

行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告 期末報告

兩稅合一制稅率調降對企業股權結構及資本結構之影響

計畫類別：個別型計畫
計畫編號：NSC 101-2410-H-004-070-
執行期間：101年08月01日至102年11月30日
執行單位：國立政治大學會計學系

計畫主持人：陳明進

計畫參與人員：碩士級-專任助理人員：陳緯新

報告附件：出席國際會議研究心得報告及發表論文

處理方式：

1. 公開資訊：本計畫涉及專利或其他智慧財產權，2年後可公開查詢
2. 「本研究」是否已有嚴重損及公共利益之發現：否
3. 「本報告」是否建議提供政府單位施政參考：否

中華民國 103 年 02 月 14 日

中文摘要：本研究探討我國於 2010 年調降營利事業所得稅稅率，對於企業股東結構及資本結構是否產生實質影響，以及其產生影響之決定因素。實證結果發現，在 2010 年調降營所稅稅率後，公司的有效稅率愈低者，其外資持股比例愈高。此外，本研究的實證結果也顯示，我國兩稅合一制下，公司負債/權益比率與邊際稅率無顯著之相關性，但外資持股比例高的公司，其負債/權益比率與邊際稅率則有正向之關係，而且在 2010 年調降公司稅稅率後，外資持股比例高的公司，其負債/權益比率之變動與公司邊際稅率之變動有顯著之正向關係。這些實證結果支持本文的推論，我國兩稅合一制下，企業所得稅率調降，股東實質稅負降低之受益者為外資股東，故上述之影響與基於外資股東身分之稅負利益變動有關。本研究之發現有助於釐清兩稅合一制下，租稅因素對於影響股東稅負誘因及企業資本結構之理論基礎，以及提供我國政府了解其租稅政策實質意涵之參考。

中文關鍵詞：兩稅合一、股權結構、資本結構、有效稅率、營利事業所得稅

英文摘要：This study examines the impacts of the corporate tax rate reduction in 2010 on corporate foreign shareholder ownership and capital structure for Taiwanese listed companies. The empirical results show that after corporate income tax rate reduction in 2010, companies with lower effective tax rates tend to have greater percentages of foreign shareholder ownership, *ceteris paribus*. The results also show that under Taiwanese imputation systems, corporate debt/equity ratios have no significant relations with marginal effective tax rates. However, companies with high percentages of foreign shareholder ownership show a positive relation between their debt/equity ratios and marginal effective tax rates, and the changes in debt/equity ratios are positively related to the changes in marginal effective tax rates after corporate income tax rate reduction in 2010. The results are consistent with our predictions that foreign shareholders are the major shareholders that benefit from the corporate tax rate reduction, and that the impacts of the tax rate reduction on corporate ownership structure and capital structure are related

to the changes in tax cost of foreign shareholders. This study contributes to constructing the theoretical relations between tax and corporate shareholder structure and capital structure under imputation system regimes. The findings of this study also help the government to evaluate the real impacts of corporate tax reduction policies under imputation systems.

英文關鍵詞： Imputation System, Ownership Structure, Capital Structure, Effective Tax Rate, Profit-Seeking Enterprise Income Tax

行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告

兩稅合一制稅率調降對企業股權結構及資本結構之影響

個別型計畫

計畫編號：NSC 101-2410-H-004-070

執行期間：101 年 8 月 1 日至 102 年 11 月 30 日

計畫主持人：陳明進教授

精簡成果報告

執行單位：政治大學會計系

處理方式：除產學合作研究計畫、提升產業技術及人才培育研究計畫、
列管計畫及下列情形者外，得立即公開查詢

涉及專利或其他智慧財產 一年 二年後可公開查詢

民國 103 年 2 月 10 日

兩稅合一制稅率調降對企業股權結構及資本結構之影響

摘要

本研究探討我國於 2010 年調降營利事業所得稅稅率，對於企業股東結構及資本結構是否產生實質影響，以及其產生影響之決定因素。實證結果發現，在 2010 年調降營所稅稅率後，公司的有效稅率愈低者，其外資持股比例愈高。此外，本研究的實證結果也顯示，我國兩稅合一制下，公司負債/權益比率與邊際稅率無顯著之相關性，但外資持股比例高的公司，其負債/權益比率與邊際稅率則有正向之關係，而且在 2010 年調降公司稅稅率後，外資持股比例高的公司，其負債/權益比率之變動與公司邊際稅率之變動有顯著之正向關係。這些實證結果支持本文的推論，我國兩稅合一制下，企業所得稅率調降，股東實質稅負降低之受益者為外資股東，故上述之影響與基於外資股東身分之稅負利益變動有關。本研究之發現有助於釐清兩稅合一制下，租稅因素對於影響股東稅負誘因及企業資本結構之理論基礎，以及提供我國政府了解其租稅政策實質意涵之參考。

關鍵字：兩稅合一、股權結構、資本結構、有效稅率、營利事業所得稅

The impacts of tax rate reductions on corporate ownership structure and capital structure: Evidence from an imputation system regime

Abstract

This study examines the impacts of the corporate tax rate reduction in 2010 on corporate foreign shareholder ownership and capital structure for Taiwanese listed companies. The empirical results show that after corporate income tax rate reduction in 2010, companies with lower effective tax rates tend to have greater percentages of foreign shareholder ownership, *ceteris paribus*. The results also show that under Taiwanese imputation systems, corporate debt/equity ratios have no significant relations with marginal effective tax rates. However, companies with high percentages of foreign shareholder ownership show a positive relation between their debt/equity ratios and marginal effective tax rates, and the changes in debt/equity ratios are positively related to the changes in marginal effective tax rates after corporate income tax rate reduction in 2010. The results are consistent with our predictions that foreign shareholders are the major shareholders that benefit from the corporate tax rate reduction, and that the impacts of the tax rate reduction on corporate ownership structure and capital structure are related to the changes in tax cost of foreign shareholders. This study contributes to constructing the theoretical relations between tax and corporate shareholder structure and capital structure under imputation system regimes. The findings of this study also help the government to evaluate the real impacts of corporate tax reduction policies under imputation systems.

Keywords: *Imputation System, Ownership Structure, Capital Structure, Effective Tax Rate, Profit-Seeking Enterprise Income Tax*

壹、緒論

一、研究動機及目的

我國自 1998 年起實施兩稅合一制起，營利事業所得稅稅率一直維持為 25%(所得額 10 萬元以上時)，直至 2010 年，始首次正式調降營利事業所得稅稅率至 17%。由於租稅成本是股東投資及公司籌資決策時考量的重要因素，因此，文獻上發現當稅負成本改變時，公司最適之股東結構及資本結構亦會隨之改變 (Dhaliwal et al. 1999; Allen et al. 2000; Miller and Modigliani 1963; DeAngelo and Masulis 1980; MacKIE-Mason 1990; Newberry 1998; Wald 1999; Omer and Terando 1999)，惟這些研究之理論基礎及實證發現多係基於兩稅獨立課稅之國家稅制及資料。

在我國兩稅合一制下，公司階段課徵之營利事業所得稅可供境內居住者個人股東扣抵其綜合所得稅，因此，考量公司階段稅率變動是否有實質租稅利益，尚須考量對股東最終稅負之影響。基於此一稅制之差異，我國於 2010 年調降營利事業所得稅率，是否對於公司最適之股東結構及資本結構決策有實質之影響，與國際上主要實施兩稅獨立課稅國家(如美國)現有文獻之理論基礎及實證發現，可能有所不同。國外文獻對於兩稅合一制影響之研究發現，加拿大、紐西蘭、澳洲等國家實施兩稅合一後，有助於企業降低負債權益比率(Schuman et al. 1996; Twite 2001)及提高股利發放率(Pattenden and Twite 2008)，且對於高股利發放率企業之市場價值亦有正面影響(Amoako-Adu et al. 1992; Prevost et al. 2002)。但是，上述文獻尚無探討兩稅合一制下，若降低公司階段所得稅稅率對於公司股東身分結構及資本結構，是否有實質差異之影響。

因此，本文探討我國於 2010 年調降營利事業所得稅稅率，對於企業股東結構及企業資本結構是否產生實質影響，以及其產生影響之決定因素。本文推論我

國兩稅合一制下，公司所得稅率調降，股東實質稅負降低之受益者主要應為外資股東，故上述因我國公司所得稅率降低所產生之影響，將會與基於外資股東身分之稅負變動考量有關。

具體而言，本文探討以下之研究問題：

1. 我國兩稅合一制下，營利事業所得稅稅率調降後，上市櫃公司之外資持股比率是否會提高？且其持股比率之高低與公司有效稅率是否有關？
2. 我國兩稅合一制下，上市櫃公司之舉債前有效稅率與其負債比率是否具有關聯性？而外資持股比率高者，其舉債前有效稅率與負債比率是否有正向之相關性？
3. 我國兩稅合一制下，營利事業所得稅稅率調降後，上市櫃公司之外資持股比率高者，其負債比率是否會降低？且其負債比率之降低與公司舉債前有效稅率降低是否有關？

二、重要研究發現

本研究的實證結果顯示，整體而言，我國於 2010 年降低公司稅稅率之租稅政策並未增加外資股東對我國整體上市櫃公司的持股比例。惟在 2010 年調降營所稅稅率後，公司的有效稅率愈低者，其外資持股比例愈高，顯示在租稅上，外資股東是我國兩稅合一制下降低公司所得稅稅率之實質受益者。此外，本研究的實證結果也顯示，我國兩稅合一制下，公司負債比率與邊際有效稅率無顯著之相關性，但外資持股比例高的公司，其負債比率與邊際有效稅率則有正向之關係，而且在我國 2010 年調降公司稅稅率後，外資持股比例高的公司，其負債比率之變動與公司邊際有效稅率之變動有顯著之正向關係。

三、研究重要性

1. 在學術研究上，公司稅負變動會引起公司最適之股東租稅顧客(tax clientele)及公司資本結構改變，但現有文獻之實證結果發現，多係基於公司所得稅與個人所得稅分別獨立課稅之國家資料，而我國實施兩稅合一制，公司階段所得稅與股東最終實質租稅負擔合一，故適用於分析兩者(公司租稅與股東租稅顧客及公司資本結構關係)效果之理論基礎可能有所不同。因此，本研究之發現對於現有相關文獻可延伸補充其理論基礎差異下所應有之實證預測。
2. 在租稅政策意涵上，我國於 2010 年降低營利事業所得稅稅率至 17%時，政府之政策說帖指出，”.....[稅率]調降至 17%，可使我國公司之所得稅稅率較中國大陸（25%）及韓國（22%）為低，亦與新加坡（17%）及香港（16.5%）相當，有效營造低稅負並具國際競爭力之租稅環境，將可帶動整體經濟及產業發展，.....” (賦稅署 2010.5.29.新聞稿)¹。基於我國兩稅合一制下公司階段租稅對股東實質稅負成本影響及意涵與兩稅獨立制之理論基礎可能不同，本文實證結果顯示，外資股東身分之租稅利益影響我國上市櫃公司之股東結構及資本結構，可供政府及租稅政策研究者參考，了解及評估調降我國公司所得稅稅率之實質經濟意涵。

¹ 資料來源：財政部網站訊息公告區，<http://www.mof.gov.tw/ct.asp?xItem=57638&ctNode=657> (閱覽日 2013/1/26)。

