

南華大學

財務管理研究所碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

營利事業所得稅調降對營建業股價影響之研究

The Study on the Effect of Reduction Corporation Income Tax on the Stock Price
of Real Estate Industry

指導教授：張瑞真 博士

ADVISOR :PH.D. JUI-CHEN CHANG

研究生：李玉如

GRADUATE STUDENT: YU-RU LI

中華民國一百年六月

南 華 大 學

財務管理研究所

碩 士 學 位 論 文

營利事業所得稅調降對營建業股價影響之研究

The Study on the Effect of Reduction Corporation Income Tax
on the Stock Price of Real Estate Industry

研究生：李玉如

經考試合格特此證明

口試委員：蔡慧菁

張瑞真

吳錦文

指導教授：張瑞真

系主任(所長)：賴永坡

口試日期：中華民國 101 年 6 月 18 日

準碩士推薦函

本校財務管理研究所研究生 李玉如 君在本校 碩士班 修業 二 年，已經完成本所碩士班規定之修業課程及論文研究之訓練。

1.在修業課程方面：李玉如 君已修滿 36 學分，其中必修科目：財務管理專題研討、投資決策理論與分析、金融市場與機構等科目，成績及格（請查閱碩士班歷年成績）。

2.在論文研究方面：李玉如 君在學期間已完成下列論文：

碩士論文：營利事業所得稅調降對營建業股價影響之研究

本人認為 李玉如 君已完成南華大學財務管理研究所之碩士養成教育，符合訓練水準，並具備本校碩士學位考試之申請資格，特向碩士資格審查小組推薦其初稿，

名稱：營利事業所得稅調降對營建業股價影響之研究，以參加碩士論文口試。

指導教授：_____ 簽章

中華民國 年 月 日

謝 辭

這兩年來工作、家庭及學校間來回的奔波，過程中的甘苦自是不在話下。但兩年的在職進修生涯終究是即將結束，最終留下的是完美及甜蜜的回憶。

這論文能順利完成，必須感謝恩師張瑞真博士。張博士不辭辛勞，在協助我論文研究的過程中，不斷地循循善誘，提供我許多思考方向與思維指點，使我能真正的學習到論文撰寫的方法並且得以突破每一個學習的瓶頸。提供專業的指正和寶貴的意見，使得本篇論文更臻完備。

感謝同窗的鼓勵及鞭策，位餘在軟體使用上的協助，感謝各位同學陪我走過論文研究的過程及在課業上的交流研討。

感謝我的丈夫政華照顧我的三個寶貝采蓁、泳萍及東富，讓我能無後顧之憂的完成論文取得學位。

最後僅將本篇論文獻給對我期望最深的爸爸、媽媽及一直無怨無悔、默默付出的丈夫政華。謝謝你們的鼓勵與關懷，沒有你們作為玉如的支柱，本篇論文無法如此順利完成。更感謝你們的支持。謝謝！謝謝！

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份並未使用在申請其他學位論文之用。

南華大學財務管理研究所一百學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：營利事業所得稅調降對營建業股價影響之研究

研究生：李玉如

指導教授：張瑞真 博士

論文摘要內容：

立法院於 2010 年 5 月 28 日三讀通過將營利事業所得稅由 25%調降至 17%，並回溯自 2010 年度起實施，營利事業除了節省稅負之外，最重要的是強化台灣投資環境競爭力，外資更願意來台，有利未來營建、房地產業之發展。由於 1986 年至 2009 年營利事業所得稅最高稅率為 25%已實施 23 年，過去探討營利事業所得稅對營建業股價影響之文獻並不多見，故本研究將以事件研究法來探討營利事業所得稅調降之事件是否會引起營建業股價之異常變動，實證結果發現不論使用 OLS 事件模型或 GRACH 事件模型，在營利事業所得稅調降宣告之後三日，營建業股價之平均異常報酬率及平均累積報酬率皆有正向且顯著的影響，證實了投資者對於營利事業所得稅調降之事件抱有樂觀正面的態度。

關鍵詞：營利事業所得稅、營建業、事件研究法、異常報酬

Title of Thesis: The Study on the Effect of Reduction Corporation Income Tax on the Stock Price of Real Estate Industry

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

Graduate date: July 2012

Degree Conferred: M.B.A.

Name of student: YU-RU LI

Advisor: PH.D. JUI-CHEN CHANG

Abstract

The Legislature Yuan passed the reduction of maximal corporation income tax rate from 25% to 17% on the evening of May 28, 2010 and implemented this law since 2010. The reduction of corporation income tax not only allows the construction companies to save tax burden, but most importantly strengthens the competitiveness of Taiwan's investment environment. Foreign investors are more willing to invest in Taiwan which benefits the future development of construction and real estate business. Generally speaking, it is an advantageous policy for construction industry. Though the maximal corporation income tax rate of 25% from 1986 to 2009 has been implemented for 23 years, previous researches seldom predicted that the corporation income tax would impact the stock price of the construction industry. This thesis applied the method of event study to investigate whether the legalization of reducing corporation income tax rate would cause irregular changes in stock price of listed construction companies, and to establish the regression model for analyzing the relationship between stock price changes and corporate financial structures. The empirical results of both OLS event model and GRACH event model show significantly positive cumulative average abnormal returns on three-day average abnormal returns and average cumulative return after the announcement of reducing corporation income tax. The data confirmed that the investors show optimistic positive attitude toward the issue of the reduction of corporation income tax.

Keywords: Corporation Income Tax, Construction Industry, Event Study, Abnormal Returns.

目 錄

論文口試委員審定書	I
準碩士推薦函	II
謝辭	III
版權宣告	IV
中文摘要	V
英文摘要	VI
目錄	VII
表目錄	X
圖目錄	XI
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	2
第三節 研究流程與架構	3
第二章 營利事業所得稅概述與文獻探討	5
第一節 營利事業所得稅概述	5
第二節 營利事業所得稅之相關文獻	7
第三節 法令、租稅變動對資本市場之影響	10

第四節	文獻探討小結	-----13
第三章	研究方法	-----14
第一節	事件研究法	-----14
第二節	事件日選擇	-----16
第三節	樣本選擇與資料來源	-----18
第四節	定義及建立累積異常報酬之統計模型	-----19
第四章	實證結果及分析	-----24
第一節	敘述統計量	-----24
第二節	普通最小平方法(OLS)之異常報酬	-----25
第三節	自我相關條件異質變異(GRACH)之異常報酬	-----35
第四節	OLS 模型與 GARCH 模型實證結果差異分析	-----45
第五節	實證結果小結	-----46
第五章	結論與建議	-----48
第一節	結論	-----48
第二節	研究限制	-----49
第三節	未來研究建議	-----49
	參考文獻	-----50
	一、中文部份	-----50

二、西文部份-----	53
附錄一 第一事件日 OLS 實證之敘述統計量-----	58
附錄二 第一事件日 GRACH 實證之敘述統計量-----	59
附錄三 第二事件日 OLS 實證之敘述統計量-----	60
附錄四 第二事件日 GRACH 實證之敘述統計量-----	61

表目錄

表 3-1 摘錄新聞媒體對該事件之相關報導-----	17
表 3-2 事件日樣本公司彙總-----	18
表 4-1 第一事件日平均異常報酬分析表-以 OLS 模型實證結果-----	26
表 4-2 第二事件日平均異常報酬分析表-以 OLS 模型實證結果-----	31
表 4-3 第一事件日平均異常報酬分析表-以 GARCH 模型實證結果-----	35
表 4-4 第二事件日平均異常報酬分析表-以 GARCH 模型實證結果-----	41
表 4-5 第一事件日 OLS 模型之實證研究結果和 GARCH 模型之實證結果 T 檢定--	45
表 4-6 第二事件日 OLS 模型之實證研究結果和 GARCH 模型之實證結果 T 檢定--	46

圖目錄

圖 1-1	研究架構流程圖	4
圖 4-1	第一事件日普通最小平方法規(OLS) -平均異常報酬率 (SAR)	30
圖 4-2	第一事件日-普通最小平方法規(OLS) -平均累積異常報酬率 (SCAR)	30
圖 4-3	第二事件日-普通最小平方法規(OLS) -平均異常報酬率 (SAR)	34
圖 4-4	第二事件日-普通最小平方法規(OLS) -平均累積異常報酬率 (SCAR)	34
圖 4-5	第一事件日-自我相關條件異質變異(GRACH) -平均異常報酬率 (SAR)	40
圖 4-6	第一事件日-自我相關條件異質變異(GRACH) -平均累積異常報酬率 (SCAR)	40
圖 4-7	第二事件日-自我相關條件異質變異(GRACH)- 平均異常報酬率 (SAR)	44
圖 4-8	第二事件日-自我相關條件異質變異(GRACH)- 平均累積異常報酬率 (SCAR)	44

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

政府為了降低企業出走率，立法院於 2010 年 5 月 28 日三讀通過將營利事業所得稅調降至 17%，並回溯自 2010 年度起實施；營利事業所得稅從去年的 25% 降至 17%，對向來繳交逾 20% 營利事業所得稅的傳統產業來說，可說是一項利多，法人推估可望貢獻稅後淨利 3-8%，食品業、鋼鐵業、營建業等各產業業者也都表示歡迎及肯定，統一強調，降稅對企業界都是好事；房仲業認為，可帶來更多獲利，東鋼、豐興、新光鋼等鋼廠則強調終於可於減輕一點稅的負擔。

國民黨立院黨團討論營利事業所得稅降到 17%，對傳統產業動輒都是 20% 以上的稅率來說，可說是一項利多，如果以 25% 稅率來計算，降至 17% 等於是貢獻 8% 的稅後獲利。

營建業者也認同營利事業所得稅調降的政策，業者指出，營利事業所得稅調降對各產業來說都有好處。

營利事業除了節省稅負之外，最重要的是強化台灣投資環境競爭力，外資更願意來台，有利未來營建業發展。由於股市乃一領先指標，股市之任何波動往往領先總體經濟之發展，且股價之波動乃因公開或未公開資訊中涵蓋對股票公開發行公司預期收益之利多或利空所致，本研究將從營建業股價在「營利事業所得稅調降」事件中之變化，探討此政策對營建業股價之影響。

第二節 研究目的

營利事業所得稅稅率於2010年5月再進一步調降至17%，且回溯至2010年起適用，如此稅率將遠低於大陸(25%)及南韓(22%)，而與新加坡(17%)並駕齊驅，僅次於香港(16.5%)及澳門(12%)，創造了透明且低稅負而有競爭力之投資環境，無論大中小型產業均因此項改革效益而獲利，不但能增進國內投資意願，減少資金外流，而且也能吸引外人投資如美資、日資、港資，及陸資順利進駐台灣。此舉將有助於台灣市場資金與經濟活動之活絡(包括股市、房地產市場)，並達到擴大稅基與充實稅收之效，台商更可因此重行思考是否以台灣為根據地，進行全球跨國性之投資佈局。

就以上「營利事業所得稅調降」對營建業的論述，可以知道政府對於「營利事業所得稅調降」此政策抱持正向態度，認為其可對各產業都有利處。對於火車頭產業—不動產行業中主要的角色營建業而言，營利事業所得稅的調降會促使外資來台，增加營建產業的收入，故此一政策對營建業股價之影響為本文研究之因。

本文目的在了解營利事業所得稅調降立法通過之事件是否對營建業股價造成影響，研究目的如下：

目的之一：探討第一事件日(2009年5月1日)立法通過營利事業所得稅調降為20%時，對上市營建公司股價之影響。

目的二：探討第二事件日(2010年5月28日)立法通過營利事業所得稅調降為17%時，對上市營建公司股價之影響。

第三節 研究架構

本研究整個架構如圖 1-1，本文共分為五章，各章主要內容說明如下：

第一章 緒論

說明本文之研究背景、動機、目的及研究架構。

第二章 文獻探討

回顧國內外證券市場對於租稅、會計法令變動時之反應，及討論營利事業所得稅調降之內容。

第三章 研究方法

本研究採用事件研究法進行 OLS 市場模型和 GARCH 模型推估股價報酬，檢定異常報酬。

第四章 實證結果與分析

列示研究結果，比較二種模型結果差異，並且加以分析及解釋。

第五章 結論

說明本研究之結論、研究限制及後續建議。

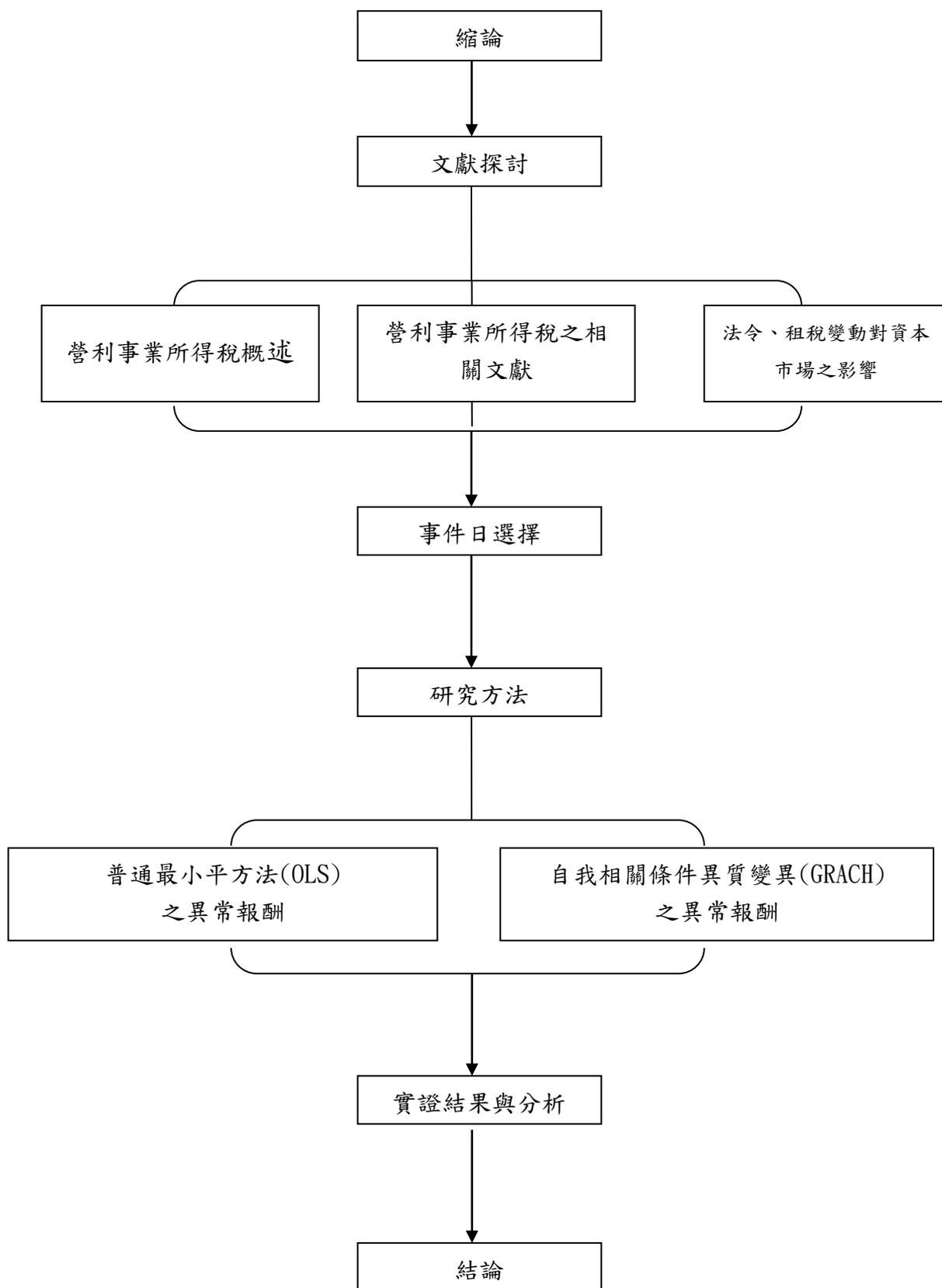


圖 1-1 研究架構流程圖

第二章 營利事業所得稅概述與文獻探討

本研究探討營利事業所得稅調降立法之事件是否引起營建業股價之異常報酬。過去許多有關會計及租稅的文獻顯示，當租稅法令或強制性規定（如會計準則、政府管制等）改變時，常會造成股價的異常變動。本章首先介紹過去事件研究之文獻，再彙整營利事業所得稅條例相關意義並就其優缺點作解釋。

