

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班
碩士論文

Master Program in Financial Management
Department of Finance
College of Management
Nanhua University
Master Thesis

事件研究法探討房地合一稅對台灣營建相關產業
股票報酬之影響

The Impact of House and Land Transactions Income Tax
on Construction-related Industry's Stock Returns in
Taiwan: Evidence from Event Study

藍伊岑

I-Tseng Lan

指導教授：李怡慧 博士
Advisor: Yi-Huey Lee, Ph.D.

中華民國 111 年 6 月

June 2022

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

事件研究法探討房地合一稅對台灣營建相關產業

股票報酬之影響

The Impact of House and Land Transactions Income Tax on
Construction-related Industry's Stock Returns in Taiwan : Evidence from
Event Study

研究生：藍伊岑

經考試合格特此證明

口試委員：孫育伯

廖永烈

李怡慧

指導教授：李怡慧

系主任(所長)：廖永烈

口試日期：中華民國 111 年 5 月 27 日

謝辭

「十年後的自己會感謝現在拼命努力的自己」，確立目標，勇敢前行就對了！在還沒報考專班之前，工作與家庭已經讓生活整個很忙碌了，雖然一直有想要再進修的想法，但總是少了那一份衝動，很感謝同事人姝也是我的學姐，鼓勵同職場的我們也去進修，不斷說服我們讓我們放心，說南華的老師都非常好，在南華裡學到很多實用的東西，再加上同事們有伴一起變成同學，成就了現在的我。自己也曾一度懷疑，我真的能完成這個挑戰嗎？在職專班的這 2 年日子裡，多了學生這個身份，工作、家庭、學業忙得團團轉，幾乎沒有休閒時間，放假就只想倒頭睡覺，時間永遠感覺不夠用，已將生活填滿，回想起每次老師派給我們作業時，當時內心會嘀咕負擔好重，但是每每完成後，成就感早就超越了一切，很感謝這 2 年來教過我們的老師們，有廖永熙主任、賴丞坡老師、李怡慧老師、白宗民老師、吳依正老師及趙永祥老師，讓我們能站在巨人的肩膀上前行，老師無私的教導我們很多專業知識與培養我們發現問題、解決問題的能力，尤其是我的指導教授 李怡慧老師，在完成論文的過程，給予我很大的心理支持，套一句老師常說的「莫驚慌莫害怕」，每每遇到瓶頸苦惱時，和老師討論完就像又充飽電一樣，有動力再繼續走下去，在南華讓我成長了很多，尤其是在表達能力方面，南華給予我們舞台發表的機會，練習了膽量與口條，老師有系統的培養我們邏輯思考能力，同學們友情點滴回憶，都是我在南華最大的收穫，更讓我確定我踏出這一步往南華前進是最正確的抉擇，得到與學到的，都會成為我能力的一部份，未來的我肯定會感謝現在拼命努力的我，讓我有滿滿的正能量再繼續前行，謝謝南華謝謝老師謝謝同學也謝謝自己，還要謝謝我的小兒子陪伴我讀書的日子，感謝所有這一切才能成就現在的我！

藍伊岑 謹誌

2022 年 6 月

論文題目：事件研究法探討房地合一稅對台灣營建相關產業股票報酬之影響
研究生：藍伊岑 指導教授：李怡慧 博士

中文摘要

本研究旨在探討政府房地合一稅制宣告，對台灣上市上櫃營建相關產業類股股價報酬之影響。實證中，採用事件研究法，分析 2015 年房地合一 1.0 版及 2021 年房地合一 2.0 版，在行政院通過、立法院三讀通過、總統公布以及正式施行日等 4 個階段之宣告效果。再依照台灣經濟新報資料庫產業指數分類，將營建相關產業細分為水泥業、鋼鐵業及營建業等 3 類，研究其在兩次稅制，在 4 個宣告階段，不同產業股價是否有顯著異常報酬及累積異常報酬之情形，並據此了解股票報酬與特定事件是否具有關聯性。

研究結果顯示：營建相關產業在行政院通過日及施行日，不管是全部營建相關產業或是細分分別產業，都具有顯著的異常報酬情況，而政策在行政院通過日前，營建相關產業就開始存在有負異常報酬發酵，可見打房政策的消息，已經有提早發散於市場的現象；從分別的產業來看，水泥業影響效果不明顯，鋼鐵業在行政院通過日有最大的負報酬反應，營建業是在政策施行日之後有最大的顯著負平均異常報酬效果。

關鍵詞：房地合一稅、事件研究法、營建相關產業

Abstract

Taking Taiwan's listed and OTC listed construction related industrial stocks as the research object, this study analyzes the impact of the two announcements of the government's real estate integration policy in 2015 and 2021 on the stock price of construction related industrial stocks in Taiwan. We explore the effect of the announcement and implementation of the two tax systems of real estate integration 1.0 and real estate integration 2.0 in the Executive Yuan, the third reading of the Legislative Yuan, the presidential announcement and the implementation day via event study method. According to the industrial index classification of TEJ database, the construction-related industries are subdivided into cement industry, steel industry and construction industry. We observe and examine the abnormal returns and cumulative abnormal returns in the stock prices on the announcement or implementation date of different industries in four stages under the two tax systems. This information reveal that whether the stock price is related to a specific event.

The results show that the construction-related industries have significant abnormal returns on the adoption date and implementation date of the Executive Yuan, whether all the construction related industries or subdivided industries. However, before the adoption of the policy by the Executive Yuan, the construction-related industries began to ferment with negative abnormal returns. It can be seen that the news of the housing policy has spread to the market in advance. From the perspective of different industries, the impact effect of cement industry is not obvious. The iron and steel industry has the largest negative return response on the passing day of the Executive Yuan, and the construction industry has the largest significant negative average abnormal return effect after the policy implementation day.

Keywords: House and Land Transactions Income Tax, Event study, Construction-related Industry

目錄

謝辭.....	i
中文摘要.....	ii
Abstract.....	iii
目錄.....	iv
圖目錄.....	v
表目錄.....	vi
第壹章緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	4
第三節 研究架構.....	5
第貳章文獻探討.....	6
第參章研究方法.....	9
第一節 房地合一稅 2.0 改革重點.....	9
第二節 事件研究法.....	13
第肆章實證結果分析.....	18
第一節 事件研究法統計異常報酬率.....	18
第二節 事件結果異常分析.....	35
第伍章結論與研究限制.....	36
第一節 研究結論.....	36
第二節 研究限制.....	37
參考文獻.....	38
附表 1：傳產-水泥類(共 11 家).....	41
附表 2：傳產-鋼鐵類(共 47 家).....	42
附表 3：傳產-營建類(共 86 家).....	43

圖目錄

圖 1-1 全國住宅價格指數趨勢圖	2
圖 1-2 全國房價所得比趨勢圖	2
圖 1-3 研究架構.....	5
圖 3-1 估計期間、事件期間及事件日之時間軸.....	17
圖 4-1 營建相關產業類股在行政院通過日之 AR 與 CAR 線圖.....	19
圖 4-2 營建相關產業類股在立法院三讀通過日之 AR 與 CAR 線圖.....	20
圖 4-3 營建相關產業類股在總統公布日之 AR 與 CAR 線圖.....	21
圖 4-4 營建相關產業類股在施行日之 AR 與 CAR 線圖.....	22
圖 4-5 水泥業在行政院通過日之 AR 與 CAR 線圖.....	23
圖 4-6 水泥業在立法院三讀通過日之 AR 與 CAR 線圖.....	24
圖 4-7 水泥業在總統公布日之 AR 與 CAR 線圖.....	25
圖 4-8 水泥業在施行日之 AR 與 CAR 線圖.....	26
圖 4-9 鋼鐵業在行政院通過日之 AR 與 CAR 線圖.....	27
圖 4-10 鋼鐵業在立法院三讀通過日之 AR 與 CAR 線圖.....	28
圖 4-11 鋼鐵業在總統公布日之 AR 與 CAR 線圖.....	29
圖 4-12 鋼鐵業在施行日之 AR 與 CAR 線圖.....	30
圖 4-13 營建業在行政院通過日之 AR 與 CAR 線圖.....	31
圖 4-14 營建業在立法院三讀通過日之 AR 與 CAR 線圖.....	32
圖 4-15 營建業在總統公布日之 AR 與 CAR 線圖.....	33
圖 4-16 營建業在施行日之 AR 與 CAR 線圖.....	34

表目錄

表 3-1 房地合一稅修法前後，個人持有期間適用稅率表.....	10
表 3-2 房地合一稅 2.0 修法前後法人持有期間適用稅率.....	11
表 3-3 房地合一稅 2.0 修法後五大類交易不受影響.....	12
表 3-4 房地合一稅四個階段之事件日設定.....	16
表 4-1 營建相關產業在行政院通過日事件期內之 AR 與 CAR.....	19
表 4-2 營建相關產業在立法院三讀通過日事件期內之 AR 與 CAR.....	20
表 4-3 營建相關產業在總統公布日事件期內之 AR 與 CAR.....	21
表 4-4 營建相關產業在施行日事件期內之 AR 與 CAR.....	22
表 4-5 水泥業在行政院通過日事件期內之 AR 與 CAR.....	23
表 4-6 水泥業在立法院三讀通過日事件期內之 AR 與 CAR.....	24
表 4-7 水泥業在總統公布日事件期內之 AR 與 CAR.....	25
表 4-8 水泥業在施行日事件期內之 AR 與 CAR.....	26
表 4-9 鋼鐵業在行政院通過日事件期內之 AR 與 CAR.....	27
表 4-10 鋼鐵業在立法院三讀通過日事件期內之 AR 與 CAR.....	28
表 4-11 鋼鐵業在總統公布日事件期內之 AR 與 CAR.....	29
表 4-12 鋼鐵業在施行日事件期內之 AR 與 CAR.....	30
表 4-13 營建業在行政院通過日事件期內之 AR 與 CAR.....	31
表 4-14 營建業在立法院三讀通過日事件期內之 AR 與 CAR.....	32
表 4-15 營建業在總統公布日事件期內之 AR 與 CAR.....	33
表 4-16 營建業在施行日事件期內之 AR 與 CAR.....	34
表 4-17 宣告日前後 5 日之異常報酬一覽表.....	35

第壹章緒論

第一節 研究背景與動機

自 2021 年 7 月 1 日開始施行「房地合一稅 2.0」稅制，新稅制中規定自 2016 年之後取得土地房屋、預售屋及特定股權交易，若持有年限 2 年內出售課 45% 稅率，2 年以上未滿 5 年內出售課 35% 稅率。

我們常聽到「房地產業是經濟龍頭產業也是經濟火車頭」這樣的講法，房地產價格上漲除了房地產本身的價值提升，亦可帶動相關企業、民眾的投資與消費，正因房地產業與其他產業關聯度很高，如：營建、鋼鐵、水泥、砂石、工程、裝潢、建材等產業，故可以帶動其他相關產業的發展，可謂影響甚廣。

將內政部不動產資訊平台上之「全國住宅價格指數」繪製成圖 1-1¹，依圖所示 2012 年第 3 季全台房價指數僅 78.96，而 2021 年第 3 季攀升至 114.83，由此可知，短短 10 年時間，房價就上漲約 45.45%；但是「全國房價所得比」²，如圖 1-2 所示，卻是由 7.46 來到 9.24，顯見國民所得增加速度已追不上房價的上漲速度，房價已是國民無比沈重的負擔。

¹ 內政部營建署以全國各縣市不動產交易實價登錄價格之資料，計算出「住宅價格指數」，提供住宅價格之變動趨勢等相關資訊，該指數以 2016 年全年為基期，公布每季最新數據，統計範圍包含全國各縣市及 6 直轄市，屋齡為 0.5~60 年之住宅。

