的迴歸模式

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

R_{it}：表示公司 i 在 t 期的報酬率，ε_{it} 為誤差項，ε_{it}~N（0,σ^2）經過最小平方法就可得到估計值 $\hat{\alpha}_i$ 和 $\hat{\beta}_i$ 事件期 E 的預期報酬率為

$$E(\hat{R}_{tE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE} \quad (2)$$

異常報酬率是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率公式如下

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad (3)$$

AR_{iE} 是為事件期中公司第 i 家的異常報酬率。

其中，R_{iE} 是實際報酬率，AR_{iE} 是超額報酬， $E(\hat{R}_{iE})$ 是預期報酬率。

再進行統計檢定之前，要計算異常報酬率的平均（average AR；簡稱 AAR），定義為

$$AAR_E = \sum_{i=1}^{N} AR_{iE} \quad (4)$$

其中，N 為全部公司的數量。

最後，累積平均異常報酬率（cumulative AAR；簡稱 CAAR）定義為

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{E=t_1}^{t_2} AAR_E \quad (5)$$

第四章 實證結果與分析

為了解證所稅宣告事件對研究樣本股價之影響，本文參照第二章研究設計之研究對象與範圍及事件研究法，並依據報紙及公開資訊證所稅相關訊息將樣本研究期間區分為三個事件日探討證所稅宣告對股市及八大類股股價異常報酬率的影響。上述事件日分別為：第一事件日，財政部健全小組確定；第二事件日，立法院三讀；及第三事件日，立法院修正案通過。股價報酬率是取自「台灣經濟新報資料庫」，從 2012 年 1 月 1 日至 2013 年 7 月 31 日之日資料。本章將研究樣本之實證結果分為敘述統計量分析，全體樣本公司之股價異常報酬及八大類股股價報酬率實證結果分述如下。

第一節敘述統計量分析

本研究以台灣全體上市櫃公司與八大類股股價報酬率作為研究標的，其中八大類股包含電子、金融保險、塑膠工業、鋼鐵工業、紡織纖維、建材營造、汽車工業及食品工業，樣本擷取於台灣證交所 2012 年 1 月 1 日至 2013 年 7 月 31 日之上市櫃公司，共計 1,011 檔股票，作為研究樣本，八大類股占台股市值的比重及樣本家數整理如表 2。表 2 顯示上述研究期間，電子類占台股市值的比重高達 48.17%，樣本家數為 750 家，因此電子類股仍為台灣股市最重要之類股，呼應新興市場教父馬克墨比爾斯（Mark Mobius）於 2014 年 4 月 1 日表示，看好台股未來表現[2]，尤其是科技產業，首選為智慧型手機或電子零組件相關類股；其次，金融保險類占台股市值的比重為 14.35%，樣本家數為 43 家；塑膠工業類占台股市值的比重為 7.275%，樣本家數為 28 家；鋼鐵工業類占台股市值的比重為 2.5%，樣本家數為 40 家；紡織纖維類占台股市值的比重為 2.25%，樣本家數為 54 家；建材營造類占台股市值的比重為 2.2%，樣本家數為 67 家；汽車工業類占台股市

[2] 詳見 2014/4/2 工商時報

值的比重為2%,樣本家數為5家;最後,食品工業類占台股市值的比重為1.91%,樣本家數為24家。

表 2 八大類股占台股市值的比重及樣本家數

類股	比重%	樣本家數
電子	48.17	750
金融保險	14.35	43
塑膠工業	7.27	28
鋼鐵工業	2.50	40
紡織纖維	2.25	54
建材營造	2.20	67
汽車工業	2.00	5
食品工業	1.91	24

資料來源：本研究整理（2012 年 1 月 1 日至 2013 年 7 月 31 日）

第二節 全體樣本公司之股價異常報酬

表 3 至表 5 分別為證所稅宣告相關三事件日之實證結果。由表 3 證所稅宣告財政部健全小組確定之實證結果可清楚看出，在事件日前 t=–10~-3 天，全體樣本公司的平均異常報酬率處在波動階段，漲跌互見，t=–2 開始股價下跌，達到統計上顯著性（p 值小於 0.01），顯示投資人於財政部健全小組確定之證所稅宣告前兩天，可能先行退場，導致上市櫃公司收盤股價呈現明顯下跌，實證結果當天（t=0）下跌幅度最大，為-1.9126%。但在事件隔日，雖然股價微幅反彈，但在 t=3 及 t=4 又呈現下跌狀態。另外，累積異常報酬 CAR 顯示，在事件日前 t=–10~-3 天，全體樣本公司的累積異常報酬率皆為正值，但自 t=–2 開始往下持續盤跌，一路走低，實證結果顯示，在事件前一日（t=-1）CAR 顯著為負，可能存在資訊外溢之現象或投資人先行退場，t=–1~10 天 CAR 皆為顯著負值，因此，顯示課徵證所稅對台灣股市存在負面之影響。

表 3 證所稅宣告財政部健全小組確定（第一事件日）之實證結果

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	0.2158	***	0.0017	-10	0.2158	***	0.0017
-9	0.7946	***	0.0000	-9	1.0104	***	0.0000
-8	-0.3542	***	0.0000	-8	0.6562	***	0.0000
-7	0.1286	*	0.0611	-7	0.7848	***	0.0000
-6	-0.4671	***	0.0000	-6	0.3178	**	0.0385
-5	-0.1308	*	0.0567	-5	0.1870		0.2662
-4	0.0143		0.8356	-4	0.2012		0.2680
-3	1.0620	***	0.0000	-3	1.2632	***	0.0000
-2	-1.2901	***	0.0000	-2	-0.0269		0.8960
-1	-0.3581	***	0.0000	-1	-0.3850	*	0.0761
0	-1.9126	***	0.0000	0	-2.2977	***	0.0000
1	0.2784	***	0.0001	1	-2.0192	***	0.0000
2	0.0405		0.5552	2	-1.9787	***	0.0000
3	-1.9002	***	0.0000	3	-3.8789	***	0.0000
4	-0.5981	***	0.0000	4	-4.4770	***	0.0000
5	1.6370	***	0.0000	5	-2.8400	***	0.0000
6	0.2510	***	0.0003	6	-2.5890	***	0.0000
7	0.4355	***	0.0000	7	-2.1535	***	0.0000
8	0.0505		0.4620	8	-2.1030	***	0.0000
9	0.3107	***	0.0000	9	-1.7923	***	0.0000
10	0.1470	**	0.0323	10	-1.6453	***	0.0000

