

大法官解釋對金融業股價及成交量之影響 —以釋字 693 號為例

簡銀瑩*

致理科技大學財務金融系

黃士洲

國立臺北商業大學財政稅務系

林世銘

國立臺灣大學會計學系

摘要

金融機構之證券交易課稅爭議，往往涉訟金額大，其勝敗對營運活動及財報數字皆產生重大影響，有時還須訴諸司法院大法官會議作成釋憲解釋。一旦釋憲解釋公布，纏訟多年的所有稅務爭議，乃至應付稅款所需的現金流量等同塵埃落定，影響應可觀。根據現金流量假說，當公司未來現金流量改變時，其市值亦會受到影響。本文透過現金流量假說，利用事件研究法探討2011年底司法院公布大法官釋字 693 號權證課稅解釋時，相關金融機構之股價及成交量是否產生異常波動。本研究之實證結果發現，釋字 693 號公布時，因發行權證而未預期現金流出的應補繳稅額愈高者，事件期間之累積異常報酬率下跌愈多，顯示股市投資人對於大法官解釋之反應，符合現金流量假說之預期，至於成交量則未有影響。

關鍵詞：大法官解釋、稅務訴訟、司法治理

* 現為致理科技大學財務金融系助理教授。通訊作者電子信箱：yinchien@mail.chihlee.edu.tw。
地址：新北市板橋區文化路 1 段 313 號。

收稿日：2013年5月
接受日：2018年7月

六審後接受

主審領域主編：李佳玲教授
DOI: 10.6552/JOAR.201807_(67).0004

Impact of Constitutional Interpretation No. 693 on Stock Price and Trading Volume of Financial Institutions

Yin-Ying Chien*

Department of Finance

Chihlee University of Technology

Shih-Chou Huang

Department of Public Finance and Tax Administration

National Taipei University of Business

Suming Lin

Department of Accounting

National Taiwan University

Abstract

The outcomes of tax litigation, especially in cases involving controversies over securities trading among financial institutions, usually have a critical impact on the operational activities and financial performance of litigants. The Constitutional Interpretation is the final resort for judicial controversies that might have lasted for years and thus plays a decisive role in the litigation process. From the perspective of cash flow hypothesis, a company's market value is affected by changes in future cash flows. The empirical results of this study reveal that during the event period when Constitutional Interpretation No. 693 was declared, a considerable decline of cumulative abnormal returns was observed along with high unexpected cash outflows on tax due, this is consistent with the cash flow hypothesis; however, no abnormal trading volume was observed.

Keywords: *Constitutional Interpretation, Tax litigation, Judicial governance*

* Corresponding author, email: yinchien@mail.chihlee.edu.tw. Address: No.313, Sec. 1, Wenhua Rd., Banqiao Dist., New Taipei City, Taiwan (R.O.C.)

Submitted May 2013

Accepted July 2018

After 6 rounds of review

Field Editor: Professor Lee, Chia-Ling

DOI: 10.6552/JOAR.201807_(67).0004

壹、研究背景及目的

金融機構歷來重大課稅爭議，多與有價證券交易有關，因涉訟稅款龐大，無論訴訟階段或終判結果，往往對今後營運活動暨財報數字，產生相當程度影響。涉及證券交易課稅爭議，司法院大法官會議也作成多號解釋，如證券交易應否免稅（大法官釋字第 565 號，簡稱釋字 565 號，以下同）、免稅資格（釋字 420 號）、應稅、免稅收入費用分攤（釋字 493 號）以及權證避險損益（釋字 693 號）等。然而，一旦釋憲解釋公布，纏訟多年的稅務爭議，乃至應付稅款所需的預期現金流量，等同終局確定，別無翻案機會。倘若個別釋憲案的勝敗攸關金融機構應否支付鉅額稅款，自會招來媒體與市場投資人持續關注，因此重要課稅爭議釋憲結果的公布是否引起涉訟金融機構股價以及成交量之異常變動，即值得研究。以下先簡述權證課稅爭議的事件背景。

證券商發行權證，依規定必須隨著標的有價證券市場波動情形，進行相對應的避險操作。由於避險行為具有證券交易的形式外觀，因此產生的證券交易損益，究竟應計入免稅所得，抑或應按交易的經濟實質計入應稅所得，乃引發課稅爭議。針對證券商為權證避險交易而買賣的避險工具之損益應該如何課稅，財政部發布解釋函令（財政部 1997 年 12 月 11 日臺財稅第 861922464 號函，下稱「財政部 1997 年函釋」）認為避險交易屬免稅的證券交易行為，避險所生損失不能自其他應稅收入中扣除。對於財政部 1997 年函釋內容，證券商咸認為有違成本收入配合、實質課稅等稅法規定與精神，除提起行政救濟及罷發權證進行抗爭之外，同時推動所得稅法第 24 條之 2 立法修正。2007 年 7 月 11 日修正公布所得稅法第 24 條之 2，容許將避險交易所生成本費用做為應稅收入之減項，惟成本費用併計上限不得超過權證發行收入，並溯及至 2007 年 1 月 1 日適用。至於 2006 年以前發行的權證，財政部表示不適用修法後第 24 條之 2。

對 2006 年以前權證案件的課稅爭議，最高行政法院統一判決見解，主張 2007 年修法之前尚未判決確定之案件，一律否定證券商得將避險成本做為應稅權證收入之減項。至於已確定案件要翻盤唯一管道，即是聲請大法官解釋，亦即若大法官解釋宣告財政部 1997 年函釋抵觸所得稅法或租稅法律主義，則證券商可據此聲請再審（行政訴訟法第 273 條第 2 項），推翻原本敗訴定讞的判決並退還已繳稅款。

司法院大法官做成第 693 號解釋之前，已有多位財務、法律學者針對權證避險損益應否併計應稅收入，提出各自看法。根據李存修(2004)之研究數據顯示，至 2004 年 7 月底到期之權證，全部權證發行收入累計已達 742.25 億元，如依財政部 1997 年函釋所計算的應納稅額即達 185.56 億元（ $742.25 \text{ 億元} \times 25\%$ ），但若將其他費用計入，則淨收益僅為 121.52 億元，反較應納稅額少

64.04 億元，換句話說，「發權證賺來的錢，還不夠拿來繳稅」。黃士洲(2011)據此認為，財政部函釋將使證券商發行權證應納稅額遠遠超過所可獲取的利得，違憲侵害私有財產。張永明(2010)亦認為該函釋對於發行權證之證券商而言，形同對其所得毛額課稅，而非就其淨所得課稅，牴觸量能課稅原則。與前述三位學者看法不同，曾巨威教授認為自 1997 年首次發行權證開始，財政部即以解釋令明確宣示課稅之相關規定，市場遊戲規則既已完全透明，從而損益風險也應自行負擔¹。陳明進教授則表示就租稅法律的形式，財政部認定權證避險成本必須適用所得稅法第 4 條之 1 而不能扣抵是合法的規定，但對證券商而言，權證避險成本不能扣抵的確是不公平、不合理的課稅(潘大可 2006)。

大法官於 2011 年 12 月 9 日公布釋字第 693 號。解釋理由認為所得稅法第 4 條之 1 既然特別針對證券交易所得，另設停徵所得稅的規定，因此認購(售)權證發行後衍生的證券交易所得，即不列入應稅所得課稅；相對地，與發行認購(售)權證後履約或避險交易有關的證券交易損失，也不可以自應稅所得減除。只有當所得稅法第 24 條之 2 (2007 年 7 月 11 日增訂) 施行之後，才可依法將認購(售)權證避險所生證券交易損益，併入應稅所得計算。所以，大法官認為財政部 1997 年函釋符合先前稅法規定與意旨。

從上述介紹即可瞭解多年纏訟權證課稅爭議始自 1997 年函釋，至 2011 年底大法官做成 693 號解釋，宣告財政部 1997 年函釋並未違憲。據報載資料顯示，券商須補繳之稅額合計達新台幣 150 億²，可見 693 號解釋公布立即左右鉅額稅款應否列帳、退稅抑或補稅，影響涉案證券商的現金流量。本研究利用事件研究法探討釋字 693 號公布前後，相關金融機構之股價、成交量是否因稅務救濟現金流量的預期，而有異常波動。在國內文獻上，本文是第一篇針對大法官會議解釋探討其對資本市場影響的實證文章，因為大法官解釋的效力及於所有涉案公司，因此釋字 693 號給予本研究一次難得的機會，能依照各相關金融機構的涉訟稅額多寡衡量其對於股價以及成交量的影響，此乃本文替會計文獻拓展新研究範圍之最主要的貢獻。此外，釋字 693 號係於 2011 年 12 月 9 日公布，適逢上市(櫃)公司每月營收公告期間，因此本文增加兩種統計模型，儘可能排除事件期間營收公告對股價、成交量變動之混淆效果。本文提出排除上述混淆效果之研究方法，為本文的研究貢獻之一。最後，參酌研究發現，本文提出修正大法官審理案件法，廢除「保密分案」制度、引入主筆大法官姓名等，以提升大法官審理案件品質之建議，盼能引起各方之討論與研議，因此，本文應亦具有司法實務上之參考價值。

¹ 參見新聞報導：「權證課稅回不回溯 學者：應考量大眾利益」，大紀元新聞網，2005 年 1 月 16 日。

² 參見新聞報導：「權證課稅未違憲券商須補繳 150 億稅」，自由時報，2011 年 12 月 10 日。

本文後續說明如下，第二部分為文獻回顧與假說建立，第三部分為研究方法與樣本，第四部分為研究模型與結果分析，第五部分則為結論與建議。

貳、文獻回顧與假說建立

一、文獻探討

重大訴訟過程或判決結果可能讓公司經營環境產生重大變化，例如侵犯專利權、勞資或公害糾紛，均衍生潛在的鉅額賠償疑慮；又如高昂的訴訟費用、因涉訟致無法取得較佳融資條件或商譽無形損失等，都會讓投資者卻步，如此一來市場自然會重新評估涉訟公司價值(Koku, Qureshi, and Akhigbe 2001; Raghu, Woo, Mohan, and Rao 2008; Bliss, Partnoy, and Furchtgott 2018)。為了進一步瞭解訴訟對公司在經濟層面上的影響，國內外已有不少研究利用訴訟宣告或判決公布時的市場反應檢視訴訟對公司股東財富的影響，亦即股價是否產生波動，惟探討司法訴訟結果對成交量影響的文獻相當有限，因此以下以異常報酬之角度為主。

Raghu et al. (2008)探討在資訊科技產業裡，一旦發生專利侵權訴訟，則該訴訟（包括訴訟宣告及判決宣告）對於原告及被告公司將產生何種影響。在訴訟宣告方面，該研究的實證結果發現原告公司將因專利侵權訴訟的提起而獲得顯著為正的異常報酬，反之被告公司則出現顯著為負的異常報酬。該研究認為這是因為訴訟的提起理應經過原告公司充分評估成本效益之後的決策，特別是專利侵權訴訟的成本雖高，惟一旦勝訴原告所獲得的經濟利益也鉅大所致。至於在判決宣告方面，當原告獲得勝訴時，則原告將產生顯著為正的累積異常報酬，而當原告敗訴時，其累積異常報酬則為負值，但並不顯著；至於被告則無論判決結果為何，其累積異常報酬均不顯著，該研究認為這或許是因為市場在訴訟宣告時即已充分評估過被告公司的訴訟成本所致。然而，Firth, Rui, and Wu (2011)利用中國上市公司的訴訟宣告資料，則發現無論是原告或被告公司，訴訟宣告均導致顯著為負的異常報酬，與 Raghu et al. (2008)之結果有異，特別的是，Firth et al. (2011)還發現當被告公司具有政治上的關聯時，如公司高層為資深官員的家族成員，抑或曾在政府部門工作，則被告公司面臨訴訟宣告時的異常報酬即不顯著。