² 房價所得比(倍)之計算方式，為(房價中位數)/(家戶年可支配所得中位數)，若數值越大，表示房價負擔能力越低。此指標每季公布最新數據，統計範圍包含全國(不含金門、連江縣)縣(市)及六直轄市。



圖 1-1 全國住宅價格指數趨勢圖



圖 1-2 全國房價所得比趨勢圖

影響房價之不確定因素眾多，包括供給面、需求面及制度面等因素，而造成房屋價格高居不下的原因非常複雜，可能原因有：一、炒作預售屋。二、資金寬鬆、稅賦偏低。三、全球金融危機爆發後，海外投資標的不佳。四、交通運輸設施便捷³。人為預售屋炒作及民眾預期房屋漲價的心理可能推升房價，再加上國內資金寬鬆、稅賦偏低，民眾購屋貸款及稅賦成本低下的情況，進而提升房市的需求增加。全球金融危機、2017 年中美貿易戰、2019 年香港反送中，以及 2020 年嚴重特殊傳染性肺炎(covid-19)疫情爆發後，近四年來台商回流設廠的熱潮及產業聚落效應，熱錢陸續撤出中國往台灣匯集，房地產更是受益於捷運、高鐵便捷，拉升週邊土地及住房的強勁需求。

李明軒(2016)指出房屋土地的價格上漲，使原先擁有資產的高所得階層者得利更多，經濟優勢又更傾向於高所得階層及其後代，導致經濟階級愈趨於不平等。林安樂(1993)發現高漲的房地產價格會產生負面的經濟問題，土地房屋取得或租用的成本增加，廠商會將價格轉嫁消費者，造成物價上漲；炒作房地利潤高，會造成投機行為增加，坐享其成不願從事生產活動，房地價格爆增不代表社會真實財富增加，反而會扭曲經濟誘因，不利於穩定經濟金融發展。

一般而言，房價若是因購屋自住之剛性需求增加或所得提高、經濟繁榮而緩慢上升，是有益於房市穩定向上發展，但是若房價上漲幅度遠超過國民所得成長幅度，不合理上漲導致影響民眾購屋負擔能力，潛藏不利於金融經濟穩定的風險，因此，政府對房市採取相關政策的調整確實有其必要。

³ 中央銀行回應外界之提問，民國 106 年 7 月 13 日，頁 7-8。https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-302-57469-7FCB2-1.html。

第二節 研究目的

這次房地合一 2.0 稅制修法之目的，是希望抑制潛在投機需求，將炒房螞蟻趕出市場，如果是自住自用、非短期買賣者，並不會受到影響，當市場主力買盤為剛性自住自用需求者時，可望讓房價維持穩定狀態。修法前房地合一稅 1.0 版本，有不少投資客投機方式成立公司而進行買賣房屋交易，用以規避房地合一稅 1.0 未特別針對境內公司之房屋短期交易課徵高額交易所得稅；修法後房地合一稅 2.0 版本，針對境內公司原本之 20% 交易房屋所得稅單一稅率，改為按照持有房地年限長短予以課徵不同交易所得稅率，持有未滿 2 年課 45% 稅率，持有 2 年以上未滿 5 年課 35% 稅率。房地合一 2.0 修法後將高所得稅率持有年限拉長，並且將預售屋交易納入，是否對營建相關產業類股表現受到限制？值得去關注研究。

本研究之目的為：一、探討「房地合一稅制」對台灣營建相關產業類股股價之影響。二、政策制定階段之宣告，是否會對台灣營建相關產業類股產生異常報酬？三、政策正式施行時，是否會對台灣營建相關產業類股產生異常報酬？房地合一稅制定程序，需先經過行政、立法兩院通過，再經總統公布，最後再施行日，本研究在分析政府兩次課徵房地合一稅的宣告與施行之平均效果，實證中選取台灣上市上櫃營建相關產業類股為研究對象，其次再依台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫分類，細分為營建類、水泥類及鋼鐵類股公司為研究對象，分別以「行政院通過日」、「立法院三讀通過日」、「總統公布日」及「施行日」探討稅制的宣告與實行，是否會對台灣營建相關產業類股產生異常報酬。

第三節 研究架構

本文之研究共分為五章，研究架構如圖 1-3 所示，首先敘明本研究之研究背景與動機、研究目的與研究架構，再針對過去學者研究房地合一稅之相關文獻進行整理彙整；依據事件日期設定，蒐集並彙整相關數據資料，透過事件研究法，分析房地合一稅制的影響。最後，將研究結果進行總結，提供後續學者相關研究之參考，並分析相關研究之限制。

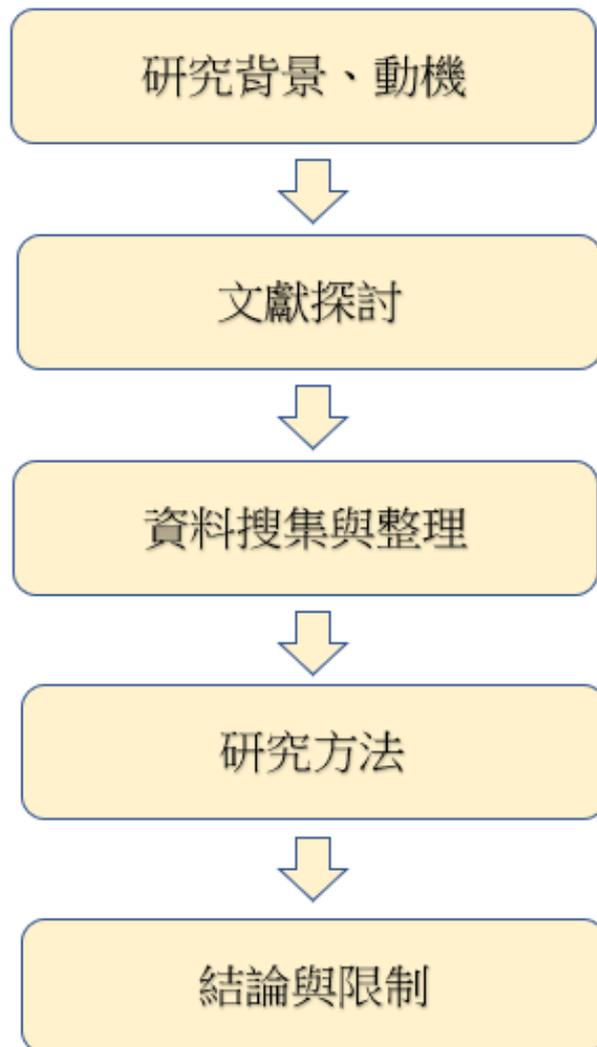


圖 1-3 研究架構

第貳章 文獻探討

張欣憶(2015)以房地合一稅制改革研究台灣不動產市場結果顯示，在房地合一 1.0 改革期間，投資、生產及交易皆呈現衰退的情形，尤其以北部的都會區影響幅度最，上市櫃營建產業公司股價皆出現負向累積異常報酬並且顯著。

唐敬雅(2015)發現房地合一修法的不利消息三讀通過即對營建及金融市場交易產生衝擊，推論是稅制經立法院通過被認為是定案，因此對市場的衝擊力度較大。另外，非台灣居民在台灣投資不動產業及營造業對房屋成交量有顯著正向相關，顯示國外資金流入營造產業會刺激房地產市場交易更加活絡。

林欣姿(2016)以事件研究觀察台灣上市營建之股價，發現立法院三讀通過日對於台灣上市營建股價有負報酬之影響，又依 103 年營收分三大類組，結果事件期內全部都是負報酬效果，顯示房地合一稅對營建產業公司是為加稅政策。

彭凡(2016)以房地合一稅政策對營建業影響之研究，將公司規模分類大小，結果規模大的上市櫃公司營業績效優於規模較小的公司，公司的營業毛利率與營業績效有正相關關係，房地合一稅實施之後，對營建業無論規模大小的績效皆產生了負向的異常報酬。

潘柏宇(2016)預期市場因為房地合一稅，造成上市櫃營建類公司之稅後盈餘將會減少，所以在新稅制事件期間，投資人就會出售該公司股票，尤其是三讀定案通過期間，產生顯著的負向累積異常報酬，且公司之規模越小、負債比率越高、獲利能力越高之公司其股票與負累積異常報酬率的相關性愈大。

陳信龍(2016)指出台灣建設公司在政府施行房地合一稅制後，影響到建案成本的計算方式，對建案的原物料及人工並無影響，企業要面臨大環境的挑戰，應該要加強外部經營策略。

陳珮英(2016)利用事件研究法對房地合一稅制改革制定中，各事件日股價之研究，結果顯示房地合一稅政策確實對股票市場造成利空現象。

顏瑋廷(2017)以事件研究法進行研究，認為政府制定房地合一稅，明顯影響房地產市場交易者之經濟行為，再用迴歸方程式探討累積異常報酬與企業財務的關聯性，但結果卻與其研究之預期不相符合，因此解釋為房地合一稅制是一利空消息，對企業之財務狀況影響及房地產經濟決策不大，認為公司財務狀況並非是經濟決策之唯一依據，故出現預期之方向與迴歸之結果不同。

顏美娟(2017)以傳統事件研究法和事件迴歸分析法做研究分析出，立法院三讀通過房地合一稅制時，營建股股價往下反應，出現異常報酬顯為負值，但總統頒布與正式施行之異常報酬則為不顯著，並對營建業股價影響也無顯著，推測應該是股價已在三讀法令通過時就反應完畢。

賴春永(2018)研究發現政府打房政策從 2012 年到 2017 年間，營建業股價跌幅約 47.6%，確實影響到營建業股價，打房相關政策致使房市微幅降溫，但是營建業股價波動卻非常大。

嚴宗聖(2019)在房市政策之成效指出：房地合一稅在「以稅制價」方面比奢侈稅發揮了更好的效果，但是整體的房屋價格並沒有因此顯著下跌，加上房價所得比高居不下及資金回流的影響，整體的房屋價格不降反升，對於想要買房自用的國民來說，是個沈重的負擔。

李忠龍(2019)研究實價課稅之房地合一政策，對於建材營造業之經營績效有顯著負向之影響，對於建材營造業、建設公司之獲利能力有顯著負向影響；獲利能力負向影響以建設公司子樣本大於非建設公司子樣本，規模小的營造業獲利能力負向影響顯著大於規模大建材營造業。

張藝馨(2021)發現房地合一 1.0 在消息釋出後，對營建股股價有異常的波動影響，反觀在政策施行日影響反而不顯著，可見市場早已出現預期心理，而房地合一 2.0 公佈卻是對營建股股價有正向異常報酬。

綜觀過去的文獻，有多位學者研究近幾年政府打房政策對不動產市場交易及上市上櫃股票市場價格的影響，其中 2015 年推出房地合一 1.0 政策之後，研

究的範圍大多是針對 1.0 政策之影響，過去的學者因提研究有時間的限制，未能將 2.0 制度在 2021 年 7 月 1 日施行時，完整的一併放入研究範圍內，且事件日多半以行政院通過日或立法院三讀通過日為宣告日，但是法令制定的階段有行政院通過、立法院三讀、總統頒布及施行日，故本研究以 2 次房地合一政策之 4 個階段宣告做研究，更能完整的看出整個政策週期的波動效果。過去學者相關文獻研究範圍在房地合一政策對房市交易、金融業市場、營建業股價、營建業業績及營收等之影響，本研究聚焦於營建相關產業對房地合一政策的敏感程度，並再細分為水泥業、鋼鐵業及營建業，研究其 2 次房地合一政策的平均異常報酬效果。



