

## 代理觀點下避稅行為與公司價值之關聯性—來自中國的實證研究

黃美祝\* 陳緯霖\*\*

**摘要：**避稅行為是否如直覺般將財富從國家移轉到股東手中並可增進股東的利益？本文以 2009 年至 2013 年中國大陸上市公司為研究樣本，探討公司之避稅行為與公司價值間之關係，且進一步探討公司治理機制優劣對兩者之關聯性是否產生影響。本文以 Tobin Q 作為公司價值之衡量，以企業的永久性財稅差異衡量避稅行為，並以綜合分數衡量公司治理。本研究之實證結果發現避稅與公司價值間呈顯著正相關；而公司治理機制愈佳的企業，其避稅對公司價值之正向效果大於公司治理機制較差的企業。而所有敏感性分析結果皆支持前述論點。

**關鍵詞：**公司價值、避稅、公司治理、代理問題

---

\* 輔仁大學會計學系副教授

\*\* 輔仁大學會計學系碩士

106 年 04 月收稿

106 年 10 月接受

複審接受

DOI: 10.6675/JCA.201711\_18(2).02

## The Association between Tax Avoidance and Firm Value under Agency Perspective - Evidence from China

Mei-Juh Huang\* Wei-Lin Chen\*\*

**Abstract:** Is it intuitional to suggest that wealth is transferred, by tax avoidance, from government to shareholders of a company so as to advance the shareholders' interests? Using data from 2009 to 2013 provided by Chinese listed firms, this study aims to examine the relationship between tax avoidance and firm value, and further to investigate the moderating effect of corporate governance on the relationship. In the study, firm value is measured by Tobin Q, tax avoidance is proxied by permanent book-tax differences, while corporate governance is measured by a composite score. The study empirical results indicate that tax avoidance is significantly positive and correlated with firm value. In addition, the findings suggest that compared with companies with weak corporate governance, those with better corporate governance have a stronger positive relation between firm value and tax avoidance. Various sensitivity analyses are conducted in the study and robustly support our arguments.

**Keywords:** firm value, tax avoidance, corporate governance, agency problem

---

\* Associate Professor, Department of Accounting, Fu Jen Catholic University

\*\* Master's degree, Department of Accounting, Fu Jen Catholic University

Submitted April 2017

Accepted October 2017

After 2 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.201711\_18(2).02

## 壹、緒論

《富比士》雜誌亞太版 2014 年發布的「稅負痛苦指數」排行榜中顯示，中國大陸的稅負痛苦指數在所列的 50 個國家中排名第二。在稅負偏重的政策環境下，使得中國企業易有避稅的誘因。過去許多研究指出避稅係管理階層進行決策時會考量的因素，因為企業之價值就是極大化股東的財富，因此如何創造公司的價值及財富成為公司管理階層之課題（Phillips, 2003; Robinson, Sikes, and Weaver, 2010）。除了提升公司之營運績效產生更多的利潤外，避稅能增加公司稅後之價值，因此也往往係公司考量方式之一。Jennings, Simko, and Thompson (1996)和 Pincus (1997)之研究皆證實公司進行避稅活動能在股票市場上獲得正面之股價效果。

然而，避稅真如直覺般可減少公司之資源流出，將財富由國家轉回到股東之手中，亦即避稅是否能增加公司之價值？Desai and Hines (2002)發現多數美國公司在租稅天堂設立子公司，並利用母子公司之關聯交易進行所得移轉來節省公司的稅務負擔。但是此決策並未得到市場投資人正面之回應；Lev and Nissim (2004)發現避稅帶來負的市場反應，亦支持市場不認為避稅必然能增加股東的財富；Chen and Chu (2005)指出避稅之所以不一定會提升企業價值，這是因為傳統的避稅理論忽略了企業所有權與經營權分離的事實，而 Slemrod (2004)研究表示代理問題會導致公司從事避稅行為時產生非稅之成本。上述之研究均指出避稅不單單如直覺般的簡單，避稅行為存在了許多潛在的風險成本。

避稅潛在的風險可分為來自外部與內部，外部之風險成本主要為被稅捐機關發現之風險，若被稅捐機關發現會面臨補稅並裁罰的可能，且公司會被稅捐機關列為後續年度選查之對象。黃美祝（2010）、Cloyd, Pratt, and Stock (1996)、Badertscher, Phillips, Pincus, and Rego (2003)等研究皆認為當其他條件不變時，企業財稅差異愈大，稅捐機關愈會合理懷疑該企業有進行盈餘管理、逃稅等租稅管理行為，而對其公司施以較高的查核率；至於內部的風險成本為管理階層藉由避稅管道追尋自我利益。公司避稅時為了避免被稅捐機關發現，往往將避稅的形式複雜化，將避稅設計成多層之交易結構並創造了不透明之外觀，大大降低公司營運的透明程度，而這些不透明之交易間接構成管理階層自利之機會與條件，因此管理階層可以利用避稅這把傘所提供的環境進行一連串的盈餘操縱、內部利益輸送、自我利益行為等等。例如五糧液集團、中國石化等中國企業，均曾被爆出經理人有自利之行為，管理階層利用掌握之資源在海外進行利益輸送，甚至將國家的利益變為個人之利益。

本文以 2009 年至 2013 年的中國上市公司為研究樣本，探討企業避稅行為對公司價值之影響。在稅制環境上，中國改革開放之初，由於國內資金缺乏，為了吸引外資，多年來實行內、外資企業有別的企业所得稅政策。其中內資企業適用《企業所得稅暫行條例》，而外資企業則適用《外商投資企業和外國企業所得稅法》。而

此一內外有別的两套企業所得稅法及眾多未統一規範的稅收優惠政策，使得內外資企業租稅負擔不均，以致於部分企業實行避稅手段，例如有許多假外資企業等，導致國家稅收流失。為了實現稅制公平、建立相同競爭的稅收法治環境，中國於 2008 年起開始施行《中華人民共和國企業所得稅法》以及《中華人民共和國企業所得稅法實施條例》，此一新稅制統一了內外資企業的所得稅率、租稅優惠、稅前費用扣除等制度。

而除了統一內外資企業之稅制外，2008 年的新企業所得稅法亦特別設立「特別納稅調整」專章來規範企業的避稅行為，其中包含了移轉訂價、成本分攤協議、預先訂價協議及資本弱化等規定。其後，中國政府更於 2009 年 1 月 8 日針對特別納稅調整發佈《特別納稅調整實施辦法（試行）》（國稅發〔2009〕2 號），更詳細且更具體的規範與加強一般反避稅之特別納稅調整的管理。由此可知，在本文的研究期間中，中國企業在新法規「嚴徵管」原則的規範下，其避稅行為應會面臨比以前更為嚴峻的挑戰，在權衡避稅的利益及避稅的成本、後果下，避稅行為對於企業價值的影響更具不確定性。因此，企業避稅是否真能如傳統觀點所言可增加公司之價值，乃本文的第一個研究目的。

再者，Desai and Dharmapala (2009)指出公司治理是公司租稅規避是否具有價值之重要決定因素，原因在於公司治理係降低代理成本之關鍵，因此公司治理能中和避稅價值與潛在的成本之影響。該文認為公司治理機制良好的企業，避稅確實有助於提升公司之價值；然而在公司治理差的企業，當其避稅價值與潛在成本的效果互相抵消後，其淨影響就不一定能有效的增加公司的價值。因此，本文的第二個研究目的即在於從代理理論觀點出發，於考量各企業的公司治理優劣下，探討公司治理與避稅行為交互影響後是否改變公司價值與避稅行為的關係。並參考 Desai and Dharmapala (2009)，以 Tobin Q 及財稅差異分別作為公司價值與避稅行為的代理變數。然 Desai and Dharmapala (2009)僅以法人持股作為公司治理之代理變數，而本文認為企業的公司治理應包含多個面向，故本文乃建構一個較全面性的公司治理衡量指標，在考量企業的董事會結構與股權結構後，將董事會規模、董事長是否兼任總經理、高階經理人持股、董監持股及法人持股等變數經百分位排序後之分數加總，以綜合分數作為公司治理衡量指標，希冀能以更多面向綜合判斷中國企業之公司治理良窳。在學術上，目前中國對於企業避稅的研究多著重在避稅的手法及個案探討上，將避稅與公司價值做連結並考量代理問題的研究甚少。故亦盼本文之研究結果能對中國企業相關之學術研究領域有所貢獻。

## 貳、文獻回顧與假說發展

### 一、企業避稅之相關文獻回顧

在避稅的研究上，愈來愈多文獻顯示企業的避稅行為遞增。例如 Desai (2003) 推估美國企業於 1998 年的財稅差異中至少有 1/3 以上可由公司從事避稅活動來解釋。Clausing (2011) 的研究指出企業的避稅行為使得美國政府於 2008 年有高達 900 億美元的稅收損失；而 Zucman (2014) 則估計高達 1.2 兆投資異常的境外金融資產導致美國政府於 2013 年有將近 360 億的稅收損失。而企業常用的避稅手法，除了不合常規的移轉訂價外，Costa and Gravelle (2012) 指出跨國企業亦常藉由不將海外股利匯回母國的方式來延遲租稅的繳納，損及母國的稅收。

然而，公司之避稅活動實難估測，Graham and Tucker (2006) 首先利用美國 1975 年至 2000 年間租稅法庭審理的避稅案件，發現這些避稅公司所呈現的負債比率明顯較低。另外，Lisowsky (2010) 亦使用美國內地稅務局 (Internal Revenue Service, IRS) 掌握之企業避稅資料進行實證。除了 Graham and Tucker (2006) 及 Lisowsky (2010) 以實際避稅案件來衡量外，多數文獻大多皆利用財務報導的相關資訊來推估各企業的避稅行為，如 Desai and Dharmapala (2006) 用無法解釋的財稅差異來衡量企業的避稅活動，而 Frank, Lynch and Rego (2009) 則利用裁決性永久財稅差異來衡量。

在企業租稅規避上，Manzon and Plesko (2002) 認為獲利能力愈佳的公司，愈有進行租稅規避的誘因，而 Frank et al. (2009) 指出進行盈餘管理的公司也會積極管理租稅；另外，Phillips (2003) 指出租稅規避最主要的目的在於減少公司賦稅的義務，若管理階層因為避稅行為而受到薪酬的獎勵，則管理階層會有誘因去從事避稅行為，其重點在於如何設計管理階層的薪酬，以使管理階層從事避稅並有效的降低公司的稅負。其研究結果顯示，事業部門的管理階層獎勵若以稅後績效作為衡量指標，則會使公司的有效稅率降低。此研究著重如何促使公司可以從事更多的租稅規避行為，所隱含的研究前提是避稅對公司而言是種利益。Crocker and Slemrod (2005) 以股東與公司稅務經理人之間的薪酬契約關係為分析對象，研究結果指出公司稅務經理人薪酬與公司實際的有效稅率有關，其研究亦著重於探討如何加強經理人從事租稅規避的行為的誘因。

