臺大管理論叢 2009/9
第19卷 第S2期 215-248

最低稅負制對股市反應之實證研究

Stock Market Reaction to the Alternative Minimum Tax Policy

汪瑞芝／國立台北商業技術學院會計資訊系教授
Jui-Chih Wang, Professor, Department of Accounting Information, National Taipei College of Business

陳明進／國立政治大學會計系教授
Ming-Chin Chen, Professor, Department of Accounting, National Chengchi University

Received 2007/7, Final revision received 2009/7

摘要

本研究為探討「最低稅負制」自財政部研擬草案至立法院通過，對股票市場的影響，進行事件研究，檢測此一增稅法案是否帶給股市負向的影響。同時，本文也分析企業特性與此一累積報酬之間的關聯性，檢測目前享有租稅優惠、高員工配股以及免稅所得的公司是否受到的影響較大。本研究實證結果發現，在最低稅負制政策的演變期間，股票市場普遍反應出負向的累積異常報酬，顯示企業將最低稅負制視為是一個加稅政策。再者，員工分紅高的公司以及擁有較高投資損益的免稅所得公司所受到最低稅負制的影響較大，因此，其股價呈現顯著負向累積異常報酬也較大，且此一反應在電子產業更為顯著。

【關鍵字】最低稅負、租稅優惠、免稅所得

Abstract

Using event study method, this paper examines the effect of the policy of implementing Alternative Minimum Tax (AMT) on stock returns of listed companies and investigates the relationship between firm characteristics and abnormal stock returns during the event period of the AMT legislation process. The results of this study show that the stock market reacted to the AMT policy as a tax-increasing event, resulting in negative abnormal returns. Further, Companies distributing greater employee bonus and tax-exempt investment income experienced greater negative abnormal returns during the AMT event period, and the negative impacts of employee bonus and tax-exempt income were more salient for the electronics industry than the other industries.

【Keywords】alternative minimum tax, tax incentives, tax-exempt income

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、研究動機與目的

我國近十年來政府財政赤字逐漸惡化，政府支出以稅收來支應的比例逐漸下降，依賴其他收入及債務的比例逐漸增加。歸究其原因，政府不斷擴大租稅優惠，造成長期以來的稅基侵蝕是一項重要的原因。在租稅公平的原則上，租稅優惠措施應只能是短期的激勵措施，不宜長期實施存在，否則不僅會讓國家財政赤字嚴重，也會僵化國家財政結構，失去回復賦稅依存度 (註[1]) 的功能。在我國現行法令下，證券及土地的資本利得免稅以及針對獎勵投資的優惠措施太多，加上個人身份別與職業別普遍享受的減免優惠，皆違反所得稅的公平正義。

鑑於國內租稅優惠措施的擴大，租稅負擔不公平有日益惡化的現象，政府基於維護租稅公平，確保國家稅收，建立營利事業及個人所得稅負擔對國家財政之基本貢獻，乃著手立法最低稅負制 (Alternative Minimum Tax；AMT)，立法院於民國 94 年 12 月 9 日三讀通過所得基本稅額條例，並於民國 95 年 1 月 1 日起正式施行。營利事業所得超過二百萬元以上的公司，需加徵最低稅負；符合促進產業升級條例免徵營利事業所得稅之所得額、證券交易所得以及員工分紅之股票市值超過面值部分均需納入課稅所得額計算最低稅負額。此一所得基本稅額條例草案是我國繼民國 74 年實施加值型營業稅制後，20 年來立法院所通過的課稅法案，特別是其實施對享有較多租稅減免的企業與個人，帶來的課稅衝擊與影響，值得留意探討。

過去研究稅制變革對企業股價之影響已有諸多文獻，相關研究包括土地增值稅減半對股市反應之研究 (林世銘、陳明進、蔡天俊，2000; 汪瑞芝、陳明進、林世銘，2005) 以及兩稅合一對股價行為之探討 (林世銘、陳明進、李存修，2001)。惟上述研究探討之稅制變動屬於「減稅之政策」。而政府「加稅政策」往往不容易實施，過去研究「土地增值稅按實質價格課稅」對股價的影響，也僅止於草案制定過程，並未真正實施。因此，本文探討實施最低稅負制乃近年來唯一基於租稅公平之原則，對於繳納稅負偏低企業加稅之租稅政策。因此，其實施之影響是否與預期相符，會對於繳納租稅較低企業的股價造成不利之影響，乃一值得研究之議題。

租稅課徵乃現代國家必要之財政手段，政府應該提供的是一個公平合理的租稅制度，亦即營造一個「低稅率及廣稅基」的租稅環境。目前台灣欲進行整體租稅改革有政策性的困難，最低稅負制適時通過此一所得稅補充性的措施，不僅能為政府帶來稅收，租稅負擔不均問題亦能獲得解決。但最低稅負制草案在擬定過程中，不乏有企業界反對的聲浪，民國 94 年 9 月 1 日當行政院會通過最低稅負制草案時，工商協進

註[1] 賦稅依存度 (賦稅收入占歲出比率) 為 57.16%，而賦稅負擔率 (賦稅收入占國民所得毛額比率) 已降至 12.5%。

臺灣大學學術期刊資料庫

會理事長黃茂雄代表企業界表達立法院能考慮企業界需求 (謝偉姝，2005b)，修改行政院草擬的法案，給企業界較長的緩衝期。本研究目的主要欲探討此一「最低稅負制」草案自財政部研擬過程至立法院通過，對股票市場的影響，進行事件研究，檢測此一增稅法案是否帶給股市負向的累積異常報酬。同時也探討企業特性與此一累積報酬率之間的關聯性，檢測目前享有較多免稅所得的項目、多項租稅優惠的電子產業或者是員工分紅比率高的公司是否所受到的影響較大，即探討不同的公司特性是否受此一草案的影響程度有所不同。

本研究共分五節，第一節說明本文之研究動機與目的。第二節除了簡介最低稅負制外，並歸納國內外關於租稅政策對於股價反應之相關研究。第三節研究方法主要在說明所選取之事件日、發展假說、建立實證模式與定義變數，以及說明樣本期間與選樣標準。第四節說明實證結果與額外分析。最後第五節為本文之結論與研究限制。

貳、文獻探討

一、最低稅負制之介紹

為防杜個人或企業享有過度的租稅優惠，規避其基本應有的納稅義務，美國於 1969 年租稅改革中，初次引進附加性最低稅負 (Add-on Minimum Tax)，針對一些常被用到的租稅優惠項目另外加徵一定比率的最低稅負。由於美國財政部發現高所得者，仍可規避所得稅負，課稅效果不如預期，曾巨威與朱琇妍 (2004) 認為附加性最低稅負制變成過度使用租稅優惠下，另外課徵的貨物稅，雖可以減少租稅優惠的金額，卻無法直接建立稅收與所得間的關係。再者，由於租稅優惠中對於遞延項目與完全免稅額無明顯區分。免稅額不會計入所得額計算；但遞延所得卻會在日後計入所得額計算，以一般所得稅稅率課稅。當遞延期間結束後，遞延優惠必須同時負擔附加性最低稅負與一般所得稅稅負。最後加上必須對納稅義務人稅籍資料重新計算，過程太過複雜，造成高所得者仍然可以藉機短報課稅所得，故稅收效果不彰。

因此，美國於 1986 年的租稅改革法案中，改以替代性最低稅負 (Alternative Minimum Tax；AMT)，AMT 是一種預付稅制，當公司日後繳納的一般所得稅稅負增加時，納稅義務人可以扣抵稅款，在此制度之下，所計算的稅負普遍比一般所得稅制為高，再加上 AMT 制下，禁止公司過度使用租稅抵減，用以抵銷 AMT 稅負，故一般而言，AMT 有增加稅負的效果。替代性最低稅負的稅基乃根據未扣除營業淨損前之課稅所得，加上特定租稅優惠，另再扣除一定的免稅額計算，最後取最低稅負制及一般所得稅制中較大者課徵所得稅。由於美國最低稅負制訂定當時未考慮通貨膨脹調整之因素，使得歷年來適用最低稅負制度的納稅義務人實質所得逐年降低，大部分中等所得者亦會適用 AMT 稅制，使得 AMT 由階級稅演變成大眾稅，但課徵稅額佔整體稅收比率並不高。因此，林世銘、陳明進、葛克昌與朱澤民 (2005) 建議訂定最低稅

臺灣大學學術期刊資料庫

負時應提高免稅額之金額，減少適用最低稅負的對象，讓最低稅負制課徵對象為高所得且少繳稅者。

我國於民國 95 年 1 月 1 日起實施最低稅負制，所採行的課稅方式亦為替代性最低稅負，是在常規稅制之外，將租稅減免所得計入最低稅負制計算課稅所得額之稅基後，另行計算出暫時性最低稅負額，再與常規稅制計算之稅負相比較，如果暫時性最低稅負較高，則納稅義務人應就其不足部分，補繳最低稅負之稅額；反之，如果暫時性最低稅負較低，則納稅義務人無須補繳最低稅負。最低稅負最大的特色，是將目前企業與個人享有租稅減免的所得，還原合併計入課稅所得後，再另課以一道最低稅負，免稅所得愈多者，愈需額外再繳一筆最低稅負。

最低稅負的稅率訂定過程：從行政院最早版本建議在 5% 至 12%間 (謝偉姝 2005a)，經濟部長何美玥公開建議在 5%~7.5% 間 (黃玉珍、謝偉姝、陳令軒，2005)，亦出現多次的討論與爭議，林世銘 (2005a, 2005b) 探討在稅收平衡的前提下，建議我國最低應納稅額之稅率應訂為 10%，此稅率所補徵之稅額與未分配盈餘所加徵 10% 稅額最為接近，且每年只有不到 1% 的企業被補徵最低應納稅額，對企業的衝擊不致於太大。最終由立法院三讀通過所得基本稅額條例，根據規定營利事業最低稅負的免稅額為 200 萬元，稅率為 10% 至 12%，個人的免稅額為 600 萬元，稅率為 20%，並於民國 95 年 1 月 1 日實施最低稅負制。

二、租稅政策對於資本市場之影響

在美國資本利得是需課徵所得稅，當稅率調降或是課稅方式改變時對資本市場將產生一定的影響。Blouin、Raedy 與 Shackelford (2002) 探討美國內務局 1998 年重建法案中，將投資者持有股票達一年且未滿 18 個月時，降低資本利得的邊際稅率由 28% 至 20%，是否對股價報酬與交易量產生影響。實證結果顯示，初次公開發行的公司，相對於非初次上市的公司，其股東可立即享有稅率降低的利益，其租稅誘因使得公司在宣告稅率降低當日的股票成交量大增，且股價平均下跌 1.3%。Lin 與 Zeng (2005) 則探討加拿大聯邦政府於 1985 年將個人一生累積資本利得免稅額上限訂在 $500,000，對股價報酬及成交量的影響。研究結果發現，加拿大政府對於資本利得免稅額的設限，造成此事件日宣告前三日，交易所之大盤指數連續下跌，產生負向的異常報酬，但股票成交量卻在事件宣告日前四日及後五日大增。