說明：***為達 1%顯著水準，**為達 5%顯著水準，*為達 10%顯著水準。

表 4 為證所稅經立法院三讀之實證結果。在事件日前 t=–10~-4 天，全體樣本公司的平均異常報酬率亦處在波動階段，有漲有跌，t=–4 股價開始呈現下跌趨勢，但不明顯，然而從累積異常報酬 CAR 看出，在事件日後二日（t=2）開始，全體樣本公司的累積異常報酬率開始下滑皆為負值，且跌幅擴大，顯示證所稅經立法院三讀仍對台灣股市存在負面之影響。

表 4 證所稅宣告立法院三讀（第二事件日）之實證結果

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	0.1157	*	0.0532	-10	0.1157	**	0.0532
-9	0.6971	***	0.0000	-9	0.8128	***	0.0000
-8	-0.4372	***	0.0000	-8	0.3757	***	0.0003
-7	-0.6609	***	0.0000	-7	-0.2853	**	0.0172
-6	-0.1117	*	0.0620	-6	-0.3970	***	0.0030
-5	0.5208	***	0.0000	-5	0.1238		0.3988
-4	-0.5041	***	0.0000	-4	-0.3804	**	0.0163
-3	-0.1620	***	0.0068	-3	-0.5423	***	0.0014
-2	0.4609	***	0.0000	-2	-0.0815		0.6502
-1	-0.2155	***	0.0003	-1	-0.2970		0.1168
0	0.3842	***	0.0000	0	0.0872		0.6604
1	0.3691	***	0.0000	1	0.4564	**	0.0278
2	-1.0447	***	0.0000	2	-0.5884	***	0.0064
3	-0.1220	**	0.0416	3	-0.7104	***	0.0015
4	-1.0366	***	0.0000	4	-1.7469	***	0.0000
5	0.5635	***	0.0000	5	-1.1834	***	0.0000
6	0.2127	***	0.0004	6	-0.9707	***	0.0001
7	-0.7621	***	0.0000	7	-1.7328	***	0.0000
8	-0.6170	***	0.0000	8	-2.3497	***	0.0000
9	0.1675	***	0.0052	9	-2.1823	***	0.0000
10	-0.1619	***	0.0069	10	-2.3442	***	0.0000

說明：***為達 1%顯著水準，**為達 5%顯著水準，*為達 10%顯著水準。

表 5 為第三事件日證所稅經立法院修正案通過之實證結果。由表 5 之實證結果顯示，即使距離立法院三讀經過約一年時間，投資人對於證所稅仍然有所恐懼，立法院修正案通過當天下跌 1.2094%，之後連續下跌三天，第四天雖然反彈，但從 CAR 可以看出，證所稅即使經立法院通過修正案（取消實施）實施後的 CAR 值皆為顯著負值，顯示證所稅對於台灣股市之股價受挫且有延燒之現象，隱含此訊息之宣告對股市存在負面影響。

表 5 證所稅宣告立法院修正案通過（第三事件日）之實證結果

事件期	AR		P 值	事件期	CAR		P 值
-10	-0.0393		0.4821	-10	-0.0393		0.4821
-9	0.2098	***	0.0002	-9	0.1705	**	0.031
-8	-0.1535	***	0.0060	-8	0.0170		0.8605
-7	-0.8282	***	0.0000	-7	-0.8112	***	0.0000
-6	0.4043	***	0.0000	-6	-0.4069	***	0.0011
-5	0.3426	***	0.0000	-5	-0.0643		0.6386
-4	0.3728	***	0.0000	-4	0.3085	**	0.0369
-3	0.0672		0.2289	-3	0.3758	**	0.0174
-2	0.0289		0.6045	-2	0.4047	**	0.0158
-1	0.3965	***	0.0000	-1	0.8012	***	0.0000
0	-1.2094	***	0.0000	0	-0.4083	**	0.0276
1	-0.2684	***	0.0000	1	-0.6767	***	0.0005
2	-0.1238	**	0.0267	2	-0.8005	***	0.0001
3	-1.7143	***	0.0000	3	-2.5148	***	0.0000
4	1.3551	***	0.0000	4	-1.1598	***	0.0000
5	0.0896		0.1087	5	-1.0702	***	0.0000
6	0.3186	***	0.0000	6	-0.7515	***	0.0011
7	-0.3116	***	0.0000	7	-1.0631	***	0.0000
8	-0.4610	***	0.0000	8	-1.5240	***	0.0000
9	0.4765	***	0.0000	9	-1.0475	***	0.0000
10	-0.5513	***	0.0000	10	-1.5988	***	0.0000

說明：***為達 1%顯著水準，**為達 5%顯著水準，*為達 10%顯著水準。

全體樣本之 1,011 家台灣上市櫃公司，在各事件當日與前後各 10 日的平均異常報酬率（AR）及累計平均異常報酬率（CAR）圖形，如圖 3 及圖 4 所示。由圖 3 的 AR 曲線可看出，第一事件日，財政部健全小組確定將資本利得課稅議題列為稅收最優先討論議題及第三事件日，立法院修正案通過的消息宣告時（即

t=0），股價下跌，尤其是前者宣告當天 AR 下跌高達-1.9126%，顯示投資人對證所稅之議題十分敏感，因此第一事件反應最為激烈，第二事件日，立法院三讀時雖然 AR 為 0.3842%，然而第三事件日，立法院通過證所稅修正案的消息宣告時 AR 下跌 1.2094%。圖 4 為各事件日的 CAR 曲線，顯示證所稅宣告後，股價受挫且有延燒之現象，存在負累積異常報酬，即使第二事件日反應較少亦於 t=2 後跌幅加重，事件日後累積平均異常報酬均大部分為負值，隱含此訊息之宣告對股市存在負面影響。