不同於傳統觀點認為避稅活動可提升公司的稅後淨利，近期研究則大多認為企業避稅行為未必有利於公司及股東，如 Desai, Dyck and Zingales (2007) 指出各項避稅措施可降低管理者資源分散的成本，進而降低避稅被查獲的機會。Desai and Dharmapala (2008) 則指出企業避稅行為並非只是將資源從政府處移轉至公司上，亦可能代表著經理人可利用避稅行為來剝奪股東之利益。

而在公司股權結構對避稅行為的影響上，Chen, Chen, Cheng and Shevlin (2010) 對家族企業與非家族企業的避稅程度進行探討，實證結果指出公開發行的家族企業從事避稅活動的程度較低，可見得美國家族企業對其整體企業聲譽之重視高於其可減輕的稅負。然而，不同於 Chen et al. (2010) 之論點，林嬌能與許彩蓮 (2011) 則發現台灣家族企業相較於非家族企業而言，會有更多的租稅規劃，符合 Desai and Dharmapala (2006) 的利益掠奪假說；而外部機構持股比率、董事會規模則會影響家

族企業的租稅規劃行為，可見外部法人機構及董事會規模存在監督家族企業的治理功能。至於黃美祝與楊佩璇（2011）則比較台灣集團與非集團企業的避稅程度，其實證結果顯示，集團企業的避稅程度相對較高，隱含台灣的集團企業對於避稅利益的著重高於避稅可能的潛在稅務風險。

## 二、避稅行為與公司價值

現代的資本結構理論研究始於 Modigliani and Miller (1958) 提出之 MM 理論，該理論在嚴格之假設<sup>1</sup>下推導出資本結構與企業之價值無關，也就是無論公司採取債務融資還是股權融資，公司之價值並不受影響，然而 Modigliani and Miller (1963) 將稅的考量引入 MM 理論中，認為如果考慮公司所得稅，公司價值會隨著負債比率而提高，探究其原因在於利息具有稅盾及避稅效應，進而帶出了避稅行為會影響公司價值之概念。從上述將稅引入 MM 理論中可發現對公司而言，租稅規避行為之益處係節省應納的所得稅，將財富從國家的手中移轉回公司手中，當企業本身之資金較充足時，有助於提升企業資金之調度進行投資、或是改善營運的環境、增強未來經營績效，進而增加公司之價值。

依照效率市場理論，投資人應該能迅速了解利用公司之訊息並完全反應於市場中，因此根據效率市場理論，若投資人認為企業之避稅行為能帶來公司之利益並提高公司價值，應於市場上作出相對的反應。Biddle and Lindahl (1982) 對 1973 年到 1980 年採用後進先出法之公司進行研究，結果發現這種避稅之會計選擇的確得到了市場正面之評價。陳典陞（2013）、Jenning et al. (1996) 及 Pincus (1997) 的研究結果也證明公司進行之避稅行為能夠得到正向之市場預期。而中國大陸有關避稅與公司價值研究中，羅黨論、魏翥（2012）探討政治關聯與民營企業避稅行為，其研究結果發現政治關聯程度越高之企業會有愈大程度之避稅行為，並進一步指出企業避稅行為確實能夠提高公司之價值。黃蓉、易陽與宋順林（2013）探討稅率的差異、關聯交易與企業價值，其以 2005 年到 2010 年所有 A 股上市公司為樣本，研究結果發現母子公司稅率差異越大其關聯交易之規模會越大，同時，基於避稅動機的關聯交易會增加企業價值。

然而，另一方面，陳旭東與王雪（2011）和 Hanlon and Slemrod (2009) 在其研究中指出避稅並不一定會提升公司價值。Chen and Chu (2005) 和 Crocker and Slemrod (2005) 指出避稅之所以不一定會提升企業價值，這是因為傳統之避稅理論忽略了企業所有權與經營權分離之事實，也就是未考量到代理理論中管理者有自利之動機。

<sup>1</sup> MM 定理的基本假設：(1) 資本市場是完善的，即所有的市場主體均可方便地獲取所需要的各種相關信息；(2) 信息是充分的、完全的，不存在交易費用和成本；(3) 任何一種證券均可無限分割。投資者是理性經紀人，以收益最大化為投資目標；(4) 公司未來平均預期營業收益以主觀隨機變數表示。投資者具有一致性預期，對每一公司未來息前稅前收益的概率分佈及期望值有相同的估計。而且，未來各期預期營業收益概率分佈的期望值與現期的相同；(5) 所有債務都是無風險的。個人和機構都可按照無風險利率無限量地借入資金。而且，不存在公司所得稅。

Chen et al. (2010)和 Kim, Li, and Zhang (2011)指出企業在進行避稅行為時，為了避免被稅務機關發現，交易的形式常常被設計成複雜程度高之交易結構以掩飾其避稅行為，甚至採取移轉訂價等方式進行所得移轉，種種行為使公司營運變得不透明，造成企業本身之資訊不對稱程度加劇。Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, and Shevlin (2005)指出經理人隱蔽之行為會產生非稅成本；Cheng and Warfield (2005)在研究中指出企業會透過避稅來掩蓋經營不佳之訊息，甚至透過內部交易獲得私利；而Schadewald (2005)也發現經理人會利用避稅行為增加企業會計訊息的複雜程度，來掩飾獲取自身利益之問題。因此在代理理論資訊不對稱下，管理者存在自利動機會從事自利行為，不一定如股東所設想的避稅行為能使公司減少資源之流出，因此避稅行為不一定會提升公司之價值。而在中國的實證分析上，蔡秉宏（2015）探討中國 2005 年股權分置改革與 2008 年企業所得稅制改革對企業避稅程度之影響。其實證結果顯示 2005 年股權分置改革後，企業避稅活動與公司價值之關聯並未產生顯著改變；然而在 2008 年企業所得稅制改革後，相較於稅制改革前，企業的避稅活動則會顯著降低公司價值。

基於上述文獻對於企業的避稅行為是否能提升公司價值上有不一致之看法，因此本文的第一個研究動機乃欲透過實證探討中國企業的避稅效果，建立假說如下：

H1：企業避稅行為對公司價值有顯著的影響

### 三、公司治理對於避稅行為與公司價值關係之影響

Jensen and Meckling (1976)提出代理理論，其定義為「一個或多個主理人雇用並授權給另一位代理人來代其行使某些特定行動，彼此之間存在的契約關係」，但由於各利益群體所追求的利益並不相同，故產生代理問題。而代理問題又可區分為股東與管理者之間以及股東與債權人之間的代理問題，前者在代理理論之假設<sup>2</sup>下，管理者有自利之動機，會極大化自身之利益並有可能進而損害公司之價值以及股東之權益。由於股東、債權人、投資者等未實際參與公司之經營，所以管理者相對於股東及投資人等擁有較多的公司內部資訊，因此可能會進行損害股東及投資人之利益而作出自利之行為。

代理觀點認為投資人在評價一家公司租稅規避所獲取的利益是否有助於公司價值時，公司治理為投資人進行股權評價時應納入之關鍵因素。當企業擁有健全之公司治理機制，則可以避免管理者之自利可能性，降低代理問題且可提升公司之營運績效，此時租稅規避行為對公司價值之淨正向影響會愈大；而在公司治理較差之企業中，租稅規避的效果會因為管理階層自利之行為而被抵銷掉。健全之公司治理機制包含外部和內部兩者的監督，外部監督來自法規的建立、政府監管單位、機構投

<sup>2</sup> 代理理論的假設為：(1)代理人與主理人皆追求本身效用最大，即二者皆為自利者；(2)代理人與主理人均為風險趨避者；(3)代理人與主理人追求的目標不一致；及(4)代理人與主理人之間存在資訊不對稱，一方比另一方多或少。

資人等外部力量之監督；內部監督則來自董事會或是公司的股權結構。董事會的監督包含董事會規模、會議次數；股權結構包括經理人持股比、董監持股比等等。董事會決策公司之重大決定及未來發展，故董事會之良窳與公司經營績效密不可分。擁有健全公司治理機制的企業，會形成一股對公司管理者之監督力量且能提升公司之營運績效。皮毅（2004）以2003年中國上市公司群體為樣本，實證檢驗公司治理及資本結構對公司價值之影響，結果發現法人股權與國家股權相比占相對多數時公司價值會上升；而姜付秀、黃磊與張敏（2009）探討產品市場競爭、公司治理與代理成本，實證結果指出產品市場競爭和合理之公司治理機制能確實降低企業的代理成本並提升代理效率。

Sartori (2009)認為在租稅遵循上，較佳之公司治理有正面影響，因為良好之公司治理機制會形成股東與管理者利益上的合作，另外，該文認為避稅行為在公司治理上會產生負面之影響，因為避稅行為往往會增加代理成本、交易成本以及在資訊透明上有負面影響，並且避稅會造成公司的社會觀感不佳，可能進而影響公司未來之發展。另外，Desai and Dharmmapala (2009)以1993-2001年為樣本期間探討公司租稅規避與企業價值，在其研究中，以財稅差異衡量租稅規避而以法人持股衡量公司治理，實證結果發現租稅規避與公司價值呈正向但不顯著關係，高法人持股之公司，租稅規避與公司價值呈正向關係且顯著，而低法人持股公司兩者並不顯著，亦即其研究結果顯示公司治理愈佳之企業，租稅規避行為對於公司價值之正向影響就愈大。而在台灣公司的實證上，陳典陞（2013）亦以財稅差異及現金有效稅率來衡量企業避稅行為，並以外部法人持股比例衡量公司治理；然而不同於Desai and Dharmmapala (2009)之實證結果，其實證結果顯示企業避稅行為與公司價值呈顯著正相關，然而公司治理則對兩者間之關係無顯著的影響。

從過去之研究可以發現公司治理之好壞會影響著公司之價值，但過去文獻對於兩者間的關係未有一致的結果。基於公司治理機制可以改善代理問題的發生，因此本文第二個研究目的即在於考量公司治理機制，探討公司治理機制之優劣是否會改變避稅行為與公司價值間之關係，故建立假說如下：

