最低稅負制隱稅效果之研究

吳瑞源* 林松宏** 賴秀卿***

摘要：政府為達成其經濟政策，採行各項租稅優惠措施。長期實施租稅獎勵的結果，稅基嚴重遭受侵蝕，租稅的公平性亦遭到質疑。為改善國家財政困境及租稅不公平現象，政府對於特定免稅所得進行稅制改革，訂定「所得基本稅額條例」以實施最低稅負制，自 2006 年起對特定免稅所得課徵 10% 之最低稅負。本文探討實施最低稅負制對公司隱稅之影響，實證結果顯示最低稅負制實施前，公司之證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係，此符合隱稅理論，即租稅優惠愈大，隱稅成本愈高，稅前報酬率愈低。而在最低稅負制實施後，公司證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係之幅度，將較最低稅負制實施前之負向關係幅度為低，即證券交易免稅所得的隱稅仍然存在，然因其租稅優惠減少，使得隱稅成本降低。

關鍵詞：最低稅負制、隱稅

* 崑山科技大學會計資訊系助理教授

** 成功大學會計學系助理教授

*** 長榮大學會計資訊學系副教授

作者感謝顏信輝教授、陳明進教授及兩位匿名評審委員之寶貴意見。

A Study of the Impact of the Alternative Minimum Tax Act on Implicit Tax

Jui-Yuan Wu^{*} Song-Horng Lin^{**} Syou-Ching Lai^{***}

Abstract: The Taiwan government offers various tax incentives to achieve its economic policy goals. However, in the long run, these incentives have seriously eroded tax base and led to unfair tax consequences. To improve the fiscal budget and uphold tax equity, the government enacted the Income Basic Tax Act (IBTA, hereafter), which includes certain specific tax-exempt income items in the tax base. According to the Act, beginning year 2006, a 10 percent minimum tax will be levied on businesses with specific tax-exempt income. This study investigates the impact of IBAT on implicit tax. The results indicate that prior to IBTA implementation, tax-exempt income derived from securities transactions is negatively associated to risk-unadjusted pretax returns on common stocks, consistent with the implicit tax theory. Additionally, the magnitude of implicit tax on tax-exempt income derived from securities transactions is reduced after IBTA implementation.

Keywords: alternative minimum tax, implicit tax

* Assistant Professor, Department of Accounting Information, Kun Shan University

** Assistant Professor, Department of Accountancy, National Cheng Kung University

*** Associate Professor, Department of Accounting and Information System, Chang Jung Christian University

We are thankful to Professor Sin-Hui Yen, Professor Ming-Chin Chen, and two anonymous reviewers for their valuable comments.

Submitted February 2010

Accepted August 2011

After 3 rounds of review

壹、緒論

我國政府為達成特定經濟目的或社會政策，採行各項租稅減免措施，如 1960 年公布「獎勵投資條例」，係為獎勵廠商投資以加速國家經濟發展，1991 年實施「促進產業升級條例」延續自「獎勵投資條例」，但獎勵重點則轉為促進產業升級及整體產業之均衡發展，特別是針對重要科技事業、重要投資事業及新興重要策略性產業之租稅減免規定。長期實施租稅獎勵使得減免範圍逐漸擴增，稅基侵蝕情況日益嚴重，不僅國家稅收受到影響，租稅減免利益亦有集中於少數納稅義務人之情形，使得租稅的公平性受到質疑。為改善租稅不公平現象及嚴重惡化之政府財政困境，同時為避免徒增一般民眾租稅負擔，政府對於特定免稅所得進行稅制改革，針對長期享有租稅優惠的高科技業者、五年免稅所得及證券交易所所得等，訂定「所得基本稅額條例」實施最低稅負制¹，自 2006 年起課徵最低稅負以增加國家稅收，同時亦符合人民對租稅公平正義的期待。

租稅對資產價格的影響一直是會計與財務研究的重要課題，過去對於租稅的研究多著重於實際支付予政府之顯稅（explicit tax），對於隱稅（implicit tax）之研究則相對較少。Shackelford (1991) 是會計上研究隱稅的先驅學者，Scholes and Wolfson (1992) 則是首先提出隱稅理論，並認為隱稅亦為公司的租稅負擔，但未實際支付予政府，而是以機會成本形式影響公司的投資決策。Miller (1977) 認為在完全競爭市場下當市場均衡時，所有資產投資的稅後報酬率應相等。但由於租稅法令對於各項資產有不同的課稅規定，使租稅優惠資產（tax-favor asset）較類似風險之非租稅優惠資產（fully taxable asset）得到較低之稅前報酬率²。享有租稅優惠之資產因價格在市場上被哄抬，導致其稅前報酬率較完全課稅資產為低，此種稅前報酬率降低的部分，即為公司投資於該租稅優惠資產所產生的隱稅；相對於隱稅，企業實際繳納給政府的稅負則定義為顯稅。

實施最低稅負制後，根據「所得基本稅額條例」之規定，公司因符合所得稅法規定而取得之證券交易免稅所得，在 2006 年 1 月 1 日後須計入營利事業之基本所得額，並據以計算基本稅額及可能的增額所得稅。觀此規定可知，實施最低稅負制使得原先完全免稅之證券交易所所得，可能亦須負擔額外的所得稅，導致其租稅優惠效果減弱。若依據隱稅理論，實施最低稅負制後證券交易免稅所得之租稅效果降低，預期公司股票稅前報酬率應會較實施最低稅負制前為高。有效的租稅政策須同時考量顯稅與隱稅的平衡發展。政府透過租稅減免降低企業之顯稅，造成國家稅收的流失，而企業卻仍須間接支付隱稅，從機會成本角度觀察，企業整體租稅負擔並

¹ 最低稅負制適用於營利事業所得稅及綜合所得稅，因本研究係探討最低稅負制對企業之影響，故僅討論有關營利事業所得稅之最低稅負制規定。

² 租稅優惠資產包括下列各項：(1) 完全免稅的政府公債及公司免稅所得；(2) 部分免稅的資本資產投資；(3) 租稅抵減（例如：自動化生產設備投資抵減、研發支出投資抵減等）；(4) 採用較資產經濟價值減損率為高的比率認列租稅扣除額（例如：防治污染設備採加速折舊）。