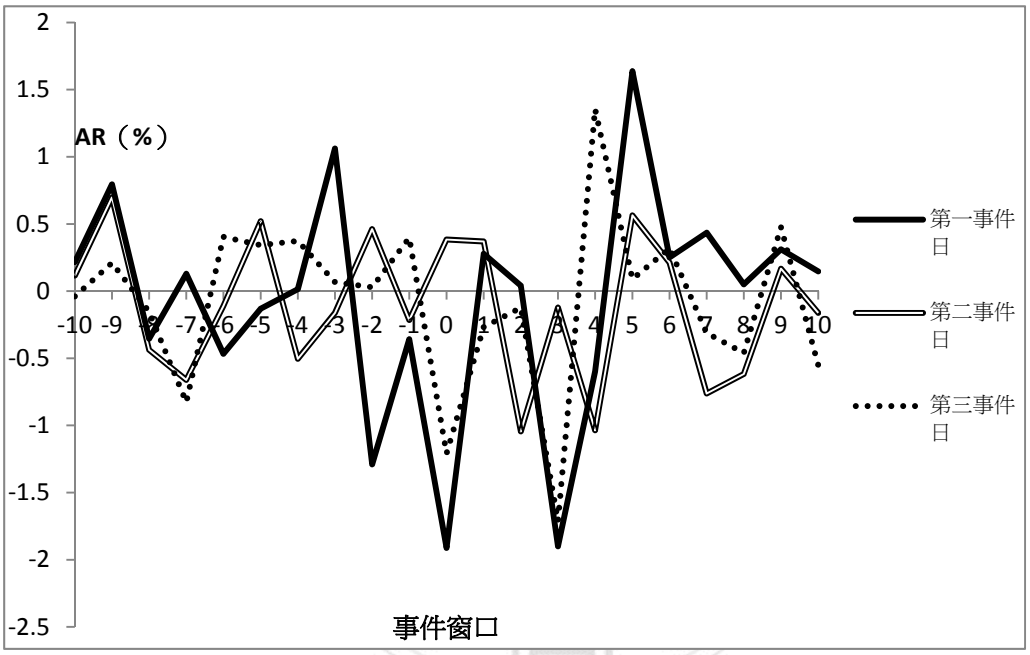

圖 3 各事件日之平均異常報酬率

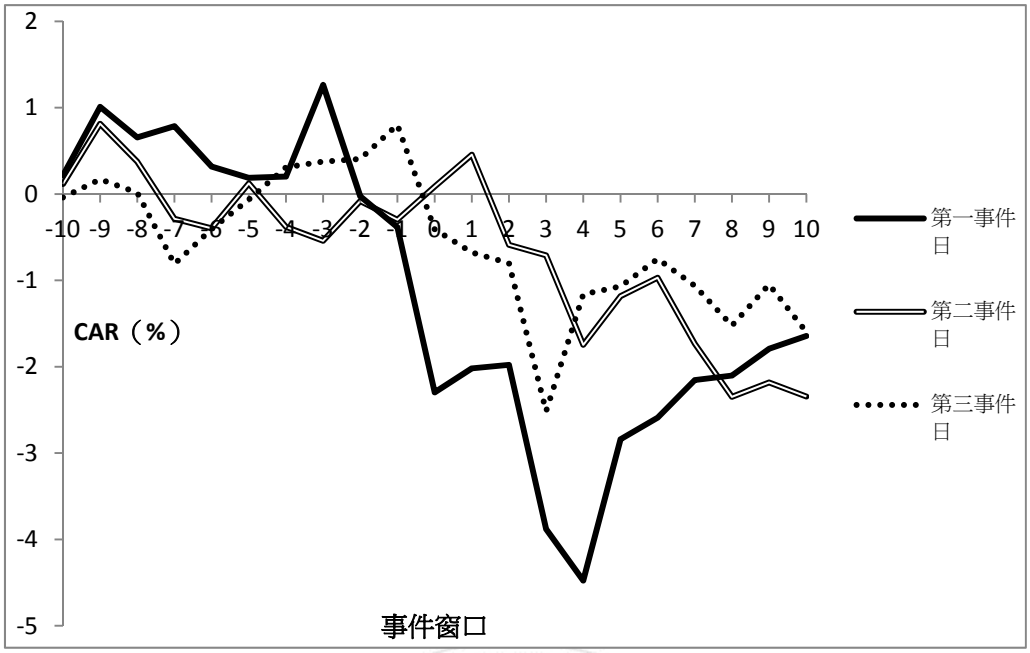

圖 4 各事件日之累積平均異常報酬率

綜合以上結果，顯示課徵證所稅，市場投資人多視之為股市之壞消息，因此，促使股價下跌而有顯著負面反應。以下將進一步檢視在八大類股在不同產業別下是否會有不一樣的結果出現，以進一步釐清股價背後所傳達的資訊。

第三節 八大類股之股價異常報酬

表 6 與表 7 分別為證所稅宣告三事件日之八大類股 AR 之實證結果。表 6 顯示第一個事件日八大類股之平均異常報酬率全部為負值，除塑化類股與汽車類股外其餘皆達顯著水準(p 值小於 0.01)。鋼鐵-1.9257%，食品-1.3351%，紡織-0.953%，電子-2.1547%，建材營造-1.1828%，最後，金融為-1.1422%。上述結果，隱含證所稅宣告之初次事件，市場反應普遍下跌且幅度較大。表 6 中第二個事件日八大類股中，達顯著水準（p 值小於 0.01）之類股為塑化 0.9337%，電子 0.2577%，及金融 0.5901%。上述結果，隱含證所稅宣告之經立院三讀對於股市影響漸淡。然而從表 6 顯示第三個事件日與第一事件日相同除鋼鐵與汽車類股外，其餘類股中呈現為負值且達顯著水準（p 值小於 0.01）。食品-1.065%，紡織-0.8004%，塑化-0.9838%，電子-1.1114%，建材營造-5.812%，最後，金融為-0.4823%。由各類股之平均異常報酬觀察，可以歸納如下：鋼鐵類股之平均異常報酬於第一事件日呈現顯著負值，食品類股與紡織類股之平均異常報酬於第一及第三事件日呈現顯著負值，塑化類股之平均異常報酬於第二及第三事件日呈現顯著負值，電子類股之平均異常報酬於全部事件日呈現顯著負值，建材營造類股之平均異常報酬於第一及第三事件日呈現顯著負值，最後，金融類股之平均異常報酬於第一及第三事件日呈現顯著負值，第二事件日則呈現顯著正值。上述平均異常報酬之顯著為負隱含證所稅宣告的確造成台灣股市動盪而下跌。