第參章 研究方法

第一節 房地合一稅 2.0 改革重點

房屋不該是被當作商品來炒作買賣，抑制有心人士投機行為短買短賣的方式交易房地產，是政府與民眾共同的期盼，更是政府推動房地合一稅改革的目的，2021 年公布精進房地合一稅 2.0 制度，希望能遏阻不動產短期炒作買賣、實現居住正義及維護租稅公平，依據財政部全球資訊網資料來源⁴，房地合一稅 2.0 改革重點有六大項：

1、短期套利者課重稅

如表 3-1 所示，房地合一稅 2.0 版本主要是拉長房屋土地交易之高所得稅率持有年限，其中境內個人房地交易所得稅，將由原先持有未滿 1 年課徵 45% 稅率拉長至持有未滿 2 年應課徵 45% 稅率；由原先持有 1 年以上未滿 2 年出售課徵 35% 稅率，拉長至持有 2 年以上未滿 5 年應課徵 35% 稅率；若個人持有 5 年以上未滿 10 年維持原先 20%；境內個人持有 10 年以上房屋交易所得，仍維持 15% 之稅率不變；境內個人持有期間超過 5 年、非境內個人持有期間超過 2 年其適用之稅率不變。

⁴ 財政部全球資訊網 <https://www.mof.gov.tw/houseandland> 房地合一稅 2.0 相關網站

表 3-1 房地合一稅修法前後，個人持有期間適用稅率表

個人	持有期間 適用稅率	房地合一稅 2016 年 1.0 版本(修法前)	房地合一稅 2021 年 2.0 版本(修法後)
境內	45 %	1 年以內	2 年以內
	35 %	1 年以上未滿 2 年	2 年以上未滿 5 年
	20 %	2 年以上未滿 10 年	5 年以上未滿 10 年
	15 %	10 年以上	10 年以上
非境內	45 %	1 年以內	2 年以內
	35 %	超過 1 年	超過 2 年

資料來源：財政部全球資訊網及本研究整理

2、法人比照個人課稅

法人比照個人課稅，如表 3-2 所示持有 2 年內出售課以 45% 稅率，企業轉賣預售屋，須以買賣簽約時間計算持有年度，若預售屋興建完成、變為成屋，則持有期間將重新計算。舉例來說，如果買一間預售屋，建商花了 2 年時間興建，如果在興建期間轉賣即適用 45% 的所得稅率，如果預售屋蓋好轉為成屋，在 2 年內出售也仍然是適用 45% 的稅率。境內營利事業持有期間 5 年以上、境外營利事業持有期間 2 年以上適用稅率不變。

表 3-2 房地合一稅 2.0 修法前後法人持用期間適用稅率

法人	持有期間 適用 稅率	房地合一稅 2016 年 1.0 版本(修法前)	房地合一稅 2021 年 2.0 版本(修法後)
境內	45 %	/	2 年以內
	35 %		2 年以上未滿 5 年
	20 %	未區分期間	5 年以上
境外	45 %	1 年以內	2 年以內
	35 %	1 年以上	2 年以上
申報方式		合併計稅 合併報繳	分開計稅 合併報繳

資料來源：財政部全球資訊網及本研究整理

3、擴大房地課稅範圍

新增預售屋交易及實質移轉房地之股權交易也納入課稅範圍。

4、土地漲價總數額設定上限

「土地漲價總數額」以土地公告現值為計算的數額上限

5、避免波及無辜，5 類交易不受影響

如表 3-3 所示，針對非自願因素、合建、都更及自住房等 5 類交易，維持原課徵稅率不變，不受影響。

表 3-3 房地合一稅 2.0 修法後五大類交易不受影響

維持 20% 稅率	1.個人及營利事業非自願性因素之短期(5年)房地交易，如:負擔醫藥費、調職、躲避家暴保護令者...等
	2.個人及營利事業以自有土地與建商合建分房之短期(5年)交易
	3.個人與營利事業參與都更或危老重建者，其取得房地後第一次移轉且持有期間在 5 年內交易者
	4.建商興建房屋完成後第一次移轉之房地交易
維持 10% 稅率	5.設籍滿 6 年之自住房地(400 萬以下課稅所得免稅)

資料來源：財政部全球資訊網及本研究整理

6、施行日期

自 2021 年 7 月 1 日起施行，個人及營利事業在 2016 年 1 月 1 日之後取得之房屋土地，即適用房地合一 2.0 稅制。

第二節 事件研究法

一、研究樣本及資料來源

(一)研究樣本

本研究主要探討房地合一稅課稅政策於政策宣告日及施行日時對台灣營建相關產業股票報酬之影響，選取台灣上市上櫃營建相關產業之股票，其次再依 TEJ 資料庫產業指數分類，細分 3 類為傳產-水泥(詳如:附表 1)、傳產-鋼鐵(詳如:附表 2)及傳產-營建(詳如:附表 3)。

(二)研究範圍

以兩次房地合一稅之行政院通過日、立法院三讀通過日、總統公布日及施行日為研究時間範圍，故本研究將以此兩個事件的 4 個日期為本研究之事件日，另外根據沈中華、李建然(2000)指出，事件期間通常以短天期較能貼近市場，因此本研究將以上市上櫃營建相關產業類股之股價日資料做為研究期間的頻率。

(三)資料來源

本研究資料來源取自 TEJ 資料庫所提供之股價日報酬資料，並利用此資料進行「異常報酬率」(Abnormal Returns, AR)之計算。

二、研究方法

(一)事件研究法

所謂事件研究法(Event Study Method)通常被用來了解公司證券市場價格，是否因市場上某一特定事件發生或訊息公布的時候，股價會產生異常的變動？如果此特定事件致使該公司股價變動狀況有異於公司無此特定事件發生時的股價變動情況，代表該事件與公司股價具有關聯性，也就是產生異常報酬率。事件研究法的主要目的，是利用統計方法檢定異常報酬狀況，藉以探討某一事件

的發生及宣告，是否對證券市場價格有所影響，是一個衡量新資訊對證券市場價格影響程度的好方法。

(二)效率資本市場(Efficient Capital Market)

起源於 Bachelier(1900)有效市場假說，其間有多位學者進行相關研究，但最後由諾貝爾經濟學得主 Eugege F. Fama 總結多位學者的研究後，提出效率市場假說 (Efficient Market Hypothesis) 說明如下：

1.有效市場的定義

如果在一個自由資訊流通的證券交易市場中，訊息能即時、完全的反應在股票的價格上，就可以稱作這樣的市場為有效市場。

2.假說

依 Fama(1976)效率市場存在以下假說：

- (1)資訊公開及取得是免費的。
- (2)所有投資人具有理性的投資行為。
- (3)新資訊是呈現隨機性的、公開不被隱瞞。
- (4)投資者對於股票分析是獨立不受相互影響的，對新資訊能立即反應。

3.類型

Fama 效率市場可以分為 3 類型如下：

(1)弱式效率市場 (Weak Form Efficiency Market)

股票價格已充分反映了歷史或現存的所有資訊情報，所以投資人無法再運用歷史資訊來預測未來股票價格，技術分析是無效的，投資人無法再利用歷史資訊來獲取超額報酬。所以弱式效率越高，以歷史價量分析技術來進行預測效果將會不準確，檢定的方式有連檢定、序列相關分析。

(2)半強式效率市場 (Semi-Strong Form Efficiency Market)

股票價格已充分反應了歷史資訊及所有公開資訊(如：財務報表、營收狀況、本益比、股利...等)，投資者無法利用基本分析結果來進行股票價格預測而

獲取超額報酬。因此半強式效率越高，則以依賴公開的財務報告、財務預測及經濟政治情勢來進行基本面分析，預測股票價格是徒勞無功，檢定的方式通常以事件研究法來檢定新資訊宣告後，股票價格調整的速度。

(3)強式效率市場 (Strong Form Efficiency Market)

股票價格已充分反應了已公開及未公開的所有資訊及情報。雖然有未公開的消息，但投資人能有其他相關管道來獲得資訊，所以此消息也早已反應，不僅技術分析無效、基本面分析無效，連內線消息也都沒有用，此種情形下，投資人無法從中獲取超額報酬，僅能獲取正常利潤。

本研究探討房地合一稅宣告對房地相關產業的股價影響分析，屬半強勢效率市場，將以事件研究法來分析其對營建相關產業股票價格之影響。

(三)市場模式(Market Model)

利用普通最小平方法(Ordinary Least Square)建立估計期間的資料迴歸模型

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (\text{公式 3.1})$$

R_{it} ：估計期間 i 間公司之 t 期日報酬率

α_i ：截距項

β_i ：估計期間 i 公司的系統風險係數

R_{mt} ：第 t 個交易日之市場加權指數單日報酬率

ε_{it} ：誤差項，且 $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$

經過計算後可以得到 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ 估計值，因此事件期預期報酬率如下：

$$E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (\text{公式 3.2})$$

$E(\hat{R}_{it})$ ：第 i 間公司之 t 期預期報酬率

$\hat{\alpha}_i$ ： i 公司之迴歸截距項，為 α_i 之估計值

$\hat{\beta}_i$ ： i 公司之系統風險係數，為 β_i 之估計值

R_{mt} ：市場加權股價報酬指數在第 t 期報酬率

個別公司股票的異常報酬率，是假設市場上特定事件未發生或未公布時的預期報酬率減去特定事件發生後或公布後的實際報酬率計算而得，其公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - E(\hat{R}_{it}) \quad (\text{公式 3.3})$$

AR_{it} ：i 公司在 t 期間的異常報酬率

R_{it} ：i 公司在 t 期間實際報酬率

$E(\hat{R}_{it})$ ：i 公司在 t 期間預期報酬率

1. 事件日及事件期設定

研究資料是台灣上市上櫃營建相關產業類股股價資料，資料來源取自 TEJ 台灣經濟新報資料庫，如表 3-4 所示事件日時間設定為兩次房地合一稅行政院通過日、立法院三讀通過日、總統公布日及開始施行日。

表 3-4 房地合一稅四個階段之事件日設定

事 件 日	房地合一稅 (1.0)	房地合一稅 (2.0)
行政院通過	2015 年 5 月 21 日	2021 年 3 月 11 日
立法院三讀通過	2015 年 6 月 5 日	2021 年 4 月 9 日
總統公布日	2015 年 6 月 24 日	2021 年 4 月 28 日
施行日	2016 年 1 月 1 日	2021 年 7 月 1 日

資料來源：本研究整理

事件期指事件日發生時前後 n 個交易日為事件期，本研究主要目的是觀察事件日發生前後期間，股票的異常報酬變化，故以事件日前後 5 個交易日設定為事件期，4 個事件分別各計 11 個交易日。

2. 估計期間

估計期間指能合理預期股票價格不受事件影響，由此期間估計預期價格及報酬率，而此估計期間長短並未有客觀的認定標準，通常視研究目的而定，但過長或過短的估計期仍會影響預測，故一般日資料之頻率是以 100 天至 300 天為估計期間，因本研究的 4 個事件日橫跨了約 130 多個交易日，為避免時間的重疊干擾，因此如圖 3-1 所示本研究將以事件日之前第 151 個日交易至第 250 個日交易，共 100 個日交易為估計期間。

