

第二章 理論基礎與文獻回顧

第一節 實施兩稅合一之理論基礎

一、是否重覆課稅

營利事業所得稅（以下簡稱營所稅）與個人綜合所得稅（以下簡稱綜所稅）獨立課稅是否會引起股利所得重覆課稅之探討論著頗多，有主張法人實在說（real entity theory）認為並未重覆課稅；有主張法人虛擬說（fictional entity theory）認為會造成重覆課稅。在 Zodrow（1991）的研究中提到對股利課稅的兩種不同觀點：

1. 傳統觀點（Traditional view）：

在股東階段對股利課稅會減少以發行新股融通之投資報酬，再加上對公司階段所課的所得稅則形成重覆課稅，傳統觀點同時認為以保留盈餘融通方式亦會造成重覆課稅之現象。

2. 新觀點：

認為股利課稅對於以保留盈餘融通方式之投資並無重覆課稅之問題（或稱為（Trapped equity）或“tax capitalization” view），若此觀點成立時，由於資本投資的主要財源大多以保留盈餘為之，如此對於衡量租稅對投資決策之影響將有十分戲劇性之效果，換言之，兩稅合一的理論基礎——消除股利所得重覆課稅之論點就變得相對薄弱了。進而言之，若公司所得稅稅率與個人利息所得稅稅率相同時，由於利息所得要課個人所得稅，所以獨立課稅並不會扭曲舉債與保留盈餘籌措財源之決策。如此對股利所得課稅只會對以發行新股籌措財源之方式形成重覆課稅。其論點如下：

若假設：

R ：投資稅前報酬（扣除折舊）

t_c ：公司所得稅稅率

t_p ：個人所得稅稅率

t_g ：資本利得稅稅率

則發行新股投資所得到報酬之有效稅率為：

$$T_{NS} = \frac{[R - R(1-t_c)(1-t_p)]}{R}$$

$$= t_c + t_p(1-t_c)$$

而若以保留盈餘籌措資金，則投資報酬會反應在公司股價上（假設課徵資本利得稅），所以其有效稅率為：

$$T_{RE} = \frac{[R - R(1-t_c)(1-t_g)]}{R}$$

$$= t_c + t_g(1-t_c)$$

由上二式可知，以發行新股籌資確實受到個人所得稅率 t_p 與公司所得稅率 t_c 之影響，而以保留盈餘融通之稅負 T_{RE} 則獨立於個人所得稅稅率。且若假設未課資本利得稅或通常用一個較優惠方式課稅則 $t_g = 0$ 或 $t_g < t_p$ ，則亦可證明以保留融通之稅負仍然較低。新觀點認為，由於將公司盈餘保留不分配所得到的延緩繳稅之利益恰可抵銷未來以這些保留盈餘增資所帶來的租稅負擔，所以就現值的概念而言，對股利課稅並不會增加以保留盈餘融通方式之稅負。

而在實證上，Zodrow 整理出支持傳統觀點者有 Gordon and Bradford (1980), Poterba and Summer (1985), Poterba (1987), Nadeau (1988)；而支持新觀點之實證則只有 Auerbach (1984)，所以由此可知股利所得

重覆課稅之論點頗具說服力，所以世界上有許多國家皆採行不同方式之兩稅整合方案以降低其負面影響（詳見表一），而我國也於 1998 年起實施設算扣抵法，至於尚未實施兩稅合一的美國，也在布希總統所提出之 Tax Relief Reconciliation Act of 2001 之減免方案中亦強調要取消股利雙重課稅之規定，以加強投資信心。

表一 主要國家實施兩稅合一之方法及時間

國 家	實施方式	實施年度
澳洲	設算扣抵法	1987
加拿大	設算扣抵法	1972
法國	設算扣抵法	1965
德國	雙軌稅率法	1953
	設算扣抵法	1977
	股利所得半數免稅	2002
義大利	設算扣抵法	1977
日本	設算扣抵法	1950
	雙軌稅率法	1961
	設算扣抵法	1990
紐西蘭	設算扣抵法	1988
英國	設算扣抵法	1965 以前
	兩稅獨立課徵	1965
	設算扣抵法	1973

資料來源：1. Sellers and Thomas (1994)
2. 本研究自行更新、整理

二、兩稅合一的方式與效果

在我們探討兩稅合一之方式時，必須針對所欲達成之目標及其可能之影響作評估，正如美國財政部於 1992 年所提出之報告 “Integration of

the Individual and Corporate System: Taxing Business Income Only Once”

中，提到為了提高租稅之中立性必須利用兩稅合一之方式以消除獨立稅制所產生的一些扭曲，但前提是能維持稅收不變之方式。除此之外，American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) 也於 1992 年提出兩稅整合之報告，1993 年則有 American Law Institute (ALI) 之報告探討兩稅合一之問題，而這些報告由於著眼於目標不同導致所喜好的整合方式亦不相同，茲將三種較常被採用之兩稅整合方式分述如下：

1. 股利所得免稅法 (Dividend Exclusion Method)

此法即是將股利所得從股東個人所得稅的課稅所得中排除，所以公司的利潤只在公司階段被課一次稅。但此方法仍然無法消除公司階段舉債與募股融資之決策扭曲。換言之，由於利息費用可以扣除而股利支付不行，所以公司仍偏好舉債；且由於股利所得免稅，就投資者而言可能偏好持有股票。因此此方案對於改善租稅中立之目標並未達成，但可以解決股利所得被重覆課稅的問題。然而為了避免公司租稅優惠擴展到股東階段，此方案必須是公司階段已繳過營所稅之股利發放才能從個人所得中扣除，所以必須設立可扣除的股利分配帳戶 EDA (Excludable Distributions Account)，也因此增加了稅務行政上之成本。

2. 股利設算扣抵法 (Shareholder Credit Method)

此方法為公司所繳的所得稅在配發股利時可配給股東用以扣抵股東個人所得稅，雖然可以使股利所得只課一次稅，但是對於公司偏好舉債之扭曲仍未消除 (因為利息費用仍可扣抵公司所得稅)。而就股東而言，若其個人所得稅稅率低於可扣抵稅額比率則有意願參與除權配股。且由於扣抵稅額比率決定於公司所繳的稅負高低，所以投資者會傾向追逐有較高課稅所得或較高有效稅率之公司。若如美國財政部所建議之公司階

段的優惠不及於股東時，則帶有租稅優惠之投資獎勵（如投資稅額抵減……等）就變得較不具吸引力了，亦即對廠商之鼓勵作用也因而降低了。

Smith (1995) 指出澳洲在實施股利設算扣抵制之前，原本對於研究發展支出 (R & D expenditure) 可享有 150% 的扣抵優惠，但於實施設算扣抵制後，由於公司階段所繳的稅可以在股東階段扣抵，使得企業降低稅負之動機降低，所以此項扣除只剩下延緩繳稅之利益而已，不再值得企業花費太多支出去追求此扣抵額之適用。但是對於享有免稅利益之廠商（沒有可扣抵稅額）及外國股東（被排除於設算扣抵制之適用）而言，R & D 的扣除仍然能夠降低他們的稅負，所以對他們仍是有利的！孫克難 (2000) 指出兩稅合一以後，租稅獎勵的工具效果形同虛設，產升條例對營所稅的租稅減免已無任何實益。

3. 股利支付減除法 (Dividend Deduction Method)

股利支付減除法是允許股利支付能如同舉債之利息費用一般從營利事業所得總額中扣除，此方法可以有效地消除以負債融通或權益融通的扭曲，且股利所得沒有被重覆課稅，若為了確保稅收也可先對股利所得扣繳稅款，此方法較能有效解決兩稅獨立課徵所形成的扭曲。但此法對股利發放與否可能形成扭曲，企業可能為了取得較多的扣抵而發放過多的股利而且此法對於高成長，需要較多保留盈餘之公司則形成懲罰。另一方面對於未分配的盈餘部份（沒有取得扣抵）若於出售時再課徵資本利得稅則此部份將形成重覆課稅。所以為了消除此種未分配盈餘重覆課稅問題，則可對此部份之利得從個人所得稅的稅基中排除。