未減輕。因此，本研究主要係探討證券交易免稅所得是否存在隱稅，及實施最低稅負制對公司隱稅之潛在影響。

除壹為緒論外，本文其餘之架構如下：貳為文獻探討，參為研究假說，肆為研究方法，伍為實證結果與分析，陸則為結論。

貳、文獻探討

一、相關法令規定

美國於1969年首次實施附加最低稅負（add-on minimum tax），針對一些常使用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，租稅效果不如預期，乃於1986年的租稅改革法案中，改以替代性最低稅負制（alternative minimum tax，簡稱AMT）。由於美國實施AMT後不僅稅收增加，亦使稅制不公的現象獲得相當改善，故包括韓國、加拿大等國後來也都陸續採行最低稅負制，但加拿大僅對個人課徵最低稅負（黃明聖，2005）。各國之稅率如表1所示。

表1 實施最低稅負制國家之稅率比較

	營利事業稅率 (%)		個人稅率 (%)	
	一般	AMT	一般	AMT
美國	15至39 (六級)	20	10至35 (六級)	26或28
韓國	13或25	15或13 (中小企業為10)	8至35 (四級)	12.25
加拿大	21	無	16至29 (四級)	16

資料來源：財政部賦稅署所得基本稅額條例疑義解答（2005）。

由於我國所得稅相關減免規定散見於三十餘種法規，相關法條約五十多條，欲在短期內全面檢討修正，有其困難與障礙，故政府決定參考國際經驗，如美國、韓國及加拿大等國的作法，採行另立專法之模式，制訂「所得基本稅額條例」，於2005年12月9日經立法院三讀通過，並自2006年1月1日正式施行最低稅負制。

「所得基本稅額條例」第四條規定，營利事業依規定計算之一般所得稅額高於或等於基本稅額者，該營利事業當年度應繳納之所得稅，應按所得稅法及其他相關法律規定計算認定之。一般所得稅額低於基本稅額者，其應繳納之所得稅，除按所得稅法及其他相關法律計算認定外，應另就基本稅額與一般所得稅額之差額認定之。此外，依該條例第七條之規定，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，加計特定免稅所得之合計數。而營利事業之基本稅額，為依規定計算之基本所得額扣除新臺幣2,000,000元後，按行政院訂定之稅率計算的金額；該稅率最低不得低於10%，最高不得超過12%，其徵收率由行政院視經濟環境定

之。行政院目前所定之徵收率為 10 %。

綜上所述可知，營利事業之基本稅額，為依所得稅法規定計算之課稅所得額加計特定免稅所得額後，再以其合計數（基本所得額）扣除新臺幣 2,000,000 元後乘以 10 %。當一般所得稅額大於等於基本稅額時，營利事業當年度應繳納之所得稅為一般所得稅額；一般所得稅額小於基本稅額者，其應繳納之所得稅，將增加基本稅額與一般所得稅額之差額部分。茲整理最低稅負之計算如下：

$$\begin{aligned} \text{一般所得稅額} &= \text{課稅所得} \times \text{營利事業所得稅率} \\ \text{基本所得額} &= \text{課稅所得} + \text{特定免稅所得} \\ \text{基本稅額} &= (\text{基本所得額} - 2,000,000) \times 10\% \\ \text{增額所得稅} &= \text{基本稅額} - \text{一般所得稅額} \end{aligned}$$

二、相關隱稅文獻

目前國內外文獻對隱稅的研究，所涵蓋之研究標的包括股票報酬、公債或融資利率、研究發展支出投資抵減、併購價格、持股比例、租賃移轉及公司稅前報酬等項目，大都證實隱稅的存在。而隱稅所產生的影響效果對企業進行資產評價（陳明進，2008；Berger, 1993；Guenther, 1994；Erickson and Maydew, 1998；Ayers, Cloyd, and Robinson, 2002；Atwood, 2003）、租稅補貼（Wilkie, 1992）、市場結構（Callihan and White, 1999）與融資利率（Shackelford, 1991）都會造成潛在衝擊。以下茲依研究標的分別介紹如下：

(一) 公司稅前報酬

Wilkie (1992) 檢視租稅補貼（tax subsidy）程度與稅前報酬率之關係，發現租稅補貼與稅前報酬率具有反向關係，符合隱稅理論的預期，亦即享有較高租稅優惠的公司係以較低的稅前報酬率支付隱稅。

Callihan and White (1999) 認為Wilkie (1992) 的實證結果顯示市場並非完全競爭結構，所以公司能夠賺取超額稅後報酬率。因此當公司所處的市場集中度或銷貨佔市場的比例愈高，潛在市場力量愈大，愈有可能將隱稅轉移給員工或消費者。實證結果顯示，公司承擔的隱稅與其稅前報酬率有顯著負向關係，而隱稅也與公司所處的市場集中度或銷貨佔市場的比例呈負向關係。

(二) 股票報酬

Erickson and Maydew (1998) 檢視特別股與高殖利率普通股的股價，是否因公司取得股利扣除（dividend-received deduction，簡稱 DRD）而負擔隱稅。美國財政部在 1995 年建議將 DRD 比率由原先 70 % 降至 50 %。依隱稅模式預測，當股利扣除比率降低，股價將會下跌，因股價中含有公司為取得股利扣除比率所支付的隱稅。該研究利用事件研究法，探討宣告提議降低股利扣除比率時，有無負的異常報酬。

實證結果發現，在事件日前後只有特別股受到股利扣除比率降低的影響，投資者願意支付較高股價，而承受較低的稅前報酬率，但在普通股中則未發現類似的情況。

Ayers et al. (2002) 以美國 1993 年通過收益調整法案的前後期間，研究股東階段個人所得稅率增加對股票價格的影響。該研究以公司的股利殖利率與機構投資人的持股比率對股票累積異常報酬進行迴歸分析。結果發現公司股利殖利率愈高，股價對個人所得稅率調高的負向反應愈強，股價下跌愈多，但機構投資人之負向關係幅度則相對較低。此種結果表示公司股利政策與邊際投資人的身分會影響股票價格³。