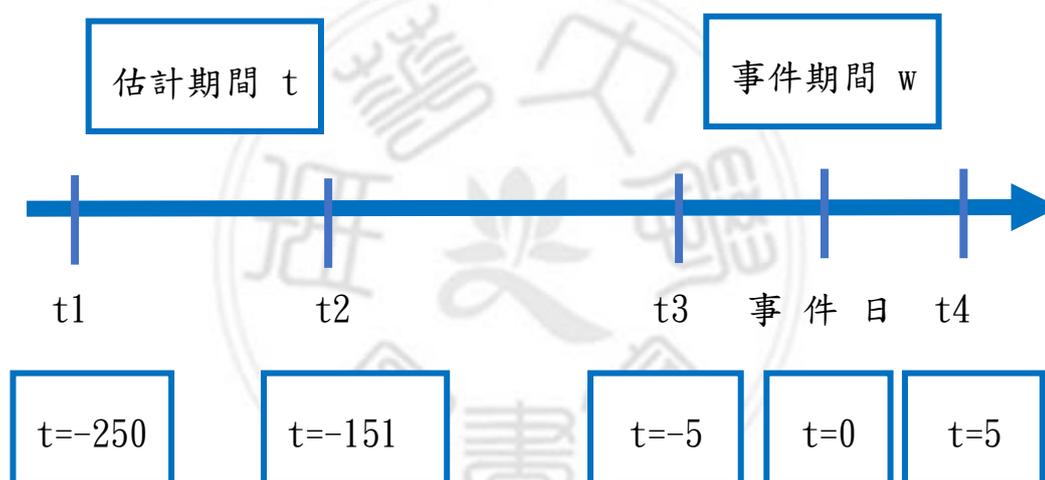


圖 3-1 估計期間、事件期間及事件日之時間軸

第肆章 實證結果分析

本研究分別依第參章所敘述之研究步驟，針對政府在 2015 年及 2021 年兩次房地合一政策法令通過與頒定施行，對營建相關產業類股股價之影響，以房地合一 1.0 及房地合一 2.0 這兩次稅制在行政院通過、立法院三讀通過、總統公布及施行日進行事件研究分析，研究 4 個階段其宣告或施行的效果，再依 TEJ 資料庫產業指數分類，將營建相關產業分為水泥業、鋼鐵業及營建業，研究其在這兩次稅制下，不同產業 4 個階段之宣告或施行日的股價異常報酬及累積異常報酬情形，這個資訊可以了解股票的價格與特定事件是否會有關聯性。

第一節 事件研究法統計異常報酬率

本研究營建相關產業全體樣本實證結果如表 4-1 及圖 4-1 所示，營建相關產業在行政院通過前 1 日即出現顯著負向平均異常報酬率，推測可能消息有走漏市場的現象，因此提前出現負向平均異常報酬率，在事件日當天出現最大的負報酬率-0.5862，從事件日前 1 天開始存在有連續 3 天負向平均異常報酬，第 2 天之後報酬就轉為正向。

表 4-1 營建相關產業在行政院通過日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.8724***	7.9299	0	0.8724***	7.9299	0
-4	-0.4203***	-3.8205	0.0001	0.4521***	2.9058	0.0037
-3	-0.1730	-1.5725	0.1158	0.2791	1.4647	0.143
-2	0.3764***	3.4215	0.0006	0.6555***	2.9792	0.0029
-1	-0.2336**	-2.123	0.0338	0.4219	1.7152	0.0863
+0	-0.5862***	-5.3283	0	-0.1642	-0.6095	0.5422
+1	-0.2929***	-2.6625	0.0078	-0.4571	-1.5706	0.1163
+2	0.1009	0.9172	0.359	-0.3562	-1.1448	0.2523
+3	0.0396	0.3604	0.7186	-0.3166	-0.9592	0.3374
+4	0.0515	0.4677	0.64	-0.2651	-0.7621	0.446
+5	0.0858	0.7795	0.4357	-0.1794	-0.4916	0.623

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

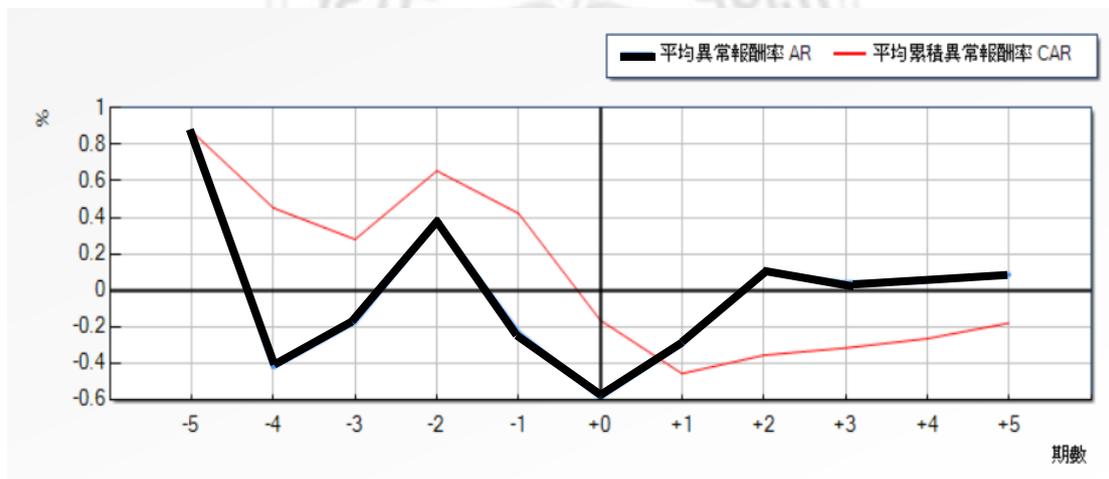


圖 4-1 營建相關產業類股在行政院通過日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業全體樣本實證結果如表 4-2 及圖 4-2 所示，營建相關產業在立法院三讀通過當日即出現顯著負向平均異常報酬率，推測可能是三讀通過被視為定案，當天震盪的幅度較大，出現負向平均異常報酬率-0.361。

表 4-2 營建相關產業在立法院三讀通過日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.5751***	5.498	0	0.5751***	5.498	0
-4	0.1189	1.1363	0.2558	0.6939***	4.6911	0
-3	0.1648	1.5755	0.1152	0.8587***	4.7399	0
-2	0.0543	0.5195	0.6034	0.9131***	4.3646	0
-1	0.662***	6.3288	0	1.5751***	6.7342	0
+0	-0.361***	-3.4515	0.0006	1.214***	4.7383	0
+1	0.6514***	6.2279	0	1.8655***	6.7408	0
+2	-0.8986***	-8.5905	0	0.9669***	3.2682	0.0011
+3	0.1436	1.3729	0.1698	1.1105****	3.5389	0.0004
+4	0.2737***	2.6168	0.0089	1.3842***	4.1848	0
+5	1.4825***	14.1732	0	2.8668***	8.2634	0

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

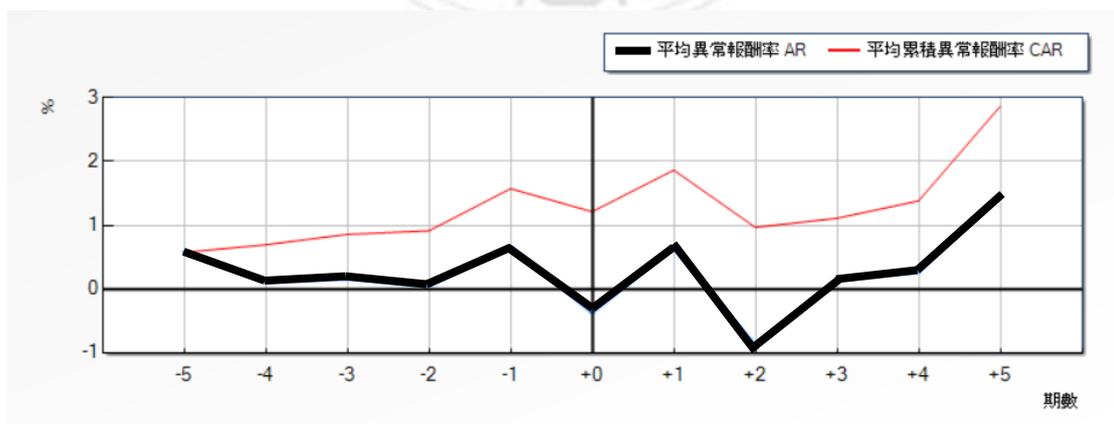


圖 4-2 營建相關產業類股在立法院三讀通過日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業全體樣本實證結果如表 4-3 及圖 4-3 所示，營建相關產業在總統公布日雖然有出現負向平均異常報酬率但並未顯著，推測可能消息已在政策通過時就反應過，因此總統頒布消息並未影響市場。

表 4-3 營建相關產業在總統公布日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.3386***	3.2014	0.0014	0.3386***	3.2014	0.0014
-4	0.0641	0.6059	0.5446	0.4026***	2.6922	0.0071
-3	-0.6952***	-6.5736	0	-0.2926	-1.5971	0.1102
-2	-0.0321	-0.3033	0.7617	-0.3246	-1.5348	0.1248
-1	-0.0591	-0.5589	0.5763	-0.3837	-1.6227	0.1047
+0	-0.1141	-1.0785	0.2808	-0.4978*	-1.9216	0.0547
+1	0.1188	1.1229	0.2615	-0.379	-1.3547	0.1755
+2	-0.259**	-2.4486	0.0143	-0.638**	-2.1329	0.0329
+3	-1.7815***	-16.8453	0	-2.4195***	-7.626	0
+4	1.0074***	9.5256	0	-1.4121***	-4.2224	0
+5	0.483***	4.5668	0	-0.9291***	-2.649	0.0081

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

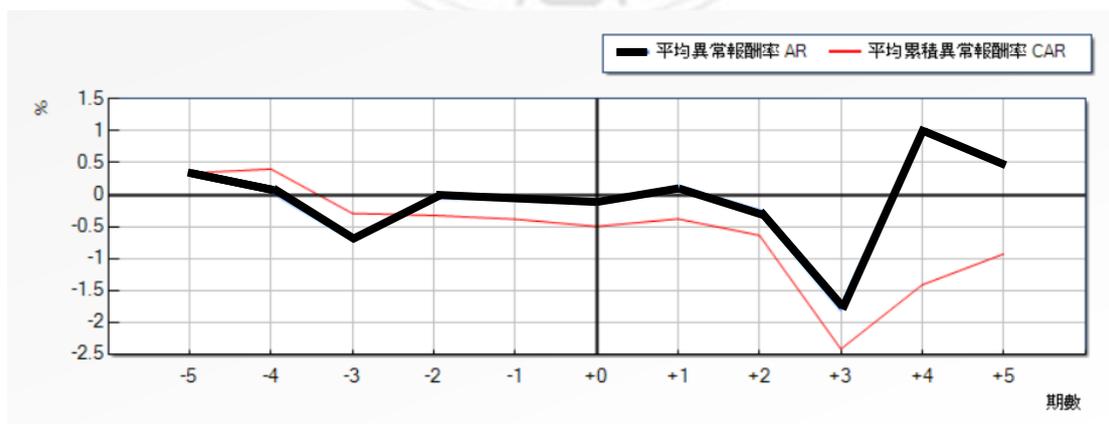


圖 4-3 營建相關產業類股在總統公布日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業全體樣本實證結果如表 4-4 及圖 4-4 所示，營建相關產業在施行日當天出現最大負向平均異常報酬率-0.555 並且顯著，推測是正式施行對市場衝擊確定，但是隔天開始雖有負報酬率但並未顯著，消息很快就反應完畢。

表 4-4 營建相關產業在施行日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.5471***	5.4415	0	0.5471***	5.4415	0
-4	0.2617***	2.6026	0.0093	0.8088***	5.688	0
-3	1.2959***	12.8885	0	2.1048***	12.0855	0
-2	1.2747***	12.677	0	3.3794	16.8048	0
-1	0.8282***	8.2369	0	4.2076***	18.7144	0
+0	-0.5555***	-5.525	0	3.6521***	14.8282	0
+1	-0.0927	-0.922	0.3565	3.5594***	13.3798	0
+2	0.0089	0.0884	0.9295	3.5683***	12.5469	0
+3	-0.669***	-6.6534	0	2.8993***	9.6115	0
+4	-0.1613	-1.6046	0.1086	2.738***	8.6109	0
+5	0.4307***	4.2836	0	3.1687***	9.5017	0