以下則將此三種目前被世界各國較常採用之兩稅合一之方式所能達

成的目標及其缺失列表加以整理(詳見表二)。由上述分析可知，在目前世界各國較常採用之兩稅整合方式中各有其不同的目標，但沒有一種可以完全解決所有資源配置扭曲的問題。所以要決定採行何種方法之前必須先確定所欲達成之目標為何，例如我國財政部當時在兩稅合一制度可行性評估報告中也是從八種常用的整合方法中挑出已付股利減除法、股利所得免稅法及設算扣抵法三種方式再做詳細評估。其認為股利支付減除法無任何國家單獨於公司階段採行，而股利所得免稅法因僅對公司之盈餘課稅，對股利所得免稅相當於對股利所得分離課稅，不符量能課稅之原則。再者，因為擁有股利所得者大都為高所得階層，對其免稅可能使所得分配惡化。而設算扣抵法不僅與現制綜合所得稅之原則一致，公司發放之股利按股東之邊際稅率課稅符合公平原則，亦為大多數採行兩稅合一國家之通例。在我國經濟日趨國際化之際此法有利於國際租稅調和，增進我國之國際競爭力，是較為適合我國實施之方式。且財政部推估在加徵保留盈餘 10% 的稅負下，設算扣抵法之稅收損失最小。而公司只需設置一可扣抵稅額帳戶，稅務處理方面雖稍有增加但幅度有限。

美國財政部基於稅收中立及稅務行政上的考量排除了設算扣抵法而偏好股利所得免稅法(註2)，AICPA 則著眼於國際間之整合並學習其他先進之稅制而主張採行股利設算扣抵法。

註2：Hubbard (1993) 指出財政部部長 Nicholas Brady 向國會提出股利所得免稅法之建議案。

表二 常用的兩稅整合方式及其可達成之目標

整合方式 達成目標	股利所得免稅法	股利設算扣抵法	股利支付減除法
1. 舉債與募股 之中立性	未達成 (偏好舉債)	未達成 (偏好舉債)	可達成
2. 股利政策(保 留或發放)之 中立性	可達成	可達成	未達成 (偏好支付股利以取 得費用扣抵)
3. 減輕行政成 本	未達成 (較繁瑣, 要設立 可扣除之股利分配 帳戶 EDA)	未達成 (較繁瑣, 要設立 股東可扣抵稅額帳 戶 ICA)	可達成
4. 免稅優惠如 投資抵減, 加 速折舊等, 是 否及於股東	可達成	可達成 (但必須透過 ICA 之設置)	可達成
5. 對免稅廠商 而言	不合 EDA 之條 件, 所以其股東 沒有股利免稅權	因不符合 ICA 帳 戶, 所以股東沒 有可扣抵稅額	不會增加股東之 稅負
6. 與國際間之 整合	未達成 (除非透過租稅協 定)	可達成	未達成 (除非透過租稅協 定)

資料來源：本研究整理

第二節 實施兩稅合一之效果分析

一、兩稅合一對效率與經濟成長之影響

Fullerton (1981) 利用美國 1973 年資料，採用一般均衡模型分析發現採用完全合一的情況下的靜態效率利得為 60 億美元 (1973 年幣值計算)，而未來的動態效率利益增加更多，現值約為 5,000 億或大約為經過人口成長率修正後的 GNP 現值的 1%。

美國財政部利用可計算的一般均衡模型 (computable general equilibrium model) 求出實施兩稅合一後，約可增加 2%~8% 的權益資本，降低 1%~7% 的負債比率。提高約 2%~6% 的股利支付率。而所增加的經濟福利約等於每年消費總額的 0.07%~0.73% (或 25 億~260 億美元)。其不同的比率是由於不同的整合方式所得。

Pereira (1993) 則以動態均衡模型衡量完全合一和部份合一的效率利益，根據其模擬的結果，全部合一所得到的動態效率利益長期而言並不太大，只有大約 0.17% 的未來消費與休閒的現值 (或大約值 1973 年幣值的 550 億~580 億美元)。Pereira 指出其效果明顯地比 Fullerton (1981, 1985) 小很多，而且長期的平均利益 (0.165% 調整後 GNP) 比短期平均利益 (0.07% 調整後 GNP) 大很多。但是若採部份合一 (partial integration) 則反而有長期動態效率損失 (-0.183% 的未來消費與休閒之現值)。Pereira 認為兩稅合一所帶來的利益不大甚至為負的主要原因是稅務行政上的執行成本與順從成本太高所致)。

而在我國的文獻中有林安樂 (2000) 以可計算的一般均衡，採用 Leontief 與 Cobb-Douglas 合併的生產函數並引入資本使用成本、折現率兩變數，使兩稅合一透過此兩變數影響產業資本需求；同時引入營利事

業稅前盈餘分配結構，使兩稅合一可以透過此結構影響到家計部門的所得分配及各所得階層的消費與儲蓄。其結果顯示兩稅合一可提高我國經濟成長率：若公司股利分配率維持不變，經濟成長率可提高 0.516%（以 1991 年幣值表示，若以 1998 GDP 為準，相當於 377 億元的 GDP），若股利分配率比原來增加 50%，經濟成長率可提高 0.46%，若股利分配率提高到 100%，則經濟成長率可提高 0.094%，若股利分配率維持不變且資本需求線上移 5%，則經濟成長率可提高 0.486%。由於模擬假定全國資本使用的總量及勞動就業總量固定不變，所以經濟成長率的增加乃反映資源使用效率之增加，因此兩稅合一有助於提高全國的資源配置效率。

莊希豐、單騰笙（2000）則以 Barro（1990）所發表的政府支出與內生性成長的關係為架構，並將兩稅合一制設計出一稅率放入此模型作探討。其結論為：

1. 若採純粹的設算扣抵制，則其平均稅率比原稅制低，所以設算扣抵制是減稅的制度。如果在綜所稅與營所稅稅率都大於最適稅率 α 的情況下，稅率愈高對經濟成長愈不利，所以設算扣抵制對經濟成長是有利的。若在兩稅的稅率皆小於 α 時，稅率愈高對經濟成長愈有利，所以設算扣抵制對經濟成長是不利的。
2. 財政部的方案為設算扣抵制加上對保留盈餘加徵 10% 營所稅，此情況下的平均稅率不一定比原稅制低，要比原稅制低則必須另有如綜所稅率、營所稅率等的配合才可能使兩稅合一的平均稅率低於原稅制，並對經濟成長有利。

孫克難（2001）則以兩稅合一總體計量模型探討兩稅合一後對於總體經濟之衝擊效果，其結果得出在其他條件不變下實施兩稅合一乙案（含

對保留盈餘加徵 10%)，則當期 GDP 2001 年增加 31 億元，2002 年增加 38 億元，2003 年增加 44 億元，2004 年增加 50 億元，2005 年增加 56 億元，2006 年增加 63 億元(相當於 1996 年幣值的 24、28、31、34、36、38 億元)，效果並非很大。因此不論是美國財政部的估計，或是 Pereira 利用動態模擬之結果，林安樂的可計算一般均衡及孫克難的總體計量模型皆可看出實施兩稅合一對於經濟成長之貢獻效果不大。

二、兩稅合一對於促進投資的效果

兩稅合一是否可以刺激投資一直是實施兩稅合一之國家所關切的問題。在國內文獻中實證得出效果不明顯的有：許嘉棟(1989)利用一般均衡模擬分析，利用股利稅額完全扣抵、股利稅額部分扣抵及已分配盈餘部分扣抵三種稅制，得出兩稅合一實施後，導致政府赤字增加，公司儲蓄降低並使利率上揚，產生排擠作用，抵銷了兩稅合一的效果，所以兩稅合一對鼓勵投資與促進成長的效果很有限。

蘇建榮、曾巨威(1997)利用民國 75 至 84 年上市公司資料，將樣本分為傳統工業 95 家，基礎工業(塑膠、化工、鋼鐵等) 68 家，技術密集工業 83 家，電子工業 50 家，預測兩稅合一之效果。實證結果顯示，兩稅合一對於民營製造業股票上市公司之固定資本投資，尤其是一般所關心的高科技電子工業並無顯著影響。整體而言，兩稅合一對各產業固定資本投資所產生的邊際效果除股利發放率對於基礎工業的投資有顯著而正面的影響外，其餘皆不顯著。林韋妤(1999)則利用 Benge(1997)的模型加以修正發現兩稅合一在鼓勵投資方面效果極為有限。且若個人所得稅稅率大於資本利得稅率且對保留盈餘加徵 10%的所得稅則會提高資本的使用成本，影響投資意願。李顯峰、楊珮瑜(2002)應用新古典

廠商投資理論模型探討現行兩稅合一制度，對台灣地區製造業廠商的資本使用成本進行實證研究，並探討實施兩稅合一制度對製造業之不同業別的資本使用成本所產生的影響。結果顯示只有技術密集產業中的電子業具有統計上顯著意義，其兩稅合一前後之資本使用成本有顯著差異，可知兩稅合一前後僅對特定業別之資本使用成本有統計上的顯著意義。