貳、文獻探討

一、兩稅合一制下降稅與股東租稅利益分析

我國自 1998 年起實施兩稅合一制，公司階段所繳納之營利事業所得稅，可於盈餘分配予境內個人股東時，成為股東可扣抵稅額抵稅，抵減股東個人綜合所得稅。因此，汪瑞芝與陳明進(2003)分析，1998 年兩稅合一實施後，我國境內個人股東營利所得之最高邊際稅率合計(公司階段加個人階段)，可由 55%降低至 40%。然而，外資股東²在我國兩稅合一制下，並不能享有股東可扣抵稅額抵稅之利益³，因此，我國實施兩稅合一制對於外資股東在我國境內來源之營利所得的稅負，幾乎無重大之實質影響。例如，汪瑞芝與陳明進(2003)分析，外資股東在實施兩稅合一前後，獲配我國來源股利所得的最高所得稅率合計分別為 40% 及 39.25% (詳表 1 計算)，其稅負差距僅約 0.75%。

² 即稅法所稱之境外居住者股東，為簡化表達，本文稱為外資股東。

³ 惟若屬於依據所得稅法第 66-9 條規定，對未分配盈餘加徵 10%營所稅之可扣抵稅額，則可供境外股東抵減其獲配股利之扣繳稅額。

表 1 兩稅合一制前後外資股東稅負分析

	兩稅合一前	兩稅合一後
公司階段課稅		
稅前盈餘	\$1.00	\$1.00
營利事業所得稅(稅率 25%)	(0.25)	(0.25)
稅後盈餘	0.75	0.75
加徵 10%營利事業所得稅	(0.00)	(0.075)
可分配盈餘	0.75	0.675
股東可扣抵稅額 ⁴	0.00	0.0675
股東階段課稅		
股利所得	0.75	0.675
扣繳所得稅(稅率 20%)	(0.15)	(0.135)
減：股東可扣抵稅額	0.00	0.0675
股東應扣繳稅款	(0.15)	(0.0675)
僑外股東淨所得	0.60	0.6075
公司階段與股東階段稅負合計	0.40	0.3925

資料來源：汪瑞芝、陳明進(2003)，P.174。

註：本釋例假設公司當年度盈餘被加徵 10%未分配盈餘稅負後才分配股利，若未加徵 10%未分配盈餘稅負，則兩稅合一前後，外資股東之實質稅率合計均為 40%。

當股票市場存在不同邊際稅率之投資人，且股利所得與資本利得課稅之稅率不同時，公司的股利政策會吸引最適之投資人購買公司股票，而形成公司股東股權的租稅顧客效果(tax clientele)。例如，股利所得負擔的稅負通常較資本利得為高，故高股利發放的股票所被要求的稅前報酬率將較低股利發放的股票為高，以補償股東獲配股利所須繳納稅負之差異。Bajaj and Vijh (1990)及 Denis et al. (1994)之實證研究結果亦發現高股利發放的股票較低股利發放的股票，在股利宣告日時有較高的股票報酬率。此外，Dhaliwal et al. (1999)及 Allen et al. (2000)之研究結果亦發現，當採取不發放股利之公司改變其股利發放政策，開始發放股利時，由於機構投資者(institutional investors)相對於個人投資者(individual investors)有較

⁴ 外資股東獲配股利總額所含稅額，屬依所得稅法第 66-9 條規定加徵 10%營利事業所得稅部分之稅額者，得抵繳該股利淨額之應扣繳稅額。

低的股利稅負⁵，公司的股權結構中機構投資者之比率會增加，支持股利稅負所引發的租稅顧客效果。

以上因租稅顧客效果所引起公司股權結構改變之研究，多係以兩稅獨立課稅之國家(如美國)稅制為背景。在我國實施兩稅合一制下，由於境內個人股東可獲得可扣抵稅額之租稅利益，因此較外資股東有利。汪瑞芝、陳明進(2003)實證結果也發現，在其他情況相同下，我國實施兩稅合一制後，上市公司法人股東的持股比率較兩稅合一制實施前增加，但該變動與股東可扣抵稅額扣抵比率高低有負向之關係。此外，實施兩稅合一制後，外資股東持股比率的減少與其法人股東持股比率的增加有正向之關係；而個人股東持股比率的增加，則與其法人股東持股比率的減少有正向之關係。這些實證結果顯示，在兩稅合一制下，股東會依據公司之可扣抵稅額比率高低，產生最適之股權結構調整。

為配合稅制改革及 2009 年底促進產業升級條例落日，政府分兩階段將我國營利事業所得稅調降至 17%⁶，並自 2010 年開始施行。假設公司稅前所得 100 元且個人股東適用 40%之最高稅率，1998 年我國實施兩稅合一制，境內個人股東之稅後股利所得可由 45 元提高至 60 元，如表 2 之計算分析。但在兩稅合一制下，2010 年起，營利事業所得稅稅率由 25%降低至 17%，境內個人股東之稅後股利所得仍為 60 元，並不會因該稅率調降而提高，分析如表 3。

⁵ 美國稅法允許公司收到投資之股利所得一定比率可以不計入所得課稅(dividends-received deduction, DRD)，投資之股權比率低於 20%時，DRD 比率為 70%，股權比率在 20%-79.99%時，DRD 比率為 80%以上，80%以上時，DRD 比率為 100%。

⁶ 兩次調降稅率時間分別為 2009/5/4 立法院三讀通過所得稅修法，將營所稅稅率由 25%調降至 20%；及 2010/5/28 立法院三讀通過所得稅修法，將營所稅稅率由 20%調降至 17%，並追溯至 2010 年初適用。由於兩次調降時間接近，且調降至 20%稅率未實際施行即為調降至 17%之稅率所代替，故本研究將兩次調降稅率合計為調降至 17%稅率處理，並以民國 99 年度(2010 年)開始施行。

表 2 境內個人股東之股利所得分析—兩稅合一制之影響

	兩稅分課	兩稅合一
1.公司稅前所得	\$100.00	\$100.00
減: 公司稅率 (25%)	(25.00)	(25.00)
公司稅後所得	\$75.00	\$75.00
2.分配予股東		
股利淨額	\$75.00	\$75.00
加: 可扣抵稅額	0	25.00
股利總額	\$75.00	\$100.00
減: 個人所得稅 (40%)	(30.00)	(40.00)
加: 可扣抵稅額	0	25.00
個人股東稅後股利所得	\$45.00	\$60.00

資料來源：本研究。

表 3 兩稅合一制下境內個人股東之股利所得分析—稅率降低之影響

	公司稅率 25%	公司稅率 17%
1.公司稅前所得	\$100.00	\$100.00
減: 公司稅率 (25%/17%)	(25.00)	(17.00)
公司稅後所得	\$75.00	\$83.00
2.分配予股東		
股利淨額	\$75.00	\$83.00
加: 可扣抵稅額	25.00	17.00
股利總額	\$100.00	\$100.00
減: 個人所得稅 (40%)	(40.00)	(40.00)
加: 可扣抵稅額	25.00	17.00
個人股東稅後股利所得(淨現金)	\$60.00 ^a	\$60.00 ^b

資料來源：本研究。

^a: $\$75 - \$40 + \$25 = \60 。

^b: $\$83 - \$40 + \$17 = \60 。

雖然，上述之分析顯示，境內股東並不會因為兩稅合一制下之營所稅稅率調降而有實質之租稅利益，但外資股東則會因營所稅稅率調降而有實質之租稅利益，計算分析如表 4。

表 4 兩稅合一制下外資之股利所得分析—稅率降低之影響

	公司稅率 25%	公司稅率 17%
1.公司稅前所得	\$100.00	\$100.00
減: 公司稅率 (25%/17%)	(25.00)	(17.00)
公司稅後所得	\$75.00	\$83.00
2.分配予股東		
股利淨額	\$75.00	\$83.00
加: 可扣抵稅額	0	0
股利所得	\$75.00	\$83.00
減: 扣繳 (20%)	(15.00)	(16.60)
加: 可扣抵稅額	0	0
個人股東稅後股利所得(淨現金)	\$60.00	\$66.40

資料來源：本研究。

依據表 4 顯示，外資股東在 2010 年營利事業所得稅稅率由 25% 降低至 17%，其稅後股利所得可由 60 元增加至 66.4 元，增加幅度約為 10.67%。因此，本文認為在兩稅合一制下，2010 年營利事業所得稅調降對於我國上市櫃公司之外資股東有實質之租稅利益。

有關我國兩稅合一制下股東租稅規劃之文獻大多是以節稅的觀點探討股東如何因應兩稅合一實施進行股權規劃(林隆昌 1997；楊聰權 2000；巫鑫 2000 等)。較少有以實證研究進行分析，因此本文之研究結果，可提供兩稅合一制下，股東可能因為租稅顧客效果而產生公司股權結構變動之實證證據，並且可釐清兩稅合一制下，政府以降低營利事業所得稅稅率為租稅政策工具時，是否有減稅之實質租稅利益，以及實質租稅利益之歸屬。

二、租稅與公司資本結構

租稅與公司資本結構之關係在學術研究上有廣泛之文獻探討及不同之解釋理論與實證結果，包括資本結構無關論(Miller and Modigliani 1958; Miller 1977;

Bradley et al. 1984; Titman and Wessels 1988)、考慮所得稅下之資本結構攸關論 (Miller and Modigliani 1963; DeAngelo and Masulis 1980; Allen 1989; Chang and Rhee 1990; MacKIE-Mason 1990; Graham 1996; Newberry 1998; Wald 1999; Omer and Terando 1999)、以及破產成本理論(Stiglitz 1972)等。

Miller and Modigliani (1958)主張當公司及個人所得稅都不存在時，公司價值和資金成本不會受到資本結構之影響。惟隨後 Miller and Modigliani (1963)修正其理論，考慮公司所得稅存在下，公司可利用利息費用降低應納所得稅，增加公司的價值，故公司最適資本結構係採百分之百舉債。惟 Miller (1977)認為同時考慮公司所得稅與個人所得稅皆存在下，雖然公司舉債會產生利息之稅盾利益，但會被個人較高的所得稅稅負所抵銷(例如，利息/盈餘由個人課稅之稅率較高)，故在均衡下，資本結構亦不會影響公司價值。Stiglitz (1972)則引入破產成本於資本結構模式中，由於破產所產生的訴訟及損失會使公司價值降低，因此，公司負債過多時，公司的破產成本將超過舉債的租稅利益，故公司最適資本結構係其舉債之邊際稅盾利益等於其邊際破產成本時。此外，DeAngelo and Masulis (1980)分析來自折舊及投資抵減等租稅扣抵可替代舉債融資之租稅利益，因此，當公司存在非負債之稅盾(non-debt tax shields)時，可能降低最適之舉債水準。

在實證研究上，Bradley et al. (1984)及 Titman and Wessels (1988)等實證研究結果發現租稅成本和公司資本結構無顯著之關聯。而 DeAngelo and Masulis (1980)、Allen (1989)、Chang and Rhee (1990)、MacKIE-Mason (1990)、Graham (1996)、Newberry (1998)、Wald (1999)及 Omer and Terando (1999)等實證研究結果則發現公司稅負成本與公司資本結構有顯著關聯。Titman and Wessels (1988)、Allen (1989)、Chang and Rhee (1990)及 Omer and Terando (1999)等實證結果支持非負債之稅盾與舉債利息之稅盾間存在替代關係。惟這些實證發現多係在兩稅獨立課稅之國家(如美國)，在兩稅合一之國家中，公司階段之租稅成本是否影響企