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

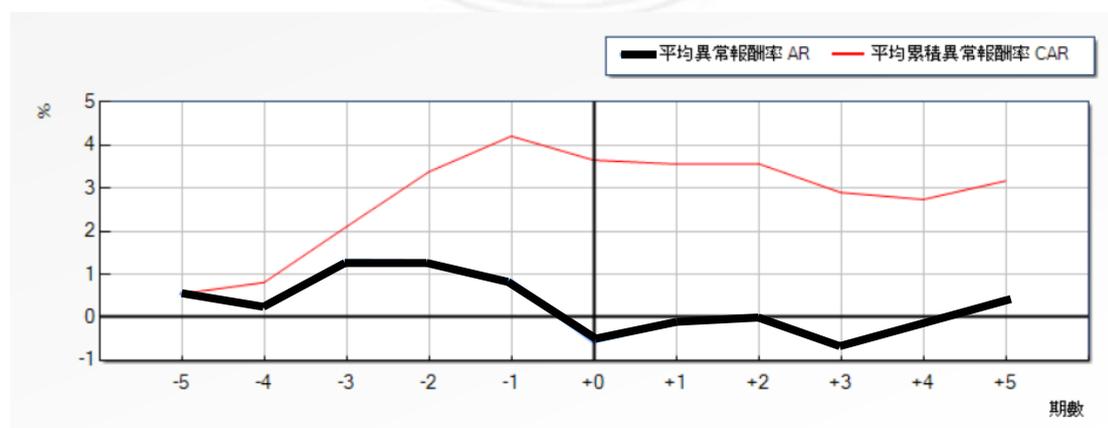


圖 4-4 營建相關產業類股在施行日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之水泥業全體樣本實證結果如表 4-5 及圖 4-5 所示，水泥業在行政院通過前 1 日即出現顯著負向平均異常報酬率，推測水泥業市場可能提早得知消息，因此提前出現負向平均異常報酬率，並在事件日當天出現最大的負報酬率-0.7975，事件日後雖有連續 3 天負向平均異常報酬但並未顯著。

表 4-5 水泥業在行政院通過日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.2691	0.8422	0.3997	0.2691	0.8422	0.3997
-4	0.2288	0.716	0.474	0.4979	1.1018	0.2706
-3	0.2684	0.84	0.4009	0.7664	1.3846	0.1662
-2	0.134	0.4193	0.675	0.9004	1.4088	0.1589
-1	-0.5366*	-1.6791	0.0931	0.3638	0.5092	0.6106
+0	-0.7975**	-2.4956	0.0126	-0.4337	-0.554	0.5796
+1	-0.503	-1.5742	0.1154	-0.9367	-1.1079	0.2679
+2	-0.1086	-0.3399	0.7339	-1.0453	-1.1565	0.2475
+3	-0.1709	-0.5348	0.5928	-1.2162	-1.2686	0.2046
+4	0.3608	1.1291	0.2589	-0.8554	-0.8465	0.3973
+5	0.2797	0.8754	0.3813	-0.5757	-0.5432	0.587

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

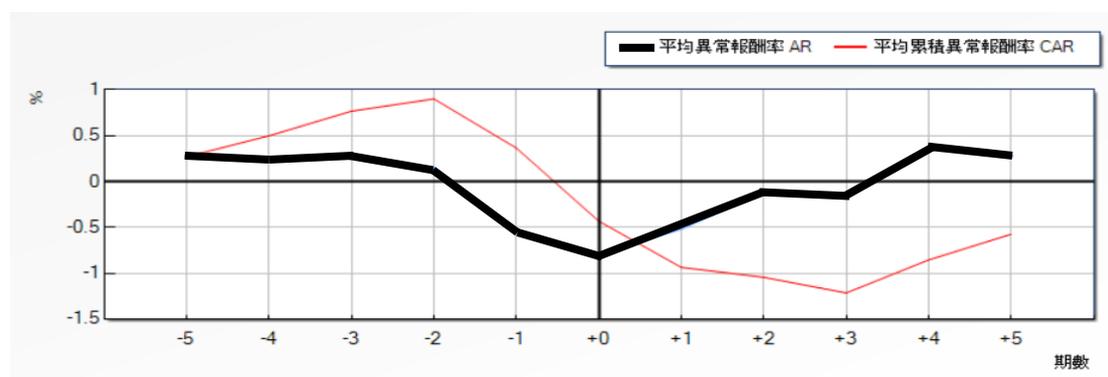


圖 4-5 水泥業在行政院通過日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之水泥業全體樣本實證結果如表 4-6 及圖 4-6 所示，水泥業在立法院三讀通過日並未出現負向平均異常報酬率，未有影響。

表 4-6 水泥業在立法院三讀通過日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.692**	2.1385	0.0325	0.692**	2.1385	0.0325
-4	-0.1296	-0.4005	0.6888	0.5624	1.2289	0.2191
-3	-0.6112*	-1.8889	0.0589	-0.0488	-0.0871	0.9306
-2	-0.2717	-0.8395	0.4012	-0.3205	-0.4952	0.6204
-1	0.0313	0.0967	0.923	-0.2892	-0.3997	0.6894
+0	0.4175	1.2902	0.197	0.1283	0.1618	0.8714
+1	0.9578***	2.9601	0.0031	1.0861	1.2686	0.2046
+2	0.0277	0.0855	0.9318	1.1138	1.2169	0.2236
+3	-0.1725	-0.533	0.594	0.9413	0.9697	0.3322
+4	0.1496	-0.4624	0.6438	1.0909	1.0661	0.2864
+5	1.3128***	4.057	0	2.4037	2.2397	0.0251

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

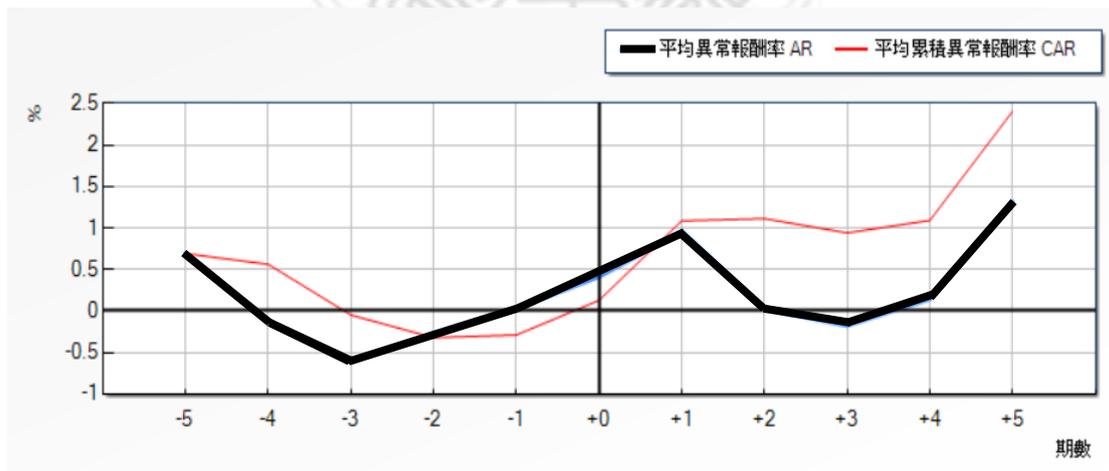


圖 4-6 水泥業在立法院三讀通過日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之水泥業全體樣本實證結果如表 4-7 及圖 4-7 所示，水泥業在總統公布日並未出現負向平均異常報酬率，未有影響。

表 4-7 水泥業在總統公布日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	1.3664***	4.1529	0	1.3664***	4.1529	0
-4	-0.0669	-0.2033	0.8389	1.2995***	2.7928	0.0052
-3	-1.5055***	-4.5759	0	-0.2061	-0.3616	0.7177
-2	-0.1063	-0.3232	0.7465	-0.3124	-0.4748	0.635
-1	-0.5189	-1.5772	0.1147	-0.8313	-1.13	0.2585
+0	0.1426	0.4335	0.6647	-0.6887	-0.8546	0.3928
+1	-0.6323*	-1.9219	0.0546	-1.3211	-1.5176	0.1291
+2	-0.9182***	-2.7907	0.0053	-2.2392**	-2.4062	0.0161
+3	-1.1283***	-3.4293	0.0006	-3.3675***	-3.4117	0.0006
+4	1.3422***	4.0795	0	-2.0253*	-1.9466	0.0516
+5	0.9336***	2.8375	0.0045	-1.0917	-1.0005	0.3171

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

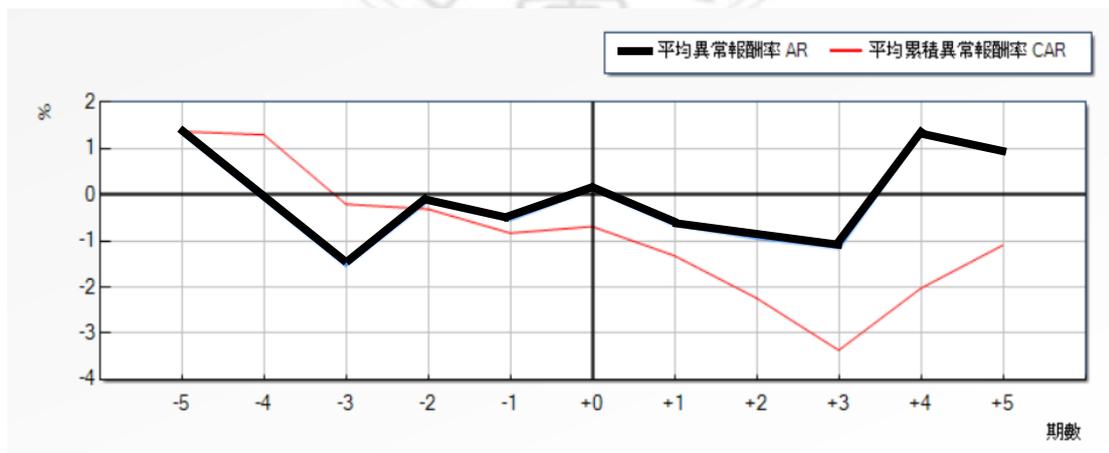


圖 4-7 水泥業在總統公布日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之水泥業全體樣本實證結果如表 4-8 及圖 4-8 所示，水泥業在政策施行日當天出現顯著最大負向平均異常報酬率-0.6828，事件日後連續 2 天有負向異常報酬率但並未顯著。

表 4-8 水泥業在施行日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	-0.0534	-0.1732	0.8625	-0.0534	-0.1732	0.8625
-4	-0.3549	-1.1509	0.2498	-0.4083	-0.9363	0.3491
-3	0.0464	-0.1504	0.8805	-0.3619	-0.6776	0.498
-2	-0.1879	-0.6094	0.5423	-0.5498	-0.8915	0.3726
-1	0.2535	-0.8221	0.411	-0.2963	-0.4297	0.6674
+0	-0.6828**	-2.2143	0.0268	-0.9791	-1.2963	0.1949
+1	-0.1537	-0.4985	0.6181	-1.1329	-1.3885	0.165
+2	-0.0595	-0.1929	0.8471	-1.1923	-1.367	0.1716
+3	-0.0949	-0.3078	0.7583	-1.0974	-1.1863	0.2355
+4	-0.3171	-1.0283	0.3038	-1.4145	-1.4506	0.1469
+5	-0.8079***	-2.6199	0.0088	-0.6067	-0.5932	0.5531

