

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

金融營業稅變動對台灣金融產業股價之影響

The effect of financial business tax on Taiwan financial industry

指導教授：廖永熙 博士

ADVISOR: PH.D. YUNG-SHI LIAU

研究生：孫玉良

GRADUATE STUDENT: YU-LIANG SUN

中華民國一〇四年六月

# 南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

金融營業稅變動對台灣金融產業股價之影響

The effect of financial business tax on Taiwan financial industry

研究生：孫 玉 良

經考試合格特此證明

口試委員：廖 永 熙  
賴 丞 坤  
廖 嘉 豪

指導教授：廖 永 熙

系主任(所長)：賴 丞 坤

口試日期：中華民國 104 年 5 月 29 日

## 謝辭

兩年的碩士研究生涯，終於在撰寫論文謝辭的同時，也即將結束了，內心充滿著無限的喜悅與感謝。

在職場就業 20 多年後選擇再踏入校園學習，最渴望的就是當個認真的學生，在賢內助的鼓勵下進入南華大學在職進修，心中是十分期待的。雖然碩士專班得要兼顧工作與學業，但是當學生卻是最沒有負擔與煩惱的，進修反而能平衡工作的壓力跟無奈，充實的時間管理使得這兩年的生活過得更加的精采豐富，當學業及論文完成後，內心的成就感，是非常滿足的。

能夠順利完成這篇論文，最要感謝的是我的指導教授廖永熙老師，從決定研究題目、蒐集資料、內容撰寫上，每一階段都全力的支持與協助我，對我的協助令我銘記在心。

感謝口試委員李家豪教授與賴丞坡教授，給予我很多學術上的指教，在論文口試時給予很多學術上的建議與指導，細心的對論文逐字批閱，使論文內容能更臻完善。

感謝南華大學所給予的學習機會，以及優質的學習環境，使我得以順利的完成碩士學業，並擴增我的財金學養與金融專業領域的學識，讓我在職場上得以學以致用。

感謝南華財管所一〇三學年度碩專班的同學們，我們共同譜下兩年難忘的求學生涯；這所有的點滴回憶，將會是這段努力的求學過程中，最刻骨銘心的經驗與美好記憶，祝福你們，我最棒的教授及同學們！

孫玉良 謹致於  
南華大學財務管理研究所  
中華民國 104 年 6 月

# 南華大學財務金融學系財務管理碩士班

## 103 學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：金融營業稅變動對台灣金融產業股價之影響

研究生：孫玉良

指導教授：廖永熙 博士

### 中文摘要

本研究旨在運用事件研究法探討金融營業稅宣告對股價之影響，研究標的為台灣全體上市櫃金融業公司與各金融產業類股股價報酬率，其中各金融產業類股包含金控、銀行、保險及證券類。本實證研究有以下重要發現：一、財政部宣告調降金融營業稅至 2% 之訊息公布時（第一事件日），對台灣上市櫃金融業公司與各金融產業類股之股價產生顯著正的平均異常報酬率及平均累積異常報酬率；二、立法院三讀通過營業稅法修正案之訊息公布時（第二事件日），全體樣本公司的平均異常報酬率皆為正值；三、財政部宣告金融營業稅調高恢復至 5% 訊息公布時（第三事件日），對台灣上市櫃金融業公司之股價產生負的平均異常報酬率及顯著的平均累積異常報酬率，而各金融產業類股之平均異常報酬率亦全部為負值；四、立法院三讀通過金融營業稅法修正案之訊息公布時（第四事件日），全體樣本公司的平均異常報酬率為負值；五、金融營業稅稅率調高至 5% 正式施行時（第五事件日），全體樣本公司之股價呈現顯著之負的平均異常報酬率。上述實證結果顯示金融營業稅變動宣告對台灣上市櫃金融業公司股價存在影響。本文之結果除可提供主管機關參考，健全金融產業之發展外，亦可以提供投資人資訊，以作為投資依據。

關鍵詞：金融營業稅、異常報酬、事件研究法。

**Title of Thesis :** The effect of financial business tax on Taiwan financial industry

**Name of Institute:** Institute of Financial Management, NanHua University

**Graduate date:** July 2015

**Degree Conferred:** M.B.A.

**Name of student:** Yu-Liang Sun

**Advisor:** Ph.D. Yung-Shi Liao

### Abstract

The study aimed to adopt the event study method to explore the influence of declaration of business tax on the stock price. The research target was listed and OTC financial industries as a whole in Taiwan and the stock return of stocks of financial industries, including holdings, banking, insurance and securities. The important findings of the empirical research were listed as follows: 1. when Ministry of Finance declared the reduction of business tax to 2% (the date of the first event), a significant positive average abnormal returns and average accumulated abnormal returns showed in the influence on listed and OTC financial industries in Taiwan and the stock price of financial industries; 2. when Ministry of Justice declared the approval of amendment of Business Tax Act through the three-reading procedure (the date of the second event), the average abnormal return of entire sampling companies was positive; 3. when Ministry of Finance declared the increase of business tax to 5% (the date of the third event), the negative average abnormal returns and the significant average accumulated abnormal returns showed in the influence on the stock price of listed and OTC financial industries in Taiwan, and the average abnormal returns of stocks of financial industries were all negative; 4. when Ministry of Justice declared the approval of amendment of Business Tax Act through the three-reading procedure (the date of the fourth event), the average abnormal returns of entire sampling companies was negative; and 5. when the increase of business tax to 5% was implemented formally (the date of the fifth event), the significantly negative average abnormal returns showed on the stock price of the entire sampling companies. The empirical result mentioned above showed that the declaration of changes on business tax influenced the stock price of listed and OTC financial industries in Taiwan. The result of the study may be referred to by the authorities, and may be provided to perfect the development of financial industries. In addition, it can provide information about investment for investors for reference.

**Keywords:** business tax, abnormal returns, event study method

# 目錄

論文口試委員審定書.....	ii
謝辭.....	iii
中文摘要.....	iv
英文摘要.....	v
目錄.....	vi
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.....	7
第一節 效率市場假說之研究.....	7
第二節 政策宣告與股票績效關聯性之研究.....	9
第三章 研究設計.....	11
第一節 研究對象與範圍.....	11
第二節 事件研究法.....	13
第四章 實證結果與分析.....	15
第一節 敘述統計量分析.....	15
第二節 全體樣本公司之股價異常報酬.....	17
第三節 金融產業各類股之股價異常報酬.....	29
第五章 結論與建議.....	39
第一節 結論.....	39

第二節 後續研討與建議.....	41
參考文獻.....	42
中文部份 .....	42
英文部份 .....	44



## 表目錄

表 1 金融營業稅變動宣告相關事件日.....	12
表 2 各金融產業類股樣本.....	16
表 3 財政部宣布降低金融業營業稅率之實證結果.....	18
表 4 立法院三讀通過營業稅法修正案之實證結果.....	20
表 5 財政部宣布金融營業稅調高之實證結果.....	22
表 6 立法院三讀通過金融營業稅調高修正案之實證結果.....	24
表 7 金融營業稅稅率調高正式施行之實證結果.....	26
表 8 金融營業稅變動宣告五個事件日之金融產業類股 AAR 之實證結果.....	30
表 9 金融營業稅變動宣告五個事件日之金融產業類股 CAAR 之實證結果.....	32



## 圖目錄

圖 1 研究流程架構圖.....	6
圖 2 各事件日之平均異常報酬率.....	27
圖 3 各事件日之累積平均異常報酬率.....	28
圖 4 金融產業類股於第一事件日宣告之 AAR 圖.....	33
圖 5 金融產業類股於第一事件日宣告之 CAAR 圖.....	33
圖 6 金融產業類股於第二事件日宣告之 AAR 圖.....	34
圖 7 金融產業類股於第二事件日宣告之 CAAR 圖.....	34
圖 8 金融產業類股於第三事件日宣告之 AAR 圖.....	35
圖 9 金融產業類股於第三事件日宣告之 CAAR 圖.....	36
圖 10 金融產業類股於第四事件日宣告之 AAR 圖.....	36
圖 11 金融產業類股於第四事件日宣告之 CAAR 圖.....	37
圖 12 金融產業類股於第五事件日宣告之 AAR 圖.....	38
圖 13 金融產業類股於第五事件日宣告之 CAAR 圖.....	38

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

營業稅〈Business tax〉性質上屬於消費稅，係針對消費行為課徵一定比例的稅負，為便利稽徵程序之進行，以營業人為納稅義務人，凡營業人在中華民國境內銷售貨物或勞務及進口貨物，均應依營業稅法規定課徵加值型或非加值型營業稅。1986年4月1日以前，營業稅係按『銷售總額』課徵營業稅，例如：某月營業收入為1,000,000元，如稅率為1%，則須繳納10,000元營業稅。由於按『銷售總額』課徵營業稅，造成重複課稅之爭議，立法院於1985年間大幅度修改營業稅法，自1986年4月1日以後，除金融業、典當業、特種飲食業及小規模營業人等仍按『銷售總額』課徵營業稅外，其餘營業型態改按產銷活動過程中發生的『進銷項差額』課徵營業稅，稱為『加值型營業稅』，至於前述按『銷售總額』課徵營業稅之模式，則稱為『非加值型營業稅』。加值型營業稅採用稅額相減法計算應納稅額，營業人可統計每期開立統一發票之銷項稅額，減去該期取得進項憑證上所載進項稅額後，即可計算應納稅額。金融業營業稅與一般行業的營業稅最大的不同之處是，應納稅額是以銷售總額來課徵營業稅，而非採銷項稅額扣減進項稅額的餘額，也就是說金融業營業稅並無進項稅額可扣抵。

財政部在金融市場自由化潮流的推動下，於1989年開放民間設立銀行，同時也大力推動基層金融機構改制為商業銀行。在此政策下，自1991年起共開放十六家新銀行及十四家新票券公司設立。依據當時政府的規定，新銀行設立的最低資本額為一百億，若依國際清算銀行（Bank For International Settlement；BIS）規定，資本額一百億之銀行，其最小經濟規模之資產總額約在一千八百億至兩千億之譜，亦即約為其資本額的十八倍至二十倍。因此，新銀行於設立之初為儘速達成經濟規模，紛紛以激烈的手段爭取客戶，是故，對較早成立的銀行造成威脅，