陳明進 (2008) 以 1993 年至 2002 年我國上市公司為樣本，探討股利所得及股東可扣抵稅額是否存在隱稅效果。該研究控制風險係採用 Fama and French (1993) 所提出之方式，將公司年度樣本依照公司規模及淨值市價比作分組，並參考 Lys and Sabino (1992) 研究所發現的有效分組組距，分成最低（樣本中最低的 27%）、中間（樣本的 27% 至 73%）、最高（樣本中最高的 27%），各按公司規模與淨值市價比三分三組，交叉組合後，共將所有公司年度樣本分為九個投資組合。假設同一投資組合內股票所承擔的風險相同，則可以推測所包含的風險溢酬亦相同。為控制公司股票因承擔不同風險所導致的股票報酬率差異，將股票原始稅前報酬率，減除該公司所屬投資組合內的平均稅前報酬率，即為個別股票調整風險後的稅前報酬率。實證結果發現，兩稅合一前、兩稅合一後且無股東可扣抵稅額時，公司發放股利殖利率與其調整風險後之稅前報酬率存有正向關係。由於股利必須承擔額外的所得稅負，其租稅較不優惠，所要求的稅前報酬率會較高，符合隱稅理論的預期。股東可扣抵稅額因具有減少股東稅負的效果，因此公司的股東可扣抵稅額與調整風險後股票報酬率間呈現負向關係。兩稅合一後，原存於股利殖利率與調整風險後的稅前報酬率之正向關係，將因股東可扣抵稅額而較兩稅合一前減弱，反應出租稅資本化的存在⁴。

(三) 公債或融資利率

Shackelford (1991) 以 ESOPs (employee stock ownership plans) 的借款利率來探討隱稅之存在。由於美國 1984 年租稅改革法案研擬給予金融機構之 ESOPs 貸款利息收入半數免稅的租稅優惠，但在正式立法通過前尚屬不確定之租稅優惠，因此部分 ESOPs 貸款合約訂有租稅減免的利率條款，按照金融機構未來是否會取得該項利息收入半數免稅之租稅優惠而分別訂定兩種不同的利率，當金融機構無法取得該項租稅優惠時的貸款利率會較高。依據隱稅之假說，同一貸款金融機構在兩種不同貸款利率所賺得的稅後報酬率應該相同，因此，兩種不同貸款利率的稅前利率差異即可證實隱稅確實存在。

³ 邊際投資人係指購買課稅方式不同，但稅後報酬相同之風險性資產的投資人。

⁴ 租稅資本化係指資產的市場價格係其未來現金流量的折現值，而租稅的負擔會影響其現金流量。

Guenther (1994) 利用稅率改變的事件⁵，研究國庫券利率對個人所得稅邊際稅率變動的反應，同時探討國庫券的價格是否受到影響。美國的國庫券以不付息折價出售給投資人，因折價所產生的利息所得在國庫券到期前，都不須計入個人課稅所得額。因此當到期年度的個人邊際稅率較低時，租稅負擔會小於個人邊際稅率較高或租稅條件較不利的年度，依據隱稅理論可推論前者的稅前報酬率小於後者。研究結果發現在 1981 年與 1986 年個人所得稅率降低法案施行年度，稅率下降後的國庫券利率較以前年度為低，證明隱稅的效果確實存在。

Atwood (2003) 藉由比較三類SALG (state and local government) 債券（完全課稅債券、AMT債券、免稅債券）之調整風險後稅前報酬率，以檢測是否 AMT 債券與免稅債券的隱稅存有差異。實證結果顯示，在調整風險之後，AMT 債券的稅前利息報酬率比免稅債券的稅前利息報酬率為高，但比完全課稅債券之稅前利息報酬率為低；美國 AMT 之稅制規定會影響資產的訂價，且 AMT 債券邊際投資人亦受到 AMT 的影響。Harris and Kilic (2009) 探討隱稅與銀行貸款利率之關聯性。其使用 1977 年到 2004 年的資料調查銀行貸款利率如何分別隨銀行和借款人的租稅負擔而變動。研究結果發現，銀行會轉嫁其租稅成本予借款人，並分享借款人的部分租稅優惠。

(四) 其他主題

Berger (1993) 探討 1981 年美國經濟復甦法案 (Economic Recovery Tax Act) 所規定的企業研究發展支出投資抵減的租稅利益，是否會影響公司的投資活動。使用事件研究法發現公司為取得租稅抵減，會哄抬投資標的價格而犧牲稅前報酬，因而產生隱稅成本，亦即政府補貼投資抵減會導致公司增加研究發展支出。因此，研究發展的投資抵減有激勵企業增加研究發展支出的效果，故在法案頒布後，公司股價有明顯的負向反應，符合隱稅理論的預期。

Chen and Hung (2010) 探討總體經濟因素對隱稅之影響。其使用中國上市公司為樣本，提供隱稅在快速成長的經濟中，仍保有稅收補貼的顯著租稅成本之實證證據。研究結果顯示經濟成長減少隱稅和稅收補貼之間的正向關係，而資本投資增加則增強正向的關係。

參、研究假說

在完全競爭市場均衡情況下，所有資產的調整風險後稅後報酬率理論上會相等 (Miller, 1977)。但因稅法對各項資產的課稅規定不同，導致其稅前報酬率發生差異。Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, and Shevlin (2002) 將調整風險後租稅優惠

⁵ 美國曾通過兩次個人所得稅率降低法案，分別是 1981 年的經濟復甦法案與 1986 年的租稅改革法案 (Tax Reform Act)。

資產所賺取的稅前報酬率，較相同風險之完全課稅資產稅前報酬率為低的部分定義為隱稅，另將繳納給政府的稅負定義為顯稅。假設有兩種資產，一種是租稅優惠資產，其稅前報酬率等於稅後報酬率（以 R_a 表示）；另一種是完全課稅資產，稅前報酬率以 R_b 表示，所適用的公司稅率為 t ，稅後報酬率為 $R_b(1-t)$ 。由於租稅優惠資產必須負擔隱稅成本，而隱稅成本是其稅前報酬率較完全課稅資產稅前報酬率為低的部分，顯稅則是資產稅前報酬率和稅後報酬率之差額。

以往有關隱稅之研究文獻指出，隱稅除了存在於股票投資及債券投資之資產評價外，亦與企業的經營活動及政府租稅獎勵存有相關性。Berger (1993) 探討美國 1981 年經濟復甦法案提供企業研究發展支出投資抵減所產生的隱稅，研究結果發現公司為取得租稅抵減，會哄抬投資標的價格而犧牲稅前報酬，產生隱稅成本；因美國政府提供研究發展支出投資抵減而導致企業的研究發展活動承擔隱稅成本，其幅度大約在 27.2 % 以下。Wilkie (1992) 研究美國公司所享有租稅補貼與稅前報酬率間之關係，依據隱稅理論預測，享有租稅補貼程度愈大者，稅前報酬率將愈低。研究結果發現，企業所享有租稅補貼程度與其稅前報酬率間有顯著之負向關係，亦即享有較高租稅優惠的企業係以較低的稅前權益報酬率方式支付隱稅，此結果符合隱稅觀念。