而 Bhagat and Umesh (1997)在商標侵權訴訟的研究，則探討判決宣告對原（被）告的影響，與 Raghu et al. (2008)之結果不一致。該研究發現，當判決結果對原告有利時，被告將產生顯著為負的異常報酬，這是因為被告將因敗訴而被迫變更營業方式或向原告歸還過去已取得之經濟利益；惟即便被告獲得有利判決，亦不影響其異常報酬，這是因為被告並未因該紙判決結果而取得較訴訟開始前更佳的經營條件；反之，不論判決結果為何，均不影響原告的異常報酬，這是因為敗訴對原告頂多就是回復原狀，勝訴雖可讓原告取得未來經營時的優勢，但也讓其他競爭者意識到該商標權的價值，並因此增加

了原告未來被侵權並繼續涉訟的可能，而一正一反的力道更使判決結果的影響因此抵銷。

Huth and MacDonald (1989)利用反托拉斯訴訟(antitrust litigation)來探討地方法院及上訴法院判決結果對訴訟當事人的影響。其實證結果發現，獲得勝訴之當事人於判決公布日將有顯著為正的累積異常報酬，敗訴時於判決公布日雖未有顯著異常之報酬，惟在判決公布日後的第二天則會產生顯著為負的異常報酬，該研究認為此時市場的落後反應，是因為分析師亦需要時間蒐集資訊來判斷判決結果對公司影響所致。Huth and MacDonald (1989)亦針對 IBM(International Business Machines)與 Telex Corporation 之間的反托拉斯訴訟進行研究，發現當地方法院判決 IBM 敗訴時，與 IBM 身處相同產業的其他公司雖未涉及該訴訟，仍產生顯著為正的累積異常報酬；而當上訴法院變更原審判決結果，判決 IBM 勝訴時，與 IBM 身處相同產業的其他公司則產生顯著為負的累積異常報酬。該研究認為未涉訟的公司之所以會受到判決結果的影響，主要是市場力量重新分配(market power redistribution)所致，亦即當 IBM 因反托拉斯敗訴致市場佔有率減少時，其他公司反而可因此增加市佔率並提高未來的獲利能力，因此市場會給予其正面評價，反之亦然。此外，該研究亦發現無論是地方法院或上訴法院，勝訴判決對市場的影響均始自判決公布的前一天，這有可能是因為市場已提前預知判決結果，抑或判決結果可能在正式公開前已洩漏。

Karpoff and Lott (1993)則利用企業所涉及的詐欺訴訟事件，探討在事件發展的不同階段中，企業股東財富的變化。該研究將事件發展分為三個階段，第一階段為首次被媒體報導遭指控詐欺或接受調查，第二階段為遭對造提起訴訟時，第三階段則為雙方和解或判決宣告時。實證結果發現，除前兩個階段對股東財富有顯著負向影響，第三個階段影響則不顯著。該研究認為這有可能是市場早在判決或和解公布之前即已猜測到罰金或和解金額的多寡，在第三階段並未提供市場新資訊的情況下，股東財富因此不受影響。

張琬喻與陳建宗(2007)則以我國 1994 至 2004 年間有涉及訴訟案件之上市(櫃)公司為研究對象，探討訴訟事件之宣告(該研究係以媒體報導某公司即將對他公司採取法律行動為準)對原(被)告公司股東財富之影響。該研究結果發現訴訟宣告對被告公司之股價有顯著負面的影響，且市場在宣告前兩個交易日就已有相當劇烈的反應，不但顯示宣告日前消息就可能有洩漏嫌疑，更顯示訴訟宣告對台灣股票市場的投資人來說，是一個相當負面的消息，對被告公司聲譽亦為一項不小的打擊。惟訴訟宣告對原告公司則無顯著影響。此外，若依不同訴訟對造來區分，該研究亦發現被政府提告的訴訟案，被告公司的股東承受較大財富下跌的壓力，主要是因為政府向公司提告的訴訟案件往往受到媒體的較高關切，致使企業在聲譽上受到較大的損害。

前述有關訴訟事件宣告與判決宣告對原告與被告公司股價報酬之影響，多數文獻並未逐案檢視訴訟標的對涉訟公司的重要性以及對業務的影響程度（張琬喻與陳建宗 2007；Huth and MacDonald 1989；Karpoff and Lott 1993）。Raghu et al. (2008)雖利用專利權被引用的次數(number of citations)以及專利權年限(age of patents)來作為衡量不同專利權訴訟案件對涉訟公司之重要性，並發現當專利權對公司的重要性愈高時，市場對該訴訟的反應也愈大，惟不論是專利權被引用次數抑或專利權年限，都僅為衡量訴訟標的重要性的間接變數，並非衡量真正影響程度以及範圍之直接變數。本研究認為涉訟標的對於涉訟公司的重要性理應會影響市場對訴訟事件的關切程度以及反應，因此本研究在探討釋字 693 號之公布對相關金融機構股價及成交量之影響時，將以各相關金融機構所涉爭訟稅額，作為直接衡量釋字 693 號對個別金融機構重要性的依據。

二、假說推展

在探討釋字 693 號將對相關金融機構之股價造成何種影響時，本研究利用現金流量假說(cash flow hypothesis)之觀點，亦即釋字 693 號將造成公司未來現金流量改變，因此相關金融機構的市值亦會受影響。首先，根據 Biddle and Lindahl (1982)之研究發現，當公司將存貨計價之會計原則改採後進先出法(last-in, first out)之後，雖然會因此降低公司帳載盈餘，然而卻可節省未來所需支付之稅負，因此投資人會著眼於未來現金流量的增加，而給予顯著為正之異常報酬，亦即累積異常報酬將與未來的現金流量呈正相關。此外，根據 Fama, Fisher, Jensen, and Roll (1969)、Lakonishok and Lev (1987)、Hardin III, Liano, and Huang (2005)以及 Li, Sun, and Ong (2006)等人之研究發現，當公司進行股票分割(stock splits)或分配股票股利(stock dividends)時，市場通常會給予正面且顯著的異常報酬。惟無論公司股票分割抑或發放股票股利，雖然均只係增加公司流通在外股數的窗飾性改變(cosmetic change)，並未立即改變公司現金流量或帳載損益，但市場仍會給予正面評價的理由，係因投資人認為此舉代表公司未來現金流量可能會增加。

由上述文獻可知，投資人有可能會依據公司股票分割、股利宣告、會計原則變動等資訊而對未來現金流量之預期進行調整。有鑑於釋字 693 號之公布，涉訟金融機構即將全數繳清爭議稅款，勢將影響其未來現金流量，因此本研究採用現金流量假說觀點，來測試市場對於釋字 693 號之反應。而有關現金流量之衡量，Biddle and Lindahl (1982)係以改採後進先出法之公司預計所能節省的稅額，作為未來可能增加之現金流入衡量標準，因此本研究以釋字 693 號公布前之最新一季財報（2011 年第 3 季）附註揭露之「尚餘應補繳稅額」（日後應以現金繳納）為準，用以衡量個別金融機構未來現金流出之數額，此亦可視為釋字 693 號對個別金融機構影響重大性之標準，亦即當個別

金融機構未來現金流出之數額愈高，則釋字 693 號之解釋結果對其影響亦愈大。

惟並非所有涉及權證課稅爭議的金融機構均在財報中揭露「尚餘應補繳稅額」。經本研究詳讀各相關金融機構歷年度財報後，發現多數未揭露「尚餘應補繳稅額」之金融機構，無論是季報、半年報抑或年報，均僅在財報上簡單地敘明「有關權證課稅一事，目前正在進行行政救濟當中，惟本公司基於穩健原則，業就補徵稅款估列入帳」，不但未說明權證課稅行政救濟之進展狀況（例如係處於復查、訴願、行政訴訟一、二審哪一階段，抑或已有敗訴確定案件），讓一般財報閱讀者根本無從評估訴訟風險，更遑論去合理預估未來倘若敗訴確定時，補納稅款對公司現金流量乃至淨值的影響效果³。由於部分金融機構財報未提及「尚餘應補繳稅額」多寡，本研究乃查詢與各金融機構有關之高等行政法院及最高行政法院判決書，以截至釋字 693 號公布前之未確定判決書中所載權證課稅額合計數作為「尚餘應補繳稅額」之估計數⁴。

綜上所述，本研究認為釋字 693 號對相關金融機構的影響，將因「尚餘應補繳稅額」之多寡而異，「尚餘應補繳稅額」愈多之金融機構，釋字 693 號對其影響亦愈大，因此本研究提出第一個對立假說如下：

H1：大法官釋字 693 號之公布，對未預期現金流出的應補繳稅額愈高之金融機構而言，其股票異常報酬率將愈低。

此外，相關事件之宣告除可能對股價產生影響之外，亦有可能讓市場成交量發生變動。根據 Kim and Verrecchia (1991)針對資訊宣告對股市價量關係之影響所提出之模型， $Volume = \left(\frac{1}{2} \int r_i |s_i - s| di \right) |\tilde{P}_2 - \tilde{P}_1|$ ，其中 r_i 為個別投資人的風險接受度， s_i 為個別投資人評估資訊的精確度， s 則代表全體投資人的平均精確度， $P_2 - P_1$ 代表資訊宣告前後股價的變化。由該模型可知，當宣告的資訊所引起的股價變化愈大時，成交量亦會隨之放大，過去的文獻就發現，部分事件如股票股利、股票分割、營收公告或兩稅合一後除權除息等之宣告不但引起股價改變，成交量亦隨之變動（林世銘、陳國泰與張鼎聲 2003；Beaver 1968; Morse 1981; Lakonishok and Lev 1987），符合 Kim and Verrecchia (1991)

³ 茲舉財報中未揭露「尚餘應補繳稅額」之大華證券及統一證券 2011 年第 3 季財報說明為例，（一）大華證：本公司截至九十五年度止之營利事業所得稅結算申報案件，業經稅捐稽徵機關核定。其中八十八年度及九十一至九十五年度之核定補徵稅款 634,711 仟元，本公司對稅捐稽徵機關針對利息支出分攤計算處理方式及對認購權證所得等核定內容不服，已依法提起行政救濟，目前各案正在行政救濟程序中，惟本公司基於穩健原則，業就補徵稅款估列入帳。（二）統一證：本公司營利事業所得稅結算申報，經稅捐稽徵機關核定應補繳所得稅計 \$1,055,849 仟元，本公司對部份核定內容仍有不服，依法提起行政救濟。本公司基於穩健原則，業已就核定內容評估調整入帳。

⁴ 舉群益證為例，截至釋字 693 號公布前之未確定判決書包括最高 102 判 622 號、最高 101 判 719 號、最高 101 判 735 號、最高 101 判 524 號、最高 100 判 2235 號、北高 101 訴 129 號以及北高 101 訴 126 號，本研究估計尚餘應補繳權證課稅額合計數約為新台幣 15 億元。

模型之預期。如以本研究所提出之假說一來看，由於本研究預期釋字 693 號之公布將造成異常報酬率變動，則以 Kim and Verrecchia (1991)所提出之模型價量關係來看，釋字 693 號亦應會造成成交量之異常變動。本研究以個別股票之週轉率（成交量／流通在外股數×100）來衡量成交量，並以異常週轉率來衡量成交量之異常變動（詳公式 5），由此提出第二個對立假說如下：

