

兩稅合一制度下股東可扣抵稅額揭露 之價值攸關性

戚務君

私立中原大學
俞洪昭 許崇源

國立政治大學

賈美媚

國立台北大學

摘要

我國在實施兩稅合一後，由於營利事業階段所繳納之營利事業所得稅可視為營利事業發放予股東前之扣繳稅款，故對個人股東而言具有資產之性質；然而，我國財務會計準則仍將其視為費用，僅以附註方式揭露「股東可扣抵稅額」之金額。本文的目的即在探討公司所揭露之「股東可扣抵稅額」是否在投資人進行企業評價時視為資產，而使得該揭露之資訊具價值攸關性。實證研究有三項重要發現：第一，無論上市或上櫃股票市場，「股東可扣抵稅額」之揭露的確對於投資人在進行企業評價時具有價值攸關性。第二，「股東可扣抵稅額」的價值攸關性之高低，會受到資本市場個別公司股票流動性高低所影響。最後，在考慮股票流動性之後，我國新增所得稅法中有關於取消股東獲配自上市公司之股利，不再適用 27 萬儲蓄投資特別扣除之規定，對於「股東可扣抵稅額」在上市及上櫃股票市場的評價並無實質差異。

關鍵詞：兩稅合一、股東可扣抵稅額、價值攸關性、企業評價、股票流動性

The Value Relevance of Shareholder Deductible Disclosure after the Integration of Individual and Corporate Income Taxes

Wu-Chun Chi

Chung-Yuan Christian University

Hung-Chao Yu Chun-Yuan Hsu

National Chengchi University

Mei-Chuan Tsao

National Taipei University

Abstract

After Taiwan's 1998 Tax Reform, which integrates the individual and corporate income taxes, the latter becomes a deductible in the income tax returns (called imputation credit, IC) for shareholders when they receive dividends. Therefore, IC constitutes a valuable asset to individual shareholders. However, current GAAP does not formally recognize it as an asset, but only requires a footnote disclosure. The main purpose of this paper is to examine the value relevance of IC disclosure by testing whether Taiwan's capital market interprets IC as an asset during the business valuation process.

The empirical results reveal three findings. First, there is a positive association between IC and stock price in the Taiwan Stock Exchange (TSE) and Over-the-Counter (OTC) markets. Therefore, the footnote disclosure of IC is value relevant to investors' equity valuation. Second, the degree of association between IC and stock price may be affected by individual firm's stock liquidity. Finally, after controlling for stock liquidity, there is no significant difference in the value relevance of IC disclosure between the TSE and OTC markets. This result implies that the effect of eliminating the NT\$270,000 savings deductible (as coded in the revised Income Tax Law of 1998) on the valuation of IC is trivial.

Keywords: *Integration of individual and corporate Income taxes, Imputation credit, Value relevance, Business valuation, Stock liquidity.*

壹、緒論

我國於民國 87 年 1 月 1 日開始實施兩稅合一 (integration of individual and corporate income taxes) 制度，該稅制之基本精神為公司營利事業階段所繳納之營利事業所得稅，於個人股東獲配股利時，可抵繳個人之綜合所得稅。所以就個人股東而言，營利事業階段所繳納之營利事業所得稅可視為營利事業發放股利予股東前之扣繳稅款，故可視為預付款項，具有資產之性質。雖然營利事業所得稅已因兩稅合一之施行而改變其性質，惟我國目前之財務會計準則仍維持兩稅合一前之處理方式，將營利事業所得稅列為費用，而僅以附註方式揭露「股東可扣抵稅額 (imputation credit)」之金額。¹ 基於效率市場假說 (efficient market hypothesis)，投資人使用財務報表應能區分盈餘品質，並穿透財務報表之經濟實質。因此，若投資人視「股東可扣抵稅額」為資產，則市場上即會對此項目有所反應。本文的目的即在探討公司所揭露之「股東可扣抵稅額」是否在投資人進行企業評價時視為資產，而使得該揭露之資訊具價值攸關性 (value relevance)。²

在進行實際分析時，本研究分別測試上市與上櫃市場之股價對「股東可扣抵稅額」的反應。我們將上櫃股票市場納入研究範圍的原因有二：第一，國外對資本市場之研究多偏重於上市股票市場，而忽略上櫃股票市場。其原因可能為上櫃股票市場於發展之初，礙於法令及交易制度之限制，故規模較小。直到民國 83 年 11 月 1 日成立中華民國證券櫃檯買賣中心，致力推動上櫃股票市場業務之後，不論在上櫃公司家數或成交金額等方面均急劇成長。³ 由於上櫃市場日趨成熟，學術界對於上櫃股票市場之研究已不容忽視。第二，基於我國所得稅法第 17 條之 3 的規定，納稅義務人及其合併報繳之配偶暨受扶養親屬，自民國 88 年 1 月 1 日起取得上市公司股票之股利，不再適用儲蓄投資特別扣除額 27 萬之規定；反之，上櫃股票之股利原本即不適用 27 萬免稅之規定。因此，上櫃股票市場對於「股東可扣抵稅額」之反應，理論上應高於上市股票市場 (詳見第 3 節)。此項稅法之規定，提供我們一個探討台灣整體股票市場行為的絕佳機會。

由於股票市場反應個別投資人共同預期之最終結果，因此探討股票市場對兩稅合一實行後之反應，可檢驗此稅制之經濟後果，以供投資人決策之參考。雖然兩稅合一係於民國 87 年 1 月 1 日實施，但該新制所產生之「股東可扣抵稅額」資訊，卻必須延至各公司 88 年度之財務報表中始充分揭露。因此，本文為首篇針對「股

¹ 許多學者對於營利事業所得稅之性質各持不同意見，大致可分為費用說與非費用說。由於我國現行之一般公認會計原則將其視為費用，故本研究主要探討資本市場對兩稅合一所產生之「股東可扣抵稅額」的反應，而並不對營利事業所得稅性質之爭議進行討論。

² 本文的研究重心在於探討「股東可扣抵稅額」資訊揭露之價值攸關性。至於該資訊是否應正式予以入帳認列為資產之規範性討論，則並非本研究所欲討論的核心議題。正如 Nelson (1996) 分析美國財務會計準則第 107 號公報 (金融商品公平價值之揭露) 之公司揭露資訊與其股價的關聯性，而非討論該公平價值是否應予正式入帳。

³ 依據證券櫃檯月刊(2000)，我國上櫃公司家數從民國 78 年開始的 1 家到民國 89 年 2 月已有 280 家，而上櫃股票之年成交值亦從民國 78 年的 NT\$913 仟元增加到民國 88 年的 NT\$1,899,924,869 仟元。

東可扣抵稅額」之揭露在企業評價過程中所扮演角色進行之實證研究。分析結果顯示：第一，不論在上市或上櫃股票市場，兩稅合一後股價與「股東可扣抵稅額」均呈正向關係，這意味著台灣的股票市場確能捕捉「股東可扣抵稅額」具備資產性質之意義。第二，我們發現個別公司股票流動性的高低會影響資本市場對於「股東可扣抵稅額」的評價結果。最後，在考慮股票流動性後（以年成交量、年成交值與股票邊轉率加以衡量）之後，我國新增之所得稅法第 17 條之 3 的規定，對於上市或上櫃公司之「股東可扣抵稅額」的評價並無實質差異。

本文續後結構如下：第二節為文獻回顧；第三節介紹研究假說之建立；第四節說明研究設計；第五節分析實証結果；第六節則為結論。

貳、文獻回顧

一、我國兩稅合一之研究

王建（1965）認為法人所得稅與個人所得稅並行將導致對同一所得課徵兩次稅負，並提出九種補救法人所得重複課稅之方案，開啟了國內兩稅合一之研究。經濟革新委員會財稅組（1985）就我國當時所得稅制之缺失提出說明，並主張全部扣抵法最適合我國國情。孫克難（1985）則基於法人擬制說及公司所得稅不轉嫁之假設下，進行綜合所得稅與營利事業所得稅兩稅合併之分析。蘇導民（1986）以動態一般均衡模型分析兩稅合一之經濟效果，而許嘉棟、張慶輝與鄭立輝（1989）則以模擬分析法探討三種兩稅合一制度（股利所得完全扣抵制、股利所得部分扣抵制與已分配盈餘部分扣抵制）對於所得稅制合理化、廠商逃漏稅誘因、廠商自有資金比率與企業透過未分配盈餘規避股東綜合所得稅負之租稅經濟效果。陳聽安與蘇建榮（1997）分析當時財政部所研擬之兩稅合一制度對於企業邊際稅負之影響。林壽山、李素蘭及俞必勤（1997）根據台灣中小企業民國 78 至 82 年間之實質營利事業所得稅稅負（包括營利事業所得稅與個人綜合所得稅），主張應實施兩稅合一，以減少重複課稅並提高納稅意願。