第一節 營利事業所得稅概述

（一）營利事業所得稅之意義

（1）定義：營利事業所得稅係對營利事業之所得課徵之所得稅，其性質類似其他國家實施之法人所得稅或公司所得稅。而我國除對法人或公司課稅外，尚包括獨資、合夥、合作社、其他組織以及不符合行政院規定免納所得稅適用標準之教育、文化、公益、慈善機關團體等事業，其範圍較廣。

（2）課稅對象與範圍：

（A）凡在中華民國境內經營之營利事業，包括公營、私營、或公私合營，

（B）對於營利事業之總機構在中華民國境內者，應就其在中華民國境內及境外全部營利事業所得，合併課徵營利事業所得稅，惟為避免國際間之重複課稅，於所得稅法第三條第二項規定有扣抵稅款⁴之辦法。

（C）若營利事業總機構在中華民國境外（即國外營利事業），不論在中華民國境內有無固定營業場所或營業代理人，如有中華民國來源所得，均應依法向我國納稅。

（二）營利事業所得稅調降之優點

配合 2010 年 5 月 12 日制定公布之產業創新條例僅保留研究發展支出投資抵減優惠，立法院於 2010 年 5 月 28 日三讀通過，自 2010 年起，營利事業所得稅稅率由 20%調降為 17%。

財政部說明，本次稅率調降及產業創新條例大幅縮減租稅優惠措施，將可適度解決我國長期提供各種租稅抵減優惠措施所造成之所得稅稅基侵蝕、產業間所得稅負擔不公、稅制複雜及徵納雙方爭議等問題，有助於進一步貫徹「輕稅簡政」之改革理念，預期達成下列效益：

(1)調降營利事業所得稅稅率至 17%，促進產業與國際接軌

本次配合產業創新條例之制定，同步修正所得稅法，將營利事業所得稅稅率由 20%調降至 17%，可使我國公司之所得稅稅率較中國大陸（25%）及韓國（22%）為低，亦與新加坡（17%）及香港（16.5%）相當，有效營造低稅負並具國際競爭力之租稅環境，將可帶動整體經濟及產業發展，創造國民就業機會，進而對整體稅收應有挹注效果。

(2)降低中小企業及傳統產業租稅負擔

過去我國採用租稅優惠措施，協助產業發展。高科技產業實質有效稅率較中小企業及傳統產業實質有效稅率為低，屢受外界質疑稅制獨厚高科技產業。為澈底調整過去產業政策租稅優惠遭外界誤解「重高科技、輕傳產」之疑慮，透過本次營利事業所得稅稅率之調降，全面降低營利事業所得稅負擔，落實政府照顧中小企業及傳統產業之用意，並促進產業全面發展，以維護租稅公平。

(3)簡化稽徵作業

產業創新條例將原促進產業升級條例提供之租稅優惠大幅縮減，僅保留研究發展支出投資抵減乙項，可簡化稽徵程序，進而減少長期以來徵納雙方之爭議，有效營造公平、效率、簡化及具國際競爭力之租稅環境，以創造透明且低稅負之投資環境，減少企業稅務成本，使全體產業共享改革效益。

財政部進一步說明，營利事業所得稅稅率調降至 17%，估計減少稅收約新臺幣 343 億元，惟透過改革帶動整體經濟及產業發展，增加我國廠商及外商投資意願，進而創造國民就業機會，間接促使股利及薪資所得之成長，將有助於擴大營利事業所得稅及綜合所得稅之稅基，對整體所得稅稅收應有挹注效果。

第二節 營利事業所得稅之相關文獻

(一) 國內相關文獻

我國所得稅制自 1951 年修定所得稅法後，即採營利事業所得稅與綜合所得稅並行之獨立課稅制度，在該制度下營利事業所得之計算，以當年度收入總額減除各項成本費用、損失及稅捐後之純益額即為公司課稅所得額(所得稅法第 24 條)。

林世銘、林宗輝及蔡彥卿(2001)探討兩稅合一制的實施與盈餘管理之關聯性。該研究認為，兩稅合一後，採取稅額扣抵制的方式，對於公司有減稅效果，故預期公司會將部份原屬於 1997 年度之盈餘遞延至 1998 年度。因未上市公司無股價壓力、而上市公司則有此壓力，故預期前述之盈餘管理行為，在未上市上櫃公司身上將更為顯著。其研究結果顯示，不論為上市或未上市上櫃之公開發行公司，其在 1997 年度之裁量性應計數皆為負，而 1998、1999 年度則不顯著，顯示這些公司為因應兩稅合一之實施，有遞延盈餘之行為，以享稅負上之優惠。

陳亭如(2000)探討在兩稅合一制實施後，營利事業所得稅本質上的改變是否有被投資人發現，成為投資價值的一部份，並探討稅前盈餘是否較稅後盈餘是否更能提供具攸關性的資訊品質。其以 1997 年及 1998 年為樣本期間，選取該期間內 139 家上市公司為樣本，並利用簡單敘述量分析、簡單迴歸分析及多元迴歸分析進行統計分析。實證結果發現在兩稅合一制度實施前，稅後盈餘相較於稅前盈餘而言，較

具資訊內涵；該制度實施之後，稅後盈餘成為解釋股票報酬的變數；而在實施之前，營利事業所得稅與股票報酬呈負相關，但之後卻呈現正相關。

巫鑫(1998)認為在兩稅合一制度實施後，對於中小企業之個人股東而言，其營利所得的邊際稅率由 55%降低至 40%；但是對高科技股東而言，因企業本身享有租稅優惠，只是在公司階段少繳稅，但在股東階段與一般中小企業之股東相比並無差異。

(二) 國外相關文獻

美國 1986 年之租稅改革方案(Tax Reform Act, TRA)以兩年的期間(1987—1988)將公司由最高所得稅率 46%降低至 34%，歷年檢相繼有許多學者針對降稅前後，公司為謀求租稅利益而產生之盈餘管理行為做研究。

Lopez, Regier and Lee(1998)探討稅務報導與財務報導兩者之衝突，發展一變數藉以增加公司可能從事流動裁決性應計項目以使其稅負極小化的解釋能力。該研究結果指出所得稅率改變前，稅制積極之公司與呈現負數的流動裁決性應計項目有直接相關性。稅制積極公司在稅制改革前有較大的負數流動裁決性應計項目；當公司面對稅制改革時會採取流動裁決性應計項目來進行調整。

Wang, Shaff and Kochian(1994)研究企業之財務報表與 1986 年最低所得稅(Alternative Minimum Tax, AMT)兩者之關係。該研究對先前有關之研究提出三項改善觀點，一是應計費用及收益對 1986 年稅法改變不具敏感性，其次是公司財務情況改變之時間序列模型是適用在估計未預期應計項目上，最後是樣本確實僅包含了適用 AMT 之公司。研究結果為 AMT 公司會在 1986 年遞延費用及加速應計收益的認列，而在 1987 年則是加速遞延費用之認列及遞延應計收益。Wang 認為所研究的樣本公司在 1986 年有增加應計項目之產生現象發生。

Guenter(1994)亦探討在 1986 年稅賦改革方案(The tax reform act, TRA)下，所得稅稅率之變動是否提供公司經理人很大的誘因去遞延淨利，以極小化公司之所得稅

成本，進而使公司價值到達最大化；並檢視公司規模、長期負債水準與經理人持股比重等因素對盈餘操縱行為之影響。結果顯示，經理人持股比重與應計項目間無顯著相關、公司規模愈大，在稅率降低前之年度向下操作盈餘的現象愈顯著；而公司長期負債水準與應計項目的變動則呈現正相關；。

Klassen, Lang and Wolfson(1993)以美國 191 家跨國企業為樣本，調查跨國企業是否會為因應 1984-1990 年間世界性的稅率變動而作區域性的淨利移轉。其研究結果發現，1985 年與 1986 年間，由於加拿大的稅率提高與歐洲的稅率降低，美國的跨國企業會將淨利由加拿大移轉至美國、由美國移轉至歐洲；1987 年時，美國的稅率降低且與其他國家的稅率相近，此時樣本公司會將淨利移轉至美國；在 1988 年度，企業將淨利移轉至除了歐洲與加拿大以外的非美國家，可能是因為此時其他國家之稅率降低；最後於 1989 年度，加拿大所得稅大幅降低，企業將淨利由非美國加移轉至加拿大。且其淨利移轉的幅度達到統計上與經濟上之顯著水準。

Scholes, Wilson and Wolfson(1992)調查公司是否會藉由加速費用支出或遞延收入來移轉淨利於未來期間，以因應 1986 年 TRA 降低稅率的時間表。實證結果顯示，當公司預期稅率降低時，會遞延收益認列與(或)加速費用認列，以操縱淨利，進而達到節省所得稅目的。

Gramlich(1991)主要探討調整最低所得稅之帳面淨利價值(Alternative Minimum TAX Book Income Adjustment, AMTBIA)對應計項目之影響。該研究係以橫斷面之迴歸式進行分析，研究結果指出在 1986 年是支持經理人會選擇增加所得的應計項目之假說；另外在 1986 年及 1987 年發現交通運輸業、通訊業及金融服務業有較顯著的修正應計項目之行為而在 1987 年公司則是顯著減少產生所得之應計項目行為發生。

由以上的文獻可知，營利事業所得稅政策對於公司具有關聯性。營利事業所得稅對政府財政收入貢獻頗大；在現代租稅種類中，常被稱為租稅中的女王。最近幾年，營利事業所得稅收佔總稅收的比重不斷提高，政府職能的不斷擴張，公共支出

規模亦隨著經濟成長及所得提高而相對膨脹。此意味著，所得稅對財政收入的貢獻度，將大於其他各稅，基於多元化的政治、經濟和社會發展的需要，政府支出勢必不斷擴大，營利事業所得稅的地位不容忽視。

第三節 法令、租稅變動對資本市場之影響

王一中(2003)，對2001年6月27日立法院臨時會三讀通過「金融控股公司法」之事件進行研究，探討金融控股公司法制定時是否影響金融股上市公司股價的表現，以及投資金融股上市公司是否在股票市場賺取超額報酬。研究結果發現在金融控股公司法立法的事件日，投資人可以利用財務報表資訊研擬適當的投資策略，以獲得超額利潤。

林栗羽(2003)研究土地增值稅減半徵收之政策是否對上市公司(不含金融業)之股價產生正的異常報酬，及造成該異常報酬之原因為何。研究結果發現：一、土地增值稅減半徵收政策之公布確實對上市公司股價產生正的累積異常報酬率。二、在全體上市公司(不含金融業)方面，土地增值稅減半徵收提案消息發布時，上市公司累積異常報酬率與營業用土地持有比率、出售用土地持有比率、負債比率及規模大小為正相關，與公司成長性為負相關。三、在上市營建業方面，營業用土地持有比率、公司成長性與上市營建業累積異常報酬呈負相關，總資產取自然對數與上市公司累積異常報酬率呈正相關。

劉欣萍(2002)探討2000年間員工分紅配股租稅政策之變動對上市資訊電子業股票報酬之影響，並建立迴歸模型以檢驗員工分紅配股比例是否與累積異常報酬有關。該研究發現員工分紅配股按實價課稅訊息之宣告對資訊電子類股證券報酬率具有不利影響，而員工分紅配股比例較高的公司，其股票累積異常報酬率與員工分

紅配股比例較低的公司無顯著差異。員工分紅配股按面值課稅訊息之宣告對資訊電子類股證券報酬率則為有利影響，且員工分紅配股比例較高的公司，其股票累積異常報酬率顯著高於員工分紅配股比例較低的公司。

林世銘、陳明進、李存修（2001）採取上市公司 1998 年的股利分配，探討兩稅合一實施後股利除權(息)日之股價行為，是否仍有以往文獻所稱可獲得平均超額利潤的市場異常現象(market anomaly)。研究結果發現，除權(息)日出現平均超額利潤的市場現象，在實施兩稅合一之後繼續存在，且從實施前只有邊際稅率 13% 以下的投資人才可獲得超額利潤，擴大到實施後稅率 21% 以下的投資人都可獲得超額利潤。此研究亦發現稅額扣抵比率愈高之公司，其股東參與除權(息)交易所能獲得之股票超額報酬率也愈高。

李國綸（2001）藉事件研究法探討市場對 2000 年 10 月 14 日行政院擴大財經會議決議將金融業營業稅率調降至零所產生之反應。研究結果發現，上市、上櫃銀行股的確因該事件產生正的異常報酬與正的異常交易量。累積異常報酬的大小與逾放比，市場對公司成長性的預期皆有正向關係；累積異常交易量則與因調降營業稅率而可能增加之每股盈餘有正向關係，且增加每股盈餘愈大者，異常交易量持續之期間愈長。

林世銘、陳明進、蔡天俊（2000）研究 1992 年 9 月間，行政院「平均地權條例」修正草案審查會通過當時財政部長王建瑄的提案，擬改按實際成交價格課徵土地增值稅，及俟後王建瑄因政策無法實行而請辭，是否對上市公司股價產生影響。該研究發現：（1）在 1992 年 9 月，當行政院院會通過「土地交易改按實際價格課徵土地增值稅」提案時，負債比率較高的上市，其股票異常報酬率低於負債比率低的上市公司；而且，在此一事件期間內，賣空負債比率較高之上市公司股票，可獲得正的異常報酬率。（2）在 1992 年 10 月，當土地增值稅按交易實價課稅政策不能實施，王建瑄部長因此請辭時，土地佔資產比率較高的上市公司，其股票異常報酬率高於土地佔資產總額比率低的上市公司；而且，在此期間內，買空土地佔資產