業之資本結構，尚無實證結果之定論。

公司的資本結構也會受到非租稅因素之影響。公司內部可供發行負債之資產擔保價值(collateral value of assets)比例愈高，則發行負債的能力愈強，舉債資金成本也愈低(Titman and Wessels 1988; Omer and Terando 1999)。成長之公司有較高之資金需求，但高成長之公司若投資機會之內部資訊無法定期有效傳遞予外部投資人時，則可能偏向自盈餘中保留較多內部資金供繼續投資使用，而不偏好向外舉債或發行股份融資(Myers and Majluf 1984)。企業營業產生之盈餘及現金流量是舉債還本付息最重要的來源之一，因此，營業淨利穩定的公司有較大的舉債能力(Titman and Wessels 1988; Allen 1989; Chang and Rhee 1990)。大企業因有經濟規模之優勢，有利於取得較佳之融資條件，也可能影響其資本結構之選擇(Marsh 1982; Titman and Wessels 1988; Chang and Rhee 1990; Omer and Terando 1999)。但 Smith (1977)認為小公司發行權益證券的成本較大公司為高，故反而會傾向透過借款方式取得資金。最後，產業別影響企業生產資本、技術及營運之差異，也可能影響其最適之資本結構(Titman 1984; Dammon and Senbet 1988)。

三、兩稅合一制與公司資本結構

國際間關於實施兩稅合一制對於公司資本結構影響之研究，大致上認為兩稅合一實施，消除利息稅盾利益對於最終股東租稅利益之扭曲，故有助於降低公司之負債權益比率(Nadeau and Strauss 1993)。Schulman et al. (1996)研究加拿大及紐西蘭實施兩稅合一對公司資本結構的影響，其實證結果顯示，實施兩稅合一後，公司之負債權益比率有顯著之下降。

我國於 1998 年實施兩稅合一制，國內學者之研究發現，大致上亦與上述國外文獻之發現相符，大多發現，我國兩稅合一制之實施有助於企業降低負債比率，且負債比率之降低與公司股東可扣抵稅額比率有關(林德威 2000; 黃瑞靜、徐守德、廖四郎 2001; 陳妙玲、黃小玲 2002; 汪瑞芝、陳明進 2007)。但我國實施

兩稅合一制時，尚對於企業未分配盈餘加徵 10%所得稅，此一對未分配盈餘加徵稅負之邊際影響，則可能使企業舉債之比率提高(陳妙玲、黃小玲 2002; 汪瑞芝、陳明進 2007)。

綜合上述之文獻探討，有關兩稅合一制下，政府降低公司階段之稅率，是否會對於公司舉債所產生利息稅盾利益有實質之影響，上述文獻尚無探討，因此本文探討之研究問題可延伸現有之文獻，亦有助於了解兩稅合一稅制下公司租稅之本質。

參、研究方法

一、研究假說

稅率調降與外資股權比率變動之假說

依據本研究表 3 及表 4 之分析(見上文)，在我國兩稅合一制下，營利事業所得稅稅率降低，股東身分主要的租稅受益者為外資股東。2010 年度營利事業所得稅稅率調低至 17%後，境內居住者個人股東營利所得之最高邊際稅率合計仍為 40%(表 3 分析)，而外資股東在我國境內營利所得之最高邊際稅率則可由 40%降低至 33.6%(表 4 分析)，稅率降低幅度達 16%。因此，本文推論在其他條件相同下，2010 年度營利事業所得稅稅率調低後，有利於提高外資股東投資我國企業獲配股利之稅後報酬率，故上市櫃公司之外資股東持股比率應該會增加。而且，企業之有效稅率愈低者，其外資股東獲得之租稅利益受惠程度愈高，其外資股東持股比率亦會愈大。因此，本文提出以下假說：

H1：其他條件相同下，2010 年營利事業所得稅調降後，上市櫃公司有效稅率降低者，其外資持股比率愈高。

稅率調降與公司資本結構變動之假說

在我國兩稅合一制下，因為境內居住者個人股東營利所得之實際所得稅負擔決定於其申報個人綜合所得稅之邊際稅率，與公司階段繳納之所得稅多寡無關。因此，財政部於 1998 年推動兩稅合一時，其政策說帖理由之一即是，兩稅合一可消弭兩稅獨立課稅制下融資方式不同的租稅成本差異，對公司資本結構之扭曲(如較偏好舉債籌資而導致公司負債比率過高)。因此，本文推論在傳統兩稅獨立課稅制下，公司邊際稅率高者會有較高租稅誘因偏好舉債籌資，但在我國兩稅合一制下，此一關係之效果應會大幅減緩。因此，本研究提出以下之假說 H2，以作為進一步測試之比較基礎。

H2：其他條件相同下，2010 年營利事業所得稅調降前後，上市櫃公司之舉債前有效稅率與負債比率無關。

雖然，在我國兩稅合一制下，境內居住者股東並不會因為公司以舉債籌資減少公司階段之所得稅，而獲得實質之個人所得稅之租稅利益。但外資股東則有所不同。依據本研究之分析，公司若能減少所得稅費用，外資股東自公司獲配股利之稅後淨利益可以因而提高。因此，公司之外資股東持股比率高者，基於外資股東之租稅利益考量，公司邊際稅率愈高，以舉債籌資可以提高外資股東之稅後股利淨額愈大，故本研究提出以下假說 H2a，作為與 H2 對照之假說測試。

H2a：其他條件相同下，在我國兩稅合一制下，上市櫃公司之外資持股比率高者，其舉債前有效稅率與負債比率有正向之關係。

最後，在 2010 年營利事業所得稅稅率調降至 17%後，整體上市櫃公司之公司邊際稅率可能因而降低，此一稅率降低，會使公司以舉債籌資提高外資股東稅後股利淨額之租稅利益下降。因此，本文推論，2010 年營利事業所得稅稅率調降後，公司外資持股比率高者，基於外資股東租稅利益考量而偏好舉債籌資之誘因應會降低，故提出以下假說 H2b。

H2b：其他條件相同下，2010 年營利事業所得稅調降後，上市櫃公司之外資持股比率高者，其負債/權益比率將會降低。

二、實證模式

(一) 外資持股比率變動之實證研究

綜合本研究文獻探討及假說 H1，本文提出以下測試外資持股比率變動之實證模式 (1)。

$$FOR = f(D_ETR, BOARD, ROE, SIZE, Board, Group, DYEAR07\sim 12, IND) \quad (1)$$

各變數之定義及衡量彙總如下：

變數	定義及衡量
<i>FOR</i>	外資持股比率，以外資股東持股數除以流通在外股數衡量。
<i>D_ETR</i>	有效稅率降低之虛擬變數，以 2010 年營利事業所得稅調降年度為基準，若企業調降稅率後三年有效稅率之平均值減去調降稅率前四年有效稅率之平均值小於 0 者， <i>D_ETR</i> =1；否則 <i>D_ETR</i> =0。
<i>BOARD</i>	董監持股比率，以董事、監事持股比率總和衡量。
<i>ROE</i>	股東權益報酬率，以稅後淨利除以平均股東權益衡量。
<i>SIZE</i>	企業規模，以總資產取自然對數衡量。
<i>D/A</i>	負債比率，以總負債除以總資產衡量。
<i>GROUP</i>	集團企業之虛擬變數，樣本公司屬於集團企業之公司者， <i>GROUP</i> =1；否則 <i>GROUP</i> =0。
<i>DYEAR07~12</i>	年度之虛擬變數，若樣本公司年度為 2007 年者， <i>DYEAR07</i> =1，否則 <i>DYEAR07</i> =0；其他年度虛擬變數皆以此類推。
<i>IND</i>	產業別之虛擬變數，以現行證券交易所的產業分類作為基準衡量 ⁷ 。

應變數

FOR 是外資投資股東之持股比率，以年底時上市櫃公司的外資投資股東持

⁷ 本研究根據證券交易所產業分類代碼作為基準，將產業特性較近的產業代碼合併為同一類別，共分為 14 大類別，詳見下文 *IND* 之變數說明。

股數除以流通在外股數之比率衡量。

自變數

D_ETR 是調降稅率後公司有效稅率降低之虛擬變數，以 2010 年營利事業所得稅調降年度為基準，若企業調降稅率後三年 ETR 之平均值減去調降稅率前四年 ETR 之平均值小於 0 者， $D_ETR=1$ ；否則 $D_ETR=0$ 。其中 ETR 為不含未分配盈餘加徵 10% 稅額之有效稅率，以當期所得稅費用(扣除未分配盈餘加徵 10% 之稅額)除以稅前淨利衡量。由於我國兩稅合一制下，股東可扣抵稅額比率係依據企業所實際繳納之所得稅計算(所得稅法第 66-6 條規定)，因此 ETR 將會相當於股東可扣抵稅額比率⁸，亦即代表境內個人股東獲配股利所含可扣抵稅額之利益，但因外資股東不適用該項可扣抵稅額，因此調降稅率後，公司有效稅率降低者，外資股東可減少其可扣抵稅額比率之損失，故本研究推論 D_ETR 與 FOR 間有正向之關係。

控制變數

為了控制公司其他特性對股權結構之影響，本研究在實證模式中加入董監事持股比率($BOARD$)、股東報酬率(ROE)、企業規模($SIZE$)、企業集團($GROUP$)及產業別(IND)等控制變數。

$BOARD$ 以公司之董監事持股比率衡量，作為股東和管理當局間權益代理問題之變數(Morck et al. 1988; McConnell and Servaes 1990; Himmelberg et al. 1999)。董監事持股比率愈高的公司，其權益代理問題愈不嚴重，但外資股東亦可能不偏好董監持股比率過於集中之家族企業，故本研究以 $BOARD$ 作為控制變數，而不預期 $BOARD$ 與 FOR 間之可能關係。

ROE 以股東權益報酬率衡量(=稅後淨利÷平均股東權益)。獲利能力愈佳之公

⁸ 故本研究實證模式中不包括股東可扣抵稅額比率變數，以避免自變數間可能有高度之共線關係。

司，愈可能吸引外資股東投資，因此，本研究預期 *ROE* 與 *FOR* 間有正向之關係。

SIZE 以公司總資產取自然對數衡量。基於流動性考量，外資股東投資可能較偏好大型企業，故本研究預期 *SIZE* 與 *FOR* 間有正向之關係。

D/A 以總負債除以總資產衡量。用以控制企業財務風險對外資股東投資偏好之影響，本文預期 *D/A* 與 *FOR* 間有負向之關係。

GROUP 係樣本公司是否為集團企業之虛擬變數，樣本公司屬於集團企業之公司者，*GROUP*=1；否則，*GROUP*=0。*GROUP* 是用以控制集團企業特性可能對外資股東投資偏好之影響。

DYEAR07~12 係樣本公司年度之虛擬變數，若樣本公司年度為 2007 年者，*DYEAR07*=1，否則 *DYEAR07*=0。其他年度虛擬變數皆以此類推。*DYEAR07~12* 是用以控制各年度總體變動對外資股東投資之影響。

最後，*IND* 是產業別之虛擬變數，本研究根據證券交易所產業分類代碼作為基準，將產業特性較近的產業代碼合併為同一類別，共分為以下 14 大類別：*IND1* 包括水泥及玻璃陶瓷；*IND2* 為食品；*IND3* 包括塑膠、橡膠及化學；*IND4* 為紡織；*IND5* 包括電機機械及電器電纜；*IND6* 為生技醫療；*IND7* 為造紙；*IND8* 為鋼鐵；*IND9* 為汽車；*IND10* 為建材營造；*IND11* 包括航運、觀光及貿易百貨；*IND12* 為油電燃氣；*IND13* 包括綜合及其他；最後，*IND14* 為電子業(包括半導體、電腦及周邊設備、光電、通訊網路、電子零組件、電子通路、資訊服務及其他電子)。本研究以電子業為對照組樣本，而加入其他 13 個產業之虛擬變數作為控制變數(*IND1-IND13*)，因外資傳統上較偏好具國際市場及競爭力之電子業，故本研究以 *IND* 控制外資股東投資對產業別偏好之影響。

