

## 證券市場發展季刊

Review of Securities  
And Futures Markets

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會  
臺北市民生路三號六樓

9F, 3 NAN-HAI RD, TAIPEI, TAIWAN, R.O.C.

TEL: 886-2-3971223 ext. 315

FAX: 886-2-3224302

### 主 編 編 輯

副主編	王則韶	吳行一	許加敏	陳宏鈞	劉玉珍
編 輯	蔡金仁	俞明德	郭震坤	陳新賢	蔡漢宗
編 輯	吳金德	徐子德	郭憲宗	黃介謙	謝聯成
編 輯	李正純	傅子華	陳弘毅	楊光華	薛志宏
編 輯	吳德偉	張德山	楊明成	張國強	史仲華

江宏芝、陳明遠、林世銘教授惠鑒：

恭喜您！您的大作「土地增值稅減半徵收之股市效應」，本刊已完成審查程序並經主編決定採用刊登，預定於民國九十四年一月第十六卷第四期刊登，特此通知。

隨函附上本刊文稿刊登格式請您務必依照本行規定格式修正文稿，並儘速將修正後完稿一式兩份送回電子檔（WORD格式）寄回本會，另您文稿內容若附圖，勞請附上附圖之原稿，若您有任何問題請以電話與承辦人員聯繫，謹此感謝您的配合。尚此，並頌

時祺



主編 洪茂蔚 敬啟  
證券市場發展季刊編輯委員會  
91.6.10

# 土地增值稅減半政策之事件研究

汪瑞芝 陳明進 林世銘\*

## 摘要

本文旨在對土地增值稅減半兩年的政策進行事件研究，以探討此一土地租稅政策的演變是否為上市公司帶來利多消息之反應，並且以迴歸模式分析此一土地增值稅減稅利益的股價異常報酬與企業特性之關聯性。實證結果顯示，市場可能預期政府採取的土地增值稅減半措施將有助於刺激不動產活絡，股票市場也反映此項利多的消息，所以在消息宣布時普遍均有顯著的股票異常報酬。而土地佔資產比率及負債比率較高的公司，受惠於此項減稅措施也愈大，有較高的股票異常報酬率。另外，就受惠於此項政策的產業而言，營建業由於龐大的土地資本增加流通機會，以及金融保險業金融資產品質提高的重大效益，因此這兩個產業都有較高的股票異常報酬率表現。這些結果提供了我國特有的土地增值稅制對於公司價值評價影響之實證證據。

**關鍵詞：**土地增值稅減半、事件研究、異常報酬、營建業、金融業。

---

\*實踐大學會計學系副教授、政治大學會計學系教授、台灣大學會計學系教授。作者感謝匿名評審提供的寶貴建議以及 2003 會計理論與實務研討會評審之建議。

# An Event Study on the Land Value Increment Tax Cut Policy

Jui-Chih Wang

Department of Accounting, Shih Chien University

Ming-Chin Chen

Department of Accounting, National Chengchi University

Suming Lin

Department of Accounting, National Taiwan University

## Abstract

In order to stimulate construction industry, the government enacted a 50% tax cut on the Land Value Increment Tax during the two-year period from February 2002 to January 2004. Using event study methods, this study examines the stock market reactions to the announcements of the Land Value Increment Tax-Cut policy and explores the relation between the abnormal stock returns of this tax policy and firm characteristics. The results of this study shows: (1) The market reacted positively to the announcement of the proposal to reduce the Land Value Increment Tax, suggesting the tax-cut policy was regarded as an effective measure to stimulate the local real estate market and inspire the economy prosperity. (2) Companies with greater land-to-total asset ratios and companies with higher debt ratios tended to have greater abnormal stock returns, *ceteris paribus*. (3) Finally, both construction and banking industries appeared to benefit most from the Land Value Increment Tax-Cut policy, suggesting the tax cut provided greater opportunities for exploiting construction companies' land capitals and, hence, improving the quality of banks' financial assets. The findings of this study provide empirical evidence on the impact of the land value increment tax policy on firms' valuation.

**Key Words : Land Value Increment Tax Cut, Event Study, Abnormal Returns, Construction Industry, Banking Industry.**

## 壹、前言

近幾年來，隨著全球經濟景氣衰退，我國也面臨嚴峻的經濟挑戰。政府爲了振興經濟，也提出多項的措施，尤其素有景氣火車頭之稱的營建業，更被政府寄予厚望，活絡房地產市場以及增進不動產之開發，成了政府重要的施政目標。爲了刺激房地產市場，在政府群聚賢達所召開的經濟發展諮詢委員會(以下簡稱經發會)財金組在民國 90 年 8 月 15 日會議中，以多數意見通過土地增值稅稅率減半二年的決議。這項決議後來在 8 月 24 日經發會全體委員會議中雖然僅被列爲多數意見通過，但政府旋即以罕見之效率，於 8 月 29 日行政院會議通過土地稅法之配合修正法案，並獲得立法院積極配合修法通過，自民國 91 年 2 月 1 日起開始生效實施。顯見政府對於落實該項措施之決心，以及朝野咸都認同該項措施對於振興經濟之重要性。

由於近十餘年來，我國不動產市場低迷，造成投資者裹足不前，大量資本凍結在不動產資產無法流通，連帶影響相關產業之發展。尤其，土地又往往是公司舉債的主要擔保品，也導致金融業因抵押擔保資產價值縮水，造成金融資產品質欠佳，對國內經濟發展產生不利影響。因此，政府實施土地增值稅減半政策，除了可以降低土地移轉時所負擔的成本，增加土地回收之價值外，亦可使金融業因擔保品價值提高而減少所承受的壞帳風險。故土地增值稅降低對於我國產業及金融業均應該是一項利多的措施。本文旨在對此一「土地增值稅減半兩年」措施進行事件研究(event study)，探討此一土地租稅政策的演變是否爲上市公司帶來利多消息之反應，而產生股價之異常報酬，並且以迴歸模式分析此一土地增值稅減稅利益的股價異常報酬與企業特性之關聯性。研究結果當可提供政府評估此一減稅措施之效益以及瞭解受惠企業之特性。

土地增值稅係我國平均地權制度中獨特之一種稅制，建立在憲法「地權平均、地利共享」理想的基礎上。故對於地主在持有土地期間因自然增值而獲得之

土地利益，課予極高之稅率(註 1)。然而過高的稅率也容易造成土地資本流通之閉鎖效果，影響投資不動產之意願，降低土地之價值。而國內有關土地增值稅的研究(例如，顏國裕，1990；王士麟，1991；周亞杰，1992；張清讚，1992；李禮仲與黃怡靜，2001；謝宗貴，2001；謝明瑞，2001；賴崇慶，2001 等)，大多著墨於土地增值稅的財政收入、政策性或社會公平之探討，但對於土地增值稅對企業價值影響的實證研究卻不多。故本文的實證研究結果，將能有助於瞭解土地增值稅變動對於企業價值之影響，而對政府未來釐定土地增值稅政策以及投資人因應之決策有所助益。