H2：公司治理機制的優劣，會影響企業避稅行為對公司價值的效果

## 參、研究方法

### 一、資料來源與樣本選取

本篇目的在於探討代理觀點下避稅行為與公司價值之關聯性，而由於中國大陸於2008年進行新企業所得稅之稅務改革，為了避免實證結果受到稅改之影響，本研究樣本期間為2009-2013年，財務資料取自國泰安（CSMAR）中國上市公司財務報表數據庫，公司治理資料取自國泰安上市公司治理結構數據庫，公司股價月報酬率資料取自國泰安中國股票市場交易數據庫。本研究選取2009年至2013年中國上市

公司原始之資料樣本數共計 11,722 筆，再刪除下列情況之樣本：

1. 金融保險與證券業，由於這類公司行業性質特殊故予以刪除，共刪除 202 筆；
2. 刪除缺少公司價值 (Tobin Q) 資料之公司，共刪除 711 筆；
3. 刪除缺少避稅 (以永久性財稅差異衡量) 資料公司，共刪除 3 筆；
4. 刪除缺少公司治理指標資料之公司，共刪除 181 筆；
5. 刪除缺少公司規模資料公司，共刪除 13 筆；
6. 刪除缺少公司財務槓桿資料之公司，共刪除 1 筆；
7. 刪除缺少銷售額成長率資料公司，共刪除 14 筆；
8. 刪除缺少高階管理人員薪酬資料之公司，共刪除 16 筆；
9. 刪除缺少股票報酬波動性資料之公司，共刪除 1,170 筆。

最終研究樣本為 9,411 筆資料<sup>3</sup>。

## 二、實證模型與變數之操作型定義

為分別測試本文假說 1 及假說 2，本研究建立迴歸式如下：

$$\begin{aligned} \text{Tobin } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{PBTD} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{GROWTH} + \beta_5 \text{LNPAY} \\ & + \beta_6 \text{TOP1} + \beta_7 \text{VOLATILITY} + \beta_8 \text{TOTALACCRUALS} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Tobin } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{PBTD} + \beta_2 \text{CG} + \beta_3 \text{PBTD} \times \text{CG} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{LEV} \\ & + \beta_6 \text{GROWTH} + \beta_7 \text{LNPAY} + \beta_8 \text{TOP1} + \beta_9 \text{VOLATILITY} \\ & + \beta_{10} \text{TOTALACCRUALS} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

### (一) 應變數公司價值 (Tobin Q) 之衡量方式

本研究應變數參考蘇啟林與朱文(2003)、汪輝(2003)、夏立軍與方軼強(2005)、吳文鋒、吳沖鋒與劉曉薇(2008)、吳祖光、萬迪昉與吳衛華(2013)、黃蓉、易陽與宋順林(2013)、Desai and Dharmapala(2009)與Simone and Stomberg(2012)等文獻，使用Tobin Q來衡量公司價值。

Tobin Q以市場價值/重置成本作為衡量，但夏立軍和方軼強(2005)在其研究中提到由於重置成本難以獲得，故以帳面總資產作為替代，亦即Tobin Q=市場價值/帳面總資產。另外，中國之上市公司股票存在流通股和非流通股，因此市場價值若以股份數乘上市場每股價格並非適當，所以參考蘇啟林與朱文(2003)以及夏立軍與方軼強(2005)衡量方式，市場價值=每股價格×流通股數+每股淨值+非流通股數+期末負債帳面價值。

<sup>3</sup> 為了避免變數極端值的影響，本文對樣本進行了1%的Winsorize處理。

## (二)解釋變數之衡量方式

### 1. 避稅衡量方式 (PBT*D*)

過去關於避稅之研究如劉行與葉康濤 (2013)、Hanlon and Heitzman (2010)對於避稅之衡量分為兩類，一種為企業的實質所得稅率 (即有效稅率)，另一種為財稅差異，而本研究採用過去研究對避稅之衡量，並以永久性財稅差異來衡量企業租稅規避的行為，說明如下：

本研究避稅衡量方式為永久性財稅差異 (PBT*D*)，Reese and Weisbach (2002)、Shevlin (2002)以及 Wilson (2009)研究顯示大多數避稅行為所產生之永久性財稅差異遠大於暫時性財稅差異，並且因為暫時性財稅差異有迴轉的特性，因此 Reese and Weisbach (2002)、Shevlin (2002)等研究皆認為企業理想上的租稅規劃行為應該是創造永久性財稅差異而非暫時性財稅差異。本研究參考劉行與葉康濤 (2013)、常秀娟 (2013)、Khurana and Moser (2013)之避稅衡量方式，計算方式如下：

$$PBT*D*_{it} = \frac{BI_{it} - TI_{it}}{TA_{it}} - \frac{TempBTD_{it}}{TA_{it}}$$

BI 為公司之稅前淨利，TI 為公司報稅時之課稅所得，本研究參考 Frank et al. (2009)及 Khurana and Moser (2013)，將公司當期所得稅費用除以企業所得稅率作為推估之課稅所得<sup>4</sup>，TA 為公司總資產，TempBTD 則參考 Phillips et al. (2003)及 Frank et al. (2009)研究，以公司遞延所得稅費用除以企業所得稅率來衡量。

### 2. 公司治理衡量方式 (CG)

Gompers, Ishii, and Metrick (2003)及 DeFond, Hann, and Hu (2005)於研究中認為公司治理綜合指標因透過對許多面象之衡量，故可較全面的反映公司治理機制。本研究根據先前有關公司治理之相關文獻來發展本文之公司治理綜合指標 (CG)，本研究參考張齡云 (2010)與黃煒婷 (2010)將所有權結構和董事會結構納入考量，並考量中國公司治理資料庫之資訊，選擇以高階經理人持股、董監事持股、法人持股、董事會規模和董事長兼任總經理等五個變數，利用百分位數等級法將各變數轉換為 0~1 之區間，再加總五個變數而成為一個公司治理綜合指標，其值界於 0~5 之間。綜合分數愈高表示公司治理愈佳，敘述如下：

#### (1)高階經理人持股比例 (MGTA)

高階經理人持股比例即高階經理人持股數占公司總股數之比例。從代理問題方面觀之，當公司所有權與經營權分離時，管理階層容易做出自利的決策，Jensen and

<sup>4</sup> 在企業所得稅率之適用上，由於本文的研究期間(2009至2013年)為中國新企業所得稅法實施後，此期間的內外資企業所得稅率已統一為25%，僅部分企業享有優惠稅率。因此，本文將屬於高新技術產業的中國上市企業及位於西部大開發地區的上市企業，其適用稅率以15%的優惠稅率計算；其餘公司則統一以25%的法定稅率計算之。

Meckling (1976)指出管理階層持股可以視為另一種緩和代理問題之機制，當經理人與股東之利益趨於一致，將有助於降低監督成本。由於中國大陸高階經理人持股為限制性股票，並明確規定禁售期，在禁售期內不得在市場上流通，其該限制主要目的是為了讓高階經理人能長期持股，使其利益與公司利益一致，並降低高階經理人短期投機性的買賣股票行為。因此本文預期高階經理人持股對公司治理有正向之影響，本文將 *MGTA* 由小至大排序，計算每一家公司在樣本中之百分位等級分數，將原始數值轉換為 0~1 的尺度，數值愈接近 1 者，表示治理機制愈佳。

#### (2) 董監事持股比例 (*BS\_Hold*)

董監事持股比例為董監事持股數占公司總股數之比率。董事會為公司之決策機關，監察人為公司之監督者，在於檢視董事會是否有怠忽職守之事。公司之重大決策與行為攸關公司未來之發展，因此當董監事持有公司股票時，公司績效與利益與董監事本身之利益將趨於一致，董監事會愈有強烈的監督動機。Dechow, Sloan, and Sweeney (1996)表示當董監事持股比例愈高時，愈有誘因善盡監督之責。本文預期董監事持股對公司治理有正向之影響，本文將 *BS\_Hold* 由小至大排序，計算每一家公司在樣本中之百分位等級分數，將數值轉換為 0~1 的尺度，數值愈接近 1 者，表示治理機制愈佳。

#### (3) 法人持股比例 (*INST*)

法人持股比例是境內法人持股與境外法人持股占公司總股本之比率，Blair (1995)指出法人在公司董事會中充當重要的諮詢及監督角色。在中國大陸，法人機構持股屬於限制性股份，股份無法自由的在市場中流通，所以對於法人機構而言，在投資上更注重公司未來長期的發展，因此對公司之監督動機較強烈。另外，Rajgopal, Venkatachalam, and Jiambalvo (1999)及 Matsumoto (2002)支持機構法人的專業知識對公司而言為一個有效的監督者，因此本文預期法人持股對公司治理有正向的影響，本文將 *INST* 由小至大排序，計算每一家公司在樣本中之百分位等級分數，將數值轉換為 0~1 的尺度，數值愈接近 1 者，表示治理機制愈佳。

#### (4) 董事會規模 (*BS\_Size*)

董事會規模為董監事人數之加總，依照中國大陸公司法第 112 條規定，董事會成員為 5 到 19 人。董事會規模對公司的影響在研究上並無一致之結論，葉銀華、李存修與柯承恩 (2002) 和 Xie, Davidson, and DaDalt (2003)皆認為當董事會規模較大時，可以包含較多不同領域之專家，對公司而言所訂定之決策較正確，出錯的機會較低，並且愈能發揮正面監督之效果，進而提升公司價值；另外 Zahra and Pearce (1989)研究指出，董事會規模可左右董事會功能的發揮，規模愈大時，公司績效愈好。因此本文預期董事會規模對公司治理有正向之影響，故本文將 *BS\_Size* 由小至大排序，計算每一家公司在樣本中之百分位等級分數，將數值轉換為 0~1 的尺度，數值愈接近 1 者，表示治理機制愈佳。

### (5) 董事長兼任總經理 (*Non\_Dual*)

即當董事長若兼任總經理為 0，否則為 1；Fama and Jensen (1983)指出，董事長兼任總經理之雙重身分，將使董事會超然獨立之地位受到傷害，由於總經理身兼兩職，對公司決策有重大影響力，較可能藉此以職務之便謀取私利，進而影響公司價值；另外，Chen and Lin (2007)探討公司治理與財務舞弊之關係，指出董事長兼任總經理會使公司之財務舞弊機率增加，多數研究皆認為董事長兼任總經理對公司為不利之影響，公司治理機制較差。

### (三) 其他控制變數之衡量方式

本研究參考過去文獻如孫永祥與黃祖輝 (1999)、汪輝 (2003)、夏立軍與方軼強 (2005)、吳文鋒等人 (2008)、Morck, Shleifer, and Vishny (1990)、Rego (2003)、Armstrong, Blouin, and Larcker (2012)、Simone and Stomberg (2012)等研究，整理出七個會影響公司價值之控制變數，茲分別說明如下：