表 7 為證所稅宣告三事件日之八大類股 CAR 之實證結果。表 7 顯示出各事件日鋼鐵，食品，紡織，塑化，電子，汽車，建材營造及金融之累積平均異常報酬。第一個事件日跌幅最大為汽車高達 12.4061%（p 值小於 0.01），第二個事件日跌幅最大為電子 4.7147%，第三個事件日建材營造跌幅最大為 5.812%。鋼鐵類股之累積平均異常報酬於第一及第二事件日呈現顯著負值，食品類股之累積平均異常報酬於第三事件日呈現顯著正值，紡織類股之累積平均異常報酬於第一及

第三事件日呈現顯著負值，塑化類股之累積平均異常報酬於第三事件日呈現顯著正值，電子類股之累積平均異常報酬於全部事件日呈現顯著負值，汽車類股之累積平均異常報酬於第一事件日呈現顯著負值，建材營造類股之累積平均異常報酬於第一日呈現顯著正值，而於第三事件日呈現顯著負值，最後，金融類股之累積平均異常報酬於第二事件日呈現顯著正值。

表 6 證所稅宣告三事件日之八大類股 AR 之實證結果

類股 \ 事件日	事件一（2012/03/29）	事件二（2012/07/25）	事件三（2013/06/25）
鋼鐵	-1.9257 （0.0000）***	0.2194 （0.3916）	-0.2662 （0.2830）
食品	-1.3351 （0.0003）***	0.1942 （0.5317）	-1.065 （0.0000）***
紡織	-0.953 （0.0009）***	-0.1329 （0.6260）	-0.8004 （0.0030）***
塑化	-0.3518 （0.3434）	0.9337 （0.0035）***	-0.9838 （0.0014）***
電子	-2.1547 （0.0000）***	0.2577 （0.0033）***	-1.1114 （0.0000）***
汽車	-1.1828 （0.2217）	0.5394 （0.5525）	-1.0765 （0.1205）
建材營造	-1.6828 （0.0000）***	0.4579 （0.0538）	-5.812 （0.0000）***
金融	-1.1422 （0.0000）***	0.5901 （0.0053）***	-0.4823 （0.0038）***

說明：1.括號中為 p 值。

2.***為達 1%顯著水準，**為達 5%顯著水準，*為達 10%顯著水準。

表 7 證所稅宣告三事件日之八大類股 CAR 之實證結果

類股 \ 事件日	事件一（2012/03/29）	事件二（2012/07/25）	事件三（2013/06/25）
鋼鐵	-3.2579 （0.0107）**	-2.3007 （0.0500）**	-1.1211 （0.3237）
食品	-1.8515 （0.2783）	-0.5291 （0.7101）	2.1928 （0.0633）*
紡織	-3.5868 （0.0064）***	0.9612 （0.4420）	-3.4654 （0.0050）***
塑化	2.0347 （0.2318）	2.2183 （0.1295）	4.9527 （0.0004）***
電子	-1.6401 （0.0001）***	-4.7147 （0.0000）***	-2.2391 （0.0000）***
汽車	-12.4061 （0.0052）***	4.4509 （0.2848）	3.5916 （0.2583）
建材營造	2.0765 （0.0801）*	-1.0835 （0.3194）	-5.812 （0.0000）***
金融	-1.4427 （0.1656）	4.1024 （0.0000）***	-0.6171 （0.4187）

說明：1.括號中為 p 值。

2.***為達 1%顯著水準，**為達 5%顯著水準，*為達 10%顯著水準。

另外，八大類股在各事件當日與前後各 10 日的平均異常報酬率（AR）及累計平均異常報酬率（CAR）圖形分別列於圖 5 至圖 10。圖 5 顯示在財政部健全小組確定事件日前 t=–6，汽車類股 AR 跌幅最大，高達-2.6647%，電子類股則於 t=5 之 AR，不跌反升，為 2.046%。