## 貳、文獻探討

當租稅法令或是強制性規定(如會計準則、政府管制等)改變時，由於影響企業的租稅成本及契約成本，往往會造成公司股價有異常的變動。例如 Leftwich (1981)、Biddle and Lindahl (1982) 及 Schipper, Thompson, and Weil (1987)及 Shaw(1988)等之研究均顯示，強制性會計方法改變所引起的租稅利益或債務契約成本會造成公司的股票有異常的報酬。

Leftwich (1981)探討強制性會計原則(APB Opinion No. 16： Accounting for Business Combination 及 APB Opinion No. 17： Accounting for Intangible Assets)發布時，對公司股價所產生的影響。其研究結果顯示，雖然這些會計準則的改變，並不會直接影響企業的現金流量，但當這些會計準則發布時，負債比率愈高的公司，由於債務契約成本增加，造成其股東權益價值下降愈大，股價有負的異常報酬。

---

註 1：土地增值稅之稅率，在土地漲價總數額超過原規定地價或前次移轉時核計土地增值稅之現值數額未達百分之一百者，就其漲價總數額徵收增值稅百分之四十；超過百分之一百而未達百分之二百者，就其超過部分徵收增值稅百分之五十；超過百分之二百以上者，就其超過部分徵收增值稅百分之六十（參見土地稅法第 33 條第一項規定）。

Biddle and Lindahl (1982)探討當公司的存貨評價模式由其他方法更改為後進先出法(LIFO)時，公司由此獲得的租稅利益與其股價的反應。其研究結果顯示，在控制未預期盈餘(unexpected earnings)的影響之後，採用 LIFO 公司的租稅利益大小與其股票異常報酬有正的相關。

Schipper, Thompson, and Weil (1987)探討 1981 年美國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對公司價值的影響。其研究結果顯示，此一經濟復甦租稅法案，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。隔年，Shaw (1988)則探討 1981 年經濟復甦租稅法案中的「安全港租賃法條」(Safe Harbor Lease)對公司股價之影響，該法條允許公司可經由租賃安排而出售折舊扣除額(tax depreciation deduction)及投資抵減(investment tax credits)給承租公司。其研究結果顯示，在美國紐約證券交易所所有課稅損失的公司，有超過 60%的公司於 1981 及 1982 年間買賣雙方從事這類出售交易而獲租稅利益，且實證發現在交易宣布時，僅賣方(出售)公司的股票有正的異常報酬，而買方公司的股票卻無顯著的異常報酬。

國內研究土地稅制變動對於股價影響的實證研究卻仍極為有限。林世銘、陳明進與蔡天俊(2000)探討民國 81 年行政院擬將土地增值稅改按「實際成交價格課徵」此一提案對市場股價是否有異常報酬的反應進行事件研究。研究結果顯示，在民國 81 年 9 月，當行政院院會通過「土地交易按實際價格課徵土地增值稅」草案時，負債比率較高的上市公司，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。而在民國 81 年 10 月，當土地交易按實價課稅政策不能實施導致當時財政部王建煊部長因此請辭時，土地佔資產比率較高的上市公司，其股票累積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較高之上市公司股票，可獲得正的異常報酬率。

上述的文獻探討顯示，當租稅法令改變時，市場對於企業預期未來稅負之現金流量的影響，將會反映在事件日公司的股價上，而產生異常之報酬。本文所欲研究的即是市場預期土地增值稅率減半政策演變之事件，對上市公司股價所可能造成之影響。由於上市公司普遍擁有土地，故此一新稅制實施之效益，應不僅限於某一特定產業，而且持有土地價值越高者，其預期現金流量之利益也將愈大。林世銘(2000)等探討土地增值稅以實際成交價格課徵時，公司所增加的租稅成本對公司股價產生的不利影響；而本文則進一步探討「土地增值稅減半」此一減輕公司租稅成本的有利消息，對公司股價是否會有正的異常報酬，以提供租稅政策影響企業評價之實證證據。

## 參、研究方法

本文探討「土地增值稅減半」事件之演變對上市公司股價之影響，並分析股價異常報酬與企業特性之關聯性。有關本研究事件日之選擇、資料來源、實證模型等說明如下：

### 一、事件日

有關土地增值稅減半政策形成的關鍵因素為經發會在民國 90 年 8 月所通過的多數意見，隨後行政院院會旋即通過土地稅法之修訂，落實此一減稅措施。本文蒐集相關事件日之主要媒體係根據中國時報、中時晚報及工商時報等所載之報導，內容摘錄如表 1。

表 1：新聞媒體對土地增值稅減半政策演變之報導摘錄

日期	當日媒體報導內容
90.8.3(週五)	經發會財金組召開第三次分組會議，全國商業總會名譽理事長王又曾提議土地增值稅減半兩年，以解決企業問題，並創造稅源。
90.8.15(週三)	經發會財金組會議以多數意見通過土地增值稅暫時性調降或停徵，在中央補助地方稅收損失的條件下減半徵收，期限為兩年。
90.8.16(週四)	政府高層官員表示政府內部對減半徵收土地增值稅看法只要有良好的配套措施，土增稅減半徵收兩年並非不可行。
90.8.24(週五)	經發會就有關「土地增值稅減半徵收兩年」一案在全體委員會經過非常冗長的討論後列為「多數意見」。
90.8.26(週日)	經發會達成將「土地增值稅減半徵收兩年」列為多數意見，陳總統在閉幕時要求行政部門認真思考土地增值稅減半徵收議題。
90.8.28(週二)	財政部完成土地增值稅減半徵收兩年的建議案提報行政院。
90.8.29(週三)	行政院院會通過土增稅減半徵收案，行政院長張俊雄指示財政部會同主計處積極與立院協調，儘快完成「土地稅法」、「平均地權條例」和「預算法」相關修法，並且前往拜會立法院長王金平及朝野黨團。會後王金平表示，原則上朝野黨團都會接受土增稅減半徵收兩年的措施，預計最快於九月底或十月初完成修法作業。
90.10.22(週一)	立法院財政委員會初審通過土地稅法第卅三條文修正草案，同意土地增值稅稅率減半徵收兩年。
90.10.31(週三)	立法院將於 11 月 1 日停會，國民黨要求土地增值稅減半兩年相關修法選後再談，今日確定無法完成土地稅法修正之法定程序。
90.11.19(週一)	行政院為解決逾放問題，宣佈將在立法院十二月三日復會後，加速推動開放外資、大陸中資來台買賣不動產，以及土地增值稅減半徵收兩年、金融資產證券化條例等立法工作。
91.1.17(週四)	立法院今日下午正式三讀修正通過土地增值稅減半徵收兩年相關法案，法人指出這項法案對於擁有大筆土地資產的「資產概念股」，可望帶來實質獲利。
91.1.30(週三)	總統公布土地稅法第三十三條修正條文。
91.2.1(週五)	土地稅法第三十三條修正條文生效。