國內近年來研究稅制變動對於資本市場影響的實證研究多與「兩稅合一制」與「土地增值稅」研究有關。林世銘等人 (2001) 探討我國實施兩稅合一前後，上市公司在股票除息 (權) 日，是否可以獲得超額利潤現象。實證結果顯示，兩稅合一降低股利所得之稅負，讓投資人從事除權 (息) 日套利行為增加，且除權 (息) 股利愈多，除權 (息) 後的股價相對愈低，會使得投資人投資股票的意願增加，使得除權 (息) 日的所獲

臺灣大學學術期刊著作

得超額報酬提高；該文實證結果亦發現，當公司稅額扣抵比率愈高，其股東參與除權(息) 交易所能獲得超額報酬亦提高。

戚務君、俞洪昭與許崇源 (2002) 探討股東可扣抵稅額、企業有效稅率與邊際股東損益兩平稅率的相互關係，模型分析結果顯示兩稅合一後，就現金股利除息而言，若公司之有效稅率愈高，其邊際股東之個人損益兩平稅率亦愈高，表示在考量租稅效應之後，投資人參與除息是有利的；就股票股利除權而言，租稅效應無論在股價有「填權」或「貼權」的情況下均會發生，因為股東可扣抵稅額所帶來的財富效果，即使股東因貼權而產生名目上的虧損，也將使得股東的實質稅後損失減少，甚至產生稅後的利益，該項利益會因有效稅率愈高而愈大，亦即邊際稅率愈低的股東，所能容忍的稅前虧損金額是愈大的。

由於我國土地增值稅是以政府的公告現值課徵，採取高度的累進稅率，因此容易造成短期炒作地價的增值稅負較輕，但長期持有者的累進稅率過高。因此有關土地增值稅制改革的影響頗受到學術研究重視。林世銘等人 (2000) 探討民國 81 年行政院擬將土地增值稅改按「實際成交價格課徵」此一利空提案對市場股價是否有異常報酬的反應進行事件研究。研究結果顯示，當行政院院會通過「土地交易按實際價格課徵土地增值稅」草案時，負債比率較高的上市公司，其股票異常報酬率低於負債比率低的上市公司；而且，在此一事件期間內，賣空負債比率較高之上市公司股票，可獲得正的異常報酬率。而當土地交易按實價課稅政策不能實施導致當時財政部王建煊部長因此請辭時，土地佔資產比率較高的上市公司，其股票累積異常報酬率高於土地佔資產總額比率低的上市公司；而且，在此期間內，買空土地佔資產比率較高之上市公司股票，可獲得正的異常報酬率。

相較於上述土地增值稅利空提案，汪瑞芝等人 (2005) 針對土地增值稅減半兩年的利多政策進行事件研究，以探討此一土地租稅政策的演變是否為上市公司帶來利多消息之反應。實證結果顯示，市場可能預期政府採取的土地增值稅減半措施將有助於刺激不動產活絡，股票市場也反映此項利多的消息，所以在消息宣布時普遍均有顯著的股票異常報酬。而受惠於此項減稅措施之公司特性為土地持有比率及負債比率較高的公司，則有較高的股票異常報酬率。另外，由於營建業龐大的土地資本，因減稅措施而增加土地流通機會，以及金融保險業金融資產品質提高的重大效益，使得此電子產業以及金融保險業有較高的股票異常報酬率。

上述的文獻探討顯示，當租稅政策改變時，市場對於企業預期未來稅負對於未來現金流量將產生影響，且會反映在公司股價的表現，而產生異常之報酬。由於最低稅負制的實施，對於企業可能享有的租稅優惠環境規範仍須繳納一定的基本稅負，因此對於享有租稅優惠較多的企業，將會影響其未來租稅成本的現金流量，因此本研究將探討「最低稅負制」事件之演變對上市公司股價之影響，並分析股價異常報酬與企

臺灣大學學術 論文資料庫

業特性之關聯性。

參、研究方法

有關本研究事件日之選擇、假說發展與變數衡量、實證模型及資料來源等說明如下：

一、事件日之選取

有關最低稅負制政策形成從 94 年 2 月 21 日財政部向當時行政院長謝長廷初步簡報最低稅負制的實施構想，並獲得支持之後，財政部林全部長即展開與企業界人士座談以及與立法院財政委員會協商，並於民國 94 年 9 月提出「最低稅負制」，隨後不到三個月由立法院於民國 94 年 12 月 9 日三讀通過，並於民國 95 年 1 月 1 日落實此一稅制改革。本研究蒐集報紙對此相關的重要事件日報導，內容摘錄如表 1。

表 1 最低稅負制草擬過程媒體報導之摘錄

事件日	當日媒體報導內容
94/02/21 (一)	財政部向行政院長謝長廷初步簡報最低稅負制的實施構想，並獲得支持，將在今年逐步推動最低稅負制的立法工作。
94/03/14 (一)	立法院第 6 屆第 1 會期開議，財政部部長林全表示，最低稅負制要有合理的稅率，且要外界與朝野都能有共識，「10% 是最基本的希望」。
94/03/21 (一)	行政院長謝長廷赴財政部聽取業務簡報，裁示加速進行推動最低稅負制。財政部最遲將在 9 月立法院下個會期開議前，提出最低稅負相關法案。
94/05/05 (四)	財政部長林全表示，銀行、券商及投資公司等法人的證券、期貨交易所得，將納入最低稅負制課稅。
94/06/13 (一)	行政院跨部會稅改小組討論最低稅負制的稅率及稅基，並可能做成政策決定。依財政部所擬方案，企業最低稅負介於 7.5% 到 12% 間，個人最低稅負稅率則在 10% 到 20% 間，但最終稅率為何，將由行政院決定。
94/07/08 (五)	行政院稅制改革小組完成最低稅負定稿，採納財政部所提最大稅基方案。企業最低稅負稅率訂為 10%，個人則為 20%，初步稅率將送請行政院長謝長廷定奪。
94/07/29 (五)	行政院召開「所得基本稅額條例」草案審查會，經濟部力主修訂草案第 8 條，將最低稅負稅率從 10% 的規定改為「7.5% 至 10% 區間，並由行政院訂定之」。
94/08/29 (一)	行政院版最低稅負制定案。稅率 10%「一次到位」，是為展現政府稅改的決心。但新投資案仍可適用五年免稅的優惠，不受最低稅負實施的影響。
94/11/23 (三)	立法院財政委員會初審通過最低稅負制草案，且做成附帶決議，要求經濟部須在一年內提出促進產業升級條例修正案。
94/12/09 (五)	立法院三讀通過所得基本稅額條例，明年 1 月 1 日起正式施行，估計民國 96 年 5 月將有 6,000 家企業、1.6 萬個高所得家庭須申報最低稅負。
94/12/26 (一)	陳水扁總統發布總統令，所得基本稅額條例將從民國 95 年 1 月 1 日生效實施。

(資料來源：聯合知識庫，http://adndata.com)

臺灣大學學術期刊資料庫

二、假說發展與變數衡量

(一) 股市反應假說與變數衡量

最低稅負制短期雖能為國庫帶來稅收，對於經濟可能帶來負面的衝擊，則是受到更多工商界人士所關注。由上述文獻探討顯示，當租稅政策改變時，市場對於企業預期未來稅負之現金流量的影響，將會反映在事件日公司的股價上，而產生異常之股票報酬率。本研究乃探討國內此一「最低稅負制」法案草擬過程中各事件日，受影響較大的電子產業以及金融產業之股票報酬率是否有相較於其他產業較低之異常報酬率，由於最低稅負乃為加稅政策，股票市場普遍視為利空消息，預期股價在此草案擬定過程中，將會反應負向的異常報酬，本研究以事件日當日以及事件日前後一日公司股價是否有負向異常報酬來檢測最低稅負制對股市的影響，並提出本文以下三個實證假說，假說一之一、假說一之二以及假說一之三：

假說一之一：最低稅負制草案制定過程之訊息公布時，電子產業相較於其他產業有較低的負向異常報酬率。

假說一之二：最低稅負制草案制定過程之訊息公布時，金融產業相較於其他產業有較低的負向異常報酬率。

假說一之三：最低稅負制草案制定過程之訊息公布時，電子產業相較於金融產業，有較低的負向異常報酬率。

(二) 公司特性相關假說與變數衡量

我國於民國 95 年 1 月 1 日實施替代式 (Alternative Minimum Tax；AMT) 最低稅負制，是在常規稅制之外，將租稅減免所得計入最低稅負制計算課稅所得額之稅基後，另行計算出暫時性最低稅負額，再與常規稅制計算之稅負相比較，如果暫時性最低稅負較高，則納稅義務人應就其不足部分，補繳最低稅負之稅額；反之，如果暫時性最低稅負較低，則納稅義務人無須補繳最低稅負。換言之，當公司有效稅率低於 10% 時，因享有過度租稅優惠，其未來受到最低稅負制所需補加徵的稅額影響愈大，其在此一加稅政策演變期間，其股價也會有較大之下跌幅度。因此本研究以當期所得稅費用除以稅前淨利衡量公司的有效稅率 (ETR)。若公司的有效稅率介於 0 至 10% 之間，代表實施最低稅負制後須補繳 AMT 稅負，因此，本文以 10% 與 ETR 間的差額衡量其應補徵最低稅負稅率 (ATR)，ATR =10%—ETR。若公司的稅前淨利大於 0，且當期所得稅費用小於 0 時，代表此類公司享有投資抵減等租稅優惠超過其應繳納之所得稅費用，在最低稅負制下仍須繳納 10% 稅額，因此本文將其 ATR 設為 10%。最後，若公司稅前淨利小於 0，為營業虧損的公司，無須課徵所得稅；或是 ETR 已大於 10% 之公司，無須再補徵最低稅負，這兩類公司並不受到實施最低稅負制的影響，因此本文將其 ATR 設為 0。ATR 愈大者，代表在實施最低稅負制之後，所需補繳的基本所得稅額愈多，受最低稅負制的影響愈大。因此本文預期 ATR 與股票異常報酬呈

臺灣大學學術 典藏資料庫

負向關係，提出本文實證假說二：

假說二：最低稅負制草案制定過程之訊息公布時，應補徵最低稅負稅率 (ATR) 愈高之公司，其負向累積異常報酬率愈大。

在我國財務會計準則第 39 號公報實施前 (註2)，我國會計實務上一項為人垢病的是員工分紅的股票未能以市價入帳及課稅，公司即使入帳為費用或是對員工課稅，皆是以面值作為基準，明顯低估了公司費用及員工所得，此一租稅有利的措施使公司可以較低之帳面費用及員工租稅成本，獲取員工勞務。但根據所得基本稅額條例第十二條第五項個人基本所得額之規定，為依所得稅法規定計算之綜合所得稅淨額，需加計公司員工分紅取得之股票，可處分日次日之時價超過股票面額之差額部分；是故，股票市價與面值差距愈大的公司，在最低稅負制下，其主要經理人及員工所受的影響較大，需補繳的稅額亦愈大。因此，最低稅負制的實施，將使得高員工分紅的公司，產生較高的員工所得稅額。本研究以公司分配給員工的現金加上紅利轉增資後，除以資產總額，衡量員工分紅比率 (BONUS)，預期員工分紅所產生租稅優惠與股票異常報酬呈負向關係，在此一最低稅負政策演變期間，其股價也會有較大之下跌幅度。因此本文提出假說三：