(二) 資本結構之實證研究

綜合文獻探討及假說 H2 及 H2a，本研究提出以下測試資本結構與外資持股比率關係之實證模式(2)。

$$D/E = f(METR, HFOR, METR \times HFOR, CAPIN, MVBV, Z-PRED, FDCOST, VarE, ROA, SIZE, GROUP, IND) \quad (2)$$

各變數之定義及衡量彙總如下：

變數	定義及衡量
<i>D/E</i>	負債權益比，以總負債除以股東權益市值總額衡量。
<i>METR</i>	舉債前之有效稅率，以[當期所得稅費用－未分配盈餘加徵10%之稅額+(利息費用×所得級距適用之邊際稅率)]除以(稅前淨利+利息費用)衡量。
<i>HFOR</i>	高外資持股比率之虛擬變數，若樣本公司之外資股東持股比率落在全部樣本第四分位數(fourth quartile)以上，則 <i>HFOR</i> =1；否則 <i>HFOR</i> =0。
<i>METR×HFOR</i>	<i>METR</i> 與 <i>HFOR</i> 之交乘項，代表高外資持股公司 <i>METR</i> 係數之變動。
<i>CAPIN</i>	資本資產密集度，以固定資產淨額除以總資產衡量。
<i>MVBV</i>	成長機會，以股票市值除以總資產衡量。
<i>Z-PRED</i>	財務困難機率，以 1 除以 Z-score ⁹ 衡量。
<i>FDCOST</i>	財務困難成本，以(無形資產+本年度及前三年度研發支出之合計數)除以總資產衡量。
<i>VarE</i>	營業淨利之變異性，以過去五年營業淨利變動的變異數除以該期間平均總資產衡量。
<i>ROA</i>	資產報酬率，以稅前息前盈餘除以平均資產總額衡量。
<i>SIZE</i>	與實證模式(1)定義相同。
<i>GROUP</i>	與實證模式(1)定義相同。
<i>IND</i>	與實證模式(1)定義相同。

⁹ Altman (1968)以 Z-score 衡量公司之財務強度(financial strength)，然因原始之 Z-score 計算包括負債比率在內，可能與應變數 *D/E* 有內生性之問題，故本研究採取 MacKIE-Mason (1990)修訂之 Z-score，修訂之 Z-score = 3.3×(EBIT/Total Assets) + 1.0×(Sales/Total Assets) + 1.4×(Retained Earnings/Total Assets) + 1.2×(Working Capital/Total Assets)。

應變數

D/E 是負債除以權益市值之比率，代表企業之資本結構。負債包括短期借款及長期借款。為排除公司間會計政策差異對權益帳面金額之影響，權益以普通股及特別股之年底市值衡量。

自變數

$METR$ 係公司舉債前之有效稅率，本研究修訂 ETR 之計算，以反映公司舉債前之有效稅率，避免舉債後有效稅率與公司資本結構間有內生性之問題 (Graham 1996; Graham et al. 1997)。其修訂為在 ETR 衡量(見第(1)式自變數 ETR 之說明)中，(1)分子加上利息費用所節省之所得稅費用(=利息費用×所得級距適用之邊際稅率)，(2)分母加上利息費用以得出舉債前之稅前淨利。在假說 H2 推論下，在我國實施兩稅合一制下，公司階段之稅負應不影響境內個人股東之實質所得稅負擔，因此，營利事業所得稅調降前後，上市櫃公司之舉債前有效稅率與 D/E 比率無關，因此，本計畫預期 $METR$ 的迴歸係數應不顯著。

$HFOR$ 是外資股東持股比率較高企業之虛擬變數。 FOR 係以年底時上市櫃公司的僑外投資股東持股數除以流通在外股數的比率衡量。公司之 FOR 若在全部樣本中落於第四分位數(fourth quartile)中， $HFOR=1$ ；否則 $HFOR=0$ 。 $HFOR$ 係控制外資股東身分對於企業籌資政策可能之影響，本文並無預設之可能方向。

$METR \times HFOR$ 係 $METR$ 與 $HFOR$ 之交乘項，代表外資股東持股比率較高之企業，其 $METR$ 對企業傾向舉債籌資之邊際影響效果。在我國兩稅合一制下，外資股東的課稅相當於兩稅獨立課稅之稅制，因此，傳統上舉債稅盾利益(以 $METR$ 衡量)與企業傾向舉債籌資誘因有正向之關係，故在本研究 H2a 推論下， $METR \times HFOR$ 與 D/E 間有正向之關係。

控制變數

CAPIN 係資本資產密集度，以固定資產淨額除以總資產衡量。企業有較高資本資產比例者，須投資之資金需求較多，且因為有形之資本資產可供抵押，亦有利於舉債能力(Titman and Wessels 1988; Omer and Terando 1999)，故預期 *CAPIN* 與 *D/E* 間有正向之關係。

MVBV 係成長機會，以公司股票市值除以權益帳面值衡量。企業的成長機會可視為一項選擇權資產，企業之價值容易受到公司經理人員決定風險性投資之影響，故高成長之公司若投資機會之內部資訊無法有效傳遞予外部投資人時，則可能偏向以權益融資(Myers and Majluf 1984)。

Z-PRED 是公司財務困難之機率，Altman (1968)以 Z-score 衡量公司之財務強度(financial strength)。因原始之 Z-score 計算包括負債比率在內，可能與應變數 *D/E* 有內生性之問題，故 MacKIE-Mason (1990)修訂 $Z\text{-score} = 3.3 \times (\text{EBIT}/\text{Total Assets}) + 1.0 \times (\text{Sales}/\text{Total Assets}) + 1.4 \times (\text{Retained Earnings}/\text{Total Assets}) + 1.2 \times (\text{Working Capital}/\text{Total Assets})$ 。本文將參照 MacKIE-Mason(1990)計算 Z-score，並定義 $Z\text{-PRED} = 1/Z\text{-score}$ 。Z-PRED 愈大，代表企業發生財務困難之機率將愈高，故預期 *Z-PRED* 與 *D/E* 有反向之關係。

FDCOST 是企業發生財務困難之成本(financial distress costs)，以無形資產加本年度及前三年度研發支出之合計數除以總資產衡量。當企業發生破產時，無形資產之變現性低於有形資產，將造成破產損失，因此本研究以無形資產及研發支出作為衡量企業財務困難成本之代理變數。破產成本越高者，越不適宜舉債過高，故預期 *FDCOST* 與 *D/E* 間有負向之關係。

VarE 係營業淨利之變異性，以過去五年營業淨利變動的變異數除以該期間平均總資產衡量。營業淨利穩定的公司有較大的能力舉債並可負擔較高的利息費

用(Titman and Wessels 1988; Chang and Rhee 1990)，故本計畫預期 $VarE$ 與 D/E 間有負向之關係。

ROA 是資產報酬率，以稅前息前盈餘除以平均資產總額衡量。企業資產獲利能力愈佳者，以槓桿經營可提高股東報酬，因此，企業獲利能力會影響其資本結構(Titman and Wessels 1988; Allen 1989; Chang and Rhee 1990)。本研究預期 ROA 與 D/E 間有正向之關係。

最後，本研究亦參考相關文獻(Marsh 1982; Titman 1984; Titman and Wessels 1988; Chang and Rhee 1990; Omer and Terando 1999; Smith 1977; Dammon and Senbet 1988)之發現，於資本結構之實證模式中加入 $SIZE$ 、 $GROUP$ 、 IND 之變數，分別用以控制企業規模、集團企業、產業別因素，對於企業資本結構形成之影響，其衡量請見第(1)式之迴歸式。(為節省篇幅，不重複說明。)

(三) 資本結構變動與外資持股比率之實證模式

最後，為測試本研究假說 H2b，本研究提出測試 2010 年營所稅稅率調降前後公司資本結構變動與外資持股比率關係之實證模式(3)。在本文 H2b 推論下， $\Delta D/E$ 與 $\Delta METR \times HFOR$ 間應有正向之關係。

$$\Delta D/E = f(\Delta METR, HFOR, \Delta METR \times HFOR, \Delta CAPIN, \Delta MVBV, \Delta Z-PRED, \Delta FDCOST, \Delta VarE, \Delta ROA, \Delta SIZE, GROUP, IND) \quad (3)$$

各變數之定義及衡量彙總如下：

變數	定義及衡量
$\Delta D/E$	負債權益比變動，以 D/E 前四年之平均值 - D/E 後兩年之平均值衡量。
$\Delta METR$	舉債前之有效稅率變動，以 $METR$ 前四年之平均值 - $METR$ 後兩年之平均值衡量。
$HFOR$	與實證模型(2)定義相同。
$\Delta METR \times HFOR$	$\Delta METR$ 與 $HFOR$ 之交乘項，代表高外資持股比率公司 $\Delta METR$ 係數之變動。
$\Delta CAPIN$	資本資產密集度變動，以 $CAPIN$ 前四年之平均值 - $CAPIN$ 後兩年之平均值衡量。
$\Delta MVBV$	成長機會變動，以 $MVBV$ 前四年之平均值 - $MVBV$ 後兩年之平均值衡量。
$\Delta Z-PRED$	財務困難機率變動，以 $Z-PRED$ 前四年之平均值 - $Z-PRED$ 後兩年之平均值衡量。
$\Delta FDCOST$	財務困難成本變動，以 $FDCOST$ 前四年之平均值 - $FDCOST$ 後兩年之平均值衡量。
$\Delta VarE$	營業淨利之變異性變動，以 $VarE$ 前四年之平均值 - $VarE$ 後兩年之平均值衡量。
ΔROA	資產報酬率變動，以 ROA 前四年之平均值 - ROA 後兩年之平均值衡量。
$\Delta SIZE$	企業規模變動，以 $SIZE$ 前四年之平均值 - $SIZE$ 後兩年之平均值衡量。
$GROUP$	與實證模型(1)定義相同。
IND	與實證模型(1)定義相同。

三、樣本期間及樣本公司

本研究樣本選定為 2006 年至 2012 年度，以我國上市櫃公司為研究樣本，排除金融業公司¹⁰。我國自 1998 年起實施兩稅合一制，而自 2006 年起實施最低稅負制，在最低稅負制下，營利事業若當年度依所得基本稅額條例所計算所得之基本稅額稅率低於 10%，將須繳納至 10% 稅率之基本稅額。為排除實施最低稅負制前後可能對企業及股東租稅規劃行為改變之影響，本研究樣本期間自 2006 年開始，以 2006 年至 2009 年度期間為營所稅稅率調降前之期間(共 4 年度)，2010 年至 2012 年度為營所稅稅率調降後之期間(共 3 年度)。

四、資料來源

有關財務資料係取自台灣經濟新報社之上市櫃公司財務報表資料庫，股權資料取自上市櫃公司股權明細資料庫，惟有關公司有效稅率之計算，須考量我國兩稅合一制下，對於企業當年度盈餘未於次年底前分配之部分，將被加徵 10% 營利事業所得稅(所得稅法第 66-9 條)，因此於計算有效稅率時需將未分配盈餘加徵 10% 營利事業所得稅之影響排除¹¹，有關未分配盈餘加徵 10% 營利事業所得稅之資料，係本研究以人工蒐集公司財報所得稅附註資料並予以建檔。

五、樣本篩選

2006 年至 2012 年度間上市櫃公司之原始樣本筆數為 10,408 筆，刪除金融保險業公司 307 筆、資產總額、權益及營業收入淨額小於 0 之公司 646 筆、以及遺漏研究所須變數之公司 984 筆，實際採用的樣本為 8,471 筆。實證模式(1)及(2)之樣本篩選過程如下：