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

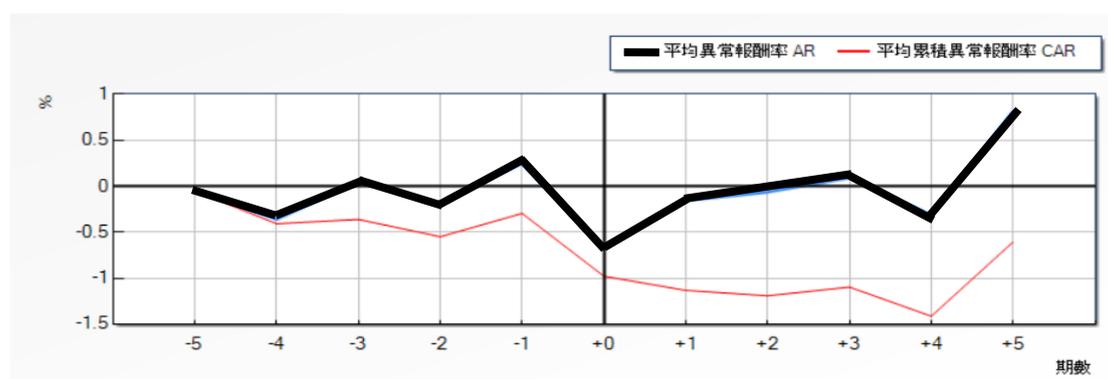


圖 4-8 水泥業在施行日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之鋼鐵業全體樣本實證結果如表 4-9 及圖 4-9 所示，鋼鐵業在行政院通過前 1 日即出現顯著負向平均異常報酬率，推測市場可能提早得知消息，因此提前出現負向平均異常報酬率，並在事件日當天出現最大的負報酬率-0.6207，事件日前 1 天開始連續 7 天負向平均異常報酬，並有 4 天顯著。

表 4-9 鋼鐵業在行政院通過日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	1.4281***	7.2713	0	1.4281***	7.2713	0
-4	-0.7966***	-4.0562	0	0.6314**	2.2734	0.023
-3	-0.2125	-1.0821	0.2792	0.4189	1.2315	0.2182
-2	0.3053	1.5547	0.12	0.7242	1.8438	0.0652
-1	-0.3364*	-1.7131	0.0867	0.3878	0.8831	0.3772
+0	-0.6207***	-3.1605	0.0016	-0.2329	-0.4841	0.6283
+1	-0.3622*	-1.8442	0.0652	-0.5951	-1.1453	0.2521
+2	-0.0141	-0.0717	0.9428	-0.6092	-1.0967	0.2728
+3	-0.4575**	-2.3296	0.0198	-1.0667*	-1.8105	0.0702
+4	-0.1284	-0.654	0.5131	-1.1952*	-1.9244	0.0543
+5	-0.1002	-0.5102	0.6099	-1.2954**	-1.9887	0.0467

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

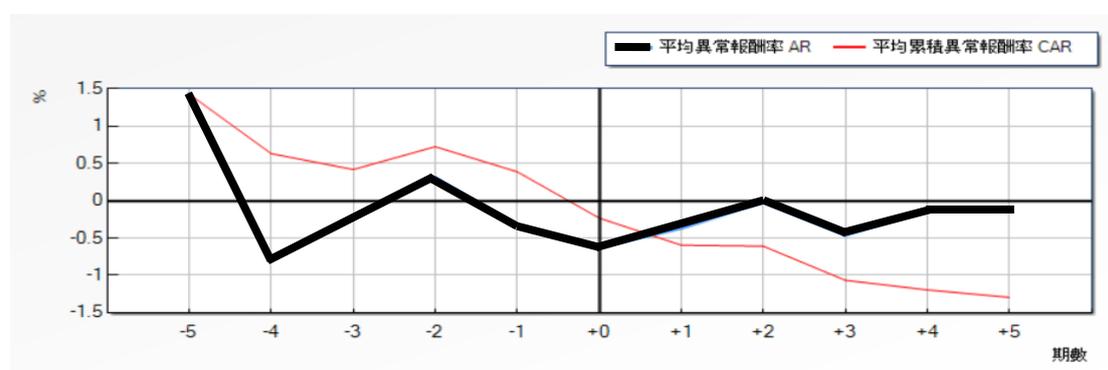


圖 4-9 鋼鐵業在行政院通過日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之鋼鐵業全體樣本實證結果如表 4-10 及圖 4-10 所示，鋼鐵業在立法院三讀通過日當天出現最大顯著負向平均異常報酬率-0.7955，隔天又轉向為正，連續幾天也以正報酬居多，推測市場在立法院三讀通過定案就已將反應幅度反應完畢。

表 4-10 鋼鐵業在立法院三讀通過日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.58***	3.0936	0.002	0.58***	3.0936	0.002
-4	0.4969***	2.6504	0.008	1.0769***	4.0616	0
-3	1.2833***	6.8452	0	2.3602***	7.2683	0
-2	0.5429***	2.8956	0.0038	2.9031***	7.7424	0
-1	2.4933***	13.2993	0	5.3964***	12.8726	0
+0	-0.7955***	-4.243	0	4.6009***	10.0188	0
+1	2.3858***	12.7255	0	6.9867***	14.0854	0
+2	-1.2803***	-6.8288	0	5.7064***	10.7614	0
+3	0.5007***	2.6705	0.0076	6.2071***	11.0361	0
+4	1.2424***	6.6268	0	7.4495***	12.5653	0
+5	2.6387***	14.0747	0	10.0882***	16.2243	0

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

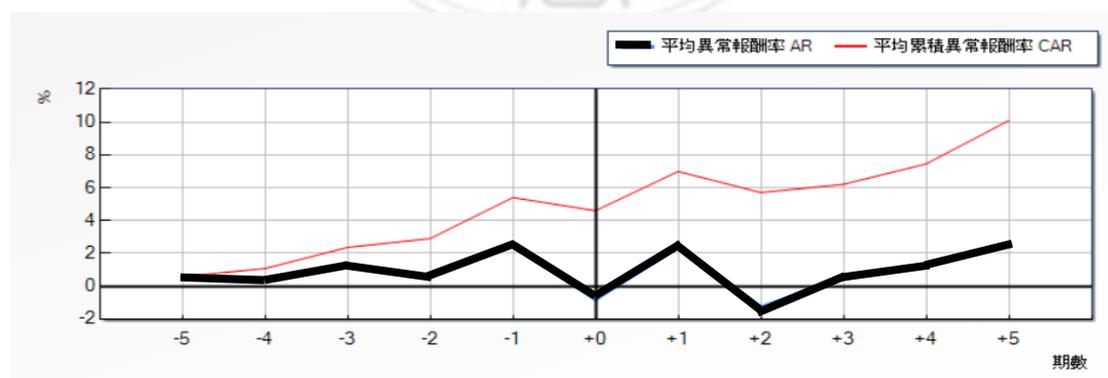


圖 4-10 鋼鐵業在立法院三讀通過日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之鋼鐵業全體樣本實證結果如表 4-11 及圖 4-11 所示，鋼鐵業在總統公布日前 1 日開始，連續 2 天出現顯著負向平均異常報酬率，隔天異常報酬就轉為正向。

表 4-11 鋼鐵業在總統公布日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	-0.1022	-0.5243	0.6	-0.1022	-0.5243	0.6
-4	0.0104	0.0534	0.9574	-0.0918	-0.3330	0.7391
-3	-1.5003***	-7.6998	0	-1.5921***	-4.7174	0
-2	1.0827***	5.5567	0	-0.5094	-1.3070	0.1912
-1	-0.3755*	-1.9269	0.054	-0.8848**	-2.0308	0.0423
+0	-0.6824***	-3.5021	0.0005	-1.5672***	-3.2836	0.001
+1	1.3187***	6.7676	0	-0.2485	-0.4821	0.6297
+2	-0.4206**	-2.1585	0.0309	-0.6691	-1.2141	0.2247
+3	-3.5146***	-18.0372	0	-4.1837***	-7.1571	0
+4	2.0021***	10.2750	0	-2.1816***	-3.5406	0.0004
+5	0.9883***	5.0718	0	-1.1934*	-1.8466	0.0648

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

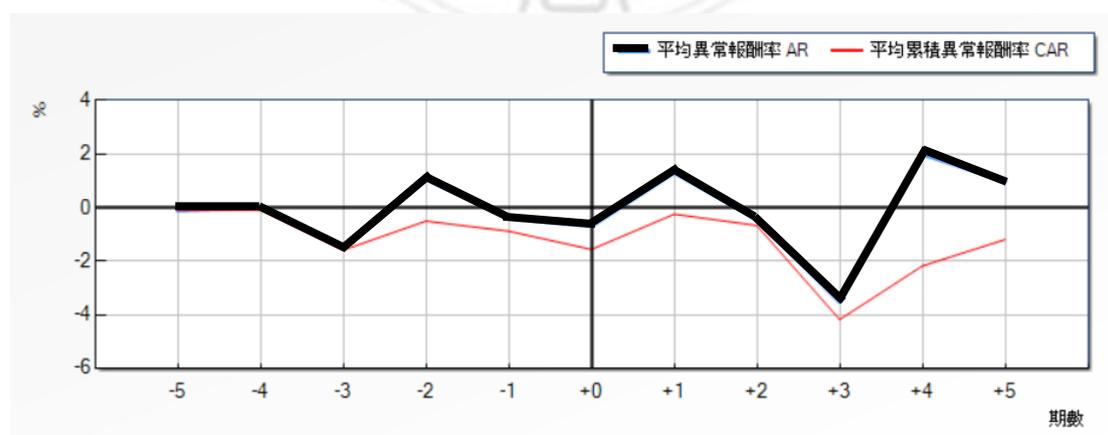


圖 4-11 鋼鐵業在總統公布日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之鋼鐵業全體樣本實證結果如表 4-12 及圖 4-12 所示，鋼鐵業在政策施行日當天出現顯著負向平均異常報酬率-0.8324，隔天有負報酬但並未顯著，第 2 天轉為正向，第 3 天開始又有連續 2 天負報酬，推測事件仍然在市場中動盪發酵才又趨於穩定。

表 4-12 鋼鐵業在施行日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	1.2135***	6.6534	0	1.2135***	6.6534	0
-4	1.1972***	6.5643	0	2.4107***	9.3464	0
-3	3.9022***	21.3956	0	6.3129***	19.984	0
-2	3.3219***	18.2138	0	9.6347***	26.4136	0
-1	2.769***	15.1822	0	12.4037***	30.4147	0
+0	-0.8324***	-4.5643	0	11.5713***	25.9013	0
+1	-0.1356	-0.7435	0.4572	11.4357***	23.6989	0
+2	0.8989***	4.9285	0	12.3345***	23.9108	0
+3	-0.9907***	-5.4320	0	11.3438***	20.7327	0
+4	-1.1862***	-6.5042	0	10.1576***	17.6119	0
+5	1.2678***	6.9515	0	11.4254***	18.8883	0

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

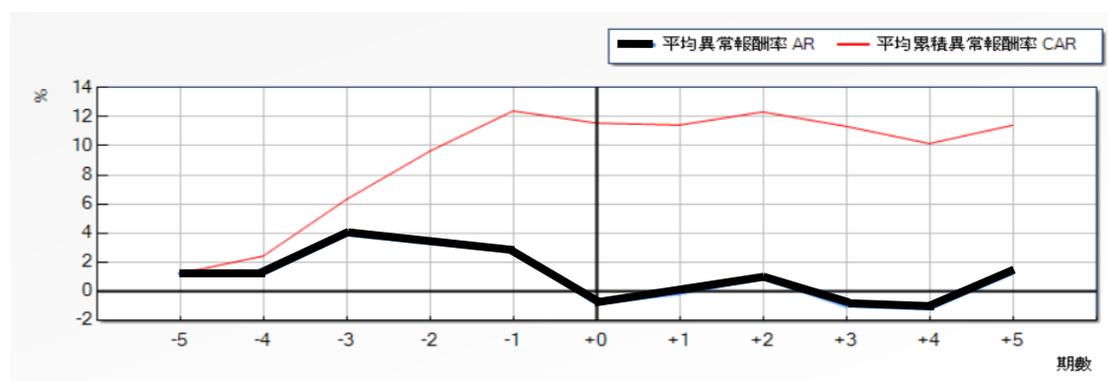


圖 4-12 鋼鐵業在施行日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之營建業全體樣本實證結果如表 4-13 及圖 4-13 所示，營建業在行政院通過前 4 日就出現顯著負向平均異常報酬率，推論市場應該很早就受此事件的影響，因此提前出現負向平均異常報酬率，並在事件日當天出現最大的負報酬率-0.5432，事件日後反而很快就又回復常態。