實證得出兩稅合一對促進投資有正向效果的文獻有：張瑞當、曾玉琦等（1999）利用探索性（exploratory）的問卷調查，並刪除負荷量低於 0.5 的因素，經由相關分析與複迴歸分析結果，發現減輕稅負與投資意願有顯著正相關，而未分配盈餘加徵 10% 營所稅對投資意願有顯著負面影響。林安樂（2000）認為兩稅合一會先影響資本財使用成本及營利事業所得的分配，再影響到消費、儲蓄生產……等，模擬結果除了將股利分配率提高到 100% 時不利於固定投資外，其餘三種股利分配率之情況皆有利於固定投資。蔡宜展（2001）則利用動態均衡模型分析兩稅合一實施前後的長期均衡有何不同，並求得廠商由原本的定態均衡到新的定態均衡之動態調整過程。其模擬結果顯示：兩稅合一後，如果政府不加任何干預，因完全消除對資本的扭曲，故資本存量會大幅提高，同時產出也大幅上升，家計單位的福利水準會較高，故對整體經濟有正面的影響，惟政府的稅收會降低。但若政府對未分配盈餘加徵 10% 的所得稅，則因為提高了投資的相對價格，使廠商缺乏累積資本的誘因，造成生產的無效率。蔡靜文（2002）則指出企業的長期投資股權在兩稅合一實施後顯著增加，顯示兩稅合一後企業有較高投資意願，且資本市場規模也擴大。

在國外文獻部份，Feldstein（1977）則認為事實上無法證明兩稅合一到底可能會增加或減少整體資本累積。因為兩稅合一會透過三個途徑

影響儲蓄（資本累積）：1.改變公司的儲蓄（亦即保留盈餘）2.改變儲蓄的淨報酬率 3.透過租稅重分配之效果從而影響不同儲蓄傾向之階層。最後指出兩稅合一可以降低公司的有效稅率，促進資本形成。而其中保留盈餘可能降低，導致總私人儲蓄稍為減少，但所有儲蓄的淨報酬率因為兩稅合一的稅負降低而提高，但由於有替代及所得效果，所以儲蓄是增是減並不能確定。至於稅負重分配所造成的效果不明顯。Black, Legoria and Sellers (2000) 利用紐西蘭及澳洲 1982 至 1991 年的資料實證設算扣抵制對廠商資本投資的影響，而其資本投資定義為固定資產加 R & D 支出，結果顯示股利設算扣抵制在兩個國家中皆能刺激公司的資本投資(其中澳洲同時課徵資本利得稅)，且高股利支付率之廠商在設算扣抵制下資本投資增加效果愈顯著。

Boadway (1992) 指出在封閉經濟中採用完全設算扣抵法可以達成下列效果：(1)由於重覆課稅的消除，可以減低儲蓄與投資之障礙(2)消除發行新股與保留盈餘融通之扭曲(3)消除企業組織型態選擇之扭曲。但在一個小型開放經濟之下，本國的資本市場是完全對外開放的，此時稅額扣抵法之整合無法消除對投資與儲蓄之重覆課稅（因為可扣抵稅額通常排除國外投資者），只能降低公司所得稅對儲蓄報酬的課稅而已，所以對鼓勵投資之效果有限。若將公司所得稅改成屬人主義較能在小型開放經濟中達成兩稅合一的目標。

由上述國內文獻可知，兩稅合一是否能刺激固定資本投資之探討大多集中於模型探討，以兩稅合一降低資本使用成本，得出會使投資增加之結果。如李顯峰、楊珮瑜 (2002)，蔡宜展 (2001)，林韋妤 (1999) 等。然而如利用實際資料模擬，則大多得出實施兩稅合一對於固定資本投資影響並不顯著之結果，如蘇建榮、曾巨威 (1997)，許嘉棟 (1989)

等。至於國外文獻部分，Feldstein（1977）認為事實上無法證明兩稅合一到底可能會增加或減少整體資本累積；Boadway（1992）則認為在小型開放經濟之下，採稅額扣抵法之整合方式無法消除對投資與儲蓄的重覆課稅，對於刺激投資效果亦有限。Black, Legoria and Sellers（2000）利用紐西蘭及澳洲 1982 至 1991 年的資料作實證，結果顯示股利設算扣抵制在兩個國家中皆能刺激公司的資本投資。

三、兩稅合一對資本結構之影響

在傳統的課稅制度下，企業舉債的利息費用可以扣抵營所稅，具有減稅利益，募股融通的盈餘卻會增加股東的稅負，所以會提高企業舉債的誘因。在 Modigliani and Miller（1958）和 Miller and Modigliani（1961）兩篇文章中指出，在完全的資本市場中，公司的價值與其融資決策與股利政策無關。後來在 Modigliani and Miller（1963）中指出由於利息費用可以扣抵公司所得稅，公司會儘可能增加舉債以提高公司價值。隨後 Miller（1977）文章中引進個人所得稅，指出在公司債務市場均衡時，債券持有者所要求的個人所得稅的邊際貼水剛好抵銷公司舉債的利息扣抵利益，所以公司價值又不受到資本結構之影響。後來許多文章紛紛對此表示質疑，當考慮破產成本（bankruptcy cost）及代理成本時公司存有最適資本結構如 Kim（1982），Modigliani（1982）。而 Bradley, Jarrell and Kim（1984）亦實證出存在有最適之資本結構。而 Chang and Rhee（1990）則利用 508 家廠商 1969~1987 年的資料實證，結果顯示股利支付率與資本結構確實有相關性存在。

而若以兩稅合一對資本結構之影響文獻而言：Gourevitch（1977）指出法國在 1965 年為了挽救低迷的股票市場而採行設算扣抵法，德國在 1953 年為了拯救股市採取雙軌稅率制，1976 年則改採設算扣抵法以消除

舉債與募股扭曲，英國則於 1972 年為了消除保留與發放盈餘的扭曲及促進以新股發行融資而採設算扣抵法。但 Gourevitch 指出法、英兩國在兩稅合一後股利支付率並未提高，而德國股利支付率雖提高但可能與二次世界大戰後德國廠商利潤提高有關。且德、法兩國公司以發行新股融資之情況並未增加。

Poterba and Summer (1985) 則發現英國實施兩稅合一降低了投資者接受股利報酬所需的貼水，所以只要稅前股利必要報酬率降低則募股的資金成本也會降低。Nedeau and Strauss (1993) 則以提高公司所得稅來彌補稅算扣抵制之稅收損失，並以稅收中立之方式模擬，結果顯示部分合一制可以降低整體的負債權益比率。Grubert and Mutti (1994) 則以模擬之方式得出不同的合一方式會影響國際間資本的流動。Schulman et al. (1996) 則以加拿大與紐西蘭的資料實證：紐西蘭在採取設算扣抵制後，顯著地降低公司的負債比率，而加拿大採取設算扣抵制並同時課徵資本利得稅，其結果顯示加拿大大多數廠商的負債比率顯著降低，而對於營運淨損之廠商則不顯著。而股利發放率較低的公司由於主要透過成長的方式提供股東報酬，其負債比率並未顯著降低，且加拿大的經驗指出提高資本利得稅會降低兩稅合一的效果。Schlunk (2000) 指出由於利息費用可扣抵公司所得稅，所以公司有意願從事資本結構的變動以獲取利益。而 Schlunk 指出兩稅合一其實並不必然可以解決這些問題，所以他假設兩稅重覆課徵為已存在之事實，並試圖從事一些租稅變動以達成資本結構之中立性。其結論如下：

1. 取消利息費用扣抵：如此將可使公司所得稅的稅基增加 7710 億美元或 120% (in 1996)，並可同時在不減少稅收之情況下將公司所得稅稅率由 35% 降到 16%，如此對整體企業經濟活動是

有利的，且從事於追求租稅利益的活動會減少。

2. 以市價為基礎衡量資本利得，並以 15% 的個人資本利得稅率取代目前 0%~39.6% 的級距，則可以消除大家將資本利得遞延並移轉正常所得到資本利得之誘因，但此二項措施必須一起實施才有效果。

Booth et al. (2001) 利用 10 個開發中國家的樣本：印度、巴基斯坦、泰國、馬來西亞、辛巴威、土耳其、約旦、韓國、墨西哥、巴西。實證結果顯示在已開發國家（如美國、歐洲等國）用來解釋影響資本結構的因素，如廠商獲利性、規模、資產品質……等因素（雖然各國存在制度上運作的不同），但是在開發中國家仍然十分具有說服力。Bhaduri (2002) 則是以 9 種產業共 363 家廠商的資料實證，Bhaduri 指出許多代理理論的模型大都用來解釋已開發國家之情況，且通常假設存在運作良好的、流動的財務市場使投資者可以分散風險，並且具有法制體系可以保障財產權。而通常這些條件在已開發國家較不易符合，所以用開發中國家的資料來驗證可以增強這些模型的有效性。實證結果顯示廠商的成長性（Growth）、現金流量（Cash Flow）、規模（Size）、獨特性（Uniqueness）及產業特性（Industry Character）等因素確實能影響最適資本結構。