對證券交易所得予以免除所得稅係屬政府租稅獎勵方式之一，故依據隱稅理論，證券交易免稅所得承擔之隱稅將降低企業的稅前報酬率。因此，本研究推論假說如下：

H1：在其他條件不變情況下，最低稅負制實施前（2005 年），公司之證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係。

實施最低稅負制之前，證券交易免稅所得係完全免稅，因此所得免稅比例為 100%。最低稅負制實施後，證券交易免稅所得可能亦須負擔營利事業所得稅，故其實質免稅比例應會降低。依據隱稅理論，租稅優惠愈大則隱稅愈高，稅前報酬率愈低；反之，當租稅優惠減少，則隱稅變低，稅前報酬率變大。故本研究預期實施最低稅負制後，由於證券交易免稅所得的免稅比例下降，公司稅前報酬率應會較實施最低稅負制前為高。因此，本研究推論假說如下：

H2：在其他條件不變情況下，最低稅負制實施後（2006 年），公司證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係之幅度，將較最低稅負制實施前（2005 年）之負向關係幅度為低。

肆、研究方法

一、實證模式與變數定義

(一) 風險控制

資產的稅前報酬受「風險差異」與「租稅差異」兩項因素影響，以往文獻藉由控制風險溢酬 (risk premium) 排除風險差異，以獨立出租稅差異導致的隱稅效果 (陶百芸, 2005)。不同公司間的稅前報酬率相異，導因於所承擔的風險不同及租稅效果不同，故為驗證隱稅與稅前報酬率的負向關係，須先控制風險溢酬，以獨立出租稅的效果。Erickson and Maydew (1998) 與 Scholes et al. (2002) 以資產定價模式 (capital asset pricing model, 簡稱 CAPM) 之 BETA 風險係數進行稅前報酬率之風險控制。

然而，Fama and French (1992) 在美國股票市場之實證研究發現，公司權益市值 (market capitalization of common equity, 簡稱 MV) 與淨值市價比 (common equity book-to-market ratio, 簡稱 BTM) 能夠取代個別公司之系統風險，解釋大部分股票報酬的變動，且在其 1993 年研究中證實，若將 MV 與 BTM 作為投資組合分類依據，則能夠顯著增加對股票報酬變動的解釋能力。

陳明進 (2008) 關於隱稅效果的研究，採用 Fama and French (1993) 所提出之方式，將公司年度樣本依照其 MV 及 BTM 的大小分組，形成多個投資組合以進行風險平減，並參考 Lys and Sabino (1992) 研究所發現的有效分組組距，分成最低 (樣本中最低的 27%)、中間 (樣本的 27% 至 73%)、最高 (73% 以上者)，各按 MV 與 BTM 分三組，交叉組合後，共將所有公司年度樣本分為九個投資組合，如表 2 所示。假設同一投資組合內股票所承擔之風險相同，則可推測其風險溢酬亦相同。為控制公司股票因承擔不同風險所導致股票報酬率差異，可將股票調整風險前稅前報酬率，減除該公司所屬投資組合內的平均稅前報酬率，即為個別股票調整風險後的稅前報酬率。

表2 公司年度樣本風險控制的投資組合

分組區間	最低 27% BTM	中間 46% BTM	最高 27% BTM
最低 27% MV	低MV低BTM組	低MV中BTM組	低MV高BTM組
中間 46% MV	中MV低BTM組	中MV中BTM組	中MV高BTM組
最高 27% MV	高MV低BTM組	高MV中BTM組	高MV高BTM組

在陳明進 (2008) 的隱稅研究中，亦提出第二種風險控制設計。其理由在於各公司年度樣本分組後的投資組合總數極多，僅能採取固定組距區間的分組方式，該固定組距區間分組對於控制風險平減可能產生潛在性偏誤。因此其將 MV 與 BTM 納入迴歸模式中，並以股票調整風險前稅前報酬率取代調整風險後的稅前報酬率作

為因變數。實證結果發現第二種風險控制模式之調整後 R^2 較原投資組合模式更顯著，顯示第二種風險控制模式之解釋能力應較佳。因此本研究控制風險之方式，擬參考陳明進(2008)第二種風險控制模式，直接將 MV 與 BTM 納入迴歸模式中，並以調整風險前稅前報酬率作為因變數。

(二) 迴歸模式與變數定義

為測試最低稅負制實施前(2005年)，公司之證券交易免稅所得與股票稅前報酬率是否存在負向關係(H1)，及測試最低稅負制實施後(2006年)，公司證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係之幅度，是否較最低稅負制實施前之負向關係幅度為低(H2)，茲以調整風險前稅前報酬率為因變數，建立迴歸模式如下：

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 GAIN_{it} + \beta_2 GAIN_{it} \times AMT_{it} + \beta_3 AMT_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 MV_{it} \\ + \beta_6 BTM_{it} + \beta_7 ICA_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 DIV_{it} + \beta_{10} MKT_{it} + \varepsilon_{it}$$

上列迴歸模式中，下標符號 i 表示個別公司，下標符號 t 表示年度別。因變數 $RETURN$ 是調整風險前的原始稅前報酬率，係以每股稅前淨利除以每股年度調整後收盤價計算。 $GAIN$ 為證券交易所得，係以證券交易所得淨額除以稅前淨利衡量，藉以檢定 H1。其中，證券交易所得淨額為證券交易所得減除證券交易損失後之淨額，且僅採用淨額為正數者。由於最低稅負制實施初期，證券交易所得為主要受影響項目，因此本研究以此變數作為解釋變數，用以檢定證券交易免稅所得與調整風險前的原始稅前報酬率之關聯性。依據隱稅理論預測，享有租稅優惠程度愈大者，其稅前報酬率將愈低，因 $GAIN$ 愈高代表公司享有租稅優惠程度愈大，故本研究預期 β_1 為負值。

AMT 為最低稅負制實施年度之虛擬變數，若為最低稅負制實施初年(2006年)，則 AMT 等於 1；若為最低稅負制實施前(2005年)，則 AMT 等於 0。 AMT 變數係為控制不同年度之經濟環境及外在因素差異對調整風險前的稅前報酬率可能造成的影響，本研究不預期此變數的方向。 $GAIN$ 乘以 AMT 為證券交易所得乘以最低稅負制實施年度之虛擬變數，藉以檢定 H2。本研究預期最低稅負制實施後(2006年)，證券交易免稅所得與調整風險前的原始稅前報酬率呈現負向關係之幅度，將較最低稅負制實施前(2005年)之負向關係幅度為低，故預測 β_2 為正值。