## 二、實證假說

由於土地增值稅減半兩年政策實施可以增加出售土地之稅後現金流入，因此擁有土地佔資產總額比率較高的上市公司是此一政策之直接受惠者，本文預期在



此一政策演變期間，其股價應會反映此一利多消息。此外，上市公司往往以土地做為舉債之擔保品，由於土地增值稅減半政策之實施，現有的土地擔保品因未來出售時稅後淨所得增加，將減少公司違反債務契約限制及破產之風險，使公司價值因而增加，故本文也預期負債比率較高的上市公司，在此一政策演變期間，其股價也會有較大之上漲幅度。因此本文提出探討土地增值稅減半政策與其受惠公司企業特性關聯性之假說，如 H1a 及 H2a：

H1a：土地增值稅減半事件演變之訊息公布時，土地比率愈高之上市公司，其股票異常報酬率總額愈大。

H2a：土地增值稅減半事件演變之訊息公布時，負債比率愈高之上市公司，其股票異常報酬率總額愈大。

其次，本文也預期營建業及金融業是土地增值稅減半政策實施最直接受惠之產業。由於土地增值稅率過高，使不動產市場產生閉鎖效果，投資者資金裹足不前，造成營建業龐大的土地資本無法流通。土地增值稅減半，不僅可以增加營建業土地資產之價值，更可達到促進房市交易熱絡，增進營建業資本流通。此外，上市公司的土地擔保品價值因稅負減少而上漲，對於金融業的金融資產提高亦會有莫大之助益。因此本文提出探討土地增值稅減半政策與其受惠產業關聯性之假說，如 H3a 及 H4a：

H3a：土地增值稅減半事件演變之訊息公布時，營建業股票異常報酬率總額高於其他產業。

H4a：土地增值稅減半事件演變之訊息公布時，金融保險業股票異常報酬率總額高於其他產業。

### 三、實證模型及變數衡量

為探討土地增值稅減半政策演變對上市公司股票報酬率是否有異常報酬之現象，本文參考 Ali and Kallapur (2001)之研究方法，並採用一般化自我迴歸條件化異質性模式(*generalized autoregressive conditional heteroscedasticity*；GARCH

method)(註 2)，以 626 家樣本公司在檢定期間 147 個交易日(以  $t$  表示， $t=1, \dots, 147$ )之資料，進行本文 10 個事件日(以  $j$  表示， $j=1, \dots, 10$ )整體樣本公司的股票異常報酬率是否顯著大於零之檢定，若為本文的 10 個事件日之第  $j$  個事件日，則  $D_j$  值為 1，否則  $D_j$  值為 0(參考 Ali and Kallapur, 2001)。因此，估計式可以下式表達：

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t} + d_1 D_1 + d_2 D_2 + d_3 D_3 + d_4 D_4 + d_5 D_5 + d_6 D_6 + d_7 D_7 + d_8 D_8 + d_9 D_9 + d_{10} D_{10}$$

所以當第  $j$  個事件日時， $D_j$  值為 1，對上式取  $D_j$  之偏微分，可得到  $\frac{\partial R_{i,t}}{\partial D_j} = d_j$ ，所以

$d_j$  即表示樣本公司在第  $j$  事件日所產生的異常報酬。

以上的表達可再簡化如第(1)式：

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t} + \sum_{j=1}^{10} d_j D_j + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，下標號  $i$  代表第  $i$  家樣本公司， $t$  代表檢定期間的第  $t$  個交易日， $j$  代表本文 10 個新聞事件日。由於土地增值稅減半為經發會所形成之政策，該會係於民國 90 年下半年開始籌備，於同年 8 月開議，故本文以民國 90 年下半年度 7 月 1 日起至 91 年 1 月 31 日止，共 147 個交易日為檢定期間。 $R_{i,t}$  代表第  $i$  家上市公司第  $t$  日之股票報酬率， $R_{m,t}$  代表第  $t$  日之股票市場加權指數報酬率， $D_j$  為本文表 1 彙整之 10 個新聞事件日之虛擬變數( $j=1, \dots, 10$ )，若交易日為本文之第  $j$  個事件日，則  $D_j$  值為 1；否則， $D_j$  值為 0。 $\alpha_0$  與  $\alpha_1$  分別為該迴歸模型之截距與市場報酬迴歸係數。 $d_1, \dots, d_{10}$  為 10 個事件日整體樣本公司之異常報酬率迴歸係數。

在計算土地增值稅減半政策演變各事件日上市公司股票之異常報酬率

---

註 2：當時時間序列資料用於迴歸分析時，其誤差項與時間有相依關係並非獨立，即誤差項有序列相關或自我相關。若用一般最小平方方法(ordinary least-squares；OLS)估計參數將產生偏誤。此時應採用一般化自我迴歸條件化異質性模式(GARCH)估計參數。

(abnormal return; AR)時，本文係根據 Fama (1976)的市場模型計算異常報酬，先在事件發生之前，取一段期間(一般稱為估計期間)之歷史股價資料，估計市場模型中各變數之係數，再據以計算研究之事件若未發生時，各上市公司股票在事件發生期間(一般稱為檢定期間)之預期報酬率，然後再以事件期間之實際報酬率減去預期報酬率，而求得因該事件發生所產生之超額報酬，即本研究之異常報酬。本文以檢定期間之前半年度民國 90 年 1 月 1 日至 90 年 6 月 30 日，共 119 個交易日為估計期間，再依市場模型假設，估計個別公司之風險係數。

由於本文是探討土地增值稅減半徵收的同一事件，對所有上市公司股價的反應，因此同一段時間中各上市公司股票報酬變動可能彼此之間會互相影響 (Boehmer, Musumeci, and Poulsen ; 1991)，而產生 event-date clustering 的現象，以一般 OLS 估計可能低估股票異常報酬的變異數，將易於拒絕虛無假設(Collins and Dent ; 1984)，為了有效控制不同公司間之殘差項相關，故採用 SUR(Seemingly Unrelated Regressions)估計各樣本公司之風險係數(註 3)，如第(2)式：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \mu_{i,t} \quad (2)$$

其中，下標號  $i$  為樣本公司， $t$  表示估計期間之交易日。 $R_{i,t}$  為第  $i$  家公司第  $t$  日之股票報酬率(註 4)。 $R_{m,t}$  為第  $t$  日以發行量加權指數計算之股票市場報酬率(註 5)。 $\alpha_i$  為  $i$  公司在市場模型假設中股票報酬率之截距項。 $\beta_i$  為  $i$  公司在市場模型假設中，股票報酬率的風險係數。 $\mu_{i,t}$  為誤差項(註 6)。

在本研究中，因樣本中包含 626 家上市公司，所以  $i = 1, 2, \dots, 626$ ；共須估計

---

註 3：作者感謝評審人對此 SUR 估計方法之建議。

註 4： $R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$ ， $P_{i,t}$  與  $P_{i,t-1}$  為  $i$  公司股票在第  $t$  日與  $t-1$  日調整股票股利後之收盤價， $D_{i,t}$  為在  $t$  日之現金股利。