#### 1. 公司規模 (*SIZE*)

即總收入取自然對數，Morck et al.(1990)研究指出小公司因擁有較多的成長機會，因此有較大的公司價值；另外 Rego (2003)及 Armstrong et al.(2012)認為較大之企業較可能有複雜之稅務部門，大企業可從避稅獲得較多之利益。而汪輝 (2003)及夏立軍與方軼強 (2005)研究大陸公司價值時均控制公司規模，故本研究亦將公司規模納為控制變數。此外，相對於許多研究以總資產或是權益的市場價值來衡量公司規模，本研究參考 Simone and Stomberg (2012)以總收入取自然對數來控制公司規模，此乃由於 Simone and Stomberg (2012)認為公司價值大多是以總資產或是權益的市場價值計算，因此若參照過去研究以總資產或是權益的市場價值來衡量公司規模則不適當，因此本文改以總收入取自然對數來控制公司規模且不預期係數方向。

#### 2. 公司財務槓桿 (*LEV*):

即公司總負債/總資產，它反映公司之資本結構對公司價值之影響。本研究參考吳文鋒等人 (2008) 研究，將公司財務槓桿納入控制變數，當公司財務槓桿愈高時，市場會害怕公司有破產倒閉之疑慮，因此公司財務槓桿愈高可能會降低公司之 Tobin Q，皮穀 (2004) 之研究中發現公司債務比率上升，公司價值下降；然而 Jensen and Meckling (1976)認為以代理觀點而言，負債融資會使管理者接受市場監督，減少管理者浪費公司自由資金之動機，進而使公司績效提昇，因此本研究並不預期方向。

#### 3. 成長性 (*GROWTH*):

即為銷售額之成長率，以 (當期的銷售額-前一期的銷售額)/前一期的銷售額來衡量。國外文獻中用來衡量公司成長性的方式很多，典型的有資本性支出與銷售額之比例、研發費用與銷售額之比例等。汪輝 (2003)指出中國企業之資本性支出費

用及研發費用等數據難以收集，故本研究參考黃蓉等人（2013）以銷售成長率來衡量。當企業的銷售成長率愈大，表示公司收入持續成長，對公司價值有正向的影響，因此預期方向為正。

#### 4. 高階管理人員的薪酬 (*LNPAY*):

即為高階管理人員之平均薪酬取自然對數。基於取得之國泰安資料只有前三位之高階管理人員薪酬合計數，因此本研究將合計數加以平均後再取自然對數作為高階管理人員薪酬的衡量。由於公司之代理問題，高階管理人員會基於自利之動機而損及公司之利益，因此給予高階主管適當之獎酬制度可提供高階主管努力誘因，促使股東與高階主管之間的目標一致，進而提升公司績效來增加公司價值。林浚清、黃祖輝與孫永祥（2003）於研究中指出提高薪酬可以降低公司之監督成本，為委託人和代理人的利益一致提供有效的激勵，增加獎酬激勵可以提高公司績效，因此本研究將高階管理人員之薪酬納入控制，並預期方向為正。

#### 5. 第一大股東持股比例 (*TOPI*):

即第一大股東持股數/公司總股數，Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny (2002)之研究指出，在股權相對集中之公司中，大股東與中小股東之間存在利益之衝突，這種衝突會降低公司之價值，但隨著大股東持股比例增加，大股東與外部股東的利益趨於一致，代理成本降低，此時公司價值提高。另外，陳小悅與徐曉東(2001)研究發現第一大股東持股比例與企業績效有著顯著正向關係。而公司績效愈好 *Tobin Q* 應該會愈高，因此本研究預期方向為正。

#### 6. 股票報酬的波動性 (*VOLATILITY*):

本文參考 Desai and Dharmapala (2009)的衡量方式，計算各企業 60 個月股票報酬率之標準差，並以年化為年報酬的標準差來衡量，用來捕捉公司報酬率之穩定度。若公司報酬穩定度愈高，表示報酬風險的波動程度應該較小，而報酬風險的波動愈小，市場應該會給予較高的評價，因此 *Tobin Q* 會愈高；反之，當股票報酬波動性愈大，*Tobin Q* 會愈低，故本文預期此變數為負相關。

#### 7. 總應計數 (*TOTALACCRUALS*):

以稅前會計利潤減現金流量表中營運部分的現金流量，再除以前期期末總資產來衡量。本研究參考 Desai and Dharmapala (2009)之迴歸式將總應計數納入控制，由於 Desai and Dharmapala (2009)認為財稅差異係衡量避稅行為之一種間接方式，財稅差異無法完全反映避稅行為，企業的盈餘管理行為亦是導致財稅差異的重要因素。故本文亦加入總應計數用以控制企業的盈餘管理行為，但不預期方向。

## 肆、實證結果與分析

## 一、敘述性統計及相關性分析

表 1 為本文式(1)及式(2)之敘述性統計值。於表 1 中，本文亦將公司治理指標內細項變數之敘述性統計值包含於 Panel B 中。Panel B 顯示樣本公司中董事會規模平均為 12 人，最多為 31 人最少 6 人；董事長無兼任總經理的公司在樣本中約占 77%；而樣本公司的高階經理人持股比率平均約為 11.29%，董監事持股平均約為 10.79%，法人持股平均約為 10.51%。至於 Panel C 則顯示部分重要迴歸變數計算時所需之原始數值，包括計算 *Tobin Q* 時所須之市場價值 (*MV*) 及總資產帳面值 (*TA*)、財稅差異總金額 (*BTD*) 及前三位高階管理人員平均薪酬 (*PAY*)。

表 2 列示各變數之 Pearson 相關係數結果。由表 2 可知，*Tobin Q* 和永久性財稅差異 (*PBTD*) 的相關係數顯著為正，顯示租稅規避能顯著的影響公司價值；而公司治理指標 (*CG*) 與 *Tobin Q* 的相關係數亦顯著為正，顯示公司治理良窳也確實能影響公司價值。另外，表 2 顯示各變數中 *LNPAY* 和 *SIZE* 之間的相關係數為 0.457，為相關係數間最高之值，其餘變數間 Pearson 相關係數皆不高，故表示並無共線性疑慮。

## 二、實證迴歸結果

表 3 及表 4 為本文迴歸式(1)及式(2)之實證結果。從表 3 中可以發現永久性財稅所得差異 (*PBTD*) 與公司價值 (*Tobin Q*) 呈顯著正相關，顯示企業避稅行為愈多 (永久性財稅差異愈大)，公司的價值愈高，顯示避稅可增加公司的稅後現金流量，進而有助於提供公司的價值，支持傳統觀點；而在考量代理成本觀點下，於加入了公司治理變數及其交乘項之後，表 4 結果顯示避稅行為 (*PBTD*) 之係數由正轉為負值，而公司治理 (*CG*) 及避稅行為與公司治理的交乘項 (*PBTD*×*CG*) 則皆顯著為正，顯示出市場投資人在考量避稅可能的代理風險下，避稅行為對於公司價值已呈現負向的影響；而交乘項的正係數則顯示出市場上的投資人對於公司治理機制較優的公司會給予較高度的信任與評價，因此當公司治理良好的企業進行避稅活動時，資本市場的投資人認為該公司於避稅時可能誘發的代理成本相對於其他企業而言應較小。因此對於公司治理較優者之避稅活動，相較而言會給予較高的評價，使得此等企業之公司價值高於公司治理較差者。支持本文假說 2 之論述。

而在控制變數部分，表 3 及表 4 之結果頗為一致，皆顯示公司規模 (*SIZE*) 呈顯著負相關，此與陳冬與唐建新 (2012) Morck et al. (1990) 和 Simone and Stomberg (2012) 之結果相同，表示小公司擁有較多之成長機會，因此導致有較大之公司價值。公司財務槓桿 (*LEV*) 亦呈顯著正相關，此與汪輝 (2003)、陳冬與唐建新 (2012) 和 Jensen and Meckling (1976) 的結果相同，表示以代理觀點而言，負債融資會使管理者接受市場監督，減少管理者浪費公司自由資金之動機，使債務融資達到傳遞公司績效之信號作用，進而提升公司之價值。銷售成長率 (*GROWTH*) 呈正向顯著關係，與預期方向相同，表示公司收入持續成長會有較高之公司價值。第一大股東持股比率 (*TOP1*) 呈正向顯著關係，與陳小悅與徐曉東 (2001) 及 Porta et al. (2002) 的結果相同，表示當第一大股東持股愈多，大股東與外部股東的利益趨於一致，代理成本降低，此時公司價值提高。股票報酬的波動性 (*VOLATILITY*) 呈負向顯著，

與 Desai and Dharmapala (2009)的結果相同，顯示當股票報酬的波動性愈小時，公司報酬率愈穩定，公司價值愈高。總應計數 (*TOTAL ACCRUALS*) 呈正向顯著，與 Desai and Dharmapala (2009)的結果相同。至於高階管理人員薪酬 (*LNPAY*) 與公司價值間的關係則不顯著。

表 1 敘述性統計值

Panel A:				
變數	平均數	最小值	最大值	標準差
<i>Tobin Q</i>	0.7765	0.1123	4.3652	0.5374
<i>PBTD</i>	0.0107	-0.2204	0.2374	0.0530
<i>CG</i>	2.3385	0.0009	4.5470	0.8437
<i>SIZE</i>	21.1865	11.5992	28.6889	1.6037
<i>LEV</i>	0.4618	0.0373	1.0000	0.2284
<i>GROWTH</i>	0.2088	-0.6601	4.5021	0.5872
<i>LNPAY</i>	12.8604	10.9331	14.6798	0.7304
<i>TOP1</i>	0.3644	0.0893	0.7607	0.1554
<i>VOLATILITY</i>	0.3889	0.0000	0.9832	0.2803
<i>TOTAL ACCRUALS</i>	0.0064	-0.3209	0.5265	0.1089
Panel B:				
變數	平均數	最小值	最大值	標準差
<i>BS_Size</i>	12.0000	6.0000	31.0000	2.7535
<i>Non_Dual</i>	0.7665	0.0000	1.0000	0.4231
<i>MGTA</i>	0.1129	0.0000	0.9944	0.2049
<i>BS_Hold</i>	0.1079	0.0000	0.9944	0.1985
<i>INST</i>	0.1051	0.0000	0.9172	0.1999
Panel C:				
變數	平均數	最小值	最大值	標準差
<i>MV</i> (百萬元)	8483.61	63.52	2237763	41870
<i>TA</i> (百萬元)	1375.25	66.17	1382920	45588
<i>BTD</i> (萬元)	1113.95	-128.33	744029	2211
<i>PAY</i> (萬元)	38.47	5.60	237	36