在國內文獻中實證得出，兩稅合一對降低企業負債比率不顯著的有：洪秀美（1999）以問卷調查之方式探討兩稅合一對公司財務結構之影響，發現兩稅合一後，一般產業以增加發行普通股融資，而高科技產業則以提高負債融資，故兩稅合一並不能如預期一般降低舉債與募股之扭曲。周保亨（2001）指出兩稅合一有助於降低企業融資決策之扭曲，因此舉債較多且租稅負擔較少的公司應能降低其負債比，改善資本結構，但實證結果卻相反，亦即舉債較少且租稅負擔較高的公司，兩稅合

一後資金成本變動呈現上升趨勢。但本文仍得出公司的扣抵稅額比率愈高，則資金成本愈低之結論。蔡靜文（2002）：兩稅合一實施後，企業負債融資比率沒有顯著降低，顯示兩稅合一未達成消除企業偏好舉債之目的。黃瑞靜、徐守德、廖四郎（2001），利用最適動態資本結構模型，探討兩稅合一對公司價值、股利政策及資本結構之影響。經過模擬後主要結論如下：兩稅合一後，股利支付率會提高，且股利支付率愈高，公司價值愈高。兩稅合一後，公司負債比率應會下降，但實證上僅高科技產業符合預期，而一般產業反而增加。

至於得出兩稅合一能夠降低企業負債比率的文獻有：黃小玲（2000）則以實證方式探討兩稅合一後公司資本結構如何變動？稅制變數與公司資本結構間的關係有何變化？及兩稅合一前後影響公司資本結構是否有差異？其結果顯示：1.公司財務槓桿比率會降低；2.有效稅率對資本結構的影響會降低；3.非負債性稅盾對資本結構影響會降低；4.保留盈餘率對資本結構影響降低；5.影響資本結構之因素並無不同。陳妙玲、黃小玲（2002）以 18 個產業、268 家上市企業為樣本進行檢定，得出(1)兩稅合一後，企業負債比率會降低；(2)兩稅合一後，負債性稅盾、非負債性稅盾及保留盈餘比率對資本結構的影響程度降低。孫克難（2001）發現兩稅合一實施之後對於傳統產業尚未達成消除企業偏好舉債融資之目標，但對於電子、機電、塑化與汽車運輸四個產業而言，則可能發揮減輕舉債融資之效果。而各產業的負債比率在兩稅合一實施後，從 1998 到 2000 年又有逐步上升的趨勢。其中原因可能包括 2000 年起經濟景氣變壞，也可能包括在保留盈餘加徵 10% 的政策下，企業多發放盈餘後仍需藉由舉債來籌措資金。林世銘（2002）以兩稅合一前五年（1993~97）及後三

年（1998~2000）的上市櫃公司資料分類加以實證，結果顯示兩稅合一實施後對於電子、機電、塑化、汽車產業，確實有降低舉債偏好之功能，但對於傳統產業則不明顯。汪瑞芝（2002）則以1990到2000年的資料實證得出：1. 上市公司稅額扣抵比率愈高者，總盈餘發放率愈高。2. 兩稅合一實施後，上市公司稅額扣抵比率愈高者，總負債權益比率顯著降低。

整體而言，兩稅合一由於可以減輕舉債與募股之扭曲與盈餘保留或發放之扭曲，因此對於企業之資本結構都能產生顯著之影響。如 Nedeau and Strauss（1993），Schulman et al.（1996），Schlunk（2000），Booth et al.（2001），Bhaduri（2002）、黃小玲（2000）、陳妙玲、黃小玲（2002）、孫克難（2001）、林世銘（2002）、汪瑞芝（2002）。但也有蔡靜文（2002）、洪秀美（1999）、周保亨（2001）認為並未有顯著影響。

第三節 企業固定投資之理論與實證文獻

有關企業投資行為的理論以 Jorgenson（1963、1967）等一系列探討資本使用成本（user cost of capital）的文獻最具代表性，而 Chirinko（1993）則指出實證上以資本使用成本為模型之結果大都得出資本使用成本對企業投資行為並不顯著之結果。在後續研究中 Jaffe and Russell（1976），Stiglitz and Weiss（1981），Blejer and Khan（1984），Fazzari, Hubbard and Peterson（1988），Audretsch（2000）則指出企業之流動性限制（Liquidity constraints）與資本結構對企業投資有很大的影響。另一些學者如 Chirinko（1993），Milopoulos（1993），Ronge and Kimuyu（1997），Alesina, Ardagna, Perotti, Schiantarelli（1999），Chirinko（2003）則認為在研究企

業投資行為時，尚必須考量預期心理的因素（包含企業對經濟情況、財政、貨幣政策……等的預期）才算完整。所以本研究對於企業投資行為之實證模式則主要融合資本使用成本、企業財務限制與代表預期的總體變數來作為解釋變數。

而有關企業舉債行為的理論中，Modigliani and Miller (1958) 和 Miller and Modigliani (1961) 兩篇文章中指出，在完全的資本市場中，公司的價值與其融資決策與股利政策無關。後來在 Modigliani and Miller (1963) 中指出由於利息費用可以扣抵公司所得稅，公司會儘可能增加舉債以提高公司價值。Miller (1977) 則在文章中引進個人所得稅，指出在公司債務市場均衡時，債券持有者所要求的個人所得稅的邊際貼水剛好抵銷公司舉債的利息扣抵利益，所以公司價值又不受到資本結構之影響。Myers (1984) 則提出順位融資理論，指出企業在內部資金不足時會考慮對外舉債。而 Titman and Wessels (1988) 提出的資產擔保價值與非負債性稅盾 (non-debt tax shields) (如折舊費用等)，對企業舉債行為亦有深遠的影響。Booth et al. (2001) 則利用印度、泰國、韓國等 10 個開發中國家的資料作實證，驗證在已開發國家中用來解釋資本結構的變數仍能有效地運用在已開發國家中。Bhaduri (2002) 亦得到與 Booth 相同的結論。

本研究除了利用傳統的 panel data 固定效果 (fixed effects) 與隨機效果 (random effects) 來探討兩稅合一對企業投資與舉債行為之影響外，並進一步採用 Milopoulos (1993) 與 Chirinko (2003) 之論點——企業的投資行為與理財決策會相互影響，必須同時決定。所以將企業投資實證方程式與舉債實證方程式加以聯立，形成 panel data 之聯立方程式實證模式，並利用兩階段最小平方法加上工具變數估計，應能解決有關變

數內生的問題，並使估計值更具一致性。

一、基本模型 (Basic model)

在有關企業固定投資的理論中，Jorgenson (1963) 以新古典學派的最適資本累積 (optimal accumulation of capital) 的理論來闡述企業的投資行為。Jorgenson 指出廠商對資本存量的需求主要是用來極大化企業的淨值 W 。

$$W = \int_0^{\infty} e^{-rt} [R(t) - D(t)] dt$$

其中 $R(t)$ 是稅前收益， $D(t)$ 是直接稅， r 是利率。

$$\text{而} \quad R = pQ - sL - qI$$

其中變數說明如下：

p ：產出價格

s ：工資率

q ：資本財價格

Q ：產出數量

L ：勞動投入的數量

I ：投資率

若進一步假設

u ：直接稅稅率

v ：應負擔的重置(replacement)佔所得的比率

w ：利率佔所得的比率

x ：應負擔資本損失佔所得的比率

K ：資本存量

δ ：折舊率

則可得出直接稅

$$D = u[pQ - sL - (v\delta q + wrq - x\dot{q})K] \quad (2-1)$$

若極大化淨值 (W)，且假定資本存量成長率等於投資減去重置率，

則可以得到下列條件：

$$\frac{\partial Q}{\partial L} = \frac{s}{p}$$

$$\frac{\partial Q}{\partial K} = \frac{q \left[\frac{1-uv}{1-u} \delta + \frac{1-uw}{1-u} r - \frac{1-ux}{1-u} \frac{\dot{q}}{q} \right]}{p} \quad (2-2)$$

