

從行為財務學觀點探討台灣地區證所稅事件對股票市場之影響

The Impacts of Capital Gain Tax on Taiwan Stock Market —An Event Study from Behavioral Finance View

羅明敏 (Ming-Min Lo)
江啓正 (Chi-Chen Chiang)
朝陽科技大學財務金融系
Department of Finance
Chaoyang University of Technology

摘要

台灣地區於2012年3月28日在當時劉憶如財長宣告重大稅改事件，課徵股票市場資本利得稅(即證券交易所得稅)的情況下，即重現1988年9月郭婉容財長稅改政策之情境。雖執政單位於2012年7月25日挾執政資源之優勢，經立法院三讀通過實施雙軌制之證券交易所得稅課稅機制，設下投資上市櫃公司股票於台灣股價指數達8500點才達證所稅課稅門檻之條件，並業於2013年1月1日起全面實施。惟實施至2013年4月16日，卻經監察院調查提出糾正彈劾案，認為證所稅雖已經立法院定案，但定案過程倉促，自造成股票市場交易量嚴重萎縮，宣告前後一年之比較，平均成交量萎縮近三成，同時證交稅稅收短少近550億元，較預期減少43.44%，更甚於2008年金融海嘯期間之短徵。故於2013年5月16日宣布可能廢止現行之台灣股價指數達8500點證所稅設算課稅門檻之方案，預計提出排除散戶課稅及降低大戶稅額等新版證所稅制。惟台灣地區股票市場因此證所稅課稅之稅改事件，影響之證券交易量及理論股價指數與股票投資人之理論股票投資報酬率，甚至對於整體資本市場從發行面、流通交易面、投資人及證券從業機構與人員所付出的成本產生極大影響。故由行為財務學的觀點來分析稅收政策，更是管理當局在未來訂法時應納入考量之評核指標。

本研究主要使用事件研究法(Event Study)探討1988年郭婉容財長及2012年劉憶如財長二次證所稅稅改宣告效果，並檢定2012年3月證所稅宣告前後一年市場交易資訊及市場交易結構之變化，從行為財務學的觀點，探討台灣地區證所稅稅改事件對於台灣地區股票市場之衝擊影響。本研究主要結論：

(一)、由行為財務學觀點探討台灣地區1988年及2012年二次證所稅稅改事件宣告效果之比較

1.以台灣地區二次證所稅稅改事件為例，以1988年郭婉容事件產生之非理性預期之過度反應影響程度最大，宣告效果5日、20日、30日皆達顯著負面影響程度，事件中連續19天無量跌停的負面消息，造成市場投資人之「從眾效應」，出現盲目從眾的非理性行為。即使「課徵證所稅」引發社會關注此消息的強度高但權重低時，即證所稅訊息由於受媒體及投資人關注之強度高，致使對股價影響強度高，惟仔細探討政府之課稅條件，實際會受到課稅影響的投資人權重及比率並不大，惟投資者的「代表性捷思」發生作用，錯誤地認為某種趨勢已經形

成，造成反應過度。

2. 2012年劉憶如證所稅事件宣告時，市場上投資人亦容易受到1988年郭婉容事件「代表性捷思」對股市造成之影響，而在2012年3月28日事件宣告日至2012年7月25日立法院通過日，因報章媒體不斷的報導下發生「從眾效應」，交易量「閉鎖效應」更加明顯，反倒深化課稅因素對股票市場波動率之負面影響。然而在「理性預期理論 (Rational Expectations)」下，由於之前已有1988年郭婉容財長證所稅事件之經驗值影響，投資人對訊息的反應已較為趨緩，宣告效果反而未達顯著影響水準。
3. 但若由2012年7月25日立法日至2013年1月1日實施日之市場交易訊息來判讀，反倒是2012年7月25日立法院三讀通過日，因不確定證所稅課稅內容確定，投資人非理性預期之程度降低，在行為財務學「規避模糊(Ambiguity Aversion)」之心理下，台指及成交量反倒小幅回升。顯示證所稅施政內容的明確性，反而可降低課稅因素對股票市場波動率之負面影響。