兩稅合一新制之施行即時引發國內學者進行相關的實證研究。許崇源、俞洪昭、洪盈斌與戚務君（2000）以事件研究法探究兩稅合一對上市公司屬性與股票報酬關聯性之影響，結果顯示，有效稅率愈高的公司將在兩稅合一相關事件日有較高的股票異常報酬；而股東個人邊際稅率與股票異常報酬間則存在反向的關係。此外，由於兩稅合一新制改變了公司營利事業所得稅之性質，Chi, Yu and Hsu（2001）分別以損益表及資產負債表觀點測試台灣上市股票市場是否功能固著於所得稅費用之名目報導，研究結果發現台灣的股票市場可以捕捉所得稅費用性質的改變。本文不但是上述實證研究之處有二：第一，由於兩稅合一實施後所產生之「股東可扣抵稅額」對於股東具有資產的性質，所以瞭解股票市場對於該可扣抵稅額之反應是一項重要的研究議題，而本文即為目前唯一針對「股東可扣抵稅額」揭露之實證研

究。第二，基於上櫃股票市場之重要性與日俱增，且新修正所得稅法第 17 條中關於 27 萬免稅之相關規定，對上市與上櫃公司股東之影響不匪，因此本文同時納入上市與上櫃的樣本，以完整分析台灣股票市場之行為。

二、財務性附註揭露之價值攸關性

依據財務會計理論，附註揭露為整體財務報表的一部份，其目的在提供投資人進行企業評價時所需之攸關資訊。為探究財務性附註揭露 (financial disclosures) 在實際運用上是否真能達成此既定目標，許多會計學者從事附註揭露之價值攸關性的研究。Beaver, Christie, and Griffin (1980) 對美國證管會 (SEC) 所發布之 Accounting Series Release No. 190 中要求揭露之重置成本資料 (replacement cost) 的資訊內涵進行實證研究，其結果發現股價對於此重置成本之揭露並無明顯反應。Beaver and Ryan (1985) 則以財務會計準則第 33 號公報中有關於現時成本 (current cost) 之揭露，測試現時成本是否較歷史成本更能解釋股票價格的變動。實證結果顯示，該公報所提供的資訊無法對股價有額外顯著的解釋力。有鑒於過去的實證研究均以橫斷面 (cross-sectional) 的方式進行研究，忽略所有公司或產業間之股價報酬與特定物價水準調整間的關係可能是相異的，因此 Bernard and Ruland (1987) 改以時間序列 (time series) 分析方法，來探討歷史成本及現時成本下淨利數字的增額資訊內涵。實證結果顯示，在大部分的產業中，現時成本與歷史成本下的淨利解釋力相去不遠，現時成本並無增額資訊內涵。

Daley (1984) 研究美國第 36 號財務會計準則公報中有關退休金費用、未提撥既得利益及未提撥前期服務成本之揭露對資本市場的反應，實證結果顯示，退休金費用之報導與權益市場之評價程序最為一致；而未提撥既得利益與未提撥前期退休金成本皆嚴重低估退休金之未來現金流量。Landsman (1986) 與 Barth (1991) 分析依照美國第 87 號財務會計準則公報所揭露之退休基金資產及負債的公平市價是否可提供對股價之增額解釋能力。Landsman (1986) 發現退休基金資產及負債的財產權屬於公司，市場視退休基金資產及負債為公司之資產及負債；而 Barth (1991) 則發現雖然退休金資產與負債的衡量變數能夠顯著的解釋公司的市場價值，但是每個變數的解釋力差距很大。其中，退休基金資產公平市價與累積給付義務在整個樣本的衡量錯誤都較其他變數少，預計給付義務在薪水漲幅已考慮物價及購買力變動的樣本中則有較少的衡量錯誤。不但是 Landsman (1986)、Barth (1991) 與 Amir (1993) 研究美國股市對於第 106 號財務會計準則公報所要求揭露之「退休後非退休金給付」的相關評價議題，實證結果顯示，在 1984-1986 年間，投資人並未意識到公司未來可能對退休員工有退休後的持續性給付，因而低估了公司對退休後員工給付的承諾；在 1987-1990 間，投資人則已意識到退休後非退休金給付義務的確為公司的負債。

Eccher, Ramesh and Thiagarajan (1996)、Nelson (1996) 與 Barth, Beaver and Landsman (1996) 以銀行業來探討美國第 107 號財務會計準則公報有關金融商

品 (financial instruments) 公平市價揭露資料之價值攸關性。Barth et al. (1996) 與 Eccher et al. (1996) 的研究結果顯示，有價值券投資與放款之公平價值的揭露，可以於其帳面價值資訊外，提供對股價之增額解釋能力；Nelson (1996) 透過市價帳面價值比 (market to book ratio) 與公平價值資訊揭露間的關聯性分析，發現僅有價值券投資的公平價值資訊具價值攸關性。

最後，Amir, Kirschenseiter and Willard (1997) 與 Ayers (1998) 測試美國第 109 號財務會計準則公報所揭露之遞延所得稅負債資訊的增額攸關價值。Amir et al. (1997) 發現折舊與折耗有關的遞延所得稅將來逆轉的機會很低，而債務重整支出於短期之內逆轉的機率最高。相較於 Amir et al. (1997) 直接測試第 109 號公報之揭露對股價的解釋力，Ayers (1998) 則以 APB 第 11 號意見書的揭露做為基準，來檢驗第 109 號公報之揭露是否能提供投資人更多的攸關資訊。實證結果顯示第 109 號公報之累積影響數的確較 APB 第 11 號意見書具增額攸關價值資訊。⁴ 本研究亦屬財務資訊揭露之價值攸關性研究，但有別於前述研究，本文探討之標的為企業所揭露之「股東可扣抵稅額」是否被投資人視為資產，而使得該揭露之資訊具價值攸關性。

參、研究假說之建立

一、假說一：「股東可扣抵稅額」與股價之關聯性

我國在採用「設算扣抵制」(full imputation system) 之兩稅合一制度後，營利事業會計處理方式仍維持原制，企業得分配其所繳納之營利事業所得稅予股東，並於會計帳簿外設置「股東可扣抵稅額」帳戶，以作為連結營利事業所得稅與個人綜合所得稅之橋樑，其帳戶屬備忘性質，無須於資產負債表上表達。⁵ 實施兩稅合一後，就個人股東而言，公司營利事業所得稅可隨同股利發放給股東，構成股利總額之一部分，用於獲配股利之股東的抵稅或退稅。是以，兩稅合一後，營利事業所繳納之稅款實質上已為個人綜合所得稅之扣繳稅款。假設放率市場假設成立，則投資人應能辨明兩稅合一後「股東可扣抵稅額」為其個人所得稅之暫繳，具資產性質。基於上述說明，我們形成下列假說一：

H1：在其他條件不變下，兩稅合一後股東可扣抵稅額之附註揭露具價值攸關性。

⁴ 關於非財務性附註揭露 (nonfinancial disclosures) 對於股價影響之研究，參見 Barth and McNichols (1994)、Amir and Lev (1996) 以及 Hughes II (2000)。

⁵ 依據修正所得稅法第 66 條之 1 規定：「凡依本法規定課徵營利事業所得稅之營利事業，應自 87 年度起，在其會計帳簿外，設置股東可扣抵帳戶，用以記錄可分配予股東或社員之所得額，並依本法規定，保持足以正確計算該帳戶金額之憑證及紀錄，以供稽徵機關查核。新設立之營利事業，應自設立之日起設置並記載。」財務會計亦採用同樣的處理方式。