而 Jorgenson 假定所有資本利得或損失皆為短暫之情況，所以上一式之分子部份可簡化成：

$$c = q \left[\frac{1-uv}{1-u} \delta + \frac{1-uw}{1-u} r \right] \quad (2-3)$$

此時 c 稱為資本的使用成本。

且新古典學派認為假設完成新計劃的時間分配是固定的，在時間 T 時的計劃完成比例是 W_t ，若新計劃的投資為 I_t^E ，而新計劃的起始水準為 I_t^N ，投資是上一期計劃之加權平均

$$I_t^E = \sum W_\tau I_{t-\tau}^N = w(L)I_t^N \quad (2-4)$$

上式中的 $w(L)$ 是前期運算的冪級數， L 為 Lag operator

$$I_t^E = w(L)[K_t^* - K_{t-1}^*] \quad (2-5)$$

K^* 為希望的資本存量

Jorgenson 假設投資的產生是因為希望的資本存量 (desired capital stock) 增加，而總投資 I_t 是擴張性投資 (investment for expansion) 與重置性投資 (investment for replacement) 之和。而重置性投資是資本存量的比例，亦即

$$I_t^R = \delta K_t \quad (2-6)$$

把上述二式合併後

$$I_t = w(L)[K_t^* - K_{t-1}^*] + \delta K_t \quad (2-7)$$

亦即投資計劃的產生是由於存量的變動所引起，此即為 Chirinko (1993) 所稱之動態內顯模型 (implicit dynamic model)，Chirinko 認為對於資本財的需求主要決定於多一單位的資本財所產生的預期邊際收益與成本多寡。而最適的資本存量 (K_t^*) 主要決定於價格變數、數量變數與自動產生的衝擊 (autonomous shocks)，所以可得

$$K_t^* = f[\text{price, quantities, shocks}]$$

而此式是屬於靜態模式，並未有任何的動態模式，新古典學派假設 K_t^* 是瞬間達成的。而之所以稱為內顯的模式，主要在當考慮投資由存量的需求轉變成投資流量的需求時，在投資醞釀與支出時所產生的傳遞落後 (delivery lags)、調整成本 (adjustment costs) 與重置投資等因素會讓模型加入了動態與時間的考量。

Jorgenson (1967) 則將租稅政策導入來驗證其對投資的影響，他指出在企業追求最大利得時，若資本財的成本能降低時，則資本財會變得更具吸引力，因此諸如加速折舊計劃，投資抵減與租稅減免等工具將會使得企業之使用成本變動，從而影響投資。Jorgenson 延續 1963 年的模式且在不考慮直接稅之情形下，廠商追求最大化利潤之公式為毛收入減除投入成本再減除資本投入的租賃價值 (rental value)。亦即假設廠商以租賃方式取得資本財，而資本財之租賃價值為此資本財於未來各期間所能提供之服務的折現值，其公式如下：

$$q(t) = \int_t^{\infty} e^{-r(s-t)} c(s) e^{-\delta(s-t)} ds \quad (2-8)$$

r ：折現率

- q ：資本財價值
 c ：資本使用成本
 δ ：重置率
 t ：取得資本財的時間
 s ：資本財提供服務的時間

對上式的時間 t 微分後可得

$$c = q(r + \delta) - \dot{q}$$

在靜態的假定下，資本使用成本為

$$c = q(r + \delta)$$

若將模式延伸到對企業的所得課徵比例所得稅且假設稅務機關提供一套折舊公式 $D(s)$ ，可以在課稅時作為費用之減除，並假設對投資支出給予租稅抵減，其抵減率為 k ，比例所得稅之稅率為 u ，則資本財之價值變成

$$q(t) = \int_t^{\infty} e^{-r(s-t)} [(1-u)c(s)e^{-\delta(s-t)} + u(1-k)q(t)D(s)] ds + kq(t) \quad (2-9)$$

並定義每一元投資（扣除投資抵減後）的折舊扣除之現值為 z

$$z = \int_0^{\infty} e^{-rs} D(s) ds \quad (2-10)$$

微分後的靜態結果為：

$$c = q(r + \delta) \frac{(1-k)(1-uz)}{1-u} \quad (2-11)$$

由(2-11)式可以觀察到資本成本受到租稅影響的過程。由於實施兩稅合一後，可消除重覆課稅並使企業之總稅負減少，資金成本降低，進而可以使投資增加。若將 u 視為個人股東稅負，則兩稅合一前股東投資所負擔之稅負為： $[1-(1-t_c)(1-t_p)]$ ，其中 t_c 為營利事業所得稅稅率， t_p 為綜合所得稅稅率。而兩稅合一後，個人在申報綜合所得稅時可以將公司階段所繳的營利事業所得稅申報扣抵，營所稅形同綜所稅之扣繳稅款，所以股東的總稅負只剩下綜合所得稅稅負 t_p ，所以可知兩稅合一可以透過股東

之稅負降低進而降低資本成本，提高投資意願。

若我們進一步對資本使用成本 C 微分，則得到(2-12)式

$$\begin{aligned}\frac{dc}{du} &= q(r + \delta)(1 - k) \frac{[-z(1 - u) + (1 - zu)]}{(1 - u)^2} \\ &= q(r + \delta)(1 - k) \frac{1 - z}{(1 - u)^2}\end{aligned}\quad (2-12)$$

由(2-12)式可得出 $\frac{dc}{du} > 0$

由此可知租稅變動與投資之資金成本成正向關係，因此本研究提出假說一：在其他條件不變的情況下，兩稅合一實施後，企業基於股東稅負減輕，所以資本投資應會增加。

Jorgenson 認為第 t 期的投資是由該期期初的資本存量與上一期希望的資本存量變動所決定。而租稅政策之效果主要透過資本財的租賃價值來影響投資決策，並使希望的資本存量產生變動。而 Jorgenson 的重要貢獻在於定義企業的資本投資為使用成本的函數，而此函數是由利率、稅、折舊率與相對價格所構成，如此就可以企業對資本財的需求。但由於 Jorgenson 是利用存量的變化與靜態預期 (static expectation) 的方式來處理模型，但是若考慮資本流量可能產生的調整成本、傳遞落後、醞釀落後與建造落後 (time-to-build lags) 等問題再加上企業之財務狀況亦會影響投資，必須再深入探討之。

二、流動性限制對企業投資的影響

許多後續的研究指出由於資訊的不對稱與昂貴的監督成本，會使得企業在外部融資 (external finance) 與內部融資 (internal finance) 之間

產生某些限制，進而影響企業投資。因此愈來愈多學者投入研究財務限制或稱流動性限制對於企業投資所產生的影響。在 Modigliani Miller Theorem (1958) 中提到當財務市場是完全的情況下，企業的實質決策與財務決策可以獨立，換言之，企業的投資行為不會受到企業財務現況之影響。

Fazzari, Hubbard and Peterson (1988) 指出對於企業投資的實證模型通常只看代表性廠商在有價證券市場的行為反應，若所有的廠商進出市場的能力皆相等，則廠商對於資本成本的變動、租稅誘因所引起的投資變動之不同反應主要因為其個別投資需求不同，而廠商之資本結構在投資決策上並未扮演重要角色。此乃因為廠商可以不花成本地以外部融資來取代內部融資。所以在完全資本市場的假設之下，廠商特定的投資行為與其本身之財務狀況無關。然而完全資本市場之假設是否恰當亦受到嚴酷的挑戰，一旦此假設不成立，則廠商就無法不花成本來取得外部融資，如此內部融資的可能性與其他財務因素就會影響廠商之投資決策。以上兩種論點到底何者較為正確？Fazzari, Hubbard and Peterson (1988) 指出，傳統的代表性廠商模型中認為，其投資決策與廠商本身之財務狀況無關比較適用於體質健全、知名度高的大企業，對於大多數中小企業而言，公司取得外部融資並非零成本，因此其本身之財務狀況會影響到廠商之投資決策。

在企業的財務因素可能影響投資之相關論述中，Jaffe and Russell (1976) 指出，由於資訊的不對稱，會使得資金供給者可能對其放款設定限額 (ration)。Stiglitz and Weiss (1981) 則指出資金借貸市場與其他市場不同，其價格 (利率水準)，不一定會在該市場的均衡點，Stiglitz and Weiss 將此原因歸諸於影響利率的因素不僅是資金的需求而已，還包括

隱含在不同等級的借款者 (borrower) 之風險。當市場利率上揚時，則借款者之風險亦升高，可能導致資金的供給者想去設定其放款的限額。而且每家企業提供的資訊多寡與其規模之間並不中立，通常小廠商所能揭露之資訊較為缺乏。

Blejer and Khan (1984) 則指出開發中國家的私人投資，主要受到外部融資的可能性而非成本所限制。他們認為在開發中國家受限於權益融資 (equity financing) 工具的缺乏，所以對外信用借款的限制就變得相對重要了。更進一步來說，對於大多數的開發中國家由於在財務市場上利率與貸款額度受到限制，降低了資本成本的重要性。由此論點，Blejer and Khan 在模型中加入貸款可能性 (credit availability) 取代資本成本，實證結果發現私部門的貸款可能性對於私部門投資有正向的影響。因此他們結論為在開發中國家，貸款的可能性對於私部門投資具有有效的限制 (binding constraint)，而融資的成本反而較不具重要性。