(二)、對證所稅對資產交易方式或股票市場影響之相關研究

1. 針對台股大盤交易資訊於2012年3月證所稅事件宣告前後一年之平均值變化檢定結果顯示，台股大盤之指數、平均成交量動能、平均張數及平均週轉率波動程度均具負向影響程度，並於事件日前後一年之平均值變化均達顯著結果，僅報酬率部份無顯著影響。此結果顯示影響台股報酬率因素眾多，稅賦因素不甚具影響能力。惟本次證所稅事件使台灣股票市場投資人之行為改變，平均前後一年成交量能減少約27.88%，由原日成交量約1050億降低至757億，產生明顯之量能「閉鎖效應」。而由平均週轉率下降幅度達25.91%且達顯著之結果來看，證所稅事件並同時改變市場投資人交易習慣及結構，整體股票市場交易頻率降低，使市場週轉活動力程度下降。除平均成交量降低之量能閉鎖效應，將不利於股票發行面籌資行為外，在股票之流通交易面部份，投資人交易頻率及量能降低，將嚴重影響證券業從業人員及相關機構發展生態，並嚴重影響台灣股票市場之活絡發展。
2. 針對市場三大法人交易結構之變化進行研究，以台股三大法人於事件日前後一年佔市場交易比重之資料值變化進行檢定結果顯示，證所稅宣告前後一年三大法人影響市場能力增溫，由原15.52%提升至16.01%。外資佔市場交易量比重增加較明顯，由原12.58%上升至13.31%達顯著水準。自營商增減變化不大，僅佔1.47%變化未達顯著性。惟值得注意的是投信佔交易量之比重雖僅由原1.46%下降至1.22%，然減幅高達16.54%呈現顯著負向影響。由於投信業與散戶基金投資之關聯性較高，除投信業投資操作之市場因素外，可視為於此期間散戶或中實戶贖回股票型基金之行為所致。綜合前述研究於此期間台股週轉率變化幅度降幅達25.91%的研究結果，顯示本次證所稅改革事件雖主張對散戶及中實戶的課稅影響程度不大，課稅對象以法人或市場大戶為主。惟因設有台股8500點課稅門檻之天險及量能閉鎖效應的影響，反倒對習慣交易頻率較高之散戶及中實戶之投資信心及交易偏好的影響較大，致使台灣股票市場結構產生調整。

關鍵詞：行為財務學、證所稅、事件研究法、理性預期理論、代表性捷思、規避模糊、從眾理論、閉鎖效應

壹、導論—研究背景

證券資本利得稅（又稱證券交易所得稅，簡稱證所稅）政策由於牽涉不同群體的利益，影響層面極廣，一直是政府官員、學者、券商和投資人等，各界爭論不休的議題，其中最為大眾所矚目的焦點在於證券交易所得稅開徵對整體證券市場造成的影響。台灣地區過去曾多次提議課徵證券資本利得稅，均為投資人帶來震撼性的衝擊，不但導致股價在極短的時間內呈現巨幅重挫的情形，市場成交量、波動性等交易指標亦反應劇烈，使得多數投資人一旦接觸任何證所稅相關問題均極為反感，即使政府在租稅收入的考量和學界在建立公平稅制上的堅持，亦難以抵擋證券市場造成傷害所帶來的壓力，致使難以兼顧不同群體利益的證所稅政策更難付諸實行。