Panel A 各變數定義如下：*Tobin Q*=(每股價格×流通股數+每股淨值×非流通股數+期末負債帳面價值)/總資產；*PBTD*=(稅前會計利潤-報稅的課稅所得)/總資產-(遞延所得稅費用/名義所得稅率)/總資產；*CG*=由董事會規模、董事長兼任總經理、高階經理人持股、董監事持股、法人持股經百分位排序的分數加總；*SIZE*=總收入取自然對數；*LEV*=公司總負債/公司總資產；*GROWTH*=(今年的銷售額-前一期的銷售額)/前一期的銷售額；*LNPAY*=前三位高階管理人員的薪酬平均取自然對數；*TOP1*=第一大股東持股數/公司總股數；*VOLATILITY*=以 60 個月的股票報酬率進行標準差，並年化為年報酬的標準差；*TOTAL ACCRUALS*=(稅前會計利潤-現金流量表中營運部分的現流)/總資產，以上各變數計算所需的資料取自國泰安 (CSMAR) 數據庫。Panel B 各變數定義如下，*BS\_Size*=董監事人數之總和；*Non\_Dual*=當董事長兼任總經理為 0，否則為 1；*MGTA*=高階經理人持股數/公司總股數；*BS\_Hold*=董監事持股數/公司總股數；*INST*=(境內法人持股+境外法人持股)/公司總股數。Panel C 各變數定義如下，*MV*=市場價值，為每股價格×流通股數+每股淨值×非流通股數+期末負債帳面價值 (百萬元)；*TA*=總資產 (百萬元)；*BTD*=財稅差異總額 (萬元) 與 *PAY*=前三位高階管理人員的薪酬平均 (萬元)。以上各變數計算所需的資料取自國泰安 (CSMAR) 上市公司治理結構數據庫。

表 2 Pearson 相關係數表

	<i>Tobin Q</i>	<i>PBTD</i>	<i>CG</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>GROWTH</i>	<i>LNPAY</i>	<i>TOP1</i>	<i>VOLATILITY</i>	<i>TOTAL ACCRUALS</i>
<i>Tobin Q</i>	1	0.097**	0.109**	0.077**	0.281**	0.434**	0.005	0.118**	-0.013	0.186**
<i>PBTD</i>	0.097**	1	0.121**	0.022*	-0.308**	0.124**	0.116**	0.030**	-0.159**	0.362**
<i>CG</i>	0.109**	0.121**	1	0.025**	-0.169**	-0.015	0.084**	-0.107**	-0.284**	0.077**
<i>SIZE</i>	0.077**	0.022*	0.025**	1	0.343**	0.072**	0.457**	0.278**	0.097**	-0.066**
<i>LEV</i>	0.281**	-0.308**	-0.169**	0.343**	1	0.072**	0.001	0.022*	0.449**	-0.100**
<i>GROWTH</i>	0.434**	0.124**	-0.015	0.072**	0.072**	1	0.023*	0.034**	0.064**	0.116**
<i>LNPAY</i>	0.005	0.116**	0.084**	0.457**	0.001	0.023*	1	0.087**	-0.058**	0.051**
<i>TOP1</i>	0.118**	0.030**	-0.107**	0.278**	0.022*	0.034**	0.087**	1	-0.086**	-0.004
<i>VOLATILITY</i>	-0.013	-0.159**	-0.284**	0.097**	0.449**	0.064**	-0.058**	-0.086**	1	-0.116**
<i>TOTAL ACCRUALS</i>	0.186**	0.362**	0.077**	-0.066**	-0.100**	0.116**	0.051**	-0.004	-0.116**	1

1. 各變數之定義如表 1 所示。

2. \*\*\* 為達到 1% 的顯著水準，\*\* 為達到 5% 的顯著水準，\* 為達到 10% 的顯著水準。

表 3 式(1)迴歸分析結果 (N=9,411)

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 PBTD + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 GROWTH + \beta_5 LNPAY + \beta_6 TOP1 + \beta_7 VOLATILITY + \beta_8 TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (1)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		0.921	10.905***	
PBTD	+/-	1.244	12.799***	1.324
SIZE	+/-	-0.031	-8.491***	1.673
LEV	+/-	0.995	39.415***	1.657
GROWTH	+	0.368	47.276***	1.041
LNPAY	+	-0.004	-0.508	1.327
TOP1	+	0.364	11.964***	1.114
VOLATILITY	-	-0.346	-19.020***	1.297
TOTAL ACCRUALS	+/-	0.675	15.261***	1.158
Adj. $R^2$			34.7%	
F Value			624.907***	

1. 各變數之定義如表 1 所示。
2. \*\*\* 為達到 1% 的顯著水準, \*\* 為達到 5% 的顯著水準, \* 為達到 10% 的顯著水準。
3. 各變數之 VIF < 10, 故本文實證模型應無共線性之虞。

表 4 式(2)迴歸分析結果 (N=9,411)

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 PBTD + \beta_2 CG + \beta_3 PBTD \times CG + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \beta_7 LNPAY + \beta_8 TOP1 + \beta_9 VOLATILITY + \beta_{10} TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (2)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		0.775	9.319***	
PBTD	+/-	-1.606	-6.721***	8.340
CG	+	0.069	12.126***	1.181
PBTD*CG	+/-	1.237	12.697***	8.154
SIZE	+/-	-0.034	-9.531***	1.699
LEV	+/-	1.010	40.759***	1.659
GROWTH	+	0.367	48.035***	1.041
LNPAY	+	-0.005	-0.711	1.328
TOP1	+	0.448	14.794***	1.152
VOLATILITY	-	-0.271	-14.692***	1.390
TOTAL ACCRUALS	+/-	0.677	15.591***	1.160
Adj. $R^2$			37.2%	
F Value			557.538***	

1. 各變數之定義如表 1 所示。
2. \*\*\* 為達到 1% 的顯著水準, \*\* 為達到 5% 的顯著水準, \* 為達到 10% 的顯著水準。
3. 各變數之 VIF < 10, 故本文實證模型應無共線性之虞。

另外，本研究亦進一步將樣本依公司治理指標之分數區分為公司治理較優的企業以及公司治理較弱的企業。不同於 Desai and Dharmapala (2009)<sup>5</sup>以法人持股平均值進行樣本的區分且其研究結果並不顯著，此處本研究將公司治理指標由大至小排序，並以排序後樣本之前後 20% 分別做為象徵公司治理優與弱的樣本，再將子樣本進行迴歸式(1)的分析，用以測試公司治理優劣是否影響避稅行為與公司價值之間關連性的顯著程度，實證結果列示於表 5。表 5 顯示永久性財稅差異 (PBSD) 的估計係數亦皆為顯著正相關，且公司治理較優的前 20% 公司的迴歸係數 (2.132) 顯著高於公司治理較弱的 20% 公司的迴歸係數 (0.41)，其係數差異為 1.722，t 值為 4.63 (p<0.01)。表示在公司治理愈佳之公司，避稅行為對提升公司價值的助益更鉅，支持本研究假說 2 之論述。至於表 5 的控制變數結果則大致與表 3 及表 4 一致，故不再贅述。

表 5 式(1)迴歸分析結果－區分公司治理優劣 (N=1,882)

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 PBSD + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 GROWTH + \beta_5 LNPAY + \beta_6 TOP1 + \beta_7 VOLATILITY + \beta_8 TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (1)$$

變數	公司治理指標較佳的 20% 公司		公司治理指標較差的 20% 公司	
	$\beta$ 之係數 (t 值)	VIF	$\beta$ 之係數 (t 值)	VIF
常數	0.467		0.593	
PBSD	2.132*** (8.944)	1.299	0.410** (2.094)	1.474
SIZE	-0.011 (-1.106)	1.771	-0.030*** (-4.378)	1.627
LEV	0.892** (13.887)	1.903	1.216*** (24.602)	1.313
GROWTH	0.332*** (14.684)	1.076	0.242*** (17.554)	1.040
LNPAY	0.011 (0.669)	1.300	-0.001 (-0.059)	1.371
TOP1	0.247*** (3.210)	1.059	0.481*** (7.395)	1.202
VOLATILITY	-0.337** (-7.811)	1.385	-0.172*** (-3.885)	1.163
TOTAL ACCRUALS	1.050*** (9.906)	1.155	0.496*** (5.346)	1.253
Adj. R <sup>2</sup>	30%		38.4%	
F value	99.737***		147.877***	

1. 各變數之定義如表 1 所示。

2. \*\*\* 為達到 1% 的顯著水準，\*\* 為達到 5% 的顯著水準，\* 為達到 10% 的顯著水準。

3. 各變數之 VIF<10，故本文實證模型應無共線性之虞。

<sup>5</sup> Desai and Dharmapala (2009) 的研究中是以法人持股作為公司治理指標，而非一個公司治理的綜合指標分數。

### 三、敏感性測試

為測試本文結果的穩健性，本文亦進行下列五種敏感性分析，包括(1)以公司的名義所得稅率減實際所得稅率來衡量其避稅行為；(2)公司治理的衡量由公司治理綜合指標改為法人持股比率；(3)調整企業價值的計算方式；(4)考量公司價值及避稅行為間可能的內生問題及(5)考量國有持股比率之影響。茲將各敏感性測試分述如下：

#### (一)更改避稅行為之衡量方式

過去關於避稅之研究，如劉行與葉康濤（2013）和 Hanlon and Heitzman (2010)對於避稅的衡量分為兩類，一種為企業的實質所得稅率，另一種為財稅差異。本研究迴歸式主要以永久性財稅差異來衡量避稅行為，而為了加強實證結果的穩健性，避免另一種衡量方式對本研究實證有不同的影響，因此本研究參考劉行與葉康濤（2013）以名義所得稅率減實際所得稅率（*TaxAvo*）來衡量避稅行為。

國外研究大多採用實質稅率，亦即以實際支付的所得稅除以稅前會計利潤來衡量避稅程度，實際稅率愈低，表示企業避稅程度愈高；然而吳聯生（2009）提到中國與國外稅收政策不同，中國之上市公司享受著廣泛的稅收優惠，而且各公司之名義稅率不盡相同，加上 2008 年之所得稅改革，使得中國之基準所得稅率產生變化；另外，劉行與葉康濤（2013）之研究中認為若採用當期所得稅費用除以稅前會計利潤來衡量實際稅率會造成公司間橫向和縱向的不可比，故本研究結合中國情況進行調整，並參考陳旭東與王雪（2011）以及劉行與葉康濤（2013）之方式，以名義所得稅率減實際所得稅率之差異來衡量企業避稅程度<sup>6</sup>。式(1)及式(2)的實證結果列示於表 6 及表 7，其結果與前述表 3 及表 4 之結果一致，亦支持本文兩個假說。