表 4-13 營建業在行政院通過日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.6545***	4.5569	0	0.6545***	4.5569	0
-4	-0.3012**	-2.0971	0.036	0.3533*	1.7394	0.0820
-3	-0.2047	-1.425	0.1542	0.1486	0.5975	0.5502
-2	0.4421***	3.0784	0.0021	0.5907**	2.0566	0.0397
-1	-0.1441	-1.0036	0.3156	0.4466	1.3907	0.1643
+0	-0.5432***	-3.7822	0.0002	-0.0966	-0.2746	0.7836
+1	-0.232	-1.6151	0.1063	-0.3286	-0.8647	0.3872
+2	0.1856	1.2922	0.1963	-0.143	-0.3519	0.7249
+3	0.3234**	2.2521	0.0243	0.1805	0.4189	0.6753
+4	0.1085	0.7557	0.4498	0.289	0.6364	0.5245
+5	0.1596	1.1115	0.2663	0.4486	0.9419	0.3463

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

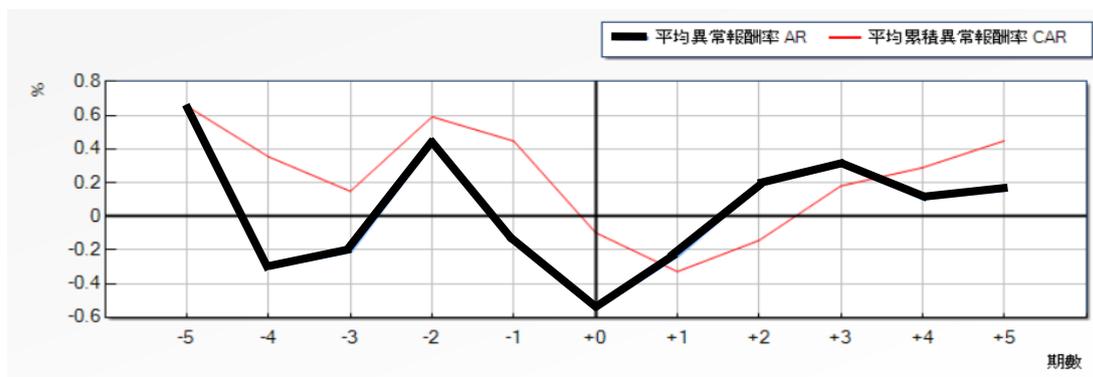


圖 4-13 營建業在行政院通過日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之營建業全體樣本實證結果如表 4-14 及圖 4-14 所示，營建業在立法院三讀通過日前開始連續 9 天出現負向平均異常報酬，並有 4 天顯著，推論此事件在行政院通過後已在市場反應一段時間了，因此立法院三讀通過確定後，連續 3 天顯著負向平均異常報酬率，很快又轉為正向報酬並且顯著。

表 4-14 營建業在立法院三讀通過日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.5587***	4.1192	0	0.5587***	4.1192	0
-4	-0.0486	-0.3582	0.7202	0.5101***	2.6594	0.0078
-3	-0.3258**	-2.402	0.0163	0.1843	0.7846	0.4327
-2	-0.1615	-1.1904	0.2339	0.0229	0.0843	0.9328
-1	-0.217	-1.5996	0.1097	-0.1941	-0.64	0.5222
+0	-0.2269*	-1.6732	0.0943	-0.421	-1.2673	0.2051
+1	-0.2879**	-2.1226	0.0338	-0.7089**	-1.9755	0.0482
+2	-0.8094***	-5.9678	0	-1.5184***	-3.9579	0.0001
+3	-0.0049	-0.0362	0.9711	-1.5233***	-3.7436	0.0002
+4	-0.216	-1.5924	0.1113	-1.7393***	-4.0551	0.0001
+5	0.9006***	6.6396	0	-0.8387*	-1.8644	0.0623

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

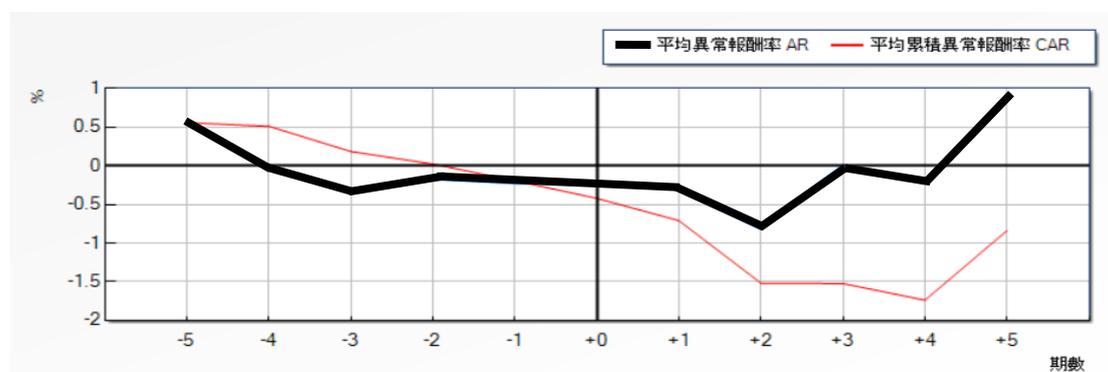


圖 4-14 營建業在立法院三讀通過日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之營建業全體樣本實證結果如表 4-15 及圖 4-15 所示，營建業在總統公布日並未有負向平均異常報酬率，事件日之後動盪 4 天，報酬又趨為正向。

表 4-15 營建業在總統公布日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.4464***	3.3059	0.0009	0.4464***	3.3059	0.0009
-4	0.1075	0.7963	0.4258	0.554***	2.9007	0.0037
-3	-0.1801	-1.3334	0.1824	0.3739	1.5986	0.1099
-2	-0.6038***	-4.4711	0	-0.2299	-0.8511	0.3947
-1	0.16	1.1851	0.236	-0.0698	-0.2313	0.8171
+0	0.1515	1.1219	0.2619	0.0817	0.2469	0.805
+1	-0.4172***	-3.0893	0.002	-0.3355	-0.9391	0.3477
+2	-0.0968	-0.7166	0.4736	-0.4323	-1.1318	0.2577
+3	-0.9563***	-7.0819	0	-1.3886***	-3.4277	0.0006
+4	0.4498***	3.3308	0.0009	-0.9388**	-2.1985	0.0279
+5	0.1665	1.2332	0.2175	-0.7723*	-1.7243	0.0846

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

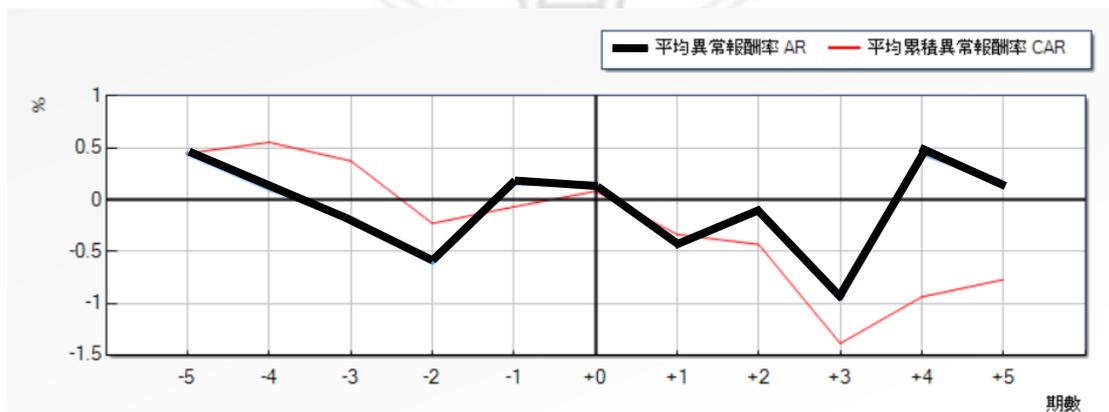


圖 4-15 營建業在總統公布日之 AR 與 CAR 線圖

本研究營建相關產業之營建業全體樣本實證結果如表 4-16 及圖 4-16 所示，營建業在施行日前 1 天開始出現負向平均異常報酬率，連續 5 天都有出現負向平均異常報酬率，推論施行日事件對營建業市場的反應較為敏感。

表 4-16 營建業在施行日事件期內之 AR 與 CAR

事件日	AR	t 值	P 值	CAR	t 值	P 值
-5	0.2748**	2.1157	0.0344	0.2748**	2.1157	0.0344
-4	-0.1488	-1.1458	0.2519	0.126	0.6858	0.4929
-3	0.0941	0.7245	0.4688	0.2201	0.9782	0.328
-2	0.3904***	3.0058	0.0026	0.6105**	2.3501	0.0188
-1	-0.1109	-0.8541	0.393	0.4995*	1.72	0.0854
+0	-0.3955***	-3.0453	0.0023	0.104	0.3269	0.7437
+1	-0.0628	-0.4834	0.6288	0.0412	0.1199	0.9045
+2	-0.446***	-3.434	0.0006	-0.4048	-1.1019	0.2705
+3	-0.5964***	-4.5918	0	-1.0012**	-2.5695	0.0102
+4	0.3917***	3.0157	0.0026	-0.6095	-1.484	0.1378
+5	-0.052	-0.4007	0.6887	-0.6616	-1.5358	0.1246

註：*P 值<10%，**P 值<5%，*** P 值<1%之顯著水準

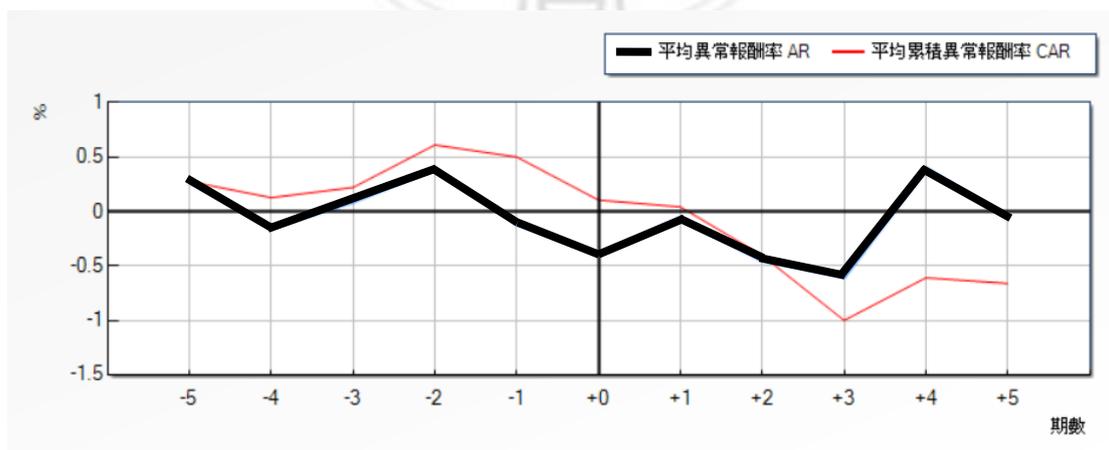


圖 4-16 營建業在施行日之 AR 與 CAR 線圖

第二節 事件結果異常分析

前一節運用事件研究法，計算出營建相關產業宣告的異常報酬情況，再加以歸納整理出如表 4-17 所示，可以見到營建相關產業在行政院通過日及施行日，不管是全部營建相關或是細分分別產業，都具有顯著的異常報酬情況，而政策在行政院通過日前，營建相關產業就開始存在有負異常酬發酵，可見打房政策的消息，已經有提早發散於市場的現象，從分別的產業來看，行政院通過日的消息宣告對鋼鐵業有負報酬反應 3 天，其他產業僅有 1-2 天的負報酬反應，而施行日的宣告對營建業也有 3 天顯著的異常負效果，其他產業只在宣告日效果較明顯，顯示鋼鐵業在行政院通過日反應完後，房地合一政策後續的宣告效果已經反應不大，而營建業則是在政策施行日之後才有比較大的負平均異常報酬效果。