比率高之上市公司股票，可獲得正的異常報酬率。因此，結果顯示，土地增值稅政策的變動對股價產生顯著影響。

蘇淑美（1997）利用事件研究法檢測所得稅會計處理準則公報（第二十二號公報）實施後對於證券市場之影響，以及對不同特性的公司股價是否造成顯著差異。經由實證結果的分析，獲得下列主要結論：一、第二十二號公報的實施對於市場產生負面的影響。二、遞延所得稅資產增加的公司比遞延所得稅負債增加的公司有較正面的股價反應。三、有虧損扣抵與所得稅抵減公司的股價確實比無虧損扣抵與所得稅抵減的公司有正面的股價反應。

Schipper, Thompson, and Weil (1987)研究 1970 年代初期到 1981 年間，美國貨車運輸業者所遭遇的一些管制法案和會計準則及租稅法案等變動之事件對股價之影響。在 1980 年通過的貨車運送法案（Motor Carrier Act）放寬營運執照的取得，以增加貨車運輸業之競爭，而導致貨車運送公司的價值降低；但美國 1981 的經濟復甦租稅法案(Economic Recovery Tax Act)，允許貨車運輸業者將未攤銷的經營權，分五年攤銷抵減課稅所得額，其研究結果顯示，此法案使運輸業者減少未來現金流出，而增加公司的價值，因而對其公司股價產生有利的反應。

Biddle and Lindahl（1982）探討當存貨評價方式由其他方法更改為後進先出法（Last In First Out, LIFO）時，公司由此獲得的租稅利益及股價之反應。其研究結果顯示，在控制未預期盈餘（Unexpected Earnings）之影響後，公司採用 LIFO 的租稅利益大小與其股價異常報酬有正相關。Shaw（1988）研究 1981 年美國經濟復甦租稅法案中的「安全港租賃法」（Safe Harbor Lease Law）對公司股價之影響。該法允許出租公司可經由租賃條件的安排將折舊扣除額（Tax Depreciation Deduction）及投資抵減（Investment Tax Credits）售予承租公司。此研究探討上述法案在施行及取消時公司股價之反應，以及在揭露相關租賃交易時，出租公司及承租公司股價之反應。研究結果顯示，1980 年紐約證券交易所（New York Stock Exchange, NYSE）有課稅損失及超過五千萬以上資本支出的公司有 60%在 1981 及 1982 年進行此類

出售利益的交易。雖然買賣雙方皆有可能因從事此類交易而獲利，但 Shaw 的研究發現，在交易宣布時，出租公司股票有正的異常報酬，但承租公司股票卻無顯著異常報酬。

由以上的文獻可知，當政府有一新法令公佈實施或某一租稅變動對資本市場之影響皆有一定之影響力，投資者亦不可小覷其所影響之層面。

第四節 文獻探討小結

綜合以上與股價變動的相關實證文獻可知：

- (1) 對同一宣告日，不動產行業和其他行業受影響程度有異，但不動產行業中具不同屬性的公司受相同宣告日的影響程度則不一定有差異。
- (2) 當政府政策或租稅法令改變時，股票市場對企業相對應的預期營收變化，會反映在公司股價上，而產生異常報酬。

上述說明可知，不動產行業之股價變化和其他行業有差異，又在受同一宣告時，不動產業中具不同財務特徵者股價反應無差異，而當宣告給予投資人公司未來獲利增加之預期時，股價將上漲。由於1986年至2009年營利事業所得稅最高稅率為25%已實施23年，過去探討營利事業所得稅對營建業股價影響之文獻並不多見；雖於2009年5月1日曾有將稅率由25%降低五個百分比至20%之法令通過，但實務上並未實行；但自2010年起，營利事業所得稅稅率降為17%，該政策對營建業股價之衝擊是值得探討的課題，故本研究利用事件研究法來測量營業事業所得稅率調降前後公司的財務變化，即本研究首先探討營利事業所得稅調降對營建業股價報酬之影響，以作為政府政策制定對不動產業影響之參考點。

第三章 研究方法

第一節 事件研究法

所謂的事件研究法(Event Study)，是在探討某一新資訊或某一特定事件的發生或宣告時，是否對證券價格有所影響，藉以瞭解證券價格與該新資訊或特定事件是否具有關聯性，亦即是為實證上用來了解證券價格與一特定事件間之關聯性的方法。其實證分析主要是利用統計方法檢定異常報酬率的狀況，亦即檢定異常報酬率是否等於零。

事件研究法主要用來檢定半強勢(式)效率市場假說是否存在。在效率市場的假設下，如果市場具有半強式效率，則當新資訊或特定事件被揭露或發生時，此新資訊可以迅速反應在股價上，且不會有過長的延遲現象，此時任何投資人均無法利用基本分析獲得超額報酬。因此，若股價因新資訊或特定事件的揭露而產生異常報酬時，則利用事件研究法來觀察該事件發生前後數天之間，其異常報酬率之變化情形，即可檢定股市是否具有半強式效率性。

最早應用事件研究法的文獻，可源自 Dolly 於 1933 年用來探討股票分割對股價的影響力，至於 Fama et al. (1969)的研究則是延伸至股票分割的訊息效果及資本市場效率的關係。

在事件研究法中，用來估計證券在事件期之預期報酬率的方法有平均調整模式(Mean-Adjusted Returns Model)、市場指數調整模式(Market-Adjusted Returns Model)及市場模式(Market Model)等三種模型，而使用的檢定方法亦可分為參數法、非參數

法；其中利用參數法，一般都是假設報酬率的資料必須符合獨立且相同的常態分配，否則可能造成拒絕過多或過少的定式錯誤(Misspecified)或是檢定力的下降。

在沈中華與李建然(2000)的研究中亦提到，一般利用事件研究法之文獻，依其研究之目的作分類約可分為四類。第一分類屬於市場效率性之研究(Market Efficiency Studies)，此類研究主要在評估股票市場是否快速且不偏地反應某項新資訊。第二分類則屬於資訊內涵之研究(Information Content Studies)，也就是探討資訊有用性之研究，其目的旨在評估股價對某一資訊揭露的反應程度。在第三分類方面，事件研究法可解釋異常報酬率研究，主要的目的在於進一步瞭解影響異常報酬率之因素。第四分類則在於方法論之研究(Methodology Studies)，主要目的在於探討事件研究法的改進，這類研究多以模擬(Simulation)的方式進行。

依據 Brown and Warner (1980,1985)的研究指出，如果事件的發生未集中在某特定時期，則使用平均調整模式、市場指數調整模式及市場模式等三種模型所得到的結果，具有相當高的一致性。但若事件的發生有集中在特定時期的情況下，此所謂的特定時期，乃是指事件的發生是集中在一星期中的某一天或一年中的某個月，則平均調整模式的表現，相對不理想，而在風險集中的狀況下則各種模式的型 I 誤差無顯著差異。

國內亦有針對事件研究法之模擬分析之研究，其中周賓鳳、蔡坤芳(1996)採用 Brown and Warner (1980,1985)的方法對台灣股市之日資料樣本進行事件研究法之模擬分析，用來檢視三種事件研究常用之期望報酬模式。實證結果發現，平均調整模式、市場指數調整模型及市場模式等三種模型，市場模式模型略勝一籌，市場指數調整模型在多數假設下皆有拒絕過少的系統性偏誤發生，而平均調整模式的檢定力則較低。

在目前市場反應的實證研究結果中，諸多的研究多以月資料和日資料作為數據分析的基準：值得一提的是，Brown and Warner 用 1980 年月資料和 1985 年的日資料不同衡量單位的相關研究比較之下，發現使用日資料的檢定力較使用月資料的

檢定力來的高，再加上我國股市之特性具有相當的投機性與波動性。因此，認為日資料較能顯示出短期的投資行為，故本研究亦以股價指數之日報酬資料來進行分析，期能真正微觀的檢視出市場反應之效率性。

國內外事件研究法之相關實證文獻發現，以市場模式(Market Model)估計預測誤差相對優於其他模式，故市場模式也較被廣泛地運用在後續的實證研究上。

由於本研究之實證研究並無前述所提及之事件的發生集中在某特定時期之情況，再加上本研究的研究對象乃是股價指數，而非針對個股，因而無法使用市場模式。故本研究採用平均調整模式，有別於其它實證研究，作為估計證券在事件期之預期報酬率的方法，來探討台灣股市表現是否具有市場效率、過度反應，亦或是反應不足之現象。

第二節 事件日選擇

行政院認為稅收調降後，股東分紅獲利增加，雖然政府左手減免營利事業所得稅，不過右手會收到，課徵額度較高的綜所稅，一來一往抵銷後，再加上營利事業所得稅調降，可望帶動投資，稅基增加，使得稅收損失縮小在可接受範圍，故希望能儘速立法；同時民間亦發出贊同營利事業所得稅調降的聲音。若投資者預期此案會通過，或有消息指出此案將會過關，股價就可能會提前反應；另外，事件效應有可能會一直持續至事件日之後，故本研究將事件期間依事件日至總統公告日定義為營利事業所得稅調降對股東財務造成影響的事件期間。

本研究選擇以下二個事件¹為研究範圍，並分別命名為第一及第二事件日：

¹ 第一事件日及第二事件日之事件期間之所以不同在於本研究皆定義事件公告日至總統公佈日為事件期間，故第一事件日之事件期間為事件日前後 26 日；而第二事件日則為事件日前後 18 日。

(1) 第一事件日：2009 年 5 月 1 日，立法院三讀通過「所得稅法部分條文修正案」，營利事業所得稅調降五個百分點，於 2011 年度實施；此消息於 2009 年 5 月 27 日由總統公告，故將事件期間定為事件日及其前後 26 日(t=-26 到 t=26)共 53 天。

(2) 第二事件日：2010 年 5 月 28 日，營利事業所得稅調降案於 28 日立法院會終於三讀通過，未來企業只需繳納 17%的營利事業所得稅；此消息於 2010 年 6 月 15 日由總統公告，故將事件期間定為事件日及其前後 18 日(t=-18 到 t=18)共 37 天。

表 3-1、摘錄新聞媒體對該事件之相關報導，供讀者瞭解該政策之立法經過。

日期	媒體報導內容
2006.07.31	台灣行政院賦稅改革委員會昨天晚間達成共識，將調降營利事業所得稅及調高綜所稅扣除額，綜所稅稅率也可望調降，相關方案將於年底前完成
2009.05.01	立法院晚間三讀通過「所得稅法部分條文修正案」，營利事業所得稅調降五個百分點，將於 100 年度實施
2010.4.13	行政院長吳敦義上任後推動的《產業創新條例》草案歷經朝野數月爭議後，終於在 4 月 12 日晚間拍板定案。《產創條例》草案確定後，台灣營利事業所得稅即將由 25%調降至 17%，未來五大產業即將受惠。
2010.05.28	爭議多時的「所得稅法」營利事業所得稅調降案於 28 日上午立法院會終於三讀通過，未來企業只需繳納 17%的營利事業所得稅。

註：資料來源係整理自大紀元²網站之相關資訊。

² <http://www.epochtimes.com/>

第三節 樣本選擇與資料來源

本研究擬針對所有營建業上市目標公司進行研究，在觀察期間下市之公司便予以剔除，主要觀察政策宣告對於股價行為的影響，希望其研究結果對於投資者有所助益。

本研究主要目的為觀察營利事業所得稅調降政策對於營建業上市公司股價波動之影響，若我們以月資料或週資料探討，資料期間太長，事件日間雜訊甚多，似乎不太適宜，所以本研究將以日資料為研究基礎，藉以減少其他資訊之影響，以 38 家上市營建業為樣本，利用台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫系統，選取樣本公司大盤於研究期間之股價日報酬資料，以下將選取彙整於表 3-2。

表 3-2、事件日樣本公司彙總

公司代碼	公司名稱	公司代碼	公司名稱
1436	福益	2536	宏普
1442	名軒	2537	聯上發
1808	潤隆	2539	櫻建
1805	寶徠	2538	基泰
2501	國建	2540	金尚昌
2504	國產	2542	興富發
2505	國揚	2543	皇昌
2509	全坤建	2546	根基
2511	太子	2547	日勝生
2506	太設	2545	皇翔

表 3-3、事件日樣本公司彙總(續)

公司代碼	公司名稱	公司代碼	公司名稱
2515	中工	2548	華固
2516	新建	2841	台開
2520	冠德	3056	總太
2524	京城	5515	建國
2527	宏璟	5522	遠雄
2528	皇普	5525	順天
2530	華建	5531	鄉林
2534	宏盛	5533	皇鼎建設
2535	達欣工	5534	長虹
		總計	38家

觀察家數：38家

第四節 定義及建立累積異常報酬之統計模型

(一) 市場模式採用 OLS 建立以下迴歸模式：

如本章開始所述，異常報酬等於實際報酬率減預期報酬率，所以第一步驟為估計預期報酬率。本文採用Fama(1976)的市場模型(market model)來估計預期報酬率。市場模式是以估計期資料，利用普通最小平方法(Ordinary Least Square;簡稱 OLS)建立以下迴歸模式

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(1)$$

$i=1,2,\dots,38$

$t=-101,-100,\dots,-3,-2$

i	代表第 <i>i</i> 家樣本公司，本研究以38 家上市營建業為樣本
t	代表估計期間之日期，設 $t=0$ 為事件日， $t=-1$ 到 $t=1$ 為事件期間，上式估計期間為 $t=-101$ 到 $t=-2$ ，共100 天
$R_{i,t}$	<i>i</i> 公司股票在第 <i>t</i> 交易日的實際報酬率
$R_{m,t}$	第 <i>t</i> 交易日的實際市場報酬率
α_i	第 <i>i</i> 公司在模型中之截距項
β_i	第 <i>i</i> 公司股票的風險係數，意指 <i>i</i> 公司股票報酬率的變動相較於市場報酬率變動的敏感程度
$\varepsilon_{i,t}$	第 <i>i</i> 公司股票在第 <i>t</i> 期的殘差項(error term)，假設其平均數為0， $\varepsilon_{i,t}$ 與 $R_{m,t}$ ，獨立， $\varepsilon_{i,t}$ 與 $\varepsilon_{i,t-1}$ 互相獨立且符合齊異性假設。

將估計期之 $R_{i,t}$ ， $R_{m,t}$ ，代入（1）式以普通最小平方法(ordinary least square, OLS) 可得到各樣本公司之估計參數，即 $\hat{\alpha}_i$ ， $\hat{\beta}_i$ ，共38 組，事件期各樣本公司之預期報酬率就可以下式估計：

$$\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} \dots \dots \dots (2)$$