註 5：定義為  $R_{m,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$ ， $I$  代表股票市場發行量加權指數。

註 6：假設其平均數為零， $\mu_{i,t}$  與  $R_{m,t}$  獨立， $\mu_{i,t}$  與  $\mu_{i,t-1}$  ( $t \neq t-1$ ) 互相獨立且符合齊質性假設。

出 626 條第(2)式之迴歸方程式係數。假設迴歸方程式(2)中， $\alpha_i$  與  $\beta_i$  之估計值為  $a_i$  與  $b_i$ ，則在檢定期間 10 個事件日估計股票預期報酬率之誤差值為  $e_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} = R_{i,t} - (a_i + b_i R_{m,t})$ ，即為因事件發生所產生之異常報酬率(註 7)。

在檢定事件日上市公司股票異常報酬率是否顯著異於零時，本文計算各事件日所有上市公司標準化後股票異常報酬率之和，稱之為事件日之異常報酬率總額(即  $T\_AR_t = \sum_{i=1}^{626} SAR_{i,t}$ ， $t$  為事件日， $i$  為樣本公司 = 1, ..., 626)。而在進行土地增值稅減半事件股票異常報酬率之迴歸分析時，本文係計算每一家上市公司在 10 個事件日所有標準化後股票異常報酬率之和，稱之為累積異常報酬率(即  $C\_AR_i = \sum_{t=1}^{10} SAR_{i,t}$ ， $t$  為事件日 = 1, ..., 10， $i$  為樣本公司 = 1, ..., 626)，作為迴歸模式之應變數。

有關樣本公司標準化股票異常報酬率之計算，本文係延用 Brown and Warner (1985)及林世銘、陳明進與蔡天俊(2000)等之方法，將異常報酬率 AR 除上其變異數予以標準化，接著再以 t 統計量來檢定股票之異常報酬是否達統計上之顯著水準。計算過程如下：

(一) 首先計算各上市公司股票每一事件日之異常報酬率( $AR_{i,t}$ )：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (a_i + b_i R_{m,t})，i \text{ 為樣本公司，} t \text{ 為各事件日。}$$

(二) 將每一事件日之異常報酬率標準化 ( $SAR_{i,t}$ )：

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{S(AR_i)}，S(AR_i) = \sqrt{\frac{\sum (AR_{i,t} - \overline{AR}_{i,t})^2}{(N-1)}}，\overline{AR}_{i,t} = \frac{\sum AR_{i,t}}{N}，$$

$t$  為估計期間(民國 90 年 1 月 1 日至 6 月 30 日，共 119 個交易日)， $N$  為第  $i$  家樣本公司交易日數。

---

註 7：此一異常報酬係經過風險調整後的超出預期之超額報酬率。

(三) 將每一個事件日所有樣本公司標準化異常報酬率加總，即本研究之每一個事件日之異常報酬率總額  $T\_AR_t$ 。

(四) 計算各事件日異常報酬率總額之平均值  $\overline{T\_AR_t}$ ：

$$\overline{T\_AR_t} = \frac{T\_AR_t}{n}, \text{ t 爲各事件日, n 爲每一個事件日中的樣本數。}$$

(五) 根據本文對市場模型之假設，檢定各事件日異常報酬率總額平均值是否顯著，其 t 統計量如下：

$$t = \frac{\overline{T\_AR_t}}{\sqrt{n}}$$

最後，本文探討土地增值稅減半所產生股價異常報酬率與上市公司土地比率、負債比率及產業特性之關聯性時，所建立之多元迴歸模型，如第(3)式：

$$C\_AR_i = \beta_0 + \beta_1 LAND_i + \beta_2 DEBT_i + \beta_3 CONSTRUCT_i + \beta_4 BANK_i + \beta_5 SIZE_i + \delta_i \quad (3)$$

下標號 i 代表第 i 家樣本公司， $\beta_0, \dots, \beta_5$  分別爲該迴歸模型之截距項以及各項解釋變數之迴歸係數， $\delta$  爲誤差項。 $C\_AR_i$  爲第 i 家公司在 10 個事件日之累積異常報酬率。

LAND 爲公司持有土地比率，以土地帳面價值[含土地重估增值(註 8)及長期投資之土地]除以總資產帳面價值的比率衡量。若爲壽險及產險業之樣本，則土地成本尚包括不動產投資的土地成本及其重估增值。依據本文 H1a 之推論，上市公司土地佔總資產比率愈高的公司，直接受惠於土地增值稅減半政策之租稅利

---

註 8：只要土地之公告現值超過公司帳上之土地成本，即可辦理土地重估增值，不受一般固定資產須躉售物價指數上漲達 25% 方可辦理重估之限制。土地重估增值依公司法規定應列爲資本公積，不僅非屬公司之課稅所得，當公司利用資本公積撥充資本，發給股東無償配股之股票時，也不屬於股東之應稅所得。

益也愈大，故預期 LAND 和  $C\_AR_i$  間有正向之相關。

DEBT 為負債比率，以負債總額除以資產總額的比率衡量。會計實證研究中常以負債比率，代表企業接近違反債務契約限制(debt covenant restrictions)之程度/機率(註 9)，依據本文 H2a 之推論，上市公司負債比率高的公司，將可因土地增值稅減半政策而減少違反債務契約及破產之風險，故預期 DEBT 和  $C\_AR_i$  間有正向之相關。

再者，為了探討土地增值稅減半政策與其受惠產業間之關係，本文在迴歸模式中加入二個產業別之虛擬變數，CONSTRUCT 及 BANK 分別代表營建業與金融保險業之虛擬變數。依據本文 H3a 及 H4a 之推論，營建業與金融業受惠於土地增值稅減半措施的利益應高於其他產業，故預期 CONSTRUCT 及 BANK 之迴歸係數應為正值。

最後，為了控制不同公司規模的大小對股票異常報酬率之影響，本文也在迴歸模式中加入企業規模控制變數 SIZE，以資產總額取自然對數衡量。效率市場之實證研究中經常以企業規模作為控制不同規模公司對資訊宣告效果強度之差異，規模大的公司在新的資訊宣告前，就已經有較多的資訊量流通於市場，所以當市場正式宣告此一資訊時，所帶來股價的影響往往較規模小的公司為小 (Atiase, 1985; Seyhun, 1986; Freeman, 1987; Trahan and Bolster, 1995)。然而，土地增值稅減半實施期間僅有二年，實務上規模大的公司擁有較多的資源可從事租稅規劃，故相對於規模小的公司而言，規模大的公司在土地增值稅減半二年的期間內，可安排租稅規劃交易之機會也較多，故本研究並不預期公司規模對公司累積異常報酬率影響之方向。

#### 四、資料來源

---

註 9：如 Duke and Hunt (1990)和 Press and Weintrop (1990)實證結果均顯示，公司負債比率的高低，與其債務契約限制的程度具有顯著的關聯性。