迫使其不得不採取一些更積極有助業績的作為。在此競爭的情況下，各家銀行不斷擴張其信用幅度，連帶也影響這些金融機構之資產品質。

對商業銀行而言，放款規模與分行家數正是業績的主要指標，尤其放款所帶來的利息收入更是商業銀行主要獲利來源，銀行也常以放款績效做為經理人獎酬標準。如此背景下，銀行各級主管莫不全力衝刺放款規模，加以大環境的嚴苛競爭，授信的嚴謹程度相對便不被銀行主管所重視。在經濟景氣良好的時候，如此高風險的操作方式確能對業績提升有極大幫助；但景氣轉差時，過高的倒帳風險卻將嚴重侵蝕銀行獲利。尤以銀行業信用擴張的特性，放款規模常是資本額的十數倍，過多不良債權的存在甚至將使銀行陷入淨值為負的危機中，影響金融體系甚至總體產業發展的安定。

在台灣股市全體上市櫃公司之類股中，金融產業類股之市值在所有類股中排行第二，且金融機構在現代經濟活動中扮演資金供需的橋樑，藉由仲介資金的投入與產出創造利潤，並透過信用創造及影響貨幣供給量。是故，金融制度的良窳與經濟社會的穩定成長，亦有密不可分的關係。金融機構對國外授信及大型企業之海外投資，因受1997年亞洲金融風暴影響，發生嚴重損失，造成企業經營困難，金融機構之逾期放款也相對增加。政府為再造金融體質，督促銀行業儘速打消呆帳，維護資本市場之穩定，並且協助促進經濟發展，於1999年2月19日晚間宣佈推出振興經濟方案與擴大內需方案，並積極採取穩定股市、加速打消銀行呆帳、救援復健財政、金融及證券安定與革新措施，其一即為金融產業之營業稅稅率調降，將金融產業的營業稅稅率由現行5%調降為2%。

在金融營業稅法修正案通過之前，原先我國銀行業、保險業等之營業稅稅率為5%，雖與加值型營業稅體系營業人相同，惟銀行業、保險業等係按銷售總額課徵營業稅，其進項稅額不得和抵，致其營業稅稅負相對於國內其他行業，較為偏重；又目前實施加值稅之大多數國家對銀行業、保險業等之主要金融勞務及保險勞務，均予以免徵加值稅，故我國銀行業、保險業之營業稅稅負亦較國外同業為

重。為配合發展我國成為亞太金融中心，強化我國金融機構體質，加速銀行加速打消壞帳，因此於民國88年修正營業稅法第11條將金融業之營業稅率降為2%。

自1999年修正營業稅法，將金融業營業稅從5%降為2%，並撥入存保準備金，而調降的3%則是做為提列備抵呆帳。但近年金融業擁有高獲利、低逾放，3%營業稅也不必拿去打銷呆帳，引發立委認為，此舉有租稅不公的情況。故自2013年上半年起即有立委連屬提案，擬修法讓金融營業稅「回復」到5%，但均遭金管會勸退。但財政部考量近年來金融業經營狀況已大為改善，故於2014年2月21日在行政院長江宜樺宣布「財政健全方案」裡，在「適時調整稅制」項目中，檢討金融營業稅由現行的2%調高至5%，新增稅收全數入國庫用於挹注財政，以解決國家財政拮据的狀況。

金管會提出「穩健的財政是國家經濟、金融發展的重要基礎」、「金融業已度過金融危機，且穩定發展」及「業務鬆綁後，金融業有更大發展空間」等三大理由，呼籲銀行及保險業支持。金管會表示，如果沒有穩健的財政，金融穩定也會受到影響，1999年亞洲金融風暴，政府為協助金融機構打消呆帳，修法將金融營業稅率從5%降到2%；2001年成立金融重建基金，先後投入2,800億餘元，協助處理問題金融機構等。2013年我國銀行獲利2,567億元，創歷史新高，且有十三家銀行獲利破百億元，加上基於國家財政整體考量，因此金管會決定支持財政部調高金融營業稅。立法院財委會在2013年5月1日審查通過提高金融業營業稅修正案，且立法院於同年5月16日三讀通過《加值型及非加值型營業稅法》第11、36條修正案，將金融營業稅由2%提高5%。

以往有關金融營業稅之研究皆為實施調降金融營業稅對金融業的影響報告，有林世峰（1999）及李國綸（2001）研究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；而黃延辰（2012）研究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。以上研究結果均發現，銀行股的確會因該事件產

生正向的異常報酬與正向的異常交易量，但有關政府調高金融營業稅對金融產業影響之研究不多，由於金融營業稅調高於 2014 年 2 月 21 日正式發佈實施並於 2014 年 5 月 16 日立法院會表決通過營業稅修正案，銀行與保險的金融業營業稅由 2% 恢復至 5%，並自 2014 年 7 月 1 日施行，金融業將在 9 月 15 日申報 7~8 月營業稅開始適用新稅率，此可顯示本文與過去研究之差異。金融營業稅變動宣告實施為台灣股市之重要政策宣告，此項事件之宣告是否具有異常報酬？本研究探討此議題有下列之原因：

一、金融營業稅變動是財政部推動的「財政健全方案」內的之稅制改革，財政部強調，受到國家債限即將破表影響，募兵制、長照制、重大公共建設和天災應變財源將受限，增加稅負收入勢在必行。金融業將在 2014 年 9 月 15 日申報 7~8 月營業稅開始適用新稅率，今年度預期稅收可增 63 億元，估計未來全年可增加 189 億元。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金融營業稅宣告對股市異常報酬之影響。

二、由於台灣股市是以散戶投資人為主的淺碟型市場型態，因此容易受到政府政策影響，而造成台股非理性漲跌，2014 年 7 月 1 日再度變動課徵金融營業稅，是否造成股市動盪？是股市投資人所關心的，因此顯示此議題之重要性。

## 第二節 研究目的

本文主要研究目的即在探討金融營業稅變動對金融產業股股價之影響，並以臺灣證券交易所之金融類股股價作為研究標的。本文探討台灣股市異常報酬率，是否受金融營業稅政策宣告之影響，觀察其事件期之報酬續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、金融營業稅變動宣告對台灣股市金融產業類股股價是否產生異常報酬。
- 二、金融營業稅變動分別對金控、銀行、保險及證券等上市櫃公司類股股價是否有產生異常報酬。



### 第三節 研究架構

本文共分五個章節，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，闡述關於探討金融營業稅變動宣告對台灣股市之影響，並且探討近年來相關研究中重要議題。

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」針對實證結果做最後整理、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。

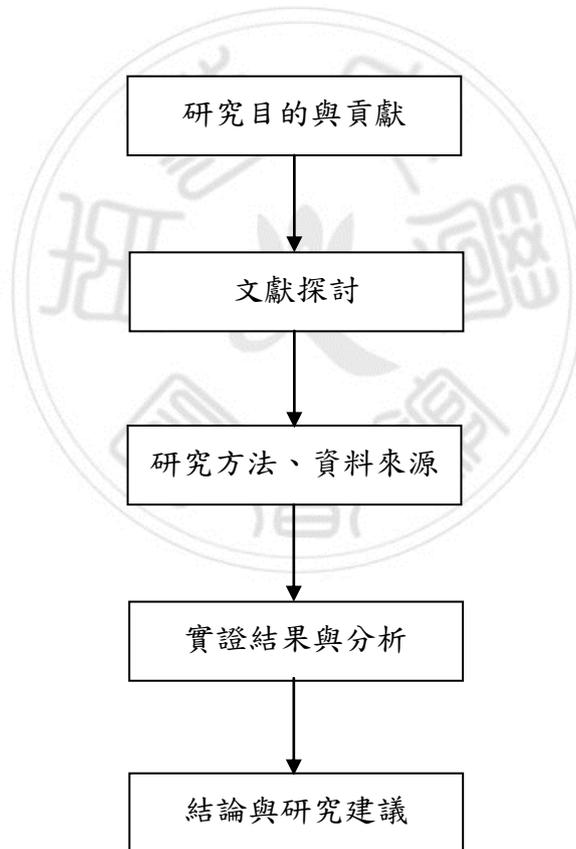


圖 1 研究流程架構圖

## 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

所謂市場效率性，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及稅制政策之影響，有關分析重大事件的宣告效果或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之文獻仍相當缺乏(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

本節針對相關政策宣告之文獻歸納為三個類型來做說明。

### 一、兩岸經濟合作架構協議（ECFA）

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。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。

### 二、美國稅制改革（Tax Reform Act）

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；ERTA）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。

### 三、金融營業稅調降

國內研究營業稅文獻方面，陳佳青（2002）探討 1999 年調降營業稅對銀行股股價之影響，結果顯示，由於台灣的憲政體制，立法院所制定的法律具有優越性，且為國家的重要典範，因此當立法委員行使立法職權時，相對較會對市場產生影響。而行政院在行使職權時，對於市場的影響相對較有限。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。范芝萍（2006）則對營業稅調整對總體經濟之可能衝擊進行模擬分析不同政府支出型態對總體經濟的影響。模擬結果顯示，營業稅調整對民間消費、投資以及實質國內生產毛額的影響，會依支出特性的不同而存在差異性。整體而言，政府將營業稅率調高所獲得新增稅收用於平衡財政收支的情況，對經濟體系所產生的正面效益最大。

## 第三章 研究設計

### 第一節 研究對象與範圍

本研究以台灣金融類股股價作為研究標的，並以財政部於 1999 年 2 月 20 日宣告降低金融業營業稅率由 5%調降至 2%、立法院於 1999 年 6 月 23 日三讀通過營業稅法修正案、1999 年 7 月 1 日施行、行政院於 2014 年 2 月 21 日宣告調高金融業營業稅率到 5%、立法院於 2014 年 5 月 16 日順利三讀通過金融業營業稅修正案及 2014 年 7 月 1 日施行等為宣告日；因 1999 年 7 月 1 日施行日與立法院於 1999 年 6 月 23 日三讀通過營業稅法修正案之日期太過接近，故該施行日不列入本文之事件日，本文將上述總計 5 個相關事件日期及事件內容彙整（如表 1），本文以 1998 年 8 月 1 日至 1999 年 2 月 28 日止及 2013 年 8 月 1 日至 2014 年 2 月 28 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，金融業個股股價資料則取自「台灣經濟新報資料庫」。