$BETA$ 變數代表市場風險係數，即個別公司之預期報酬率(R_{it})隨市場報酬率(R_{mt})變動而同時變動的度； $BETA$ 值以年底前一年的個別公司日股票報酬率與市場加權平均報酬率估計之。本研究採用市場模式估計個別公司的 $BETA$ 風險係數，再代入上述檢定迴歸模式。 $BETA$ 風險係數愈高者，投資人所要求之報酬率亦愈高，因此預期 β_4 為正值。 MV 為權益市值，代表公司在年底的市場價值或規模，係以公司權益市值取自然對數衡量。由於不同規模公司的風險互異，投資人將要求不同的風險溢酬，因此權益市值不同的公司，其調整風險前的稅前報酬率亦有所差異。陳明進(2008)

研究發現， MV 與稅前報酬率呈現正向關係，故本研究預期 β_5 為正值。

BTM 為淨值市價比，代表市場投資人對於公司未來成長性之預期，係以公司普通股之股東權益帳面價值除以年底市場價值衡量。公司因淨值市價比不同而承擔不同風險，故投資人將要求不同的風險溢酬，因此稅前報酬率存在差異。 BTM 值愈大，可能代表市場投資人預期公司未來成長性較差，因此將要求較高的風險溢酬，故本研究預期 β_6 為正值。

ICA 為股東稅額扣抵比率，係以股東可扣抵稅額除以累積未分配盈餘計算。依戚務君、俞洪昭、許崇源與曹美娟（2001）研究證實，我國實施兩稅合一後，公司股東的稅額扣抵比率具有價值攸關性。陳明進（2008）發現稅額扣抵比率愈高者隱稅愈大，故與稅前報酬率呈現顯著負向關係。本研究將稅額扣抵比率納入作為控制變數，並預期 β_7 為負值。 ROA 為繼續營業部門的資產報酬率，代表公司資產的營運績效及獲利能力，係以繼續營業部門稅前息前折舊前淨利除以平均總資產衡量。使用 ROA 係為控制公司獲利能力對於其稅前報酬率之影響， ROA 愈高代表公司的獲利能力愈好，其股票的報酬率也會愈高。陳明進（2008）研究發現， ROA 與稅前報酬率呈現正向關係，故本研究預期 β_8 為正值。

DIV 為股利殖利率，代表公司發放股利之殖利率，以每股股利除以每股調整後收盤價衡量。 DIV 愈高隱含股東收到愈多之股利，則額外所得稅負擔將愈重，在租稅上愈不利。依據隱稅理論，租稅上愈不利之資產，即股利殖利率愈高的股票，其 $RETURN$ 也應愈高；反之，租稅上愈有利之資產，亦即股利殖利率愈低的股票，其 $RETURN$ 亦會愈低。故 DIV 影響租稅為因，而租稅影響 $RETURN$ 則為果。依據陳明進（2008）之研究發現，公司發放股利殖利率將正向影響股票調整風險後的稅前報酬率，故本研究預期 β_9 為正值。 MKT 為上市櫃公司之虛擬變數。若為上市公司，則 MKT 等於 1；若上櫃公司，則 MKT 等於 0。 MKT 變數係為控制不同交易市場之差異性可能造成的影響，本研究不預期此變數之方向。所有變數之定義彙整於表 3。

二、資料來源與樣本選取

（一）資料來源

本文以臺灣上市櫃公司為研究對象，主要資料來源有二：(1) 台灣經濟新報社（TEJ）財務、股價及公司治理資料庫；(2) 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會真像王資料庫。

（二）研究期間

隱稅效果係探討最低稅負制實施前後，公司所負擔之隱稅是否存有顯著差異，因此設定研究期間為 2005 年至 2006 年。本研究蒐集上市櫃公司 2005 年至 2006 年有關隱稅模式的變數資料，要求樣本公司須有本研究所需之財務資料及非財務資料。

表3 隱稅效果之變數定義

變數	定義
<i>RETURN</i>	= 調整風險前原始稅前報酬率；
<i>GAIN</i>	= 證券交易所得淨額除以稅前淨利；
<i>AMT</i>	= 虛擬變數。若為最低稅負制實施後， <i>AMT</i> =1，若為實施前=0；
<i>BETA</i>	= 以市場模式估計之個別公司市場風險係數；
<i>MV</i>	= 公司權益市值取自然對數；
<i>BTM</i>	= 淨值市價比（普通股之股東權益帳面價值除以年底市場價值）；
<i>ICA</i>	= 股東稅額扣抵比率；
<i>ROA</i>	= 資產報酬率（稅前息前折舊前）；
<i>DIV</i>	= 股利殖利率；
<i>MKT</i>	= 虛擬變數。若為上市公司， <i>MKT</i> =1；若為上櫃公司， <i>MKT</i> =0。

(三) 選取樣本公司

若在研究期間有下列情形之上市櫃公司，將排除於最終樣本之外：(1) 非曆年制的公司；(2) 歸類於金融證券業的公司；(3) 歸類於公用事業的公司；(4) 歸類於其他產業的公司；(5) 研究變數資料不完整的公司。最終樣本數 492，上市（櫃）家數為 175 (71)。基於上述之樣本選取原則，篩選結果列示如表 4。

表 4 隱稅效果之實證樣本統計表

項 目	公司年度樣本數 (2005-2006)
2005 年以前已上市櫃的公開發行公司	1,940
刪除	
金融保險業的公司	(84)
公用事業的公司	(24)
其他產業的公司	(96)
研究變數資料不完整的公司	(20)
稅前淨利為負數的公司	(470)
證券交易所得淨額≤0 的公司	(754)
最終樣本數	492

伍、實證結果與分析

一、敘述統計及相關性分析

表 5 列示有關最低稅負制隱稅效果的敘述統計量，包括平均數、標準差、最小值及最大值。從表 5 可發現，最低稅負制實施後（2006年）之調整風險前原始稅前報酬率（*RETURN*）平均數為 10.0%，較最低稅負制實施前（2005年）之調整風險前原始稅前報酬率平均數 12.4% 為低，而 2006 年之證券交易所得（*GAIN*）平均