$i=1,2,\dots,38$

$t=-1,0,1$

$\hat{R}_{i,t}$	第 <i>i</i> 公司股票在第 <i>t</i> 交易日的預期報酬率
$R_{m,t}$	市場在第 <i>t</i> 交易日的實際報酬率
$\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$	第 <i>i</i> 公司在Fama 模型中的估計參數

以各樣本於事件期間之實際報酬率減去估計報酬率，就可得到異常報酬率，如下式：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

$i=1,2,\dots,38$

$t=-1,0,1$

$R_{i,t}$	第 i 公司股票在第 t 交易日之實際報酬率
$\hat{R}_{i,t}$	依據 (2) 式計算出第 i 公司股票在第 t 交易日之預期報酬率
$AR_{i,t}$	第 i 公司股票在第 t 交易日的異常報酬率

加總事件期間各樣本公司之異常報酬率可得各樣本公司之累積異常報酬率，以下式表示：

$$CAR_i = \sum_{t=-1}^1 AR_{i,t} \dots\dots\dots (4)$$

$i=1,2,\dots,38$

CAR_i	代表第 i 公司股票在事件期間的累積異常報酬率
$AR_{i,t}$	代表以 (3) 式計算出第 i 公司股票在第 t 交易日的異常報酬率

(二) 市場模式考慮自我相關條件異質變異估計 (GARCH)：

一般而言，經濟或金融資產的資料為時間序列 (Time Series) 之型態，因此其序列的波動常會有「聚集現象」(Volatility Clustering) 產生，即上一期波動有大幅變化時，下一期也會有同方向大幅的變化；上一期有小幅的變化時，下一期亦會有小幅同方向的變化。Bollerslev (1986) 曾提到股票報酬序列之間，殘差向的變異數不是固定常數，而是具有一直變異數的現象。國內之研究，如沈中華與黃河泉 (1992) 也證實了台灣支股票報酬具有強烈的自我異質性 (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity；ARCH) 效果。因此 Engle (1982) 提出自我迴歸異質條件變異數模型 (GARCH)，意圖解決傳統迴歸模型假設條件變異數為固定之問題。

由於金融資產價格常常有胖尾及高峰現象，Engle (1981) 認為，如果股價是條件常態分配，且其變異數呈現自我相關條件異質變異的現象 (Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity, ARCH)，則正可以解釋股價的胖尾及高峰，這胖尾及

高峰又被稱為ARCH現象。如果資料顯示有ARCH，表示市場具有「聚集現象」(volatility clustering)，即高變異與高變異在一起，低變異與低變異在一起，如未考慮GARCH現象，可能有下列問題：

Engle(1982)提出許多資產之預期報酬與變異數可能會隨著時間變動而變動，具有「條件異質變異數」(Heteroscedasticity)之特性，但在古典線性迴歸下，我們假設各期的誤差項相互獨立，而實際上證券市場價格容易受到前期資訊所影響，其價格波動與前期的訊息相關、常會有群聚現象，即表示大波動會跟著大波動，小波動會跟著小波動，為了要顯示所估計的預期報酬，可能受到前期資訊所影響。

沈中華、李建然(2000)提及到，若未考慮GARCH 現象，可能會產生下列問題：

- (1)、估計期中，市場模式的 β 值可能被高估。例如:Ghosh及Bera, Bubneys and Park (1988) 等發現，當考慮ARCH後再估計市場模式，同係數會下降。
- (2)、事件期中 β 的變異數會隨時間改變。因此，當要對異常報酬率標準化時，必須進行樣本外變異數的預測。
- (3)、事件期中，股價連續上漲，可能是來自ARCH 的聚集，並非事件對股價的正效果。沈中華和李建然(2000)指出當股價報酬率出現波動群聚現象時，若未考慮GARCH現象，市場模式之 β 可能會被高估。

在使用ARCH模型處理資料時，常發現條件變異數中前期干擾項平方的落後期數過多，以至於在估計時需要加以限制，且條件變異數本身不應只受到干擾項平方的影響，也應受到其他變數的影響。因此Bollerslev (1986) 提出了一般化自我迴歸異質條件變異數模型 (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity; GARCH)，將落後期的條件變異數加入ARCH模型中，不僅使得條件變異數的結構在設定上更具彈性，也使得參數的估計上更能精簡。

因此，本研究除使用OLS模型外，亦使用GARCH模型來進行係數之估計，且除了在估計期考慮到GARCH效果外，同時也考慮事件期中的GARCH效果。

在GARCH模型中，常面臨參數 (p,q) 之個數要設為多少的問題，即條件變異數受前p期殘差項和前q期條件變異數的影響。Bollerslev et al.(1992)表示，GARCH(1,1)已經能充份地掌握股價報酬率異質變異數的現象。而國內學者李憲傑(1994)研究發現，GARCH(1,1)為較常用的模型，因此本文亦考慮以此模式作為假設，亦即

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad , \quad \varepsilon_{it} | \varepsilon_{it-1}, \varepsilon_{it-2}, \dots \sim N(0, \sigma_{it}^2) \dots\dots\dots(5)$$

$$\sigma_{it}^2 = w_i + a_i \varepsilon_{it-1}^2 + b_i \sigma_{it-1}^2$$

其中，模式的參數必須使用最大概似(Maximum Likelihood)估計法，經過計算可以得到最大概似估計值(Maximum Likelihood Estimator;簡稱MLE)。模式估計的介紹可參考張揮平與賴博志(2001)。因此事件期 E 期的預期報酬率計算方式如下

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

值得注意的是，參數值 $\hat{\alpha}$ 與 $\hat{\beta}$ 為GARCH模式之MLE，並不是前文提到之OLS估計值。有關事件研究法與GARCH模型之應用可參考沈中華與李建然(2000)。

第四章 實證結果與分析

為了瞭解營所稅調降對營建業之影響，本研究以事件研究法及市場模式，分別採普通最小平方法(OLS)、自我相關條件異質變異(GARCH)等方式預估預期報酬後，再將事件期的實際報酬減預期報酬，求出平均異常報酬率及平均累積異常報酬率，並對異常報酬率作T 檢定，檢測是否有顯著異於零。

第一節 敘述統計量

由附錄一可知，採OLS模型實證方法在第一事件日後三日之38家的樣本的平均數分別為1.481937、1.460413、4.205282；中位數2.61175、1.8782、6.1301；標準差4.787774、1.985602、3.348577；變異數為22.92278、3.942614、11.21297；峰態係數有一高峽峰分配趨勢；偏態係數皆為左偏分配趨勢；最大值7.0112、6.0074、6.969；最小值-8.3298、-4.1504、-7.4633等摘要性統計測量數。

由附錄二可知，採OLS模型實證方法在第二事件日後三日之38家的樣本的平均數分別為-0.30575、0.296795、0.057426；中位數-0.50075、0.32565、0.1015；標準差1.853807、1.466143、1.590688；變異數為3.4366、2.149575、2.530287；峰態係數皆為高峽峰分配趨勢；偏態係數皆為左偏分配趨勢；最大值5.3234、3.9125、3.5723；最小值-6.5771、-6.4156、-6.7448等摘要性統計測量數。

由附錄三可知，採GRACH模型實證方法在第一事件日後三日之33家的樣本的平均數分別為1.523673、1.675345、4.601485；中位數2.5774、2.2043、6.2634；標準差4.965716、2.184246、3.126889；變異數為24.65834、4.77093、9.777434；峰態係數有一高峽峰分配趨勢；偏態係數皆為左偏分配趨勢；最大值6.825、6.8306、6.9674；最小值-8.0221、-3.5322、-7.3143等摘要性統計測量數。

由附錄四可知，採GRACH模型實證方法在第二事件日後三日之33家的樣本的平均數分別為-0.14667、0.316476、0.093509；中位數-0.2773、0.3391、0.1366；標準差1.938012、1.523143、1.587088；變異數為3.755889、2.319965、2.518848；峰態係數皆為高峽峰分配趨勢；偏態係數皆為左偏分配趨勢；最大值5.3363、3.9508、3.5963；最小值-6.5423、-5.9905、-6.3168等摘要性統計測量數。

第二節 普通最小平方方法(OLS)之異常報酬

本研究實證結果參閱表4-1和表4-2，表4-1為第一事件宣告日當前後26天的日平均異常報酬分析表，表4-2為第二事件宣告日當前後18天的日平均異常報酬分析表，其中的項目包括有日平均異常報酬率(SAR)、t檢定值及累積平均異常報酬(SCAR)。

由表4-1平均異常報酬率(SAR)得知：第一事件日是前26日($t=-26$)有顯著的正異常報酬，表示營所稅調降此消息在26天前即開始發酵。在宣告日前26日，平均異常報酬大都為正的，且大部份呈現1%顯著水準的異常報酬。而在宣告日後3天內亦呈現顯著的正異常報酬，表示宣告日後，營建業普遍願意投資。

由表4-1平均累積異常報酬率(SCAR)得知：第一事件日是在 $t=-26$ 開始皆有顯著的正累積，若從法令決議前26日($t=-26$)異常報酬，表示營所稅調降此消息在26天前即開始發酵。在宣告日前26日，平均異常報酬大都為正的，達到顯著水準。在事件期開始($t=-26$)，平均累積異常報酬率皆為正數，且皆達到顯著水準，同時愈接近事件日，平均累積異常報酬率就愈低，事件日當天更低達6.6%，且t檢定達1%顯著水準。此數據顯示在事件日前，營建業股價的確有非理性下跌的情形，由此可見營所稅調降此政策投資人對於政府的支持度抱持懷疑，即不認為此政策會通過。而在事件日後1日即快速上漲1.4819%，可見投資人對於此一政策通過皆樂觀其成，且抱有正向的投資態

度。而在宣告日後3天內亦都呈現顯著的正異常報酬，表示宣告日後，投資人對營建業皆樂於投資。

表4-1、第一事件日平均異常報酬分析表-以OLS模型實證結果

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬(SCAR)	t檢定值
-26	1.3587 **	2.5709	1.3587 **	2.5709
-25	1.1235 **	2.4324	2.4822 ***	3.4905
-24	-0.7315 *	-1.8653	1.7507 **	2.2539
-23	0.4834	0.8793	2.2341 **	2.0087
-22	2.8761 ***	9.5552	5.1102 ***	4.1925
-21	1.5925 ***	4.2319	6.7027 ***	4.9781
-20	1.732 ***	3.1473	8.4348 ***	5.2282
-19	-0.1383	-0.2541	8.2965 ***	4.4489
-18	1.125 ***	2.7355	9.4215 ***	5.171
-17	-1.8287 ***	-4.844	7.5928 ***	3.9593
-16	-0.6771 **	-2.5141	6.9157 ***	3.408
-15	1.9718 ***	4.83	8.8875 ***	3.9427
-14	2.5882 ***	5.2134	11.4757 ***	4.5727
-13	-0.8113	-1.2273	10.6644 ***	3.8313
-12	2.5826 ***	5.2584	13.247 ***	4.3492
-11	-0.3494	-0.7281	12.8977 ***	4.0021
-10	-0.6111	-1.1846	12.2866 ***	3.7805
-9	-3.6693 ***	-5.6019	8.6173 **	2.5623

表 4-1、第一事件日平均異常報酬分析表-以 OLS 模型實證結果(續)

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
-8	2.1179 ***	4.5052	10.7352 ***	3.3757
-7	0.5747	1.0752	11.31 ***	3.6888
-6	-1.4413 ***	-3.0084	9.8687 ***	3.4271
-5	0.8147	1.4357	10.6834 ***	4.1393
-4	-0.5598	-0.9657	10.1236 ***	4.1024
-3	-2.6287 ***	-6.3296	7.4949 ***	3.0395
-2	0.5253	1.0621	8.0202 ***	3.216
-1	-1.1048 ***	-2.9598	6.9154 ***	2.7184
0	-0.3154	-0.6993	6.6 ***	2.6708
1	1.4819 *	1.908	8.0819 ***	3.1035
2	1.4604 ***	4.5339	9.5423 ***	3.6552
3	4.2053 ***	7.7415	13.7476 ***	5.5045
4	-1.2789 *	-1.8708	12.4687 ***	4.4249
5	2.4595 ***	5.3501	14.9282 ***	5.1245
6	1.578 *	1.8824	16.5062 ***	4.9503
7	-1.9037 ***	-4.1695	14.6026 ***	4.42
8	0.5884	1.3451	15.1909 ***	4.7337
9	2.3175 ***	5.2243	17.5084 ***	5.7473
10	0.949	1.6386	18.4574 ***	5.9385
11	-1.2726 **	-2.056	17.1848 ***	5.5731

表 4-1、第一事件日平均異常報酬分析表-以 OLS 模型實證結果(續)

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
12	-1.7972 ***	-4.0028	15.3876 ***	4.9691
13	1.2432 **	2.5626	16.6308 ***	5.1126
14	3.4904 ***	7.5447	20.1212 ***	5.9125
15	4.1653 ***	7.8288	24.2864 ***	7.1181
16	-1.9818 ***	-2.7655	22.3046 ***	6.6145
17	0.5469	1.4594	22.8516 ***	6.7439
18	-0.4938	-0.7318	22.3577 ***	6.8562
19	-0.9379	-1.4747	21.4198 ***	6.7607
20	-4.4203 ***	-8.7414	16.9995 ***	5.3847
21	3.0612 ***	4.9323	20.0607 ***	6.1313
22	-0.4661	-0.8909	19.5946 ***	5.8151
23	1.5559 ***	3.3427	21.1505 ***	6.061
24	0.5904	0.9396	21.7409 ***	5.9333
25	-1.7185 ***	-3.5414	20.0225 ***	5.3284
26	-3.0807 ***	-5.0153	16.9418 ***	4.6753

觀察家數：38家

* 表示達10%顯著水準

** 表示達5%顯著水準

***表示達1%顯著水準

由圖4-1平均異常報酬率(SAR)得知：在事件日 $t=3$ 及 $t=15$ 有較大的異常報酬，且 $t=3$ 及 $t=15$ 日皆在1%之顯著水準下。此外，我們可以得知平均累積異常報酬率(SCAR)在 $t=-26$ 日開始，皆有顯著的正累積異常報酬，若從宣告前26日($t=-26$)買進，持有到除宣告後3日($t=3$)再賣出，累積異常報酬高達13.7476%。

由圖4-1平均異常報酬率(SAR)得知：在事件日 $t=-9$ 在1%之顯著水準下有較大的負異常報酬率；及 $t=3$ 有較大的異常報酬在1%之顯著水準下有較大的正異常報酬率。