H2：大法官釋字 693 號之公布，對未預期現金流出的應補繳稅額愈高之金融機構而言，其股票異常週轉率將愈高。

參、研究方法與樣本

本研究利用事件研究法來探討釋字 693 號之公布，是否引起相關金融機構股價（成交量）之異常變動，即是否產生異常報酬（異常週轉）。釋字 693 號的解釋結果雖僅對有發行權證之金融業者造成影響，惟受影響者均集中在金融業，本研究參考 Cheng and Leung (2008)之作法⁵，將未發行權證之其他金融機構（包括銀行、保險、證券及金控等公司）作為發行權證者之對照並列入樣本。本研究自台灣經濟新報資料庫(TEJ)所取得之我國全體上市（櫃）金融業者共 44 家，然而在本研究事件期間，適逢華南金控現金增資以及大慶證券正在進行合併案，為免現金增資、合併案之成敗干擾其異常報酬（異常週轉），本研究樣本排除華南金控及大慶證券。此外，在本研究估計期間及事件期間，分別有元大期貨、群益期貨以及合庫金控之觀察值出現遺漏值，因此亦予排除，最後本研究所使用之樣本共計 39 家金融業。

事件研究法的目的，在於調查某事件的發生或公布，是否對相關證券報酬（週轉率）有異常影響，因此必須先假設如果該事件沒有發生或公布，該證券的預期報酬（預期週轉率）為何，再以該事件發生或公布後，該證券之實際報酬（實際週轉率）減除預期報酬（預期週轉率），即所謂的異常報酬（異常週轉率），作為衡量該事件對相關證券報酬（週轉率）所造成的影響（沈中華與李建然 2000；顏信輝、張瑀珊與鄭力尹 2016；Beaver 1968; Morse 1981; Bamber 1987; Fang, Huang, and Wang 2017; Bliss et al. 2018）。本研究採用市場模式，以 t_{-160} 到 t_{-11} 共 150 天作為估計期間⁶，以普通最小平方法（Ordinary Least Square，簡稱 OLS）建立個別證券之迴歸模型如下：

⁵ Cheng and Leung (2008)係探討香港公司在年度盈餘及股利宣告之前是否會產生內線交易之行為，由於香港多數公司均以三月或十二月作為年度結束日，為免年度盈餘及股利宣告事件日集中的情形致所計算之異常報酬產生同時向上或向下之偏誤，該研究以市值及帳面市值比(book-to-market ratio)作為分類標準，將事件期間中未涉及年度盈餘及股利宣告，且市值及帳面市值比與宣告盈餘及股利之公司相近者為對照組，以用來探討事件期間宣告盈餘及股利公司之異常報酬是否顯著異於未宣告盈餘及股利者。

⁶ 參考沈中華與李建然（2000），採用事件研究法進行分析者，如果以日報酬率建立估計模式，估計期間通常設定為 100 天至 300 天之間；Bizjak and Coles (1995)以及 Bhagat and Umesh (1997)亦選擇 150 天作為估計期間來評估訴訟案件之影響，因此本研究選擇以 150 天作為日報酬率與日週轉率之估計期間。

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

$$V_{i,t} = \lambda_i + \eta_i V_{m,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (2)$$

其中(1)式裡， $R_{i,t}$ 及 $R_{m,t}$ 分別代表證券 i 及市場於第 t 日之連續複利報酬率（當證券 i 為上市（上櫃）時，市場報酬為上市（櫃檯）報酬指數）。而(2)式中 $V_{i,t}$ 及 $V_{m,t}$ 分別代表證券 i 及市場於第 t 日之週轉率（當證券 i 為上市（上櫃）時，市場週轉率為加權（櫃檯）指數）。

本研究以 t_0 及 t_1 這 2 天作為事件期間。司法院雖於 2011 年 12 月 9 日（星期五）公布釋字 693 號，惟係於股市收盤後公布，多數投資人於隔天始透過工商時報、經濟日報等媒體獲悉此事，因此本研究以釋字 693 號公布後的第一個交易日，亦即消息見報後的第一個交易日（2011 年 12 月 12 日，星期一）為事件日 t_0 。本研究利用(1)及(2)式估計而來的 $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ 、 $\hat{\lambda}_i$ 及 $\hat{\eta}_i$ 作為個別證券在事件期間之預期報酬（預期週轉率），因此事件期間個別證券之異常報酬率($AR_{i,t}$)、累積異常報酬率(CAR_i)、異常週轉率($AR_{i,t}$)以及累積異常週轉率(CAV_i)定義如下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - [\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}], t=0,1. \quad (3)$$

$$CAR_i = \sum_{t=0}^1 AR_{i,t}. \quad (4)$$

$$AV_{i,t} = V_{i,t} - [\hat{\lambda}_i + \hat{\eta}_i V_{m,t}], t=0,1. \quad (5)$$

$$CAV_i = \sum_{t=0}^1 AV_{i,t}. \quad (6)$$

此外，我國證券交易法第 36 條要求上市（上櫃）公司於每月十日前，需公告並申報上月份營運情形。釋字 693 號於 2011 年 12 月 9 日公布，適逢每月營收公告期間，而月營收公告已由許多研究發現具有相當的資訊內涵（簡雪芳 1998；劉毅馨與蔡彥卿 2006），為避免事件期間所計算之累積異常報酬率、累積異常週轉率受到月營收公告的影響，本研究參考劉毅馨與蔡彥卿 (2006) 衡量月營收資訊內涵之作法，以去年同期月營收變動率作為預期月營收變動率，並以今年月營收變動率超過去年同期者，作為未預期月營收變動之代理變數。未預期月營收變動率 $US_{i,k}$ 之計算如下⁷：

$$US_{i,k} = \frac{S_{i,k} - S_{i,k-1}}{|S_{i,k-1}|} - \frac{S_{i,k-12} - S_{i,k-13}}{|S_{i,k-13}|}. \quad (7)$$

⁷ 由於本研究之樣本皆為金融業，行業特性不同於一般公司，月營收偶有負值的情況出現（例如證券自營商，營業收入尚包括出售證券損益等），因此本研究雖參考劉毅馨與蔡彥卿 (2006) 衡量月營收資訊之作法，惟將分母取絕對值。

其中，

$US_{i,k}$ ： i 公司在第 k 期的異常月營收變動率， $k=-48,-47,\dots,0$ 。

$S_{i,k-j}$ ： i 公司在第 $k-j$ 期的實際月營收， $j=0, 1, 12, 13$ 。

除了以 $US_{i,0}$ 來控制月營收公告對累積異常報酬之影響外，本研究參考 Bamber (1987) 之作法，將 $US_{i,0}$ 取絕對值之後以 $|US_{i,0}|$ 來控制月營收公告對累積異常週轉率之影響，這是因為週轉率之變動涉及個別投資人預期之調整，不論調整方向為何，週轉率均會受到影響，因此改以 $|US_{i,0}|$ 控制。此外，本研究另計算調整後累積異常報酬率($adjCAR_i$)以及調整後累積異常週轉率($adjCAV_i$)來控制月營收公告對股價及成交量之影響。首先，本研究利用釋字 693 號公布之前 48 個月⁸ (2007 年 12 月～2011 年 11 月)，以每個月十日後的第一個交易日為事件日($t_{0,k}$, $K=-48, -47,$ 的第一個)，按月分別以 $t_{-160,k}$ 到 $t_{-11,k}$ 共 150 天為估計期間，並利用(1)到(6)式之方法計算 $t_{0,k}$ 到 $t_{1,k}$ 之異常報酬率($CAR_{i,t,k}$)、異常週轉率($AV_{i,t,k}$)、累積異常報酬率($CAR_{i,k}$)以及累積異常週轉率($CAV_{i,k}$)。接下來本研究以釋字 693 號公布之前 48 個月為估計期間，利用 OLS 建立個別證券以未預期月營收變動率 $US_{i,0}(|US_{i,k}|)$ 為自變數之迴歸模型如下：

$$CAR_{i,k} = \gamma_i + \delta_i US_{i,k} + \varepsilon_{i,k}, k = -48, -47, \dots, -1. \quad (8)$$

$$CAV_{i,k} = \varphi_i + \nu_i |US_{i,k}| + \varepsilon_{i,k}, k = -48, -47, \dots, -1. \quad (9)$$

本研究利用(8)、(9)式估計而來之 $\hat{\gamma}_i$ 、 $\hat{\delta}_i$ 、 $\hat{\varphi}_i$ 以及 $\hat{\nu}_i$ 作為個別證券於釋字 693 號公布時因月營收公告而於事件期間 (t_0 至 t_1) 所產生之累積預期報酬、累積預期週轉率，而累積異常報酬、累積異常週轉率分別減除與月營收公告有關之累積預期報酬、累積預期週轉率後，即為排除月營收公告影響之調整後累積異常報酬率($adjCAR_i$)、調整後累積異常週轉率($adjCAV_i$)：

$$adjCAR_i = CAR_i - (\hat{\gamma}_i + \hat{\delta}_i |US_{i,0}|). \quad (10)$$

$$adjCAV_i = CAV_i - (\hat{\varphi}_i + \hat{\nu}_i |US_{i,0}|). \quad (11)$$

本研究分別利用累積異常報酬率(CAR_i)、累積異常週轉率(CAV_i)、調整後累積異常報酬率($adjCAR_i$)以及調整後累積異常週轉率($adjCAV_i$)作為應變數，透過迴歸模型之橫剖面分析，以「未預期現金流出的應補繳稅額」佔市值之比率為自變數，同時控制個別金融機構之主要類別以及資產規模後，藉以瞭解我國股市的投資人是否會因大法官解釋之結果而重新評估公司股價抑或造成成交量之異常變動。

⁸ 本研究採 48 個月作為估計期間，希望體現長期月營收公告對股價、週轉率之影響，為求慎密，本研究另以釋字 693 號公布前之 36 個月及 24 個月作為評估月營收公告影響之估計期間，然而無論估計期間採用 48 個月、36 個月或 24 個月，均不影響本研究之發現。

肆、研究模型與結果分析

一、迴歸模型及變數定義

本研究分別以個別金融機構在事件期間之累積異常報酬、調整後累積異常報酬、累積異常週轉率以及調整後累積異常週轉率作為應變數，探討釋字 693 號對於相關金融機構之影響。多變量迴歸模型如下：

$$CAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 Tax_i + \sum_j \delta_j Ind_j + \alpha_2 Ln(TA_i) + \varepsilon_i. \quad (12)$$

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 Tax_i + \sum_j \phi_j Ind_j + \beta_2 US_{i,0} + \beta_3 Ln(TA_i) + \varepsilon_i. \quad (13)$$

$$adjCAR_i = \gamma_0 + \gamma_1 Tax_i + \sum_j \eta_j Ind_j + \gamma_2 Ln(TA_i) + \varepsilon_i. \quad (14)$$

$$CAV_i = \theta_0 + \theta_1 Tax_i + \theta_2 Ln(TA_i) + \sum_j \chi_j Ind_j + \varepsilon_i. \quad (15)$$

$$CAV_i = \sigma_0 + \sigma_1 Tax_i + \sigma_2 Ln(TA_i) + \sum_j \omega_j Ind_j + \sigma_3 |US_{i,0}| + \varepsilon_i. \quad (16)$$

$$adjCAV_i = \rho_0 + \rho_1 Tax_i + \rho_2 Ln(TA_i) + \sum_j \psi_j Ind_j + \varepsilon_i. \quad (17)$$

各變數定義如下：

- (1) CAR_i 、 CAV_i 、 $adjCAR_i$ 、 $adjCAV_i$ 分別為金融機構 i 於事件期間(0,1)之累積異常報酬率、累積異常週轉率、調整後累積異常報酬率及調整後累積異常週轉率(單位皆為%)。
- (2) Tax_i 為金融機構 i 於釋字 693 號公布時與權證課稅相關之「未預期現金流出的應補繳稅額」佔市值之比率，並以百分比表達如下：

$$Tax_i = \frac{\text{未預期現金流出的應補繳稅額}}{\text{上月平均收盤股價} \times \text{上月平均流通在外股數}} \times 100$$