本研究係以事件發生期間之全體 626 家上市公司為樣本。主要研究資料包括臺灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫上市公司民國 90 年 1 月 1 日至 91 年 1 月 31 日之股票日報酬率以及民國 90 年 6 月 30 日上市公司之財務報表等資料。表 2 列示樣本公司依產業別分類之家數。

表 2 樣本公司依產業別分類之家數(合計 626 家)

產業別	公司家數	產業別	公司家數
水泥	8	食品	26
塑膠	20	紡織	58
機電	33	電器電纜	16
化學	30	玻璃	7
造紙	7	鋼鐵	26
橡膠	9	汽車	4
電子	217	營建	39
運輸	17	觀光	6
金融保險	54	百貨及其他	49

## 肆、實證結果

### 一、敘述統計分析

表 3 列示樣本公司在有關土地增值稅減半的事件演變過程中，各事件日股票報酬率的平均值統計資料。本研究所有實證分析皆以事件日後(即消息見報後)的第一個交易日為分析來源。例如表 1 事件日民國 90 年 8 月 3 日(週五)，其見報日即為 8 月 6 日(星期一)；而事件日民國 90 年 8 月 24 日(週五)及 8 月 26 日(週日)，其見報日後第一個交易日則同為 8 月 27 日(週一)，故本文表 3 實證分析為 10 個事件日。本文的檢定期間(民國 90 年 7 月 1 日至 91 年 1 月 31 日)正值景氣低迷時期，股票市場為空頭期，但表 3 的資料顯示，在民國 90 年 8 月 15 日經發會財金組會議以多數意見通過土地增值稅減半徵收二年及 8 月 28 日財政部完成該項減稅的建議案提報行政院之消息發布後，股票市場仍有高達 2.8% 以上之正的報酬率。

表 3：樣本之敘述統計值(股票報酬率)，共 91097 個觀察值

事件日	當日媒體報導內容	平均值	極大值	極小值
90.8.03(週五)	經發會財金組召開第三次分組會議，全國商業總會名譽理事長王又曾提議土地增值稅減半兩年，以解決企業問題，並創造稅源。	-0.4814	6.99	-7.00
90.8.15(週三)	經發會財金組會議以多數意見通過土地增值稅暫時性調降或停徵，期限為兩年。	2.8012	7.00	-6.95
90.8.16(週四)	政府高層官員表示政府內部對減半徵收土地增值稅看法只要有良好的配套措施，土增稅減半徵收兩年並非不可行。	-0.0777	6.98	-7.00
90.8.24(週五)	經發會就有關「土地增值稅減半徵收兩年」一案在全體委員會經過非常冗長的討論後列為「多數意見」。	-2.6991	6.99	-7.00
90.8.28(週二)	財政部完成土地增值稅減半徵收兩年的建議案提報行政院。	2.8513	7.00	-6.87
90.8.29(週三)	行政院院會通過土增稅減半徵收一案，行政院長張俊雄指示財政部會同主計處積極與立院協調，儘快完成相關修法。	0.4876	7.00	-6.80
90.10.22(週一)	立法院財政委員會初審通過土地稅法第卅三條文修正草案，同意土地增值稅稅率減半徵收兩年。	-0.4536	6.96	-6.95
90.10.31(週三)	立法院將於 11 月 1 日停會，國民黨要求土地增值稅減半兩年相關修法選後再談，今日確定無法完成土地稅法修正之法定程序。	0.5982	7.00	-7.00
90.11.19(週一)	行政院為解決逾放問題，將在立法院十二月三日復會後，加速推動開放外資、大陸中資來台買賣不動產，以及土地增值稅減半徵收兩年、金融資產證券化條例等立法工作。	-0.7575	7.00	-7.00
91.1.17(週四)	立法院今日下午正式三讀修正通過土地增值稅減半徵收兩年相關法案，法人指出這項法案對於擁有大筆土地資產的「資產概念股」，可望帶來實質獲利。	0.6198	6.98	-7.00
91.1.30(週三)	總統公布土地稅法第三十三條修正條文。			



## 二、事件日迴歸分析

表 4 列示土地增值稅率減半政策演變期間，各事件日整體上市公司及營建業與金融保險業之進行迴歸模式檢定實證結果。表 4 的實證結果顯示，在大多數的事件日中，土地增值稅減半徵收二年的政策宣布對整體上市公司均產生顯著之股票異常報酬，顯示市場認同政府採取這項租稅減免政策對振興經濟之助挹，而在 8 月 24 日時，經發會全體委員會議時僅將該項決議列為多數意見而非共識時(註 10)，工商界人士咸表失望，故市場上對該項措施能否實施產生疑慮，因而有顯著的負異常報酬產生，也符合本文之預期。整體而言，營建業被認為是土地增值稅減稅受惠最大的對象，對於該項政策宣布利多的反映幅度也最大，故在多數的事件日中，營建業迴歸模式中事件日的迴歸係數值均大於整體上市公司及金融保險業迴歸模式之係數值，符合本文之預期。在營建業股助長拉盤之下，整體上市公司與金融保險業的表現也大致與營建業的股價走勢相似。顯示土地增值稅減半政策的實施，受惠對象並不僅限於營建業，由於土地價值提昇及金融資產品質提高的效益，也會擴及於整體上市公司及金融業，有益我國經濟景氣之振興。

---

註 10：當時陳水扁總統曾表示，經發會之共識政府無否決權，必須執行。但對於列為多數意見之決議其強制性即不如共識之決議。

表 4：各事件日整體上市公司及金融保險業與營建業之迴歸檢定實證結果

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t} + \sum_{j=1}^{10} d_j D_j + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

事件日 $D_j$	當日媒體報導內容	預期符號	全部樣本 N=626 $D_j$	金融保險業 N=54 $D_j$	營建業 N=39 $D_j$
90.08.03 (週五)	經發會財金組召開第三次分組會議，全國商業總會名譽理事長王又曾提議土地增值稅兩年，以解決企業問題，並創造稅源。	+	0.3443 (2.74)**	0.0268 (0.06)	1.1218 (1.68)
90.8.15 (週三)	經發會財金組會議以多數意見通過土地增值稅暫時性調降或停徵，期限為兩年。	+	1.4274 (15.44)**	2.8726 (9.06)**	3.9398 (9.75)**
90.8.16 (週四)	政府高層官員表示政府內部對減半徵收土地增值稅看法只要有良好的配套措施，土增稅減半徵收兩年並非不可行。	+	0.4507 (4.50)**	-0.5177 (-1.24)	1.6384 (5.17)**
90.8.24 (週五)	經發會就有關「土地增值稅減半徵收兩年」一案在全體委員會經過非常冗長的討論後列為「多數意見」。	- <sup>#</sup>	-0.9846 (-9.25)**	1.7398 (5.87)**	-2.0096 (-3.87)**
90.8.28 (週二)	財政部完成土地增值稅減半徵收兩年的建議案提報行政院。	+	0.4330 (4.87)**	3.3350 (14.94)**	3.0390 (4.43)**
90.8.29 (週三)	行政院院會通過土增稅減半徵收一案，行政院長張俊雄指示財政部會同主計處積極與立院協調，儘快完成「土地稅法」、「平均地權條例」和「預算法」相關修法，並且拜會立法院長王金平及朝野黨團。會後王金平表示，原則上朝野黨團都會接受土增稅減半徵收兩年的措施，預計最快於九月底或十月初完成修法作業。	+	0.5678 (5.59)**	1.3627 (6.61)**	1.9902 (4.51)**
90.10.22 (週一)	立法院財政委員會初審通過土地稅法第卅三條文修正草案，同意土地增值稅稅率減半徵收兩年。	+	0.0655 (0.52)	-0.6905 (-1.64)	1.2418 (2.71)**
90.10.31 (週三)	立法院將於 11 月 1 日停會，國民黨要求土地增值稅減半兩年相關修法選後再談，今日確定	- <sup>**</sup>	0.0729 (0.67)	-0.5127 (-1.32)	-0.2360 (-0.52)