Jenson and Meckling (1976) 亦指出由於舉債受到限制，廠商會有道德冒險 (moral hazard) 的問題，亦即廠商可能有較高的誘因去選擇風險過高的投資計劃。而當債權人知道這項行為後可能會對他們所購買的債券要求風險貼水或訂定契約限制廠商的用途。另一方面在企業內部方面由於經營階層與股東之間具有代理關係，為了防範經理人從事不合理或浪費的行為，股東必須負擔監督成本。

Chirinko (1993) 指出近年來有許多文獻如 Gertler (1988), Hubbard (1990) 探討企業的流動性與財務限制對於其投資之影響。而 Fazzari, Hubbard and Peterson (1988) 則將財務限制導入模型中並對廠商的 panel data 作實證。然而 Chirinko 指出許多得出流動性限制與廠商規模呈負相關的實證文獻，大都侷限於美國與英國等少數國家的廠商資料。Deeg

(1999) 認為在德國由於其財務市場特有的制度結構，可以減緩或避免財務、流動性限制對廠商的影響。其主要原因在於德國的財務市場是以銀行為主 (bank based)，不同於英、美的以市場為主 (market based) 之情況，由於有銀行當成財務市場的主要媒介，所以廠商受到的流動性限制可以較為減緩。

Audretsch (2000) 進一步指出，由於大廠商較有能力利用發行股票、公司債等內部融資方式來支應投資支出，反觀小廠商受限於其內部的盈餘與發行股票的潛力，內部融通能力較差。Audretsch 指出德國的廠商主要都倚賴銀行來作為外部融資的主要來源，且許多研究指出在德國，銀行對於大小廠商的放款利率差距比英、美的銀行小，這主要歸功於德國有健全的地方與區域性的銀行體系將中小企業視為主要的客戶。Audretsch 將規模 500 人以下之廠商歸類為小規模廠商，501~1,300 人、1,301~5,500 人之間為中等規模廠商，5,500 人以上為大規模廠商，再利用現金流量來衡量廠商受到流動性限制影響之程度。此外為了掌握廠商以前的投資水準，加入了前期投資作為控制變數，並以廠商的銷貨來衡量產出。實證結果確實驗證德國的特有制度結構確實可以減緩大規模與小規模廠商受到流動性限制之影響程度，然而對中等規模廠商的影響則不明顯。

而 Milopoulos (1993) 指出由於發行股票與債券需交易成本，所以企業內部融資之成本比外部融資低。且當企業的負債權益比太高時，發行新債的代價更高，所以企業發行新債面臨了遞增的邊際成本。另一方面投資者亦面臨對企業可能的投資機會之資訊不完全問題，所以會要求風險貼水，而此補償就反應在企業的借款利率負擔上，更增加企業外部融資成本。所以企業的財務狀況與投資決策會互相影響，必須共同決定。

當對投資的需求較低時企業可以利用較低成本的內部融資方式來支應投資支出，但當企業投資需求提高時，現金流量較少的企業可能轉而倚賴較高成本的外部融資或是沒有能力投資。換言之，企業的投資需求會受限於其內部融資之能力，所以在探討企業投資行為時，現金流量等因素就必須加以考量。

綜上所述，由於財務市場的資訊不對稱，公司股東與經理階層的代理問題加上企業規模不同等因素，企業的內部融資與外部融資之間無法完全替代。而且上述的財務限制會影響到企業投資的能力，因此在探討影響企業投資因素的模型中，必須考量流動性限制的因素。

三、企業固定投資與對未來預期之關係

在前述的 Jorgenson 投資存量模型中，隱含著靜態預期的假設，當考慮了流量的問題時，傳遞落後的問題會廠商思考到未來的情況，使得靜態預期瞬間達到均衡的假設受到質疑。

Chirinko (1993) 指出在 Jorgenson 的模型會受到批判的原因，有一部份與 Lucas 評論 (Lucas Critique) 有關。在 Lucas 的論述中，廠商在作計劃決策時必須考慮未來，所以他們的決策會受到預期未來的變數影響。因此 Chirinko 認為作政策量化分析時必須放入可以代表對未來預期的變數。

Milopoulos (1993) 指出透過設定一個投資流量的需求函數，可以將動態因素導入企業的投資決策中，透過一些與調整成本、醞釀落後、傳遞落後有關的設定，讓廠商可以思考未來之情況。但是由於預期是無法觀察到的，所以對動態作另一些設定來連結可觀察的變數與不可觀察的預期。

Ronge and Kimuyu (1997) 指出企業對未來的信心與投資應有正向

的相關，Chirinko (1993), Ram (1993) 對新古典學派的資本使用成本對投資的影響模型作實證研究，發現資本使用成本對投資的影響大多不顯著。Chirinko (1999) 求出投資的使用成本彈性 UCE (User cost elasticity)，其中 UC 包括利率、稅率與折舊率等價格變數。而較低的 UCE 意謂價格誘因對資本形成之影響效果不大，此與一般經濟理論之假設不同。此外 Chirinko 的結論亦認為較小的 UCE 也隱含了利率對投資的影響不大，這也削弱了傳統的貨幣傳遞機能的論點，最後 UCE 的偏低也意謂著政府以減稅來刺激投資的效果不大。

Alesina, Ardagna, Perotti, and Schiantarelli (1999) 則利用 18 個 OECD 國家的 panel data 來衡量財政政策對投資的影響，該文認為政府支出增加會影響政府部門的薪資，並對私部門之薪資產生上漲壓力，從而影響廠商的利潤與投資水準。而政府增稅的動作亦會使私部門工作要求更高的稅前實質工資或減少勞動供給，此舉同樣對私部門薪資產生壓力，進而影響投資。實證結果得出

1. 增加（減少）政府支出會減少（增加）私部門利潤與投資之結果十分顯著。
2. 增加（減少）稅負會減少（增加）私部門利潤與投資但其效果小於政府支出增減之影響。
3. 當政府推動財政擴張政策時，私人投資並未受到太大的影響。

Chirinko (2003) 則利用 Vectorautoregressive Investment Model (VIM) 探討貨幣政策對企業投資的影響。而 VIM 包含了投資、現金流量、銷貨與資本的使用成本。Chirinko 以德國 6,408 家廠商的財務資料作實證，得出：

1. 貨幣政策確實有效且企業投資會受到隱含在使用成本中的利

- 率之影響。
2. 若允許實質投資決策與財務決策互相影響（內生）則貨幣政策的效果會比讓財務決策外生的情況增加 1/3。
 3. 在考慮投資決策與財務決策相互影響下，投資對現金流量變動的敏感程度提高 2/3。

第四節 企業舉債行為之理論與實證文獻

在傳統的課稅制度下，企業舉債的利息費用可以扣抵營所稅，具有減稅利益，募股融通的盈餘卻會增加股東的稅負，所以會提高企業舉債的誘因。在 Modigliani and Miller (1958) 和 Miller and Modigliani (1961) 兩篇文章中指出，在完全的資本市場中，公司的價值與其融資決策與股利政策無關。後來在 Modigliani and Miller (1963) 中指出由於利息費用可以扣抵公司所得稅，公司會儘可能增加舉債以提高公司價值。而 Miller (1977) 則引進個人所得稅，指出在公司債務市場均衡時，債券持有者所要求的個人所得稅的邊際貼水剛好抵銷公司舉債的利息扣抵利益，所以公司價值又不受到資本結構之影響。後來許多文章紛紛對此表示質疑，當考慮破產成本 (bankruptcy cost) 及代理成本時公司存有最適資本結構如 Kim (1982)、Modigliani (1982)。而 Bradley, Jarrell and Kim (1984) 亦實證出存在有最適之資本結構。而 Chang and Rhee (1990) 則利用 508 家廠商 1969~1987 年的資料實證，結果顯示股利支付率與資本結構確實有相關性存在。

在獨立課稅制度下，企業舉債可以享有利息費用扣除之利益，而若

以增資發行新股反而增加股東個人綜所稅稅負，導致企業偏好舉債避稅之情況並形成舉債與募股之扭曲。推行兩稅合一的主要目的之一即為減少企業舉債與募股的扭曲。茲引用 Howard and Brown (1992) 探討在兩稅合一採用設算扣抵制之情況對企業資本結構之影響。其模型說明如下：