表 1 金融營業稅變動宣告相關事件日

進展 序號	日期	重要事件	資料來源
1	1999.02.20	財政部於中國農曆春節過後第一個市場交易日，宣布五大金融再造措施，其中之一即為降低金融業營業稅率由 5% 調降至 2%。	經濟日報
2	1999.06.23	立法院三讀通過營業稅法修正案，自 7 月 1 日起開始適用。	經濟日報
3	2014.02.25	財政部財政健全方案上菜，金融營業稅恢復至 5%，但僅含括銀行及保險業。	經濟日報
4	2014.05.16	立法院三讀通過政府的財政健全方案相關修法條文。其中，加值型及非加值型營業稅法，將銀行業、保險業本業銷售稅率，由現行的 2% 提高為 5%。	聯合晚報
5	2014.07.01	金融營業稅稅率從 2% 調高至 5%，從今年 7 月 1 日正式施行。	經濟日報

資料來源：本研究整理

## 第二節 事件研究法

事件研究法最早應用於財務、會計實證研究領域中，多用以檢測盈餘宣告等事件是否具資訊內涵，以及市場是否有效率。如Ball and Brown (1968)、Beaver (1968) 等。近來則擴展至政策、法令變革對市場的影響。

事件研究法也用於檢測个股是否因特定事件而產生異常的交易量。如Bamber (1986,1987) 藉測試幅度假說與持續期間假說檢測年度盈餘宣告及季盈餘宣告事件與異常交易量的關係，獲致異常交易量與未預期盈餘大小成正向關係，但與公司規模成負向關係之結論。

本文採用事件研究法 (Event Study) 驗證金融營業稅變動是否造成股價異常報酬。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，本文研究金融營業稅變動宣告訊息對公司股價之影響，因此金融營業稅變動即為本研究之「事件」，本文以 5 個金融營業稅變動宣告日為事件日，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。此外本文定義事件研究法之相關期間如下，研究期間 (Study Period)： $(t=-180\sim t=10)$  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 個交易日；係數估計期 (Estimation Period)： $(t=-180\sim t=-11)$  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)： $(t=-10\sim t=10)$  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，此檢定考量金融營業稅變動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， $\varepsilon_{it}$  為誤差項， $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$  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

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

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，要計算平均異常報酬率 (average abnormal returns ; 簡稱 AAR) ，定義為

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

其中， $N$  為全部公司的數量。

最後，累積平均異常報酬率 (cumulative average abnormal returns ; 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

為了解金融營業稅變動宣告事件對研究樣本股價之影響，本文參照第三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有關金融營業稅變動相關訊息，將樣本研究期間區分為五個事件日，探討金融營業稅變動宣告對台灣股市全體上市櫃金融產業公司股價及各金融產業類股股價之異常報酬率的影響。上述事件日分別為：第一事件日，財政部宣布降低金融業營業稅率由 5% 調降至 2%；第二事件日，立法院三讀通過營業稅法修正案；第三事件日，財政部財政健全方案上菜，宣布金融營業稅恢復至 5%；第四事件日，立法院三讀通過財政健全方案修正案；第五事件日，金融營業稅稅率調高至 5% 正式施行。股價報酬率是取自「台灣經濟新報資料庫」，從 1998 年 8 月 1 日起至 1999 年 2 月 28 日止及 2013 年 8 月 1 日起至 2014 年 2 月 28 日止之日資料。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金融產業各類股之股價異常報酬等三節，其實證結果分述如下。

### 第一節 敘述統計量分析

本研究以台灣股市全體上市櫃金融產業類股股價報酬率作為研究標的，其中金融產業類股包含金控、銀行、保險及證券，樣本擷取於台灣證券交易所 1998 年 8 月 1 日起至 1999 年 2 月 28 日止之金融產業類股上市櫃公司，共計 39 檔股票，及 2013 年 8 月 1 日起至 2014 年 2 月 28 日止之金融產業類股上市櫃公司，共計 43 檔股票，作為研究樣本，各金融產業類股樣本家數整理如表 2。

表2 各金融產業類股樣本

研究期間	1998年8月1日至1999年2月28日	
類股	公司名稱	樣本家數
銀行	華南銀行、富邦銀行、世華銀行、玉山銀行、台新銀行、第一銀行、匯通銀行、彰化銀行、交通銀行、京城銀行、台中銀行、中華票券、臺灣企銀、高雄銀行、萬泰銀行、聯邦銀行、遠東商銀、大眾銀行、安泰銀行、中國商銀、大安銀行、台北銀行、華信銀行、亞太銀行、寶島銀行、中國信託銀行	26
保險	中國人壽、國泰人壽、新光人壽、旺旺保險、台灣人壽、台灣產物保險、富邦產物保險、中國產物保險、	8
證券	宏遠證券、康和證券、元大期貨、富邦證券、日盛證券	5
研究期間	2013年8月1日至2014年2月28日	
類股	公司名稱	樣本家數
金控	華南金控、富邦金控、國泰金控、玉山金控、兆豐金控、元大金控、日盛金控、台新金控、新光金控、國票金控、永豐金控、第一金控、中華開發金控、中國信託金控、合庫金控	15
銀行	彰化銀行、京城銀行、台中銀行、中華票券、臺灣企銀、高雄銀行、萬泰銀行、聯邦銀行、遠東商銀、大眾銀行、安泰銀行	11
保險	中國人壽、旺旺保險、台灣人壽、新光產物保險、中央再保險、第一產物保險、三商人壽、台灣產物保險	8
證券	統一證券、元富證券、宏遠證券、康和證券、大展證券、大慶證券、大眾證券、元大期貨、群益證券	9

資料來源：台灣證券交易所

## 第二節 全體樣本公司之股價異常報酬

表3至表7分別為金融營業稅變動宣告相關五個事件日之實證結果。

表3為第一事件日財政部宣布金融營業稅調降之實證結果，在事件日前 $t=-10$ ~ $-5$ 天，全體樣本公司的平均異常報酬率(AAR)處在波動階段，漲跌互見， $t=-4$ 開始股價上漲，顯示投資人於財政部確定之金融營業稅調降宣告前4天，可能先行進場，導致各金融產業公司收盤股價呈現明顯上漲，實證結果當天( $t=0$ )股價上漲，其平均異常報酬率(AAR)為1.8808%，達到統計上顯著性(P值小於0.01)，且連續上漲至 $t=2$ 皆為顯著的正的平均異常報酬率(AAR)，之後數日其平均異常報酬率(AAR)呈現漲跌互見的現象，但仍屬漲勢。另外，累積平均異常報酬率(CAAR)顯示，在事件日前 $t=-10$ ~ $-5$ 天，全體樣本公司的累積平均異常報酬率(CAAR)皆為正負互見，但自 $t=-4$ 開始往上持續盤漲，一路走高，實證結果顯示，在 $CAAR(-10, 0)$ 為3.5040%且呈現顯著，可能存在資訊外溢之現象或投資人先行進場；另 $CAAR(-10, 10)$ 為12.235%且呈現顯著，因此，顯示調降金融營業稅對台灣金融營業類股存在正面之影響。

表 3 財政部宣布降低金融業營業稅率之實證結果

事件期	AAR	P-Value	事件期	CAAR	P-Value
-10	0.6682	0.1391	-10	0.6682	0.1391
-9	0.5484	0.2247	-9	1.2166 *	0.0569
-8	-0.2812	0.5337	-8	0.9354	0.2318
-7	-1.0020 **	0.0265	-7	-0.0666	0.9412
-6	0.5085	0.2603	-6	0.4419	0.6618
-5	-0.7552 *	0.0946	-5	-0.3133	0.7771
-4	0.6427	0.1548	-4	0.3295	0.7828
-3	0.5881	0.1930	-3	0.9175	0.4727
-2	0.2002	0.6576	-2	1.1177	0.4095
-1	0.5055	0.2631	-1	1.6232	0.2558
0	1.8808 ***	0.0000	0	3.5040 **	0.0193
1	2.6155 ***	0.0000	1	6.1195 ***	0.0001
2	3.7494 ***	0.0000	2	9.8689 ***	0.0000
3	-0.5922	0.1899	3	9.2768 ***	0.0000
4	0.3183	0.4810	4	9.5951 ***	0.0000
5	0.0279	0.9507	5	9.6230 ***	0.0000
6	-0.7955 *	0.0782	6	8.8275 ***	0.0000
7	0.1042	0.8175	7	8.9317 ***	0.0000
8	2.2095 ***	0.0000	8	11.1412 ***	0.0000
9	1.6474 ***	0.0003	9	12.7886 ***	0.0000
10	-0.5535	0.2204	10	12.235 ***	0.0000

註：\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準。

表4為第二事件日金融營業稅經立法院三讀通過之實證結果。在事件日前 $t=-10\sim-6$ 天，全體樣本公司的平均異常報酬率（AAR）亦處在波動階段，有漲有跌，自事件日前 $t=-5$ 股價開始呈現下跌趨勢至事件日後 $t=10$ 之間，有多達8天有顯著的負平均異常報酬率（AAR）出現。然而從累積平均異常報酬（CAAR）看出，在事件日前10日（ $t=-10$ ）開始，全體樣本公司的累積平均異常報酬率（CAAR）開始下滑皆呈現顯著的負值，且跌幅擴大，顯示金融營業稅調降經立法院三讀通過對台灣金融產業類股不存在正面之影響。



表 4 立法院三讀通過營業稅法修正案之實證結果

事件期	AAR	P-Value	事件期	CAAR	P-Value
-10	-1.1964 **	0.0187	-10	-1.1964 **	0.0187
-9	-2.1730 ***	0.0000	-9	-3.3695 ***	0.0000
-8	0.6701	0.1879	-8	-2.6994 ***	0.0022
-7	0.3339	0.5117	-7	-2.3655 **	0.0201
-6	-0.3688	0.4686	-6	-2.7343 **	0.0163
-5	-1.7199 ***	0.0007	-5	-4.4542 ***	0.0004
-4	-2.2211 ***	0.0000	-4	-6.6754 ***	0.0000
-3	-1.7421 ***	0.0006	-3	-8.4174 ***	0.0000
-2	1.5894 ***	0.0018	-2	-6.8280 ***	0.0000
-1	-2.7917 ***	0.0000	-1	-9.6197 ***	0.0000
0	1.8456 ***	0.0003	0	-7.7742 ***	0.0000
1	-2.3651 ***	0.0000	1	-10.1393 ***	0.0000
2	1.3858 ***	0.0065	2	-8.7535 ***	0.0000
3	-0.1548	0.7609	3	-8.9083 ***	0.0000
4	-1.9698 ***	0.0001	4	-10.8781 ***	0.0000
5	-1.0565 **	0.0379	5	-11.9346 ***	0.0000
6	-1.3111 ***	0.0100	6	-13.2457 ***	0.0000
7	0.8498 *	0.0949	7	-12.3959 ***	0.0000
8	1.8646 ***	0.0002	8	-10.5313 ***	0.0000
9	0.1426	0.7794	9	-10.3888 ***	0.0000
10	-0.8219	0.1062	10	-11.2107 ***	0.0000