#### (二)式(2)以法人持股比率衡量公司治理

Koh (2003)、Mitra and Cready (2005)認為法人持股能夠發揮稱職之監督功能，降低內部管理者之自利行為。過去的研究如 Rajgopal et al. (1999)及 Matsumoto (2002)大多支持機構法人之專業知識對公司而言為一個有效之監督者。而本研究原本是以一個綜合的公司治理指標分數來衡量公司治理良窳，但為了避免公司治理綜合指標受到各公司治理變數間之影響，本研究另參考陳冬與唐建新（2012）、Desai and Dharmapala (2009)和 Chen et al. (2010)等研究，亦僅以法人持股單一變數（INST）來衡量公司治理。此時式(2)的實證結果列示於表 8，主要研究結果亦與前述結果一致，支持本文假說 2 之論述。

<sup>6</sup> 在名義所得稅率的採用上，本文針對屬於高新技術產業及位於西部大開發地區的企業，將其適用稅率以 15% 的優惠稅率計算，其餘公司則統一以 25% 的法定稅率計算之。至於實際所得稅率（即有效稅率）則以企業當期所得稅費用除以稅前會計利潤衡量。在計算上，本文參考黃美祝（2015）及 Chen et al. (2010)之作法，將實際所得稅率為負或為零的樣本予以刪除，並利用 winsorized 方法將企業的實際所得稅率數值限制於 0~1 之間。

表 6 式(1)迴歸分析結果—更改避稅衡量方式 (N=9,411)

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 TaxAvo + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 GROWTH + \beta_5 LNPAY + \beta_6 TOPI + \beta_7 VOLATILITY + \beta_8 TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (1)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		0.724	8.545 <sup>***</sup>	
<i>TaxAvo</i>	+/-	0.125	6.675 <sup>***</sup>	1.112
<i>SIZE</i>	+/-	-0.024	-6.666 <sup>***</sup>	1.645
<i>LEV</i>	+/-	0.921	37.634 <sup>***</sup>	1.537
<i>GROWTH</i>	+	0.379	48.745 <sup>***</sup>	1.029
<i>LNPAY</i>	+	0.003	0.425	1.325
<i>TOPI</i>	+	0.365	11.918 <sup>***</sup>	1.114
<i>VOLATILITY</i>	-	-0.331	-18.008 <sup>***</sup>	1.308
<i>TOTAL ACCRUALS</i>	+/-	0.846	19.985 <sup>***</sup>	1.048
Adj. $R^2$			33.8%	
F Value			602.666 <sup>***</sup>	

1. *TaxAvo*=公司的名義所得稅率(25%或15%)減有效稅率;其中有效稅率=當期所得稅費用/稅前會計利潤。其他各變數之定義如表1所示。

2. \*\*\*為達到1%的顯著水準,\*\*為達到5%的顯著水準,\*為達到10%的顯著水準。

3. 各變數之VIF<10,故本文實證模型應無共線性之虞。

表 7 式(2)迴歸分析結果—更改避稅衡量方式 (N=9,411)

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 TaxAvo + \beta_2 CG + \beta_3 TaxAvo \times CG + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \beta_7 LNPAY + \beta_8 TOPI + \beta_9 VOLATILITY + \beta_{10} TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (2)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		0.626	7.453 <sup>***</sup>	
<i>TaxAvo</i>	+/-	0.007	0.129	8.486
<i>CG</i>	+	0.08	13.756 <sup>***</sup>	1.230
<i>TaxAvo</i> × <i>CG</i>	+/-	0.052	2.391 <sup>**</sup>	8.826
<i>SIZE</i>	+/-	-0.030	-8.489 <sup>***</sup>	1.668
<i>LEV</i>	+/-	0.939	38.777 <sup>***</sup>	1.544
<i>GROWTH</i>	+	0.378	49.118 <sup>***</sup>	1.029
<i>LNPAY</i>	+	0.001	0.179	1.328
<i>TOPI</i>	+	0.448	14.588 <sup>***</sup>	1.152
<i>VOLATILITY</i>	-	-0.256	-13.612 <sup>***</sup>	1.405
<i>TOTAL ACCRUALS</i>	+/-	0.816	19.487 <sup>***</sup>	1.051
Adj. $R^2$			35.4%	
F Value			516.751 <sup>***</sup>	

1. *TaxAvo*=公司的名義所得稅率(25%或15%)減有效稅率;其中有效稅率=當期所得稅費用/稅前會計利潤。其他各變數之定義如表1所示。

2. \*\*\*為達到1%的顯著水準,\*\*為達到5%的顯著水準,\*為達到10%的顯著水準。

3. 各變數之VIF<10,故本文實證模型應無共線性之虞。

表 8 式(2)迴歸分析結果—更改公司治理衡量方式 (N=9,411)

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 PBT D + \beta_2 INST + \beta_3 PBT D \times INST + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \beta_7 LN PAY + \beta_8 TOP1 + \beta_9 VOLATILITY + \beta_{10} TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (2)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		0.680	8.338 <sup>***</sup>	
<i>PBT D</i>	+/-	0.869	8.239 <sup>***</sup>	1.687
<i>INST</i>	+	0.586	22.842 <sup>***</sup>	1.270
<i>PBT D</i> × <i>INST</i>	+/-	3.113	7.936 <sup>***</sup>	1.488
<i>SIZE</i>	+/-	-0.021	-6.113 <sup>***</sup>	1.690
<i>LEV</i>	+/-	1.003	41.247 <sup>***</sup>	1.666
<i>GROWTH</i>	+	0.351	46.851 <sup>***</sup>	1.048
<i>LN PAY</i>	+	-0.001	-0.433	1.331
<i>TOP1</i>	+	0.208	7.001 <sup>***</sup>	1.157
<i>VOLATILITY</i>	-	-0.258	-14.489 <sup>***</sup>	1.343
<i>TOTAL ACCRUALS</i>	+/-	0.563	13.181 <sup>***</sup>	1.170
Adj. $R^2$			39.6%	
F Value			619.163 <sup>***</sup>	

1. *INST*=境內法人加境外法人持股比例。其他各變數之定義如表 1 所示。
2. \*\*\*為達到 1%的顯著水準，\*\*為達到 5%的顯著水準，\*為達到 10%的顯著水準。
3. 各變數之 VIF<10，故本文實證模型應無共線性之虞。

### (三)調整公司價值的衡量方法

本研究原先對公司價值的衡量為 Tobin Q=(每股價格 x 流通股數+每股淨值×非流通股數+期末負債帳面價值)/總資產，原因為中國之上市公司股票存在流通股和非流通股，因此若以市值來衡量可能不當；但仍有部分中國的文獻在計算公司價值時不考量非流通股的部分，因此本研究參考陳冬與唐建新(2012)、吳祖光等人(2013)、Desai and Dharmapala (2009)和 Simone and Stomberg (2012)的計算方式，將 Tobin Q 的衡量改為(總資產的帳面價值+權益的市場價值-權益的帳面價值)/總資產。表 9 及表 10 的研究結果仍支持本文兩個假說。在控制變數部分，此處高階經理人員薪酬的係數轉為正向且顯著，支持高階經理人員獎酬對公司價值的正向觀點。

### (四)考量內生性問題

為避免公司價值的增加亦有可能提升企業避稅的誘因，因而產生內生性問題。基於此，本文乃補充探討前期避稅及前期各項控制變數對下一期公司價值之影響，以避免內生問題的產生，分析結果列示於表 11 及表 12。表 11 的實證結果顯示永久性財稅差異(*PBT D*)之係數並未顯著，未能支持假說 1；然而表 12 中加入公司治理(*CG*)及避稅與公司治理的交乘項後(*PBT D*×*CG*)，*CG*及*PBT D*×*CG*的係數皆顯著為正，顯示出市場認為公司治理良好公司，其公司價值會較高，且公司治理有助於減輕企業避稅時所產生之代理成本，因而能提升避稅企業之公司價值，支持本文假說 2 之論述。

表 9 式(1)迴歸分析結果—更改公司價值衡量方式 (N=9,411)

$$TobinQII = \beta_0 + \beta_1 PBT D + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 GROWTH + \beta_5 LNPAY + \beta_6 TOP1 + \beta_7 VOLATILITY + \beta_8 TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (1)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		0.026	0.538	
PBT D	+/-	0.519	9.232***	1.324
SIZE	+/-	-0.013	-6.387***	1.673
LEV	+/-	1.330	91.130***	1.657
GROWTH	+	0.250	55.521***	1.041
LNPAY	+	0.008	2.024***	1.327
TOP1	+	0.122	6.955***	1.114
VOLATILITY	-	0.007	0.683	1.297
TOTAL ACCRUALS	+/-	0.325	12.712***	1.158
Adj. R <sup>2</sup>		64.3%		
F Value		2116.194***		

1.  $Tobin QII = (\text{總資產的帳面價值} + \text{權益的市場價值} - \text{權益的帳面價值}) / \text{總資產}$ 。其他各變數之定義如表 1 所示。

2. \*\*\* 為達到 1% 的顯著水準, \*\* 為達到 5% 的顯著水準, \* 為達到 10% 的顯著水準。

3. 各變數之 VIF < 10, 故本文實證模型應無共線性之虞。

表 10 式(2)迴歸分析結果—更改公司價值衡量方式 (N=9,411)

$$TobinQII = \beta_0 + \beta_1 PBT D + \beta_2 CG + \beta_3 PBT D \times CG + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \beta_7 LNPAY + \beta_8 TOP1 + \beta_9 VOLATILITY + \beta_{10} TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (2)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		-0.008	-0.155	
PBT D	+/-	-0.384	-2.730***	8.340
CG	+	0.012	3.524***	1.181
PBT D × CG	+/-	0.395	6.906***	8.154
SIZE	+/-	-0.014	-6.525***	1.699
LEV	+/-	1.334	91.643***	1.659
GROWTH	+	0.249	55.644***	1.041
LNPAY	+	0.008	1.989**	1.328
TOP1	+	0.139	7.822***	1.152
VOLATILITY	-	0.022	2.051***	1.390
TOTAL ACCRUALS	+/-	0.328	12.854***	1.160
Adj. R <sup>2</sup>		64.5%		
F Value		1712.576***		