二、假說二：上市與上櫃市場對「股東可扣抵稅額」之反應

依修正前所得稅法第 17 條規定：「納稅義務人及其合併報繳之配偶暨受其扶養親屬於金融機構之存款、公債、公司債、金融債券利息，儲蓄性質信託基金之收益及公司公開發行並上市之記名股票之股利，合計全年不超過二十七萬元者，得全數扣除，超過二十七萬元者，以扣除二十七萬元為限。」此項二十七萬元扣除之優惠僅適用於上市公司記名股票，不適用於上櫃公司。在兩稅合一制度下，股東獲配股利中公司所繳納之營利事業所得稅，得用以扣抵其應繳納之綜合所得稅額，股利已無重複課稅情事，故新增之所得稅法第 17 條之 3 規定：「納稅義務人及其合併報繳之配偶暨受其扶養親屬，自中華民國 88 年 1 月 1 日起取得公司公開發行並上市之記名股票股利，不再適用儲蓄投資特別扣除之規定。」由於此項規定排除來自上市公司股利 27 萬元免稅的優惠，使得相同的「股東可扣抵稅額」對於上市與上櫃股東稅後財富影響的效果，以上櫃公司股票較高。為進一步探討「股東可扣抵稅額」對於股東財富的影響，我們定義 d 為股利率， t_i 為股東個人邊際稅率， O (或 M) 為上櫃 (或上市) 公司， Y (或 N) 為有享受 (或未享受) 營利事業所得稅免稅優惠 (以下簡稱為租稅優惠) 以及 B (或 A) 為兩稅合一實施前 (或後)。在假設：(1) 公司之營利事業所得稅率為 25%，(2) 不考慮法定盈餘公積及董監酬勞員工紅利等其他因素，(3) 來自利息收入以及上市公司之股利未超過 27 萬元的情況下，分別就該公司是否為上市或上櫃以及是否享受租稅優惠，分四種情況分析改制前後每一元稅前淨利對股東實質所得 (以 Z_{ij}^k 代表) 之影響，其中 $i \in \{O, M\}$ 、 $j \in \{Y, N\}$ 且 $k \in \{B, A\}$ 。^{6,7}

情況(A)：上櫃公司且未享租稅優惠

由於 $Z_{ON}^B = [(1 - 25\%) \cdot d] \cdot (1 - t_i) = 0.75d \cdot (1 - t_i)$ 且 $Z_{ON}^A = d \cdot (1 - t_i)$ ，因此，改制前後股東實質所得之差額為 $Z_{ON}^A - Z_{ON}^B = 0.25d \cdot (1 - t_i) \geq 0$ 。

情況(B)：上櫃公司且享有租稅優惠

由於 $Z_{OY}^B = d \cdot (1 - t_i)$ 且 $Z_{OY}^A = d \cdot (1 - t_i)$ ，因此，改制前後股東實質所得之差額為 $Z_{OY}^A - Z_{OY}^B = 0$ 。

情況(C)：上市公司且未享租稅優惠

由於 $Z_{MN}^B = [(1 - 25\%) \cdot d] = 0.75d$ 且 $Z_{MN}^A = d \cdot (1 - t_i)$ ，因此，改制前後股東實質所得差額為 $Z_{MN}^A - Z_{MN}^B = d \cdot (0.25 - t_i)$ ，其值為正或負，端視股東個人之邊際稅率 t_i 高低而定。

⁶ 實際上只要法定股價的邊際投資人 (marginal investor) 其來自上市公司之股利未超過 27 萬元，我們以下的分析結果仍然適用。

⁷ 依促進產業升級條例規定，重要科技事業及重要投資事業，可選擇適用五年免徵營利事業所得稅或股東投資抵減。本例假設選擇適用五年免徵營利事業所得稅之情況。

情況(D)：上市公司且享有租稅優惠

由於 $Z_{MY}^B = d$ 且 $Z_{MY}^A = d \cdot (1 - t_i)$ ，因此，改制前後股東實質所得之差額為 $Z_{MY}^A - Z_{MY}^B = -d \cdot t_i \leq 0$ 。

我們將上述分析綜合彙總於表一。

表一 兩稅合一實施前後，股東實質所得比較表

公司型態	情況	股東實質所得			改制效果
		兩稅合一前	兩稅合一後	差異	
上櫃公司	未享受租稅優惠	$0.75d(1-t_i)$	$d(1-t_i)$	$0.25d(1-t_i)$	正
	享受租稅優惠	$d(1-t_i)$	$d(1-t_i)$	0	不變
上市公司	未享受租稅優惠	$0.75d$	$d(1-t_i)$	$d(0.25-t_i)$	未定 [†]
	享受租稅優惠	D	$d(1-t_i)$	$-dt_i$	負

[†]改制效果取法於股東個人邊際稅率之高低，若 $t_i > 25\%$ 則效果為負；而 $t_i < 25\%$ 則效果為正。

由表一可以發現四項上市與上櫃市場對「股東可扣抵稅額」反映之差異。第一，實施兩稅合一對於未享受租稅優惠之上櫃公司的股東獲益最高。例如，就個人邊際稅率為 0% 之股東而言，其稅負從過去最高的 25% (公司階段稅負) 降至 0% (完全扣抵)。換句話說，該股東自股利而來之實質所得提高 25%。第二，對已享受租稅優惠之上櫃公司而言，其股東於實施兩稅合一前後，由於公司階段均享受租稅優惠，所以股東之實質所得於改制前後並無差異。第三，對未享受租稅優惠之上市公司而言，雖然「股東可扣抵稅額」會受公司營利事業所得稅率之高低 (本模型假設為 25%) 而影響股東之實質所得，但此時因為股東之股利收入已不再適用 27 萬儲蓄投資特別扣除額，所以兩稅合一對於該股東之實質所得淨影響需視其個人之邊際稅率高低而定。最後，對於已享受租稅優惠之上市公司而言，由於兩稅合一前公司與股東個人均不需繳稅，但於兩稅合一後，因為股東之股利收入已不再適用 27 萬儲蓄投資特別扣除額，所以兩稅合一對股東之實質所得影響為負。⁸

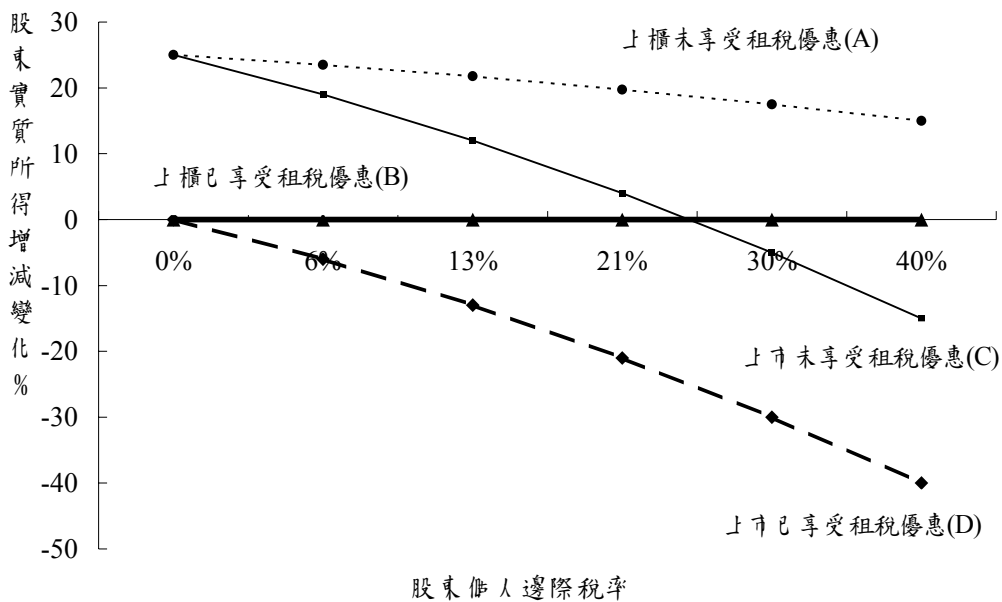
假設股利率 d 等於 100%，在不同的股東個人邊際稅率下 (從 0% 到 40%)，我們可以將表一的「差異」欄描繪於圖一。圖一隱含二項重要的經濟涵義：第一，由於 A 線高於 C 線且 B 線高於 D 線，這意味著不論是否享受租稅優惠，上櫃公司之股東實質所得均較上市公司之股東為大。第二，圖一中的 C 線與 D 線係假設股東於兩稅合一以前來自上市公司之股利全部適用 27 萬免稅的規定；反之，若該股東於兩稅合一以前來自上市公司之股利全部不適用 27 萬免稅的規定，則其實質所得在新稅制前後之變化將與上櫃公司一致，亦即 C 線變為 A 線且 D 線變為 B 線。換句話說，如果股東於兩稅合一以前所取得來自享受租稅優惠之上櫃公司的股利收

⁸ 若股東之利息收入已超過 27 萬，或來自上市公司之股利收入超過 27 萬部分，則兩稅合一對股東之實質所得影響與上櫃公司股東相同。

入，僅部份連冊 27 萬免稅之規定，則其因實行兩稅合一所產生之實質所得變化將介於 C 線 (以前全部連冊 27 萬免稅) 與 A 線 (以前全部不連冊 27 萬免稅) 之間；同樣的道理，如果股東於兩稅合一以前所取得來自未享受租稅優惠之上市公司的股利收入，僅部份連冊 27 萬免稅之規定，則其因兩稅合一之實行所產生實質所得之變化將介於 D 線 (以前全部連冊 27 萬免稅) 與 B 線 (以前全部不連冊 27 萬免稅) 之間。因此，我們預期上櫃市場對於「股東可扣抵稅額」的反應會較上市市場為大。基於上述說明，本研究形成下列假說二：