註：\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準。

由表5第三事件日財政部宣布金融營業稅調高之實證結果可清楚看出，在事件日前 $t=-10\sim-2$ 天，全體樣本公司的平均異常報酬率（AAR）處在波動階段，漲跌互見， $t=-1$ 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確定之金融營業稅調高宣告前1天，可能先行退場，導致金融產業上市櫃公司收盤股價呈現明顯下跌，實證結果自 $t=-1\sim10$ 之平均異常報酬率（AAR）僅有1天為正值，其他均為負值。另外，累積平均異常報酬（CAAR）顯示，在事件日前後各10天（ $t=-10\sim10$ ），全體樣本公司的累積平均異常報酬率（CAAR）皆為顯著負值，且一路走低，實證結果顯示，可能存在資訊外溢之現象或投資人持續退場，因此，顯示調高金融營業稅對台灣金融產業類股股市存在負面之影響。



表 5 財政部宣布金融營業稅調高之實證結果

事件期	AAR	P-Value	事件期	CAAR	P-Value
-10	-0.5115 ***	0.0011	-10	-0.5115 ***	0.0011
-9	0.0454	0.7729	-9	-0.4661 **	0.0361
-8	-0.3549 **	0.0240	-8	-0.8210 ***	0.0026
-7	-0.2283	0.1467	-7	-1.0493 ***	0.0009
-6	-0.2342	0.1366	-6	-1.2834 ***	0.0003
-5	-0.0626	0.6908	-5	-1.3460 ***	0.0005
-4	-0.0996	0.5264	-4	-1.4456 ***	0.0005
-3	0.0074	0.9623	-3	-1.4382 ***	0.0012
-2	0.0986	0.5308	-2	-1.3396 ***	0.0045
-1	-1.0083 ***	0.0000	-1	-2.3479 ***	0.0000
0	-0.1986	0.2066	0	-2.5465 ***	0.0000
1	-0.2029	0.1971	1	-2.7494 ***	0.0000
2	-0.0167	0.9155	2	-2.7661 ***	0.0000
3	-0.4866 ***	0.0020	3	-3.2526 ***	0.0000
4	-0.1646	0.2953	4	-3.4173 ***	0.0000
5	-0.2353	0.1347	5	-3.6526 ***	0.0000
6	0.7233 ***	0.0000	6	-2.9293 ***	0.0000
7	-0.1196	0.4469	7	-3.0489 ***	0.0000
8	-0.3396 **	0.0308	8	-3.3885 ***	0.0000
9	-0.6169 ***	0.0001	9	-4.0054 ***	0.0000
10	-0.1252	0.4262	10	-4.1305 ***	0.0000

註：\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準。

表6為第四事件日證所稅經立法院三讀通過之實證結果。在事件日前後 $t=-10\sim 4$ ，全體樣本公司的平均異常報酬率（AAR）處在波動階段，有漲有跌，在 $t=5$ 時平均異常報酬率（AAR）開始呈現上漲趨勢，但不明顯，直至 $t=8$ 時才呈現顯著性。然而從累積平均異常報酬率（CAAR）看出，在事件日前後各10日（ $t=-10\sim 10$ ），全體樣本公司的累積平均異常報酬率（CAAR）呈現微幅上漲，且漲幅擴大，顯示金融營業調高經立法院三讀通過對台灣股市不存在負面之影響。



表 6 立法院三讀通過金融營業稅調高修正案之實證結果

事件期	AAR	P-Value	事件期	CAAR	P-Value
-10	-0.0025	0.9864	-10	-0.0025	0.9864
-9	-0.3467 **	0.0177	-9	-0.3492 *	0.0912
-8	0.7642 ***	0.0000	-8	0.4150	0.1013
-7	-0.2767 *	0.0584	-7	0.1383	0.6364
-6	0.1684	0.2493	-6	0.3067	0.3482
-5	-0.1923	0.1884	-5	0.1144	0.7495
-4	0.3676 **	0.0119	-4	0.4819	0.2129
-3	-0.1281	0.3810	-3	0.3538	0.3923
-2	-0.0683	0.6402	-2	0.2855	0.5152
-1	0.1383	0.3443	-1	0.4237	0.3594
0	-0.0064	0.9649	0	0.4173	0.3895
1	0.1386	0.3431	1	0.5559	0.2724
2	-0.2088	0.1533	2	0.3471	0.5102
3	-0.3299 **	0.0241	3	0.0172	0.9748
4	-0.0648	0.6575	4	-0.0476	0.9331
5	0.0170	0.9077	5	-0.0306	0.9583
6	0.2209	0.1309	6	0.1903	0.7523
7	0.1792	0.2204	7	0.3695	0.5514
8	1.0491 ***	0.0000	8	1.4186 **	0.0260
9	0.2938 **	0.0445	9	1.7124 ***	0.0088
10	0.3394 **	0.0203	10	2.0517 ***	0.0022

註：\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準。

表7為第五事件日金融營業稅調高正式施行之實證結果，投資人對於調高金融營業稅仍然有所恐懼，自事件日當天起至第10天止（ $t=0\sim 10$ ），平均異常報酬率(AAR)雖然漲跌互見，但全部呈現顯著現象。但從累積平均異常報酬率(CAAR)可以看出，金融營業稅調高正式實施後的累積平均異常報酬率(CAAR)皆為正值，顯示金融營業稅調高正式施行對於台灣金融產業類股之股價未有負面影響，隱含此訊息宣告之影響力不如財政部政策宣告之影響力。



表 7 金融營業稅稅率調高正式施行之實證結果

事件期	AAR	P-Value	事件期	CAAR	P-Value
-10	-0.0935	0.5005	-10	-0.0935	0.5005
-9	0.1853	0.1818	-9	0.0918	0.6400
-8	-0.0780	0.5742	-8	0.0138	0.9542
-7	-0.0283	0.8383	-7	-0.0145	0.9583
-6	0.3631 ***	0.0089	-6	0.3486	0.2613
-5	0.1355	0.3290	-5	0.4841	0.1545
-4	0.1941	0.1620	-4	0.6782 *	0.0648
-3	-0.1387	0.3175	-3	0.5394	0.1694
-2	-0.0875	0.5284	-2	0.4519	0.2778
-1	0.0597	0.6672	-1	0.5116	0.2438
0	-0.2826 *	0.0417	0	0.2290	0.6189
1	0.3361 **	0.0155	1	0.5651	0.2399
2	-0.3186 **	0.0217	2	0.2465	0.6223
3	0.2931 **	0.0347	3	0.5396	0.2988
4	-0.5184 ***	0.0002	4	0.0212	0.9686
5	0.4849 ***	0.0005	5	0.5061	0.3620
6	0.9065 ***	0.0000	6	1.4127 **	0.0136
7	0.6767 ***	0.0000	7	2.0894 ***	0.0004
8	-0.6324 ***	0.0000	8	1.4570 **	0.0160
9	1.5460 ***	0.0000	9	3.0030 ***	0.0000
10	0.6886 ***	0.0000	10	3.6916 ***	0.0000

註：\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準。

全體樣本為台灣金融產業上市櫃公司，在各事件當日與前後各 10 日的平均異常報酬率 (AAR) 及累積平均異常報酬率 (CAAR) 圖形，如圖 2 及圖 3 所示。由圖 2 的 AAR 曲線可看出，第一事件日，財政部確定將金融營業稅調降宣告 (即  $t=0$ )，股價上漲，宣告當天 AAR 上升達 1.8808%，尤其是宣告後第 2 天達到最高點，高達 3.7494%，顯示投資人對金融營業稅調降之議題十分敏感，因此第一事件反應最為激烈，第二事件日，立法院三讀通過調降案時雖然 AAR 為 1.8456%，但之後漲跌互見，第三事件日財政部宣布將調高金融營業稅、第四事件日立法院三讀通過調高案及第五事件日金融營業稅調高正式實施 (即  $t=0$ )，股價均下跌。

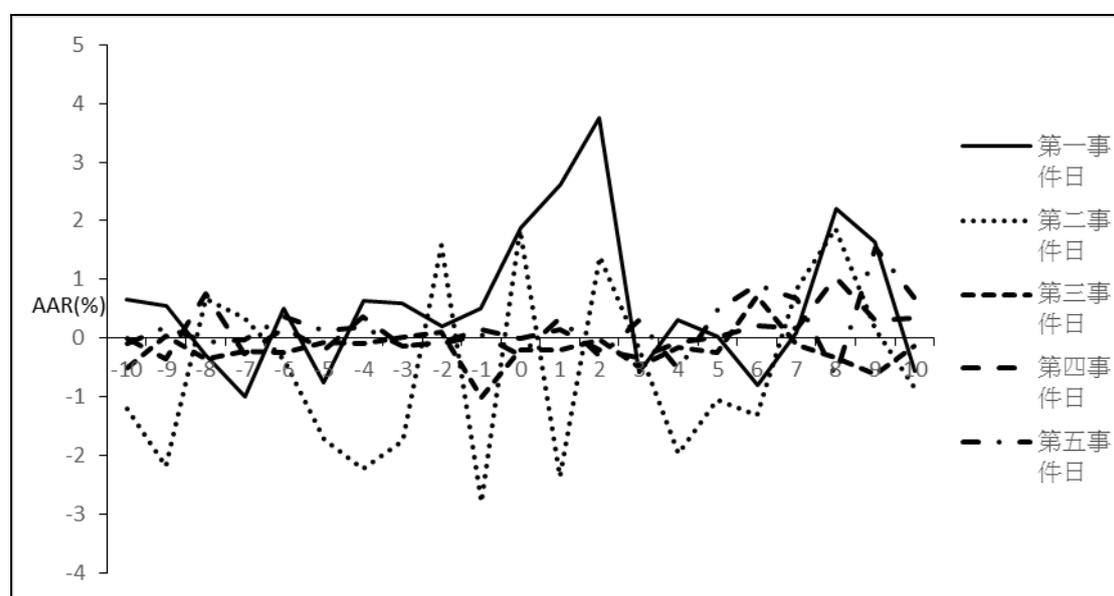


圖 2 各事件日之平均異常報酬率

由圖 3 各事件日的 CAAR 曲線，顯示金融營業稅調降宣告後，第一事件日金融產業類股股價受激勵且有延燒之現象，存在正的累積平均異常報酬率，即使第二事件日反應較少且股價下跌，但該二個事件日合計累積平均異常報酬率還是為正值，隱含此訊息之宣告對金融產業類股股價存在正面影響。然而在宣布調高金融營業稅後之第三事件日，金融產業類股股價受挫且跌幅有加重之現象，存在負的累積平均異常報酬率，即使第四事件日及第五事件日反應較少，其累積平均異