¹⁰ 因金融業受到較嚴格之管制及其籌資營運與一般企業不同，故予以排除。

¹¹ 我國兩稅合一制下，公司因未分配盈餘被加徵之所得稅，對於外資股東亦可扣抵其獲配股利所得之扣繳稅額，不會因稅率變動而影響外資股東之權益，故於分析有效稅率時應予以排除，使本文衡量之有效稅率反映相當於外資股東無法享有扣抵利益之股東可扣抵稅額損失。

樣本(公司-年度)選取過程	樣本筆數
原始總樣本筆數	10,408
減：	
金融保險業	(307)
資產總額、權益及營業收入淨額小於零	(646)
遺漏研究變數	(984)
最後研究使用樣本筆數	8,471

此外，本研究進行實證模式(3)之測試，係將樣本於 2010 年度營所稅稅率調降前後期間之各項變數，分別計算其平均數，再以其變動數進行迴歸分析(change model analysis)。為分別計算各項變數於 2010 年度前後期間之平均值，公司必須於樣本期間至少有六年度以上資料。此外，為使外資持股比率高低二組樣本之區分($HFOR=1$ 屬外資持股比率高者； $=0$ 則否)，於樣本期間有一致之分類，樣本僅保留在全部樣本期間之各年度 $HFOR$ 均等於 1 或均等於 0 者，以避免無法解釋 $HFOR$ 平均值之意義，實際採用的樣本家數為 845 家。實證模式(3)之樣本篩選過程如下：

樣本(公司)選取過程	樣本家數
原始樣本家數	1,353
減：	
公司於樣本期間之年度少於 5 年	(225)
樣本期間外資持股比率分類有變動者	(283)
最終樣本家數	845

肆、實證結果

一、敘述性統計分析及單變量統計檢定

表 5-1、表 5-2 及表 5-3 分別列示本文實證模式(1)、(2)及(3)之各項變數的敘述性統計值。

2006 年至 2012 年度間上市櫃公司樣本之 *ETR* 及 *METR* 的平均值分別約為 19.06%及 19.60%，本研究分別計算 2010 年度營所稅調降前後之 *ETR* 及 *METR* 的平均值，2006 年至 2009 年度間上市櫃公司樣本之 *ETR* 及 *METR* 的平均值分別約為 20.14%及 21%，而 2010 年至 2012 年度間上市櫃公司樣本之 *ETR* 及 *METR* 的平均值分別降低至約為 17.78%及 17.94%，其 2010 年前後期間之平均值差異數之 t 統計值均達 1%顯著水準(*ETR* 平均值差異數之 t-值=3.65，*METR* 平均值差異數之 t-值=4.88)，顯示我國於 2010 年調降營利事業所得稅稅率，整體上市櫃公司之有效稅率負擔有顯著之減少。

表 5-1 外資持股比率實證模式之變數敘述統計 (N=8,471)

變數	平均值	標準差	最小值*	最大值*
<i>FOR</i> (外資持股比率)	0.077	0.121	0.000	0.578
<i>D_ETR</i> (有效稅率降低之虛擬變數)	0.543	0.498	0.000	1.000
<i>BOARD</i> (董監持股比率)	23.336	13.980	4.830	69.530
<i>ROE</i> (股東權益報酬率)	0.052	0.186	-0.862	0.442
<i>SIZE</i> (企業規模)	15.129	1.330	12.464	19.293
<i>D/A</i> (負債比率)	0.359	0.171	0.047	0.825
<i>GROUP</i> (集團企業之虛擬變數)	0.549	0.498	0.000	1.000

*：為減少極端值對實證結果之影響，本研究將各項變數之最小值及最大值分別限制於 1%及 99% 分位數。

表 5-2 資本結構實證模式之變數敘述統計 (N=8,471)

變數	平均值	標準差	最小值*	最大值*
<i>D/E</i> (負債權益比)	0.670	0.712	0.020	4.085
<i>METR</i> (舉債前之有效稅率)	0.196	0.288	0.000	1.000
<i>HFOR</i> (高外資持股比率之虛擬變數)	0.249	0.433	0.000	1.000
<i>METR</i> × <i>HFOR</i> (<i>METR</i> 與 <i>HFOR</i> 之交乘項)	0.040	0.141	0.000	1.000
<i>CAPIN</i> (資本資產密集度)	0.209	0.179	0.001	0.748
<i>MVBV</i> (成長機會)	1.350	0.870	0.497	6.250
<i>Z-PRED</i> (財務困難機率)	0.964	0.862	0.232	6.095
<i>FDCOST</i> (財務困難成本)	0.094	0.139	0.000	0.760
<i>VarE</i> (營業淨利之變異性)	0.046	0.040	0.003	0.220
<i>ROA</i> (資產報酬率)	0.054	0.105	-0.321	0.326
<i>GROUP</i> (集團企業之虛擬變數)	0.549	0.498	0.000	1.000

*：為減少極端值對實證結果之影響，本研究將各項變數之最小值及最大值分別限制於 1%及 99% 分位數。

表 5-3 資本結構變動實證模式之變數敘述統計 (N=845)

變數	平均值	標準差	最小值	最大值
$\Delta D/E$ (負債權益比變動)	-0.106	0.501	-3.610*	2.196*
<i>HFOR</i> (高外資持股比率之虛擬變數)	0.199	0.399	0.000	1.000
$\Delta METR$ (舉債前之有效稅率變動)	-0.042	0.222	-0.865	0.980
$\Delta METR$ × <i>HFOR</i> ($\Delta METR$ 與 <i>HFOR</i> 之交乘項)	-0.004	0.083	-0.641	0.625
$\Delta CAPIN$ (資本資產密集度變動)	-0.012	0.072	-0.386	0.555
$\Delta MVBV$ (成長機會變動)	-0.041	0.640	-3.918*	2.447*
$\Delta Z-PRED$ (財務困難機率變動)	0.035	0.587	-5.427	3.991
$\Delta FDCOST$ (財務困難成本變動)	-0.002	0.053	-0.499	0.298
$\Delta VarE$ (營業淨利之變異性變動)	-0.007	0.030	-0.171	0.131
ΔROA (資產報酬率變動)	-0.008	0.071	-0.298	0.264
$\Delta SIZE$ (企業規模變動)	0.111	0.345	-1.953	2.388
<i>GROUP</i> (集團企業之虛擬變數)	0.534	0.499	0.000	1.000

*： $\Delta D/E$ 與 $\Delta MVBV$ 之最小與最大之極端值過於偏離其他數值，本研究將其最小值及最大值分別限制於 5%及 95%分位數。

表 6-1 及表 6-2 分別列示 2006 年至 2012 年度期間，我國上市櫃樣本公司之平均外資持股比率及平均負債比率¹²。在樣本期間，外資對我國各產業上市櫃公司的平均持股比率大致上呈現平穩的狀況，外資平均持股比率最高的產業是汽車業(約為 23.06%)，惟可能係反映該產業樣本家數較少，其平均值受到某些特定公司(如裕隆汽車集團)的外資持股比率較高之影響。電子業的平均持股比率僅約 8.29%，可能係受到電子業的家數眾多(共有 4,823 筆)，故整體平均值亦較低。

表 6-1 2006 年至 2012 年度上市櫃樣本公司平均外資持股比率 (N=8,471)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	家數	平均
<i>IND1</i>	0.0898	0.1155	0.1081	0.1020	0.0970	0.0982	0.0983	77	0.1013
<i>IND2</i>	0.0701	0.0790	0.0688	0.0724	0.0801	0.0852	0.0839	161	0.0771
<i>IND3</i>	0.0633	0.0684	0.0631	0.0678	0.0787	0.0813	0.0878	523	0.0731
<i>IND4</i>	0.0464	0.0495	0.0418	0.0397	0.0454	0.0434	0.0505	379	0.0453
<i>IND5</i>	0.0837	0.0823	0.0693	0.0653	0.0675	0.0698	0.0774	528	0.0735
<i>IND6</i>	0.0685	0.0633	0.0533	0.0489	0.0575	0.0533	0.0637	305	0.0583
<i>IND7</i>	0.1052	0.0893	0.0525	0.0528	0.0683	0.0718	0.0788	49	0.0741
<i>IND8</i>	0.0562	0.0618	0.0538	0.0519	0.0554	0.0538	0.0567	272	0.0556
<i>IND9</i>	0.2533	0.2353	0.2094	0.2133	0.2189	0.2469	0.2371	35	0.2306
<i>IND10</i>	0.0488	0.0454	0.0374	0.0476	0.0522	0.0575	0.0626	417	0.0504
<i>IND11</i>	0.1302	0.1565	0.1289	0.1214	0.1357	0.1288	0.1209	370	0.1314
<i>IND12</i>	0.0169	0.0116	0.0149	0.0161	0.0205	0.0223	0.0223	84	0.0178
<i>IND13</i>	0.0863	0.0780	0.0703	0.0713	0.0805	0.0847	0.0923	448	0.0806
<i>IND14</i>	0.0900	0.0866	0.0741	0.0792	0.0817	0.0829	0.0864	4,823	0.0829

註：*IND1* 包括水泥及玻璃陶瓷；*IND2* 為食品；*IND3* 包括塑膠、橡膠及化學；*IND4* 為紡織；*IND5* 包括電機機械及電器電纜；*IND6* 為生技醫療；*IND7* 為造紙；*IND8* 為鋼鐵；*IND9* 為汽車；*IND10* 為建材營造；*IND11* 包括航運、觀光及貿易百貨；*IND12* 為油電燃氣；*IND13* 包括綜合及其他；*IND14* 為電子業。

¹² 本研究亦以樣本期間上市櫃樣本公司外資持股比率及負債比率之中位數分析，其分析結果與使用平均數分析之結果，並無重大之差異。

在樣本期間，各產業上市櫃公司的負債比率平均值呈現平穩下降的狀況，負債比較高的產業是建材營造業(約為 51.09%)、鋼鐵(47.71%)、油電燃料(42.58%)、電機及電器(40.44%)，可能係反映該等產業屬資本密集，且具有不動產、廠房及設備可作為借款擔保，故適合以舉債籌資投資。

表 6-2 2006 年至 2012 年度上市櫃樣本公司平均負債比率 (N=8,471)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	家數	平均
<i>IND1</i>	0.2633	0.2630	0.2722	0.2527	0.2414	0.2437	0.2515	77	0.2554
<i>IND2</i>	0.3509	0.3363	0.3409	0.3091	0.3301	0.3539	0.3498	161	0.3387
<i>IND3</i>	0.3354	0.3301	0.3365	0.3121	0.3192	0.3198	0.3181	523	0.3243
<i>IND4</i>	0.4074	0.3849	0.3939	0.4062	0.3668	0.3677	0.3533	379	0.3827
<i>IND5</i>	0.4313	0.4194	0.4207	0.3867	0.4022	0.3895	0.3864	528	0.4044
<i>IND6</i>	0.3056	0.2755	0.2870	0.2698	0.2864	0.2766	0.2593	305	0.2778
<i>IND7</i>	0.3169	0.3213	0.3591	0.3134	0.3088	0.3470	0.3667	49	0.3333
<i>IND8</i>	0.5014	0.4812	0.5065	0.4672	0.4630	0.4674	0.4558	272	0.4771
<i>IND9</i>	0.2559	0.2491	0.2254	0.2326	0.2432	0.2416	0.2428	35	0.2415
<i>IND10</i>	0.5354	0.5124	0.5267	0.4632	0.4952	0.5252	0.5181	417	0.5109
<i>IND11</i>	0.3704	0.3578	0.3773	0.3631	0.3605	0.3749	0.3730	370	0.3683
<i>IND12</i>	0.4411	0.4462	0.4458	0.4267	0.3989	0.4091	0.4128	84	0.4258
<i>IND13</i>	0.4034	0.3875	0.4127	0.3809	0.3601	0.3702	0.3741	448	0.3837
<i>IND14</i>	0.3665	0.3438	0.3374	0.3323	0.3351	0.3353	0.3419	4823	0.3411