假說三：最低稅負制草案事件演變之訊息公布時，員工分紅比率愈高之公司，其負向累積異常報酬率愈大。

計算最低稅負額基本觀念，是從一般稅負制下之課稅所得額加回免稅額及租稅優惠等後重新計算最低稅負額，至於稅前課稅所得與稅前財務所得之關係中可得以下關係式：稅前會計所得－權益法之投資收益 (淨額) ＋權益法之現金股利±其他永久性所得差異±暫時性所得差異＝稅前課稅所得；在計算稅前課稅所得額中，必須要扣除權益法之投資收益 (淨額)，此投資收益 (淨額) 雖不納入課稅所得額計算，但卻為未來股利分配之來源。因此，當此投資收益愈高時，公司免稅所得額亦愈高，本研究以權益法之投資利得扣除投資損失後，除以資產總額得投資損益比率 (INVGAIN)，以衡量其一之免稅所得額。

再者，根據所得基本稅額條例第七條之規定，營利事業之基本所得額，為依所得稅法規定計算之課稅所得額，必須加計依所得稅法第四條之一，自民國 79 年 1 月 1 日起證券交易所得停止課徵所得稅額。因此，在計算最低稅負之課稅所得額時，都需加回此證券交易所得額。因此，本研究參考 Chen、Lin 與 Chang (2001) 以處分投資利得扣除處分投資損失所得後，除以資產總額得處分投資損益比率 (INVDIS)，代理公司證券交易所得額 (資本利得)，以衡量其二之免稅所得額。本研究推論，當公司免

註2　財務會計準則第 39 號公報「股份基礎給付之會計處理準則」將於民國 97 年度起實施，對於員工股票分紅所得將改以市價列報為公司之費用。

臺灣大學學術期刊資料庫

稅額愈多時，在最低稅負制下，愈可能會額外再繳一筆最低稅負，故本研究預期免稅所得額與股票異常報酬呈負向關係，提出本文實證假說四及假說五：

假說四：最低稅負制草案制定過程之訊息公布時，權益法下投資損益比率愈高之公司，其負向累積異常報酬率愈大。

假說五：最低稅負制草案制定過程之訊息公布時，處分投資損益比率愈高之公司，其負向累積異常報酬率愈大。

我國於民國 87 年實施兩稅合一制，在該制之下，公司所繳的營利事業所得稅額，在公司分配股利所得給股東時，可扣抵股東個人的綜合所得稅額，但僅可扣抵國內股東，但外國股東並不能享有此一股利所得扣抵稅額的權利。因此，最低稅負制實施後，若是免稅或稅額負擔少的公司，將會補徵 10% 最低稅額，對於國內股東而言，只要公司未來分配股利，國內股東都可扣抵所得稅額，並無影響；但對於外國股東而言，此補繳的最低稅額是不能扣抵個人所得稅額，將會降低外國股東的投資意願。本研究以僑外股東持股比率衡量外資比率 (FHOLD)，預期外資比率與股票異常報酬呈負向關係，在此一最低稅負政策演變期間，其股價也會有較大之下跌幅度。因此本文提出假說六：

假說六：最低稅負制草案制定過程之訊息公布時，外資比率愈高之公司，其負向累積異常報酬率愈大。

三、實證模型及步驟

(一) 各事件日之異常報酬率迴歸分析

本文為了檢定假說一之一、假說一之二以及假說一之三，最低稅負制草案擬定各事件日中，電子產業以及金融產業之股票報酬率是否有相較於其他產業較低之異常報酬率，以及電子產業以及金融產業之間股票報酬率是否存有差異性之檢定，建立事件日之迴歸模式 (1-1) 、(1-2) 以及 (1-3) (註[3]) 如下：

註[3] 本文參考 Ali 與 Kallapur (2001) 之研究方法，當時間序列資料用於迴歸分析時，其誤差項與時間有相依關係並非獨立，即誤差項有序列相關或自我相關。若用一般最小平方法 (Ordinary Least-squares；OLS) 估計參數將產生偏誤。此時應採用一般化自我迴歸條件化異質性模式 (GARCH) 估計參數。

臺灣大學學術期刊資料庫

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t} + \sum_{j=1}^{10} d_{Ej} D_{Ej} \times ELEC_{i,j} + \varepsilon_{i,t} \quad (1\text{-}1)$$

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t} + \sum_{j=1}^{10} d_{Bj} D_{Bj} \times BANK_{i,j} + \varepsilon_{i,t} \quad (1\text{-}2)$$

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t} + \sum_{j=1}^{10} d_{Ej} D_{Ej} \times ELEC_{i,j} + \sum_{j=1}^{10} d_{Bj} D_{Bj} \times BANK_{i,j} + \varepsilon_{i,t} \quad (1\text{-}3)$$

其中：

$R_{i,t}$：各公司 i 在檢定期間 (94 年 1 月 1 日至 12 月 31 日)，共計 247 (t) 個交易日之股票報酬率。

$R_{m,t}$：加權指數在檢定期間 (94 年 1 月 1 日至 12 月 31 日)，共計 247 (t) 個交易日之股票報酬率。

$D_{Ej} \times ELEC_{i,j}$：虛擬變數，若為本文的 10 個事件日之第 j 個事件日且為電子產業，則 $D_{Ej} \times ELEC_{i,j}$ 值為 1，否則 $D_{Ej} \times ELEC_{i,j}$ 值為 0。

$D_{Bj} \times BANK_{i,j}$：虛擬變數，若為本文的 10 個事件日之第 j 個事件日且為金融產業，則 $D_{Bj} \times BANK_{i,j}$ 值為 1，否則 $D_{Bj} \times BANK_{i,j}$ 值為 0。

$\varepsilon_{i,t}$：殘差項

當第 j 個事件日時，D_j 值為 1，對上式取 D_j 之偏微分，可得到 $\frac{\partial R_{i,t}}{\partial D_j} = d_j$，所以 d_j 即表示樣本公司在第 j 事件日所產生的異常報酬。α_0 與 α_1 分別為該迴歸模型之截距與市場報酬迴歸係數。$d_1,...,d_{10}$ 為 10 個事件日樣本公司之異常報酬率迴歸係數。

由於 94 年 8 月 29 日前，財政部提出最低稅負方案之稅率並非一確定之數值，而是介於一區間：7.5%～12%，且在經濟部與財政部協商中亦一直無法定案，因此股票市場對於最低稅率的預期值並無法客觀得知，故實證上不易以最低稅負稅率修訂之演變，來預期市場可能產生正向或負向之反應。故本研究僅檢定股市對此十個事件日消息之反應。

(二) 事件日之異常報酬率之檢定

本文更進一步檢定事件日當日整體樣本異常報酬平均數是否顯著為負向時，必須計算最低稅負制草案各事件日公司股票之異常報酬率 (Abnormal Return；AR) 時，先以 Fama (1976) 市場模型估計個別公司之風險係數值，再據此計算研究之事件若未發生時，各上市公司股票在事件發生期間 (檢定期間) 之預期報酬率，然後再以該檢定期間之實際報酬率減去預期報酬率，而求得因該事件發生所產生之超額報酬，即本文之異常報酬。

臺灣大學學術期刊資料庫

步驟 1：估計各公司風險係數值 (b_0, b_1)

本文探討最低稅負制對於公司股票報酬的影響，首先以 OLS 模式估計各樣本公司之風險係數，建立各公司迴歸模式 (2) 如下：

$$R_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} R_{m,t} + \mu_{i,t} \quad (2)$$

其中：

$R_{i,t}$：各公司在估計期間 (93 年 7 月 1 日至 12 月 31 日)，共計 111 (t) 個交易日之股票報酬率。

$R_{m,t}$：加權指數在估計期間 (93 年 7 月 1 日至 12 月 31 日)，共計 111 (t) 個交易日之股票報酬率。

$\mu_{i,t}$：殘差項

在本研究中，因樣本中包含 N 家上市 (櫃) 公司，所以 i =1,2,...,N；共須估計出 N 條第 (2) 式之迴歸方程式係數。迴歸方程式 (2) 中，$\beta_{0,i}$ 與 $\beta_{1,i}$ 之估計值為 $b_{0,i}$ 與 $b_{1,i}$。

步驟 2：計算各事件日總異常報酬率 (TAR)

由上述模式 (2) 中 $\beta_{0,i}$ 與 $\beta_{1,i}$ 與之估計值 $b_{0,i}$ 與 $b_{1,i}$ 後，代入檢定期間 10 個事件日所估計股票預期報酬率之誤差值，為各事件日所產生之異常報酬率 (AR)；即 $AR_{i,t} = e_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} = R_{i,t} - (b_{0,i} + b_{1,i} R_{m,t})$。再者，本文計算各事件日所有公司標準化後股票異常報酬率 (SAR) 之和，稱之為各事件日之總異常報酬率 (即 $TAR_t = \sum_{i=1}^{N} SAR_{i,t}$，$t$ 為事件日，i 為樣本公司＝1,...,N) (註[4])。最後，根據本文對市場模型之假設，以 t 統計量 $t = \frac{\overline{TAR_t}}{\sqrt{n}}$ 檢定各事件日公司股票異常報酬率是否顯著為負向。

步驟 3：計算各公司累積異常報酬率 (CAR)

本文進行累積異常報酬率迴歸分析，以檢測實證假說二至假說六是否獲得支持。首先，計算每一家公司在 10 個事件日所有標準化後股票異常報酬率之和，稱之

註[4] 樣本公司標準化股票異常報酬率之計算，採用 Brown 與 Warner (1985)，將異常報酬率 AR 除上其變異數予以標準化，$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{S(AR_{i,t})}$，$t$ 為估計期間 (民國 93 年 7 月 1 日至民國 93 年 12 月 31 日，共 m 個交易日)，N 為第 i 家樣本公司交易日數。

臺灣大學學術期刊資料庫

為累積異常報酬率 (即 $CAR_i = \sum_{t=1}^{10} SAR_{i,t}$ ，t 為事件日＝1,...,10 ，i 為樣本公司＝1,...,N)，作為迴歸模式之應變數後，探討最低稅負制所產生股價異常報酬率與公司應補徵最低稅負稅率、員工分紅比率、投資損益比率、處分投資損益比率及外資比率等之關聯性時，建立累積異常報酬迴歸模式 (3)：

$$CAR_i = \gamma_0 + \gamma_1 ATR_i + \gamma_2 BONUS_i + \gamma_3 INVGAIN_i + \gamma_4 INVDIS_i + \gamma_5 FHOLD_i + \gamma_6 ROA_i + \gamma_7 DEBT_i + \gamma_8 SIZE_i + \delta_i \quad (3)$$

其中：

CAR：累積異常報酬率，以各公司在 10 個事件日 (t) 之異常報酬率之合計衡量。

ATR： 應補徵最低稅負稅率，先以各公司在民國 93 年之當期所得稅費用除以稅前淨利衡量 ETR。當 0＜ETR＜10% 時，ATR=10%-ETR。當稅前淨利為負值時，或是 ETR＞10% 時，ATR=0。若稅前淨利 ＞0 且當期所得稅費用為負值時，ATR=10%。