表5 隱稅效果之敘述統計量

<i>Panel A</i> ：最低稅負制實施前 (2005年) 之樣本					
	個數	平均數	標準差	最小值	最大值
<i>RETURN</i>	246	0.124	0.066	0.000	0.363
<i>GAIN</i>	246	0.093	0.180	0.000	1.437
<i>BETA</i>	246	0.813	0.434	-0.270	1.925
<i>MV</i>	246	22.364	1.565	19.337	27.326
<i>BTM</i>	246	0.833	0.479	0.066	2.753
<i>ICA</i>	246	0.162	0.121	0.000	0.440
<i>ROA</i>	246	0.122	0.082	-0.015	0.479
<i>DIV</i>	246	0.055	0.030	0.000	0.138
<i>MKT</i>	246	0.711	0.454	0.000	1.000
<i>Panel B</i> ：最低稅負制實施後 (2006年) 之樣本					
	個數	平均數	標準差	最小值	最大值
<i>RETURN</i>	246	0.100	0.051	0.002	0.261
<i>GAIN</i>	246	0.078	0.172	0.000	1.192
<i>BETA</i>	246	0.865	0.370	-0.027	1.737
<i>MV</i>	246	22.671	1.518	19.945	27.815
<i>BTM</i>	246	0.685	0.329	0.096	1.668
<i>ICA</i>	246	0.173	0.109	0.000	0.418
<i>ROA</i>	246	0.127	0.083	0.004	0.496
<i>DIV</i>	246	0.051	0.026	0.000	0.128
<i>MKT</i>	246	0.711	0.454	0.000	1.000
<i>Panel C</i> ：全部樣本					
	個數	平均數	標準差	最小值	最大值
<i>RETURN</i>	492	0.112	0.060	0.000	0.363
<i>GAIN</i>	492	0.085	0.176	0.000	1.437
<i>GAIN</i> × <i>AMT</i>	492	0.039	0.128	0.000	1.192
<i>AMT</i>	492	0.500	0.501	0.000	1.000
<i>BETA</i>	492	0.839	0.404	-0.270	1.925
<i>MV</i>	492	22.517	1.548	19.337	27.815
<i>BTM</i>	492	0.759	0.417	0.066	2.753
<i>ICA</i>	492	0.167	0.115	0.000	0.440
<i>ROA</i>	492	0.124	0.082	-0.015	0.496
<i>DIV</i>	492	0.053	0.028	0.000	0.138
<i>MKT</i>	492	0.711	0.454	0.000	1.000

註：各變數定義請詳表3。

數 7.8 % 則較 2005 年之證券交易所平均數 9.3 % 為低。在風險控制變數上，市場風險係數 (*BETA*) 與權益市值 (*MV*) 之平均數於兩年度並無太大差異，但 2005 年之淨值市價比 (*BTM*) 平均數則略大於 2006 年。最低稅負制實施後，股東稅額扣

抵比率 (*ICA*) 平均值為 17.3%，略大於實施最低稅負制實施前之 16.2%，顯示最低稅負制實施後，我國整體上市櫃公司仍享有租稅減免優惠，致使公司實際繳納所得稅的稅率遠低於名目稅率 25%，但可能受到實施最低稅負制之影響，公司繳納較多的營利事業所得稅，導致 2006 年之稅額扣抵比率高於 2005 年。至於資產報酬率 (*ROA*) 之平均數於兩年度並無明顯差異。最低稅負制實施前，上市櫃公司股利殖利率 (*DIV*) 平均值約為 5.5%，實施最低稅負制後，股利殖利率平均值則下降至約 5.1%，呈現略微下滑。

表 6 列示隱稅迴歸模式主要變數的 Pearson 相關係數及其 *p* 值。調整風險前的原始稅前報酬率 (*RETURN*) 與證券交易所得 (*GAIN*) 有顯著之負相關，符合本研究之預期。原始稅前報酬率與市場風險係數 (*BETA*) 及權益市值 (*MV*) 有顯著之負相關，與股東稅額扣抵比率 (*ICA*)、資產報酬率 (*ROA*) 及股利殖利率 (*DIV*) 有顯著之正相關。單變量之統計關係並無法控制其他可能的干擾變數，其結果可能有遺漏變數之偏差，因此仍須進行迴歸模式之分析。

二、迴歸分析結果

迴歸分析之實證結果列示於表 7。本研究係以年度調整後收盤價計算的調整風險前之原始稅前報酬率作為因變數，探討證券交易免稅所得之隱稅及最低稅負制之影響。表 7 之結果顯示，Adj. R^2 等於 0.684，F 值為 107.05，且 *p* 值達 1% 統計顯著水準，表示迴歸模式整體配適度 (解釋能力) 良好。本研究另以模式中各個自變數的變異數膨脹因子 (*VIF*) 為檢視共線性是否存在的判斷準則，若 *VIF* 值小於 10，則其共線性的問題可暫時忽略。表 7 中的 *VIF* 皆小於 10，顯示模式的自變數間並未存在重大的共線性問題。

表 7 結果顯示，證券交易所得 (*GAIN*) 之迴歸係數 β_1 為負值，且 *p* 值達 5% 統計顯著水準，符合本研究 H1 之預期，即最低稅負制實施前 (2005 年)，公司之證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係，此亦符合隱稅理論。從表 7 結果可看出，證券交易所得乘以最低稅負制實施年度的虛擬變數 ($GAIN \times AMT$) 之迴歸係數 β_2 為正值，且 *p* 值達 10% 統計顯著水準，符合本研究之 H2 最低稅負制實施後 (2006 年)，公司證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係之幅度，將較最低稅負制實施前 (2005 年) 之負向關係幅度為低，即最低稅負制實施後，證券交易免稅所得的隱稅仍然存在，然因其租稅優惠減少，使得隱稅成本降低，因此公司證券交易免稅所得與稅前報酬率呈現負向關係之幅度隨之縮小。