由圖4-2平均累積異常報酬率(SCAR)得知：在事件期開始($t=-26$)，平均累積異常報酬率皆為正數，且皆達到顯著水準，同時愈接近事件日，平均累積異常報酬率就愈低，事件日當天更低達6.6%，且 t 檢定達1%顯著水準。此數據顯示在事件日前，營建業股價的確有非理性下跌的情形，由此可見營所稅調降此政策投資人對於政府的支持度抱持懷疑，即不認為此政策會通過。而在事件日後1日即快速上漲1.4819%，可見投資人對於此一政策通過皆樂觀其成，且抱有正向的投資態度。而在宣告日後3天內亦都呈現顯著的正異常報酬，表示宣告日後，投資人對營建業皆樂於投資。在宣告日($t=0$)當日以收盤價買進，宣告日後三日($t=3$)以收盤價賣出，可產生13.7476%之累積異常報酬，若持有到宣告日後15日才賣出，可以產生24.2864%之累計異常報酬。

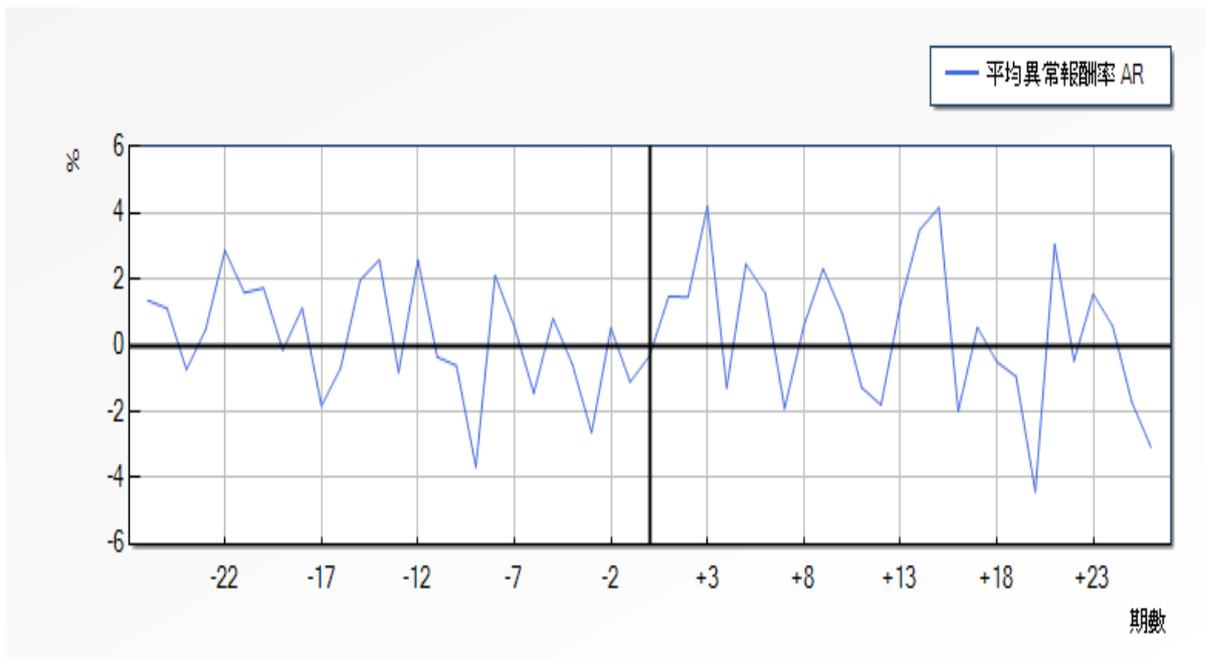


圖4-1、第一事件日-普通最小平方法規(OLS)-平均異常報酬率 (SAR)

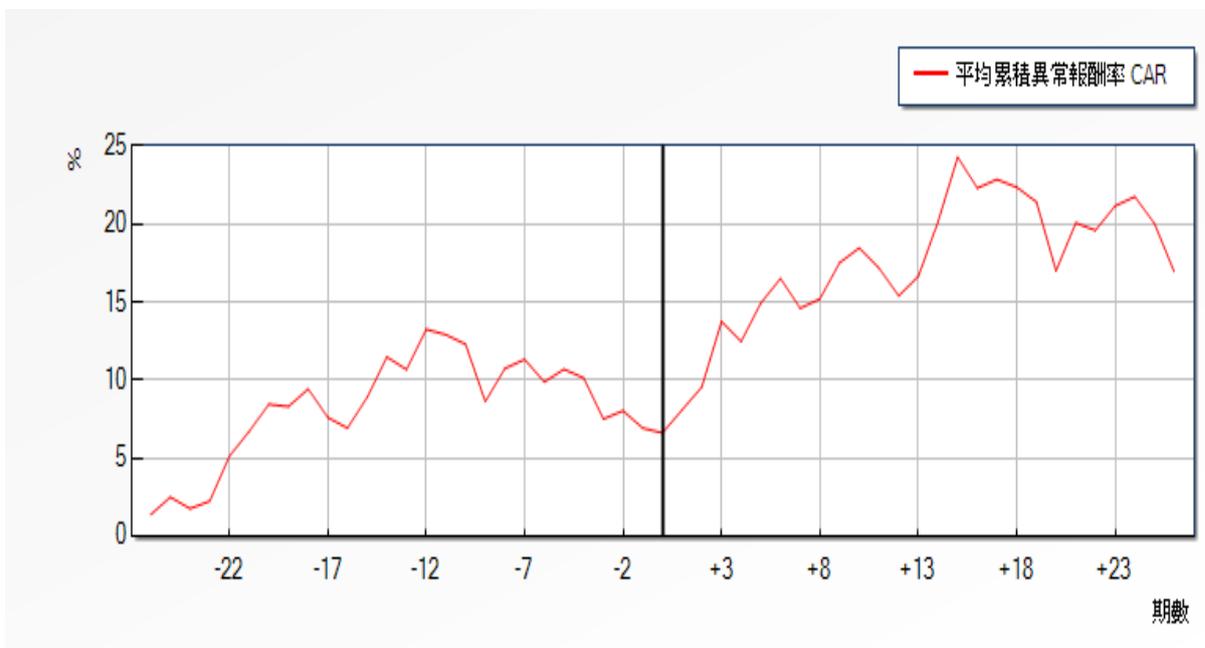


圖4-2、第一事件日-普通最小平方法規(OLS)-平均累積異常報酬率 (SCAR)

由表4-2平均異常報酬率(SAR)得知：第二事件日是前4日(t=-4)有顯著的正異常報酬，表示營所稅調降此消息在4天前即開始發酵。在宣告日前18日，平均異常報酬為負值的數量為8天，且共有5天達到顯著水準(有2天呈正值的顯著水準)，此可能為此消息所帶給投資者的影響在第一事件日時即已提前反應過。在事件日前4日(t=-4)呈現正的異常報酬，事件日後4日(t=4)呈現負的異常報酬，表示此一政策的宣告對投資者較無影響力，甚至可能造成負面的影響。

由表4-2平均累積異常報酬率(SCAR)得知：第二事件日是前18日(t=-18)皆顯示負值且僅有10天呈顯著水準，表示營所稅調降此消息在第二事件日已較無影響力。在宣告日前18日，平均異常報酬皆呈負值，有10天呈現顯著的負異常報酬，此可能為此消息所帶給投資者的影響力可能呈現反向的影響。而在宣告日後皆呈現負值，表示宣告日後，投資營建業的意願可能已消失，此可能是因為法令的動向搖擺不定，投資人對政府的信心減少。

表4-2、第二事件日平均異常報酬分析表-以OLS模型實證結果

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
-18	-1.2238 ***	-3.9802	-1.2238 ***	-3.9802
-17	-0.1383	-0.4304	-1.3622 **	-2.3319
-16	0.4233	1.1705	-0.9389	-1.4437
-15	-0.6623 **	-2.4209	-1.6012 **	-2.1217
-14	-0.0216	-0.0513	-1.6227 **	-2.0111
-13	0.0373	0.1175	-1.5854 **	-2.089
-12	0.0408	0.1467	-1.5446 *	-1.8096
-11	-0.4563 *	-1.7328	-2.0009 **	-2.3864

表4-2、第二事件日平均異常報酬分析表-以OLS模型實證結果(續)

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
-10	0.0668	0.3742	-1.9341 **	-2.4312
-9	0.0563	0.2951	-1.8779 **	-2.3201
-8	0.1697	0.8186	-1.7081 **	-2.1481
-7	1.3346 ***	3.5673	-0.3735	-0.4164
-6	-0.4284 **	-2.0277	-0.8019	-0.8938
-5	-0.6243 **	-2.0521	-1.4262	-1.4541
-4	0.8254 ***	3.271	-0.6008	-0.5971
-3	0.2462	0.8615	-0.3545	-0.3331
-2	-0.4468	-1.3725	-0.8014	-0.6981
-1	0.223	1.1226	-0.5784	-0.4953
0	-0.3473	-1.1145	-0.9256	-0.7256
1	-0.3057	-1.0167	-1.2314	-0.8896
2	0.2968	1.2479	-0.9346	-0.618
3	0.0574	0.2225	-0.8772	-0.531
4	-1.2984 ***	-5.6889	-2.1755	-1.4163
5	-0.0335	-0.137	-2.2091	-1.4823
6	0.6205 *	1.6943	-1.5885	-1.144
7	0.351	1.2977	-1.2376	-0.8406
8	0.2447	0.7743	-0.9929	-0.6252
9	-0.7801 ***	-2.7945	-1.7731	-1.0171
10	-0.8196 ***	-4.3024	-2.5927	-1.4353

表4-2、第二事件日平均異常報酬分析表-以OLS模型實證結果(續)

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
11	-0.5915 **	-2.245	-3.1842 *	-1.7053
12	-0.614 **	-2.0811	-3.7982 **	-2.132
13	-0.0725	-0.2911	-3.8708 **	-2.3109
14	-0.1718	-0.766	-4.0426 **	-2.5321
15	0.7894 **	1.9716	-3.2532 *	-1.8502
16	0.4776	1.6378	-2.7756	-1.5266
17	0.1478	0.6104	-2.6278	-1.4443
18	0.0738	0.2431	-2.554	-1.409

觀察家數：38家

* 表示達10%顯著水準

** 表示達5%顯著水準

***表示達1%顯著水準

由圖4-3平均異常報酬率(SAR)得知：在事件日 $t=-7$ 及 $t=4$ 有較大的異常報酬，且 $t=-7$ 及 $t=4$ 日皆在1%之顯著水準下。

由圖 4-3 平均異常報酬率(SAR)得知：在事件日 $t=-7$ 在1%之顯著水準下有較大的正異常報酬率；及 $t=4$ 異常報酬率在1%之顯著水準下有較大的負異常報酬率。

由圖 4-4 平均累積異常報酬率(SCAR)得知：在事件期開始($t=-18$)，平均累積異常報酬率開始緩降，直到宣告日前3日($t=-3$)棄權賣壓使平均累積異常報酬率降低後，仍逐步緩升，在宣告日當日平均累積異常報酬率不升反降，推測是因為投資人對於政府政策的搖擺不定已失去信心，抑或是投資人已在第一事件日時即作出反應，故第二次營利事業所得稅的調降對於投資人已不再是吸引投資的誘因。

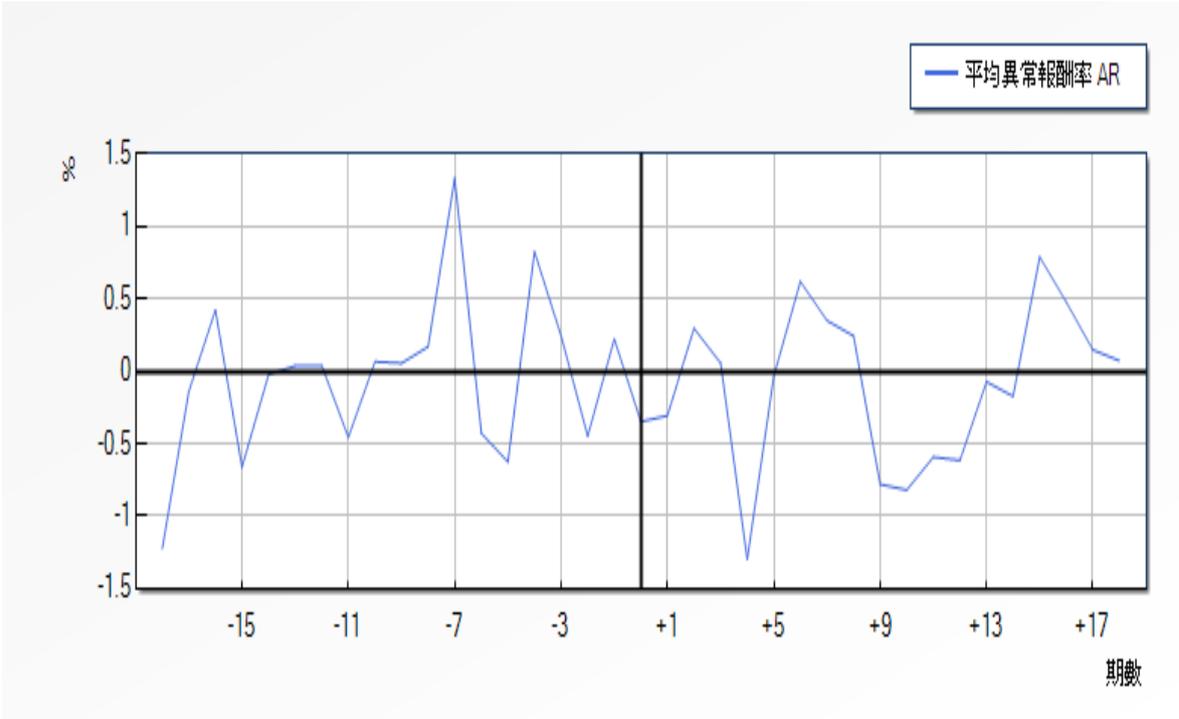


圖4-3、第二事件日-普通最小平方法規(OLS)-平均異常報酬率 (SAR)