H2：在其他條件不變下，上櫃股票市場股價對於股東可扣抵稅額的反應大於上市股票市場股價對於股東可扣抵稅額的反應。

圖一 兩稅合一實施前後，不同邊際稅率下股東實質所得變化圖



肆、研究設計

一、分析模式與變數衡量

本研究主要探討股票市場對於「股東可扣抵稅額」之反應。為驗證實證假說，本文以下列二種橫斷面複迴歸分析進行實證研究：

1. 模型一：為了分析未入帳之「股東可扣抵稅額」對公司股價之影響，我們參考過去分析附註揭露之價值攸關性的文獻，採冊下列的權益評價模型，以探討「股東可扣抵稅額」與公司權益價值變化之關係：

$$MVE_i = a + b_1 \cdot BVA_i + b_2 \cdot BVL_i + b_3 \cdot EPS_i + b_4 \cdot ICA_i + b_5 \cdot G_i + e_i \quad (1)$$

其中

MVE_i : 第 i 家公司在 87 年年底或 88 年 4 月底之每股股東權益市價,⁹

BVA_i : 87 年年底第 i 家公司帳列每股資產,

BVL_i : 87 年年底第 i 家公司帳列每股負債,

EPS_i : 87 年度第 i 家公司之稅前每股盈餘,

ICA_i : 各截止日之第 i 家公司揭露之每股「股東可扣抵稅額」,

G_i : 第 i 家公司之成長變數, 定義為 $(87 \text{ 年每股資產} - 83 \text{ 年每股資產})/4$,

e_i : 第 i 家公司之殘差項。

在模型一中, 「股東可扣抵稅額」(ICA) 之係數 b_4 衡量「股東可扣抵稅額」對公司權益價值之影響程度, 可用以測試假說一。若兩稅合一後股價與可扣抵稅額成正相關, 則 b_4 將顯著為正值。為避免殘差與股價相關所產生之異質性 (heteroskedasticity) 問題, 我們採用 White's (1980) 的方法來檢定模型一中殘差項的可能異質性問題。若未通過異質性檢定, 我們以 White's (1980) heteroskedasticity-consistent standard errors 來檢定估計係數之顯著性。¹⁰

在模型一中, 「股東可扣抵稅額」為取自 87 年 12 月 31 日各公司財務報表所揭露之金額。本研究在進行模型一之分析時, 首先以該公司 87 年 12 月 31 日所揭露之「股東可扣抵稅額」(以 $ICA_{87/12/31}$ 表示) 加以衡量。此外, 由於各公司之「股東可扣抵稅額」係基於現金基礎計算而得, 需待公司繳納稅額方始計入「股東可扣抵稅額」帳戶, 因此, 樣本公司於 87 年 12 月 31 日財務報表所揭露之「股東可扣抵稅額」並未包含將於次年 (即 88 年) 方繳納之 87 年度營利事業所得稅, 因此採用 $ICA_{87/12/31}$ 可能低估真實之「股東可扣抵稅額」。基於這個原因, 我們同時將 $ICA_{87/12/31}$ 加計期末應付所得稅 (以 ICA 表示) 納入分析。為確保模型的解釋能力, 以期捕捉完整之權益評價模型, 我們加入成長變數 (G) 做為公司成長之代理變數, 以控制加入該變數與否可能對檢定結果所產生的影響。¹¹

2. 模型二: 為檢驗假說二, 我們進一步將樣本資料分為上市與上櫃公司兩類, 以測試上市及上櫃市場對「股東可扣抵稅額」之反應。為達到此目的, 本研究採用下列的迴歸模型:

⁹ 若以 87 年年底之收盤價為因變數, 其可能的缺點在於所有自變數的資料均為 87 年年報的資料, 但該財務報表之公告通常係於 88 年度 4 月份發生。為了確保市場可以完整獲得所有揭露之資訊, 我們同時採用 88 年 4 月底之收盤價做為另一種衡量因變數的基礎。值得注意的是, 採用 88 年 4 月底的股價可能導致 88 年 1~4 月份之其他雜訊進入分析資料中, 進而影響迴歸分析之檢定效果。因此, 過去研究雖有利用財務報表公佈日做為分析的基礎 (如 Nelson 1996), 但仍有許多研究仍以年底之股價進行分析 (如 Barth et al. 1996 與 Eccher et al. 1996)。為了使本研究的結果更完整, 我們同時考量兩種不同日期 (財務報表日與法定最遲公告日) 之收盤價進入分析模型。

¹⁰ 我們曾經以個別公司之期初股價為權數, 採用加權最小平方方法 (weighted least-squares regression) 進行迴歸分析, 其實證結果與本文之結論相一致。

¹¹ 依據 Daley (1984, 186) 的主張, 以 $(87 \text{ 年每股資產} - 83 \text{ 年每股資產})/4$ 來衡量成長機會, 係基於 Miller-Modigliani (1966) 的 finite period, constant-growth 模型。且過去的評價實證研究才發現該成長變數之係數均顯著為正 (如: Litzenger and Rao 1971; Dukes 1976; Foster 1975; Bowen 1981)。基於此原因, 我們採用 Daley (1984) 的方法來衡量公司的成長機會。

$$MVE_i = a_1 + a_2 \cdot D_i + b_1 \cdot BVA_i + b_2 \cdot BVL_i + b_3 \cdot EPS_i + b_4 \cdot ICA_i + b_5 \cdot D_i \cdot ICA_i + b_6 \cdot G_i + e_i \quad (2)$$

其中 D_i 為一虛擬變數，若某樣本公司 i 為上市（上櫃）公司，則其值為 0 (1)，至於其他變數則與模型一的定義相同。由模型二可知，「股東可扣抵稅額」對上市公司之影響程度為 b_4 ，至於「股東可扣抵稅額」對上櫃公司之影響則以 $b_4 + b_5$ 加以衡量。若假說二成立，則係數 b_5 將顯著大於 0。在考慮殘差異質性的問題後，我們同樣以 White's (1980) 檢定以及其 heteroskedasticity-consistent standard errors 來檢定估計係數之顯著性。

二、樣本選擇與研究期間

由於兩稅合一新稅制係於民國 87 年開始實施，故本研究以 87 年為研究期間。分析資料來源為台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal)。為有效檢定假說，樣本需同時滿足下列五個條件：1. 87 年 12 月 31 日以前為已上市或上櫃之公司，2. 剔除全額交割股，3. 排除非曆年制公司，以獲致較一致之比較基礎，4. 排除性質特殊之金融保險業，5. 剔除未揭露「股東可扣抵稅額」資料之公司。在這些選取樣本的標準下，我們得到 413 家以 $ICA_{87/12/31}$ 為衡量基礎之樣本公司（含上市 336 家，上櫃 77 家）與 467 家以 ICA 為衡量基礎之樣本公司（含上市 379 家，上櫃 88 家）。¹²

伍、實證結果與分析

一、敘述統計量

表二彙總各項變數之敘述統計量。在以 $ICA_{87/12/31}$ 為衡量基礎的 413 家樣本中，上市（上櫃）公司之平均 87 年年底每股權益市價為 \$34.275 (\$30.684)，而其 88 年 4 月底之平均每股權益市價則為 \$35.614 (\$25.988)。每股資產與負債帳面價值平均為 \$27.029 (\$29.720) 及 \$11.502 (\$14.402)，上市與上櫃公司差異不大。至於上櫃公司之「股東可扣抵稅額」、成長機會與每股盈餘平均而言則高於上市公司。至於以 ICA 為衡量基礎的 467 家樣本的敘述統計量，則與以 $ICA_{87/12/31}$ 為衡量基礎的樣本相差不遠。

表三分別報導各變數間之相關係數。該表顯示無論是上市或上櫃公司：1. 雖然每股帳面負債 BVL 與每股權益市價 MVE 呈正相關，與預期符號相反，但其關係並不顯著。我們認為 BVL 與 MVE 未呈現負相關之可能原因，係由於 BVA 分別與