表6 隱稅效果之相關性分析

變數	<i>RETURN</i>	<i>GAIN</i>	<i>GAIN</i> × <i>AMT</i>	<i>AMT</i>	<i>BETA</i>	<i>MV</i>	<i>BTM</i>	<i>ICA</i>	<i>ROA</i>	<i>DIV</i>	<i>MKT</i>
<i>RETURN</i>											
<i>GAIN</i>	- 0.222 (0.000)										
<i>GAIN</i> × <i>AMT</i>	- 0.196 (0.000)	0.644 (0.000)									
<i>AMT</i>	- 0.198 (0.000)	- 0.040 (0.186)	0.307 (0.000)								
<i>BETA</i>	- 0.148 (0.001)	- 0.005 (0.457)	0.000 (0.496)	0.066 (0.073)							
<i>MV</i>	- 0.102 (0.012)	0.037 (0.208)	0.023 (0.304)	0.099 (0.014)	0.425 (0.000)						
<i>BTM</i>	0.052 (0.127)	0.132 (0.002)	0.017 (0.350)	- 0.178 (0.000)	- 0.322 (0.000)	- 0.315 (0.000)					
<i>ICA</i>	0.115 (0.005)	- 0.103 (0.011)	0.008 (0.430)	0.047 (0.151)	- 0.277 (0.000)	- 0.286 (0.000)	0.180 (0.000)				
<i>ROA</i>	0.302 (0.000)	- 0.325 (0.000)	- 0.212 (0.000)	0.031 (0.249)	0.217 (0.000)	0.210 (0.000)	- 0.583 (0.000)	- 0.086 (0.028)			
<i>DIV</i>	0.789 (0.000)	- 0.150 (0.000)	- 0.148 (0.000)	- 0.078 (0.041)	- 0.244 (0.000)	- 0.094 (0.019)	0.098 (0.015)	0.083 (0.033)	0.173 (0.000)		
<i>MKT</i>	- 0.136 (0.001)	0.151 (0.000)	0.079 (0.040)	0.000 (0.500)	0.063 (0.080)	0.406 (0.000)	0.148 (0.000)	- 0.113 (0.006)	- 0.194 (0.000)	- 0.059 (0.094)	

註：各變數定義請詳表3。

表7 迴歸分析之實證結果—以年度調整後收盤價計算因變數

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 GAIN_{it} + \beta_2 GAIN_{it} \times AMT_{it} + \beta_3 AMT_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 MV_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \beta_7 ICA_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 DIV_{it} + \beta_{10} MKT_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	預期符號	係數	t 值	p 值	VIF
Intercept	?	0.018	0.648	0.518	
GAIN	-	-0.031	-2.519**	0.012	2.092
GAIN×AMT	+	0.031	1.783*	0.075	2.133
AMT	?	-0.019	-5.525***	0.000	1.284
BETA	+	0.007	1.673*	0.095	1.398
MV	+	-0.001	-0.475	0.635	1.706
BTM	+	0.013	2.637***	0.009	1.840
ICA	-	0.030	2.078**	0.038	1.163
ROA	+	0.150	5.940***	0.000	1.862
DIV	+	1.560	26.518***	0.000	1.180
MKT	?	-0.006	-1.586	0.113	1.384
Adj. R ²			0.684		
F 值			107.05 (p 值 = 0.000)		

1. ***代表達 1% 顯著水準，**代表達 5% 顯著水準，*代表達 10% 顯著水準。

2. 各變數定義請詳表 3。

從表 7 結果可發現，控制風險變數 *BETA* (市場風險係數) 的迴歸係數為正值，且 *p* 值達 10% 的統計顯著水準，與本研究預期相符；*BTM* (淨值市價比) 的迴歸係數為正值，且 *p* 值達 1% 的統計顯著水準，亦與本文之預期一致；*MV* (權益市值) 的迴歸係數則未達統計顯著水準。

股東稅額扣抵比率 (*ICA*) 的迴歸係數為正值，且 *p* 值達 5% 統計顯著水準，惟與本研究預期之方向相反。究其原因，可能在於投資人將稅額扣抵比率高低視為公司繳納營利事業所得稅之多寡，故當稅額扣抵比率增加時，表示公司繳納較多的營利事業所得稅，可分配的盈餘因而減少，使得股價下跌，原始稅前報酬率因此上升，故兩者呈現正向關係。繼續營業部門資產報酬率 (*ROA*) 的迴歸係數為正值，且 *p* 值達 1% 統計顯著水準，與本研究之預期一致。股利殖利率 (*DIV*) 的迴歸係數為正值，且 *p* 值達 1% 統計顯著水準，與本研究之預期相符。

模式中年度別 (*AMT*) 及市場別 (*MKT*) 虛擬變數係用以控制其他可能之非稅因素對資本市場的總體影響，並提高模式整體解釋力。表 7 結果顯示在年度別差異方面，最低稅負制實施年度有顯著差異，但不同資本市場之間則無顯著差異。

整體而言，實證結果顯示實施最低稅負制前，證券交易免稅所得因具有租稅減免之優惠，故存有隱稅；而最低稅負制實施後，證券交易免稅所得雖可能被課稅，然與一般應稅所得比較，仍具有租稅優惠，因此依然存在隱稅，但隱稅成本已明顯降低，故證實最低稅負制確實有其隱稅效果。

三、敏感性分析

隱稅效果迴歸分析之原始模式係以每股調整後年度收盤價，計算股票調整風險前的原始稅前報酬率，並以該變數作為因變數。本研究另以每股原始年度收盤價計算股票調整風險前的原始稅前報酬率作為因變數，重新測試隱稅效果迴歸模式，實證結果列示於表 8。

表 8 之結果顯示，Adj. R^2 達 0.654，F 值為 93.96， p 值達 1% 統計顯著水準，表示迴歸模式整體配適度（解釋能力）良好。從表 8 的結果可看出， $GAIN$ （證券交易所得）之迴歸係數 β_1 為負值，且 p 值達 5% 統計顯著水準，符合本研究 H1 之預期，與原始模式之結論一致；證券交易所得乘以最低稅負制實施年度虛擬變數（ $GAIN \times AMT$ ）之迴歸係數 β_2 為正值，與預期符號相符，惟 p 值未達 10% 統計顯著水準，此與原始模式有所差異。另表 8 之結果顯示， BTM 的迴歸係數顯著為正（達 1% 的顯著水準），與原始模式之結論一致。其他控制變數 ICA 的迴歸係數顯著為正（達 5% 的顯著水準）、 ROA 的迴歸係數顯著為正（達 1% 的顯著水準）、 DIV 的迴歸係數顯著為正（達 1% 的顯著水準），皆與本研究之原始模式若合符節。

綜合上述分析可知，除 $GAIN \times AMT$ 變數之顯著性有所差異外，敏感性分析之實證結果與原始模式之結論大致相符，採用每股調整後年度收盤價或每股調整前年度收盤價計算原始稅前報酬率，並不會重大影響隱稅效果模式之結論。

表 8 迴歸分析之實證結果—以原始收盤價計算因變數

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 GAIN_{it} + \beta_2 GAIN_{it} \times AMT_{it} + \beta_3 AMT_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 MV_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \beta_7 ICA_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 DIV_{it} + \beta_{10} MKT_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數	預期符號	係數	t 值	p 值	VIF
Intercept	?	-0.007	-0.306	0.760	
$GAIN$	-	-0.020	-2.116**	0.035	2.092
$GAIN \times AMT$	+	0.011	0.868	0.386	2.133
AMT	?	-0.004	-1.669*	0.096	1.284
$BETA$	+	-0.000	-0.129	0.897	1.398
MV	+	0.001	0.562	0.574	1.706
BTM	+	0.021	5.584***	0.000	1.840
ICA	-	0.023	2.112**	0.035	1.163
ROA	+	0.112	5.936***	0.000	1.862
DIV	+	1.078	24.431***	0.000	1.180
MKT	?	-0.005	-1.762*	0.079	1.384
Adj. R^2			0.654		
F 值			93.96 (p 值 = 0.000)		