BONUS：員工分紅比率，以各公司在 93 年 12 月 31 日員工分紅 (現金＋紅利轉增資) 除以資產總額衡量。

INVGAIN：投資損益比率，以各公司在 93 年 12 月 31 日權益法之下投資利得扣除投資損失後淨額除以資產總額衡量。

INVDIS：處分投資損益比率，以各公司在 93 年 12 月 31 日處分投資利得扣除處分投資損失後淨額除以資產總額衡量。

FHOLD： 外資比率，以各公司在 93 年 12 月 31 日僑外股東 (個人、法人、金融機構及其他等) 持股率除以流通在外的股數衡量。

ROA：獲利性，以各公司在 93 年 12 月 31 日稅後淨利除以資產總額衡量。

DEBT： 借款比率，以各公司在 93 年 12 月 31 日長期負債 (含一年內到期流動負債) 除以資產總額衡量。

SIZE：公司規模，以各公司在 93 年 12 月 31 日資產總額取對數衡量。

為了控制不同公司特性對股票異常報酬率之影響，本研究也在此迴歸模式中加入公司獲利性、借款比率及公司規模等三個控制變數。公司獲利能力佳，代表公司營運績效好，雖然其所繳的所得稅額高，若是所繳的稅率以一般稅額計算已超過了 10%，其受最低稅負的影響並不大；但若是所繳的稅率以一般稅額計算是免稅或低於 10%，其必需補徵至最低稅額 10%，其受最低稅負制的影響較大。但對投資人而言，

臺灣大學學術期刊資料庫

是一個正面的好消息，股價應有顯著正向的異常報酬。本研究以稅後淨利除以資產總額衡量獲利性 (ROA)，預期與股票異常報酬為正向關係。

公司債務契約通常以會計數字為規範，會計數字的改變會造成契約條款限制的改變。當公司逼近違反債務契約條款的門檻時，將影響投資人及債權人的債信評比，將對於公司股價的表現有所以影響。會計實證研究中常以借款比率，代表企業接近違反債務契約限制 (Debt Covenant Restrictions) 之程度 (Duke & Hunt III, 1990; Press & Weintrop, 1990)。本研究以長期負債 (含一年內到期之長期負債) 除以資產總額衡量借款比率 (DEBT)，捕捉違反契約條款的接近度，並預期與股票異常報酬為負向關係。

公司規模 (SIZE) 控制變數，以資產總額取自然對數衡量。過去文獻指出，在承擔租稅成本時，公司規模亦包含政治成本假說 (Political Cost Hypothesis) 以及政治權力假說 (Political Power Hypothesis) 兩種相對立的論點。在實施新稅制下，企業採取租稅規劃手段，減少新稅制所增加之稅負成本，亦為因應新制實施的對策之一。但企業採取此項對策時，會受到其政治成本或可用資源之限制。

在政治權力假說主張下，公司規模愈大者，有較多的資源可以從事政治遊說或參與政策之制定，或進行專業之租稅規劃，以減少新稅制對其衝擊 (Siegfried, 1974; Porcano, 1986)。但在政治成本假說下，大型企業易受到政府及公眾較多注意及監督，如果採取過度避稅手段，而在最低稅制下仍未繳納基本稅負，可能引起輿論之負面成本，因此也可能限制大型企業的租稅規劃空間 (Zimmerman, 1983; Chen et al., 2001; Liu, Lin, & Huang, 2001)。由於上述兩種對立的假說，本研究並不預期公司規模對異常報酬的關係。

四、資料來源及樣本篩選過程

本研究資料來自台灣經濟新報社 (Taiwan Economic Journal；TEJ) 資料庫，包括上市 (櫃) 公司之股票日報酬率、財務報表以及股權結構等資料。股票日報酬率，採用除權 (息) 調整後報酬率；估計期間為民國 93 年 7 月 1 日至 12 月 31 日，共計 111 個交易日；檢定期間為民國 94 年 1 月 1 日至 12 月 31 日，共計 247 個交易日。公司財務報表資料及股權結構資料為民國 93 年 12 月 31 日之期末餘額。

從台灣經濟新報社選取上市 (櫃) 公司，共計 1,492 家，首先扣除產業特殊性的金融保險業 (含金控) 38 家，共得 1,454 家。經由股價報酬率 (累積異常報酬率) 及財務報表資料的合併過程中，刪除 302 家遺漏變數值後，共得實證樣本 1,152 家；其中電子產業共計 684 家，非電子產業共計 468 家。

臺灣大學學術期刊資料庫

肆、實證結果

一、股價報酬率敘述統計分析

由表 2 事件日股價報酬率敘述統計實證結果 Panel A 得知，在本研究檢定期間(民國 94 年度)，樣本公司股價報酬率平均數為 -0.95%；而 Panel B 則顯示，整體事件日 (10 個交易日)，樣本公司股價報酬率平均數為 -0.82%，由於股票市場存在於漲跌幅限制，使得股票報酬率平均數差異不大。

但就最低稅負制草擬過程中各事件日對於股票市場的影響來看，由表 2 Panel C 敘述統計分析結果得知，在 10 個事件日中，有 9 個事件日股價報酬率之平均數為負值，其中以 94 年 8 月 29 日事件日，當行政院版定案，訂定最低稅負稅率為 10%「一次定位」，顯示最低稅負制是勢必實施的政策，使得公司股價報酬率之平均數為 -2%，跌幅最大；而在 94 年 7 月 29 日事件日，行政院召開「所得基本稅額條例」草案審查會，樣本公司個股股價報酬率之平均數為 -1.72%，跌幅次之。由此可知，股票市場將最低稅負制視為是一個加稅措施，此法案草擬過程，對此一利空消息，普遍反應股價呈負向報酬的影響。

表 2 事件日股價報酬率敘述統計實證結果

Panel A 檢定期間股價報酬率 (R_i,%；民國 94 年，共 247 個交易日；共 347,047 筆)				
平均數	中位數	標準差	極大值[a]	極小值[a]
-0.9527	-0.3400	3.3986	7.0000	-7.0000
Panel B 整體事件日股價報酬率 (R_i,%；10 個交易日；共 14,052 筆)				
平均數	中位數	標準差	極大值	極小值
-0.8245	-0.2550	3.5382	7.0000	-7.0000

Panel C 各事件日個股股價報酬率 (R_i,%)

事件日	平均數	中位數	標準差	極大值	極小值	樣本數
94/02/21 (一)	0.4581	0.8200	4.0175	7.00	-7.00	1,371
94/03/14 (一)	-1.1383	-0.8300	3.4947	7.00	-7.00	1,381
94/03/21 (一)	-0.5743	0.0000	3.4586	7.00	-7.00	1,385
94/05/05 (四)	-0.1059	0.6900	3.8013	7.00	-7.00	1,399
94/06/13 (一)	-0.8922	-0.2500	3.4403	7.00	-7.00	1,403
94/07/08 (五)	-1.0648	-0.4200	3.1503	7.00	-7.00	1,414
94/07/29 (五)	-1.7199	-1.1600	3.4144	7.00	-7.00	1,419
94/08/29 (一)	-1.9986	-1.4500	3.0818	7.00	-7.00	1,425
94/11/23 (三)	-0.8580	0.0000	3.2432	7.00	-7.00	1,425
94/12/09 (五)	-0.3007	0.0000	3.5240	7.00	-7.00	1,430

臺灣大學學術期刊資料庫

a: 本研究將股票報酬率限制為股市漲跌幅 7% 範圍內，在檢定期間民國 94 年度，共計 247 個交易日，共有 347,047 筆資料，其中股價漲幅超過 7%，僅 788 筆；而股價跌幅低於 -7%，僅 506 筆，故本文此一限制，對研究結果影響不大。

二、各事件日異常報酬率迴歸分析

為分析最低稅負法案制定過程中，所傳達資訊給市場是否會有提早或是落後反應情況，本研究將樣本分為全部樣本、電子產業及金融產業等，分別以事件日 (t)、事件日前一日 (t-1) 以及事件日後一日 (t+1) 之交易日股票報酬率，檢測假說一最低稅負法案草擬過程，是否有顯著負向影響。由表 3 各事件日及前後迴歸分析實證結果得知，此一加稅政策對於股票市場並雖呈現負向的異常報酬，但並不顯著。

然而，股票市場反應此一政策的速度是否有提前或是落後現象？亦或是即時反應？由表 3 得知，隨著民國 94 年 2 月 1 日新內閣及新國會的改組，陳水扁總統提出租稅公平的議題，要求當時財政部林全部長在 2 月底提出稅制改革的政策報告後，最低稅負的議題即被拋出，在林全部長尋求共識期間，股價負向異常報酬多發生在事件日後的第一個交易日。而在 94 年 5 月 5 日財政部長林全表示，最低稅負課稅範圍擴大至銀行、券商及投資公司等法人的證券、期貨交易所得，負向的異常報酬在事件日前一日即有顯著反應。隨著法案通過的機率愈來愈高，在 94 年 11 月 23 日，立法院財政委員會初審通過最低稅負制草案，資本市場在事件日當天亦反應顯著的負向異常報酬。最後在 12 月 9 日立法院三讀通過所得基本稅額條例時，股票市場並未反應出顯著的負向異常報酬，可能由於加稅所造成的利空反應已出盡，反而出現事件日及前後交易日有正向異常報酬。

就受此一最低稅負制受影響較多的電子產業，其所享有過多的租稅獎勵及免稅措施，一旦實施最低稅負後，所須補加徵的稅額將愈多。在草擬法案過程中 10 個事件日訊息發佈日後一個交易日，有 6 個負向異常報酬反應，且有 5 個達統計顯著水準，支持本文假說一之一。但最低稅負制對於金融保險業的影響較小，10 個事件日中，雖有 7 個負向異常報酬反應，但皆未達統計顯著水準。此外，電子產業的負向累積異常報酬影響大於金融產業，也支持本文假說一之三。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3 各事件日及事件日前後異常報酬率迴歸分析結果 (N=158,964)

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t} + \sum_{j=1}^{10} d_{Ej} D_{Ej} \times ELEC_{i,j} + \varepsilon_{i,t} \quad (1\text{-}1)$$

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t} + \sum_{j=1}^{10} d_{Bj} D_{Bj} \times BANK_{i,j} + \varepsilon_{i,t} \quad (1\text{-}2)$$

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t} + \sum_{j=1}^{10} d_{Ej} D_{Ej} \times ELEC_{i,j} + \sum_{j=1}^{10} d_{Bj} D_{Bj} \times BANK_{i,j} + \varepsilon_{i,t} \quad (1\text{-}3)$$