註：*IND1* 包括水泥及玻璃陶瓷；*IND2* 為食品；*IND3* 包括塑膠、橡膠及化學；*IND4* 為紡織；*IND5* 包括電機機械及電器電纜；*IND6* 為生技醫療；*IND7* 為造紙；*IND8* 為鋼鐵；*IND9* 為汽車；*IND10* 為建材營造；*IND11* 包括航運、觀光及貿易百貨；*IND12* 為油電燃氣；*IND13* 包括綜合及其他；*IND14* 為電子業。

表 7-1、表 7-2 及表 7-3 分別列示實證模式(1)、(2)及(3)中各變數間之 Pearson 相關係數及 p-value。

表 7-1 中，*FOR* 與 *D_ETR* 的相關係數為正值，且達 1% 顯著水準(p-value < 0.001)，顯示在 2010 年營所稅調降後，有效稅率降低之公司，外資持股比率較高，支持本文假說 H1。表 7-2 中，*D/E* 與 *METR* 的相關係數為顯著之正值(p-value <

0.001)，而與 $METR \times HFOR$ 的相關係數為正值，但未達 5% 顯著水準。因此，在單變量之統計分析並未支持本文假說 H2 及 H2a。在表 7-3 中， $\Delta D/E$ 與 $\Delta METR \times HFOR$ 的相關係數為正值，但亦未達 5% 顯著水準，故在單變量之統計分析亦未支持本文假說 H2b。這些單變量之統計分析並未控制其他解釋變數之影響，因此，本研究進行實證模式(1)、(2)及(3)多變量之迴歸分析如下。

表 7-1 外資持股比率實證模式變數之相關係數 (N=8,471) (括弧內為 p-value)

	<i>FOR</i>	<i>D_ETR</i>	<i>BOARD</i>	<i>ROE</i>	<i>SIZE</i>	<i>D/A</i>	<i>GROUP</i>
<i>FOR</i>	1	0.045 (<.001)	-0.001 (0.918)	0.165 (<.001)	0.477 (<.001)	-0.039 (<.001)	0.097 (<.001)
<i>D_ETR</i>		1	0.065 (<.001)	0.022 (0.046)	0.047 (<.001)	0.042 (<.001)	0.039 (<.001)
<i>BOARD</i>			1	0.022 (0.039)	-0.123 (<.001)	0.007 (0.545)	0.041 (<.001)
<i>ROE</i>				1	0.233 (<.001)	-0.246 (<.001)	0.008 (0.450)
<i>SIZE</i>					1	0.142 (<.001)	0.363 (<.001)
<i>D/A</i>						1	0.015 (0.156)
<i>GROUP</i>							1

表 7-2 負債比率實證模式變數之相關係數 (N=8,471) (括弧內為 p-value)

	<i>D/E</i>	<i>METR</i>	<i>HFOR</i>	<i>METR</i> × <i>HFOR</i>	<i>CAPIN</i>	<i>MVBV</i>	<i>Z-PRED</i>	<i>FDCOST</i>	<i>VarE</i>	<i>ROA</i>	<i>SIZE</i>	<i>GROUP</i>
<i>D/E</i>	1	0.093 (<.001)	-0.108 (<.001)	0.000 (0.996)	0.076 (<.001)	-0.362 (<.001)	0.149 (<.001)	-0.219 (<.001)	-0.137 (<.001)	-0.239 (<.001)	0.147 (<.001)	0.016 (0.130)
<i>METR</i>		1	-0.072 (<.001)	0.338 (<.001)	0.019 (0.075)	-0.061 (<.001)	0.114 (<.001)	0.035 (<.001)	-0.012 (0.255)	-0.303 (<.001)	-0.083 (<.001)	-0.054 (<.001)
<i>HFOR</i>			1	0.490 (<.001)	-0.016 (0.144)	0.082 (<.001)	-0.085 (<.001)	-0.052 (<.001)	-0.023 (0.038)	0.179 (<.001)	0.436 (<.001)	0.117 (<.001)
<i>METR</i> × <i>HFOR</i>				1	0.007 (0.497)	0.008 (0.468)	0.016 (0.141)	-0.017 (0.113)	-0.008 (0.486)	-0.052 (<.001)	0.155 (<.001)	0.039 (<.001)
<i>CAPIN</i>					1	-0.056 (<.001)	0.200 (<.001)	-0.145 (<.001)	-0.035 (0.002)	-0.115 (<.001)	0.036 (<.001)	0.026 (0.015)
<i>MVBV</i>						1	-0.041 (<.001)	0.291 (<.001)	0.325 (<.001)	0.069 (<.001)	-0.161 (<.001)	-0.036 (<.001)
<i>Z-PRED</i>							1	-0.116 (<.001)	-0.096 (<.001)	-0.455 (<.001)	-0.016 (0.137)	0.099 (<.001)
<i>FDCOST</i>								1	0.294 (<.001)	-0.125 (<.001)	-0.261 (<.001)	-0.083 (<.001)
<i>VarE</i>									1	0.052 (<.001)	-0.224 (<.001)	-0.081 (<.001)
<i>ROA</i>										1	0.200 (<.001)	-0.015 (0.159)
<i>SIZE</i>											1	0.363 (<.001)
<i>GROUP</i>												1

表 7-3 負債比率變動實證模式變數之相關係數：(N=845) (括弧內為 p-value)

	$\Delta D/E$	$HFOR$	$\Delta METR$	$\Delta METR$ $\times HFOR$	$\Delta CAPIN$	$\Delta MVBV$	$\Delta Z-PRED$	$\Delta FDCOST$	$\Delta VarE$	ΔROA	$\Delta SIZE$	$GROUP$
$\Delta D/E$	1	0.027 (0.440)	0.107 (0.002)	0.043 (0.215)	0.045 (0.192)	-0.326 ($<.001$)	0.254 ($<.001$)	0.063 (0.069)	-0.068 (0.047)	-0.248 ($<.001$)	-0.056 (0.107)	-0.023 (0.508)
$HFOR$		1	0.044 (0.206)	-0.107 (0.002)	0.005 (0.875)	0.135 ($<.001$)	-0.022 (0.521)	0.046 (0.179)	-0.032 (0.351)	-0.033 (0.339)	0.091 (0.009)	0.127 ($<.001$)
$\Delta METR \times$ $HFOR$			1	0.365 ($<.001$)	0.021 (0.547)	-0.004 (0.900)	0.226 ($<.001$)	0.046 (0.178)	-0.072 (0.037)	-0.376 ($<.001$)	0.090 (0.009)	-0.050 (0.145)
$\Delta METR$				1	-0.039 (0.252)	-0.039 (0.257)	0.066 (0.054)	0.039 (0.262)	-0.053 (0.127)	-0.131 ($<.001$)	0.031 (0.374)	0.009 (0.794)
$\Delta CAPIN$					1	-0.053 (0.123)	0.049 (0.155)	0.066 (0.054)	-0.009 (0.795)	-0.064 (0.063)	-0.078 (0.024)	-0.002 (0.960)
$\Delta MVBV$						1	-0.068 (0.048)	-0.004 (0.911)	0.006 (0.855)	0.078 (0.024)	0.234 ($<.001$)	0.005 (0.885)
$\Delta Z-PRED$							1	0.036 (0.290)	-0.027 (0.434)	-0.408 ($<.001$)	-0.100 (0.004)	-0.033 (0.338)
$\Delta FDCOST$								1	-0.111 ($<.001$)	-0.288 ($<.001$)	-0.165 ($<.001$)	-0.004 (0.914)
$\Delta VarE$									1	0.182 ($<.001$)	-0.161 ($<.001$)	0.019 (0.573)
ΔROA										1	0.159 ($<.001$)	0.051 (0.136)
$\Delta SIZE$											1	-0.046 (0.181)
$GROUP$												1

二、迴歸實證結果

表 8 列示外資持股比率迴歸模式之實證結果，模式(1)之 adjusted R^2 為 0.2766，F 值之 p-value < 0.0001 ，顯示整體迴歸模式具有顯著之解釋能力。

表 8 中， D_ETR 的迴歸係數顯著為正值，顯示在控制其他解釋變數後，公司的有效稅率降低者，外資持股比率愈高，支持本研究假說 H1，亦即在我國兩稅合一制下，外資股東的租稅待遇與兩稅獨立課徵之制度相同，因此，公司的有效稅率愈低者，對於外資股東的整體稅負成本愈低，愈能夠吸引外資股東的投資。這些實證結果顯示，我國兩稅合一制下，外資股東對於租稅政策的反應與兩稅獨立課徵之租稅環境相同，因此，降低公司所得稅稅率後，公司有效稅率降低者，較能夠吸引外資股東之投資。

表 8 中，其他自變數之實證結果顯示， $BOARD$ 的迴歸係數為顯著之正值 (p-value < 0.0001)，顯示公司之董監事持股比例高者，其外資持股比例亦較高。 $SIZE$ 的迴歸係數為顯著之正值 (p-value < 0.0001)，顯示大型公司的外資持股比例較高。 D/A 的迴歸係數為顯著之負值 (p-value < 0.0001)，顯示負債比率高者，外資的持股比例較低。 $GROUP$ 的迴歸係數為顯著之負值 (p-value < 0.0001)，顯示外資較不偏好家族色彩之集團企業，因此持股比例較低。在產業別之控制變數中，除航運、觀光及貿易百貨業 ($IND11$) 之迴歸係數為顯著之正值 (p-value < 0.0001) 外，其餘產業別變數之迴歸係數多為顯著之負值，顯示外資對於我國電子業的持股比例普遍上高於其他產業¹³。這些解釋變數的實證結果均與本研究之預期相符。

¹³ 本研究之實證模式中以電子業為其他產業之對照組(excluded group)。

表 8 外資持股比率迴歸實證結果(N=8,471)

		係數	t 值
<i>Intercept</i>		-0.644	-43.29***
<i>D_ETR</i>	有效稅率降低之虛擬變數	0.008	3.59***
<i>BOARD</i>	董監持股比率	0.001	7.8***
<i>ROE</i>	股東權益報酬率	0.010	1.44
<i>SIZE</i>	企業規模	0.050	49.85***
<i>D/A</i>	負債比率	-0.062	-8.58***
<i>Dyear07</i>	2007 年度之虛擬變數	-0.005	-1.1
<i>Dyear08</i>	2008 年度之虛擬變數	-0.013	-2.99***
<i>Dyear09</i>	2009 年度之虛擬變數	-0.013	-2.9***
<i>Dyear10</i>	2010 年度之虛擬變數	-0.011	-2.62***
<i>Dyear11</i>	2011 年度之虛擬變數	-0.011	-2.48**
<i>Dyear12</i>	2012 年度之虛擬變數	-0.006	-1.32
<i>GROUP</i>	集團企業之虛擬變數	-0.022	-8.89***
<i>IND1</i>	水泥及玻璃陶瓷工業	-0.061	-5.13***
<i>IND2</i>	食品工業	-0.023	-2.84***
<i>IND3</i>	塑膠、橡膠及化學工業	-0.033	-6.85***
<i>IND4</i>	紡織工業	-0.032	-5.75***
<i>IND5</i>	電機及電器工業	-0.008	-1.78*
<i>IND6</i>	生技醫療工業	0.007	1.13
<i>IND7</i>	造紙工業	-0.058	-3.91***
<i>IND8</i>	鋼鐵工業	-0.055	-8.48***
<i>IND9</i>	汽車工業	0.020	1.15
<i>IND10</i>	建材營造工業	-0.047	-8.62***
<i>IND11</i>	航運、觀光及貿易百貨工業	0.015	2.67***
<i>IND12</i>	油電燃氣工業	-0.094	-8.19***
<i>IND13</i>	綜合及其他工業	-0.001	-0.18
		R ² = 0.2766	
		F 值= 130.53***	