常報酬率僅維持微幅上揚，顯示該訊息之宣告對金融產業類股股價存在負面影響。

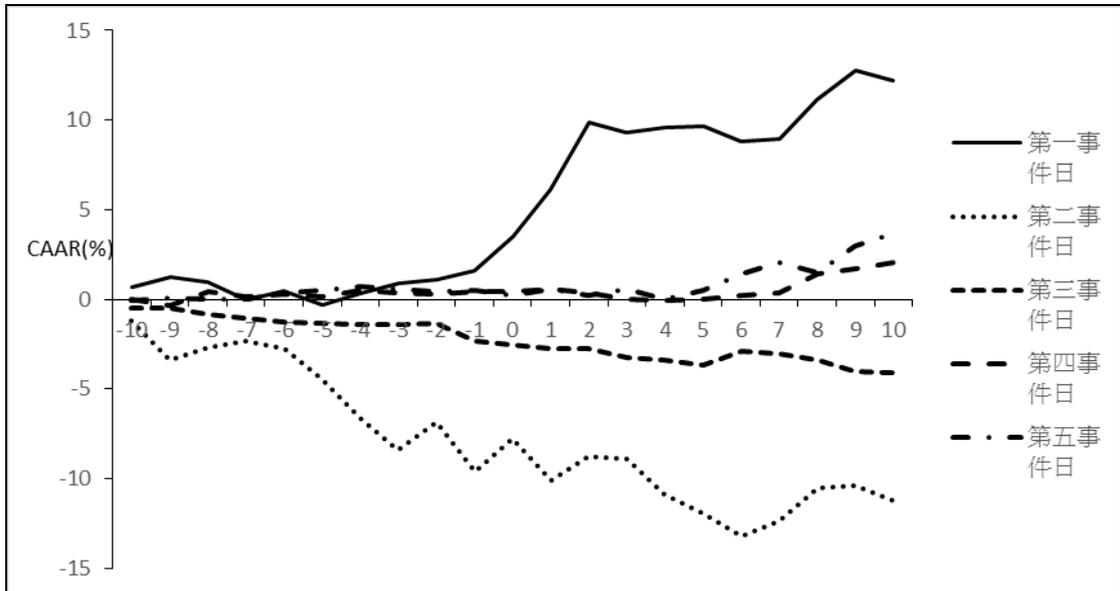


圖 3 各事件日之累積平均異常報酬率

綜合以上結果，顯示調降金融營業稅，市場投資人多視之為股市之好消息，因此，促使金融產業類股股價上漲而有顯著正面反應；但另一方面顯示調高金融營業稅，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。因此顯示金融產業類股股價會隨著事件的宣告而產生波動，但該異常報酬率在特定事件日之後並非在一、二天之內迅速反應完畢，而有延遲現象，因而證實了臺灣股票市場無市場效率性。

以下將進一步檢視在金融產業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 金融產業各類股之股價異常報酬

2001年6月，歷經波折的「金融控股公司法」，在立法院臨時會中完成三讀，同年11月1日起開始施行，根據這部法令，台灣第一家金控公司「華南金控」趕於年底誕生，台灣金融界於2001年正式進入「金控時代」。因此本研究之第一及第二事件日無金控類股之異常報酬率，先予說明。

表8為金融營業稅變動宣告五個事件日之金融產業類股平均異常報酬率(AAR)之實證結果。由表8內容顯示第一個事件日銀行類股與保險類股之平均異常報酬率(AAR)為正值，證券類股之平均異常報酬率(AAR)為負值，且銀行與保險皆達1%的顯著水準(P值小於0.01)。銀行2.9968%，保險1.7076%，證券-1.0148%。上述結果，隱含金融營業稅調降宣告之初次事件，市場反應普遍上漲且幅度較大。表8中第二個事件日金融產業類股中平均異常報酬率(AAR)全部為正值，有達到1%的顯著水準(P值小於0.01)為銀行類股2.1196%。上述結果，隱含金融營業稅調降宣告之經立院三讀通過對於金融產業類股股價影響漸淡。然而從表8顯示第三個事件日金融類股中除證券類股外其平均異常報酬率(AAR)全部呈現負值，且金控類股還達1%的顯著水準(P值小於0.01)，其金控類股為-0.4591%，銀行類股為-0.2694%，保險類股為-0.4600%，最後，證券類股為0.5542%，上述結果，隱含金融營業稅調高宣告之事件，市場反應普遍下跌且幅度頗大。另從表8中第四事件日金融產業類股中漲跌互見，達5%的顯著水準(P值小於0.05)之類股為金控類股的0.3453%及保險類股的-0.7051%。上述結果，隱含金融營業稅調高宣告之經立院三讀通過對於金融產業類股股價影響漸淡。再從表8中第五事件日顯示金融類股中平均異常報酬率(AAR)全部呈現負值，其金控類股之平均異常報酬率(AAR)為-0.4083%達5%的顯著水準(P值小於0.05)。上述結果，隱含金融營業稅調高正式施行對於金融產業類股股價影響仍有負向影響。

由各類股之平均異常報酬率(AAR)觀察，可以歸納如下：金控類股之平均

異常報酬率（AAR）於第三及第五事件日均呈現達5%顯著水準的負值，但第二事件日則呈現5%顯著水準的正值，銀行類股之平均異常報酬率（AAR）於第一及第二事件日呈現1%顯著水準的正值，保險類股之平均異常報酬率（AAR）於第一及第四事件日呈現顯著水準的負值，證券類股之平均異常報酬率（AAR）於全部事件日漲跌互見，但並未達顯著水準。上述平均異常報酬率（AAR）之顯著水準情形，隱含金融營業稅調降宣告的確激勵台灣股市金融類股而上漲，另一方面金融營業稅調高宣告確造成台灣股市金融類股的動盪而下跌。

表 8 金融營業稅變動宣告五個事件日之金融產業類股 AAR 之實證結果

事件日	金控	銀行	保險	證券
第一事件日 (1999/02/20)		2.9968 (0.0000)***	1.7076 (0.0790)*	-1.0148 (0.4106)
第二事件日 (1999/06/23)		2.1196 (0.0011)***	1.6705 (0.1046)	1.3828 (0.2480)
第三事件日 (2014/02/25)	-0.4591 (0.0251)**	-0.2694 (0.2975)	-0.4600 (0.2421)	0.5542 (0.2437)
第四事件日 (2014/05/16)	0.3435 (0.0662)**	0.1682 (0.4580)	-0.7051 (0.0692)**	-0.1820 (0.6805)
第五事件日 (2014/07/01)	-0.4083 (0.0232)**	-0.2219 (0.2870)	-0.1212 (0.7515)	-0.2908 (0.4799)

註：1.括號中為 P 值。

2.\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準。

3.第一事件日為財政部宣告調降金融營業稅、第二事件日為立法院三讀通過修正案、第三事件日為財政部宣告調高金融營業稅、第四事件日為立法院三讀通過修正案、第五事件日為金融營業稅調高正式施行。

表 9 為金融營業稅變動的五個事件日金融產業類股累積平均異常報酬率 (CAAR) 之實證結果。由表 9 內容顯示第一事件日漲幅最大的為證券類股高達 7.3393%，但並不顯著，其次為銀行類股有 1% 的顯著水準 (P 值小於 0.01) 之次高的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 5.4861%；第二事件日的累積平均異常報酬率 (CAAR) 各類股均下跌，其中跌幅最大為銀行類股的 -13.0897%，其次為保險類股的 -12.4281%，此二個類股均達 1% 的顯著水準 (P 值小於 0.01)；第三事件日的累積平均異常報酬率 (CAAR) 各類股也是全部下跌，且金控類股、銀行類股及保險類股均達 1% 的顯著水準 (P 值小於 0.01)，其中保險類股跌幅最大累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 5.62171%；第四事件日的累積平均異常報酬率 (CAAR) 各類股全部上漲，其中漲幅最高的是金控類股達 1% 的顯著水準 (P 值小於 0.01) 的累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 3.4415%；第五事件日的累積平均異常報酬率 (CAAR) 各類股也是全部上漲，其中金控類股及保險類股都達 1% 的顯著水準 (P 值小於 0.01)，且保險類股漲幅最高累積平均異常報酬率 (CAAR) 為 5.6435%。

由各類股之累積平均異常報酬率 (CAAR) 觀察，可以歸納如下：金控類股之累積平均異常報酬率 (CAAR) 於第三事件日呈現顯著負值，另於第四及第五事件日呈現顯著正值；銀行類股之累積平均異常報酬率 (CAAR) 於第一及第五事件日呈現顯著正值，另於第二及第三事件日呈現顯著負值；保險類股之累積平均異常報酬率 (CAAR) 於第二及第三事件日呈現顯著負值，另於第五事件日呈現顯著正值；證券類股之累積平均異常報酬率 (CAAR) 於第一、第四及第五事件日均呈現正值，但均不顯著，另於第二及第三事件日之累積平均異常報酬率 (CAAR) 呈現負值，但也均不顯著。

表 9 金融營業稅變動宣告五個事件日之金融產業類股 CAAR 之實證結果

事件日	金控	銀行	保險	證券
第一事件日 (1999/02/20)		5.4861 (0.0019)***	-3.4600 (0.4374)	7.3393 (0.1941)
第二事件日 (1999/06/23)		-13.0897 (0.0000)***	-12.4281 (0.0084)***	-6.1030 (0.2659)
第三事件日 (2014/02/25)	-4.3405 (0.0000)***	-4.4347 (0.0002)***	-5.6271 (0.0018)***	-2.0786 (0.3401)
第四事件日 (2014/05/16)	3.4415 (0.0001)***	1.0647 (0.3052)	0.3037 (0.8644)	2.4957 (0.2177)
第五事件日 (2014/07/01)	4.4486 (0.0000)***	2.2175 (0.0202)**	5.6435 (0.0013)***	2.4966 (0.1856)

註：1.括號中為 P 值。

2.\*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準。

3.第一事件日為財政部宣告調降金融營業稅、第二事件日為立法院三讀通過修正案、第三事件日為財政部宣告調高金融營業稅、第四事件日為立法院三讀通過修正案、第五事件日為金融營業稅調高正式施行。