台灣地區於2012年3月28日在當時劉憶如財長宣告重大稅改事件，課徵股票市場資本利得稅(即證券交易所得稅)的情況下，即重現1988年9月郭婉容財長稅改政策之情境。雖執政單位於2012年7月25日挾執政資源之優勢，經立法院三讀通過實施雙軌制之證券交易所得稅課稅機制，設下投資上市櫃公司股票於台灣股價指數達8500點才達證所稅課稅門檻之條件，並業於2013年1月1日起全面實施。惟實施至2013年4月16日，卻經監察院調查提出糾正彈劾案，認為證所稅雖已經立法院定案，但定案過程倉促，自造成股票市場交易量嚴重萎縮，宣告前後一年之比較，平均成交量萎縮近三成。在證交稅稅收方面，2012年全年證交稅實徵淨額716億元，預算達成率僅56.6%，證交稅稅收短少近550億元，較預期減少43.44%，更甚於2008年金融海嘯期間之短徵。故於2013年5月16日宣布可能廢止現行之台灣股價指數達8500點證所稅設算課稅門檻之方案，預計提出排除散戶課稅及降低大戶稅額等新版證所稅制。惟台灣地區股票市場因此證所稅課稅之稅改事件，影響之證券交易量及理論股價指數與股票投資人之理論股票投資報酬率，甚至對於整體資本市場從發行面、流通交易面、投資人及證券從業機構與人員所付出的成本產生極大影響。

由台灣地區2012年所宣告之證所稅事件各項重要事件日期來評析股票市場之變化：

第一階段（2012年3月28日宣告日至2012年7月25日立法日）：於2012年3月28日證所稅宣告日至2012年7月25日立法院三讀通過日，台股原指數為8038點，原成交量為873億，4個月間大盤下跌約1059點(下跌13.2%)，10日成交均量約下跌301億(下跌33.1%)。若不考慮其他因素下，此期間因證所稅事件，各方爭辯不休，立院黨團、各民間機構提出各式稅改方案與辯證，反使投資人感到不確定性因素提高，不確定恐慌因素提高，「閉鎖效應」更加明顯，反倒深化課稅因素對股票市場波動率之負面影響，直至2012年7月25日立法院三讀通過證所稅課稅版本，台股指數已降為6979點，成交量已降至686億。



圖 1.1 - 2012 年 2 月~8 月台灣股市加權指數走勢圖
(證所稅宣告日 3/28 至 7/25 立法院通過日之變化)

第二階段（2012 年 7 月 25 日立法日至 2013 年 1 月 1 日實施日）：若由市場交易訊息來判讀，不考慮其他因素下，反倒是 2012 年 7 月 25 日立法院三讀通過日，台股指數原已降為 6979 點，成交量已降至 686 億，因不確定證所稅課稅內容確定，投資人非理性預期之程度降低，至 2013 年 1 月 1 日正式實施日起，大盤指數反而提升至 7779 點，成交量增溫至 790 億，兩者比較日期指數上升 11.5%，成交量回升 15.2%。

第三階段（2013 年 1 月 1 日實施日至 2013 年 4 月 16 日監察院彈劾糾正）：若由市場交易訊息來判讀，不考慮其他因素下，由於立法院三讀通過實施雙軌制之證券交易所稅課稅機制，設下投資上市櫃公司股票於台灣股價指數達 8500 點才達證所稅課稅門檻之條件，反倒使此期間台灣投資人心態設下「8500 點課稅天險」的預期心理，此期間台灣股價指數皆未超過此課稅標準門檻。

第四階段（2013 年 4 月 16 日監察院彈劾至 2013 年 5 月 16 日宣告可能廢止）：若由市場交易訊息來判讀，不考慮其他因素下，台股自 2013 年 4 月 16 日監察院提出證所稅糾正彈劾案後至 2013 年 5 月 16 日證所稅宣告可能廢止或修正之討論期間，台股指數原已降為 7801 點，成交量已降至 568 億，因投資人預期「8500 點課稅天險」可能取消的預期心理，證所稅宣告可能廢止或修正之討論，在宣告日 2013 年 5 月 16 日大盤指數反而提升至 8390 點，成交量增溫至 1225 億，兩者比較日期指數上升 7.55%，成交量回升 25.87%。