¹² 由於公司係責任有限，所以即使 EPS 為負數之公司，其 MVE 應仍為正值。故就理論而言，迴歸模型之設定應排除負盈餘之樣本進入分析中。但由於 ICA 對於股東的價值是不受 EPS 正負的影響，為了能納入最完整的樣本資料，所以，我們仍將 EPS 為負值的公司納入樣本加以分析。在第 5.2.2 節我們將說明排除 EPS 為負值的樣本對實證結果的影響。

MVE 以及 BVL 呈現顯著正相關，而導致 BVL 與 MVE 呈正相關。當我們在後續的迴歸分析中控制 BVA 之後，BVL 與 MVE 即為負相關（見表五至表八），2. 除了每股帳面值 BVL 外，其他自變數均與每股權益市價 MVE 有顯著的正向關係。整體而言，本研究選取的自變數與 MVE 間具有良好的關係。¹³

表二 各變數敘述統計量[†]

	ICA _{87/12/31} 樣本			ICA 樣本		
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差
Panel A: 上市公司		(N=336)			(N=379)	
MVE ₁₂	34.275	24.100	33.161	33.392	22.800	33.123
MVE ₄	35.614	24.908	35.370	34.822	24.772	34.548
ICA	0.103	0.017	0.171	0.085	0.000	0.158
BVA	27.029	24.715	9.827	27.146	24.701	10.198
BVL	11.502	9.243	8.041	11.860	9.822	8.176
EPS	0.699	0.790	2.774	0.547	0.700	2.832
G	3.303	2.754	2.660	3.290	2.706	2.737
Panel B: 上櫃公司		(N=77)			(N=88)	
MVE ₁₂	30.684	26.800	17.686	29.141	25.400	17.633
MVE ₄	25.988	22.800	15.298	24.870	22.450	15.118
ICA	0.119	0.013	0.293	0.086	0.013	0.140
BVA	29.720	26.847	12.875	29.232	26.501	12.957
BVL	14.402	10.565	11.436	14.459	10.796	11.239
EPS	0.843	0.810	1.753	0.707	0.730	1.785
G	4.591	3.906	3.121	4.382	3.793	3.217
Panel C: 全部公司		(N=413)			(N=467)	
MVE ₁₂	33.606	24.500	30.884	32.591	23.500	30.835
MVE ₄	33.819	24.357	32.780	32.947	23.600	32.032
ICA	0.106	0.017	0.199	0.085	0.000	0.154
BVA	27.531	24.976	10.498	27.539	24.776	10.787
BVL	12.043	9.455	8.831	12.350	9.932	8.879
EPS	0.726	0.810	2.613	0.577	0.710	2.666
G	3.543	3.029	2.793	3.496	2.923	2.862

[†] MVE₁₂ 為 87 年年底之每股權益市價，MVE₄ 為 88 年 4 月底每股權益市價，BVA 為 87 年年底每股帳列總資產，BVL 為 87 年年底每股帳列總負債，EPS 為 87 年度之每股稅前盈餘，ICA_{87/12/31} 為 87 年年底公司揭露之每股「股東可扣抵稅額」，ICA 為 ICA_{87/12/31} 加計 87 年底應付所得稅，G 為成長變數，定義為 (87 年每股資產 - 83 年每股資產) / 4。

¹³ 表三顯示變數 G 與兩種「股東可扣抵稅額」的衡量間可能存在共線性(multicollinearity)的問題，進而影響到本研究之實證結果。在考量此問題之後，我們在進行實證分析時，曾將變數 G 自所有模型中刪除，結果顯示本研究有關「股東可扣抵稅額」的結論，並不會因為加入變數 G 與否而有所改變。

表三 相關係數矩陣[†]Panel A: ICA_{87/12/31} 樣本下各變數之相關係數矩陣

		上市公司(N=336)						
		MVE_12	MVE_4	ICA	BVA	BVL	EPS	G
上 櫃 公 司 (N=77)	MVE_12		0.962	0.448	0.344	0.040	0.615	0.525
	MVE_4	0.917		0.385	0.339	0.044	0.628	0.498
	ICA	0.336	0.235		0.126	-0.069	0.372	0.202
	BVA	0.263	0.191	0.080		0.874	0.209	0.749
	BVL	0.059	0.027	0.055	0.941		-0.106	0.546
	EPS	0.725	0.587	0.245	0.453	0.239		0.291
	G	0.377	0.339	0.177	0.843	0.762	0.393	

Panel B: ICA 樣本下各變數之相關係數矩陣

		上市公司(N=379)						
		MVE_12	MVE_4	ICA	BVA	BVL	EPS	G
上 櫃 公 司 (N=88)	MVE_12		0.959	0.463	0.338	0.048	0.592	0.504
	MVE_4	0.923		0.388	0.337	0.059	0.601	0.482
	ICA	0.543	0.479		0.211	-0.024	0.421	0.286
	BVA	0.298	0.247	0.232		0.872	0.231	0.766
	BVL	0.062	0.046	0.129	0.925		-0.084	0.560
	EPS	0.736	0.622	0.509	0.498	0.254		0.300
	G	0.401	0.376	0.233	0.850	0.742	0.432	

[†]表中斜對角之右上半部為上市公司之相關係數矩陣，而左下半部則為上櫃公司之相關係數矩陣。MVE_12 為 87 年年底之每股權益市價，MVE_4 為 88 年 4 月底每股權益市價，BVA 為 87 年年底每股帳列總資產，BVL 為 87 年年底每股帳列總負債，EPS 為 87 年度之每股稅前盈餘，ICA_{87/12/31} 為 87 年底公司揭露之每股「股東可扣抵稅額」，ICA 為 ICA_{87/12/31} 加計 87 年底應付所得稅，G 為成長變數，定義為(87 年每股資產-83 年每股資產)/4。

二、實證結果

1. 假說一之檢定

為驗證假說一，我們分別就上市公司、上櫃公司與全部樣本依照模型一進行假說檢定，其中表四彙總以 ICA_{87/12/31} 為衡量基礎之實證結果，表五則報導以 ICA 為衡量基礎之實證結果。表四之 Panel A 顯示，無論以 87 年年底之股價 (MVE_12) 或以 88 年 4 月底之股價 (MVE_4) 為因變數，上市公司之 ICA_{87/12/31} 的估計係數均達傳統之顯著水準 (估計係數分別為 35.462 與 22.883, t 值為 2.971 與 2.029)；反之，上櫃公司則無論以 MVE_12 或 MVE_4 為因變數，Panel B 顯示 ICA_{87/12/31} 的估計係數均未達傳統之顯著水準 (估計係數分別為 8.327 與 2.175, t 值為 1.253 與 0.375)。至於其餘控制變數之估計係數的方向則均與理論預期相符，且大部分均達 10% 的水準顯著。整體而言，表四的結果於上市公司的樣本支持本研究的假說一，但上櫃公司的樣本則未能顯著支持假說一。換句話說，台灣上市集中市場的投資人能辨明「股東可扣抵稅額」對投資人具有資產之性質，並反應於股價上。

不計於表四的分析結果，表五之 Panel A 與 Panel B 顯示以 MVE_12 為因變數時，無論上市或上櫃公司，其 ICA 的估計係數均達傳統之顯著水準（估計係數分別為 34.154 與 27.950，*t* 值為 1.719 與 2.379）。這意味著，台灣上市與上櫃市場的投資人能辨明「股東可扣抵稅額」對投資人具有資產之性質，並反應於年底之股價上。然而，若以 MVE_4 為因變數時，雖然 ICA 的估計係數方向與預期相符，但均未達顯著水準。至於其餘控制變數之估計係數的方向則均與理論預期相符。由於 ICA 的衡量同時考慮了 ICA_{87/12/31} 與應付所得稅，所以理論上表五更能捕捉「股東可扣抵稅額」對於企業評價之影響。因此，整體而言，假說一的推論得到實證的支持。亦即，我國的上市與上櫃股票市場均能反映 ICA 對於股東個人財富價值的影響，且以財務報表日的效果最佳。至於以 MVE_4 為因變數之分析不顯著的原因，可能係由於有 88 年 1 月至 4 月份之其他雜訊進入分析資料中，因而影響迴歸分析之檢定效果。

表五 假說一之迴歸檢定結果 - 以 ICA_{87/12/31} 衡量[†]

$$MVE_i = a + b_1 \cdot BVA_i + b_2 \cdot BVL_i + b_3 \cdot EPS_i + b_4 \cdot ICA_i + b_5 \cdot G_i + e_i$$