事件日	媒體報導內容	日期 d_{jk}	電子產業參數係數 (t 值)	金融產業參數係數 (t 值)	兩組平均數 F 檢定值 (p 值)
			模式 (1-1)	模式 (1-2)	模式 (1-3)
94/02/21 (一)	財政部向行政院長謝長廷初步簡報最低稅負制的實施構想，並獲得支持，將在今年逐步推動最低稅負制的立法工作。	d1-1	2.088 (29.16)**	-0.419 (-1.21)	137.89 (<.0001)**
		d1	1.485 (20.22)**	0.306 (1.75)	24.23 (<.0001)**
		d1+1	**-0.616** **(-5.37)****	-0.055 (-0.18)	**17.02** **(<.0001)****
94/03/14 (一)	立法院第 6 屆第 1 會期開議，財政部部長林全表示，最低稅負制要有合理的稅率，且要外界與朝野都能有共識，「10% 是最基本的希望」。	d2-1	0.328 (3.71)**	-0.060 (-0.17)	0.71 (0.3999)
		d2	0.386 (4.56)**	-0.254 (-1.30)	13.59 (0.0002)**
		d2+1	**-1.893** **(-20.46)****	0.566 (1.53)	**90.07** **(<.0001)****
94/03/21 (一)	行政院長謝長廷赴財政部聽取業務簡報，裁示加速進行推動最低稅負制。財政部最遲將在 9 月立法院下個會期開議前，提出最低稅負相關法案。	d3-1	0.544 (5.29)**	-0.387 (-1.28)	13.92 (0.0002)**
		d3	0.419 (3.83)**	-0.074 (-0.20)	3.07 (0.0799)
		d3+1	-0.039 (-0.38)	-0.324 (-1.22)	1.79 (0.1805)
94/05/05 (四)	財政部長林全表示，銀行、券商及投資公司等法人的證券、期貨交易所得，將納入最低稅負制課稅。	d4-1	**-0.991** **(-13.12)****	-0.478 (-1.07)	**8.96** **(0.0028)****
		d4	0.027 (0.35)	0.004 (0.01)	1.39 (0.2391)
		d4+1	0.062 (0.73)	-0.742 (-1.71)	0.12 (0.7326)

臺灣大學學術期刊資料庫

94/06/13 (一)	行政院跨部會稅改小組討論最低稅負制的稅率及稅基，並可能做成政策決定。依財政部所擬方案，企業最低稅負介於 7.5% 到 12% 間，個人最低稅負稅率則在 10% 到 20% 間，但最終稅率為何，將由行政院決定。	d5-1	0.069 (0.83)	0.056 (0.19)	2.29 (0.1305)
		d5	**-0.338** **(-4.97)****	0.064 (0.12)	**4.58** **(0.0324)***
		d5+1	**-0.286** **(-4.00)****	-0.644 (-1.92)	0.49 (0.4842)
94/07/08 (五)	行政院稅制改革小組完成最低稅負定稿，採納財政部所提最大稅基方案。企業最低稅負稅率訂為 10%，個人則為 20%，初步稅率將送請行政院長謝長廷定奪。	d6-1	**-0.454** **(-6.24)****	0.333 (0.89)	**10.24** **(0.0014)****
		d6	0.336 (4.48)**	0.395 (1.45)	0.37 (0.5449)
		d6+1	0.408 (6.31)**	-0.208 (-0.65)	0.06 (0.8059)
94/07/29 (五)	行政院召開「所得基本稅額條例」草案審查會，經濟部力主修訂草案第 8 條，將最低稅負稅率從 10% 的規定改為「7.5% 至 10%區間，並由行政院訂定之」。	d7-1	0.858 - (13.36)**	0.502 (-1.23)	25.18 (<.0001)**
		d7	**-0.667** **(-9.43)****	0.453 (1.28)	**27.98** **(<.0001)****
		d7+1	**-0.427** **(-4.81)****	-0.074 (-0.13)	**5.28** **(0.0215)***
94/08/29 (一)	行政院版最低稅負制定案。稅率 10%「一次到位」，是為展現政府稅改的決心。但新投資案仍可適用五年免稅的優惠，不受最低稅負實施的影響。	d8-1	0.456 (5.92)**	0.097 (0.34)	0.50 (0.4791)
		d8	**-0.260** **(-3.57)****	-0.181 (-0.77)	0.73 (0.3914)
		d8+1	**-0.549** **(-7.41)****	0.213 (0.75)	**19.25** **(<.0001)****
94/11/23 (三)	立法院財政委員會初審通過最低稅負制草案，且做成附帶決議，要求經濟部須在一年內提出促進產業升級條例修正案。	d9-1	0.150 (1.74)*	0.604 (1.49)	4.38 (0.0363)*
		d9	**-0.351** **(-4.15)****	-0.117 (-0.30)	1.18 (0.2772)
		d9+1	0.822 (9.49)**	-0.392 (-0.97)	5.17 (0.0229)*
94/12/09 (五)	立法院三讀通過所得基本稅額條例，明年 1 月 1 日起正式施行，估計民國 96 年 5 月將有 6,000 家企業、1.6 萬個高所得家庭須申報最低稅負。	d10-1	0.945 (12.13)**	**-1.836** **(-8.05)****	155.52 (<.0001)**
		d10	0.995 (13.49)**	0.502 (1.26)	1.80 (0.1796)
		d10+1	0.848 (12.92)**	0.187 (0.45)	0.18 (0.6701)

a：* 顯著水準為 5% (雙尾)；**顯著水準為 1% (雙尾)。

b：d_j 為事件日；d_{j-1} 為事件日之前一個交易日；d_{j+1} 為事件日之後一個交易日。

臺灣大學學術期刊資料庫

再者，由於公開資訊觀測站中重大訊息的揭露，僅有列出各股的盤中公告之資訊，及其時間，但並無總體新聞 (如：AMT 事件) 之公告，亦無法查到政府對於 AMT 事件消息的確切發布時間。因此，本文對於每一事件日的檢測皆列出事件日及其前後各一日之結果之外。另以股價異常報酬的時間序列圖分析，以對 94 年股價異常報酬完整的追蹤。由圖 1 得知，在最低稅負制定過程事件日後一日 (t+1)，其股價異常報酬率共有八個事件日呈負向的報酬率，與本文預期大致相符，負向異常報酬率多發生於事件日之後一日，符合政府傾向於盤後才公布重大之消息的作法。

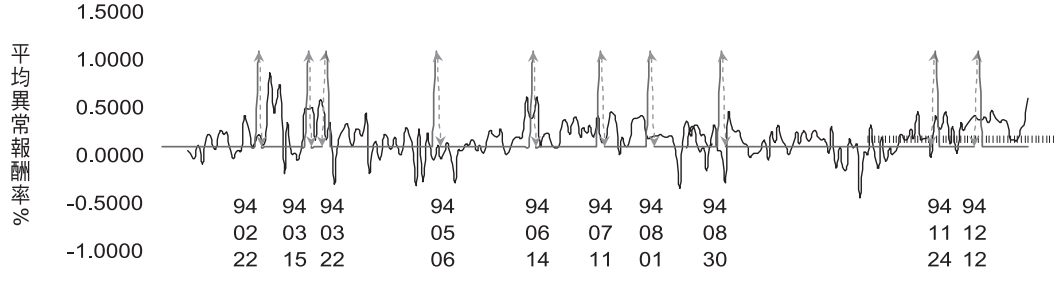


圖 1 事件日後一日 (t+1) 股價異常報酬率平均值之時間序列圖

三、各事件日總異常報酬率平均值檢定

本研究檢定各事件日總異常報酬率平均值是否顯著為負向，由表 4 實證結果顯示，最低稅負法案制定過程中，在 94 年 5 月 5 日財政部長林全表示，銀行、券商及投資公司等法人的證券、期貨交易所得，將納入最低稅負制課稅，使得金融保險業股價當日反應出顯著負向異常報酬率。而在立法院財政委員會 94 年 11 月 23 日初審通過最低稅負案當日，財委會並做成附帶決議，要求經濟部須在一年內提出促進產業升級條例修正案，不論是全部樣本公司、電子產業及金融保險業，股票市場皆反應出負向異常報酬，在電子產業及金融保險業更為顯著。

雖然所有公司都受到此最低稅負草案負面的影響，但個別公司股價的表現仍會受到公司營運的良瓢、公司未來成長性及資金運用是否得當所影響，並非僅由單一稅制變動的影響。因此在法案初審及二審通過之後，最低稅負實施是勢在必行的法案，股價開始慢慢地回歸基本面，因而在 94 年 12 月 9 日立法院三讀通過之當日，股價反而出現正向的異常報酬。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 4 各事件日總異常報酬率平均值之檢定結果

事件日	媒體報導內容	全部樣本(扣除電子及金融產業)	電子產業	金融產業
94/02/21 (一)	財政部向行政院長謝長廷初步簡報最低稅負制的實施構想，並獲得支持，將在今年逐步推動最低稅負制的立法工作。	0.5137 (11.48)** n=707	0.6971 (10.93)** n=606	-0.0081 (-0.04) n=37
94/03/14 (一)	立法院第 6 屆第 1 會期開議，財政部部長林全表示，最低稅負制要有合理的稅率，且要外界與朝野都能有共識，「10% 是最基本的希望」。	0.1270 (1.80) n=709	0.3077 (5.14)** n=605	-0.1814 (-1.28) n=37
94/03/21 (一)	行政院長謝長廷赴財政部聽取業務簡報，裁示加速進行推動最低稅負制。財政部最遲將在9月立法院下個會期開議前，提出最低稅負相關法案。	0.1045 (1.69) n=710	0.3340 (6.20)** n=605	-0.3502 (-1.88) n=38
94/05/05 (四)	財政部長林全表示，銀行、券商及投資公司等法人的證券、期貨交易所得，將納入最低稅負制課稅。	**-0.1101** **(-2.47)*** n=708	-0.0083 (-0.16) n=604	**-0.6622** **(-6.08)**** n=38
94/06/13 (一)	行政院跨部會稅改小組討論最低稅負制的稅率及稅基，並可能做成政策決定。依財政部所擬方案，企業最低稅負介於 7.5% 到 12% 間，個人最低稅負稅率則在 10% 到 20% 間，但最終稅率為何，將由行政院決定。	-0.0164 (-0.25) n=701	-0.0883 (-1.69) n=607	**-0.1881** **(-2.50)**** n=38
94/07/08 (五)	行政院稅制改革小組完成最低稅負定稿，採納財政部所提最大稅基方案。企業最低稅負稅率訂為10%，個人則為20%，初步稅率將送請行政院長謝長廷定奪。	**-0.0861** **(-2.26)*** n=700	0.2140 (4.44)** n=609	-0.0218 (-0.25) n=38

臺灣大學學術期刊資料庫

94/07/29 (五)	行政院召開「所得基本稅額條例」草案審查會，經濟部力主修訂草案第 8 條，將最低稅負稅率從 10% 的規定改為「7.5% 至 10% 區間，並由行政院訂定之」。	1.9644 (1.00) n=699	**-0.2219** **(-3.74)**** n=609	0.3507 (2.33)** n=38
94/08/29 (一)	行政院版最低稅負制定案。稅率 10%「一次到位」，是為展現政府稅改的決心。但新投資案仍可適用五年免稅的優惠，不受最低稅負實施的影響。	-0.0164 (-0.39) n=701	-0.0812 (-1.61) n=608	-0.0824 (-0.57) n=38
94/11/23 (三)	立法院財政委員會初審通過最低稅負制草案，且做成附帶決議，要求經濟部須在一年內提出促進產業升級條例修正案。	-0.0667 (-0.60) n=691	**-0.1282** **(-2.59)**** n=603	**-0.5803** **(-5.20)**** n=38
94/12/09 (五)	立法院三讀通過所得基本稅額條例，明年1月1日起正式施行。	0.1451 (1.55) n=689	0.5352 (10.46)** n=605	0.1612 (0.94) n=38

a：括弧內為t值。* 顯著水準為 5% (雙尾)；**顯著水準為 1% (雙尾)。

由於表 4 各事件日總異常報酬率平均值並非顯著為負向結果，可能受到其他事件的影響而不顯著。因此，本文為了控制其他資訊對股價反應的影響，以最低稅負制立法過程事件日之前後五個交易日 (t-5,t＋5) 搜尋新聞報導，檢視除了最低稅負制立法之消息外，是否有其他對股市產生重大影響之事件 (註[5])。