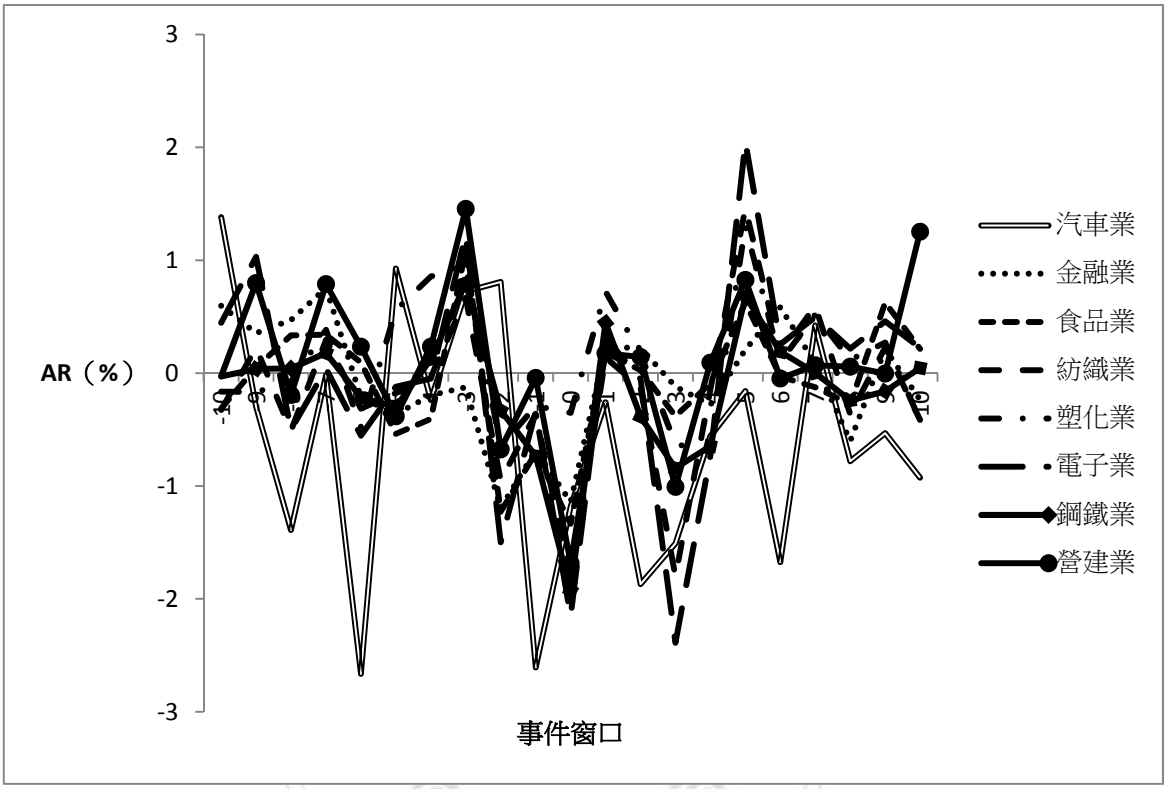

圖 5 財政部健全小組確定事件日之 AR

圖 6 顯示在財政部健全小組確定事件日 t=10，汽車類股 CAR 跌幅最大，高達-12.4061%，營建類股則於 t=-3 之 CAR，不跌反升，為 2.913%。

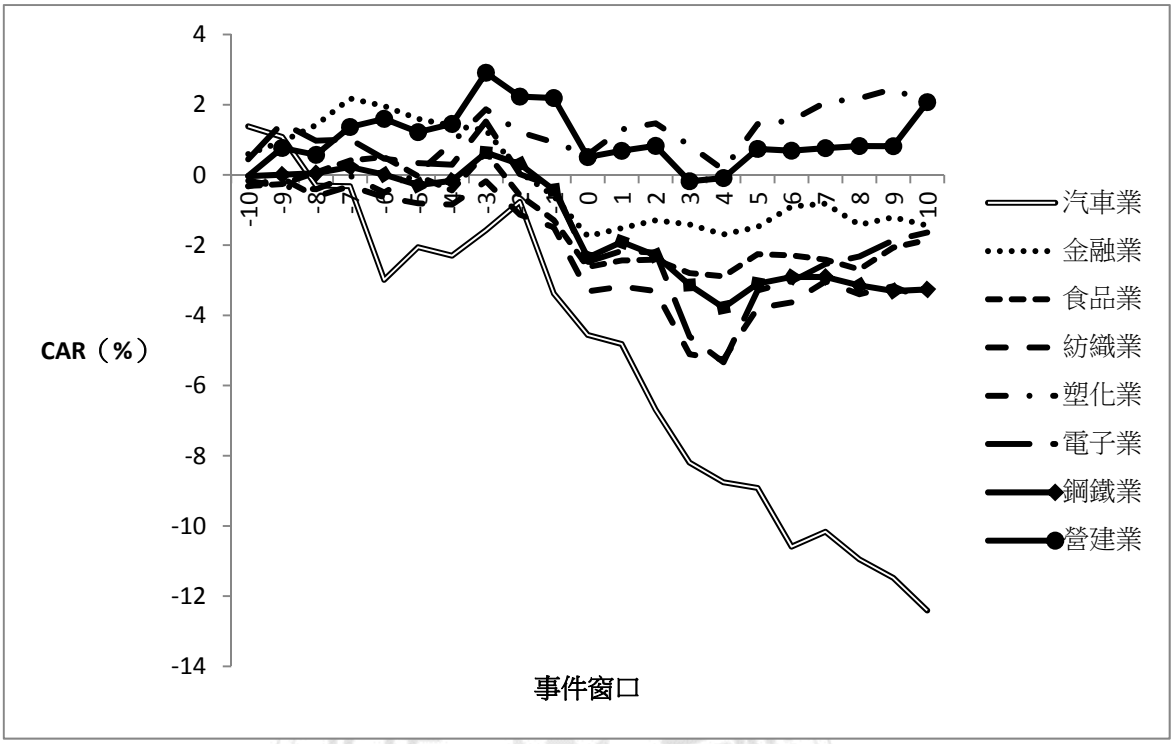

圖 6 財政部健全小組確定事件日之 CAR

圖 7 顯示在證所稅行政院三讀事件日 t=2，汽車類股 AR 跌幅最大，高達 -1.7976%，而同樣是汽車類股 AR 則於 t=-9 之 AR，不跌反升，為 2.3631%。