	截距項	BVA	BVL	EPS	ICA	G	Adj.R ²	F 值
Panel A: 上市公司 (N=336)								
MVE_12								
係數	2.213	1.077	-1.614	3.974	35.462	4.567		
<i>t</i> -值	0.333	1.942*	-2.463**	2.758***	2.971***	4.906***	0.567	88.625***
MVE_4								
係數	2.980	1.147	-1.582	4.964	22.883	4.268		
<i>t</i> -值	0.385	1.767*	-2.099**	3.423***	2.029**	4.466***	0.532	77.130***
Panel B: 上櫃公司 (N=77)								
MVE_12								
係數	19.727	0.231	-0.855	5.958	8.327	2.267		
<i>t</i> -值	2.734***	0.428	-1.721*	6.129***	1.253	2.551**	0.612	24.956***
MVE_4								
係數	23.674	-0.289	-0.390	4.736	2.175	2.668		
<i>t</i> -值	3.368***	-0.503	-0.775	4.379***	0.375	2.576**	0.420	12.021***
Panel C: 全部公司 (N=413)								
MVE_12								
係數	1.981	1.330	-1.947	4.036	23.338	3.679		
<i>t</i> -值	0.350	2.885***	-3.710***	2.924***	2.665***	4.748***	0.544	99.189***
MVE_4								
係數	3.550	1.323	-1.893	4.814	13.283	3.313		
<i>t</i> -值	0.526	2.436**	-3.112***	3.448***	1.620	4.002***	0.486	79.029***

[†]MVE_12 為 87 年年底之每股權益市價，MVE_4 為 88 年 4 月底每股權益市價，BVA 為 87 年底每股帳列總資產，BVL 為 87 年底每股帳列總負債，EPS 為 87 年度之每股稅前盈餘，ICA_{87/12/31} 為 87 年底公司揭露之每股「股東可扣抵稅額」，ICA 為 ICA_{87/12/31} 加計 87 年底應付所得稅，G 為成長變數，定義為 (87 年每股資產 - 83 年每股資產) / 4。*t*-值列中以 * 表示 10% 顯著水準，** 表示 5% 顯著水準，*** 表示 1% 顯著水準(雙尾檢定)。

表五 假說一之迴歸檢定結果 - 以 ICA 衡量[†]

$$MVE_i = a + b_1 \cdot BVA_i + b_2 \cdot BVL_i + b_3 \cdot EPS_i + b_4 \cdot ICA_i + b_5 \cdot G_i + e_i$$

	截距項	BVA	BVL	EPS	ICA	G	Adj.R ²	F 值
Panel A: 上市公司 (N=379)								
MVE_12								
係數	8.693	0.787	-1.343	3.882	34.154	4.329		
t-值	1.100	1.255	-1.929*	2.687***	1.719*	4.718***	0.511	80.102***
MVE_4								
係數	9.493	0.870	-1.317	4.744	15.458	4.079		
t-值	1.148	1.279	-1.711*	3.253***	0.803	4.367***	0.478	70.332***
Panel B: 上櫃公司 (N=88)								
MVE_12								
係數	21.481	0.063	-0.709	5.301	27.950	2.265		
t-值	3.721***	0.140	-1.737*	5.075***	2.379**	2.846***	0.646	32.750***
MVE_4								
係數	21.518	-0.184	-0.440	3.893	22.277	2.383		
t-值	3.666***	-0.381	-1.058	3.283***	1.640	2.565**	0.492	17.840***
Panel C: 全部公司 (N=467)								
MVE_12								
係數	8.843	0.905	-1.514	3.800	34.383	3.546		
t-值	1.427	1.864*	-2.883***	2.730***	2.006**	4.779***	0.504	95.682***
MVE_4								
係數	9.693	0.969	-1.502	4.474	17.334	3.164		
t-值	1.486	1.828*	-2.565**	3.140***	1.016	4.038***	0.447	76.277***

[†]MVE_12 為 87 年年底之每股權益市價，MVE_4 為 88 年 4 月底每股權益市價，BVA 為 87 年底每股帳列總資產，BVL 為 87 年底每股帳列總負債，EPS 為 87 年度之每股稅前盈餘，ICA_{87/12/31} 為 87 年底公司揭露之每股「股東可扣抵稅額」，ICA 為 ICA_{87/12/31} 加計 87 年底應付所得稅，G 為成長變數，定義為 (87 年每股資產 - 83 年每股資產) / 4。t-值列中以 * 表示 10% 顯著水準，** 表示 5% 顯著水準，*** 表示 1% 顯著水準 (雙尾檢定)。

2. 假說二之檢定

基於第 3.2 節及圖一之說明，我們形成假說二：「上櫃股票市場對於股東可扣抵稅額的反應會高於上市股票市場」。為檢定此一假說，我們在模型二中加入一虛擬變數 D (上市者為 0、上櫃者為 1)，以捕捉不同股票市場的相對反應。若估計係數 b₅ 顯著大於 0，則支持假說二。表六顯示在兩種「股東可扣抵稅額」的衡量基礎下，b₅ 的估計係數無論以 MVE_12 或 MVE_4 為因變數，其估計結果均為負值，且至少在 10% 的水準下顯著。很明顯的，表六不僅無法支持假說二，反而得到與預期完全相反的結果。我們猜測有以下三個可能的原因得以解釋此項結果：(1) 分析模型中有遺漏變數 (omitted variable)，(2) 每股盈餘負值的樣本對模型設定的影響，(3) 由於我國上市股票之流動性 (liquidity) 一般來說較上櫃股票為高，因此，上市股票市場對於「股東可扣抵稅額」之反應高於上櫃股票市場可能係受到公司股票流動性高

低所影響。為了檢視這三項可能原因的影響，我們進行額外的分析。首先，由於 Landsman (1986) 及 Barth (1991) 發現市場投資人會將退休金資產及負債視為公司之資產及負債，為避免遺漏變數的問題影響本研究之實證結果，我們將退休金提撥情況 (funding status) 納入分析模型。在考慮退休金資產與負債可能存在的共線性問題後，我們以公司所揭露之退休金負債與基金資產公平市價相減後之淨額衡量其提撥狀況。¹⁴ 其次，針對負盈餘樣本對模型設定之可能影響，我們排除了負盈餘之樣本後重新分析(原 ICA_{87/12/31} 樣本排除 106 筆資料，原 ICA 樣本排除 137 筆資料)。但無論加入淨退休提撥狀況或刪除負盈餘樣本，並不會改變本研究在本節所得到的無法支持假說二的結論。¹⁵

表六 假說二之迴歸檢定結果[†]

Panel A: 以 ICA_{87/12/31} 衡量 (N=413)

截距項	D	BVA	BVL	EPS	ICA	D·ICA	G	Adj.R ²	F 值
MVE ₁₂									
係數	4.811	-4.430	1.060	-1.700	4.013	36.742	-30.097	4.068	
t-值	0.838	-1.930*	2.276**	-3.194***	2.964***	3.163***	-2.228**	5.122***	75.656***
MVE ₄									
係數	8.451	-10.605	0.939	-1.512	4.858	26.186	-28.502	3.964	
t-值	1.251	-4.003***	1.728*	-2.516**	3.584***	2.378**	-2.412**	4.713***	63.777***

Panel B: 以 ICA 衡量 (N=467)

截距項	D	BVA	BVL	EPS	ICA	D·ICA	G	Adj.R ²	F 值
MVE ₁₂									
係數	11.451	-5.735	0.735	-1.346	3.909	37.058	-16.393	3.844	
t-值	1.791*	-2.385**	1.485	-2.530**	2.818***	1.965**	-1.658*	4.989***	70.423***
MVE ₄									
係數	14.538	-11.218	0.665	-1.207	4.670	20.766	-21.001	3.712	
t-值	2.181**	-4.330***	1.244	-2.063**	3.324***	1.144	-1.819*	4.633***	60.008***

[†]MVE₁₂ 為 87 年年底之每股權益市價，MVE₄ 為 88 年 4 月底每股權益市價，D 為虛擬變數(上市公司為 0，上櫃為 1)，BVA 為 87 年底每股帳列總資產，BVL 為 87 年底每股帳列總負債，EPS 為 87 年度之每股稅前盈餘，ICA_{87/12/31} 為 87 年底公司揭露之每股「股東可扣抵稅額」，ICA 為 ICA_{87/12/31} 加計 87 年底應付所得稅，G 為成長變數，定義為(87 年年股資產-83 年年股資產)/4。t-值列中以 * 表示 10% 顯著水準，** 表示 5% 顯著水準，*** 表示 1% 顯著水準(雙尾檢定)。

最後，為了驗證股票流動性高低對於「股東可扣抵稅額」評價價值之影響，我們構建一個新的虛擬變數 T。若流動性低，則令 T 值為 0；反之，則為 1。對於流動性高/低的測度，我們分別以「股票年成交金額」、「股票年成交股數」與「股票進