另外，金融產業類股在各事件當日與前後各 10 日的平均異常報酬率 (AAR) 及累積平均異常報酬率 (CAAR) 圖形分別列於圖 4 至圖 13。圖 4 顯示在財政部宣告金融營業稅調降第一事件日後第 2 天(t=2)，證券類股 AAR 漲幅最大，高達 5.0310%，保險類股則於第一事件日後第 3 天(t=3)之 AAR 跌幅最大，高達 -3.4985%。

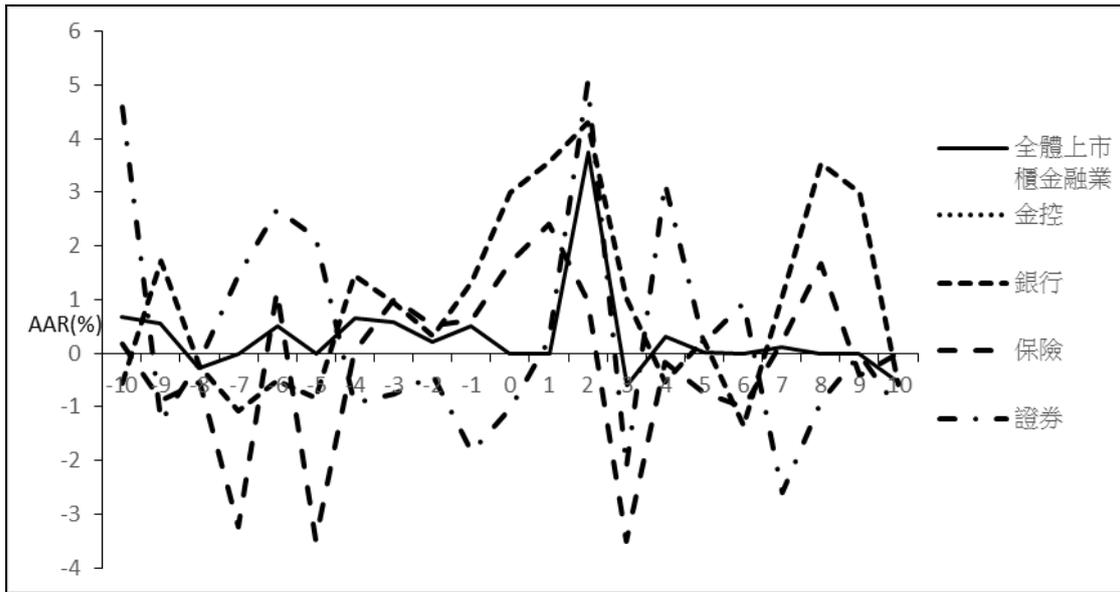


圖 4 金融產業類股於第一事件日宣告之 AAR 圖

由圖 5 顯示除保險類別外，其他各類股之累積平均異常報酬率(CAAR)皆為正值，其中銀行類股在第一事件日後第 9 天(t=9)其累積平均異常報酬率(CAAR)最高達 20.2999%，保險類股在第一事件日前第 5 天(t=-5)其累積平均異常報酬率(CAAR)跌幅最大，高達-6.7935%。

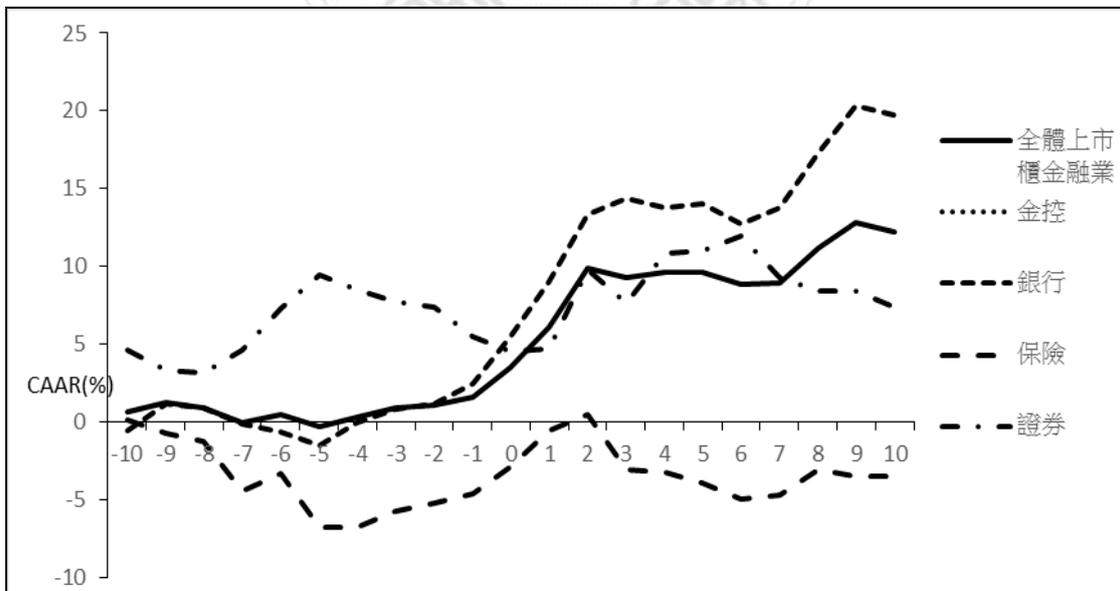


圖 5 金融產業類股於第一事件日宣告之 CAAR 圖

由圖 6 顯示在第二事件日期間各類股平均異常報酬率 (AAR) 漲跌互見，其中證券類股在事件日前第 10 天 ( $t=-10$ ) 之平均異常報酬率 (AAR) 漲幅最高，達 3.2778%，而同樣證券類股則於事件日前第 1 天 ( $t=-1$ ) 跌幅最大，達 -5.4392%。

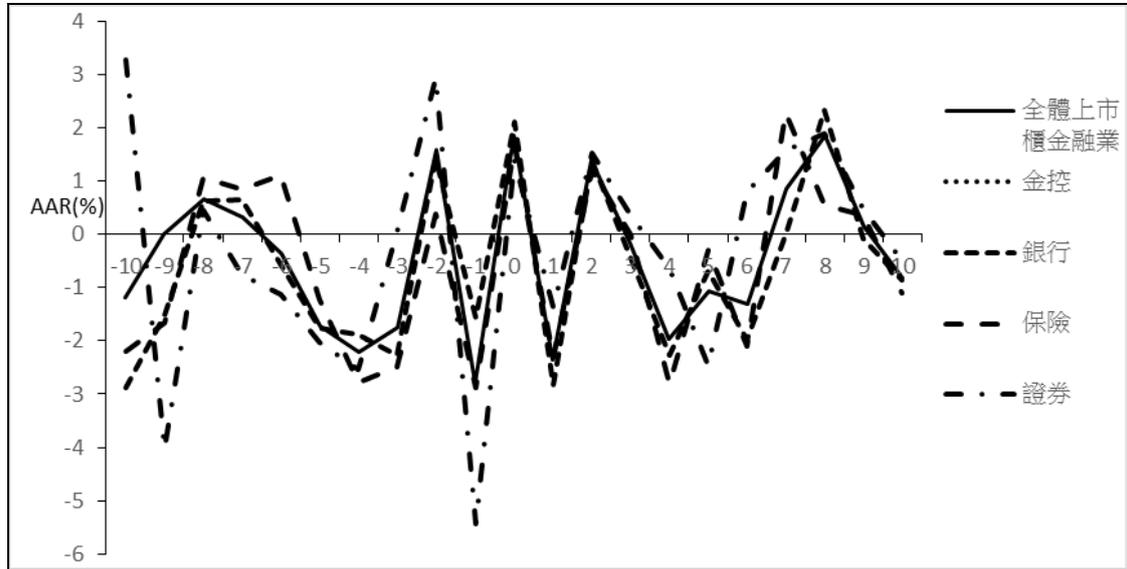


圖 6 金融產業類股於第二事件日宣告之 AAR 圖

由圖 7 顯示在第二事件日期間各金融產業類股的累積平均異常報酬率 (CAAR) 均下跌，以保險類股在第二事件日後第 6 天 ( $t=6$ ) 之累積平均異常報酬率 (CAAR) 跌幅最高，達 -14.5150%，其次為銀行類股在事件日後第 7 天 ( $t=7$ ) 之累積平均異常報酬率 (CAAR) 跌幅次高，達 -14.4625%。

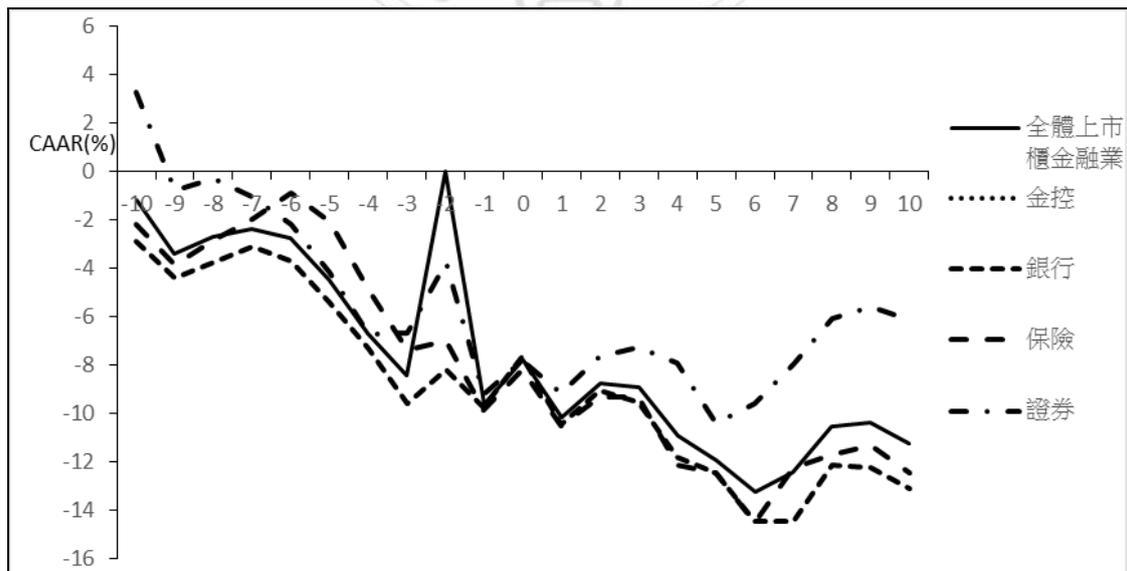


圖 7 金融產業類股於第二事件日宣告之 CAAR 圖

由圖 8 顯示在第三事件日期間各類股平均異常報酬率 (AAR) 漲跌互見，其中證券類股於第三事件日前第 1 天 ( $t=-1$ ) 跌幅最大，達-1.6501%，而同樣證券類股在第三事件日後第 6 天 ( $t=6$ ) 之平均異常報酬率 (AAR) 不跌反升，漲幅最高，達 3.6362%。