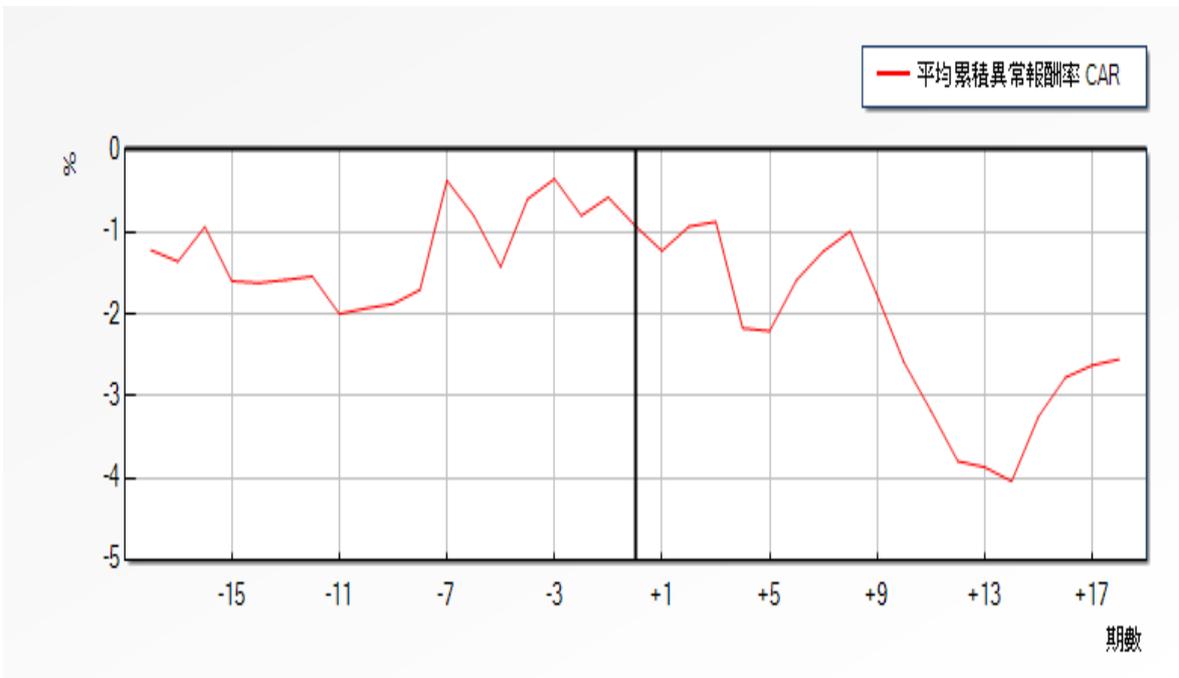


圖4-4、第二事件日-普通最小平方法規(OLS)-平均累積異常報酬率 (SCAR)

第三節 自我相關條件異質變異(GRACH)之異常報酬

本研究實證結果參閱表4-3和表4-4，表4-3為第一事件宣告日當前後26天的日平均異常報酬分析表，表4-4為第二事件宣告日當前後18天的日平均異常報酬分析表，其中的項目包括有日平均異常報酬率(SAR)、t檢定值及累積平均異常報酬(SCAR)。

自我相關條件異質變異(GRACH)之異常報酬所研究的對象原有38家，但因其中1436福益、2506太設、2509全坤建、2516新建、2548華固等五家廠商因資料不足，於資料中剔除，故本研究僅採用33家廠商為研究對象。

由表4-3平均異常報酬率(SAR)得知：第一事件日是前26日($t=-26$)有顯著的正異常報酬，表示營所稅調降此消息在26天前即開始發酵。在宣告日前26日，平均異常報酬大都為正的，且共有10天達到顯著水準。而在宣告日後三天呈現顯著的正異常報酬，表示宣告日後，投資人願意投資營建業。

由表4-3平均累積異常報酬率(SCAR)得知：第一事件日是在 $t=-26$ 開始皆有顯著的正累積，若從法令決議前26日($t=-26$)異常報酬，表示營所稅調降此消息在26天前即開始發酵。在宣告日前26日，平均異常報酬皆為正值，且皆達到顯著水準。而在宣告日後3天亦都呈現顯著的正異常報酬，表示宣告日後，投資人投資營建業的意願提高。

表4-3、第一事件日平均異常報酬分析表-以GARCH模型實證結果

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
-26	1.4233 **	2.3658	1.4233 **	2.3658
-25	1.5558 ***	2.6041	2.9791 ***	3.5019
-24	-1.155 *	-1.9072	1.8241 *	1.7418
-23	0.2604	0.4393	2.0844 *	1.7285

表4-3、第一事件日平均異常報酬分析表-以GARCH模型實證結果(續)

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
-22	3.256 ***	5.4943	5.3404 ***	3.9696
-21	1.6984 ***	2.8628	7.0388 ***	4.7735
-20	1.8054 ***	3.0754	8.8442 ***	5.5635
-19	-0.0445	-0.076	8.7997 ***	5.1901
-18	1.3098 **	2.2452	10.1095 ***	5.6338
-17	-1.9043 ***	-3.2428	8.2053 ***	4.3432
-16	-0.4643	-0.7858	7.7409 ***	3.9167
-15	2.4315 ***	4.1829	10.1724 ***	4.9289
-14	2.6509 ***	4.577	12.8233 ***	5.9771
-13	-0.8168	-1.4148	12.0064 ***	5.4011
-12	2.8855 ***	5.0047	14.8919 ***	6.4816
-11	0.0641	0.1109	14.956 ***	6.3111
-10	-0.357	-0.6049	14.599 ***	5.9823
-9	-3.6982 ***	-6.4436	10.9007 ***	4.3467
-8	2.5218 ***	4.3864	13.4225 ***	5.2149
-7	0.6729	1.175	14.0954 ***	5.3438
-6	-1.4773 ***	-2.5816	12.6181 ***	4.6733
-5	1.0976 *	1.9204	13.7157 ***	4.968
-4	-0.9439	-1.6271	12.7718 ***	4.5255
-3	-2.6284 ***	-4.5715	10.1434 ***	3.5177
-2	0.7431	1.3032	10.8865 ***	3.7026

表4-3、第一事件日平均異常報酬分析表-以GARCH模型實證結果(續)

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
-1	-0.7501	-1.252	10.1364 ***	3.3772
0	-0.0814	-0.138	10.055 ***	3.2764
1	1.5237 ***	2.6768	11.5786 ***	3.708
2	1.6753 ***	2.9182	13.254 ***	4.1732
3	4.6015 ***	8.0934	17.8555 ***	5.533
4	-1.4421 **	-2.5377	16.4134 ***	5.0079
5	2.7246 ***	4.7933	19.1379 ***	5.752
6	1.5395 ***	2.6629	20.6774 ***	6.1228
7	-1.8502 ***	-3.2584	18.8273 ***	5.4975
8	0.6179	1.0822	19.4452 ***	5.5999
9	2.6421 ***	4.6406	22.0873 ***	6.2774
10	1.421 **	2.5021	23.5082 ***	6.5937
11	-1.0387 *	-1.8304	22.4695 ***	6.2224
12	-2.0531 ***	-3.6216	20.4164 ***	5.5843
13	1.4315 **	2.5267	21.848 ***	5.9042
14	3.7031 ***	6.5373	25.551 ***	6.8242
15	4.0592 ***	7.1669	29.6102 ***	7.8181
16	-2.0103 ***	-3.5423	27.5999 ***	7.2054
17	0.6565	1.1467	28.2564 ***	7.2962
18	-0.4427	-0.7819	27.8137 ***	7.1045
19	-0.9012	-1.5918	26.9125 ***	6.8025

表4-3、第一事件日平均異常報酬分析表-以GARCH模型實證結果(續)

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
20	-4.2932 ***	-7.5719	22.6193 ***	5.6585
21	3.3408 ***	5.8809	25.96 ***	6.4279
22	-0.4476	-0.791	25.5124 ***	6.2547
23	1.8903 ***	3.3368	27.4028 ***	6.6535
24	0.7762	1.3461	28.179 ***	6.7762
25	-1.7173 ***	-2.9762	26.4616 ***	6.2974
26	-3.0675 ***	-5.4245	23.3941 ***	5.5171

觀察家數：33家(1436福益、2506太設、2509全坤建、2516新建、2548華固資
料不足，於資料中剔除)

* 表示達10%顯著水準

** 表示達5%顯著水準

***表示達1%顯著水準

由圖4-5平均異常報酬率(SAR)得知：在事件日 $t=-9$ 及 $t=3$ 有較大的異常報酬，且 $t=3$ 及 $t=15$ 日皆在1%之顯著水準下。此外，我們可以得知平均累積異常報酬率(SCAR)在 $t=-26$ 日開始，皆有顯著的正累積異常報酬，若從宣告前26日($t=-26$)買進，持有到宣告後3日($t=3$)再賣出，累積異常報酬高達17.8555%。

由圖 4-5 平均異常報酬率(SAR)得知：在事件日 $t=-9$ 在1%之顯著水準下有較大的負異常報酬率；及 $t=3$ 的異常報酬在1%之顯著水準下有較大的正異常報酬率。

由圖 4-6 平均累積異常報酬率(SCAR)得知：在事件期開始($t=-26$)，平均累積異常報酬率開始緩升，直到宣告日前三日($t=-3$)棄權賣壓使平均累積異常報酬率降低後，仍逐步緩升，在宣告日當日平均累積異常報酬率有回升現象。若投資人在宣告日

(t=0)當日以收盤價買進，宣告日後三日(t=3)以收盤價賣出，可產生17.8555%之累積異常報酬，若持有到宣告日後15日才賣出，可以產生29.6102%之累計異常報酬。



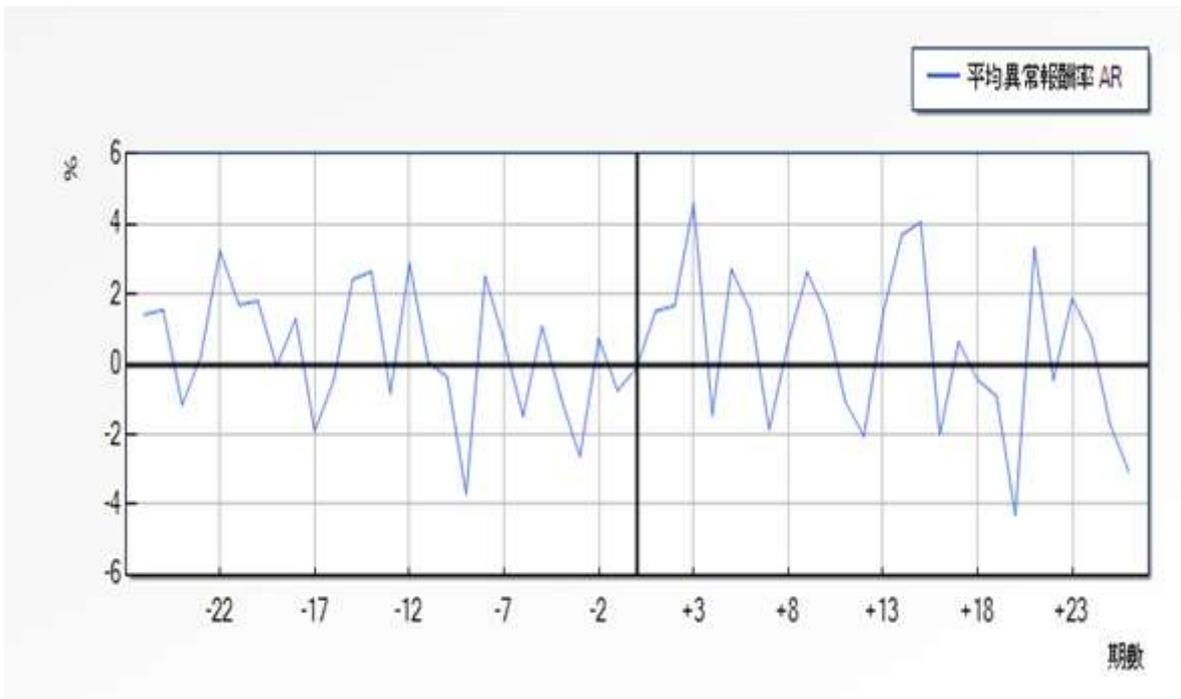


圖4-5、第一事件日-自我相關條件異質變異(GRACH)-平均異常報酬率 (SAR)

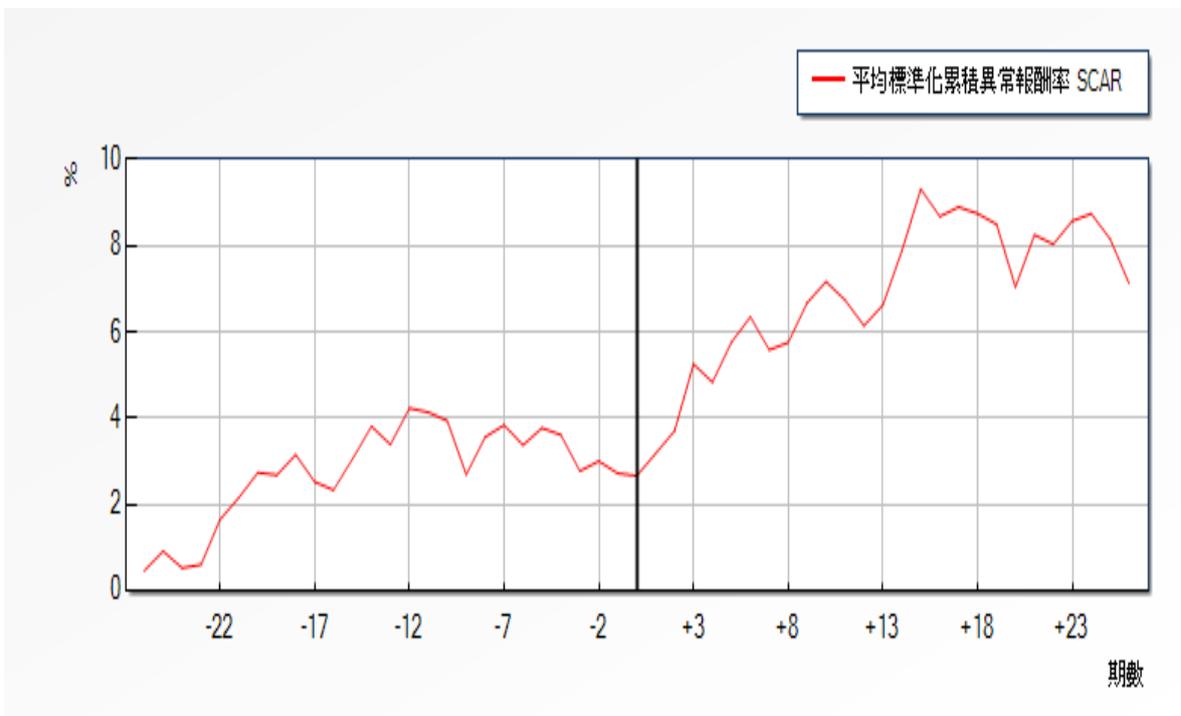


圖4-6、第一事件日-自我相關條件異質變異(GRACH)-平均累積異常報酬率 (SCAR)

由表4-4平均異常報酬率(SAR)得知：第一事件日是前7日($t=-7$)有顯著的正異常報酬，表示營所稅調降此消息在7天前即開始發酵。在宣告日前18日，平均異常報酬大都為正的，且僅有2天達到顯著水準。而在宣告日後4天呈現顯著的負異常報酬，表示營利事業所得稅再調降對於投資人投資營建業的影響不大，甚至可能造成反向影響。

由表4-4平均累積異常報酬率(SCAR)得知：第一事件日是在 $t=-18$ 開始皆有顯著的負累積，若從法令決議前18日($t=-18$)異常報酬，表示營所稅調降此消息在18天前即開始發酵。在宣告日前18日，平均異常報酬大都為負的，且僅有3天達到顯著水準。而在宣告日後三天內亦有三天呈現正異常報酬，表示營利事業所得稅再調降對於投資人投資營建業的影響不大。