¹⁴ Landsman (1986) 採用退休金負債與基金資產公平市價相減後之淨額來解決共線性的問題。唐朝貴(1997)之研究才發現退休基金資產之公平價值與既得給付義務、累積給付義務與預計給付義務間均有顯著的共線性(檢定達 1% 顯著水準)。

¹⁵ 宥於篇幅的限制，我們並未報導加入淨退休金提撥狀況與刪除負盈餘樣本之實證結果。有興趣的讀者，可以與作者聯繫，我們相當樂意提供實證的數據。

轉率」之中位數與四分位數分別加以衡量。¹⁶ 以「股票年成交金額」之分組為例，若以中位數加以分組，則當某公司之股票年成交金額高（低）於所有公司股票年成交金額之中位數時，其 T 值為 1 (0)；若以四分位數加以分組，則當該公司之股票年成交金額高（低）於所有公司股票年成交金額之第三（一）個四分位數時，其 T 值為 1 (0)。我們首先利用下列模型三檢驗股票流動性高低是否對於「股東可扣抵稅額」的評價價值有所影響：

$$MVE_i = a + b_1 \cdot BVA + b_2 \cdot BVL + b_3 \cdot EPS + b_4 \cdot ICA_i + b_5 \cdot T_i \cdot ICA_i + b_6 \cdot G_i + e_i \quad (3)$$

若模型三中之估計係數 b_5 顯著大於 0，則支持我們對於股票流動性會影響「股東可扣抵稅額」評價的猜測。表七顯示以「股票年成交金額」做為流動性高低之衡量基礎的實證結果。我們發現，無論採用何種「股東可扣抵稅額」($ICA_{87/12/31}$ 或 ICA) 的衡量基礎或股價衡量日 (MVE_{12} 或 MVE_4)， b_5 的估計係數均得到正值的結果，且至少達 5% 之顯著水準。¹⁷ 這個實證結果意味著，股票流動性的高低確實會影響「股東可扣抵稅額」之評價。

基於表七的實證結果，我們進一步以下列模型四來重新測試假說二：

$$MVE_i = a_1 + a_2 \cdot D_i + a_3 \cdot T_i + b_1 \cdot BVA + b_2 \cdot BVL + b_3 \cdot EPS + b_4 \cdot ICA_i + b_5 \cdot T_i \cdot ICA_i + b_6 \cdot D_i \cdot ICA_i + b_7 \cdot G_i + e_i \quad (4)$$

模型四不僅反映出上市與上櫃公司有不同的截距項，也同時控制股票流動性高低對於「股東可扣抵稅額」之影響。因此，同樣為低股票流動性之樣本（即 $T=0$ ），「股東可扣抵稅額」對上市（或上櫃）公司權益價值之影響為 b_4 （或 b_4+b_6 ）；而對於高股票流動性之樣本（即 $T=1$ ），「股東可扣抵稅額」對上市（或上櫃）公司權益價值之影響為 b_4+b_5 （或 $b_4+b_5+b_6$ ）。所以，我們可以利用模型四中的估計係數 b_6 是否顯著大於 0 來重新檢定假說二。表八報導以「股票年成交金額」區分流動性高低後，所得到之模型四迴歸估計結果。

¹⁶ 經分析以 ICA 為基礎的 464 家（以 $ICA_{87/12/31}$ 為基礎的 410 家）樣本，我們發現上市與上櫃公司股票之股票年成交金額之平均數分別為 67,376 (69,311) 與 4,067 (4,398) 佰萬元；股票年成交股數之平均數分別為 1,362 (1,379) 與 105 (108) 佰萬股，邊轉率（定義為：成交股數/流通股數 $\times 100\%$ ）之平均數分別為 327.75% (326.64%) 與 87.20% (89.33%)，其差異均於 1% 水準下顯著。

¹⁷ 若以「股票年成交股數」與「股票邊轉率」做為流動性高低之衡量基礎，我們獲得與表七完全相反的結論。此外，無論以中位數與四分位數加以分組，都不會影響我們對於股票流動性對於「股東可扣抵稅額」評價影響之猜測。宥於篇幅的限制，我們僅報導以「股票年成交金額」之中位數區分流動性高低之分析結果。對於以其他流動性衡量基礎分組之實證結果，歡迎有興趣的讀者與我們聯繫。

表二 模型三之迴歸分析結果-以交易金額觀點測評違轉性效果[†]

$$MVE_i = a + b_1 \cdot BVA_i + b_2 \cdot BVL_i + b_3 \cdot EPS_i + b_4 \cdot ICA_i + b_5 \cdot T_i \cdot ICA_i + b_6 \cdot G_i + e_i$$

	截距項	BVA	BVL	EPS	ICA	T·ICA	G	Adj. R ²	F 值
Panel A: 以 ICA_{87/12/31} 為衡量基礎 (N=410)									
MVE_12									
係數	4.818	1.052	-1.641	4.396	12.626	32.252	3.733		
t 值	0.834	2.223**	-3.074***	3.045***	1.563	2.300**	4.886***	0.564	89.089***
MVE_4									
係數	6.589	1.024	-1.563	5.059	1.448	36.238	3.411		
t 值	0.950	1.817*	-2.503**	3.468***	0.198	2.726***	4.185***	0.500	69.261***
Panel B: 以 ICA 為衡量基礎 (N=464)									
MVE_12									
係數	10.704	0.762	-1.360	4.154	16.595	26.285	3.574		
t 值	2.445**	2.367**	-4.234***	8.282***	1.534	2.175**	5.998***	0.515	82.790***
MVE_4									
係數	11.733	0.813	-1.334	4.735	-3.166	30.915	3.231		
t 值	1.715*	1.466	-2.195**	3.154***	-0.186	1.996**	4.168***	0.453	64.807***

[†]MVE_12 為 87 年年底之每股權益市價，MVE_4 為 88 年 4 月底每股權益市價，T 為虛擬變數(交易金額低者為 0，高者為 1)，BVA 為 87 年年底每股帳列總資產，BVL 為 87 年年底每股帳列總負債，EPS 為 87 年度之每股稅前盈餘，ICA_{87/12/31} 為 87 年年底公司揭露之每股「股東可扣抵稅額」，ICA 為 ICA_{87/12/31} 加計 87 年底應付所得稅，G 為成長變數，定義為(87 年每股資產-83 年每股資產)/4。t-值列中以*表示 10% 顯著水準，**表示 5% 顯著水準，***表示 1% 顯著水準(雙尾檢定)。

表八 模型B之迴歸分析結果-以交易金額觀點測評違轉性效果[†]

$$MVE_i = a_1 + a_2 \cdot D_i + a_3 \cdot T_i + b_1 \cdot BVA + b_2 \cdot BVL + b_3 \cdot EPS + b_4 \cdot ICA_i + b_5 \cdot T_i \cdot ICA_i + b_6 \cdot D_i \cdot ICA_i + b_7 \cdot G_i + e_i$$

	截距項	D	T	BVA	BVL	EPS	ICA	T·ICA	D·ICA	G	Adj. R ²	F 值
Panel A: 以 ICA_{87/12/31} 為衡量基礎 (N=410)												
MVE_12												
係數	5.984	-4.174	0.189	0.951	-1.546	4.368	26.048	17.792	-19.682	3.998		
t 值	1.029	-1.594	0.077	1.994**	-2.893***	3.019***	1.692*	0.925	-1.188	5.050***	0.568	60.757***
MVE_4												
係數	9.765	-10.825	-0.361	0.843	-1.402	5.067	14.968	18.935	-17.489	3.955		
t 值	1.433	-3.461***	-0.126	1.493	-2.254**	3.493***	1.056	1.082	-1.211	4.721	0.517	49.715***
Panel B: 以 ICA 為衡量基礎 (N=464)												
MVE_12												
係數	12.079	-5.083	1.175	0.645	-1.246	4.235	24.630	15.168	-5.425	3.780		
t 值	1.880*	-2.027**	0.444	1.279	-2.310**	2.870***	1.249	0.664	-0.274	4.942***	0.517	56.021***
MVE_4												
係數	14.821	-10.570	1.331	0.591	-1.120	4.866	12.823	9.720	-13.860	3.677		
t 值	2.162**	-3.770***	0.464	1.071	-1.872*	3.251***	0.633	0.471	-0.660	4.611***	0.469	46.507***