由於股市對本文最低稅負立法演變事件之反應，很難完全排除其他可能干擾事件之雜訊影響。例如本文第一個事件日民國 94 年 2 月 21 日 (星期一)，財政部向行政院長簡報最低稅負制的實施構想，並獲得支持，將逐步推動最低稅負制的立法工作，本文預期股市應有負向之報酬率。但在該週之週四 (2 月 25 日) 及週五 (2 月 25 日) 股市亦有證交所擬放寬股市漲跌幅限制 (由 7% 放寬至 15%)，以及扁宋合解之會面和大陸國台辦提議兩岸春節包機等重大對股市正面之消息，可能削弱股市對本文第一個事件日之負向消息影響。其他在本文事件研究期間，也陸續發生如連胡會 (連戰與胡錦濤會面) (4 月 28 日)、人民幣及台幣持續升值引發外資持續匯入台股、縣市長三合一選舉藍

註[5] 作者感謝審查委員的建議。

臺灣大學學術期刊資料庫

軍大幅獲勝(12 月 3 日) 等，市場認為有助於兩岸關係和緩、台幣匯率升值外資看好台股等有利之消息，可能減弱本文事件研究期間實施最低稅負之對股市負向之影響。

四、迴歸變數敘述性統計分析

由表 5 假說變數之敘述性統計分析結果得知，全部樣本公司累積異常報酬 (CAR) 平均數為 0.85% (中位數 0.48%)。應補徵最低稅負稅率 (ATR) 平均數為 2.04% (中位數 0%)，顯示公司受最低稅負制影響而補徵比率並不高。員工分紅比率 (BONUS) 平均數為 0.36% (中位數為 0.13%)，投資損益比率 (INVGAIN) 平均數為 0.25% (中位數 0%)，處分投資損益比率 (INVDIS) 平均數為 0.15% (中位數 0.04%)，外資比率(FHOLD) 平均數為 6.76% (中位數 1.74%)，顯示外資投資占我國資本市場已達相當比例。控制變數中，公司獲利性平均數為 3.82%，借款比率平均數為 12%，公司規模平均數為 15.11 。

表 5 假說變數之敘述性統計分析結果 (n=1,024)

變數	平均數	中位數	標準差	極大值	極小值
累積異常報酬 (CAR,%)	0.853	0.476	4.219	22.253	-16.029
應補徵最低稅負稅率 (ATR,%)	2.037	0	3.501	10	0
員工分紅比率 (BONUS,%)	0.360	0.129	0.526	3.570	0
投資損益比率 (INVGAIN,%)	0.251	0	4.466	32.353	-41.565
處分投資損益比率(INVDIS,%)	0.151	0.041	1.778	8.917	-32.649
外資比率 (FHOLD,%)	6.763	1.735	10.885	64.900	0
獲利性 (ROA,%)	3.825	5.152	11.672	42.575	-41.550
借款比率 (DEBT,%)	12.007	9.782	11.959	48.474	0
公司規模 (SIZE,log)	15.112	14.930	1.350	19.194	11.553

a：變數衡量

CAR：累積異常報酬率，以各公司在 10 個事件日 (t) 之異常報酬率之合計衡量。

ATR：應補徵最低稅負稅率，先以各公司在民國 93 年之當期所得稅費用除以稅前淨利衡量 ETR。當 0<ETR＜10% 時，ATR=10%-ETR。當稅前淨利為負值時，或是 ETR＞10% 時，ATR=0。若稅前淨利＞0 且當期所得稅費用為負值時，ATR=10%。

BONUS：員工分紅比率，以各公司在 93 年 12 月 31 日員工分紅 (現金＋紅利轉增資) 除以資產總額衡量。

INVGAIN：投資損益比率，以各公司在 93 年 12 月 31 日權益法之下投資利得扣除投資損失後淨額除以資產總額衡量。

INVDIS：處分投資損益比率，以各公司在93年12月31日處分投資利得扣除處分投資損失後淨額除以資產總額衡量。

FHOLD：外資比率，以各公司在 93 年 12 月 31 日僑外股東 (個人、法人、金融機構及其他等) 持股率除以流通在外的股數衡量。

ROA：獲利性，以各公司在 93 年 12 月 31 日稅後淨利除以資產總額衡量。

DEBT：借款比率，以各公司在 93 年 12 月 31 日長期負債 (含一年內到期流動負債) 除以資產總額衡量。

SIZE：公司規模，以各公司在 93 年 12 月 31 日資產總額取對數衡量。

臺灣大學學術期刊資料庫

五、相關係數分析

由表 6 假說變數 Pearson 相關係數分析結果得知，應變數累積異常報酬率 (CAR) 與應補徵最低稅負稅率 (ATR)、員工分紅比率 (BONUS)、投資損益比率 (INVGAIN) 以及獲利性 (ROA) 呈正相關，但未達統計水準。累積異常報酬率 (CAR) 而與外資比率 (FHOLD)、借款比率 (DEBT) 以及公司規模 (SIZE) 呈負相關，但僅與公司規模 (SIZE) 達 1% 顯著水準。

迴歸分析中假說變數，應補徵最低稅負稅率、員工分紅比率、投資損益比率、處分投資損益比率與外資比率等相關係數皆未超過 0.20。控制變數中，獲利性、借款比率與公司規模等與假說變數間相關係數介於 -0.19 至 +0.60 間，顯示自變數間共線性問題並不嚴重。

表 6 相關係數分析結果

	CAR	ATR	BONUS	INVGAIN	INVDIS	FHOLD	ROA	DEBT	SIZE
CAR	1	0.0214	0.0092	0.0001	0.0393	-0.0270	0.0148	-0.0521	-0.1058
		(0.4939)	(0.7682)	(0.9990)	(0.2092)	(0.3880)	(0.6371)	(0.0957)	(0.0007)**
ATR		1	0.1010	0.1799	0.0631	0.1124	0.2233	0.0262	0.2288
			(0.0012)**	(<.0001)**	(0.0434)*	(0.0003)**	(<.0001)**	(0.4018)	(<.0001)
BONUS			1	0.1896	0.0865	0.1216	0.5953	-0.1112	-0.0653
				(<.0001)**	(0.0056)**	(<.0001)**	(<.0001)**	(0.0004)**	(0.0367)*
INVGAIN				1	0.0270	0.1401	0.5485	-0.0283	0.1445
					(0.3882)	(<.0001)**	(<.0001)**	(0.3663)	(<.0001)**
INVDIS					1	0.0274	0.2073	-0.0052	0.1102
						(0.3814)	(<.0001)**	(0.8670)	(0.0004)**
FHOLD						1	0.1849	-0.0590	0.3226
							(<.0001)**	(0.0590)	(<.0001)**
ROA							1	-0.1830	0.1426
								(<.0001)**	(<.0001)**
DEBT								1	0.1535
									(<.0001)**
SIZE									1

a：括弧內為 p 值。*表 5% 顯著水準；**表 1% 顯著水準。

b：變數衡量參見表 5。

臺灣大學學術期刊資料庫

六、累積異常報酬率迴歸分析

本研究將累積異常報酬率迴歸分析除了以全部樣本、電子產業樣本以及非電子產業樣本分析外，並再將累積異常報酬率為負向組單獨進行迴歸分析 (註[6])，更深入探討最低稅負制草案制定過程之訊息公布時，股票市場產生較大衝擊負向異常報酬率的公司特性為何？以檢測不同公司特性受此利空消息的影響程度是否不同。

由表 7 全部樣本在累積異常報酬率為負向的組別分析中，應補徵最低稅負稅率 (ATR) 迴歸係數雖為正向且未達統計上顯著水準，公司有效稅率介於 0 至 10% 間受到最低稅負制的影響較大，因該制實施後，其未來所需補加徵的稅額愈多，預期在此一加稅政策演變期間，其股價下跌幅度應愈高，但實證結果卻發現其累積異常報酬率反而愈高，顯示公司並不會因最低稅負制的實施而影響其股價的表現，此與假說二預期方向相反。

再者，員工分紅比率 (BONUS) 迴歸係數為負向，且達統計上顯著水準，最低稅負制實施後，員工分紅中盈餘轉增資比率愈高，表示公司分配給員工的股票愈高，在公司股票市場利多時，股票未能以市價入帳及課稅，明顯低估了費用以及稅負額。最低稅負實施後，課稅所得額須加回公司員工分紅取得之股票市價超過股票面額差額以計算最低稅負額。是故，股票市價與面值差距愈大的公司，所受的影響較大，需補繳的稅額亦愈大，因而對股價產生負向影響，支持實證假說三。

投資損益比率 (INVGAIN) 迴歸係數為負向且達顯著水準，符合本研究預期，當公司在最低稅負制實施前，所享有投資收益不計入課稅所得愈多時，其免稅額使得公司所繳的營利事業所得稅相較於一般產業少，在最低稅負制實施後將被加回課稅所得計算最低稅負，所受的影響較大，以致在最低稅負草案擬定過程中，股價呈現負向累積異常報酬，支持實證假說四。

最後，控制變數中，獲利性 (ROA) 愈高的公司，公司營運結果較佳，屬於繳稅多的公司，受到最低稅負制的影響較小，因此股價亦反映其基本面之利益，有顯著正向的異常報酬。借款比率 (DEBT) 愈多的公司，違反債務契約的機率愈高，投資人對於此類公司的投資意願不高，其與累積異常報酬呈現顯著負向關係。

註[6] 由於並非所有公司均會受到最低稅負制實施之影響 (如公司稅率超過 10% 者)，本文認為 CAR 為負值的公司才是受到最低稅負制實施影響最顯著之公司，因此特別以該組樣本進行公司特性之檢測分析。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 7 全部樣本累積異常報酬迴歸分析結果

$$CAR_i = \gamma_0 + \gamma_1 ATR_i + \gamma_2 BONUS_i + \gamma_3 INVGAIN_i + \gamma_4 INVDIS_i + \gamma_5 FHOLD_i + \gamma_6 ROA_i + \gamma_7 DEBT_i + \gamma_8 SIZE_i + \delta_i \quad (3)$$