根據稅捐稽徵法第 39 條第 2 項規定，納稅義務人欲提起訴願之前，應先就復查決定之應納稅額繳納半數，抑或經稽徵機關核准，提供相當之擔保。本研究經詢問數位會計師以及稅局專責官員後發現，大部分公司（尤其是上市櫃公司）在行政救濟當中，為避免太早現金流出，多將現金轉為定存單（少部分會利用股票或不動產）設定質押作為納稅擔保，所以真正造成現金流出的時點會落在判決最終確定之後，因此本研究係以釋字 693 號公布前之未確定案件權證課稅額合計數作為「未預期現金流出的應補繳稅額」之估計數。

惟有些發行權證之證券公司並未上市（櫃），例如日盛證券、兆豐證券，本研究認為投資人在評估釋字 693 號對個別金融機構之影響時，可能會透過其母公司（即日盛金、兆豐金等）反映在資本市場上，因此若發行權證之證券公司未上市（櫃），本研究於計算 Tax_i 時分母將改以其上市（櫃）母公司之上月平均收盤股價及上月平均流通在外股數為準⁹。

- (3) Ind_j 為金融機構 i 於台灣經濟新報資料庫(TEJ)之產業分類，一共有四類，分別為銀行業、保險業、證券期貨業以及金控業，因此有三個虛擬變數。 $j=2, 3, 4$ ，分別代表保險業、證券期貨業及金控業，並以銀行業做為比較基準。
- (4) $US_{i,0}$ 為金融機構 i 於 2011 年 12 月公布上月營收時，未被市場預期的營收變動率。 $|US_{i,0}|$ 則為 $US_{i,0}$ 取絕對值。
- (5) $Ln(TA_i)$ 為金融機構 i 於 2011 年 9 月之資產總額取自然對數。

模型(12)、(13)及(14)中，自變數 Tax_i 係用來驗證本研究之假說一，亦即當釋字 693 號之公布對相關金融機構股票報酬有影響時，自變數 Tax_i 之迴歸係數 $\alpha_1, \beta_1, \gamma_1$ 應為顯著負值。本研究模型(12)並未考慮月營收公告對累積異常報酬之影響，係用來作為模型(13)與(14)之對照。至於月營收公告對事件期間累積異常報酬之影響，本研究採用兩種方式來衡量，第一種方式為模型(13)，將釋字 693 號公布當月之月營收公告未被市場預期的部分 $US_{i,0}$ 直接作為迴歸模型之控制變數；第二種方式為模型(14)，係本研究的特殊處理，利用已排除月營收公告影響之調整後累積異常報酬 $adjCAR_i$ 作為應變數。本研究盼能藉由雙組模型的彼此輔助、交互檢證，更加提升實證結果之可靠性，並提供未來類似研究之參考。

至於在模型(15)、(16)及(17)中，自變數 Tax_i 係用來驗證假說二，亦即當釋字 693 號之公布對相關金融機構週轉率有影響時，則自變數 Tax_i 之迴歸係數 $\theta_1, \sigma_1, \rho_1$ 應顯著大於零。此外，模型(15)並未考慮月營收公告對累積異常週轉率之影響，而月營收公告對事件期間累積異常週轉率之影響，本研究亦採兩種方式來衡量，即模型(16)與(17)。

本研究之控制變數包括月營收公告未被市場預期的部分 $US_{i,0}$ 、 $|US_{i,0}|$ （模型 13、模型 16）、代表產業別的虛擬變數 Ind_j 以及用來衡量個別公司規模之變數 $Ln(TA_i)$ 。本研究認為當 $US_{i,0}$ 、 $|US_{i,0}|$ 愈大時，則股票之累積異常報酬、累積異常週轉率亦愈大，因此預期 $US_{i,0}$ 、 $|US_{i,0}|$ 於模型(13)、(16)之係數

⁹ 未上市櫃的證券公司多數由金控母公司百分之百持有，本研究認為未上市櫃證券子公司之現金流出，對百分之百持股之金控母公司而言，相當於金控自身之現金流出，因此自變數 Tax 以金控母公司的市值做分母，本研究即可在不同上市櫃之金控集團亦或金融機構間進行釋字 693 號影響程度之比較。唯一較特別的是上市公司元富證券，2011 年底時新光金控持有其 32.92% 股權，因此新光金控除直接受到新壽證券之權證課稅影響外，亦可能按其持股比例受到元富證券之間接影響，本研究曾額外測試另將該間接影響計入新光金控之 Tax ，惟並不影響本研究最後在股價或成交量方面所得到之結果。

應為正值(Bamber 1987)。此外，金融機構中有發行權證者為證券業者或隸屬於金控底下之證券業，為免樣本集中影響實證結果，本研究亦將其他未發行權證之金融機構，如銀行業、保險業作為樣本以為對照，而為控制不同金融產業別在事件期間中異常報酬(異常週轉率)之差異，因此在迴歸模型中加入虛擬變數 Ind_j ，但不預期方向。

至於在公司規模方面，Keim (1983)曾發現小公司的異常報酬顯著高於大公司，而這個現象更是好發於每年一月及十二月份，因此本研究以 $Ln(TA_i)$ 作為控制不同公司規模對股價影響(模型 12、13、14)之變數，並預期迴歸係數應為負值。此外，過去亦有不少文獻發現當公司規模愈小時，由於其所發布的訊息較少，關注的分析師人數亦較少，因此小公司相對於規模較大的公司而言，投資人與公司內部人之間所存在資訊不對稱的程度較高，亦即新資訊(可能為好消息或壞消息)公布時投資人所產生的預期落差會較大，成交量亦會較高(Bamber 1987；Betzer and Theissen 2009)。至於在模型(15)、(16)、(17)中，由於釋字 693 號預期僅對尚餘應補繳稅額之金融機構有影響，因此本研究將 $Ln(TA_i)$ 作為模型之控制變數，並不預期係數之方向。

二、結果分析

(一) 基本統計分析

表 1 列示迴歸模型中各變數之敘述性統計值。本研究所使用之樣本數為 39 筆，其中包括有發行權證者共 21 家金融機構，未發行權證者 18 家。而在有發行權證之 21 家金融機構當中，釋字 693 號公布時有與權證課稅相關之「尚餘應補繳稅額」因此對未來現金流量有影響者有 12 家，餘 9 家金融機構雖有發行權證，但其帳上並未有與權證課稅相關之「尚餘應補繳稅額」，本研究揣測可能原因包括(1)歷年度權證課稅爭議均已經最高行政法院判決確定，因權證所生之爭議稅額已依法繳納；(2)所涉權證課稅爭議金額較低，公司因此未提起爭訟，並自行繳納稅款；(3)公司之權證避險交易係產生「利得」而非損失，故置身於權證課稅爭議之外。因此最後在本研究之樣本中，作為對照組者有 27 家，有可能受到釋字 693 號影響之金融機構則有 12 家。

此外，釋字 693 號之解釋結果對個別證券商之重要程度將隨著「未預期現金流出的應補繳稅額」之多寡而異。為便於不同公司間的比較，本研究以其佔市值之百分比的方式來表達， Tax_i ，最大值為 6.29%，即投資人將因釋字 693 號之公布，預期未來現金流出致市值產生 6.29% 之減損。而在本研究之樣本當中，銀行業、保險業、證券期貨業以及金控業所佔比例分別為 25.64%、17.95%、23.08% 以及 33.33%，並以金控業所佔比例最高。

表 1 各變數之敘述性統計值

研究變數	平均值	標準差	中位數	最小值	最大值
Tax	0.5727	1.5185	0.0000	0.0000	6.2892
US	-0.0486	0.1995	-0.0161	-0.9558	0.3876
US	0.1019	0.1777	0.0262	0.0004	0.9558
Ind-保險業	0.1795	0.3888	0.0000	0.0000	1.0000
Ind-證券業	0.2308	0.4268	0.0000	0.0000	1.0000
Ind-金控業	0.3333	0.4776	0.0000	0.0000	1.0000
$\ln(TA)$	19.2250	1.9052	19.6579	15.3681	22.3359
$CAR(0,1)$	-1.4866	1.6417	-1.277	-7.4524	1.395
$adjCAR(0,1)$	-1.1242	1.6469	-1.004	-6.9589	1.9985
$CAV(0,1)$	0.1041	0.2892	0.0324	-0.2786	1.1555
$adjCAV(0,1)$	0.0447	0.2344	0.0243	-0.3122	0.7659
$CAR(-2,-1)$	-0.4818	2.1932	-0.7249	-4.9247	6.5007
$adjCAR(-2,-1)$	-0.6054	2.3189	-0.6763	-5.0601	6.6705
$CAV(-2,-1)$	0.0273	0.2029	0.0103	-0.2801	0.7199
$adjCAV(-2,-1)$	-0.0224	0.2114	0.0164	-0.4379	0.5395
$CAR(-2,1)$	-1.9684	3.1071	-1.9279	-12.3771	5.3879
$adjCAR(-2,1)$	-1.7296	3.185	-1.5684	-12.019	5.5393
$CAV(-2,1)$	0.1314	0.4721	0.0404	-0.5587	1.8337
$adjCAV(-2,1)$	0.0223	0.4051	-0.008	-0.7102	1.3054

註：a. 樣本數：39。

b. Tax 為個別金融機構之「未預期現金流出的應補繳稅額」佔市值之百分比（單位：%）。

c. 虛擬變數 Ind 的基準組為銀行業。

d. US 為公告上月未被市場預期的營收變動率，| US | 則為 US 取絕對值。

e. $\ln(TA)$ 為個別金融機構之資產總額（單位：千元）取自然對數。

f. 各項報酬率、週轉率之單位皆為%。

表 2a 及 2b 列示應變數與自變數間之相關係數。從表 2 可看出，任一迴歸自變數之間均不具有統計上之高度相關，因此迴歸分析應無線性重合的問題。惟表 2a 及 2b 當中，用來衡量釋字 693 號影響之自變數 Tax 與事件期間 (0,1) 之 CAR、adjCAR(CAV、adjCAV) 均未呈現顯著負相關（正相關）之關係，本研究認為這或許是因為在單變量的統計關係中，未能控制其他可能影響因素所致，以下進一步利用多變量迴歸分析，同時控制事件期間其他可能影響股價報酬或週轉率之變數，來探討釋字 693 號之公布對於相關金融機構股價及成交量之可能影響。

表 2a 模型(12)、(13)、(14)各變數之皮爾森相關係數

研究變數	<i>Tax</i>	<i>US</i>	<i>Ln(TA)</i>	<i>CAR(0,1)</i>	<i>adjCAR(0,1)</i>	<i>CAR(-2,-1)</i>	<i>adjCAR(-2,-1)</i>	<i>CAR(-2,1)</i>	<i>adjCAR(-2,1)</i>
<i>Tax</i>	1.0000								
<i>US</i>	0.1124 (0.4955)	1.0000							
<i>Ln(TA)</i>	-0.0781 (0.6365)	-0.1840 (0.2620)	1.0000						
<i>CAR(0,1)</i>	0.0416 (0.8015)	-0.0957 (0.5623)	-0.2389 (0.1431)	1.0000					
<i>adjCAR(0,1)</i>	0.0402 (0.8082)	-0.1628 (0.3220)	-0.1941 (0.2363)	0.9729 (0.0000)	1.0000				
<i>CAR(-2,-1)</i>	-0.3308 (0.0397)	0.1053 (0.5234)	0.1246 (0.4496)	0.2984 (0.0650)	0.2570 (0.1143)	1.0000			
<i>adjCAR(-2,-1)</i>	-0.2834 (0.0804)	0.1440 (0.3819)	0.1131 (0.4929)	0.3120 (0.0532)	0.2691 (0.0977)	0.9851 (0.0000)	1.0000		
<i>CAR(-2,1)</i>	-0.2115 (0.1961)	0.0238 (0.8857)	-0.0382 (0.8173)	0.7390 (0.0000)	0.6954 (0.0000)	0.8635 (0.0000)	0.8602 (0.0000)	1.0000	
<i>adjCAR(-2,1)</i>	-0.1856 (0.2581)	0.0206 (0.9008)	-0.0180 (0.9133)	0.7302 (0.0000)	0.7130 (0.0000)	0.8501 (0.0000)	0.8672 (0.0000)	0.9858 (0.0000)	1.0000