[†]MVE_12 為 87 年年底之每股權益市價，MVE_4 為 88 年 4 月底每股權益市價，D 為虛擬變數(上市公司為 0，上櫃為 1)，T 為虛擬變數(交易金額低者為 0，高者為 1)，BVA 為 87 年底每股帳列總資產，BVL 為 87 年底每股帳列總負債，EPS 為 87 年度之每股稅前盈餘，ICA_{87/12/31} 為 87 年底公司揭露之每股「股東可扣抵稅額」，ICA 為 ICA_{87/12/31} 加計 87 年底應付所得稅，G 為成長變數，定義為(87 年每股資產-83 年每股資產)/4。t-值列中以 * 表示 10% 顯著水準，** 表示 5% 顯著水準，*** 表示 1% 顯著水準(雙尾檢定)。

表 8 顯示，無論採用何種「股東可扣抵稅額」(ICA_{87/12/31} 或 ICA) 的衡量基礎或股價衡量日 (MVE_12 或 MVE_4)， b_6 的估計係數均不顯著。¹⁹ 有別於表 6 所得與假說二完全相反的實證結果，表 8 顯示在控制股票流動性後，「股東可扣抵稅額」對於上市與上櫃公司之權益評價並無顯著之差異。由於假說二之構建係基於我國新增所得稅法第 17 條之 3 的規定 (即：投資人於兩稅合一後所取得上市公司之股利，不再適用 27 萬儲蓄投資特別扣除額)，方使得相反的「股東可扣抵稅額」對於股東扣繳影響的效果，以上櫃公司股票較高，因此，表 8 的實證結果意味著，我國所新增之所得稅法第 17 條之 3 的規定，對於上市或上櫃公司之「股東可扣抵稅額」的評價並無實質差異。

陸、結論

兩稅合一制度之基本精神為公司營利事業階段所繳納之營利事業所得稅，於個人股東獲配股利時，可抵繳個人綜合所得稅。所以就股東而言，營利事業階段所繳納之營利事業所得稅可視為營利事業發放股利予股東前之扣繳稅款，故可視為預付款項，具有資產之性質。惟我國財務會計準則仍循舊制列為費用，而僅以附註方式揭露股東之可扣抵金額，這提供我們一個很好的機會來探討資本市場是否將企業所揭露之「股東可扣抵稅額」視為資產，並將其納入企業評價過程中。亦即，我們可以利用此揭露資訊來解釋股票市場之公司股價，以探究「股東可扣抵稅額」之揭露是否具有價值攸關性。此外，基於上櫃股票市場之重要性與日俱增以及新修正所得稅法第 17 條之 3 所造成「股東可扣抵稅額」對於上市與上櫃公司股東之影響不同，本文亦進一步檢視財務報表附註揭露之「股東可扣抵稅額」資訊，對於我國上市與上櫃股票市場之投資人是否具有價值攸關性。

依據兩稅合一對於股東之實質影響，我們預期無論在上市或上櫃股票市場中，兩稅合一實施後股價與「股東可扣抵稅額」間應呈現正向關係；我們進一步基於修正後所得稅法來構建數學模型，並預期上櫃公司對於「股東可扣抵稅額」之反應比上市公司較大。實證結果有以下重要的發現。第一，「股東可扣抵稅額」之揭露資訊無論在上市或上櫃股票市場，均具有價值攸關性。第二，我們發現「股東可扣抵稅額」的價值攸關性會受到資本市場中個別公司股票流動性高低所影響。最後，在考慮股票流動性 (以年成交量、年成交值與股票邊轉率加以衡量) 之後，我國所新增之所得稅法第 17 條之 3 的規定，對於上市或上櫃公司之「股東可扣抵稅額」的評價並無實質差異。

¹⁹ 附註 17，我們以「股票年成交股數」與「股票邊轉率」做為流動性高低之衡量基礎，獲得與表 8 完全相反的結論。此外，無論以中位數與四分位數加以分組，才不會影響我們的結論。宥於篇幅的限制，我們僅報導以「股票年成交金額」區分流動性高低之分析結果。對於以其他流動性衡量基礎分組之實證結果，歡迎有興趣的讀者與我們聯繫。

參考文獻

- 王建，1965，法人所得稅問題之研究，國立政治大學財政研究所未出版碩士論文。
- 林壽山、李素蘭與俞必勤，1997，台灣中小企業營利事業所得稅負之研究，財稅研究，第29卷第2期。
- 孫克難，1985，台灣地區實施兩稅合併之可行性分析，台灣銀行季刊第三十六卷第一期：275-296。
- 許崇源、俞洪昭、洪盈斌與戚務夫，2000，兩稅合一制度對公司屬性與股票報酬關聯性之影響，會計評論，第32卷：81-101。
- 許嘉棟、張慶輝與鄭彥輝，1989，營利事業所得稅與綜合所得稅兩稅合一影響之一般均衡動態模擬分析，賦稅改革委員會專題研究報告30。
- 陳聽安與蘇建榮，1997，兩稅合一制度及其效果之分析，兩稅合一研討會實錄，孫運璿學術基金會贊助，中華經濟研究院編印：13-54。
- 經濟革新委員會財稅組，1985，採行兩稅合一制所得稅可行性之研究，稅務旬刊，第1212期：5-16。
- 詹朝貴，1997，退休金公報規定揭露項目與股價關聯性之研究，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 證券櫃檯月刊，2000，歷年上櫃股票統計，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心出版，第45期：26。
- 蘇導民，1986，我國採行兩稅合一之一般均衡分析，國立政治大學財政研究所未出版碩士論文。
- Amir, E. 1993. The market valuation of accounting information: The case of postretirement benefits other than pensions. *The Accounting Review* 68 (October): 703-724.
- _____, and B. Lev. 1996. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics* 22 (August): 3-30.
- _____, M. Kirschenheiter, and K. Willard. 1997. The valuation of deferred taxes. *Contemporary Accounting Research* 14 (Winter): 597-622.
- Ayers, B. C. 1998. Deferred tax accounting under SFAS No. 109: An empirical investigation of its incremental value-relevance to APB No.11. *The Accounting Review* 73 (April): 195-212.
- Barth, M. 1991. Relative measurement errors among alternative pension assets and liability measures. *The Accounting Review* 66 (July): 433-463.
- _____, and M. McNichols. 1994. Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to superfund sites. *Journal of Accounting Research* 32 (Supplement): 177-209.

- Barth, M., W. Beaver, and W. Landsman. 1996. Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS No. 107. *The Accounting Review* 71 (October): 513-537.
- Beaver, W., A. Christie, and P. Griffin. 1980. The information content of SEC replacement cost disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 7 (June): 127-157.
- _____, and S. Ryan. 1985. How well do Statement No. 33 earnings explain stock returns? *Financial Analysts Journal* 41 (September/ October): 66-71.
- Bernard, V., and R. Ruland. 1987. The incremental information content of historical cost and current cost income numbers: Time-Series analyses for 1962-1980. *The Accounting Review* 62 (October): 707-722.
- Bowen, R. M. 1981. Valuation of earnings components in the electric utility industry. *The Accounting Review* (January): 1-22.
- Chi, W. C., H. C. Yu, and C. Y. Hsu. 2001. The nature of corporate income tax under full imputation tax regime-A test of the functional fixation. Working paper, National Chengchi University.
- Daley, L. 1984. The valuation of reported pension measures for firms sponsoring defined benefit plans. *The Accounting Review* 59 (April): 177-198.
- Dukes, R. 1976. An investigation of the effects of expensing research and development costs on securities prices. *Proceedings of Conference on Topical Research in Accounting*: 147-193.
- Eccher, E., K. Ramesh, and S. Thiagarajan. 1996. Fair value disclosures by bank holding companies. *Journal of Accounting and Economics* 22 (August-December): 79-117.
- Foster, G. 1975. Accounting earnings and stock prices of insurance companies. *The Accounting Review* (October): 686-698.
- Hughes II, K. E. 2000. The value relevance of nonfinancial measures of air pollution in the electric utility industry. *The Accounting Review* 75 (April): 209-228.
- Landsman, W. 1986. An investigation of pension fund property rights. *The Accounting Review* 61 (October): 662-691.
- Litzenberger, R., and C. Rao. 1971. Estimates of the marginal rate of time preference and risk aversion of investors in electric utility shares: 1960-1966. *The Bell Journal of Economics and Management Science* (Spring): 265-277.
- Lobo, G., and I. Song. 1989. The incremental information in SFAS No. 33 income disclosures over historical cost income and its cash and accrual components. *The Accounting Review* 64 (April): 329-343.
- Nelson, K. 1996. Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS No. 107. *The Accounting Review* 71 (April): 161-182.

White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heterosedasticity. *Econometrica* 48: 817-838.