	無法完成土地稅法修正之法定程序。				
90.11.19 (週一)	行政院為解決逾放問題，將在立法院十二月三日復會後，加速推動開放外資、大陸中資來台買賣不動產，以及土地增值稅減半徵收兩年、金融資產證券化條例等立法工作。	+	1.1930 (15.43)**	3.8972 (17.74)**	1.9819 (3.89)**
91.01.17 (週四)	立法院今日下午正式三讀修正通過土地增值稅減半徵收兩年相關法案，法人指出這項法案對於擁有大筆土地資產的「資產概念股」，可望帶來實質獲利。	+	0.3384 (2.47)*	0.8013 (1.85)	3.9754 (6.94)**
			Adj. $R^2$ 0.2360	Adj. $R^2$ 0.2007	Adj. $R^2$ 0.1852

說明 1：括弧內為 t 值

\* 顯著水準為 0.05

\*\*顯著水準為 0.01

- 2：<sup>#</sup>由於經發會採用共識的方式達成結論，因此「多數意見」對行政部門並無拘束力，且當時社會輿論對於工商界主張之減稅有負面之聲，所以本文預期經發會僅以「多數意見」通過土地增值稅減稅，對於推動該項政策實施應是一項負面之消息。
- 3：<sup>\*</sup>由於當日已確定土地增值稅減稅無法於當屆立法院會議完成修法，立法委員改選後，朝野立委席次變動及新任立委是否贊同土地增值稅減稅，均會增添該項修法通過之不確定性，因此本文預期是一項負面之消息。

### 三、排除營建業及金融業樣本之敏感性分析

為了瞭解土地增值稅減半二年政策對於營建業及金融保險業以外之上市公司是否有實質利多，本文將這二個產業之樣本排除後，再進行迴歸模式檢定。表 5 列示土地增值稅率減半事件演變，各事件日排除這二個產業的上市公司以及高負債比率與高土地比率公司之迴歸檢定實證結果。高負債比率及高土地比率之樣本公司是選擇這兩個比率最高的前 10% 之公司(排除金融保險業及營建業)，表 5 的實證結果仍然與表 4 相似，因此本文所發現市場對於土地增值稅減半政策利多反映之實證證據，並不僅限於營建業及金融業，整體上市公司均受惠於此一利多之消息。

表 5：各事件日非營建與金融保險業公司及高負債比率與高土地比率公司之迴歸檢定實證結果

事件日 $D_j$	當日媒體報導內容	預期符號	非營建及金融保險業公司 N=533 $D_j$	高負債比率公司 N=54 $D_j$	高土地比率公司 N=54 $D_j$
90.8.3 (週五)	經發會財金組召開第三次分組會議，全國商業總會名譽理事長王又曾提議土地增值稅兩年，以解決企業問題，並創造稅源。	+	0.2310 (1.64)	0.1076 (0.16)	0.1531 (0.36)
90.8.15 (週三)	經發會財金組會議以多數意見通過土地增值稅暫時性調降或停徵，期限為兩年。	+	1.3853 (12.80)**	2.6489 (4.15)**	3.4168 (6.37)**
90.8.16 (週四)	政府高層官員表示政府內部對減半徵收土地增值稅看法只要有良好的配套措施，土增稅減半徵收兩年並非不可行。	+	0.3801 (3.33)**	2.2881 (3.65)**	1.2727 (2.50)*
90.8.24 (週五)	經發會就有關「土地增值稅減半徵收兩年」一案在全體委員會經過非常冗長的討論後列為「多數意見」。	-	-0.8902 (-7.40)**	-1.5807 (-2.30)*	-0.8910 (-1.63)
90.8.28 (週二)	財政部完成土地增值稅減半徵收兩年的建議案提報行政院。	+	0.4693 (4.47)**	1.4164 (2.04)*	2.4997 (4.28)**
90.8.29 (週三)	行政院院會通過土增稅減半徵收一案，行政院長張俊雄指示財政部會同主計處積極與立院協調，儘快完成「土地稅法」、「平均地權條例」和「預算法」相關修法，並且拜會立法院長王金平及朝野黨團。會後王金平表示，原則上朝野黨團都會接受土增稅減半徵收兩年的措施，預計最快於九月底或十月初完成修法作業。	+	0.6888 (6.00)**	1.5144 (2.22)*	1.6315 (2.64)**
90.10.22 (週一)	立法院財政委員會初審通過土地稅法第卅三條文修正草案，同意土地增值稅稅率減半徵收兩年。	+	0.0041 (0.03)	0.7365 (1.06)	0.5586 (0.97)
90.10.31 (週三)	立法院將於 11 月 1 日停會，國民黨要求土地增值稅減半兩年相關修法選後再談，今日確定無法完成土地稅法修正	-	0.1070 (0.88)	0.1979 (0.32)	0.0662 (0.15)

	之法定程序。				
90.11.19 (週一)	行政院為解決逾放問題，將在立法院十二月三日復會後，加速推動開放外資、大陸中資來台買賣不動產，以及土地增值稅減半徵收兩年、金融資產證券化條例等立法工作。	+	1.2488 (13.89)**	1.3493 (2.14)*	1.9781 (4.03)**
91.1.17 (週四)	立法院今日下午正式三讀修正通過土地增值稅減半徵收兩年相關法案，法人指出這項法案對於擁有大筆土地資產的「資產概念股」，可望帶來實質獲利。	+	0.1075 (0.68)	1.5618 (2.04)*	1.0558 (1.91)
			Adj. $R^2$ 0.2352	Adj. $R^2$ 0.1338	Adj. $R^2$ 0.1751

說明：括弧內為 t 值

\* 顯著水準為 0.05

\*\*顯著水準為 0.01

#### 四、事件日股票異常報酬率總額平均值之 t 檢定

表 6 列示土地增值稅率減半事件日股票異常報酬率總額( $T\_AR_t$ )之平均值是否顯著異於零之檢定結果，由表 6 實證結果顯示，在土地增值稅減半徵收政策演變過程所釋出之利多消息，包括在經發會財金組會議中提議及通過、行政院院會通過，以及立法院三讀通過等事件日，整體股市皆出現顯著為正之股票異常報酬。尤其是營建業在 10 個事件日中有 9 個事件日的股票異常報酬皆達傳統 1% 之顯著水準。