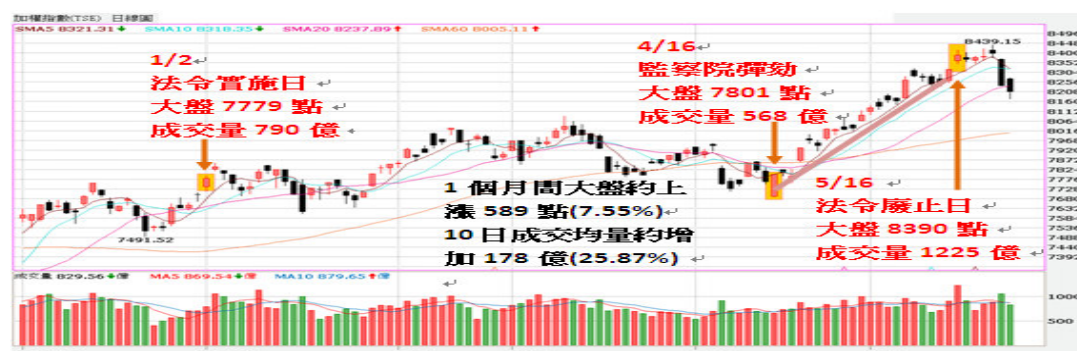


圖 1.2 - 2012 年 12 月~2013 年 5 月台灣股市加權指數走勢圖
(台灣地區證所稅 2013 年 1 月 1 日實施至 2013 年 5 月 16 日宣告可能廢止)

由上述台灣地區 2012 年所宣告之證所稅事件各項重要事件日期來評析股票市場之變化，課徵證券資本利得稅(或證券交易所得稅)雖基於租稅公平理念，應符合有所得理應課稅之原則。惟課徵證券資本利得稅(或證券交易所得稅)，緊密牽動台灣地區股票市場投資人的情緒與行為，證所稅之課徵除涉及到政府稅務行政與資本市場發展等重要因素，亦同時影響投資人(課稅主體)之行為模式，因此資本利得稅制(或證券交易所得稅制)的決策過程，關係著政府租稅收入和證券市場的發展與國家經濟成長，進行資本利得稅制改革之決策事關國家財政興盛重大，並非紙上推衍即可拍板定調之事，應參照現實狀況及過去歷史資料進行審慎評估，方得達到興國利民之效益。

因此，本文主要藉由 1988 年 9 月及 2012 年 3 日台灣地區證所稅宣告之事件研究法及本次 2012 年 3 月證所稅宣告前後一年之台股市場交易訊息影響之檢定，來研究台灣地區宣布課徵證券資本利得稅事件，對台灣地區股票市場的衝擊，同時透過本次研究的主題，剖析市場投資人對於台灣地區資本利得稅課徵時之行為模式，同時藉由探討資本利得事件主題及對台灣地區股票市場影響程度及市場結構，期以提供給主管機關進行未來相關立法之參考。

貳、文獻探討

證券資本利得稅（又稱證券交易所得稅，簡稱證所稅），由於適用課稅主體的對象，涵蓋所有從事證券交易之相關納稅主體，包含納稅自然人(個人)及營利事業(法人)，因此政策上牽涉不同群體的利益，影響層面極廣。以投資人的行為而言，資本利得稅的課徵會使資產擁有者為了規避資本利得稅的繳納，可能故意延遲資產的交易時點，甚而導致發生交易閉鎖效果的現象。甚有學者(Somer,1948)指出其結果亦會牽制投資人交易資產的信心以及產生助漲助跌效應，課徵結果不利於市場價格穩定性，同時也影響整體市場資產配置效率，故由行為財務學之理論探討與過往文獻實證結果，進行說明如下：

(一) 行為財務學之理論探討：理性預期與市場非理性行為

理性預期（Rational Expectations），或者叫做理性預期假說（Rational Expectation Hypothesis），是指人們在理性的情況下，針對某個經濟現象（例如市場價格）進行的預期。他們會最大限度的充分利用所得到的信息來作出行動而不會犯系統性的錯誤。