		全部樣本組 (n=1,024)		CAR＜0 組 (n=462)	
變數	預期符號	參數估計值	t 值 (p 值)	參數估計值	t 值 (p 值)
截距項 (INTERCEPT)	?	6.6295	4.10 (<.0001)	-3.7046	-3.19 (0.0015)
應補徵最低稅負稅率 (ATR)	−	0.0538	1.37 (0.1718)	0.0479	1.59 (0.1114)
員工分紅比率 (BONUS)	−	-0.1810	-0.56 (0.5771)	**-0.4800**	**-1.96 (0.0504)***
投資損益比率 (INVGAIN)	−	0.0010	0.03 (0.9777)	**-0.0623**	**-2.26 (0.0242)****
處分投資損益比率 (INVDIS)	−	0.1131	1.48 (0.1390)	-0.0129	-0.29 (0.7732)
外資比率 (FHOLD)	−	0.0012	0.09 (0.9276)	-0.0072	-0.73 (0.4651)
獲利性 (ROA)	+	**0.0067**	**0.37 (0.7104)**	**0.0381**	**2.52 (0.0121)****
借款比率 (DEBT)	−	-0.0118	-1.02 (0.3058)	**-0.0188**	**-2.18 (0.0296)****
公司規模 (SIZE)	?	**-0.3793**	**-3.46 (0.0006)*****	0.0839	1.08 (0.2822)
Adj R^2		0.96%		2.80%	
F 值		2.24 (p 值=0.0223)		2.66 (p 值=0.0074)	

a：變數衡量參見表 5。

b：*表 10% 顯著水準 (雙尾)；**表 5% 顯著水準 (雙尾)；***表 1% 顯著水準 (雙尾)。

c：迴歸分析中 VIF 值皆小於 4，顯示自變數間共線性問題不嚴重。

表 8 為電子產業累積異常報酬率迴歸分析結果，其在全部樣本實證結果得知，員工分紅比率 (BONUS) 迴歸係數為負向且達顯著水準，支持本文假說三，電子產業員工分紅比率較高，特別在紅利轉增資的比率更是高於一般產業，在公司股票市場利多時，若股票未能以市價入帳及課稅，除了明顯低估了員工的薪資費用外，再加上目

臺灣大學學術期刊資料庫

前多以面值課稅，亦低估所繳的稅負額。在最低稅負實施後，課稅所得額需加回公司員工分紅取得之股票市價超過股票面額差額部分。因此，若公司股票市價與面值差距愈大，其受到最低稅負制實施後的影響較大，因而在最低稅負草案擬定過程中，股價呈現負向累積異常報酬。

再者，由累積異常報酬率為負向組實證結果得知，應補徵最低稅負稅率 (ATR) 迴歸係數雖為正向但未達統計上顯著水準，電子產業享有租稅優惠及投資抵減較多，使得公司有效稅率經常低於 10%，在最低稅負實施後，其未來所需補加徵的最低稅額愈多，其在此一加稅政策演變期間，其股價下跌幅度應愈高，但實證結果卻發現其累積異常報酬率反而愈高，顯示電子產業由於過度享有租稅優惠，並不會因最低稅負制的實施而影響其股價的表現，加上電子產業多為獲利佳的公司，其所繳的稅負較多，因而股價報酬表現較佳。

員工分紅比率 (BONUS) 迴歸係數為負向且達顯著水準，支持本文假說三，電子產業紅利轉增資的比率高於一般產業，在公司股票市場利多時，若股票未能以市價入帳及課稅，除了明顯低估了員工的薪資費用外，再加上目前多以面值課稅，亦低估所繳的稅負額。在最低稅負實施後，課稅所得額需加回公司員工分紅取得之股票市價超過股票面額差額部分。因此，若公司股票市價與面值差距愈大，其受到最低稅負制實施後的影響較大，因而在最低稅負草案擬定過程中，股價呈現負向累積異常報酬。

投資損益比率 (INVGAIN) 及處分投資損益比率 (INVDIS) 迴歸係數為負向且達顯著水準，符合本研究預期，當公司享有投資收益及處分投資收益等減免課稅所得優惠愈多時，其免稅額使得公司所繳的營利事業所得稅相較於免稅所得額少的公司，在最低稅負制實施後將被加回課稅所得計算最低稅負，所受的影響甚大，以致在最低稅負草案擬定過程中，股價呈現負向累積異常報酬，實證假說四及五獲得支持。

控制變數中，電子產業且獲利性 (ROA) 愈高的公司，公司營運結果較佳，屬於繳稅多的公司，受到最低稅負制的影響較小，因此股價亦反映其基本面之利益，有顯著正向的異常報酬。電子產業加上借款比率 (DEBT) 愈多的公司，違反債務契約的機率愈高，投資人對於此類公司的投資意願不高，其與累積異常報酬呈現顯著負向關係。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 8 電子產業累積異常報酬迴歸分析結果

$$CAR_i = \gamma_0 + \gamma_1 ATR_i + \gamma_2 BONUS_i + \gamma_3 INVGAIN_i + \gamma_4 INVDIS_i + \gamma_5 FHOLD_i + \gamma_6 ROA_i + \gamma_7 DEBT_i + \gamma_8 SIZE_i + \delta_i \quad (3)$$

		全部樣本組 (n=549)		CAR＜0 組 (n=227)	
變數	預期符號	參數估計值	t 值 (p 值)	參數估計值	t 值 (p 值)
截距項 (INTERCEPT)	?	5.7400	2.27 (0.0233)	-3.8186	-2.10 (0.0372)
應補徵最低稅負稅率 (ATR)	−	0.0507	0.84 (0.4002)	0.0664	1.42 (0.1584)
員工分紅比率 (BONUS)	−	**-0.7759**	**-1.75 (0.0802)***	**-0.5641**	**-1.69 (0.0932)***
投資損益比率 (INVGAIN)	−	0.0513	1.04 (0.2970)	**-0.0669**	**-1.80 (0.0738)***
處分投資損益比率 (INVDIS)	−	-0.2142	-1.36 (0.1733)	**-0.2206**	**-2.27 (0.0240)****
外資比率 (FHOLD)	−	-0.0180	-0.89 (0.3717)	-0.0016	-0.12 (0.9068)
獲利性 (ROA)	+	0.0154	0.60 (0.5495)	**0.0387**	**1.82 (0.0698)***
借款比率 (DEBT)	−	-0.0127	-0.72 (0.4714)	**-0.0263**	**-1.90 (0.0593)***
公司規模 (SIZE)	?	-0.2529	-1.45 (0.1486)	0.1008	0.81 (0.4200)
Adj R^2		0.92%		3.64%	
F 值		1.64 (p 值=0.1110)		2.07 (p 值=0.0402)	

a：變數衡量參見表 5。

b：*表 10% 顯著水準 (雙尾)；**表 5% 顯著水準 (雙尾)；***表 1% 顯著水準 (雙尾)。

c：迴歸分析中 VIF 值皆小於 4，顯示自變數間共線性問題不嚴重。

表 9 為非電子產業累積異常報酬迴歸分析，由全部樣本實證結果得知，投資損益比率 (INVGAIN) 迴歸係數為負向且達顯著水準，符合本研究預期，支持本文實證假說四。處分投資損益比率 (INVDIS) 迴歸係數為正向且達統計上顯著水準，與預期方向相反，其實證結果並未支持本文實證假說五。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 9 非電子產業累積異常報酬迴歸分析結果

$$CAR_i = \gamma_0 + \gamma_1 ATR_i + \gamma_2 BONUS_i + \gamma_3 INVGAIN_i + \gamma_4 INVDIS_i + \gamma_5 FHOLD_i + \gamma_6 ROA_i + \gamma_7 DEBT_i + \gamma_8 SIZE_i + \delta_i \quad (3)$$

		全部樣本組 (n=462)		CAR＜0 組 (n=226)	
變數	預期符號	參數估計值	t 值 (p 值)	參數估計值	t 值 (p 值)
截距項 (INTERCEPT)	?	4.1322	1.71 (0.0880)	-4.8284	-2.61 (0.0097)
應補徵最低稅負稅率 (ATR)	−	0.0435	0.86 (0.3896)	0.0215	0.53 (0.5962)
員工分紅比率 (BONUS)	−	-0.2029	-0.25 (0.8016)	-0.2031	-0.32 (0.7483)
投資損益比率 (INVGAIN)	−	**-0.0963**	**-1.76 (0.0783)***	-0.0437	-1.02 (0.3102)
處分投資損益比率 (INVDIS)	−	**0.1753**	**2.11 (0.0352)****	0.0449	0.85 (0.3946)
外資比率 (FHOLD)	−	0.0132	0.78 (0.4351)	-0.0165	-1.06 (0.2890)
獲利性 (ROA)	+	0.0219	0.82 (0.4132)	0.0311	1.30 (0.1941)
借款比率 (DEBT)	−	-0.0212	-1.43 (0.1520)	-0.0189	-1.67 (0.0959)*
公司規模 (SIZE)	?	-0.2477	-1.52 (0.1295)	0.1621	1.30 (0.1953)
Adj R^2		1.84%		2.22%	
F 值		2.08 (p 值=0.0365)		1.64 (p 值=0.1151)	

a：變數衡量參見表 5。

b：*表 10% 顯著水準 (雙尾)；**表 5% 顯著水準 (雙尾)；***表 1% 顯著水準 (雙尾)。

c：迴歸分析中 VIF 值皆小於 4，顯示自變數間共線性問題不嚴重。

七、額外分析 (註[7])

首先，本文於額外分析中，將員工分紅中扣除現金股利後，僅以股票股利分紅比率取代員工分紅比率。實證結果顯示，股票股利分紅比率之迴歸係數在全部樣本雖

註[7] 作者感謝審查委員之建議。

臺灣學術期刊資料庫

為負向，但未達 5% 顯著水準 (t 值 -0.51，p 值 0.6102)；但在電子產業樣本中為負向，且達 5% 顯著水準 (t 值 -2.04，p 值 0.0417)。電子產業為發放員工股票紅利比率較之產業，且長久以來所分紅的股票以面值入帳及員工課稅之依據，明顯低估了公司分紅代價及員工所得。最低稅負制實施後，依所得稅法規定計算員工最低稅負時，須加計員工分紅取得之股票，於可處分日次日之時價超過股票面額之差額部分。是故，對於員工股票分紅比率較高之電子業而言，受到最低稅負制實施之衝擊較大，因而產生的負向異常報酬率亦較為顯著。

再者，本文將外資比率與有效稅率 (ETR＜10%) 之虛擬變數 (1,0) 交乘。實證結果顯示，外資比率與有效稅率之交乘項迴歸係數，不論在全部樣本以及電子產業皆未達統計上顯著水準。

由於最低稅負制經立法院三讀通過時間為 94 年 12 月 9 日，距正式實施之 95 年度仍有相當時間，上市櫃公司的股權移轉較為容易，因此，如果實施最低稅負制之租稅成本對於外資投資人繼續投資我國股市有較為不利之影響，超過其非租稅之利益時，外資投資人仍有機會在最低稅負正式實施前進行股權移轉之租稅規劃。例如：民國 94 年 12 月 28 日 (曹正芬、何易霖，2005) 積電大股東台灣菲利浦公司透過盤後鉅額交易，將所持有台積電股票全數轉予母公司荷商菲利浦，交易金額高達 1,201 億元，創下台股歷年來單筆最大成交量 (值)，由於最低稅負制實施後，法人證券交易所得將納入其稅基，台灣菲利浦在實施最低稅負前，藉由股權移轉，可避免加徵之稅負。因此，即使外資可能受到最低稅負制潛在不利影響，並不一定須在最低稅負制之立法期間，透過股票市場出脫其持股，而在該期間產生顯著之負向異常報酬。且實施最低稅負制對於外資投資人的衝擊是永久性衝擊，非一次出脫持股的稅負規劃可能化解。故在本文研究期間，外資持股比率較高之公司，其股價表現並未有重大之負面影響。