表 6 土地增值稅率減半事件日股票異常報酬總額平均值之檢定結果

事件日 $D_j$	當日媒體報導內容	全部上市公司 股票異常報酬 總額平均值	金融保險業公 司股票異常報 酬總額平均值	營建業公司股 票異常報酬總 額平均值
90.8.3 (週五)	經發會財金組召開第三次分組會議，全國商業總會名譽理事長王又曾提議土地增值稅兩年，解決企業問題，還可以創造稅源。	0.2198 (5.91)**	0.0764 (0.64)	0.4389 (3.48)**
90.8.15 (週三)	經濟發展諮詢會議財金分組會議，獲多數意見通過，土地增值稅率減半徵收，期限為兩年。	0.5682 (11.92)**	1.0604 (6.99)**	1.3789 (13.71)**

90.8.16 (週四)	政府高層官員對減半徵收土地增值稅則看法只要有良好的配套措施，順利放寬政府舉債上限，土增稅減半徵收兩年並非不可行。	0.2124 (5.04)**	-0.2019 (-1.82)	0.7197 (4.10)**
90.8.24 (週五)	經發會就有關「土地增值稅減半徵收兩年」一案在全體委員會經過非常冗長的討論後列為「多數意見」。	-0.5064 (-11.11)**	0.5793 (4.11)**	-0.8359 (-6.13)**
90.8.28 (週二)	財政部完成四大建議案提報行政院。基於稅收損失的考量，目前以經發會中達成多數意見的減半徵收兩年案，機率最高。	0.0572 (1.09)	1.2700 (9.17)**	0.8606 (7.18)**
90.8.29 (週三)	行政院院會通過土增稅減半徵收一案，只適用於一般土地，並不適用於自用住宅。	0.2084 (4.28)**	0.5436 (2.63)**	0.6326 (3.89)**
90.10.22 (週一)	立法院財政委員會上午初審通過土地稅法第卅三條文修正草案，同意土地增值稅稅率減半徵收兩年。	-0.0105 (-0.28)	-0.3102 (-3.51)**	0.4769 (3.38)**
90.10.31 (週三)	立法院將於 11 月 1 日停會，政府及商業界積極推動的土地增值稅減半兩年相關修法，國民黨要求選後再談，因此土地稅法修正，今日確定無法完成法定程序。	-0.0361 (-0.98)	-0.3117 (-3.67)**	-0.1562 (-1.42)
90.11.19 (週一)	行政院為解決逾放問題，將在立法院十二月三日復會後，加速推動開放外資、大陸中資來台買賣不動產，以及土地增值稅減半徵收兩年、金融資產證券化條例等立法工作。	0.3816 (7.25)**	1.7445 (9.07)**	0.6690 (4.66)**
91.1.17 (週四)	立法院今日下午正式三讀修正通過土地增值稅減半徵兩年相關法案，法人指出，這項法案對於擁有大筆土地資產的「資產概念股」，可望帶來實質獲利。	0.0621 (1.41)	0.2478 (2.31)	1.2478 (10.94)**

說明 1：括弧內為 t 值

\* 顯著水準為 0.05

\*\*顯著水準為 0.01

2：本文亦採用一般 OLS 模式估計風險係數，進行各事件日異常報酬率之檢定，其實證結果並不影響表 6 之結論。

## 五、累積異常報酬率之迴歸實證結果

表 7 列示土地增值稅率減半事件演變累積異常報酬率迴歸模式之結果，實證結果顯示，土地比率(LAND)的迴歸係數為正向且達 1%之顯著水準，故支持本文 H1a 假說，即土地增值稅減半之訊息公布時，土地佔資產比率愈高之上市公司，由於受惠於此一政策之租稅利益愈大，故其股票累積異常報酬率愈高。負債比率(DEBT)迴歸係數為正向且達 5%顯著水準，支持 H2a 假說，即土地增值稅減半之訊息公布時，負債比率愈高之上市公司，其股票累積異常報酬率也愈高。因此綜合 H1a 與 H2a 之實證結果顯示，市場預期政府採行土地增值稅減半二年之措施，有助於土地資產價值之提高以及減少企業負債違約及破產之風險，故此項消息產生的股票異常報酬與上市公司的土地及負債比率有正向之相關。

其次，營建業及金融保險業別虛擬變數(CONSTRUCT 及 BANK)之迴歸係數均為正向且達 1%顯著水準，故支持本文 H3a 及 H4a 之假說，顯示市場預期土地增值稅減半之措施有助於增進營建業龐大土地資金之流通，以及提高金融保險業金融資產之品質，故這兩個產業的股票累積異常報酬率顯著地高於其他產業。

表 7 累積異常報酬率迴歸分析之實證結果

自變數	參數估計值	標準差	t 值	p 值
截距項 (INTERCEPT)	-2.0807	2.4265	-0.86	0.3915
土地比率(LAND)	7.2835	1.4147	5.15	0.0001
負債比率(DEBT)	2.7438	1.0650	2.58	0.0102
營建業(CONSTRUCT)	4.7312	0.8010	5.91	0.0001
金融保險業(BANK)	2.5604	0.8822	2.90	0.0038
公司規模(SIZE)	0.0472	0.1583	0.30	0.7656

說明 1：Adj.  $R^2 = 0.1404$

DEBT：負債總額/資產總額(90/6/30)

LAND：[土地成本+土地重估價值+長期投資(土地)+不動產成本(含重估價值)]/資產總額(90/6/30)

CONSTRUCT：若為營建業則為 1，其餘則為 0

BANK：若為金融保險業則為 1，其餘則為 0

SIZE：ln(資產總額)(90/6/30)

2：本文亦採用一般 OLS 模式估計迴歸係數，其實證結果並不影響表 7 之結論。

## 六、排除預期異常報酬率為負值事件日之敏感性分析

表 7 係對於土地增值稅減半政策演變期間十個事件日的累積異常報酬率進行迴歸模式分析，但事件演變過程包括二個對股市預期有負向異常報酬率之事件日，即民國 90 年 8 月 24 日（土地增值稅減半徵收兩年在經發會全體委員會僅被列為多數意見，使得企業界大感失望）以及民國 90 年 10 月 31 日（立法院將於 11 月 1 日停會，相關土地稅法修正確定無法於 10 月 31 日完成法定程序）。為減少這二個預期負值事件日對計算累積異常報酬率之干擾，本文乃將這二個事件日排除後，再進行表 7 累積異常報酬率之迴歸分析。實證結果仍顯示，有關檢定本文四個假說之變數，土地比率(LAND)、負債比率(DEBT)以及營建業(CONSTRUCT)與金融業(BANK)之虛擬變數等的迴歸係數仍為正向且皆達傳統之顯著水準 ( $Adj. R^2 = 0.1308$ )，故仍支持表 7 對本文四個假說檢定之結果。