註：a.樣本數：39。

b.括弧內為檢定相關係數是否等於 0 之 *p* 值。

表 2b 模型(15)、(16)、(17)各變數之皮爾森相關係數

研究變數	Tax	US	Ln(TA)	CAV(0,1)	adjCAV(0,1)	CAV(-2,-1)	adjCAV(-2,-1)	CAV(-2,1)	adjCAV(-2,1)
Tax	1.0000								
US	-0.0902 (0.5849)	1.0000							
Ln(TA)	-0.0781 (0.6365)	0.0017 (0.9919)	1.0000						
CAV(0,1)	-0.1956 (0.2326)	-0.0666 (0.6869)	0.2295 (0.16)	1.0000					
adjCAV(0,1)	-0.1967 (0.23)	-0.0792 (0.6319)	0.0948 (0.5659)	0.9033 (0.0000)	1.0000				
CAV(-2,-1)	-0.033 (0.8418)	-0.1433 (0.3841)	0.3029 (0.0609)	0.8358 (0.0000)	0.7780 (0.0000)	1.0000			
adjCAV(-2,-1)	-0.1757 (0.2847)	-0.1794 (0.2744)	0.0506 (0.7595)	0.6003 (0.0001)	0.6510 (0.0000)	0.8274 (0.0000)	1.0000		
CAV(-2,1)	-0.134 (0.4159)	-0.1024 (0.535)	0.2707 (0.0955)	0.9718 (0.0000)	0.8877 (0.0000)	0.9417 (0.0000)	0.7233 (0.0000)	1.0000	
adjCAV(-2,1)	-0.2055 (0.2095)	-0.1394 (0.3972)	0.0813 (0.6228)	0.8358 (0.0000)	0.9182 (0.0000)	0.8818 (0.0000)	0.8984 (0.0000)	0.8909 (0.0000)	1.0000

註：a. 樣本數：39。

b. 括弧內為檢定相關係數是否等於 0 之 p 值。

(二) 迴歸分析

本研究事件期間($0 \leq t \leq 1$)之累積異常報酬迴歸結果列示在表 3a 的第一欄。從表 3a 第一欄顯示，不論有無控制月營收公告之影響（模型 12），抑或採用不同方式控制月營收公告（模型 13、模型 14），本研究所欲探討之主要變數 Tax ，係數分別為 -0.13、-0.113 及 -0.16，不但均為負值，模型 12 與模型 14 都達單尾 p 值 10% 的邊際顯著水準，顯示釋字 693 號公布後，對於「未預期現金流出的應補繳稅額」所佔比例愈高之金融機構，事件期間之累積異常報酬率愈低，支持本研究之假說一。

而在累積異常週轉率之迴歸結果方面，表 3b 顯示模型(15)、(16)及(17)之 $Adj-R^2$ 均為 0¹⁰，代表迴歸模型所採用之自變數對應變數沒有解釋能力，因此本研究未能發現支持假說二釋字 693 號能影響交易量之實證證據，本文以下僅就股價加以論述，而不再分析對成交量之影響¹¹。

此外，過去有不少文獻曾發現當公司有未公開的重大訊息時，例如盈餘宣告、現金增資、月營收公告以及併購宣告等，市場在消息公開前即已開始反應（劉毅馨與蔡彥卿 2006；Ball and Brown 1968；Keown and Pinkerton 1981；Karpoff and Lee 1991；Agarwal and Singh 2006；Cheng and Leung 2008）。另根據 Huth and MacDonald (1989)之研究，無論是地方法院抑或上訴法院之判決，其影響均始自判決公開前之一段時間，這是因為在判決結果出來前，通常會有不少專家、學者在雜誌、書報中進行探討並表達意見，因

¹⁰ 由於 $Adjusted R^2 = 1 - [(1 - R^2) \times \frac{n-1}{n-k}]$ ，其中 n 代表樣本數， k 則代表包含常數項在內的自變數個數，因此當樣本量少而 R^2 又不高時， $Adjusted R^2$ 便成為負值，為避免因此讓讀者產生不必要的困擾，Ivarsson, Andersen, Johnson, and Lindwall (2013)、Leach and Henson (2007) 等文獻均建議當出現負值時，應直接以零值代替，因此本研究將模型中 $Adjusted R^2$ 為負值者以零替換。

¹¹ 釋字 693 號未能對成交量造成影響，本研究猜測或許是釋字 693 號本身是一則很明確的訊息，關於 2006 年以前的權證課稅爭議從此畫下句點，且對現行權證課稅作法並無影響，因此其宣告並不會讓市場投資人的看法產生分歧，若以 Kim and Verrecchia (1991) 所提出之模型（詳假說二）來看， $Volume = (\frac{1}{2} \int r_i |s_i - s| di) |\tilde{P}_2 - \tilde{P}_1|$ ，由於 $S_i = S$ ，因此成交量未受影響。另一個能夠解釋為何表 3b 的異常週轉率模型(15)、(16)及(17)並未發現釋字 693 號對成交量產生影響的原因，可能係源自於「競爭效果」(competitive effect)。根據彭玉樹、林煜恩與楊宜蓁 (2015)，所謂競爭效果，係指當判決發布時，除了對當事公司有影響外，與當事公司身處同產業的其它公司在財富重分配的影響下，其股價會與當事公司有相反的走向。因此當釋字 693 號公布時，未發行權證之業者因為股價變動之故，其成交量亦因此而提高，由於本研究的樣本係由發行權證的金融業者與未發行權證的金融業者組成，均屬同一產業，因此在迴歸模型的比較當中難以突顯出成交量的異常變動，本研究乃於事件期間 ($-2 \leq t \leq 2$) 將所有樣本的異常週轉率(abnormal volume)逐日進行 T 檢定，發現僅在 $t=0, t=1$ 這兩天異常週轉率顯著大於零（單尾機率 p 值分別為 0.04 及 0.029），其餘事件日均不顯著。若再進一步將樣本按發行權證之有無區分為兩組，本研究發現無論 $t=0$ 或 $t=1$ ，有發行權證者之異常週轉率均未顯著異於零，反之未發行權證者之異常週轉率均顯著大於零（單尾機率 p 值分別為 0.07 及 0.034），顯示釋字 693 號對於發行權證業者的成交量雖無影響，然而從競爭效果的觀點，未發行權證業者的成交量確實有明顯增加，此可窺知釋字 693 號的實際影響效果，亦進一步解釋了表 3b 的異常週轉率模型(15)、(16)及(17)主要變數 Tax 係數為負數而與預期不符的原因。

此投資人在判決結果正式公布前即已猜測到可能的走向，並提前反應在市場上。而在釋字 693 號公布之前，權證課稅爭議已歷經六、七年，這段期間引起不少報章媒體關注、報導並追蹤訴訟結果，亦有不少學者、專家投書媒體表達看法，我國市場投資人很有可能如同 Huth and MacDonald (1989)之研究，早已透過相關資訊整理，在釋字 693 號公布前預測到權證課稅司法解釋結果並提前在市場反應，因此本文乃將事件期間提前兩天，分別透過($-2 \leq t \leq -1$)以及($-2 \leq t \leq 1$)觀察，並做為事件期間($0 \leq t \leq 1$)釋字 693 號對於證券市場股價實際影響之驗證。

從表 3a 第 2 欄所列示之事件期間($-2 \leq t \leq -1$)迴歸結果，不論有無控制月營收公告之影響（模型 12），抑或採用不同方式控制月營收公告（模型 13、模型 14），本研究所欲探討之主要變數 Tax，係數分別為 -0.571、-0.604 及 -0.516，不但均為負值，且達單尾 p 值 1% 顯著水準，進一步顯示釋字 693 號對相關金融機構之影響似乎在正式公布前即已開始；且事件期間($-2 \leq t \leq -1$)係數之絕對值，分別為事件期間($0 \leq t \leq 1$)係數絕對值之 4.392、5.345 及 3.225 倍，更顯示公布前釋字 693 號之影響力似乎更甚於公布之後。

本研究進一步合併事件前後之期間為($-2 \leq t \leq 1$)來進行迴歸分析，從表 3a 第 3 欄所列示之結果可看到，自變數 Tax 之係數分別為 -0.7、-0.717 及 -0.677，不但同樣為負值，亦達單尾 p 值 1% 顯著水準。本研究亦檢定事件期間($-2 \leq t \leq 1$)之累積異常報酬迴歸當中，自變數 Tax 之迴歸係數是否等於 -1，亦即當釋字 693 號解釋結果將造成相關金融機構市值產生 1% 減損時，事件期間($-2 \leq t \leq 1$)之股價報酬率是否因此有相對應 1% 之跌幅？係數檢定之結果，模型(12)、(13)及(14)之 t 檢定統計量分別為 1.549、1.378、1.663， p 值則分別為 0.131、0.178、0.106，均未達顯著水準，顯示當釋字 693 號造成相關金融機構市值減損 1% 時，檢定結果無法拒絕事件期間($-2 \leq t \leq 1$)股價報酬率出現 1% 跌幅之假說。

本研究亦延長事件期間，利用模型(12)~(17)進行其他事件期間($-6,-4$)、($-5,-3$)以及($2,5$)之迴歸分析¹²，作為前述事件期間($-2,1$)之對照，以瞭解主要變數 Tax 在事件期間($-2,1$)之影響力，於其他事件期間是否依然存在。然而無論事件期間為($-6,-4$)、($-5,-3$)抑或($2,5$)，模型(12)~(17)之主要變數 Tax 皆未達預期之顯著水準，不但顯示釋字 693 號於該段期間，對相關金融機構股價或成交量並未產生重大影響，更顯示主要變數 Tax 於事件期間($-2,1$)對於股價之顯著影響力有其特殊之處。

惟本文發現釋字 693 號之公布在事件期間($-2,1$)對相關金融機構股價產生影響，是否即代表市場可以預知釋字 693 號的公布時程及結果？事實上這也是大法官審理釋憲經常困擾聲請人的問題—難以預料聲請是否受理（錢建榮

¹² 限於篇幅，本研究對於其他事件期間之迴歸結果將僅以文字說明，不以表格列示。

2013）？以及到底何時會作成決定¹³？現行司法院大法官審理案件法並無規定釋憲案的處理期限，元大京華證券於 2007 年 3 月 28 日提出第一件權證課稅釋憲聲請書，至 2011 年 12 月 9 日公布釋字第 693 號為止，歷經近五年。釋憲案應否有處理期限？林子傑（2011）認為大法官解釋往往涉及重大社會爭議，需要「一段時間」磨合見解、產生結論，期限不宜定死；聯電榮譽董事長曹興誠則認為應重視裁判的「時效性」，「遲來的正義」稱不上「正義」（張國仁 2011）。