行為財務學的理論假設之一是人類是有限理性的，即人們在決策時存在著許多理性之外的情緒，如保守或衝動等。此種非理性源自於人類認知上的局限性。就心理學的角度觀察，人們在認知上的偏誤大致可以分成以下幾類：

1.易取性捷思(Availability Heuristic):人們傾向於將容易聯想到的事情誤以為常常發生，無意中高估了此類事件發生的預期機率(Kahneman and Tversky,1973)。

2.代表性捷思(Representativeness Heuristic):人們總是傾向於根據傳統或類似情況對事件加以分類，在評估事件發生的機率時，過度相信歷史會重演，忽視了投資標的本身的特徵，認為大數法則也適用於小樣本(Grether,1980;Kahneman and Tversky,1973; Tversky and Kahneman,1974)。

3.過度自信(Overconfidence):人們自認為掌握了一定的資訊與專業知識，因此面對投資決策時過於相信自己的判斷力(Shefrin and Statman,1994)。

4.規避模糊(Ambiguity Aversion):人們在進行決策時會有一種對不確定性的厭惡，因而傾向於依賴已知的機率分布，避免未知的機率。例如新的金融商品出現時，投資人因對其不甚瞭解，往往會要求過高的風險溢價；一段時間後，人們對該商品有了一定把握時，相應的風險溢價便會降低(Camerer,1995;Ellsberg,1961)。

5.從眾效應：投資人在缺乏自我判斷能力時，容易受到「群體壓力」情緒的影響，出現盲目從眾的非理性行為，在證券市場上尤為常見。

以 Kahneman 為代表的行為財務理論認為，投資人的這些非理性偏誤導致他們經常以經驗或直覺作為決策依據，反映在金融市場上就是投資人經常出現對消息的反應不足或是反應過度。

美國經濟學家 Barberis、Shleifer 和 Vishny 認為，保守性、過度樂觀和代表性捷思均是造成反應不足或反應過度的重要原因。根據心理學家 Griffin 和 Tversky 的研究，人們通常用強度(Strength)和權重(Weight)兩個指標來評價資訊。在證券市場上，強度衡量了消息應當導致股價上升或下降的幅度，權重則衡量了該消息的可靠程度。由於投資人的認知偏誤，他們往往對消息的強度關注有餘，卻對消息的權重重視不足。強度低但權重高的消息出現時，投資者的保守性就會發生作用—低估消息的權重，造成對消息的反應不足。相反地，如果連續出現正面消息或連續出現負面消息，即消息的強度高但權重低時，投資者的代表性捷思發生作用，錯誤地認為某種趨勢已經形成，造成反應過度。以台灣地區歷次之證券交易所稅課稅宣告事件為例，由於媒體關注與報導的頻率及強度過高，導致投資人信心受到影響，致使其影響股票價格及交易數量之強度(Strength)過強。但倘若仔細探究台灣地區歷次證所稅課稅門檻，能符合法令規定之課稅條件與對象有限，投資人實際面臨課稅的影響並不大，故實際消息影響投資人之權重(Weight)並不大。一旦如果連續出現負面消息，即消息的強度高但權重低時，投資者的代表性捷思發生作用，容易造成反應過度。

Daniel、Hirshleifer 和 Subrahmanyam 從過度自信和自我歸因偏誤(Biased Self-attribution)的角度解釋了反應不足與反應過度。其中，過度自信是大多數人的弱點。人們在需要做出綜合判斷時，過度自信程度往往較強，而專家的過度自信程度又高於新手。自我歸因偏誤主要與人們如何修正自己的信念有關。當披露的資訊與投資人的預期一致時，投資人的自信程度會上升；而當消息與預期不一致時，自信下降的程度卻不多。一般來說，人們的過度自信往往會造成反應過度，特別是消息與人們原來預期一致時。然而，如果隨後有一系列的消息顯示當前的股價被高估或低估時，人們就會修正原來的信念，但修正過程較為緩慢，造成價格緩慢地向基本價值趨近。就股票價格的變動而言，便出現了短期反應不足、長期過度反應的現象。