1. ***代表達 1% 顯著水準，**代表達 5% 顯著水準，*代表達 10% 顯著水準。

2. 各變數定義請詳表 3。

陸、結論

本文係探討證券交易免稅所得是否存有隱稅，及最低稅負制的隱稅效果。實施最低稅負制後，根據「所得基本稅額條例」之規定，證券交易免稅所得在 2006 年 1 月 1 日後須計入營利事業之基本所得額，並據以計算增額所得稅。因此，實施最低稅負制使得原先完全免稅之證券交易所得，可能亦須負擔額外的所得稅，導致其租稅優惠效果減弱。若依據隱稅理論，實施最低稅負制後，證券交易免稅所得之減稅效果降低，預期公司之股票稅前報酬率應會較實施最低稅負制前為高。

本研究以年度調整後收盤價計算原始稅前報酬率作為因變數，使用複迴歸分析以檢定最低稅負制之隱稅效果。實證結果發現：(一) 最低稅負制實施前(2005年)，公司之證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係，此符合隱稅理論，即租稅優惠愈大，隱稅成本愈高，稅前報酬率則愈低。(二) 最低稅負制實施後(2006年)，公司證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係之幅度，將較最低稅負制實施前(2005年)之負向關係幅度為低，即實施最低稅負制後，證券交易免稅所得的隱稅仍然存在，然因其租稅優惠減少，使得隱稅成本降低，因此公司證券交易免稅所得與股票稅前報酬率呈現負向關係之幅度隨之縮小。

整體而言，迴歸結果顯示最低稅負制施行前，證券交易免稅所得因具有租稅減免之優惠，故存有隱稅；而實施最低稅負制後，證券交易免稅所得雖可能被課稅，然與一般應稅所得比較，仍具有租稅優惠，因此依然存在隱稅，但隱稅成本已明顯降低，故證實最低稅負制確實有其隱稅效果。

政府為達成特定經濟目的，經常以租稅優惠作為政策工具，但長期實施租稅獎勵的結果，不僅國家稅收受到影響，租稅減免利益亦有集中於少數納稅義務人之情形，使得租稅公平性遭受到質疑。有效的租稅政策須同時考量顯稅（直接支付的稅負）與隱稅（以降低稅前報酬率形式間接支付的稅負）的平衡發展，政府透過租稅減免降低企業之顯稅，造成國家稅收的流失，而企業卻仍須間接支付隱稅，從機會成本角度觀察，企業整體租稅負擔並未減輕。因此，本文建議政府給予企業租稅優惠宜審慎評估，租稅法規之立法過程更應妥善規劃及通盤考量，避免浪費國家資源於不具競爭力之產業，且應同時考量對企業可能產生的隱稅成本，方能正確制訂有利於國家整體經濟發展的租稅獎勵措施。

參考文獻

- 財政部賦稅署，2005，所得基本稅額條例疑義解答。
- 戚務君、俞洪昭、許崇源與曹美娟，2001，兩稅合一制度下股東可扣抵稅額揭露之價值攸關性，會計評論，第33期：77-99。
- 陳明進，2008，股利所得及股東可扣抵稅額隱含稅之實證研究，證券市場發展季刊，第20卷第4期：87-118。
- 陶百芸，2005，轉投資收益股利扣抵之隱稅效果，國立成功大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 黃明聖，2005，最低稅負制評介，台灣經濟論衡，第3卷第9期：49-64。
- Atwood, T. J. 2003. Implicit taxes: Evidence from taxable, AMT, and tax-exempt state and local government yields. *Journal of the American Taxation Association* 25 (1): 1-20.
- Ayers, B. C., C. B. Cloyd, and J. R. Robinson. 2002. The effect of shareholder-level dividend taxes on stock price: Evidence from the revenue reconciliation act of 1993. *The Accounting Review* 77 (4): 933-947.
- Berger, P. G. 1993. Explicit and implicit tax effects of the R&D tax credit. *Journal of Accounting Research* 31 (2): 131-171.
- Callihan, D. S., and R. A. White. 1999. An application of the Scholes and Wolfson model to examine the relation between implicit and explicit tax and firm market structure. *Journal of the American Taxation Association* 21 (1): 1-19.
- Chen, M. C., and C. Y. Hung. 2010. The effects of macroeconomic factors on implicit taxes: Evidence from an emerging economy. *Journal of International Accounting Auditing & Taxation* 19 (2): 79-92.
- Erickson, M. M., and E. L. Maydew. 1998. Implicit taxes in high dividend yield stocks. *The Accounting Review* 73 (4): 435-458.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance* 47 (2): 427-465.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1993. Common risk factors in the return on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33 (1): 3-56.
- Guenther, D. A. 1994. The relation between tax rates and pre-tax returns: Direct evidence from the 1981 and 1986 tax rate reductions. *Journal of Accounting and Economics* 18 (3): 379-393.
- Harris, D. G., and E. Kilic. 2009. Bilateral implicit taxes and anti-competitive banking regulation. *Journal of the American Taxation Association* 31 (2): 45-73.
- Lys, T., and J. Sabino. 1992. Research design issues in grouping-based tests. *Journal of Financial Economics* 32 (3): 355-387.

- Miller, M. H. 1977. Debt and taxes. *The Journal of Finance* 32 (2): 261-275.
- Scholes, M. S., and M. A. Wolfson. 1992. *Tax and Business Strategy: A Planning Approach* (1st ed.). New Jersey: Prentice-Hall.
- Scholes, M. S., M. A. Wolfson, M. Erickson, E. L. Maydew, and T. Shevlin. 2002. *Tax and Business Strategy: A Planning Approach* (2nd ed.). New Jersey: Prentice-Hall.
- Shackelford, D. A. 1991. The market for tax benefit: Evidence from leveraged ESOPs. *Journal of Accounting and Economics* 14 (2): 117-145.
- Wilkie, P. J. 1992. Empirical evidence of implicit taxes in the corporate sector. *Journal of the American Taxation Association* 14 (1): 97-115.