其次，最高法院已於 2012 年 4 月廢止施行長達 62 年的「保密分案」制度，外界得以知悉合議庭法官姓名，從而對合議庭與主辦法官形成正面壓力。反觀司法院大法官會議至今依舊「保密分案」，從不公布釋憲案的分組審查名單、也不公開聲請人之釋憲聲請書¹⁴，解釋文也不記載執筆最終釋憲文及理由的大法官姓名與贊成或反對的大法官人數與姓名，造成主導個案的大法官得以隱藏於多數意見之後，外人無從瞭解釋憲評議過程。

當公司財務表達越不透明、對少數股東權益的保障愈薄弱，則公司內部人與資本市場間資訊不對稱的情況也就愈嚴重，更容易發生利用未公開資訊從事內線交易(Betzer and Theissen 2009; Amiram, Owens and Rozenbaum 2016)。大法官解釋既是司法公文書，且攸關釋憲聲請人能否翻案退稅，為避免司法黃牛有機會，更為了維持司法公信力，在釋憲文未正式公布之前概屬依法不公開的機密¹⁵，則正式對外公布前，市場理應無從知悉。然而本研究透過事件期間($-2 \leq t \leq -1$)以及($-2 \leq t \leq 1$)之迴歸結果分析，在排除其他可能影響因素後，卻發現相關金融機構股價在釋字 693 號公布前即已開始產生異常報酬，雖可解釋為投資人自行透過相關資訊的整理及分析，提前預知釋字 693 號公布在即以及解釋結果，但這樣的提前預知在現行高度不透明、期間冗長的釋憲審理程序裡著實不易。

¹³ 除非是進行言詞辯論之釋憲聲請案（極少）須於言詞辯論終結後一個月內指定期日宣示之外，其餘案件並無明確的處理期限（吳信華 2012）。另根據司法院所提之大法官審理案件法修正草案，擬增訂相關規定，就案件受理與否及裁判主文意見評決情形，分設期限規定。

¹⁴ 參見：蔡志宏法官，「法官釋憲聲請書，為什麼不公開？」，自由時報，2014 年 1 月 27 日，<http://www.libertytimes.com.tw/2014/new/jan/27/today-republic4.htm>，最後點閱日：2014 年 2 月 16 日。

¹⁵ 政府資訊公開法第 18 條第 1 項規定，政府機關作成意思決定前，內部單位之擬稿或其他準備作業，屬依法保密事項。其次，法院組織法第 83 條及第 103 條規定裁判之評議（包括大法官評議），於裁判確定前均不公開。另行政程序法第 46 條與第 110 條分別規定，書面處分在沒有送達相對人或依法公告之前，也是屬於未生效而不予公開的文書。

表 3a 模型(12)、(13)、(14)累積異常報酬率之迴歸分析

	事件期間								
	0 ≤ t ≤ 1			-2 ≤ t ≤ -1			-2 ≤ t ≤ 1		
	CAR	CAR	adjCAR	CAR	CAR	adjCAR	CAR	CAR	adjCAR
	(模型 12)	(模型 13)	(模型 14)	(模型 12)	(模型 13)	(模型 14)	(模型 12)	(模型 13)	(模型 14)
常數項	7.946	8.280	8.079	0.543	-0.137	0.311	8.489	8.143	8.389
	(1.36)	(1.39)	(1.48)	(0.08)	(-0.02)	(0.04)	(0.73)	(0.67)	(0.71)
Tax	-0.130	-0.113	-0.160	-0.571	-0.604	-0.516	-0.700	-0.717	-0.677
	(-1.33)*	(-1.13)	(-1.65)*	(-3.29)***	(-3.25)***	(-2.81)***	(-3.62)***	(-3.50)***	(-3.48)***
Ind-保險業	-1.537	-1.588	-1.874	-1.059	-0.954	-0.758	-2.596	-2.543	-2.633
	(-1.12)	(-1.15)	(-1.49)	(-0.75)	(-0.65)	(-0.49)	(-0.98)	(-0.93)	(-0.99)
Ind-證券業	0.553	0.497	0.688	0.384	0.498	0.430	0.937	0.995	1.118
	(0.57)	(0.49)	(0.73)	(0.29)	(0.35)	(0.30)	(0.47)	(0.48)	(0.54)
Ind-金控業	1.472	1.405	1.555	0.716	0.852	0.897	2.188	2.257	2.453
	(2.48)**	(2.36)**	(2.84)***	(0.73)	(0.83)	(0.83)	(1.69)*	(1.69)*	(1.86)*
Ln(TA)	-0.505	-0.523	-0.492	-0.0435	-0.00671	-0.0459	-0.548	-0.529	-0.538
	(-1.71)**	(-1.74)**	(-1.80)**	(-0.12)	(-0.02)	(-0.12)	(-0.93)	(-0.87)	(-0.90)
US		-0.979			1.994			1.015	
		(-1.13)			(1.22)			(0.52)	
Adj-R ²	0.243	0.235	0.330	0.055	0.062	0.004	0.141	0.118	0.149
F 統計量	3.367	3.005	4.445	3.813	3.439	3.297	4.411	3.742	4.945
p 值	0.0145	0.0192	0.0033	0.0078	0.0098	0.016	0.0035	0.0062	0.0017
樣本數	39	39	39	39	39	39	39	39	39

註：a. * p<0.1，** p<0.05，*** p<0.01。

b. 括弧內所顯示者為 t 值。

c. Tax 為個別金融機構之「未預期現金流出的應補繳稅額」（單位：%）。

d. 虛擬變數 Ind 的基準組為銀行業。

e. US 為公告上月未被市場預期的營收變動率。

f. Ln(TA) 為個別金融機構之資產總額取自然對數。

表 3b 模型(15)、(16)、(17)累積異常週轉率之迴歸分析

	事件期間								
	$0 \leq t \leq 1$			$-2 \leq t \leq -1$			$-2 \leq t \leq 1$		
	CAV	CAV	$adjCAV$	CAV	CAV	$adjCAV$	CAV	CAV	$adjCAV$
(模型 15)	(模型 16)	(模型 17)	(模型 15)	(模型 16)	(模型 17)	(模型 15)	(模型 16)	(模型 17)	
常數項	-0.787 (-0.57)	-0.772 (-0.54)	-0.008 (-0.01)	-0.995 (-1.16)	-0.910 (-1.01)	-0.302 (-0.39)	-1.781 (-0.81)	-1.683 (-0.73)	-0.310 (-0.20)
Tax	-0.023 (-1.11)	-0.023 (-1.08)	-0.023 (-1.16)	-0.002 (-0.11)	-0.005 (-0.25)	-0.02 (-1.15)	-0.025 (-0.65)	-0.028 (-0.70)	-0.0421 (-1.20)
Ind-保險業	0.105 (0.34)	0.104 (0.33)	-0.057 (-0.31)	0.088 (0.52)	0.082 (0.46)	0.053 (0.40)	0.194 (0.41)	0.186 (0.38)	-0.004 (-0.01)
Ind-證券業	-0.0482 (-0.20)	-0.047 (-0.19)	-0.087 (-0.48)	0.054 (0.35)	0.062 (0.39)	-0.011 (-0.08)	0.006 (0.02)	0.016 (0.04)	-0.099 (-0.32)
Ind-金控業	-0.0755 (-0.58)	-0.071 (-0.49)	-0.071 (-0.62)	-0.040 (-0.46)	-0.013 (-0.13)	-0.053 (-0.57)	-0.116 (-0.55)	-0.084 (-0.35)	-0.123 (-0.65)
$Ln(TA)$	0.048 (0.70)	0.047 (0.66)	0.006 (0.14)	0.052 (1.22)	0.048 (1.07)	0.016 (0.40)	0.100 (0.91)	0.096 (0.83)	0.022 (0.28)
US		-0.024 (-0.09)			-0.138 (-0.65)			-0.162 (-0.34)	
Adj- R^2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
F 統計量	1.840	1.489	1.001	1.057	0.862	1.449	1.269	1.039	1.428
p 值	0.132	0.213	0.433	0.402	0.533	0.233	0.300	0.419	0.24
樣本數	39	39	39	39	39	39	39	39	39

註：a. * $p < 0.1$ ， ** $p < 0.05$ ， *** $p < 0.01$ 。

b. 括弧內所顯示者為 t 值。

c. Tax 為個別金融機構之「未預期現金流出的應補繳稅額」（單位：%）。

d. 虛擬變數 Ind 的基準組為銀行業。

e. US 為公告上月未被市場預期的營收變動率。

f. $Ln(TA)$ 為個別金融機構之資產總額取自然對數。

伍、結論與建議

本文利用事件研究法探討 2011 年底司法院公布釋字 693 號認定財政部 1997 年函釋並未違憲時，相關金融機構股價及成交量是否產生異常波動。實證結果發現當釋字 693 號公布時，與權證課稅相關之未預期現金流出的應補繳稅額佔市值比例愈高者，事件期間($0 \leq t \leq 1$)之股價跌幅愈多，符合現金流量假說之預期，成交量則無顯著變動，本文乃根據研究發現，提出建議如下。

稅捐稽徵法第 39 條規定，提起訴願之後，須就半數稅額提供納稅擔保（通常是以定存單質押），因此多數公司即便帳上已估列補徵稅款，但直到終審判決確定前，並未實際繳納，真正現金流出時點會落在判決最終確定之

後，而與公司估列入帳時點不同。根據本文之實證結果，我國股市會因公司稅務救濟現金流量的變動而重新調整市值，因此建議未來投資人在進行投資決策時，應同時考量被投資公司所涉及稅務救濟對現金流量之影響以及訴訟進度。

雖然稅務救濟的結果會對公司現金流量產生影響，然閱讀相關金融機構數年度財報後發現，多數涉訟金融機構僅敘明「有關權證課稅一事，目前正在行政救濟當中」，未說明行政救濟過程及階段（例如究竟處於復查、訴願、行政訴訟一、二審，抑或前幾年度已有敗訴確定案件），也未寫明實際補納或預先估列的稅款數字。本研究經過比對更發現不同訴訟事件的揭露程度與範圍確實存有明顯差異：以群益金鼎證 2011 年度財報為例，權證涉訟僅以 130 字描述 2004 至 2009 年度的核定稅額差異為 15.86 億元，已依法提起行政救濟，且基於保守原則已作適當估列等寥寥數語，至於各該年度案件涉訟稅額、行政救濟階段，乃至於實際估列、繳納的稅額，則付之闕如；對照其子公司營業員詐欺客戶損失事件，雖影響數額僅 4.14 億元且同樣已估列入帳，卻以 5 倍篇幅，說明各個民、刑事訴訟案件起訴、判決時間點及結果，以及實際支付的和解金與估列損失準備的數額。

有研究發現，當公司從事「侵略性稅務規劃」（aggressive tax planning，例如利用迂迴複雜的交易與投資架構以極小化稅捐負擔），將大幅影響公司透明度(Balakrishnan, Blouin, and Guay 2018)，而投資與持股架構等相關資訊揭露不足亦會惡化資訊透明的程度，Akamah, Hope, and Thomas (2018)即發現跨國公司經理人為了不被懷疑從事不當的租稅規避安排(tax-avoidance practices)，招致批評致影響公司聲譽，不願意充分揭露，至多是將境外投資細節隱匿在加總(aggregation)的概括數字下，亦即公司在不同的租稅考量之下，其財務報導方式亦會受到影響(Towery 2017)。對此雖各國逐漸落實揭露境外投資細節的移轉訂價「國別報告」(CbC Report)要求，但國際財務報導準則對此的揭露要求卻尚未同步。此外，國際財務報導準則解釋委員會(IFRS IC)已於 2017 年發布國際財務報導解釋第 23 號(IFRIC 23)釐清所得稅不確定性該如何認定及衡量(uncertainty over income tax treatments)，加以國際會計準則 IAS7「現金流量表」已要求來自所得稅之現金流量應單獨揭露，顯見稅務議題對財務報導透明度日趨關鍵。是故，本研究建議對於將重大影響公司現金流量之稅務爭議，財報編製者理應以適當篇幅揭露涉訟原因、訴訟階段與受裁判影響的財務數字，以符合財報準則所應具備的最低透明度要求，是將來研議財報準則修訂必須納入考量之重要事項。