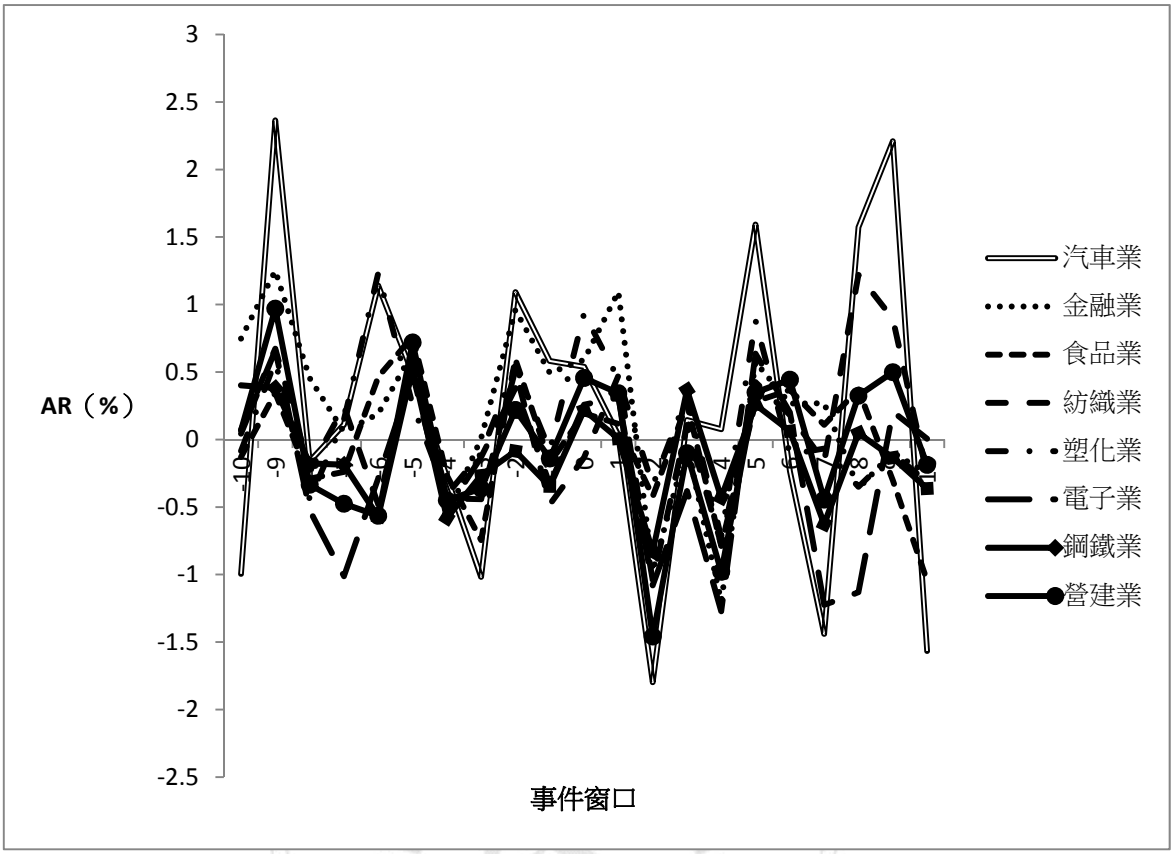

圖 7 行政院三讀事件日之 AR

圖 8 顯示在證所稅行政院三讀事件日 t=10，電子類股 CAR 跌幅最大，高達 -4.7147%，汽車類股則於 t=9 之 CAR 為 6.0167% 。

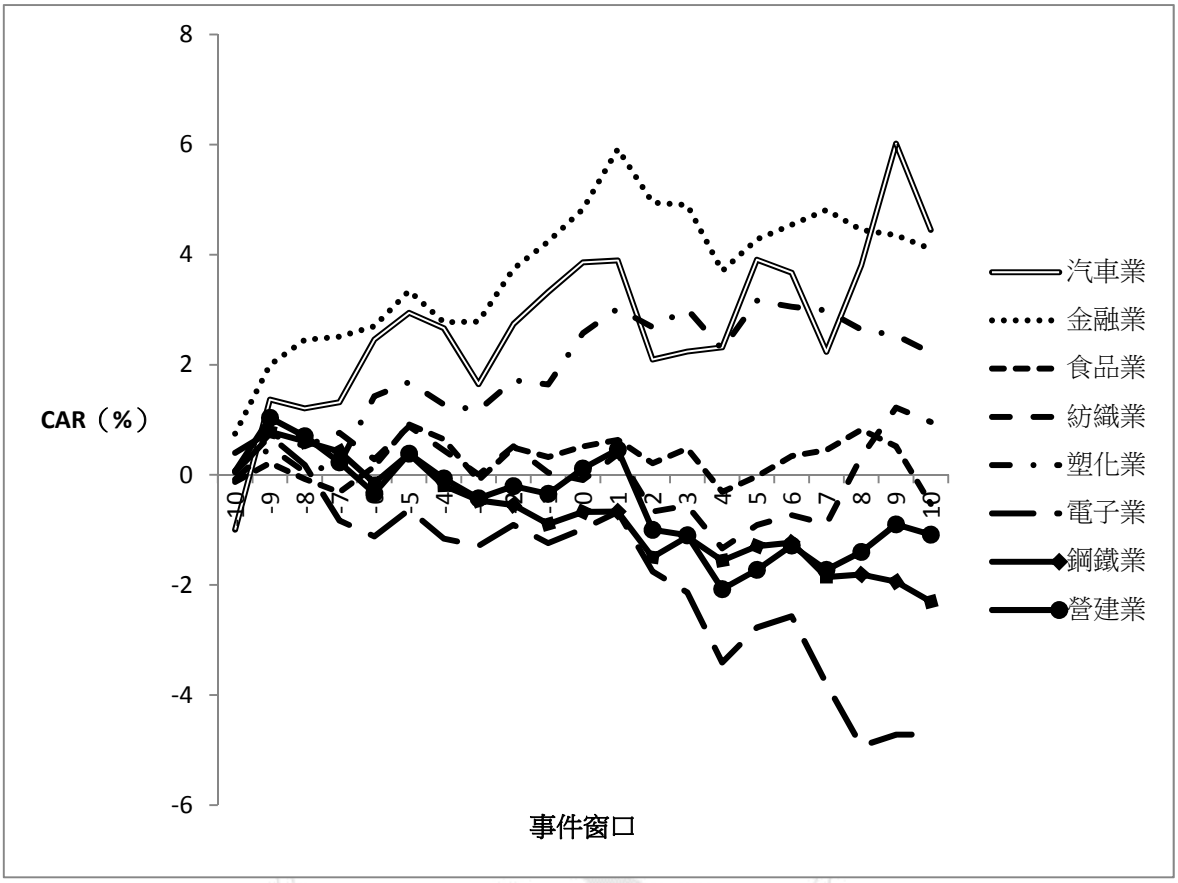

圖 8 行政院三讀事件日之 CAR

圖 9 顯示在證所稅行政院通過修正案事件日 t=-2，汽車類股 AR 跌幅最大，高達-2.8449%，而同樣是汽車類股 AR 則於 t=4 之 AR，不跌反升，為 1.9877%。