(二) 資本利得稅或證所稅及證交稅對資產交易方式或股票市場影響之相關研究，過往學者曾探討之文獻如下：

1. 閉鎖效果

黃勢璋(2002)曾針對資本利得稅課徵可能引起的資產故意延遲交易導致的閉鎖效應，從資本利得稅與遺產稅的課徵議題探討租稅對土地資源配置的影響，結論發現，在課徵資本利得稅會產生閉鎖效果的情況下，同時考慮遺產稅的加入，對土地資源配置扭曲的效果無法確切得知。

Somer(1948)研究顯示課徵證所稅對於證券市場造成閉鎖效果，並牽制投資人交易資產的信心以及產生助漲助跌效應，其課徵結果不利於市場價格穩定性，同時也影響整體市場資產配置效率。

Holt & Shelton (1962)研究顯示閉鎖效果與資本利得稅率以及股票報酬率三者成正相關關係，並透過模型推論得到以下結論，投資人為規避高額資本利得稅支出且股票報酬率越高時，靠長期持有股票並藉由遺產方式傳承規避資本利得稅的可能性越高，因此閉鎖效果也就越大。

Stiglitz(1983)亦表示課徵資本利得稅不利於證券市場發展，課徵該稅將提高資產所有權轉移成本並降低交易效率形成閉鎖效果，此一市場無效率情形將提高股市波動性，並降低一般投資人於證券市場的投入意願，導致更進一步增加閉鎖效果的效應。

2. 資本利得稅對股票價格之影響研究

楊紹銓(2010)以建立一個稟賦經濟模型，探討資本利得稅在不同政策方式下，對股票價格的動態影響。發透過模擬分析中發現，資本利得稅對股票價格的效果會受到股票股利的隨機性質影響，而未預期到的資本利得稅和預先宣布的資本利得稅對股票價格影響的差異不大。

文獻上對於造成價格反轉的因素有許多分歧的看法，多數研究認為價格反轉是因為過度反應所造成的。然而 George and Hwang(2007)則提出其反轉現象的成因是由於投資人遞延支付資本利得稅賦所造成的理性結果，而無資本利得稅制的國家則無法利用長期反向操作策略來獲取正報酬。賴佳偉(2009)以日本與台灣為研究對象，並參考 George and Hwang(2007)之研究設計以實證探討有無資本利得稅制的國家是否存在價格反轉及其成因，並透過實證結果發現日本與台灣兩個市場利用長期反向操作策略皆可以獲取正報酬，同時利用過度反應假說與資本利得稅假說來進行檢定。發現就日本與台灣兩國，市場過度反應並非是造成價格反轉的主要原因。

3. 資本利得稅對股票波動率之影響研究

薛雅月(2004)以建立證券市場模型的方式探討引入證所稅是否能有效降低市場波動性，並發現證所稅對發行新股以及股利股息發放事件有降低事件影響波動率的效果，然而引入證所稅對於融資交易影響波動率則會產生放大效果。

參、研究方法

研究方法(一)：事件研究法

本研究主要是使用事件研究法，探討宣布稅改政策對於證券市場的衝擊影響，並使用台灣經濟新報資料庫所提供之事件研究法模組，對1988年9月24日郭婉容財長及2012年3月28日劉憶如財長證所稅政策宣告效果，進行事件分析比較，由行為財務學觀點探討投資人之行為對股票市場之影響。

3.1 資料來源及時間參數

本研究採用台灣經濟新報資料庫所提供之台灣每日股市加權指數做為研究資料值，事件日及相關事件如下：

表3-1 台灣1998年至2012年二次稅改事件表

事件	財長	事件名稱	事件日 (t=0)	發生事件
1	郭婉容	1988年證所稅	1988年9月24日	財政部長郭婉容宣布預定開徵證所稅
2	劉憶如	2012年證所稅	2012年3月28日	財政部長劉憶如宣布預定開徵證所稅