本研究於事件期間($-2 \leq t \leq -1$)的迴歸結果，亦發現未預期現金流出的應補繳稅額比例愈高者，股價跌幅愈多之現象，然而市場是如何提前預知釋字 693 號公布在即，並預測到解釋結果呢？本研究認為，欲建立民眾對司法的信賴，除須個別司法官戮力奉公，審判流程更須符合公正、公平與公開的基本

要求，因此現行大法官審理案件法自有朝向更為透明、公開的興革必要。本研究建議立法院應儘速通過大法官審理案件法修正草案，除了應促進案件之迅速審理，並應改善現行大法官解釋案件程序、流程高度不透明的情況，例如，為提升大法官案件審理與否之品質，本研究主張應廢除「保密分案」制度，引入主筆大法官姓名與表決結果，輔以聲請人事後有權閱覽評議過程，一則讓所有大法官擅長法域與專業努力可以接受持續監督與公評，二則凸顯釋憲結果都是經過專業、理性辯論所獲致的結論，杜絕因黑箱作業而引發的不當聯想。

在研究限制方面，本研究用以衡量釋字 693 號可能影響之變數 Tax，因多數金融業並未於財報揭露「尚餘應補繳稅額」，所以本研究另從截至釋字 693 號公布前之未確定判決書中所載權證課稅額合計數作為「尚餘應補繳稅額」之估計數，但是無法排除個別金融業各別年度的課稅爭議可能還處於原核機關復查、財政部訴願階段，尚無判決書可供參考，以致「尚餘應補繳稅額」之估計數可能會略低於實際數字，惟個別金融機構在涉及權證課稅爭議之數個年度中僅少數年度有此情況，雖可能因此降低 Tax 作為衡量釋字 693 號之影響力，但影響程度應不足以影響本研究之主要發現。此外，本研究在分析異常成交量的影響因素時，本文採用之迴歸方程式並不具有解釋能力，這也可能是研究樣本僅有 39 筆而已所造成的研究限制¹⁶。而大法官解釋過程的不透明，缺乏階段性揭露（例如通知受理、通知陳述或預告公布解釋日期等），致使本研究無法進行多階段資訊揭露的探討與比較，亦是本文研究限制之一。最後，本文之研究發現在進行統計推論時僅限於是否有發行權證及其權證稅額高低不同之金融機構，而使本文有關的外部效度受到相當大之限縮¹⁷。

¹⁶ 本文參考評審委員之建議，試圖提升成交量模型之解釋力，以改善模型 15~17 中 $Adj-R^2$ 為 0 之情形，因此本文參考林世銘、陳國泰與張鼎聲(2003)的模型，於成交量模型 15~17 中分別加入代表公司獲利能力的變數-每股營業利益。根據林世銘、陳國泰與張鼎聲(2003)對於變數獲利能力的說明，當公司獲利能力愈高，投資人的獲利保障愈強，投資人愈不需要藉由除權(息)日前後的交易策略來牟取租稅上的利益，亦即獲利能力的高低是影響投資人是否對特定事件做出買賣成交決策的重要因素。考慮到釋字 693 號係於 2011 年 12 月 9 日公布，當時公開財務資訊僅限於第三季季報，因此新增的獲利能力變數均係以 2011 年 9 月底的數字為準。當成交量模型新增了每股營業利益作為額外的解釋變數，該模型並未改變本文主要變數 Tax 之方向及顯著性，但變數獲利能力之迴歸係數均為正值，且在事件期間($0 \leq t \leq 1$)的成交量模型 15、16 之 $Adj-R^2$ 分別為 0.032、0.004。

¹⁷ 本研究樣本雖僅 39 筆，然與一般利用小樣本去推論母體的研究容易受到微小影響(minuscule effects)可能導致錯誤推論的情況不同(Dyreng, Hoopes, and Wilde 2016)。本文研究標的為釋字 693 號，而釋字 693 號又僅對我國發行權證的金融業者產生影響，其時我國全體上市(櫃)金融業為 44 家，因此本文的 39 筆樣本實已佔受影響的母體達 88.64%，顯與一般小樣本研究有異。其次，本研究於異常報酬迴歸模型中(詳表 3a)雖得到統計上顯著的結果，然而就如一般迴歸模型，仍有可能受到型一錯誤的影響導致錯誤拒絕虛無假設，但是 Lin, Jr, and Shmueli (2013)以及 Chatfield (1995)指出，重點不在於差異是否顯著，而在於這些差異是否具有實務上的意義？無論差異是否顯著，當影響甚大的大法官解釋在程序不透明之下，解釋公布前後的訊息是否可能影響資本市場股價與成交量的變化，乃本研究使用有限的觀察值而盼能提供給各界參考的實證證據與實務意涵。

在未來研究方面，由於本文是國內第一篇針對大法官解釋所進行的實證研究，近年又屢屢有知名釋憲案件上媒體版面，無論受理與否或解釋結果對相關業者產生相當程度影響（例如併購商譽認列、液晶電視貨物稅爭議等），值得未來研究進一步以不同觀點、方法進行分析與論述，以充實相關文獻與理論。

參考文獻

- 吳信華，2012，第五講：釋憲案件的審理，月旦法學教室，第 120 期（10 月）：42-52。（Wu, Xin-Hua. 2012. Series 5: The proceedings of Constitutional Interpretation. *Taiwan Jurist* 120 (Oct): 42-52.)
- 李存修，2004，證券商發行認購權證之定價策略及各項相關成本分析研究報告，證券商同業公會委託研究計畫。(Li, Cun-Xiu. 2004. Research report on the pricing strategies and costs analyses of the issuance of warrants by securities dealers. Research project entrusted by Taiwan Securities Association.)
- 沈中華與李建然，2000，事件研究法：財務與會計實證研究必備，台北：華泰文化事業股份有限公司。(Chen, Zhong-Hua, and Li, Jian-Ran. 2000. *Event study: application in empirical research of accounting and finance.* Taipei: Hwa Tai Publishing.)
- 林子傑，2011，認識大法官解釋的第一本書，台北：五南圖書出版股份有限公司。(Lin, Zi-Jie. 2011. *A companion to Constitutional Interpretations in Taiwan.* Taipei: Wu-Nan cultural enterprise.)
- 林世銘、陳國泰與張鼎聲，2003，兩稅合一後除權除息之租稅規避行為，當代會計，第 4 卷第 2 期（11 月）：119-142。（Lin, Su-ming, Chen, Kuo-Tay, and Chang Dien-Sheng. 2003. Tax avoidance transactions during ex-dividend days under the imputation tax credit system. *Journal of Contemporary Accounting* 4 (Nov): 119-142.) (DOI: 10.6675/JCA.2003.4.2.01)
- 張永明，2010，國家租稅權之界限，台北：翰蘆圖書出版有限公司。(Zhang, Yong-Ming. 2010. *The boundary of the taxation power of a nation.* Taipei: Han-Lu Publishing.)
- 張琬喻與陳建宗，2007，公司訴訟案最初宣告對股東財富影響，科技管理學刊，第 12 卷第 4 期（12 月）：67-100。（Jang, Woan-Yuh, and Chen, Chien-Tzung. 2007. The effect of initial corporate lawsuit on shareholder wealth. *Journal of Technology Management* 12 (Dec): 67-100.) (DOI: 10.6378/JTM.200712.0067)

張國仁，2011，家賊難防，台北：商訊文化事業股份有限公司。(Chang, Kou-Reng. 2011. *Difficulties in preventing insiders*. Taipei: CTU publishing.)

潘大可，2006，權證課稅新內閣應拿出魄力解決，稅務旬刊，第 1960 期（3 月）：7-9。（Pan, Da-Ke, 2006. New cabinet should deal with the controversies over stock warrant taxation. *Tax Journal* 1960 (Mar): 7-9.

彭玉樹、林煜恩與楊宜蓁，2015，蔓延效果或競爭效果？以事件研究法探討專利侵權訴訟宣告之衝擊，中山管理評論，第 23 卷第 4 期（12 月）：1155-1178。（Peng, Yu-Shu, Lin, Yu-En, and Yang, Yi-Chen. 2015. Contagion or competitive effect? An event-study approach to uncover the impacts of patent infringement litigation announcement. *Sun Yat-Sen Management Review* 23 (Dec): 1155-1178.）(DOI: 10.6160/2015.12.06)

黃士洲，2011，實質課稅與納稅人權利保障，台北：翰蘆圖書出版有限公司。（Huang, Shih-Chou. 2011. *The principle of substance over form in taxation and protection of taxpayer rights*. Taipei: Han-Lu Publishing.）

劉毅馨與蔡彥卿，2006，月營收宣告期間私有資訊交易之探究，管理與系統，第 13 卷第 1 期（1 月）：47-76。（Liu, Yi-Hsin, and Tsai, Yann-Ching. 2006. The private information trading during monthly sales announcements. *Journal of Management & Systems* 13 (Jan): 47-76.）

蔡志宏，2014，法官釋憲聲請書，為什麼不公開？自由時報，搜尋網址：<http://talk.ltn.com.tw/article/paper/750233>，搜尋日期：2014 年 2 月 16 日。（Tsai, Zhi-Hong. 2014. *Why Application Letters for Constitutional Interpretations are not public?* Liberty Times. Available at: <http://talk.ltn.com.tw/article/paper/750233>. Accessed: February 16, 2014.）

錢建榮，2013，大法官還要逃避生命權與兩公約的挑戰多久？，台灣法學雜誌，第 218 期（2 月）：1-6。（Qian, Jian-Rong. 2013. How long are the grand justices to avoid the challenges of human rights conventions? *Taiwan Law Journal* 218 (Feb): 1-6.）

簡雪芳，1998，月營收公告資訊內涵之相關研究，台灣大學商學研究所未出版之博士論文。（Chien, Hsueh-Fang. 1998. The information content of monthly sales announcements. Ph.D. dissertation, National Taiwan University, Taiwan.）

顏信輝、張瑀珊與鄭力尹，2016，直接採用 IFRS 前後財務報表資訊內涵之比較，會計評論，第 62 期（1 月）：33-74。（Yen, Sin-Hui, Chang, Yu-Shan, and Cheng, Li-Yin. 2016. The information content of financial reports: the comparison of pre- and post IFRS adopted directly. *Journal of Accounting Review* 62 (Jan): 33-74.）(DOI: 10.6552/JOAR.2016.62.2)