表9列示負債權益比率迴歸模式之實證結果，模式(2)之adjusted R^2 為0.2796，F值之p-value < 0.0001 ，顯示整體迴歸模式具有顯著之解釋能力。

表9中，*METR*的迴歸係數為正值，但未達10%顯著水準，支持本研究假說H2，亦即在我國兩稅合一稅制下，以負債或權益籌資對境內所得者的整體租稅負擔均相同，因此籌資決策不受公司邊際有效稅率影響。*HFOR*的迴歸係數為顯著之負值(p-value < 0.0001)，顯示外資對於公司負債比率高者，投資偏好較低。*METR*×*HFOR*的迴歸係數為顯著之正值(p-value < 0.01)，支持本文假說H2a，亦即在我國兩稅合一制下，外資股東的租稅待遇與兩稅獨立課稅之租稅制度相同，因此，在傳統融資理論下，公司邊際稅率高者，舉債經營對於企業價值(或降低整體稅負成本)有正向之效益，因此外資持股比例高之公司，其融資之決策受到邊際有效稅率之影響。

就控制變數而言，*CAPIN*之迴歸係數為顯著之正值(p-value < 0.05)，顯示資本資產密集度高之公司，可供質押借款之金額較高。*FDCOST*的迴歸係數為顯著之負值(p-value < 0.01)，顯示破產成本越高之公司，愈不利於舉債經營之方式。*MVBV*與*ROA*的迴歸係數皆為顯著之負值(p-value < 0.01)，顯示獲利能力較佳或資本市場評價較高之公司，有利於以權益方式籌資，故舉債程度較低。*SIZE*的迴歸係數為顯著之正值(p-value < 0.01)，顯示企業規模大之企業有利於以負債籌資之融資成本，故運用槓桿經營之程度亦較高。集團企業的迴歸係數則為顯著之負值(p-value < 0.01)，顯示集團企業間可透過內部融資，減少外部借款之依賴。這些控制變數的實證結果與本研究之預期相符。

表 9 負債比率迴歸模式實證研究(N=8,471)

		係數	t 值
<i>Intercept</i>		-0.475	-4.90***
<i>METR</i>	舉債前之有效稅率	0.034	1.28
<i>HFOR</i>	高外資持股比率之虛擬變數	-0.190	-9.30***
<i>METR×HFOR</i>	<i>METR</i> 與 <i>HFOR</i> 的交乘項	0.127	2.15**
<i>CAPIN</i>	資本資產密集度	0.120	2.92***
<i>MVBV</i>	成長機會	-0.215	-25.48***
<i>Z-PRED</i>	財務困難機率	0.000	0.03
<i>FDCOST</i>	財務困難成本	-0.521	-9.33***
<i>VarE</i>	營業淨利之變異性	0.382	2.04**
<i>ROA</i>	資產報酬率	-1.601	-20.64***
<i>SIZE</i>	企業規模	0.104	16.17***
<i>GROUP</i>	集團企業之虛擬變數	-0.086	-5.96***
<i>IND1</i>	水泥及玻璃陶瓷工業	-0.366	-5.21***
<i>IND2</i>	食品工業	-0.120	-2.44**
<i>IND3</i>	塑膠、橡膠及化學工業	-0.119	-4.13***
<i>IND4</i>	紡織工業	0.186	5.53***
<i>IND5</i>	電機及電器工業	0.195	6.85***
<i>IND6</i>	生技醫療工業	-0.107	-2.91***
<i>IND7</i>	造紙工業	-0.008	-0.09
<i>IND8</i>	鋼鐵工業	0.303	7.78***
<i>IND9</i>	汽車工業	-0.250	-2.42**
<i>IND10</i>	建材營造工業	0.614	19.18***
<i>IND11</i>	航運、觀光及貿易百貨工業	-0.092	-2.68***
<i>IND12</i>	油電燃氣工業	-0.026	-0.38
<i>IND13</i>	綜合及其他工業	0.080	2.61***
		R ² =0.2796	
		F 值=137.97***	

表 10 列示負債權益比率變動迴歸模式之實證結果，模式(3)之 adjusted R² 為 0.2252，F 值之 p-value < 0.0001，顯示整體迴歸模式具有顯著之解釋能力。

表 10 中， $\Delta METR$ 的迴歸係數為負值，但未達 10% 顯著水準，而 $HFOR \times \Delta METR$ 的迴歸係數則為正值，且近乎達 10% 顯著水準。此一實證結果支持本研究假說 H2b，亦即在我國兩稅合一制下，2010 年調降營所稅稅率，公司邊際稅率之變動與其負債權益比率之變動無顯著之關係，與傳統兩稅獨立課稅制度之理論預期有重大之差異。惟外資持股比率高之公司，其股東租稅待遇與統兩稅獨立課稅制下之稅負相同，故高外資持股比率公司邊際稅率之變動與其負債權益比率之變動有較為顯著之正向關係。

控制變數之實證結果， $\Delta Z-PRED$ 及 $\Delta SIZE$ 與 $\Delta D/E$ 成正向關係(p-value < 0.1)， $\Delta MVBV$ 及 ΔROA 與 $\Delta D/E$ 成顯著之負向關係(p-value 均小於 0.01)，與本研究之預期相符。

表 10 資本結構變動之變動測試：(N=845)

		係數	t 值
<i>Intercept</i>		-0.110	-5.48***
<i>HFOR</i>	高外資持股比率之虛擬變數	0.049	1.74*
Δ <i>METR</i>	舉債前之有效稅率變動	-0.003	-0.05
Δ <i>METR</i> × <i>HFOR</i>	Δ <i>METR</i> 與 <i>HFOR</i> 的交乘項	0.228	1.63
Δ <i>CAPIN</i>	資本資產密集度變動	0.237	1.59
Δ <i>MVBV</i>	成長機會變動	-0.333	-11.04***
Δ <i>Z-PRED</i>	財務困難機率變動	0.084	4.11***
Δ <i>FDCOST</i>	財務困難成本變動	-0.120	-0.57
Δ <i>VarE</i>	營業淨利之變異性變動	0.083	0.22
Δ <i>ROA</i>	資產報酬率變動	-0.621	-3.29***
Δ <i>SIZE</i>	企業規模變動	0.131	3.72***
<i>GROUP</i>	集團企業之虛擬變數	-0.015	-0.69
<i>IND1</i>	水泥及玻璃陶瓷工業	0.030	0.26
<i>IND2</i>	食品工業	-0.026	-0.31
<i>IND3</i>	塑膠、橡膠及化學工業	-0.048	-1.08
<i>IND4</i>	紡織工業	-0.045	-0.91
<i>IND5</i>	電機及電器工業	-0.026	-0.58
<i>IND6</i>	生技醫療工業	-0.005	-0.07
<i>IND7</i>	造紙工業	0.103	0.57
<i>IND8</i>	鋼鐵工業	-0.074	-1.26
<i>IND9</i>	汽車工業	0.144	0.79
<i>IND10</i>	建材營造工業	-0.214	-4.12***
<i>IND11</i>	航運、觀光及貿易百貨工業	0.046	0.83
<i>IND12</i>	油電燃氣工業	-0.133	-1.39
<i>IND13</i>	綜合及其他工業	-0.047	-1
		$R^2 = 0.2252$	
		F 值 = 11.22***	

伍、結論與建議

本研究探討在我國兩稅合一制下，2010 年調降營利事業所得稅稅率，對於企業股東結構及企業資本結構是否產生實質影響，以及其產生影響之決定因素。實證結果支持本研究之推論，在我國兩稅合一制下，公司所得稅率調降，股東實質稅負降低之受益者主要應為外資股東，因此，2010 年調降營利事業所得稅稅率後，公司有效稅率較低者，其外資股東持股比例較高。此外，2010 年調降營利事業所得稅稅率後，外資持股比例高之公司，其邊際有效稅率之變動與負債比率之變動有較為顯著之正向相關。這些因我國公司所得稅稅率降低所產生之影響，與基於外資股東身分之稅負變動考量有關。

本文在學術研究上之貢獻為延伸現行文獻上租稅與融資政策之理論，在我國採用完全扣抵之兩稅合一制下，公司階段的稅負成本與股東最終之租稅成本間較不具攸關性，因此傳統兩稅獨立課稅制下公司邊際稅率與舉債融資誘因之正向關係，於我國兩稅合一制下並不完全適用。但我國兩稅合一制之股東可扣抵稅額並不准許非居住者股東抵減其自我國公司獲配股利之所得稅，因此，外資股東之租稅待遇與兩稅獨立課稅制相同。本文的實證結果亦發現，公司外資股東持股比例高者，其舉債融資決策受到租稅利益誘因之影響，與兩稅獨立課稅制之理論相符。這些發現之結果，提供我國兩稅合一制特性下，租稅與公司股東租稅顧客效果及公司資本結構之理論關係的實證證據。

參考文獻

中文文獻

- 巫鑫，2000，兩稅合一實務攻略全書，台北：稅旬文化出版事業有限公司。
- 林隆昌，1997，租稅獎勵與兩稅合一，台北：啟現發行股份有限公司。
- 林德威，2000，兩稅合一制對台灣上市(櫃)股票除權除息行為影響之實證研究，台灣大學財務金融學研究所碩士論文。
- 汪瑞芝、陳明進，2003，兩稅合一前後上市公司股權規劃之實證研究，*當代會計*，4卷2期，169-190。
- 汪瑞芝、陳明進，2007，兩稅合一前後上市公司融資決策之實證研究，*交大管理學報*，27期(1)，221-246。
- 陳妙玲、黃小玲，2002，兩稅合一對企業資本結構之影響，*財稅研究*，34卷5期，99-106頁。
- 黃瑞靜、徐守德、廖四郎，2001，兩稅合一對公司價值、股利政策與資本結構之影響—動態資本結構模型之應用與台灣產業的實證研究」，*管理評論*，20卷2期，55-86頁。
- 楊聰權，2000，兩稅合一完全節稅寶典，台北：知道出版有限公司。

英文文獻

- Allen, D. E. (1989), "The Determinants of Corporate Capital Structure: Japanese Evidence," *Applied Economics*, 21(5), 569-585.
- Allen, F., A.E. Bernardo, and I. Welch. (2000), "A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles," *The Journal of Finance*, 55(4), 2499-2536.
- Altman, E. (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance*, 23, 589-609.
- Amoako-Adu, Ben, Rashid, M. Stebbins. (1992), "Capital Gains Tax and Equity

- Values: Empirical Test of Stock Price Reaction to the Introduction and Reduction of Capital Gains Tax Exemption," *Journal of Banking and Finance*, 16, 275–287.
- Bajaj, M., and A.M. Vijh. (1990), "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes," *Journal of Financial Economics*, 26, 193-219.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., Kim, E. H. and Mikkelson, W. H. (1984), "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence/Discussion," *The Journal of Finance*, 39(3), 857-871.
- Chang, R. P. and Rhee, S. G. (1990), "The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions," *Financial Management*, 19(2), 21-31.
- Dammon, R. M., and L. W. Senbet. (1988), "The Effect of Taxes and Depreciation on Corporate Investment and Financial Leverage," *Journal of Finance*, 43, 357-373.
- DeAngelo, H. and Masulis, R. W. (1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin. (1994), "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 567-587.
- Dhaliwal, D.S., M. Erickson, and R. Trezevant. (1999), "A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies," *National Tax Journal*, 52(2), 179-194.
- Graham, J. R. (1996), "Debt and the Marginal Tax Tate," *Journal of Financial Economics*, 41, 41-73.
- _____, M. L. Lemmon, and J. S. Schallheim. (1997), "Debt, Leases, Taxes and the Endogeneity of Corporate Tax Status," *Journal of Finance*, 53, 131-162.

- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard and D. Palia. (1999), "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance," *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- MacKIE-Mason, J. K. (1990), "Do Taxes Affect Corporate Financing Decision?" *The Journal of Finance*, 45(5), 1471-1493.
- Marsh, P. (1982), "The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study," *The Journal of Finance*, 37(1), 121-145.
- McConnell, J.J. and H. Servaes. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Miller, M. H. (1977), "Debt and Taxes," *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Miller, M. H. and Modigliani, F. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- _____, and _____. (1963), "The Taxes and the Cost of Capital," *The American Economic Review*, 53(4), 433-443.
- Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny. (1988), "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), 293-315.
- Myers, S. C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- _____ and N. S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nadeau, S. J. and Strauss, R. P. (1993), "Taxation, Equity, and Growth: Exploring the Trade-Off between Shareholder Dividend Tax Relief and Higher Corporate Income Taxes," *National Tax Journal*, 46(2), 161-176.
- Newberry, K. J. (1998), "Foreign Tax Credit Limitations and Capital Structure

- Decisions," *Journal of Accounting Research*, 36(1), 157-166.
- Pattenden, K. and G. Twite (2008), "Taxes and Dividend Policy under Alternative Tax Regimes," *Journal of Corporate Finance*, 14, 1-16.
- Prevost, A., R. P. Rao, and J. D. Wagster (2002), "Dividend Imputation and Shareholder Wealth: The Case of New Zealand," *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 1079-1103
- Omer, T. C. and Terando, W. D. (1999), "The Effect of Risk and Tax Differences on Corporate and Limited Partnership Capital Structure," *National Tax Journal*, 52(4), 699-715.
- Schulman, C. T., Thomas, D. W., Sellers, K. F. and Kennedy, D. B. (1996), "Effects of Tax Integration and Capital Gains Tax on Corporate Leverage," *National Tax Journal*, 49(1), 31-55.
- Smith, C. (1977), "Alternative Methods for Raising Capital: Rights versus Underwritten Offerings," *Journal of Financial Economics*, 5(3), 273-307.
- Stiglitz, J. (1972), "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Takeovers," *Bell Journal of Economic*, 3(2), 458-482.
- Titman, S. (1984), "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision," *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137-151.
- _____, and Wessels, R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Twite, G., (2001), "Capital Structure Choices and Taxes: Evidence from the Australian Dividend Imputation Tax System," *International Review of Finance*, 2, 217-234.
- Wald, J. K. (1999), "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison," *The Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187.

國科會補助專題研究計畫項下出席國際學術會議心得報告

日期：2014年2月10日

計畫編號	NSC 101-2410-H-004-070		
計畫名稱	兩稅合一制稅率調降對企業股權結構及資本結構之影響		
出國人員姓名	陳明進	服務機構及職稱	國立政治大學會計系
會議時間	2013年11月14日至2013年11月17日	會議地點	中國大陸廣州中山大學
會議名稱	(中文) (英文) <i>China Journal of Accounting Research Symposium 2013</i>		
發表論文題目	(中文) (英文) Do Shareholder Taxes Affect Corporate Tax Planning Decisions?		

一、參加會議經過

本次會議係由香港城市大學與中國大陸中山大學所共同舉辦 *China Journal of Accounting Research* (以下簡稱 CJAR) 之年度會議, CJAR 是目前中國大陸少數幾個大學傾力辦理以國際化為目標之會計學術期刊, 規劃在 3 年內爭取成為 SSCI 期刊, 以擴展華人研究在國際期刊的影響力。CJAR 的年度會議僅錄取經修改後可能獲得刊登之投稿論文, 故此會議是將期刊與學術論文發表結合的重要國際會議。

二、與會心得

本次會議獲得接受發表之論文”Do Shareholder Taxes Affect Corporate Tax Planning Decisions?”是探討我國促進產業升級條例對於新興重要產業可選擇公司五年免稅或股東投資抵減，公司經理人如何進行這二項重要租稅優惠方案選擇之考量。研究結果發現，資本市場的股價壓力是重要的決定因素，公司股價壓力高者，傾向選擇公司五年免稅，反之，公司選擇股東投資抵減。上述發現對於我國兩稅合一稅制下公司租稅規劃與公司財務報導成本之關聯性，提供理論基礎之實證證據。將來若能刊登於全英文之 *China Journal of Accounting Research* 期刊，可提高我國兩稅合一稅制研究之國際能見度。

香港城市大學與大陸中山大學聯合舉辦之 CJAR 年度會議所發表之論文具較高之品質，邀請之評論學者都是香港城市大學及大陸中歐管理學院的會計教授，討論時間亦較久，以幫助作者改善論文品質為目的。個人認為可以做為我國學術機構舉辦學術研討會參考，朝向精緻化的討論會議，會比大規模的論文發表更具有深遠的影響力。

此外，CJAR 期刊展現的企圖心值得我國學術期刊參考，可以預見 CJAR 應有機會按其預計時程申請為 SSCI 期刊，以擴展華人會計研究在國際學術研究之影響力，值得我國會計學術團體參考。我國會計學術期刊受限於經費需自籌，龐大專任助理薪資及審稿費負擔下，已無能力再企圖發展國際影響力，長久之後，論文品質可能會被大陸此等有企圖心的學術期刊趕上，值得重視。

三、考察參觀活動(無是項活動者略) 無。

四、建議

鼓勵學術期刊與研討會結合之會議模式，提高論文及討論品質，可鼓勵學者全程參與。國科會宜鼓勵國內重要會計學術期刊提升國際影響力，適當給予誘因及補助，才能繼續維持目前我國的學術期刊論文品質仍具有優勢之情況。

我國財政惡化、稅制被批評的問題極多，但我國稅務會計研究學者較少，建議國科會鼓勵舉辦對我國租稅相關研究之學術研討會，增加學術研究對目前政府重要政策形成之意見貢獻，並提昇稅務會計研究能量。

五、攜回資料名稱及內容

會議論文集。

六、其他

參加會議及接受證明文件詳附件。

附件：接受證明



邀請函

Ming-Chin Chen

National Chengchi University

感謝您對 *China Journal of Accounting Research* (中文：中國會計學刊，簡稱：CJAR) 的支持！經編輯部綜合權衡各方审稿人的意見後，您的論文“Do Shareholder Taxes Affect Corporate Tax Planning Decisions?”已入選為 CJAR 學術年會的交流論文，我們誠摯邀請您參會並作論文報告，望您應允。

為全面提升學刊論文質量，我們將邀請境內外知名學者到會作一對一點評，經審稿程序後，您的論文將正式在 CJAR 發表。以下是會議的相關信息：

一、關於 CJAR

China Journal of Accounting Research (簡稱：CJAR，中文：中國會計學刊) 是國際上首本專門刊登有關中國會計研究論文的全英文學術期刊，由全球最大的科學文獻出版社發行商 Elsevier 出版發行，按照國際刊物通行模式運作。從 2012 年起，CJAR 將正式發展為季刊，並力爭用 3 年左右的時間入選為 SSCI 期刊。

二、會議時間、地點

會議時間：2013 年 11 月 15 日—16 日

會議地點：中山大學管理學院

三、會議住宿

廣州新珠江大酒店

入住時間：2012 年 11 月 14 日下午

退房時間：2012 年 11 月 17 日中午前

酒店地址：廣州市海珠區濱江東路 795 號（中山大學北門附近）

酒店電話：020-34255335

酒店網址：<http://www.chool.com/ZG/View.asp?PropertyID=42001173>

酒店內的個人消費項目，請自理費用。

非會議代表恕不接待，請諒解。

國科會補助計畫衍生研發成果推廣資料表

日期:2014/02/02

國科會補助計畫	計畫名稱: 兩稅合一制稅率調降對企業股權結構及資本結構之影響
	計畫主持人: 陳明進
	計畫編號: 101-2410-H-004-070- 學門領域: 會計
無研發成果推廣資料	

101 年度專題研究計畫研究成果彙整表

計畫主持人：陳明進		計畫編號：101-2410-H-004-070-					
計畫名稱：兩稅合一制稅率調降對企業股權結構及資本結構之影響							
成果項目		量化			單位	備註（質化說明：如數個計畫共同成果、成果列為該期刊之封面故事...等）	
		實際已達成數（被接受或已發表）	預期總達成數（含實際已達成數）	本計畫實際貢獻百分比			
國內	論文著作	期刊論文	0	1	100%	篇	目前已準備英文論文稿，即將進行英文期刊投稿。
		研究報告/技術報告	1	1	100%		
		研討會論文	1	1	100%		
		專書	0	0	100%		
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（本國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	1	1	100%		
國外	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%	章/本	
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（外國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		

<p>其他成果 (無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。)</p>	<p>本計畫執行過程，也建立研究期間(2006年-2012年度)上市櫃公司所得稅附註中未分配盈餘加徵10%稅負及最低稅負之資料建檔，對於未來進行國內稅務會計研究提供後續研究之參考資料。</p>
--	--

	成果項目	量化	名稱或內容性質簡述
科 教 處 計 畫 加 填 項 目	測驗工具(含質性與量性)	0	
	課程/模組	0	
	電腦及網路系統或工具	0	
	教材	0	
	舉辦之活動/競賽	0	
	研討會/工作坊	0	
	電子報、網站	0	
	計畫成果推廣之參與(閱聽)人數	0	

國科會補助專題研究計畫成果報告自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

達成目標

未達成目標（請說明，以 100 字為限）

實驗失敗

因故實驗中斷

其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形：

論文： 已發表 未發表之文稿 撰寫中 無

專利： 已獲得 申請中 無

技轉： 已技轉 洽談中 無

其他：（以 100 字為限）

本計畫的部分研究結果已撰寫為論文稿，『我國兩稅合一制及租稅變革對外資股權比例之影響』，並在 2013 年中華會計學會的年度會議發表（2013 年 10 月於東吳大學舉辦）。此外，本計畫的部分研究結果也已撰寫為英文稿，目前正進行英文期刊投稿。

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）（以 500 字為限）

本計畫的研究結果發現，在我國兩稅合一稅制特性下，2010 年調降營所稅稅率後，外資是降稅的租稅利益實質受益者，公司受惠調教稅率者，外資持股比例顯著增加。此外，資本結構的變動也符合外資高持股的公司，因公司稅率調降，利息稅盾利益減少，負債比率顯著降低，而本國投資人的立場下，則無此顯著結果。這些租稅與股權結構及資本結構的關係，呈現兩稅合一稅制特有的特性，與傳統稅制的理論基礎不同，對於我國環境下之研究，具有啟示及參價值。此外，政府評估財政健全，評估兩稅合一制是否重大變革或限縮其利益時，也宜考量兩稅合一制對我國吸引外資及增進投資功能的相關影響，以獲致最佳的政策效果。