註：事件日以t=0表示，而事件期前後t個交易日，分別以-t及+t表示。

3.2 估計期及事件期

以一般日報酬率而言，估計期慣例設定為100天至300天之間，而本研究假設一個月實際交易日約為20天，以一年12個月做為估計期間，故估計期設定為240天，並為提防事件出現提前洩漏訊息產生內線交易，事件日(event window)前十天不列入估計期間，因此估計期(estimation window)為t=-10與t=-250 之間。事件期(post-event window)則以事件日發生後5、20及30天做為事件期進行事件觀察。

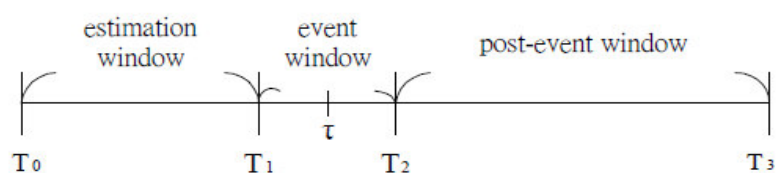


圖3.1 事件研究法之事件窗口及估計期間

3.3 平均異常報酬(AR)及平均累積異常報酬(CAR)之統計模型

異常報酬率的計算方式為實際報酬率減去預期報酬率，而預期報酬率之估計模型，本研究採用的是平均調整法(Constant-mean-return model)，即以預計期間實際大盤平均報酬率作為預期報酬率之基礎。

預期報酬率(R)的計算式為

$$R_t = \mu + \zeta_t$$

$$E(\zeta_t) = 0 \quad \text{var}(\zeta_t) = \sigma_\zeta^2$$

R為大盤在t期間內的報酬率， μ 為大盤於觀察期之平均報酬率， ζ 為不確定報酬、

其預期值為0。

異常報酬率(AR)的計算式為

$$\widehat{AR}_\tau = R_\tau - \hat{\alpha} - \hat{\beta} R_{m\tau}.$$

AR為大盤於t期間內之異常報酬率， R_t 為大盤於t期間內之實際報酬率， R_{mt} 為大盤於t期間內之預期報酬率。

累積異常報酬率(CAR)的計算式為

$$\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \widehat{AR}_{i\tau}.$$

CAR為大盤於t期間內之異常報酬率總和。

研究方法(二)：以台股交易資訊於證所稅事件宣告日前後一年之資料值作為兩獨立母體進行推論檢定

檢定項目一：市場交易資訊之變化—台股大盤之(1)指數、(2)成交張數、(3)成交量及(4)周轉率於事件日前後一年之平均值變化

H_0 ：台股大盤於證所稅宣告事件前後無明顯變化

H_1 ：台股大盤於證所稅宣告事件前後有顯著差別

檢定項目二：市場三大法人交易結構之變化—以台股三大法人於事件日前後一年佔市場交易比重之資料值作為兩獨立母體進行推論檢定。

H_0 ：台股三大法人於事件前後佔市場交易比重無明顯變化

H_1 ：台股三大法人於事件前後佔市場交易比重有顯著差別

以 $\alpha=0.1$ 檢定台股大盤於事件前後是否呈現顯著變化。

$\alpha=0.1 \quad Z_{\alpha/2} = Z_{0.05}=1.645$

$$|Z| = \frac{|\bar{X}_1 - \bar{X}_2|}{\sqrt{\frac{\sigma_1^2}{n_1} - \frac{\sigma_2^2}{n_2}}}$$