- Agarwal, M., and H. Singh. 2006. Merger announcements and insider trading activity in India: an empirical investigation. *Investment Management and Financial Innovations* 3: 140-154.
- Akamah, H., O. K. Hope, and W. B. Thomas. 2018. Tax havens and disclosure aggregation. *Journal of International Business Studies* 49 (Jan): 49-69. (DOI: 10.1057/s41267-017-0084-x)
- Amiram, D., E. Owens, and O. Rozenbaum. 2016. Do information releases increase or decrease information asymmetry? New evidence from analyst forecast announcements. *Journal of Accounting and Economics* 62 (August): 121-138. (DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.06.001>)
- Balakrishnan, K., J. Blouin, and W. Guay. 2018. Tax aggressiveness and corporate transparency. *The Accounting Review In-Press* (April). (DOI: 10.2308/accr-52130)
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (Autumn): 159-178. (DOI: 10.2307/2490232)
- Bamber, L. S. 1987. Unexpected earnings, firm size, and trading volume around quarterly earnings announcements. *The Accounting Review* 62 (July): 510-532.
- Beaver, W. H. 1968. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 6: 67-92. (DOI: 10.2307/2490070)
- Betzer, A., and E. Theissen. 2009. Insider trading and corporate governance: The case of Germany. *European Financial Management* 15 (March): 402-429. (DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00422.x>)
- Bhagat, S., and U. N. Umesh. 1997. Do trademark infringement lawsuits affect brand value: A stock market perspective. *Journal of Market Focused Management* 2 (November): 127-148.
- Biddle, G. C., and F. W. Lindahl. 1982. Stock price reactions to LIFO adoptions: The association between excess returns and LIFO tax savings. *Journal of Accounting Research* 20 (Autumn): 551-588. (DOI: 10.2307/2490886)
- Bizjak, J. M., and J. L. Coles. 1995. The effect of private antitrust litigation on the stock-market valuation of the firm. *The American Economic Review* 85 (June): 436-461.
- Bliss, B. A., F. Partnoy, and M. Furchtgott. 2018. Information bundling and securities litigation. *Journal of Accounting and Economics* 65 (February): 61-84. (DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.11.013>)

- Chatfield, C. 1995. Problem solving: A statistician's guide, 2nd ed. Chapman & Hall/CRC.
- Cheng, L. T. W., and T. Y. Leung. 2008. Is there information content from insider trading activities preceding earnings and dividend announcements in Hong Kong? *Accounting and Finance* 48: 417-437. (DOI: 10.1111/j.1467-629X.2008.00258.x)
- Dyreng, S. D., J. L. Hoopes, and J. H. Wilde. 2016. Public pressure and corporate tax behavior. *Journal of Accounting Research* 54 (March): 147-185. (DOI: 10.1111/1475-679X.12101)
- Fang, V. W., A. H. Huang, and W. Wang. 2017. Imperfect accounting and reporting bias. *Journal of Accounting Research* 55 (September): 919-962. (DOI: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12170>)
- Fama, E. F., L. Fisher, M. C. Jensen, and R. Roll. 1969. The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10 (February): 1-21. (DOI: 10.2307/2525569)
- Firth, M., O. M. Rui, and W. Wu. 2011. The effects of political connections and state ownership on corporate litigation in China. *Journal of Law and Economics* 54 (August): 573-607. (DOI: 10.1086/659261)
- Hardin III, W. G., K. Liano, and G. C. Huang. 2005. REIT stock splits and market efficiency. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 30 (May): 297-315.
- Huth, W. L., and D. N. MacDonald. 1989. The impact of antitrust litigation on shareholder return. *The Journal of Industrial Economics* 37 (Jun.): 411-426. (DOI: 10.2307/2098376)
- Ivarsson, A., M. B. Andersen, U. Johnson, and M. Lindwall. 2013. To adjust or not adjust: Nonparametric effect sizes, confidence intervals, and real-world meaning. *Psychology of Sport and Exercise* 14 (January): 97-102. (DOI: 10.1016/j.psychsport.2012.07.007)
- Karpoff, J. M., and D. Lee. 1991. Insider trading before new issue announcements. *Financial Management* 20 (Spring): 18-26. (DOI: 10.2307/3666093)
- Karpoff, J. M., and J. R. Lott. 1993. The reputational penalty firms bear from committing criminal fraud. *Journal of Law & Economics* 36 (October): 757-802. (DOI: 10.1086/467297)

- Keim, D. B. 1983. Sized-related anomalies and stock return seasonality: Further empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 12 (June): 13-32. (DOI: 10.1016/0304-405X(83)90025-9)
- Keown, A. J., and J. M. Pinkerton. 1981. Merger announcements and insider trading activity: an empirical investigation. *The Journal of Finance* 36 (September): 855-869. (DOI: 10.1111/j.1540-6261.1981.tb04888.x)
- Kim, O., and R. E. Verrecchia. 1991. Trading volume and price reactions to public announcements. *Journal of Accounting Research* 29 (Autumn): 302-321. (DOI: 10.2307/2491051)
- Koku, P. S., A. A. Qureshi, and A. Akhigbe. 2001. The effects of news on initial corporate lawsuits. *Journal of Business Research* 53 (July): 49-55. (DOI: 10.1016/S0148-2963(00)00184-3)
- Lakonishok, J., and B. Lev. 1987. Stock splits and stock dividends: why, who and when. *The Journal of Finance*: 913-932. (DOI: 10.1111/j.1540-6261.1987.tb03919.x)
- Leach, L. F., and R. K. Henson. 2007. The use and impact of adjusted R² effects in published regression research. *Multiple Linear Regression Viewpoints* 33: 1-11.
- Li, Q., H. Sun, and S. E. Ong. 2006. REIT splits and dividend changes: Tests of signaling and information substitutability. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 33 (September): 127-150. (DOI: 10.1007/s11146-006-8945-2)
- Lin, M., H. C. L. Jr, and G. Shmueli. 2013. Research commentary-Too big to fail: Large samples and the p-value problem. *Information Systems Research* 24 (December): 906-917. (DOI: 10.1287/isre.2013.0480)
- Morse, D. 1981. Price and trading volume reaction surrounding earnings announcements: a closer examination. *Journal of Accounting Research* 19 (Autumn): 374-383. (DOI: 10.2307/2490871)
- Raghu, T. S., W. Woo, S. B. Mohan, and H. R. Rao. 2008. Market reaction to patent infringement litigations in the information technology industry. *Information Systems Frontiers* 10 (March): 61-75. (DOI: 10.1007/s10796-007-9036-5)
- Towery, E. M. 2017. Unintended consequences of linking tax return disclosures to financial reporting for income taxes: evidence from schedule UTP. *The Accounting Review* 92 (September): 201-226. (DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-51660>)

Impact of Constitutional Interpretation No. 693 on Stock Price and Trading Volume of Financial Institutions

1. INTRODUCTION

The outcomes of tax litigation, especially in cases involving controversies over securities trading among financial institutions, usually have a critical impact on the operational activities and financial performance of litigants. The Constitutional Interpretation is the final resort for judicial controversies that might have lasted for years, and thus plays a decisive role in the litigation process. From the perspective of the cash flow hypothesis, a company's market value is affected by changes in future cash flows. Therefore, we use an event study methodology to test whether the declaration of Constitutional Interpretation No. 693 leads to abnormal returns. Based on Kim and Verrecchia's finding (1991) that the trading volume is proportional to the absolute price change across traders, we also expect to find that the declaration of Constitutional Interpretation No. 693 generates abnormal trading volumes among related financial institutions.

2. RESEARCH DESIGN

This study uses the measures of CAR , $adjCAR$, CAV , and $adjCAV$ as dependent variables to evaluate the influence of Constitutional Interpretation No. 693 on all analyzed financial institutions during the event period. The multivariate regression models are expressed as follows:

$$CAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 Tax_i + \sum_j \delta_j Ind_j + \alpha_2 Ln(TA_i) + \varepsilon_i. \quad (12)$$

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 Tax_i + \sum_j \phi_j Ind_j + \beta_2 US_{i,0} + \beta_3 Ln(TA_i) + \varepsilon_i. \quad (13)$$

$$adjCAR_i = \gamma_0 + \gamma_1 Tax_i + \sum_j \eta_j Ind_j + \gamma_2 Ln(TA_i) + \varepsilon_i. \quad (14)$$

$$CAV_i = \theta_0 + \theta_1 Tax_i + \theta_2 Ln(TA_i) + \sum_j \chi_j Ind_j + \varepsilon_i. \quad (15)$$

$$CAV_i = \sigma_0 + \sigma_1 Tax_i + \sigma_2 Ln(TA_i) + \sum_j \omega_j Ind_j + \sigma_3 |US_{i,0}| + \varepsilon_i. \quad (16)$$

$$adjCAV_i = \rho_0 + \rho_1 Tax_i + \rho_2 Ln(TA_i) + \sum_j \psi_j Ind_j + \varepsilon_i. \quad (17)$$

The independent variable Tax_i is the proportion of unexpected cash outflows on tax due in the market value of each financial institution, and it is expressed in terms of a percentage as follows:

$$Tax_i = \frac{\text{Unexpected cash outflows on tax due}}{\text{Average closing price of last month} \times \text{Average outstanding shares of last month}} \times 100$$

The independent variable Tax_i in models (12), (13), and (14) is used to test the first hypothesis; i.e., coefficients α_1 , β_1 , γ_1 should be significantly negative if Constitutional Interpretation No. 693 influences the related financial institutions' stock returns. The independent variable Tax_i in models (15), (16), and (17) is used to test the second hypothesis; i.e., coefficients θ_1 , σ_1 , ρ_1 should be significantly positive if Constitutional Interpretation No. 693 influences the trading volume.

3. CONCLUSION AND CONTRIBUTIONS

The empirical results of this study reveal that during the event period when Constitutional Interpretation No. 693 was declared, a considerable decline of cumulative abnormal returns was observed along with high unexpected cash outflows on tax due—a finding consistent with the cash flow hypothesis; however, no abnormal volume was observed. Based on the empirical results, the following suggestions are provided:

First, previous studies reported that information asymmetry was likely to be mitigated through greater information transparency (Betzer and Theissen 2009; Amiram, Owens and Rozenbaum 2016). Therefore, if a company's financial report had disclosed more details concerning tax before the announcement of Interpretation No. 693, the abnormal returns, reported in this study, would no longer exist because of the resultant weaker information transfer. Thus, with the expectation of sufficient disclosure in financial report guidelines, if a company's cash flow is substantially influenced by tax, the preparer of the financial report shall disclose the causes, effects, stages, and numbers related to cash flow at appropriate length.

Second, the regression outcome for the event period ($-2 \leq t \leq -1$) revealed a considerable decline of cumulative abnormal returns along with high unexpected cash outflows on tax due. This empirical outcome was possible to raise suspicions regarding why some investors not only perceived the announcement date of Interpretation No. 693 but also successfully foresaw its verdict. Therefore, this

study suggests that the Legislative Yuan should amend the Constitutional Interpretation Act to facilitate quick trials and improve procedural transparency.

Regarding research limitations, since regressions on abnormal trading volumes had no significant explanatory power in this study, this might have resulted from the low sample size ($N = 39$). However, the present study is different considerably from other small-scale studies which could have sampled more observations from big populations. As a matter of fact, Constitutional Interpretation No. 693 merely affected financial institutions that issued stock warrants. During the event period, there were just 44 financial institutions listed in Taiwan. The fact that the 39 research observations represents 88.64% of the affected population distinguishes the present study from other small-scale studies.

This empirical study takes initiation to investigate the influence of constitutional interpretations on the capital market in Taiwan. Interpretation No. 693 provides a valuable opportunity for us to explore the relationship between the stock price and volume based on tax due in related institutions. Thanks to this event, this study contributes to accounting literature. Furthermore, because Interpretation No. 693 was announced on December 9, 2011, corresponding to the period of listed corporations' monthly announcement of operating sales for the preceding month, this study thus used two additional statistical models to eliminate possible confounding effects of the sales announcement. Therefore, our research methods might contribute to future research.

Regarding future research, several influential constitutional cases have involved controversial tax issues following the declaration of Interpretation No. 693. For example, the applications for and the results of constitutional interpretations for the tax arguments on goodwill amortization related to mergers and acquisitions and commodity taxes on flat television panels can serve as appropriate research cases.