Y_1 ：應課營利事業所得稅的所得

Y_2 ：沒有可扣抵稅額之所得（例如我國對企業五、四年免稅之所得、證券交易所得、兩稅合一實施前的盈餘……等）

t_c ：營利事業所得稅稅率

t_p ：股東綜合所得稅邊際稅率

t_g ：資本利得稅稅率（假設課徵證券交易所得稅）

t_{pd} ：債權人的邊際綜所稅稅率

D ：含可扣抵稅額之股利發放額

δ_1 ：含可扣抵稅額之股利發放率（payout ratio）= $D/Y_1(1-t_c)$

δ_2 ：不含可扣抵稅額之股利發放率 = (不含可扣抵稅額之股利)/ Y_2

Y_e ：股東的稅後總所得

Y_d ：債權人的稅後利息所得

首先必須假設所有本國公司的股東都是居住者，如此才能享有可扣抵稅額的優惠。而若要發放 D 的股利，則稅前要賺 $D/1-t_c$ ，並必須課 $t_c \cdot D/1-t_c$ 的營利事業所得稅，而股東必須將股利總額（股利淨額 + 所納的營所稅稅額）申報並課徵綜合所得稅，但可享有 $t_c \cdot D/1-t_c$ 的可扣抵稅額。因此股東的綜所稅淨稅負為綜合所得稅應納稅額減可扣抵稅額

$$= t_p \left[D + t_c \cdot \frac{D}{1-t_c} \right] - t_c \cdot \frac{D}{1-t_c} = \frac{D}{1-t_c} [t_p - t_c] \quad (2-13)$$

由變數定義可得 $D = \delta_1 Y_1 (1-t_c)$ 代入上式則可得出股利在繳納營

所稅與綜所稅後之淨額為

$$\begin{aligned} & \frac{D}{1-t_c} - \frac{t_c \cdot D}{1-t_c} - t_p \left[D + t_c \cdot \frac{D}{1-t_c} \right] + t_c \cdot \frac{D}{1-t_c} \\ & = \delta_1 Y_1 (1 - t_p) \end{aligned} \quad (2-14)$$

而應稅所得之稅後保留盈餘為 $(1 - \delta_1)Y_1(1 - t_c)$ ，並假設保留盈餘將可使投資機會增加，並使股價上漲而產生資本利得。所以股東因公司保留盈餘而產生的稅後（繳納資本利得稅）所得為

$$(1 - \delta_1)Y_1(1 - t_c)(1 - t_g) \quad (2-15)$$

而股東取得由免稅所得或不含可扣抵稅額的所得 Y_2 所發放的股利，必須課個人綜所稅，所以其不含可扣抵稅額之稅後股利所得為

$$\delta_2 Y_2 (1 - t_p) \quad (2-16)$$

若股東因公司將免稅所得保留在公司不發股利所得到的稅後利益為

$$(1 - \delta_2)Y_2(1 - t_g) \quad (2-17)$$

所以股東總稅後所得為(2-14)+(2-15)+(2-16)+(2-17)，亦即應稅股利之稅後所得加應稅所得保留所產生之稅後資本利得加不含可扣抵稅額之稅後股利所得再加上不含可扣抵稅額之免稅所得保留所產生之稅後資本利得：

$$Y_e = \delta_1 Y_1 (1 - t_p) + (1 - \delta_1)Y_1(1 - t_c)(1 - t_g) + \delta_2 Y_2 (1 - t_p) + (1 - \delta_2)Y_2(1 - t_g) \quad (2-18)$$

整理後可得

$$Y_e = (\delta_1 Y_1 + \delta_2 Y_2)(1 - t_p) + [(1 - \delta_1)Y_1(1 - t_c) + (1 - \delta_2)Y_2](1 - t_g) \quad (2-19)$$

假設企業所有的所得皆為應稅所得亦即暫時不考慮免稅所得（假設 $Y_2 = 0$ ），則第(2-19)式可以簡化成

$$Y_e = \delta_1 Y_1(1 - t_p) + (1 - \delta_1)Y_1(1 - t_c)(1 - t_g) \quad (2-20)$$

換言之，若假設公司所有的所得皆為應稅所得，則我們將 Y_1 ， δ_1 的下標拿開，則股東的稅後總所得變成

$$Y_e = \delta Y(1 - t_p) + (1 - \delta)Y(1 - t_c)(1 - t_g) \quad (2-21)$$

所以對於未舉債（unlevered）的公司其公司的價值 V_u 為其未來所得之現值：

$$V_u = PV[\delta Y(1 - t_p) + (1 - \delta)Y(1 - t_c)(1 - t_g)] \quad (2-22)$$

而對於舉債（levered）的公司而言，若假設其舉債之金額為 D ，借款之利率為 r ，因為利息費用可以當成營利事業所得稅之費用，所以公司的課稅所得為 $Y - rD$ ，如此第(2-21)式變成

$$Y_e = \delta(Y - rD)(1 - t_p) + (1 - \delta)(Y - rD)(1 - t_c)(1 - t_g) \quad (2-23)$$

而對於債權人而言，因為利息收入要課個人所得稅，所以其稅後所得為：

$$Y_d = rD(1 - t_{pd})$$

其中 t_{pd} 為債權人的邊際綜所稅稅率，如此舉債公司的價值為公司本身價

值加上債權人所收到的稅後利息收入：

$$\begin{aligned}
 V_L &= PV(Y_e + Y_d) \\
 &= PV[\delta(Y - rD)(1 - t_p) + (1 - \delta)(Y - rD)(1 - t_c)(1 - t_g) + rD(1 - t_{pd})] \\
 &= PV[\delta Y(1 - t_p) + (1 - \delta)Y(1 - t_c)(1 - t_g) - \delta rD(1 - t_p) \\
 &\quad - (1 - \delta)rD(1 - t_c)(1 - t_g) + rD(1 - t_{pd})] \quad (2-24)
 \end{aligned}$$

在第(2-24)式中的前二項即為(2-22)式未舉債公司的價值，所以整理後得：

$$V_L = V_u + PV[rD(1 - t_{pd}) - \delta rD(1 - t_p) - (1 - \delta)rD(1 - t_c)(1 - t_g)] \quad (2-25)$$

比較在兩稅合一設算扣抵制下，舉債公司的利益(2-25)與未舉債公司的利益(2-22)，兩式相減可得舉債利益

$$B_L = PV[rD(1 - t_{pd}) - \delta rD(1 - t_p) - (1 - \delta)rD(1 - t_c)(1 - t_g)] \quad (2-26)$$

若以債券持有人的稅後報酬率 $r(1 - t_{pd})$ 來折現，則舉債所得到的利益 (B_L)：(永久資本化模式)

$$\begin{aligned}
 B_L &= \frac{rD[(1 - t_{pd}) - \delta(1 - t_p) - (1 - \delta)(1 - t_c)(1 - t_g)]}{r(1 - t_{pd})} \\
 &= D \left[1 - \frac{\delta(1 - t_p) + (1 - \delta)(1 - t_c)(1 - t_g)}{1 - t_{pd}} \right] \quad (2-27)
 \end{aligned}$$

如上式若：

1. $\delta = 1$ (股利支付率 100%)：

由於假設公司的所得皆為應稅所得，所以最適的股利支付率為

百分之百（亦即 $\delta = 1$ ），以便獲取可扣抵稅額。如此將 $\delta = 1$ 代入(2-27)式，則舉債利益

$$B_L = D \left[\frac{t_p - t_{pd}}{1 - t_{pd}} \right] \quad (2-28)$$

換言之，舉債的利益 B_L 與股東個人所得稅稅率（ t_p ）與債券持有人的個人所得稅稅率 t_{pd} 有關。當

- a. $t_p = t_{pd}$ 則由(2-28)式可知舉債之利益 $B_L = 0$
- b. $t_p > t_{pd}$ 表示股東個人所得稅稅率超過債券持有人的個人所得稅邊際稅率，則舉債會有利得， $B_L > 0$ ；換言之，公司會偏好以舉債取代發股利，也就是說公司可以用增加負債之方式取代租稅利益。
- c. $t_p < t_{pd}$ 則舉債之利益 B_L 為負，此時公司減少負債反可取得租稅利益。

均衡時 $t_p = t_{pd}$ ，此時企業舉債的利益 $B_L = 0$ ，表示採行設算扣抵制下，且股利發放率 $\delta = 1$ 時，稅制對於舉債與募股具有中立性。

2. 若代入我國現制對企業保留之盈餘加徵 10%，且未課徵證券交易所所得稅（ $t_g = 0$ ），且全部的所得皆為含可扣抵稅額之所得，則第(2-21)式變成

$$Y_e = \delta \cdot Y \cdot (1 - t_p) + (1 - \delta)Y(1 - t_c) \cdot (1 - 10\%) \quad (2-29)$$

代入(2-26)式則舉債利益：（永久資本化模式）

$$B_L = D \left[1 - \frac{\delta(1 - t_p) + (1 - \delta)(1 - t_c)(1 - 10\%)}{1 - t_{pd}} \right] \quad (2-30)$$