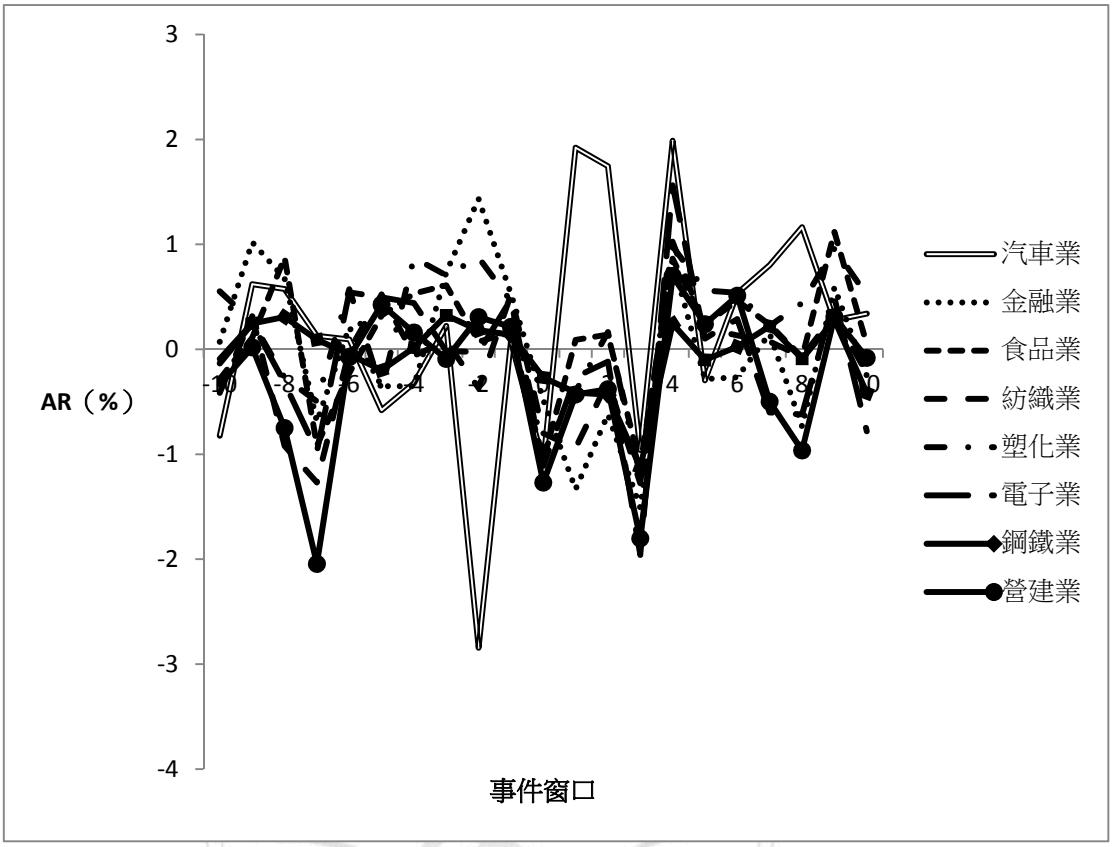

圖 9 行政院通過修正案事件日之 AR

圖 10 顯示在證所稅行政院通過修正案事件日 t=8，營建類股 CAR 跌幅最大，高達-6.0404%，CAR 漲幅最大為塑化類股 t=10 之 4.9527%。

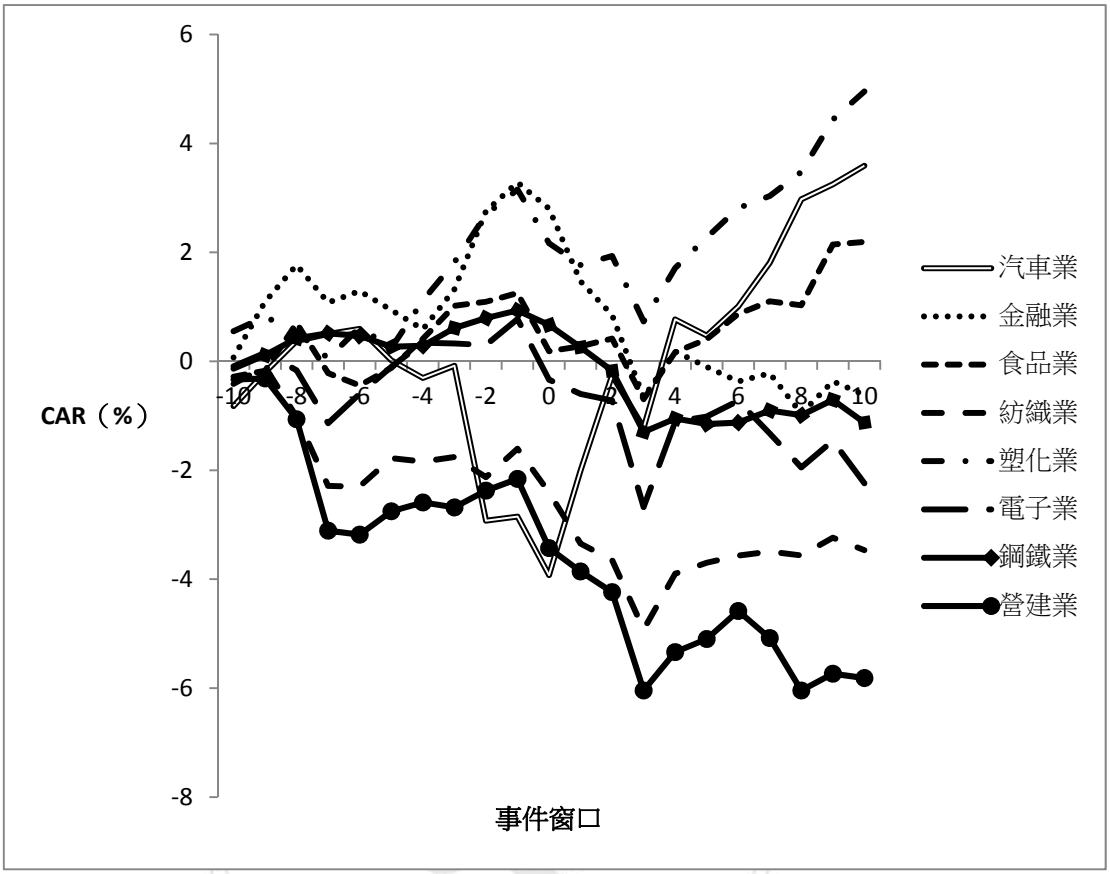

圖 10 行政院通過修正案事件日之 CAR

第五章 結論與建議

第一節 結論

本研究旨在運用事件研究法探討證所稅宣告對股價之影響，研究標的為台灣全體上市櫃公司與八大類股股價報酬率，其中八大類股包含電子、金融保險、塑膠工業、鋼鐵工業、紡織纖維、建材營造、汽車工業及食品工業類。本研究使用事件研究法，並依據報紙及公開資訊證所稅相關訊息將樣本研究期間區分為三個事件日探討證所稅宣告對股市及八大類股日異常報酬率的影響。上述事件日分別為：第一事件日，財政部健全小組確定；第二事件日，立法院三讀；及第三事件日，立法院修正案通過。股價報酬率是取自「台灣經濟新報資料庫」，研究資料則為 2012 年 1 月 1 日至 2013 年 7 月 31 日之日資料。台灣證券交易所之台灣全體上市櫃公司與八大類股股價報酬率是否受到證所稅影響而產生累積異常報酬，投資人能迅速獲得該資訊並立即反應在股票價格上，造成股票市場價格變動之程度，經由第四章實證結果及分析，歸納結論如下：