1.  $Tobin QII = (\text{總資產的帳面價值} + \text{權益的市場價值} - \text{權益的帳面價值}) / \text{總資產}$ 。其他各變數之定義如表 1 所示。

2. \*\*\* 為達到 1% 的顯著水準, \*\* 為達到 5% 的顯著水準, \* 為達到 10% 的顯著水準。

3. 各變數之 VIF < 10, 故本文實證模型應無共線性之虞。

表 11 式(1)迴歸分析結果—考量內生性問題 (N=5,979)

$$TobinQ(t+1) = \beta_0 + \beta_1 PBTD + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 GROWTH + \beta_5 LNPAY + \beta_6 TOP1 + \beta_7 VOLATILITY + \beta_8 TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (1)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		0.530	7.581***	
PBTD	+/-	0.002	0.001	1.324
SIZE	+/-	-0.023	-7.562***	1.673
LEV	+/-	1.204	76.730***	1.657
GROWTH	+	0.102	1.683*	1.041
LNPAY	+	-0.005	-0.774	1.327
TOP1	+	0.059	2.283**	1.114
VOLATILITY	-	0.001	0.064	1.297
TOTAL ACCRUALS	+/-	0.186	5.032***	1.158
Adj. $R^2$			42.5%	
F Value			552.38***	

1.  $Tobin Q(t+1)$  為 t+1 期之  $Tobin Q$ ；其他各變數之定義如表 1 所示。
2. \*\*\*為達到 1% 的顯著水準，\*\*為達到 5% 的顯著水準，\*為達到 10% 的顯著水準。
3. 各變數之 VIF < 10，故本文實證模型應無共線性之虞。

表 12 式(2)迴歸分析結果—考量內生性問題 (N=5,979)

$$TobinQ(t+1) = \beta_0 + \beta_1 PBTD + \beta_2 CG + \beta_3 PBTD \times CG + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \beta_7 LNPAY + \beta_8 TOP1 + \beta_9 VOLATILITY + \beta_{10} TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (2)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		0.510	7.291***	
PBTD	+/-	-0.387	-1.952*	8.340
CG	+	0.012	2.364**	1.181
PBTD × CG	+/-	0.169	2.071**	8.154
SIZE	+/-	-0.023	-7.695***	1.699
LEV	+/-	1.205	56.803***	1.659
GROWTH	+	0.010	1.652*	1.041
LNPAY	+	-0.005	-0.871	1.328
TOP1	+	0.072	2.762***	1.152
VOLATILITY	-	0.013	0.815	1.390
TOTAL ACCRUALS	+/-	0.187	5.054***	1.160
Adj. $R^2$			42.6%	
F Value			443.82***	

1.  $Tobin Q(t+1)$  為 t+1 期之  $Tobin Q$ ；其他各變數之定義如表 1 所示。
2. \*\*\*為達到 1% 的顯著水準，\*\*為達到 5% 的顯著水準，\*為達到 10% 的顯著水準。
3. 各變數之 VIF < 10，故本文實證模型應無共線性之虞。

### (五) 考量國有持股比率

由於中國的環境較特殊，雖然經過幾次的股權改革、國有股之減資等，但國有企業相較於國外仍然不少。考量國有企業的經營目的與私人企業不同，租稅規避行為及其與企業價值間的關係亦可能會存有差異，故本文將國有股比例 (*SOE*) 納入敏感性分析考量，其計算以國有股占公司總股數作為衡量。朱茶芬與李志文 (2008) 認為國有控股之公司其代理人均為政府官員擔任或選派，其代理人並無對公司之剩餘價值有請求權，故對公司之監督動機並不強烈，以至經理人有動機及機會操縱損益；Wei, Xie, and Zhang (2005) 研究亦指出當公司最大股東為政府時，對公司之市場價值具有負向之影響。

為了進一步探討國有持股多寡是否影響避稅與公司價值間的關係，本文於迴歸式(1)加入國有持股比率及其與永久性財稅差異的交乘項 ( $SOE \times PBT D$ )，實證結果列示於表 13。表 13 之實證結果顯示永久性財稅差異 (*PBT D*) 之係數仍顯著為正，與先前結果一致。而國有持股比率 (*SOE*) 及交乘項 ( $SOE \times PBT D$ ) 兩變數亦皆顯著為正，探究其可能原因為市場投資人認為國有持股比率較高的企業因有國家支撐較不會倒閉，且較可能受到政府之幫助及政策的優惠，因而市場上的公司價值較高；而當國有持股比率較高的企業從事較多的避稅活動時，亦可能因其政治聯結而有較低的避稅風險，因而有助於進一步提升其公司價值。

另外，若將上述各敏感性分析進行如前述表 5 的子樣本分析，亦即僅將公司治理優與弱的各 20% 樣本進行式(1)分析時，實證結果亦大致同表 5 之結果。(為精簡篇幅，本文並未列示區分子樣本後的表格結果)

表 13 式(1)迴歸分析結果—加入國有持股比例 (N=9,411)

$$TobinQ = \beta_0 + \beta_1 PBT D + \beta_2 SOE + \beta_3 SOE \times PBT D + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GROWTH + \beta_7 LNPA Y + \beta_8 TO P1 + \beta_9 VOLATILITY + \beta_{10} TOTAL ACCRUALS + \varepsilon \quad (1)$$

變數	預期方向	$\beta$ 之係數	t 值	VIF
常數		0.999	12.091***	
<i>PBT D</i>	+/-	0.985	9.453***	1.591
<i>SOE</i>	-	0.508	18.351***	1.155
$SOE \times PBT D$	+/-	2.459	5.407***	1.287
<i>SIZE</i>	+/-	-0.034	-9.641***	1.682
<i>LEV</i>	+/-	0.982	39.728***	1.659
<i>GROWTH</i>	+	0.357	46.731***	1.047
<i>LNPA Y</i>	+	-0.001	-0.189	1.329
<i>TO P1</i>	+	0.206	6.702***	1.190
<i>VOLATILITY</i>	-	-0.362	-20.328***	1.300
<i>TOTAL ACCRUALS</i>	+/-	0.740	16.993***	1.171
Adj. $R^2$			37.5%	
F Value			564.512***	

1. *SOE*=國有股占公司總股數之比重；其他各變數之定義如表 1 所示。
2. \*\*\*為達到 1% 的顯著水準，\*\*為達到 5% 的顯著水準，\*為達到 10% 的顯著水準。
3. 各變數之 VIF < 10，故本文實證模型應無共線性之虞。

## 伍、結論與建議

本篇從代理觀點出發，利用 CSMAR 資料庫 2009-2013 年中國大陸上市公司的資料，實證研究中國上市公司從事避稅行為與公司價值之關係，並檢視避稅行為與公司價值間的關係是否會因為公司治理良窳而有不同的影響。

本文研究結果發現，在中國市場上，避稅行為與公司價值大致上呈現顯著正相關，亦即企業的避稅行為對公司價值有著正面的影響，反映出資本市場上普遍認為企業進行避稅應有利於公司。而由於避稅活動存有一定程度之代理問題，故本文亦進一步探討企業的公司治理機制良窳對於避稅在企業價值的影響上是否有所不同。研究結果發現避稅與公司治理的交乘項與公司價值呈顯著正相關，表示相較而言，公司治理良好公司之避稅行為更能提升其公司價值。而在各項敏感性分析中，包括將避稅行為之衡量由永久性財稅差異改為名義所得稅率減實際所得稅率、改以法人持股比率來衡量公司治理、調整企業價值的計算方式、考量內生問題以及加入國有持股比率之影響等，所有敏感性研究結果大致上皆未改變前述結論。

由於本文研究期間不僅為 2008 年中國新企業所得稅法實施後，更是處於中國《特別納稅調整實施辦法（試行）》（國稅發〔2009〕2 號）針對企業的避稅行為特別規範之後，在此一「嚴徵管」原則的新制度規範下，企業的避稅行為應會面臨比以前更為嚴峻的挑戰，避稅行為對於公司價值的影響更具不確定性。而本文實證結果顯示在不考量代理成本之下，中國資本市場上普遍認為企業進行避稅應有利於公司。然而在考量避稅行為引發的代理問題後，實證結果顯示，相較而言，公司治理良好下的企業避稅行為才有利於股東。在目前中國政府對企業採取一連串嚴徵管反避稅的措施下，本文實證結果隱含中國資本市場上的投資人對於公司治理較完善的企業，對該等企業所採取的避稅活動之評價會高於公司治理較弱的企業。

本研究的限制如下：首先，財稅差異變數之計算需企業的課稅所得資料，但基於納稅人資料保密因素，本文無法取得中國大陸公司真實之課稅所得資料，故僅能以財務資料來推估課稅所得。其次，在企業所得稅率的適用上，本文僅大略將歸屬於高新技術產業及位於西部大開發地區的企業以 15% 優惠稅率衡量，其餘企業皆統一以 25% 稅率計算，並未考量新稅制實施後中國政府給予外資企業之 5 年過渡期稅率，故本文避稅行為存在部分衡量誤差。再者，本文在衡量公司治理變數時採取綜合分數方式，雖然對於董事會構面及所有權構面均有考量，但仍可能存在衡量誤差，後續研究者可以更全面性之衡量公司治理變數。最後，過去文獻中不乏對國有股及第一大股東與公司價值間是否為線性關係有不同之看法（孫永祥與黃祖輝，1999；白重恩等人，2005；Tian, 2001），因此建議後續研究者可用非線性的實證模型來處理此兩個控制變數。