表 4-17 宣告日前後 5 日之異常報酬一覽表

事件日	行政院通過				立法院三讀				總統公布				施行日			
	營建 相關	水泥	鋼鐵	營建												
-5	◎		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎		◎	◎		◎	◎
-4	●		●	●			◎						◎		◎	
-3						●	◎	●	●	●	●		◎		◎	
-2	◎			◎			◎				◎	●	◎		◎	◎
-1	●	●	●		◎		◎				●		◎		◎	
0	●	●	●	●	●		●	●			●		●	●	●	●
+1	●		●		◎	◎	◎	●		●	◎	●				
+2					●		●	●	●	●	●				◎	●
+3			●	◎			◎		●	●	●	●	●		●	●
+4					◎		◎		◎	◎	◎	◎			●	◎
+5					◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎		◎	◎	◎	

註：●顯著負平均異常報酬◎顯著正平均異常報酬，資料來源：本研究自行整理

第五章 結論與研究限制

第一節 研究結論

短短的 10 年之內，全國的房價指數竟然上漲了 45%，民眾預期房屋漲價的心理可能推升房價，再加上國內資金寬鬆，進而提升房市需求增加，房價若因自住購屋的剛性需求增加與所得、經濟成長而緩升，有助於房市與營建相關產業穩健向上發展，但是房價若不合理上漲，導致不利於經濟金融穩定的風險，政府對房市採取相關稅改政策，是國家面對經濟困境必然走的轉型道路，房地合一稅是政府繼課徵特種貨物稅及勞務稅(俗稱奢侈稅)及實價登錄後，為落實不動產交易租稅公平，不惜顛覆土地稅長久以來漲歸公的制度，將房屋土地合併計價課稅，可謂是翻轉百年稅改之工程，具有劃時代的意義。故本研究在房地合一稅制 2015 年與 2021 年前後歷經 2 次的改革，以事件研究法探討房地合一稅制 1.0 與 2.0 這兩次政策，在行政院通過日、立法院三讀通過日、總統公布日及施行日為事件日下，取上市上櫃營建相關產業的股價日資料，選事件日前後 5 天為事件期，探討房地合一稅政策在 4 個階段對營建相關產業類股股價之影響。

本研究結果顯示，營建相關產業在行政院通過日有連續 3 天顯著負向平均異常報酬，在立法院三讀通過日當天有顯著負向的平均異常報酬，在總統公布日雖有負向的平均異常報酬，但並未顯著，施行日有連續 2 天負向平均異常報酬，但只有當天顯著。依 TEJ 資料庫分類，營建相關產業細分為鋼鐵業、水泥業及營建業，其中行政院通過日的宣告效果，以鋼鐵業的衝擊最大，施行日的宣告效果以營建業受到的衝擊較大，立法院三讀及總統公布日的效果較不明顯。研究結果推論房地合一稅政策之宣告對營建相關產業類股股價確實有負報酬之影響，又以行政院通過日及正式施行日政策宣告效果最大，但是發現政策

宣告雖有負報酬影響，但是很快又回歸正常面，推測可能是政策有提早消息走漏於市場，到正式施行已經利空出盡，股價皆已反應完畢，所以很快就回歸基本面。

第二節 研究限制

本文以事件研究法探討房地合一 1.0 與 2.0 政策對營建相關產業股票報酬之影響，因影響公司股票價格的原因極為眾多且非常複雜，並非單一稅制的改革效果來決定，難以控制其他因素對各階段宣告效果之股價影響，如：2021 年事件期內缺工事件對營建相關產業之影響，故本研究之限制為其他重大事件可能干擾房地合一政策對營建相關產業之股票報酬影響。

參考文獻

一、中文部份

- 1.中央銀行(2016)，本行回應外界之提問，民國 106 年 7 月 13 日，頁 7-8。
取自中央銀行網站 <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-302-57469-7FCB2-1.html>。
- 2.中央銀行(2020)，央行理監事會後記者會參考資料，民國 109 年 12 月 17 日，
頁 37-56。取自中央銀行網站 <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-357-124982-245b7-1.html>。
- 3.沈中華、李建然(2000)，「事件研究法-財務與會計實證研究必備」，華泰書局。
- 4.李忠龍(2019)，「房地合一實價課稅對於建材營造業財務績效之影響」，國立高雄科技大學金融系，碩士論文。
- 5.李明軒(2016)，我國房地產價格波動對於創業活動的影響之研究，臺灣經濟預測與政策 50 卷 2 期 (2020/03)，頁 95-134。
- 6.林欣姿(2016)，「房地合一稅對台灣營建股股價之影響」，中興大學應用經濟研究所，碩士論文。
- 7.林安樂(1993)，重視臺灣高房價的問題，經濟前瞻 29 期 (1993/01)，頁 148-152。
- 8.唐敬雅(2015)，「房地合一課稅立法之經濟後果探討」，國立成功大學會計學系，碩士論文。
- 9.張欣憶(2015)，「房地合一稅制改革對臺灣不動產市場的影響評估」，國立交通大學管理學院財務金融學程，碩士論文。
- 10.張藝馨(2021)，「打炒房政策對臺灣營建類股之影響」，台中科技大學企業管理研究所，碩士論文。
- 11.陳信龍(2016)，「台灣建設公司經營關鍵成功因素之探討，實施房地合一稅制後-以高雄地區為例」，中山大學企業管理研究所，碩士論文。

- 12.陳珮英(2016) , 「房地合一稅制改革之實施對股價行為之影響」, 雲林科技大學財務金融研究所, 碩士論文。
- 13.彭凡(2016), 「台灣實施房地合一稅後對營建業經營績效影響之研究」, 國立臺北大學會計學系, 碩士論文。
- 14.潘柏宇(2016), 「房地合一課稅對營建業股價影響之事件研究」, 臺灣大學會計學研究所, 碩士論文。
- 15.賴春永(2018) , 「政府打房政策之執行與營建股股價變動趨勢分析」, 嶺東科技大學企業管理研究所, 碩士論文。
- 16.鍾麗娜(2021), 房地合一稅制 2.0 真的「惡」點就靈? 土地問題研究季刊 20 卷 3 期(2021/09), 頁 100-110。
- 17.顏美娟(2017), 「房地合一課稅對營建業股價之影響」, 亞洲大學財務金融學系碩士在職專班, 碩士論文。
- 18.顏瑋廷(2017), 「房地合一稅制對房地產市場參與者之影響」, 國立政治大學會計學系, 碩士論文。
- 19.蘇宜君、郭怡利及吳譽皇(2021), 房地合一稅新制自 2021 年 7 月 1 日起施行, 理律新知 2021 卷 8 期(2021/08), 頁 3-4。
- 20.嚴宗聖(2019), 「台灣六都實施房市政策之成效-以奢侈稅與房地合一稅為例」, 國立中興大學會計學研究所, 碩士論文。
- 21.內政部不動產資訊平台-住宅價格指數,
<https://pip.moi.gov.tw/V3/E/SCRE0201.aspx>
- 22.陳南光、張天惠、朱浩榜(2020), 台灣銀行家雜誌第 130 期,
<https://taiwanbanker.tabf.org.tw/paperFreeDetail?id=3166>
- 23.財政部賦稅署網站-房地合一專區,
<https://www.dot.gov.tw/htmlList/9704533adeca48bf9e7fb88aed4ed224>

二、英文部份

1. Bachelier, L. (1900) Theorie de la speculation. Annales Sciences de L' Ecole Normale Superieure, 17, 21-86.
2. Fama. E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance, 25, 383-417.
3. Fama. E. F. (1991). Efficient Capital Markets II. Journal of Finance, 46, 1575-1618.



附表 1：傳產-水泥類(共 11 家)

台泥(1101)	亞泥(1102)	嘉泥(1103)	環泥(1104)	幸福(1108)
信大(1109)	東泥(1110)	國產(2504)	力泰(5520)	永固- KY(5546)
惠普(8424)				

附表 2：傳產-鋼鐵類(共 47 家)

中鋼(2002)	東和鋼鐵 (2006)	燁興(2007)	高興昌(2008)	第一銅(2009)
春源(2010)	春雨(2012)	中鋼構(2013)	中鴻(2014)	豐興(2015)
官田鋼(2017)	美亞(2020)	聚亨(2022)	燁輝(2023)	志聯(2024)
千興(2025)	大成鋼(2027)	威致(2028)	盛餘(2029)	彰源(2030)
新光鋼(2031)	新鋼(2032)	佳大(2033)	允強(2034)	唐榮(2035)
海光(2038)	世鎧(2063)	晉椿(2064)	世豐(2065)	運錫(2069)
長榮鋼(2211)	三星(5007)	榮剛(5009)	久陽(5011)	強新(5013)
建錫(5014)	華祺(5015)	松和(5016)	東明- KY(5538)	沛波(6248)
恒耀(8349)	大國鋼(8415)	青鋼(8930)	泰聚亨- DR(911622)	世紀鋼(9958)
有益(9962)	桓鼎- KY(5543)			

附表 3：傳產-營建類(共 86 家)

上曜(1316)	華友聯(1436)	三地開發 (1438)	名軒(1442)	大將(1453)
怡華(1456)	寶徠(1805)	潤隆(1808)	國建(2501)	國揚(2505)
太設(2506)	全坤建(2509)	太子(2511)	中工(2515)	新建(2516)
冠德(2520)	京城(2524)	宏璟(2527)	皇普(2528)	華建(2530)
宏盛(2534)	達欣工(2535)	宏普(2536)	聯上發(2537)	基泰(2538)
櫻花建(2539)	愛山林(2540)	興富發(2542)	皇昌(2543)	皇翔(2545)
根基(2546)	日勝生(2547)	華固(2548)	綠意(2596)	潤弘(2597)
台開(2841)	鼎固- KY(2923)	峯典(3052)	總太(3056)	昇陽(3266)
森寶(3489)	欣陸(3703)	聯上(4113)	三圓(4416)	富宇(4907)
坤悅(5206)	亞昕(5213)	士開(5324)	昇益(5455)	永信建(5508)
德昌(5511)	力麒(5512)	三豐(5514)	建國(5515)	雙喜(5516)
隆大(5519)	工信(5521)	遠雄(5522)	豐謙(5523)	順天(5525)
鉅陞(5529)	鄉林(5531)	皇鼎(5533)	長虹(5534)	大城地產 (6171)
達麗(6177)	新潤(6186)	理銘(6212)	富旺(6219)	富裔(6264)
欣巴巴(9906)	三發地產 (9946)	海悅(2348)	新美齊(2442)	龍邦(2514)
晶悅(2718)	鑫龍騰(3188)	皇龍(3512)	潤泰新(9945)	擎邦(6122)
亞通(6179)	匯僑設計 (6754)	森崴能源 (6806)	永利聯合 (8080)	中鼎(9933)
信義(9940)				