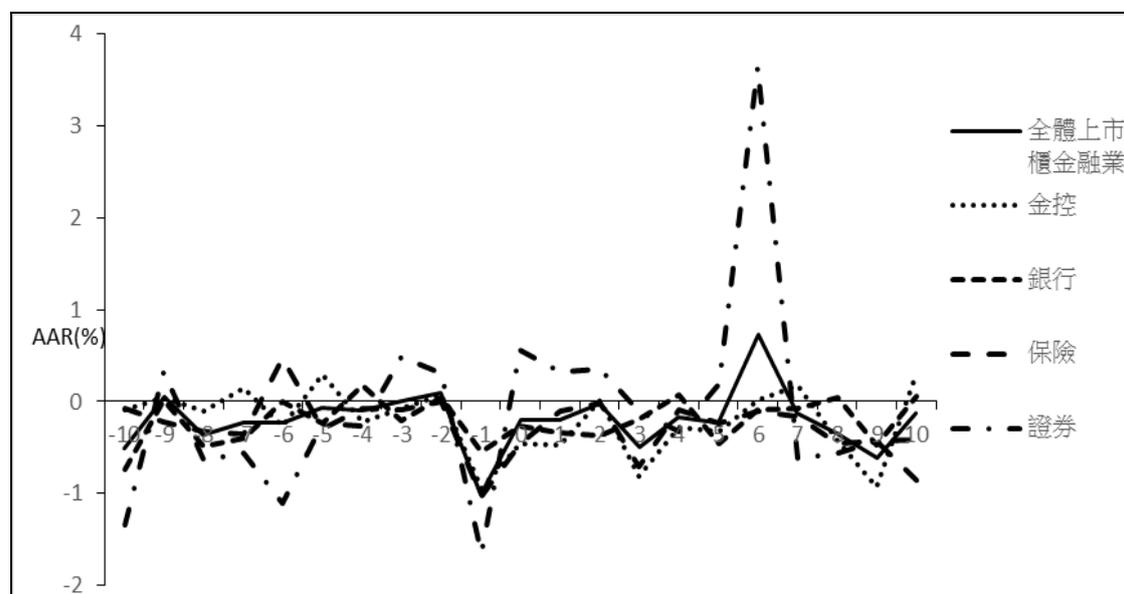


圖 8 金融產業類股於第三事件日宣告之 AAR 圖

由圖 9 顯示在第三事件日期間各金融產業類股的累積平均異常報酬率 (CAAR) 均下跌，以保險類股在第三事件日後第 10 天 ( $t=10$ ) 之累積平均異常報酬率 (CAAR) 跌幅最高，達-5.6271%，其次為證券類股在事件日前第 1 天 ( $t=-1$ ) 之累積平均異常報酬率 (CAAR) 跌幅次高，達-4.6791%。

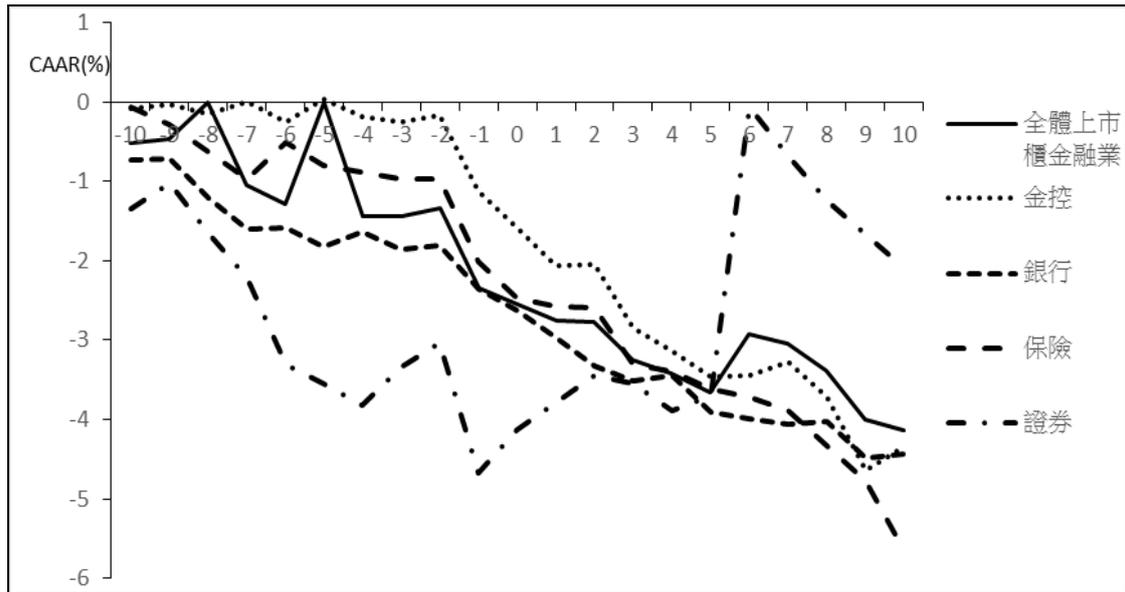


圖 9 金融產業類股於第三事件日宣告之 CAAR 圖

由圖 10 顯示在第四事件日期間各金融產業類股平均異常報酬率 (AAR) 雖也是漲跌互見，但是以正值居多，但在第四事件日後第 3 天 (t=3) 之各類股平均異常報酬率 (AAR) 皆為負值，以保險類股的跌幅最高，達 -0.6874%，而事件日後第 8 天 (t=8) 之各類股平均異常報酬率 (AAR) 皆上漲且為正值，以證券類股漲幅最大，達 2.8311%。

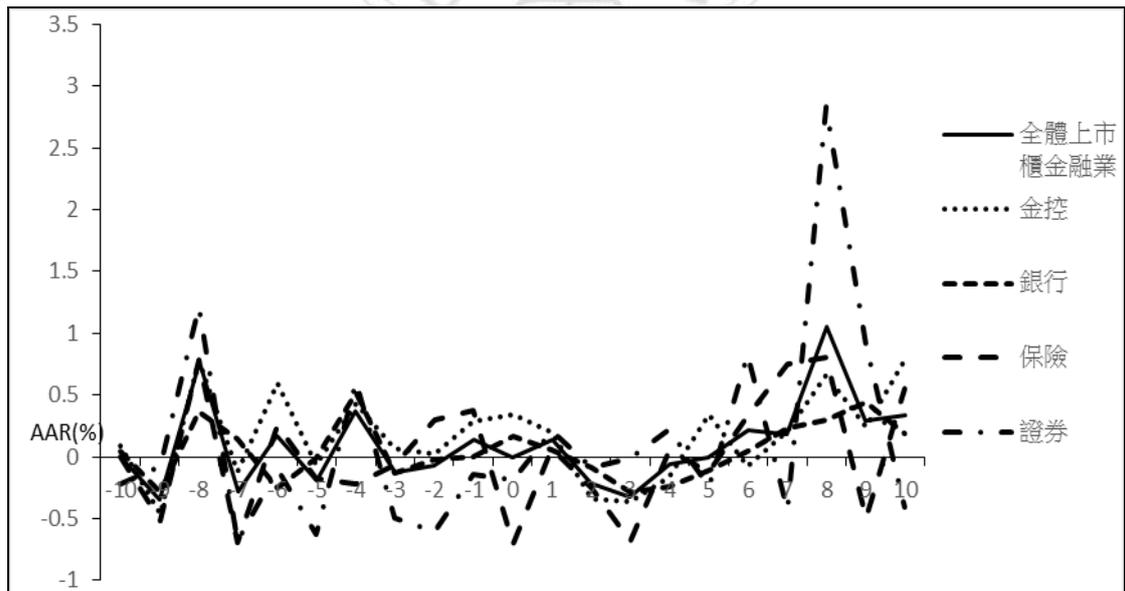


圖 10 金融產業類股於第四事件日宣告之 AAR 圖

由圖 11 顯示在第四事件日期間各金融產業類股的累積平均異常報酬率 (CAAR) 以正值居多，以金控類股在第四事件日後第 10 天 (t=10) 之累積平均異常報酬率 (CAAR) 漲幅最高，達 3.4415%，而保險類股在事件日後第 5 天 (t=5) 之累積平均異常報酬率 (CAAR) 跌幅最高，達-1.6380%。

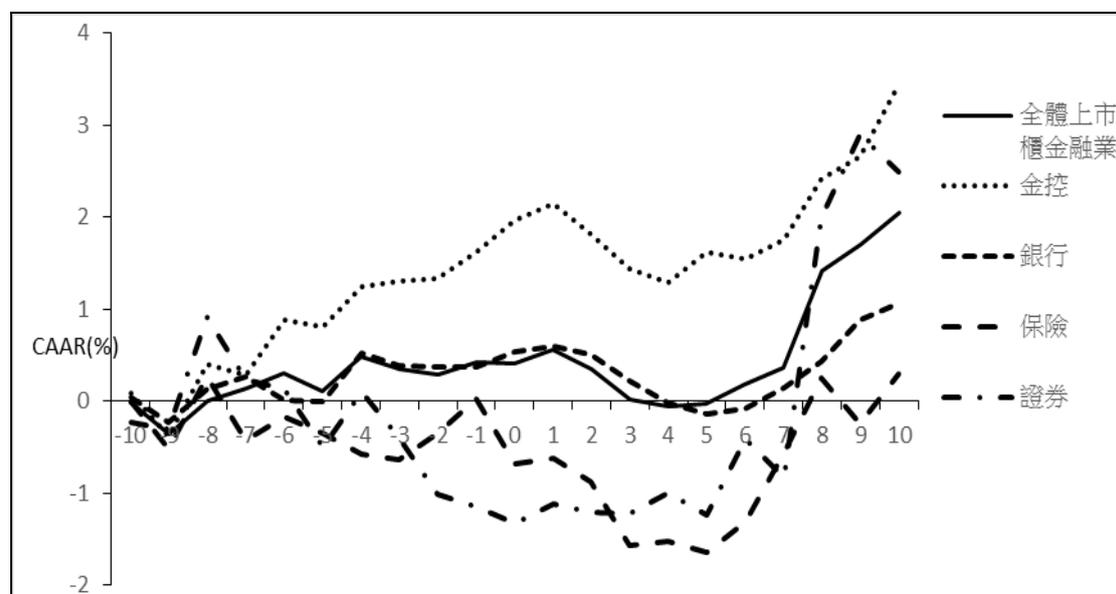


圖 11 金融產業類股於第四事件日宣告之 CAAR 圖

由圖 12 顯示在第五事件日後第 4 天 (t=4) 之各金融產業類股平均異常報酬率 (AAR) 皆下跌且為負值，以證券類股的跌幅最高，達-1.7227%，而事件日後第 9 天 (t=9) 之各類股平均異常報酬率 (AAR) 皆上漲且為正值，以保險類股漲幅最高，達 2.4780%。