表4-4 第二事件日平均異常報酬分析表-以GARCH模型實證結果

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬(SCAR)	t檢定值
-18	-1.1894 ***	-3.1512	-1.1894 ***	-3.1512
-17	-0.3096	-0.7799	-1.499 ***	-2.7147
-16	0.5203	1.3339	-0.9788	-1.4273
-15	-0.5029	-1.298	-1.4817 *	-1.8752
-14	0.1562	0.4003	-1.3255	-1.5015
-13	0.1052	0.2705	-1.2203	-1.2641
-12	0.2051	0.5278	-1.0152	-0.974
-11	-0.2989	-0.7564	-1.314	-1.1775
-10	0.2691	0.6909	-1.0449	-0.8829
-9	0.1262	0.3181	-0.9187	-0.7353
-8	0.2483	0.6358	-0.6704	-0.5115
-7	1.2764 ***	3.2643	0.606	0.4427

表4-4 第二事件日平均異常報酬分析表-以GARCH模型實證結果(續)

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
-6	-0.2526	-0.6389	0.3534	0.2478
-5	-0.5967	-1.489	-0.2432	-0.1637
-4	0.9469 **	2.4038	0.7037	0.458
-3	0.0791	0.1945	0.7828	0.493
-2	-0.0798	-0.2023	0.7029	0.43
-1	0.401	1.0146	1.1039	0.6557
0	-0.202	-0.5118	0.9019	0.5211
1	-0.1467	-0.3707	0.7553	0.4251
2	0.3165	0.7993	1.0717	0.5886
3	0.0935	0.2356	1.1653	0.6248
4	-1.195 ***	-2.9756	-0.0298	-0.0156
5	-0.1429	-0.3613	-0.1727	-0.0886
6	0.7301 *	1.8073	0.5574	0.28
7	0.285	0.7193	0.8424	0.4148
8	0.3097	0.7772	1.152	0.5564
9	-0.6481	-1.6218	0.5039	0.239
10	-0.6893 *	-1.7217	-0.1854	-0.0863
11	-0.4992	-1.2505	-0.6846	-0.3131
12	-0.3951	-0.9911	-1.0797	-0.4855
13	0.0631	0.1582	-1.0166	-0.4498
14	-0.1896	-0.4759	-1.2062	-0.5254

表4-4 第二事件日平均異常報酬分析表-以GARCH模型實證結果(續)

事件期間	平均異常報酬(SAR)	t檢定值	累積平均異常報酬 (SCAR)	t檢定值
15	1.0729 ***	2.6648	-0.1332	-0.0571
16	0.7055 *	1.769	0.5723	0.2419
17	0.0891	0.2233	0.6614	0.2756
18	0.2172	0.5439	0.8786	0.3611

觀察家數：33家(1436福益、2506太設、2509全坤建、2516新建、2548華固資料不足，於資料中剔除)

* 表示達10%顯著水準

** 表示達5%顯著水準

***表示達1%顯著水準

由圖4-7平均異常報酬率(SAR)得知：在事件日 $t=-7$ 及 $t=4$ 有較大的異常報酬，且 $t=-7$ 及 $t=4$ 日皆在1%之顯著水準下。此外，我們可以得知平均累積異常報酬率(SCAR)在 $t=-7$ 日開始，有顯著的正累積異常報酬，若從宣告前7日($t=-7$)買進，持有到除宣告後三日($t=3$)再賣出，累積異常報酬達0.6248%。

由圖4-7平均異常報酬率(SAR)得知：在事件日 $t=4$ 在1%之顯著水準下有較大的負異常報酬率；及 $t=-7$ 有較大的異常報在1%之顯著水準下有較大的正異常報酬率。

由圖4-8平均累積異常報酬率(SCAR)得知：在事件期開始($t=-18$)，平均累積異常報酬率開始緩升，直到宣告日前三日($t=-3$)棄權賣壓使平均累積異常報酬率降低後，仍逐步緩升。平均累積異常報酬率(SCAR)在 $t=-7$ 日開始，有顯著的正累積異常報酬，若從宣告前7日($t=-7$)買進，持有到除宣告後三日($t=3$)再賣出，累積異常報酬達0.6248%。

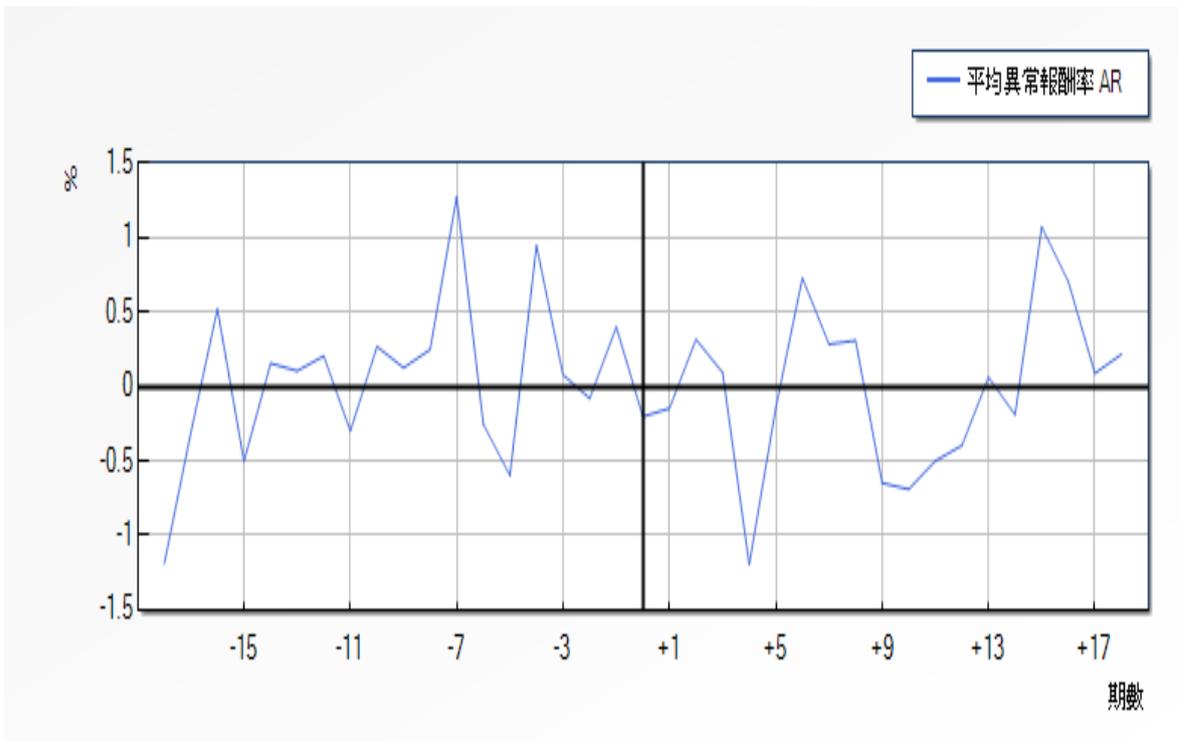


圖4-7、第二事件日-自我相關條件異質變異(GRACH)-平均異常報酬率 (SAR)

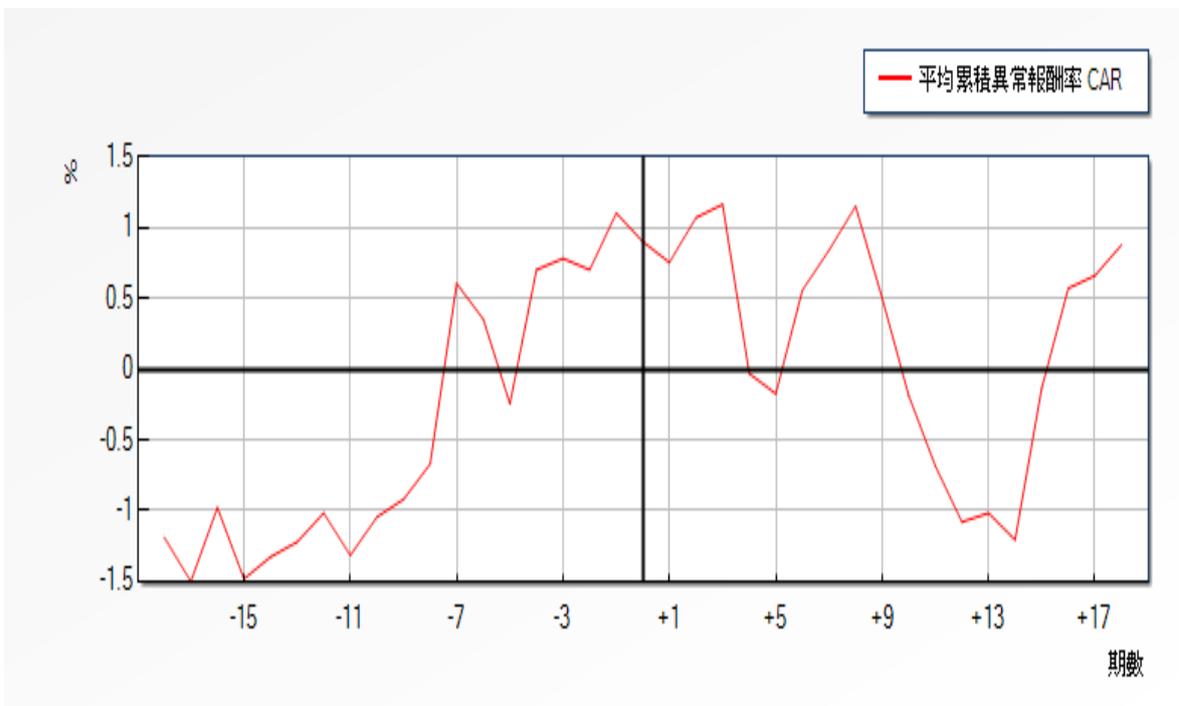


圖 4-8、第一事件日-自我相關條件異質變異(GRACH)-平均累積異常報酬率 (SCAR)

第四節 OLS 模型與 GARCH 模型實證結果差異分析

本節將就本研究 OLS 模型之實證研究結果和 GARCH 模型之實證研究結果做更進一步的探討。本節的差異分析將取第一事件日及第二事件日之前後三日異常報酬率進行 T 檢定以瞭解本研究採用 OLS 模型之實證研究結果和 GARCH 模型之實證研究結果是否有差異。

表 4-5 第一事件日 OLS 模型之實證研究結果和 GARCH 模型之實證結果 T 檢定

項目	OLS 模型	GRACH 模型
平均數	2.382544	2.600168
變異數	5.810123	5.738791
觀察值個數	38	33
假設的均數差	0	
自由度	68	
t 統計	-0.38068	
P(T<=t) 單尾	0.352312	
臨界值：單尾	1.667572	
P(T<=t) 雙尾	0.704624	
臨界值：雙尾	1.995469	

表 4-6 第二事件日 OLS 模型之實證研究結果和 GARCH 模型之實證結果 T 檢定

項目	OLS 模型	GARCH 模型
平均數	0.891574	0.913028
變異數	0.5573	0.620817
觀察值個數	38	33
假設的均數差	0	
自由度	66	
t 統計	-0.11725	
P(T<=t) 單尾	0.453508	
臨界值：單尾	1.668271	
P(T<=t) 雙尾	0.907015	
臨界值：雙尾	1.996564	

我們可以根據表 4.5 及表 4.6 得知，由於 P 值大於 0.05，故不拒絕虛無假設；所以我們可以大膽推論在 $\alpha = 0.05$ 下，採 OLS 模型之實證研究方法和 GARCH 模型之實證研究方法所得出的結果並無差異。

第五節 實證結果小結

(一) OLS 分析綱要

1. 營利事業所得稅調降前：在事件日之前三日皆顯示負的顯著異常報酬，表示營建業對於營利事業所得稅調降之訊息普遍不看好，此可能歸因於營建業對於政府信賴度不佳，對此法案通過較不樂觀。

- 2.營利事業所得稅調降事件日：表4-1~表4-2這二實證結果皆不顯著，此可能因為法案在審定過程委員意見較為分歧，會議時間較為冗長，投資者普遍認為結果不明，甚至通過機會不高，故呈現不顯著的負異常報酬。
- 3.營利事業所得稅調降後：在事件日之後三日大都顯示正的顯著異常報酬，表示營建業對於營利事業所得稅調降之訊息抱持樂觀的態度，認為此法案通過會有正向加持的作用。

(二)GARCH分析綱要

- 1.營利事業所得稅調降前：在事件日之前三日皆顯示負的顯著異常報酬，表示營建業對於營利事業所得稅再調降之訊息仍舊不看好，此可能歸因於營建業對於政府信賴度不佳，對此法案通過較不樂觀。
- 2.營利事業所得稅調降事件日：表4-3~表4-4這二實證皆不顯著，此可能因為法案在審定過程委員意見較為分歧，會議時間較為冗長，投資者普遍認為結果不明，甚至通過機會不高，故呈現不顯著的負異常報酬。
- 3.營利事業所得稅調降後：在事件日之後三日大都皆顯示正的顯著異常報酬，表示營建業對於營利事業所得稅調降之訊息抱持樂觀的態度，認為此法案通過會有正向加持的作用。

第五章 結論與建議

第一節 結論

本研究以上市營建業為研究對象，藉由事件研究法來探討營所稅調降之「事件」是否使上市營建業股價產生異常報酬，除了使用市場模式之OLS事件模型外，亦使用GRACH事件模型來進行係數之估計，並同時考慮到估計期與事件期之GRACH效果。實證結果並加以說明如下：

第一事件日(2009/05/01)顯示：不論使用市場模式之OLS事件模型或GRACH事件模型。在事件宣告後皆呈現顯著的異常報酬率；此與第二章所述國內外文獻均顯示租稅政策或法令的變動會對股價產生影響研究一致。另在平均異常報酬率及平均累積報酬率皆顯示，在營所稅宣佈調降之事件宣告後三日，皆有正向且顯著的累積平均異常報酬。證實了投資者對於營所稅調降之事件抱有樂觀正面的態度。

第二事件日(2010/05/28)顯示：不論使用市場模式之OLS事件模型或GRACH事件模型。在事件宣告後皆呈現不顯著的異常報酬率；此與第二章所述國內外文獻均顯示租稅政策或法令的變動會對股價產生影響研究不一致。在宣告日後皆呈現負值，表示宣告日後，投資營建業的意願可能已消失，此可能是因為法令的動向搖擺不定，投資人對政府的信心減少。

第二節 研究限制

- 1.資料取得之限制：因限於人物力及時間考量，本研究無法以原始資料為研究來源。本研究資料取得來源為台灣經濟新報社資料庫，由於皆為次級資料，很有可能因部分資料的人為或系統疏失造成資料有誤，此部分實難避免。
- 2.本研究因廠商部分資訊不足，故兩者所利用之廠商家數不同；最小平方法(OLS)共38家、一般化自我迴歸異質條件變異數模型(GARCH)法所取得僅有35家。