公司有效稅率高，大都來自高獲利性的公司，本文於額外分析中將公司獲利性與有效稅率 (ETR＜10%) 之虛擬變數 (1,0) 交乘。實證結果顯示，獲利性與有效稅率交乘項之迴歸係數，不論在全部樣本以及電子產業皆未達統計上顯著水準。由於獲利性高之公司，其股價表現通常也較好，雖然受到最低稅負實施可能增加公司階段稅負，但其營業獲利之正面效果可能仍超過最低稅負增加租稅負擔之影響，因此，最低稅負制實施對其股價負面的影響並不顯著。

最後，由於各企業槓桿度不一，故本文另以股東權益市值 (Equity＝市價×流通股數) 取代總資產做為員工分紅比率、投資損益比率、處分投資損益比率以及獲利性等變數之平減。實證結果顯示，在全部樣本中，僅在累積異常報酬為負向組中，投資損益比率迴歸係數顯著為負向 (t 值 -1.69；p 值 0.0915)，支持假說四，以及獲利性迴歸係數顯著為正向 (t 值 2.18；p 值 0.0301)。而電子產業中，亦在累積異常報酬為負

臺灣大學學術期刊資料庫

向組中，投資損益比率迴歸係數顯著為負向 (t 值- 1.86；p 值 0.0647)、處分投資損益比率迴歸係數顯著為負向 (t 值 -2.72；p 值 0.0070)，以及獲利性迴歸係數顯著為正向 (t 值 3.15；p 值 0.0019) 之外，其他變數並未達 5% 顯著水準。這些實證結果與以總資產為平減之迴歸模式 (3) 結果相比較，並無重大之差異。

伍、結論

政府鑑於國內過度的租稅優惠措施，突顯出租稅負擔不公平的現象。基於維護租稅公平，確保國家稅收，建立所得稅負擔對國家財政之基本貢獻，乃於民國 95 年 1 月 1 日起實施最低稅負制。本文探討「最低稅負制」草案自財政部研擬過程至立法院通過，對股票市場的影響，並且分析企業特性與此一期間累積異常報酬率之間的關聯性。

實證結果發現，隨著財政部提出稅制改革的政策報告，拋出最低稅負的議題期間，股價負向異常報酬多發生在事件日後的第一個交易日。在 94 年 5 月 5 日，最低稅負草擬課稅範圍擴大至銀行、券商及投資公司等法人的證券、期貨交易所得；以及 94 年 11 月 23 日，立法院財政委員會初審通過最低稅負制草案時，股票市場在事件日當天即有顯著的負向異常報酬之反應。雖然本文發現在最低稅負制立法的事件期間，股票市場有顯著負向之異常報酬，但依該法案第 18 條規定，最低稅負實施後，適用五年免稅的廠商，即使應補納最低稅負，若能於 3 年內取得開工證明文件，仍可適用免稅期間延遲 4 年開始計算，相當於 12 年後才須繳納最低稅負。因此，在本文 10 個事件期間，股價受到的衝擊影響幅度並不大，整體異常報酬率之跌幅僅有 -0.82%。

再者，最低稅負所造成的累積異常報酬與產業別的關聯性實證結果顯示，電子產業由於其員工分紅比率通常較其他公司為高，當股票市價超過面值的金額愈大時，在最低稅負制實施後，加回個人所得課稅計算最低稅負所受的影響較大，因此在最低稅負草案擬定過程中，電子業股價呈現負向顯著的累積異常報酬，也明顯較非電子產業為大。

本研究進一步分析負向累積異常報酬與公司特性關聯性的實證結果顯示，電子產業的租稅優惠較多適用新興科技五年免稅，因此受到最低稅負制立法提供五年免稅過渡時期的保護條款 (所得基本稅額條例第 16 條規定) 保障較多，所以當其有效稅率低於最低稅負稅率 10% 差距愈大時，其公司股價並未立即呈現負向顯著的累積異常報酬，反而呈現正向累積異常報酬。員工分紅比率、投資損益比率以及處分投資損益愈高的公司，其員工及公司在最低稅負制實施後，加回課稅所得計算最低稅負額所受的影響亦較大，因此在最低稅負草案擬定過程中，股價普遍呈現負向顯著的累積異常報酬。此外，電子產業獲利性愈高的公司，公司營運結果較佳，屬於繳稅多的公司，

臺灣大學學術典藏庫

受到最低稅負制的影響較小，因此股價亦反映其基本面之利益，有顯著正向的異常報酬。最後，非電子產業的實證結果發現，負債比率高的公司，受到租稅成本增加影響的衝擊也會較高，因此負向的累積異常報酬亦較為顯著。由以上實證證據顯示，不同產業間及公司特性間的差異，受到我國實施最低稅負制影響的衝擊也會有所差別。

雖然增加企業稅負可能對其股價有負面影響之預期，但最低稅負乃為一補充性課稅，非全面性加稅政策，且最多僅加徵至 10%，對公司租稅成本增加負擔程度有其限度，再加上我國實施兩稅合一，公司階段所繳納之所得稅，於分配股利給股東時，股東可扣抵公司因最低稅負所繳納之稅額，因此，最低稅負實施對企業是否有重大之不利影響，是否會對於繳納租稅較低企業的股價造成不利之影響，乃是一值得實證研究之議題。本文發現之結果雖然顯示，最低稅負並未對股市造成重大之負面影響，其結果對於我國租稅改革具有重要的參考意涵，代表著在我國現行稅制下，基於維持租稅公平原則，對於繳納稅負偏低企業加稅之政策，對股市的負面影響程度有限，此一結果更可支持政府基於租稅公平而加速稅制的改革，此為本文之研究啟示。

政府必須提供一個公平合理的租稅制度，目前台灣欲進行整體租稅改革有現實上的困難，最低稅負制適時通過此一所得稅補充性的措施，不僅能為政府帶來稅收，租稅負擔不均問題亦能稍獲解決，並以營造一個「低稅率及廣稅基」的租稅環境為未來租稅改革之目標。但稅負改革仍須顧及對經濟發展及不同企業可能產生之負面影響，公司在管理上也需適當規劃，以減少不利之衝擊，此外，此次最低稅負實施，基於信賴保護原則，對於企業在實施最低稅負前，已取得之五年免稅仍給予過渡期間之緩衝措施，亦降低實施最低稅負可能造成立即之負面衝擊，這些租稅行政的措施，亦可供政府未來實施租稅公平改革之參考。

最後，本文採用事件研究法探討我國實施最低稅負制對於股價之影響，由於影響股價的因素眾多，非單一稅制所能決定，因此很難控制其他雜訊對事件日股價的影響，重大之其他事件可能減弱本文事件研究期間實施最低稅負之對股市負向之影響，此為本研究之限制。

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

汪瑞芝、陳明進、林世銘，2005，「土地增值稅減半政策之事件研究」，證券市場發展季刊，17 卷 1 期：頁 79-104。

林世銘，2005a，「兩稅合一何去何從？我國實施最低應納稅額之研究 (上)」，會計研究月刊，230 期：頁 108-117。

_____，2005b，「兩稅合一何去何從？我國實施最低應納稅額之研究 (下)」，會計研究月刊，231 期：109-121。

林世銘、陳明進、李存修，2001，「兩稅合一前後上市公司除權及除息日股價行為之探討」，管理學報，18 卷 3 期：頁 477-501。

林世銘、陳明進、蔡天俊，2000，「土地增值稅政策對股市之影響」，當代會計，1 卷 1 期：頁 1-18。

林世銘、陳明進、葛克昌、朱澤民，2005，建立我國所得稅最低稅負制度之研究，台北：財政部賦稅署。

戚務君、俞洪昭、許崇源，2002，「兩稅合一下損益兩平稅率之研究」，會計評論，35 期：頁 91-105。

曹正芬、何易霖，2005，「跨國集團母子公司股權移轉創台股最大交易記錄」，經濟日報，12 月 29 日，A1 版。

曾巨威、朱琇妍，2004，「最低稅負制之介紹與相關問題研究」，財稅研究，36 卷 6 期：頁 14-33。

黃玉珍、謝偉姝、陳令軒，2005，「何美玥：最低稅負 5～7.5% 最適當」，經濟日報，3 月 10 日，A6 版。

謝偉姝，2005a，「科技業租稅優惠縮減，稅改後至少繳稅 5%」，經濟日報，2 月 19 日，A6 版。

_____, 2005b，「最低稅負制財部允諾維持國際最低稅率，工商界：稅率越低越好」，經濟日報，5 月 10 日，A7 版。

Ali, A., & Kallapur, S. 2001. Securities price consequences of the private securities litigation reform act of 1995 and related events. ***The Accounting Review***, 76 (3): 431-460.

Blouin, J. L., Raedy, J. S., & Shackelford, D. A. 2002. Equity price pressure from the 1998 reduction in the capital gains holding period. ***The Journal of the American Taxation Association***, 24 (Supplement): 70-93.

Brown, S. J., & Warner, J. B. 1985. Using daily stock returns: The case of event studies. ***Journal of Financial Economics***, 14 (1): 3-31.

Chen, M. C., Lin, S., & Chang, T. H. 2001. The impact of tax-exempt stock and land capital

臺灣大學學術期刊資料庫

gains on corporate effective tax rates. ***Taiwan Accounting Review***, 2 (1): 33-56.

Duke, J. C., & Hunt III, H. G. 1990. An empirical examination of debt covenant restrictions and accounting-related debt proxies. ***Journal of Accounting and Economics***, 12 (1/3): 45-63.

Fama, E. 1976. ***Foundations of finance***. New York, NY: Basic Books.

Lin, H. C., & Zeng, T. 2005. Stock market reactions and capital gains tax: Evidence from the 1985 Canadian lifetime capital gains exemption. ***Review of Accounting and Finance***, 4 (2): 149-164.

Liu, C. C., Lin, S., & Huang, D. F. 2001. Factors influencing corporate effective tax rates in Taiwan. ***Taiwan Accounting Review***, 2 (1): 57-84.

Porcano, T. 1986. Corporate tax rates: Progressive, proportional, or regressive. ***The Journal of the American Taxation Association***, 7 (2): 17-31.

Press, E. G., & Weintrop, J. B. 1990. Accounting-based constraints in public and private debt agreements: Their association with leverage and impact on accounting choice. ***Journal of Accounting and Economics***, 12 (1/3): 65-95.

Siegfried, J. J. 1974. Effective average U. S. corporation income tax rates. ***National Tax Journal***, 27 (2): 245-259.

Zimmerman, J. L. 1983. Taxes and firm size. ***Journal of Accounting and Economics***, 5 (2): 119-149.

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

汪瑞芝

國立政治大學會計博士，現任國立台北商業技術學院會計資訊系教授。主要教授財務會計、財務報表分析與證券評價。研究領域為財務會計與稅務會計。學術論文曾發表於管理學報、交大管理學報、證券市場發展季刊、會計評論、International Journal of Management、當代會計等期刊。

陳明進

美國亞歷桑那州立大學會計博士，現任國立政治大學會計學系教授。主要教授財務會計、稅務法規、稅務會計與稅務實證研究。研究領域為稅務會計、財務會計、智慧資本等。學術論文曾發表於 Taiwan Accounting Review、管理學報、經濟論文、管理評論、會計評論、交大管理學報、證券市場發展季刊、當代會計、Journal of Intellectual Capital 等期刊。

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術期刊資料庫