## 參考文獻

- 白重恩、劉俏、陸洲、宋敏與張俊喜，2005，中國上市公司治理結構的實證研究，*經濟研究*，第2期：81-91。
- 皮毅，2004，公司治理、資本結構與公司價值的實證研究，*當代經濟科學*，第26卷第5期：65-70。
- 朱茶芬與李志文，2008，國家控股對會計穩健性的影響研究，*會計研究*，第5期：38-45。
- 吳文鋒、吳沖鋒與劉曉薇，2008，中國民營上市公司高管的政府背景與公司價值，*經濟研究*，第7期：130-141。
- 吳祖光、萬迪昉與吳衛華，2013，稅收對企業研發投入的影響：擠出效應與避稅激勵——來自中國創業板上市公司的經驗證據，*研究與發展管理*，第25卷第5期：1-11。
- 吳聯生，2009，國有股權、稅收優惠與公司稅負，*經濟研究*，第10期：109-120。
- 汪輝，2003，上市公司債務融資、公司治理與市場價值，*經濟研究*，第8期：28-35。
- 林浚清、黃祖輝與孫永祥，2003，高管團隊內薪酬差異、公司績效和治理結構，*經濟研究*，第4期：31-40。
- 林嬌能與許彩蓮，2011，家族企業與租稅規劃之關聯性，*會計學報*，第4卷第1期：23-49。
- 姜付秀、黃磊與張敏，2009，產品市場競爭、公司治理與代理成本，*世界經濟*，第10期：46-59。
- 夏立軍與方軼強，2005，政府控制、治理環境與公司價值——來自中國證券市場的經驗證據，*經濟研究*，第5期：40-51。
- 孫永祥與黃祖輝，1999，上市公司的股權結構與績效，*經濟研究*，第12期：23-30。
- 張齡云，2010，公司治理機制對企業財稅差異之影響，輔仁大學會計學系未出版碩士論文。
- 常秀娟，2013，在華跨國公司避稅影響因素的實證分析，*財經問題研究*，第354期：85-90。
- 陳旭東與王雪，2011，稅收規避提高了公司價值嗎？——基於中國上市公司的實證研究，*中國會計學會2011年學術年會論文集*。
- 陳冬與唐建新，2012，避稅尋租、稅率敏感度與企業價值，*中國會計學會2012年學術年會論文集*。
- 陳小悅與徐曉東，2001，股權結構、企業績效與投資者利益保護，*經濟研究*，第11期：3-11。

- 陳典陞，2013，租稅規避與公司價值—以台灣上市櫃公司為例，國立政治大學會計學系未出版碩士論文。
- 黃美祝，2010，財稅差異金額大小對國稅局選案查核之影響，會計評論，第 50 期：23-55。
- 黃美祝，2015，我國不合常規移轉訂價制度對企業避稅程度之影響，會計學報，第 6 卷第 1 期：35-62。
- 黃美祝與楊珮璇，2011，集團企業與非集團企業避稅程度之比較，會計學報，第 4 卷第 1 期：1-22。
- 黃蓉、易陽與宋順林，2013，稅率差異、關聯交易與企業價值，會計研究，第 8 期：47-53。
- 黃煒婷，2010，財務危機、會計穩健性與公司治理—來自中國之實證，輔仁大學會計學系未出版碩士論文。
- 劉行與葉康濤，2013，企業的避稅活動會影響投資效率嗎？，會計研究，第 6 期：47-53。
- 葉銀華、李存修與柯承恩，2002，公司治理與評等系統—公司治理評等的理論基礎、台灣之公司治理評等系統，台北，商智文化。
- 蔡秉宏，2015，政策變革對企業避稅與公司價值之影響：以中國股權分置改革與稅制變革為例，輔仁大學會計學系未出版碩士論文。
- 羅黨論與魏翥，2012，政治關聯性與民營企業避稅行為研究—來自中國上市公司的經驗證據，南方經濟，第 11 期：29-39。
- 蘇啟林與朱文，2003，上市公司家族控制與企業價值，經濟研究，第 8 期：36-45。
- Armstrong, C. S., J. L. Blouin, and D. F. Larcker. 2012. The incentives for tax planning. *Journal of Accounting and Economics* 53 (1-2): 391-411.
- Badertscher, B. A., J. D. Phillips, M. Pincus, and S. O. Rego. 2009. Earnings management strategies and the trade-off between tax benefits and detection risk: To conform or not to conform? *The Accounting Review* 84 (1): 63-97.
- Biddle, G. C., and F. W. Lindahl. 1982. Stock price reactions to LIFO adoptions: The association between excess returns and LIFO tax savings. *Journal of Accounting Research* 20 (2): 551-588.
- Blair, M. M. 1995. *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Cheng, Q., and T. D. Warfield. 2005. Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review* 80 (2): 441-476.
- Chen, K. P., and C. Y. C. Chu. 2005. Internal control versus external manipulation: A

- model of corporate income tax evasion. *The RAND Journal of Economics* 36 (1): 151-164.
- Chen, L., and W. Lin. 2007. Corporate governance and fraud: Evidence from China. *Corporate Ownership & Control* 4 (3): 139-145.
- Chen, S., X. Chen, Q. Cheng, and T. Shevlin. 2010. Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics* 95 (1): 41-61.
- Clausing, K. A. 2011. The revenue effects of multinational firm income shifting. *Tax Notes* (March): 1580-1586.
- Cloyd, C. B., J. Pratt, and T. Stock. 1996. The use of financial accounting choice to support aggressive tax positions: Public and private firms. *Journal of Accounting Research* 34 (1): 23-43.
- Costa, M. and J. Gravelle. 2012. Taxing multinational corporations: Average tax rates. *Tax Law Review* 65 (3): 391-414.
- Crocker, K. J., and J. Slemrod. 2005. Corporate tax evasion with agency costs. *Journal of Public Economics* 89 (9-10): 1593-1610.
- DeChow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1996. Cause and consequence of earnings manipulation: An analysis of firm subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1): 1-36.
- DeFond, M. L., R. N. Hann, and X. Hu. 2005. Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors? *Journal of Accounting Research* 43 (2): 153-193.
- Desai, M. A. 2003. The divergence between book income and tax income, in Poterba, J. M. (ed.), *Tax Policy and the Economy* 17. Cambridge, MA: MIT Press: 169-206.
- Desai, M. A., and D. Dharmapala. 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics* 79 (1): 145-179.
- Desai, M. A. and D. Dharmapala. 2008. Tax and corporate governance: An economic approach. In *Tax and Corporate Governance*, edited by Schon, W. Berlin 13-30. Springer-Verlag.
- Desai, M. A., and D. Dharmapala. 2009. Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics* 91 (3): 537-546.
- Desai, M. A., A. Dyck, and L. Zingales. 2007. Theft and taxes. *Journal of Financial Economics* 84 (3): 591-623.
- Desai, M. A., and J. R. Hines Jr. 2002. Expectations and expatriations: Tracing the causes and consequences of corporate inversions. *National Tax Journal* 55 (3): 409-441.

- Frank, M. M., L. J. Lynch, and S. O. Rego. 2009. Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review* 84 (2): 467-496.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Gompers, P. A., J. L. Ishii, and A. Metrick. 2003. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107-156.
- Graham, J. R., and A. L. Tucker. 2006. Tax shelters and corporate debt policy. *Journal of Financial Economics* 81 (3): 563-594.
- Hanlon, M., and J. Slemrod. 2009. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economic* 93: 126-141.
- Hanlon, M., and S. Heitzman. 2010. A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2-3): 127-178.
- Jennings, R., P. J. Simko, and R. B. Thompson. 1996. Does LIFO inventory accounting improve the income statement at the expense of the balance sheet? *Journal of Accounting Research* 34 (1): 85-109.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Khurana, I. K., and W. J. Moser. 2013. Institutional shareholders' investment horizons and tax avoidance. *The Journal of the American Taxation Association* 35 (1): 111-134.
- Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang. 2011. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-Level analysis. *Journal of Financial Economics* 100 (3): 639-662.
- Koh, P. S. 2003. On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review* 35 (2): 105-128.
- Lev, B., and D. Nissim. 2004. Taxable income, future earnings, and equity values. *The Accounting Review* 79 (4): 1039-1074.
- Lisowsky, P. 2010. Seeking shelter: Empirically modeling tax shelters using financial statement information. *The Accounting Review* 85 (5): 1693-1720.
- Manzon, G. B. Jr., and G. A. Plesko. 2002. The relation between financial and tax reporting measures of income. *The Law Review* 55 (2): 175-214.
- Matsumoto, D. A. 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises.

- The Accounting Review* 77 (3): 483-514.
- Mitra, S., and W. M. Cready. 2005. Institutional stock ownership, accrual management and information environment. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 20 (3): 257-286.
- Modigliani, F., and M. H. Miller. 1958. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review* 48 (3): 261-297.
- Modigliani, F., and M. H. Miller. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53 (3): 433-443.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1990. Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance* 45 (1): 31-48.
- Phillips, J. D. 2003. Corporate tax-planning effectiveness: The role of compensation-based incentives. *The Accounting Review* 78 (3): 847-874.
- Phillips, J. D., M. Pincus, and S. O. Rego. 2003. Earnings management: New evidence based on deferred tax expense. *The Accounting Review* 78 (2): 491-521.
- Pincus, M. 1997. Stock price effects of the allowance of LIFO for tax purposes. *Journal of Accounting and Economics* 23 (3): 283-308.
- Porta, R. L., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance* 57 (3): 1147-1170.
- Rajgopal, S., M. Venkatachalam, and J. J. Jiambalvo. 1999. *Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?* Working paper, University of Washington at Seattle.
- Reese, W. A., and M. S. Weisbach. 2002. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics* 66 (1): 65-104.
- Rego, S. O. 2003. Tax-avoidance activities of U.S. multinational corporations. *Contemporary Accounting Research* 20 (4): 805-833.
- Robinson, J. R., S. A. Sikes, and C. D. Weaver. 2010. Performance measurement of corporate tax departments. *The Accounting Review* 85 (3): 1035-1064.
- Sartori, N. 2009. Effects of strategic tax behaviors on corporate governance. Working paper: University of Michigan School of Law.
- Schadewald, M. S. 2005. Deducting related-party interest and intangible expenses. *The Tax Advisor* 36 (5): 286-295.
- Scholes, M. S., M. A. Wolfson, M. M. Erickson, E. L. Maydew, and T. J. Shevlin. 2005. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, 3rd edition. New Jersey,

Pearson Prentice Hall.

- Shevlin, T. 2002. Commentary: Corporate tax shelters and book-tax differences. *Tax Law Review* 55 (3): 427-443.
- Simone, L. D., and B. Stomberg. 2012. *Do investors differentially value tax avoidance of income mobile firms?* Working Paper, SSRN: NO.2102903.
- Slemrod, J. 2004. *The economics of corporate selfishness*. The National Bureau of Economic Research Working Paper: NO.10858.
- Tian, L. 2001. Government shareholding and the value of China's modern firms. Institute of Finance and Accounting at the London Business School, Working Paper: No. 319.
- Wei, Z., F. Xie, and S. Zhang. 2005. Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (1): 87 -108.
- Wilson, R. J. 2009. An examination of corporate tax shelter participants. *The Accounting Review* 84 (3): 969-999.
- Xie, B., W. N. Davidson III, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9 (3): 295-316.
- Zahra, S. A., and J. A. Pearce. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrated model. *Journal of Management* 15 (2): 291-334.
- Zucman, G. 2014. Taxing across borders: Tracing personal wealth and corporate profits. *Journal of Economic Perspectives* 28 (4): 121-148.