(a)若假設公司盈餘全部配發股利 ($\delta = 1$)，均衡時 $t_p = t_{pd}$ 則舉債利益為 0，亦即兩稅合一採設算扣抵制對舉債、募股具有中立性。

(b)若盈餘全部保留 ($\delta = 0$)

則(2-30)式變成

$$B_L = D \left[1 - \frac{(1 - t_c)(1 - 10\%)}{1 - t_{pd}} \right]$$

均衡時 $t_{pd} = t_p$ ，所以

$$B_L = D \left[1 - \frac{0.9(1 - t_c)}{1 - t_p} \right]$$

以我國為例 $t_p = 0.4$ ， $t_c = 0.25$

$$\begin{aligned} \therefore B_L &= D \left[1 - \frac{0.9(1 - 0.25)}{(1 - 0.4)} \right] \\ &= D \left[1 - \frac{0.675}{0.6} \right] \\ &= -0.125 \cdot D < 0 \end{aligned}$$

(c)若將林世銘等 (2005) 所得出之全體上市上櫃公司兩稅合一後(民國 87 年到 92 年)平均純益發放率為 51.8% 代入 (2-30) 可得

$$\begin{aligned} B_L &= D \left[1 - \frac{0.518(1 - 0.4) + (1 - 0.518)(1 - 0.25)(1 - 0.1)}{1 - 0.4} \right] \\ &\equiv D[1 - 1.06025] < 0 \end{aligned}$$

換言之，在目前我國採行兩稅合一設算扣抵制且綜所稅稅率大於營所稅稅率之情況下，加上對保留盈餘加徵 10% 營所稅，可以得出大股東由舉債而得之利益為負，應可有效降低企業舉債之誘因。因此本研究提出假說四：在其他條件不變的情況下，兩稅合一實施後企業的負債比率應會下降。

此外，會影響公司資本結構的控數變數說明整理如下：

(一)獲利能力

在 Myers (1984) 提出的融資順位理論 (pecking order theory) 中指出企業在使用資金時會先考慮內部融資，當內部資金不足時才會考慮外部融資且會先考量舉債，最後才是發行新股。因此順位融資理論可以解釋：獲利高的公司其內部資金較為充足，較不必大幅舉債，因此負債比率較低；反之，獲利能力較差的公司其內部融通能力較為不足，會以向外舉債為主，因此負債比率較高。

(二)固定資產抵押價值

公司在對外舉債時其固定資產抵押愈高時，舉債能力也愈高，Marsh (1982) 指出資產抵押價值與企業負債比率顯著正相關，Omer and Terando (1999) 指出資產擔保價值愈高，舉債能力愈強。

(三)公司規模

Warner (1977) 指出規模較大的公司由於存在規模經濟的現象，會多舉債擴充產能，因此負債比率較高。Smith (1977) 則認為小公司由於發行權益證券之成本較高，所以也傾向對外舉債。Titman and Wessels (1988) 也認為規模愈大的公司，其負債比率愈高。

(四)企業新增投資成長

由於成長性高的公司可選擇之投資機會亦較多，因此其負債比率愈高，Titman（1984）及朱博湧、吳壽山和邱淑芳（1992）皆實證得出企業成長機會與負債比率呈正相關。但 Myers（1977）則得出高成長機會的其負債比率較低，Wald（1999）以美國、英國、德國、法國與日本企業為對象，研究指出高成長的企業其負債比率較低。

（五）非負債性稅盾（non-debt tax shields）

由於舉債的利息費用具有所得稅利益，所以企業常偏好對外舉債以扣除利息費用；然而企業的折舊費用、投資抵減與可扣抵稅額等非負債性稅盾亦具有租稅利益，所以若企業擁有的非負債性稅盾較高時，其負債比率應會降低，兩者應呈現負相關之現象。

在兩稅合一實施以前，由於企業舉債的利息費用具有稅盾利益，反之發行新股時股東之營利所得又被重覆課稅，形成企業偏好以舉債取代募股，形成租稅的非中立性。兩稅合一之後，企業繳納之營利事業所得稅以可扣抵稅額之方式讓股東抵繳綜合所得稅，降低募股融通的稅負，理論上應可有效降低企業的舉債比率，減少租稅的扭曲。然而由於我國的營所得與綜所稅率仍有 15% 的差距，企業若將盈餘發放股利則股東最高租稅負擔為 40%，但若將盈餘保留不發放則只負擔營所稅 25%，但財政部對保留盈餘加徵 10% 的稅負，所以總稅負為 32.5%，雖可減緩企業保留盈餘與發放股利之扭曲，但加徵 10% 的稅負可能對企業形成其他扭曲。

在本文表三中整理了實施設算扣抵制之國家的綜所稅稅率與營所稅稅率，其中除了法國、澳洲之外，都逐步縮小綜所稅率與營所稅率之差

距，以避免形成扭曲。而芬蘭、挪威、新加坡、馬來西亞等國之綜所稅稅率與營所稅稅率差距皆為零。因此縮小我國綜所稅率與營所稅率之差距，才是較為正確可行的方向。

本研究利用企業財報資料作實證來驗證兩稅合一後企業偏好舉債之現象是否能消除，但由於影響負債比率的因素中之新增投資成長率與本章第二節探討影響企業新增投資率的因素之一的負債比率互為內生變數，必須同時加以考量才能正確估計，所以本研究將估計企業新增投資與負債比率兩條估計式聯立，利用聯立方程式模型加以實證。

表三 2003 年採行設算扣抵制國家公司及個人所得稅稅率比較表

國別	兩稅合一之方法	公司 所得稅(%)	個人 所得稅(%)	兩稅稅率 差距(%)
芬蘭	全部設算扣抵法。	29	29	0
法國	全部設算扣抵法。	34.33 ^(註 1)	49.58	15.25
德國	混合制。公司階段採雙軌稅率制，股東階段採全部設算扣抵制。自 2002 年起將改採股利所得半數免稅法。	39.6	47	7.4 (註 2)
義大利	全部設算扣抵法。自 1998 年 1 月 1 日起廢除平衡稅。	36	45	9
挪威	全部設算扣抵法。	28	28	0
新加坡	全部設算扣抵法。	22	22	0 ^(註 3)
馬來西亞	全部設算扣抵法。	28	28	0
澳洲	全部設算扣抵法。	30 ^(註 4)	47	17
紐西蘭	全部設算扣抵法。	33	39	6
葡萄牙	部分設算扣抵法。公司所得稅之 32% 可扣抵個人應納之股利所得稅，居住公司分配之股利按 25% 課稅。	33	40	7 ^(註 5)
西班牙	部分設算扣抵法。	35	39.6	4.6 ^(註 6)
英國	部分設算扣抵法。自 1996 年 4 月 6 日起廢除預付公司稅，扣抵率並配合降至 1/9，個人股利所得最高稅率為 32.5%。	30	32.5	2.5 ^(註 7)
加拿大	部分設算扣抵法。	27 ^(註 8)	29	2

註：1. 法國公司所得稅稅率 33.3%，附加捐 3%

2. 德國個人所得稅最高稅率自 2001-2002 年起由 53% 降至 48.5%。2003-2004 年起降至 47%，2005 年起降至 42% 但是附加捐 5.5%。公司所得稅包含市交易稅(有效稅率為 12%-20%，大城市幾乎都為 18%) 及公司稅(就減市交易稅後之所得課徵 25% 之稅率)，如包含就公司稅附徵之 5.5%，合計 39.6%

3. 新加坡公司所得稅稅率將逐年調降，2002 年為 24.5%，2003 年為 22%，三年內將再降至 20%；個人所得稅最高稅率亦將逐年調降，2002 年為 26%，2003 年為 22%，三年內將再降至 20%，兩稅稅率差距 2002 年縮小為 1.5%，2003 年以後為 0%。

4. 澳洲 2002 年公司所得稅稅率降為 30%。

5. 葡萄牙另就公司所得稅附徵 10% 地方稅，合計 37.4%，兩稅稅率差距縮小為 2.6%。

6. 西班牙個人所得稅，中央稅最高稅率為 39.6%，地方稅最高稅率為 8.4，合計 48%，兩稅最高稅率差距擴大為 13%。

7. 英國個人所得稅最高稅率為 40%。

8. 加拿大公司所得稅另徵 1.1% 地方稅，合計 28.1%，兩稅稅率差縮小為 0.9%。另自 2004 年起，公司所得稅稅率將降至 21%。

資料來源：(1) 本研究自行整理

(2) Corporate Taxes 2003-2004 Worldwide Summaries, 2003 edition, Pricewaterhouse Coopers。

(3) Individual Taxes 2003-2004 Worldwide Summaries, 2003 edition, Pricewaterhouse Coopers。