第三節 未來研究建議

- 1.本文和過去國內外文獻均顯示租稅政策、相關法令或會計方法的變動都會造成股價異常波動。故主政者及相關民意代表未來在制定法令或政策時即應可評估此法令或政策實施時會產生的影響，提出配套方案，進而完備其法令或政策之訂定，以避免不必要的衝擊。另外，投資人應對此類變動加以注意，以利其擬定投資策略。
- 2.本文可證實，市場確實認為營所稅之調降能改善營建業的經營環境，後續研究者可針對法案通過之後，營建業股票報酬與市場報酬間之關係是否產生結構性的變化，加以深入探討。
- 3.建議後續研究者可就股價報酬累積異常報酬率加入財務特性作相關之迴歸研究，以瞭解其與財務特性間之相關性。

參考文獻

一、中文部分

1. 王一中 (2003)，制定金融控股公司法對股市之影響，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
2. 王文宇(2003)，不動產證券化條例之評析與前瞻，月旦法學第101期，頁62-71。
立法院公報(2002)，第91卷，第49期。
3. 王宏文(2000)，地雷股盈餘管理行為之研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。
4. 王振文(2008)，營利事業所得稅與盈餘管理之關聯性研究，南華大學財務管理研究所碩士論文。
5. 王脩斐(1996)，盈餘管理偵測模型之評估，國立政治大學會計研究所碩士論文。
6. 江向才及鄭莉(2003)，盈餘管理與償債能力之關係-以台灣上市公司資訊電子業為例，長榮大學學報，第七卷第一期，1-25頁。
7. 巫鑫(1998)，兩稅合一制下緩課股票股利稅務規劃須知，會計研究月刊，第156期，80-89頁。
8. 行政院經濟建設委員會(2002)，不動產證券化條例草案總說明，行政院。
9. 沈中華與李建然(2000)，事件研究法：財務與會計實證研究必備，華泰文化事業公司。
10. 沈維民(1997)，探討企業如何透過會計方法選用和應計項目認列以達成盈餘管理之目的，管理評論，第十六卷第一期，11-37頁。
11. 李昇鑫(2001)，我國實施不動產證券化之探討，國立臺灣大學財務金融學研究所碩士論文。
12. 李建然及羅元銘(2002)，新上市公司上市後營運績效衰退原因之探討，財務金融學刊，第十卷第一期，23-52頁。

13. 李國綸(2001)，調降金融業營業稅率市場反應之研究，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
14. 李儒哲(1999)，我國企業盈餘管理手法之研究，稅務研究月刊88期專題。
15. 金文森(2001)，不動產證券化之探討，營造天下第92期，頁15-18。
16. 金成隆、林修葳及林憶樺(2000)，台灣上市電子公司研究發展費用與強制性盈餘預測關聯性之實證研究，管理學報，第七卷第一期，713-740頁。
17. 林世銘、林宗輝及蔡彥卿(2001)，兩稅合一與盈餘管理，第十屆會計理論與實務研討會，中華民國台北。
18. 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1卷第1期。
19. 林世銘、陳明進、李存修(2001)，兩稅合一前後上市公司除權及除息日股價行為之探討，管理學報第18卷第3期，頁477-501。
20. 林明璋(1997)，我國上市公司盈餘管理之研究，元智大學企業管理研究所碩士論文。
21. 林栗羽(2003)，土地增值稅減半徵收之市場反應研究，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
22. 林嬋娟、洪櫻芬及薛敏正(1997)，財務困難公司之盈餘管理實證研究，管理學報，第十四卷第一期，15-38頁。
23. 林嬋娟及官心怡(1996)，經理人員盈餘預測與盈餘操縱之關聯性研究，管理與系統，第三卷第一期，27-41頁。
24. 林嬋娟及林圉成(2003)，電子產業之盈餘管理行為與資訊內涵研究，現代財務論壇學術研討會出版品。
25. 周宏勝(2002)，兩稅合一後資訊電子業於除權除息日前後之租稅規避行為，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
26. 周亞杰(2003)，評析不動產證券化條例，稅務旬刊第1868期，頁18-23。

27. 邱淑萍(2003)，盈餘衰退公司盈餘管理決策行為之探討，國立中正大學資訊及科技研究所。
28. 胡永純(1997)，「盈餘預測與盈餘管理之關聯性研究」，國立中興大學會計學系碩士論文。
29. 馬嘉應及劉敬業(2000)，「企業合併之會計及稅務問題探討」，財稅研究，第三十二卷，第一期，67-79頁。
30. 郭伯疆(1995)，「強制性財務預測修正決策與盈餘管理關係之研究」，國立政治大學會計研究所碩士論文。
31. 黃惠君(1995)，「公司上市前後盈餘操縱與上市後盈餘績效及盈餘操縱動機之關聯性研究」，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
32. 黃智聰、陳寶惠(2007)，《台灣所得稅理論與制度》。初稿。
33. 陳文達、李阿乙、廖咸興(2002)，資產證券化：理論與實務，初版，智勝文化。
34. 陳怡君(2003)，「財務危機公司盈餘管理方式之研究」，中原大學會計研究所碩士論文。
35. 陳亭如(2000)，「兩稅合一下營利事業所得稅與股票報酬關聯性之實證研究」，國立成功大學會計研究所碩士論文。
36. 曾國揚(1994)，「上市後業績衰退與盈餘管理關係之研究」，國立政治大學會計學研究所碩士論文。
37. 馮志卿(1998)，「營運活動現金流量、應計項目與業外損益的盈餘持續性及市場效率研究」，國立臺灣大學會計研究所碩士論文。
38. 楊中航(2004)，「中小企業盈餘管理型態與操作工具之研究」，淡江大學會計學系碩士論文。
39. 楊朝旭及吳幸蓁(2002)，「總經理薪酬績效敏感性、績效門檻與盈餘管理關聯性之研究」，會計評論，第三十六卷，55-87頁。

40. 張鼎聲(2002)，兩稅合一後除權除息之租稅規避行為，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
41. 管夢欣(1993)，「長期性資產出售交易與盈餘管理行為之關聯性實証研究」，國立台灣大學會計研究所碩士論文。
42. 歐進士、李佳玲及詹茂昆(2004)，「我國企業盈餘管理與經營風險關聯之實證研究」，風險管理學報，第六卷 第二期，181-206頁。
43. 劉其昌(2003)，不動產證券化條例稅捐減免條款剖析，稅務旬刊1873 期，頁23-27。
44. 劉欣萍(2002)，員工分紅入股租稅政策對資訊電子業股價之影響，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
45. 鄭丁旺(1993)，「中級會計學第五版」，三民書局，中華民國台北，13-15頁。
46. 蕭信義(2002)，「業績衰退公司盈餘管理之研究—以上市公司為例」，國立成功大學會計研究所碩士論文。
47. 蘇淑美(1997)，所得稅公報對市場效應之研究，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
48. 蘇慧芬(1992)，「上市公司上市前後盈餘窗飾之研究」，國立政治大學會計研究所碩士論文。

二、西文部分

1. Aharony, J., C. J. Lin and M. Loeb(1993), "Initial public offerings, accounting choices and earnings management," Contemporary Accounting Research," Vol.10(Fall), pp.61-82.
2. Bartov, E.(1993), "The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation," The Accounting Review, Vol.68, No.2(October), pp.840-855.
3. Berger, P. G.(1993), "Explicit and implicit tax effect of the R&D tax credit," Journal of Accounting Research, Vol.31, No.2(Autumn), pp.131-171.

4. 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* 20:551-558.
5. Bushee, B. (1998), "The influence of institution investor as a corporate monitor," *The Accounting Review*, Vol.73, No.3, pp.305-333.
6. Cahan, S. F. (1992), "The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political-cost hypothesis," *The Accounting Review*, Vol.67, pp.77-95.
7. DeAngelo, H. L., DeAngelo and D. J. Skinner (1994), "Accounting Choice in Troubled Companies," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.17, pp.113-143.
8. Dechow, P. and R. Sloan (1991), "Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.14(1), pp.51-89.
9. Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney (1995), "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, Vol.70, No.2(April), pp.193-225.
10. DeFond, M. L. and J. Jiambalvo (1994), "Debt covenant violation and manipulation of accruals," *Journal of Accounting and Economic*, Vol.17, pp.145-176.
11. Don Herrmann and Tatsuo Inoue (2003), "The Sale of Assets to Manage Earnings in Japan," *Journal of Accounting Research*, Vol.41, No.1(March), pp.89-107.
12. Fama, E., (1976). *Foundations of Finance*. New York: Basic books.
13. Friedlan, J. M. (1994), "Accounting Choice by Issuers of Initial Public Offerings," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, pp.1-13.
14. Gordon, M.J. (1963), "Optimal Investment and Financing Policy," *Journal of Finance*, Vol.18, pp.264-272.

15. Gramlich, J.(1991), "The Effect of the Alternative Minimum Tax Book Income Adjustment on Accrual Decision," *Journal of the American Taxation Association*, Vol.13, pp.36-56.
16. Guenter, D. A. (1994), "Earnings management in response to corporate tax rate changes: Evidence from the Tax Reform Act 1986," *The Accounting Review*, Vol.69, pp.230-243.
17. Healy, P.(1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7(April), pp.85-107.
18. Healy, P. and J.Wahlen(1999),"A review of the earnings management literature and its implications for standard setting," *Accounting Horizons*, Vol.13, pp.365-383.
19. Jiambalvo, James, S. Rajgopal and M. Venkatachalam(2002), "Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings," *Contemporary Accounting Research*, Vol.19, No.1(Spring), pp.117-145.
20. Jones, J.(1991), "Earning Management during Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol.29, No.2(Autumn), pp.193-228.
21. Klassen, K., M. Lang and M. Wolfson(1993), "Geographic income shifting by multinational corporations in response to tax rate changes," *Journal of Accounting Research* Vol.31 (Supplement), pp.141-173.
22. Leftwich, R., (1981) Evidence of the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements, *Journal of Accounting and Economics* 3, 3-36.
23. Lopez, Regier and Lee (1998), "Identifying tax-induced earnings management around TRA 86 as a function of prior tax-aggressive behavior," *Japan Association of Travel Agents* , pp.37-56.

24. Michael Porter(1992), "The Competitive Advantage of Nations," New York : Free Press, pp.121.
25. Perry S.and R. Grinaker(1994), "Earnings Expectations and Discretionary Research and Development Spending, "Accounting Horizons, Vol.8,No.4(December), pp.43-51.
26. Porter, Michael E.(2001), "Strategy and the Internet," Harvard Business Review, March, pp.63-78.
27. Schipper, K.(1989), "Commentary on Earnings Management," Accounting Horizons, Vol.3, pp.91-102.
28. Scholes, M. S., G. P. Wilson and M. A. Wolfson(1992), " Firms' responses to anticipated reductions in tax rates: The Tax Reform Act of 1986," Journal of Accounting Research(Supplement), pp.161-185.
29. Stober G, A. Heils and K.P. Lesch(1993), "Serotonin transporter gene polymorphism and affective disorder Lancet," Journal of Accounting Research, Vol.47, pp.340-341.
30. Shaw, W.H. (1988), Measuring the Impact of the Safe Harbor Lease Law on Security Prices. Journal of Accounting Research 26: 60-81.
31. 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 30: 67-100.
32. Teoh, S. H., Ivo Welch and T. J. Wong(1998), "Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings," Journal of Finance, Vol.6, pp.1935-1974.
33. Wang, M.Y., A.D.M. Glass, J.E. Shaff and L.V. Kochian(1994), "Ammonium uptake by rice roots III ," Electrophysiology Plant Physiol, Vol.104, pp.899-906.

34. Watts, L. W. and J. L. Zimmerman(1978), "Towards a Positive Theory of the Determination of Standards," *The Accounting Review*, Vol.8, pp.112-134.

附錄一 第一事件日之敘述統計量-OLS 模型(事件日後三日)

	2009/5/2	2009/5/3	2009/5/4
平均數	1.481937	1.460413	4.205282
標準誤	0.776679	0.322107	0.543211
中位數	2.61175	1.8782	6.1301
標準差	4.787774	1.985602	3.348577
變異數	22.92278	3.942614	11.21297
峰態係數	-0.69786	1.35247	3.446015
偏態係數	-0.80464	-0.46297	-1.8441
範圍	15.341	10.1578	14.4323
最小值	-8.3298	-4.1504	-7.4633
最大值	7.0112	6.0074	6.969
總和	56.3136	55.4957	159.8007
個數	38	38	38
信賴度 (95.0%)	1.573702	0.652651	1.10065

附錄二 第二事件日之敘述統計量-OLS 模型(事件日後三日)

	2010/5/29	2010/5/30	2010/5/31
平均數	-0.30575	0.296795	0.057426
標準誤	0.300727	0.23784	0.258044
中位數	-0.50075	0.32565	0.1015
標準差	1.853807	1.466143	1.590688
變異數	3.4366	2.149575	2.530287
峰態係數	5.009385	12.09202	8.940799
偏態係數	-0.05231	-2.22994	-1.60581
範圍	11.9005	10.3281	10.3171
最小值	-6.5771	-6.4156	-6.7448
最大值	5.3234	3.9125	3.5723
總和	-11.6186	11.2782	2.1822
個數	38	38	38
信賴度 (95.0%)	0.609331	0.481909	0.522846

附錄三 第一事件日之敘述統計量-GRACH 模型(事件日後三日)

	2009/5/2	2009/5/3	2009/5/4
平均數	1.523673	1.675345	4.601485
標準誤	0.86442	0.380228	0.544321
中位數	2.5774	2.2043	6.2634
標準差	4.965716	2.184246	3.126889
變異數	24.65834	4.77093	9.777434
峰態係數	-0.86921	0.515236	5.457423
偏態係數	-0.77806	-0.06395	-2.15077
範圍	14.8471	10.3628	14.2817
最小值	-8.0221	-3.5322	-7.3143
最大值	6.825	6.8306	6.9674
總和	50.2812	55.2864	151.849
個數	33	33	33
信賴度 (95.0%)	1.760766	0.7745	1.108747

附錄四 第二事件日之敘述統計量-GRACH 模型(事件日後三日)

	2010/5/29	2010/5/30	2010/5/31
平均數	-0.14667	0.316476	0.093509
標準誤	0.337365	0.265145	0.276277
中位數	-0.2773	0.3391	0.1366
標準差	1.938012	1.523143	1.587088
變異數	3.755889	2.319965	2.518848
峰態係數	5.01414	9.2302	8.221358
偏態係數	-0.24978	-1.81963	-1.56004
範圍	11.8786	9.9413	9.9131
最小值	-6.5423	-5.9905	-6.3168
最大值	5.3363	3.9508	3.5963
總和	-4.84	10.4437	3.0858
個數	33	33	33
信賴度 (95.0%)	0.687189	0.540083	0.562757