法則乎？權衡乎？

—論證券交易稅稅率調整方案

日前報載財政部為證券交易稅稅率機動調整一事，曾多次召開研討會研議制定合理公式，希望藉由公開化、透明化之調整，以適時達到對股市增溫或降溫之效果，然而，此一「法則式」調整方式旋因「合理公式」無法獲得共識而宣告作罷。有鑑於此，財政部遂傾向改採「權衡式」調整方案，意即先組成一證券交易稅稅率調整委員會，再授權委員會視國內外經濟、金融環境之變化，合議決定證券交易稅稅率之調整時機及幅度。有關證券交易稅稅率調整方案一事，我們有以下幾點看法。

我們基於以下理由反對藉調整證券交易稅稅率以達到為股市增溫或降溫之效果。第一，調降證券交易稅稅率無法改善上市上櫃公司之基本面。從理論上而言，購買股票乃基於預期該公司未來盈餘將優於其他投資工具；換言之，理性投資人所重視者乃投資標的之基本價值(intrinsic value)，如果某公司之股價背離其基本價值而漫無止境地上漲，此即所謂「泡沫」現象，其股價終究需大幅下挫以反映其基本面。減徵證交稅只是稍微減少出售股票時之交易成本，或是微幅增加出售股票後之實質收入，其與該公司之盈餘並無任何關聯，按理不應對拉抬股市產生任何效果，若有也是一時之泡沫現象，終究有破滅的一天，試問政府是否應該鼓勵此一短期泡沫？

第二，調降證券交易稅稅率並不必然導致股價上漲與成交量之增加。根據我國過去近三十

年之經驗，調整證交稅稅率對股價指數及股市成交量之影響並不穩定；換言之，調降（或停徵）證交稅稅率並不必然導致股價上揚與成交量增加，而調高（或復徵）證交稅稅率也不必然導致股價下跌與成交量銳減之現象，因為決定股價上漲或下跌者，包括國內外經濟暨金融情勢與上市上櫃公司盈餘變化等諸多長短期因素。根據台灣經濟研究院之研究，自民國60年起迄今，我國調整證交稅稅率達十次之多，就其對股價加權指數之影響而言，實際效果與預期效果存在相當大之差異。以日報酬率為例，十次中僅有四次(40%)達到預期效果；週報酬率、月報酬率及季報酬率則有五次(50%)達到預期效果，可見調整證交稅稅率與股價漲跌並無必然之因果關係。相同情形，調整證交稅稅率對股市成交量亦難達成預期目標，以日成交量為例，十次調整中，僅有二次(20%)之實際效果與預期效果相符；週成交量、月成交量則各有四次(40%)達到預期效果；至於季成交量及年成交量則有六次(60%)達到預期效果。由我國上述之經驗可知，調整證交稅稅率未必能達成拉抬股價、增加成交量之預期效果。

第三，減徵證交稅將嚴重影響財政收入。隨著近幾年股市之熱絡，證交稅稅收不但逐年大幅增加，且其占我國總稅收比重亦逐年提高。民國85、86、87三個會計年度之證交稅實徵額分別達339億、791億及1,197億元新台幣，甚且87年度證交稅實徵額占總租稅收入之比重高達

10%；民國88及89會計年度證交稅稅收預算數分別為950億及1,400億元新台幣，可見證交稅對我國財政收入之重要性。在當前景氣尚未大幅復甦之情況下，其他各項稅目能否如數徵收本就不甚樂觀，再加上為刺激景氣而需增加公共支出，已導致未來兩年之財政收支捉襟見肘，一旦減徵證交稅，則預計今、明兩年證交稅稅收各將減少近千億元，其將使國家財政陷入極度困窘之局面。或謂停徵證交稅有利於景氣復甦，進而帶動營業稅、關稅、營利事業所得稅等稅收之成長，並足於彌補證交稅收之損失。於此，我們以為停徵證交稅都不必然導致股價上漲與成交量增加之預期效果，遑論景氣復甦與其他稅收增加。

基本上我們不贊成調整證券交易稅稅率，不過，如果非調整不可，則我們反對採用「權衡式」調整方案，因為任何經濟政策都講求公開化、透明化，以求盡量減少對經濟體系及市場運作造成衝擊。以貨幣政策為例，目前理論與實證研究都指出，影響實質經濟活動的是出乎意料(unexpected)之貨幣政策之調整而非貨幣政策，因為它製造出太多的噪音(noise)而影響經濟體系作最適之判斷與反應。相同地，我國股市百分之九十之交易量來自散戶之進出，市場結構極易受消息面因素所干擾，如果證券交易稅稅率係由委員會決定，則我們不難想像當股市熱絡時，調升稅率之消息四起，而當股市下挫時，調降稅率之消息又起，市場將不可避免

地受到消息面（或謠言）影響，原本欲設計成穩定機制之調整方案反而成為波動之根源。

於此，我們提出「法則化調整」之建議，意即以股價加權指數為唯一之根據，當股價加權指數高於某一臨界值時，證券交易稅稅率自動調升至某一比率；反之，當加權指數低於某一臨界值時，證券交易稅稅率自動降至某一比率。雖然此一方式仍有若干缺失，例如為何只以加權指數為唯一的根據，為何不考慮成交量、經濟成長率等因素；又例如上、下限之臨界值如何決定、是否允許未來有調整彈性等問題，但我們認為此一方式有簡單、明確兩項優點為其他方式所無。既稱簡單，投資人易於評估其對交易之影響；因為明確，投資人不必要費心去猜測何時將調整或其調整幅度若干等不確定性問題。如此，可將證券交易稅稅率之機動調整對市場產生之不確定性降到最低。

我們願意在此重申，機動調整證券交易稅稅率難以達到適時為股市增溫或降溫之目的，而為避免對市場造成干擾，證券交易稅稅率不宜機動調整。但退一步說，如果證券交易稅稅率一定要機動調整，則我們反對「權衡式」調整方案，建議財政部宜改採「法則式」調整方案，並以股價加權指數超過或低於臨界值作為稅率昇降之唯一根據，透過此一簡單、明確之調整方式以降低其對股市之衝擊。■