## 伍、結論與建議

本文探討政府宣告土地增值稅率減半政策對股票市場影響及其受惠公司之產業特性。實證結果顯示，市場可能預期政府採取的土地增值稅減半措施將有助於刺激不動產活絡，所以在消息宣布時普遍均有顯著的股票異常報酬。而土地佔資產比率及負債比率較高的公司，受惠於此項減稅措施也愈大，因此有較高的股票異常報酬率。另外，就受惠於此項政策的產業而言，營建業由於龐大的土地資本增加流通機會，對於金融業金融資產品質提高有直接重大的助益，因此，這兩個產業也有較高的股票異常報酬率。這些發現的結果也提供了我國特有的土地增值稅制對於公司價值評價影響之實證證據。



我國自民國 80 年起全省逐步實施容積率管制，建商爲了搶先推案，造成龐大房屋之超額供給，而使房地產市場長期處於低迷，也影響其他產業之發展，因此政府也一直將振興房地產市場列爲重要之施政目標。而本文之實證證據也顯示，不動產所凍結龐大資金對於我國整體經濟發展確有重大之影響，而土地稅制也是影響不動產市場交易的一項重要因素。我國由於長期對土地增值課以高額的稅率，影響土地交易之活絡；而地價稅稅率則相對偏低的結果，使持有大筆土地者僅須負擔有限的租稅成本，除了影響地方財政之經常性財源不足外，也無法誘導地主開發土地利用之意願。

根據財政部民國 91 年全國賦稅收入統計資料顯示，由於景氣低迷，因此各項稅收也呈現衰退減少現象，惟獨土地增值稅收將近高達 478 億元，相較於民國 90 年成長了 13.1%，是唯一稅收大幅成長之稅目，更是土地增值稅自民國 87 年以來首度出現的正成長(註 11)。這項統計數字也顯示，政府實施土地增值稅減半徵收措施，如果能夠達到活絡房地產市場，不僅有益於釋出土地開發利用之價值，更不會造成財政收入的短少。民國 93 年 1 月份，在減半徵收實施期間屆滿前，爲趕搭節稅末班車，無論新購屋者、換屋者、房地產投資者或親屬間相互贈與等申報案件均激增。以台北市爲例，一月份實徵稅額達 25 億元，二月之後，土地增值稅減半徵收再次修法延長一年至民國 94 年 1 月 31 日，亦造成三月份全國土地增值稅收增加 80 億元，比民國 92 年同月增加 42 億元，增幅高達 112.4%(註 12)。由此可知，此項土地增值稅減半徵收措施確實可達到房地產市場熱絡的效果，但我國以往由於高度累進之土地增值稅率所引發之土地閉鎖效應問題，亟須有適切之變革，以建立符合我國土地規劃及經濟發展所需長期完善之土地稅制。由於目前之減半課稅並非永久減稅措施，各貸款銀行在評估土地抵押品價值時，實務上仍多以 40%、50% 及 60% 之累進稅率評估土地之稅後抵押價值。因此若能

---

註 11：參見中央通訊社民國 92 年 1 月 8 日台北電報導。

註 12：參見中央通訊社民國 93 年 4 月 8 日台北電報導。

將土地增值稅之稅率直接予以降低，才能減少抵押價值的不確定性，並促進土地交易之活絡，故本文建議土地增值稅稅率朝向永久性的稅率調降，將目前稅率 40%、50%及 60%調降為 20%、30%及 40%(註 13)。最後，本文所發現土地增值稅制對公司價值評價影響及其與公司產業特性關聯性之實證證據，亦可供政府作為釐訂稅制之參考。

## 參考文獻

- 王士麟 (1991)，「論土地公告現值與土地增值稅」，《中國稅務旬刊》，第 1414 期，7-9。
- 李禮仲、黃怡靜 (2001)，「調整土地增值稅之思維」，《中國稅務旬刊》，第 1791 期，11-16。
- 周亞杰 (1992)，「對『以實際價格課土地增值稅』之疑慮」，《中國稅務旬刊》第 1471 期，11-16。
- 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，1-18。
- 張清讚 (1992)，「對以實際價格課土地增值稅的迷思與期望」，《中國稅務旬刊》，第 1473 期，11-15。
- 賴崇慶 (2001)，「請速減半土地增值稅以補救財經」，《中國稅務旬刊》，第 1803 期，8-15。
- 謝宗貴 (2001)，「調降土地增值稅之迷失」，《中國稅務旬刊》，第 1791 期，17-20。
- 謝明瑞 (2001)，「土地增值稅減半徵收的探討」，《國家政策論壇》，第 1 卷第 8 期，27-40。
- 顏國裕(1990)，「運用租稅政策解決房地產價格高漲問題之分析」，《中國稅務旬刊》，第 1409 期，7-9。
- Ali, A. and S. Kallapur (2001), "Securities Price Consequences of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 and Related Events," *The Accounting Review*, Vol. 76, 431-460.
- Atiase, R. K. (1985), "Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcement," *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, 21-36.
- Biddle, G. C., and F. W. Lindahl (1982), "Stock Price Reactions to LIFO Adoption:

---

註 13：民國 91 年 12 月 31 日行政院財政改革委員會曾建議政府：將土地增值稅稅率調降為 20%、30%及 40%以作為減半課徵期間屆滿後之替代措施。行政院院會亦曾於民國 92 年 10 月 1 日通過該項稅率修正草案，並獲立法院財政委員會於民國 92 年 10 月 30 日審查通過。

- The Association between Excess Return and LIFO Tax Saving," *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, 551-588.
- Boehmer, E., J. Musumeci, and A. B. Poulsen (1991), "Event-Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 30, 253-272.
- Brown, S. J., and J. B. Warner (1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 3-31.
- Collins, D. W., and W. T. Dent (1984), "A Comparison of Alternative Testing Models Used in Capital Market Research," *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, 48-84.
- Duke, J. C., and H. G. Hunt III (1990), "An Empirical Examination of Debt Covenant Restrictions and Accounting-Related Debt Proxies," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, 45-63.
- Fama, E. (1976), *Foundations of Finance*, New York: Basic Books.
- Freeman, R. N. (1987), "The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, 195-228.
- Leftwich, R. (1981), "Evidence of the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.3, 3-36.
- Press, E. G., and J. B. Weintrop (1990), "Accounting-Based Constraints in Public and Private Debt Agreements: Their Association with Leverage and Impact on Accounting Choice," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, 63-95.
- 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, 67-100.
- Seyhun, H. N. (1986), "Insiders' Profits, Cost of Trading, and Market Efficiency," *Journal of Financial Economics*, Vol.16, 189-212.
- Shaw, W. H. (1988), "Measuring the Impact of the Safe Harbor Lease Law on Security Prices," *Journal of Accounting Research*, Vol.26, 60-81.
- Trahan, E. A., and P. J. Bolster (1995), "The Impact of Barron's Recommendations on Stock Price," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol.34, 3-16.