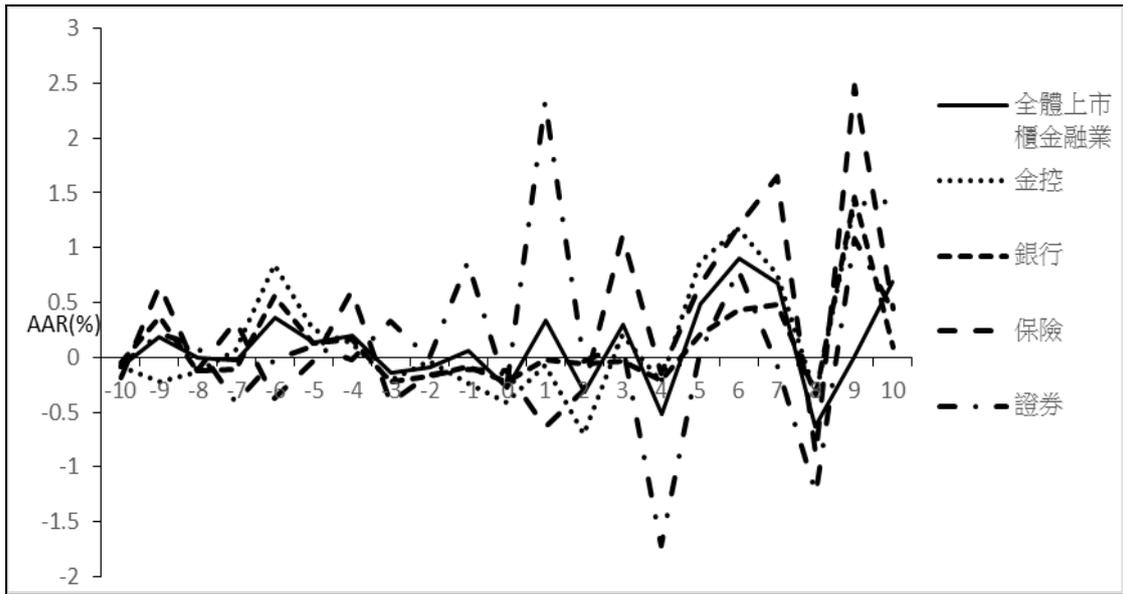


圖 12 金融產業類股於第五事件日宣告之 AAR 圖

由圖 13 顯示各金融產業類股在第五事件日後第 10 天 (t=10) 之累積平均異常報酬率 (CAAR) 皆上漲且為正值，以保險類股漲幅最高，達 5.6435%，而金控類股在該天之累積平均異常報酬率 (CAAR) 漲幅次高，達 4.4486%。

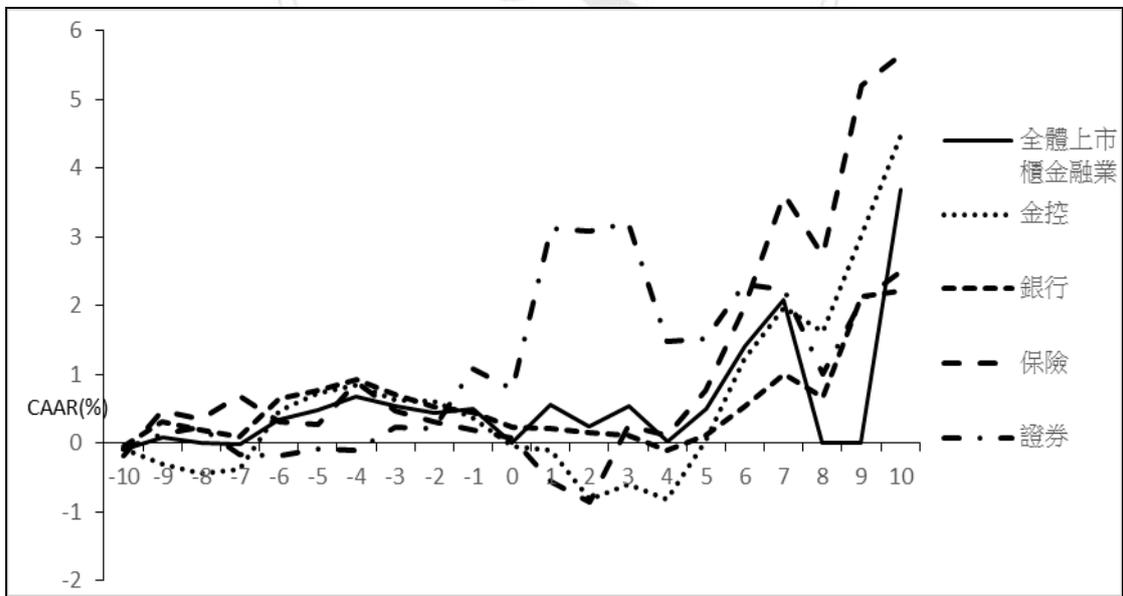


圖 13 金融產業類股於第五事件日宣告之 CAAR 圖

## 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金融營業稅變動宣告對股價之影響，研究標的為台灣全體上市櫃金融業公司與各金融產業類股股價報酬率，其中金融產業類股包含金控、銀行、保險及證券類。本研究使用事件研究法，並依據報紙及公開資訊金融營業稅相關訊息將樣本研究期間區分為五個事件日探討金融營業稅變動宣告對台灣全體金融業股價及各金融產業類股日異常報酬率的影響。上述事件日分別為：第一事件日，財政部宣告調降金融營業稅至2%；第二事件日，立法院三讀通過營業稅法修正案；第三事件日，財政部財政健全方案上菜，金融營業稅調高恢復至5%；第四事件日，立法院三讀通過金融營業稅法修正案；第五事件日，金融營業稅稅率調高正式施行。股價報酬率是取自「台灣經濟新報資料庫」，研究資料則為1998年8月1日至1999年2月28日及2013年8月1日至2014年2月28日之日資料。台灣證券交易所之台灣全體上市櫃金融業公司與各金融類股股價報酬率是否受到金融營業稅變動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、金融營業稅變動之訊息公布時，會對台灣全體上市櫃金融業公司之股價產生異常報酬。實證結果發現在第一個事件日（財政部宣告調降金融營業稅）及第二個事件日（立法院三讀通過修正案），存在顯著之正的平均異常報酬率，第三個事件日（財政部宣告調高金融營業稅）及第四個事件日（立法院三讀通過修正案）則為負的平均異常報酬率，另第五個事件日（金融營業稅調高正式施行）則呈現顯著之負的平均異常報酬率。第一個事件日存在顯著正的累積平均異常報酬率，第二個事件日及第三個事件日則呈現顯著之負的累積

平均異常報酬率，第四個事件日及第五個事件日則呈現正的累積平均異常報酬率。

二、金融營業稅變動之訊息公布時，會對各金融類股之股價產生異常報酬。第一個事件日銀行及保險類股存在顯著水準之正的平均異常報酬率，第二個事件日各金融類股之平均異常報酬率全部為正值，且銀行類股達顯著水準，第三個事件日金控、銀行及保險類股之平均異常報酬率均為負值，且金控類股達顯著水準，第四個事件日各金融類股之平均異常報酬率正負值互見，其中金控類股達顯著水準之正值，而保險類股達顯著水準之負值，第五個事件日各金融類股之平均異常報酬率全部為負值，且金控類股達顯著水準。累積平均異常報酬率則在第一個事件日漲幅最大為銀行類股高達5.4861%，達顯著水準；第二個事件日跌幅最大為銀行類股高達-13.0897%，達顯著水準；第三個事件日跌幅最大為保險類股-5.6271%，達顯著水準；第四個事件日漲幅最大為金控類股高達3.4415%，達顯著水準；第五個事件日漲幅最大為保險類股高達5.6435%，達顯著水準。

三、金融營業稅變動之訊息公布時，金控類股之平均異常報酬率於第三及第五個事件日呈現顯著負值，第四個事件則呈現顯著正值；銀行類股之平均異常報酬率於第一及第二個事件日呈現顯著正值；保險類股之平均異常報酬率於第一個事件日呈現顯著正值，第四個事件日則呈現顯著負值，但證券類股之平均異常報酬率於各事件日均無呈現顯著水準。

綜合以上，本研究針對金融營業稅變動宣告之五個訊息，對台灣股市上市櫃金融產業公司及各金融類股價之異常報酬，研究發現前述金融營業稅調降宣告相關二個事件，對台灣股市上市櫃金融產業公司及各金融類股價存在顯著正影響，而當宣告金融營業稅調高相關三個事件時，對台灣股市上市櫃金融產業公司及各金融類股價則存在負影響。本文之結果除可提供主管機關參考，健全金融產業之發展外，亦可以提供投資人資訊，以作為投資依據。

## 第二節 後續研討與建議

- 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、金融營業稅恢復為 5% 之訊息對於台灣股市金融產業類股產生不利之影響，由實證結果顯示投資人欠缺投資信心，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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 范芝萍（2006）則對營業稅調整對總體經濟之可能衝擊，臺灣經濟預測與政策，第三十七卷第一期，113-154 頁。
- 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，「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。
- 陳佳青（2002），「調降營業稅對銀行股股價之影響」，國立成功大學國際企業研究所碩士論文。
- 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。

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

- Ball, R. J., and P. Brown(1968), “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,” *Journal of Accounting Research*, pp.159-178.
- Bamber, L.(1986), “The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach,” *Journal of Accounting Research*, Vol.24, No.1, pp.40-56.
- Bamber, L.(1987), “Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume Around Quarterly Earnings Announcements,” *The Accounting Review*, Vol. LXII, No.3, pp.510-532.
- Beaver, W.(1968), “The Information Content of Annual Earnings Announcements,” *Journal of Accounting Research*, pp.67-92.
- 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.