一、課徵證所稅之訊息公布時，會對台灣上市櫃公司之股價產生異常報酬。實證結果發現在第一個事件日（財政部健全小組確定）及第三個事件日（立法院修正案通過），存在顯著負的平均異常報酬率，第二個事件日（立法院三讀）則為正的平均異常報酬率。第一個事件日及第三個事件日，亦存在顯著負的累積平均異常報酬率，第二個事件日之累積平均異常報酬率則在事件日後二日（t=2）開始下滑皆為負值。

二、課徵證所稅之訊息公布時，會對八大類股之股價產生異常報酬。第一個事件日除汽車類股及塑化類股外，其餘六大類股之平均異常報酬率全部顯著為負值，第二個事件日塑化類股、電子類股及金融類股則達顯著水準且為正值，第三個事件日除鋼鐵類股與汽車類股外，其餘六大類股中之平均異常報酬率又呈現為顯著負值。累積平均異常報酬率（CAR）則在第一個事件日跌幅最大為汽車類股高達 12.4061%，第二個事件日跌幅最大為電子類股 4.7147%，第三個事件日建材營造類股跌幅最大為 5.812%。

三、課徵證所稅之訊息公布時，鋼鐵類股之平均異常報酬於第一事件日呈現顯著負值，食品類股與紡織類股之平均異常報酬於第一及第三事件日呈現顯著負值，塑化類股之平均異常報酬於第二事件日顯著為正值，第三事件日呈現顯著負值，電子類股之平均異常報酬於第一及第三事件日顯著為負值，但於第二事件日呈現顯著正值，建材營造類股之平均異常報酬於第一及第三事件日呈現顯著負值，最後，金融類股之平均異常報酬於第一及第三事件日呈現顯著負值，第二事件日則呈現顯著正值。

綜合以上，本研究針對證所稅宣告之三訊息，即財政部健全小組確定、立法院三讀及立法院修正案通過等對台灣上市櫃及八大類股價之異常報酬，研究發現上述證所稅相關三事件對存在台灣上市櫃及八大類股價存在顯著負影響。本文之結果除可提供主管機關參考，健全證券業之發展外，亦可以提供投資人資訊，以作為投資依據。

第二節 後續研究與建議

一、後續研究可加入各產業之相關財務比率及景氣循環等變項藉以探討橫斷面的分析，以增加此議題研究之完整性。

二、課徵證所稅之訊息對於台灣股市產生不利之影響，即使 2013.06.25 通過證所稅修正案試圖挽回投資人信心，由實證結果顯示投資人仍欠缺投資信心，建議可繼續觀察此議題對台灣股市之長期影響，以提供主管機關更多之參考。

參考文獻

中文部份

李國綸（2001），「調降金融業營業稅率市場反應之研究」，台灣大學會計研究所碩士論文。

杜泯錡（2010），「優惠房貸政策對營建業上市公司股價表現影響」，國立交通大學土木工程學系碩士論文。

汪瑞芝、陳明進（2009），「最低稅負制對股市反應之實證研究」，臺大管理論叢，第十九卷第二期，215-248 頁。

汪瑞芝、陳明進、林世銘（2005），「土地增值稅減半政策之事件研究」，證券市場發展，第十七卷第一期，75-100 頁。

沈中華、李建然（2000），「事件研究法－財務與會計實證研究必備」，華泰文化事業出版社。

林世峰（1999），「營業稅率調降對於金融業股價的影響」，臺灣大學商學研究所碩士論文。

林世銘、陳明進、蔡天俊（2000），「土地增值稅政策對股市之影響」，當代會計，第一卷第一期，1-18 頁。

林美絨（2013），「宣示課徵證所稅對台股成交金額之影響」，台灣大學經濟學研究所碩士論文。

姜淑萍（2010），「宣告實施新 10 號存貨公報之股價異常報酬探討」，國立中央大學產業經濟研究所碩士論文。

張建成（2010），「兩岸經貿互動行為對台灣股市之影響-以四次江陳會為例」，國立政治大學經營管理研究所碩士論文。

許漢寬（2012），「ECFA 協議簽署對股票價格的宣告效果－以台灣航運與觀光產業為例」，虎尾科技大學經營管理研究所碩士論文。

陳芬英、黃宸浩（2012），「政策宣告與股價異常報酬率之研究：台灣股價的實證分析」，台灣金融財務季刊，第十三卷第一期，57-85 頁。.

陳蕙珍（2011），「ECFA 事件宣告對台灣股票市場之影響-以台灣上市公司為例」，中正大學財務金融研究所碩士論文。

黃延辰（2012），「營利事業所得稅稅率調降之市場反應研究」，北商學報，第 22 期，1-29 頁。

黃雅玲（2004），「土地增值稅減半徵收延長一年對營建業股票報酬率之影響」，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。

蔡武峯（2008），「2006 年總統元旦祝詞對台灣股票市場之影響」，世新大學企業管理研究所碩士論文。

英文部份

Biddle, G. C. and F. W. Lindahl(1982), "Stock Price Reactions to LIFO Adoption: The Association between Excess Return and LIFO Tax Saving," *Journal of Accounting Research*, Vol.20, pp.551-588.

Brown, S., and J. Warner(1980),"Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*,Vol.8, pp. 205-258.

Downs, T. and P. H. Hendershott(1987), "Tax Policy and Stock Prices," *National Tax Journal*, Vol.40, pp.183-190.

Fama, E.(1970), "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work," *Journal of Finance*, Vol.25, pp.383-417.

Givoly, D. and C. Hayn(1991), "The Aggregate and Distributional Effects of the Tax Reform Act of 1986 on Firm Valuation," *Journal of Business*, Vol.64, pp.363-392.

Schipper, K., R. Thompson and R. L. Weil(1987), "Disentangling Interrelated Effects of Regulatory Changes on Shareholder Wealth: The Case of Motor Carrier Deregulation," *Journal of Law and Economics*, Vol.30, pp.67-100.