當 Z 值大於 1.645，拒絕 H_0

當 Z 值小於 1.645，接受 H_0

肆、台灣地區證所稅改革事件對股票市場之實證結果

(一) 事件研究法：二次證所稅資本利得稅改事件宣告效果對股票市場影響

本研究針對 1988 年 9 月 24 日郭婉容財長、2012 年 3 月 28 日劉憶如財長之證所稅二次稅改事件(詳附表 4-1 台灣地區證券資本利得稅課徵沿革及表 4-2 1988 年及 2012 年台灣地區證所稅課徵方案比較)，進行事件研究法實證分析，並得到以下事件實證結果：

表 4-1 台灣地區證券資本利得稅課徵沿革

證券資本利得稅課徵沿革				
開徵時間	1974年	1989年	2006年	2012年3月
財長	 李國鼎	 郭婉容	 林全	 劉憶如
證所稅	個人	課稅：長期持有(一年以上)者，及出售證券金額30萬元或所得額3萬元以下免稅	課稅：持有達一年以上者減半課稅；出售金額1,000萬元以下免稅	未上櫃股票增益納入最低稅負課徵20%所得稅
	企業	課稅	股票收益全數納入最低稅負課徵10%所得稅	成立財政健全小組，資本利得課稅被列為第一優先改革檢討案
執行情況	因稽徵困難，一年後停徵	因人頭戶盛行，所得計算困難，一年後停徵；改以將證券交易稅率自千分之三調高至千分之六取代	迄今，每年稅收約200億元	預定4月底、5月初提出改革方案

註：證券交易稅原為千分之三，於 1988 年底改為千分之 1.5 後因稽徵困難又於 1989 年底改為千分之六，並於 1993 年再次降為千分之三至今維持不變。

資料來源：經濟日報

表 4-2 1988 年及 2012 年台灣地區證所稅課徵方案比較

年度	1988 年	2012 年(行政院版)
證所稅稅率	併入綜合所得	分開計稅 20%
證交稅稅率	由千分之 3 降為千分之 1.5	維持千分之 3
課徵標的	上市及未上市股票	● 上市、上(興)櫃股票 ● 未上市(櫃)股票 ● 私募基金受益憑證 ● 境內期交所交易之期貨及選擇權
免稅額與盈虧互抵	● 出售 77 年以前取得之上市股票(包括融券)，其交易所得均免徵 ● 出售上市股票總額未達 1,000 萬元者免徵 ● 損失可抵減財產交易所得 3 年	● 不論何時取的均納入課稅範圍 ● 資本利得未達 400 萬元者免徵 ● 損失可抵減財產交易所得 3 年
長期持有優惠	滿一年，交易所得減半課稅	滿 3 年，交易所得減半課稅
課徵方式	併入綜合所得申報	分開計稅，合併申報

資料來源：券商公會

4.1 1988年9月24日郭婉容財長復徵證所稅事件宣告效果之平均累積異常報酬率

就二次稅改事件的宣告事件影響程度來觀察，可發現以 1988 年郭婉容財長宣布課徵證所稅衝擊最大。1988 年 9 月 24 日郭婉容財長決策宣布後隨即造成台灣股市當月連續無量跌停 19 天，台灣加權綜合股價指數因而由事件宣布日之 8790 點，事件後 20 日跌至 5615 點，暴跌 3175 點，跌幅高達 36.1%，10 日成交均量居然下跌了 94.4%，顯見當時投資人情緒之非理性程度，呈現一種反應過度的明顯案例。根據心理學家 Griffin 和 Tversky 的研究，人們通常用強度(Strength)和權重(Weight)兩個指標來評價資訊。在證券市場上，強度衡量了消息應當導致股價上升或下降的幅度，權重則衡量了該消息的可靠程度。由於投資人的認知偏誤，他們往往對消息的強度關注有餘，卻對消息的權重重視不足。由於 1988 年郭婉容證所稅事件，連續 19 天無量跌停的負面消息，造成市場投資人之「從眾效應」，投資人在缺乏自我判斷能力時，容易受到「群體壓力」情緒的影響，出現盲目從眾的非理性行為。即使「課徵證所稅」引發社會關注此消息的强度高但權重低時，惟投資者的「代表性捷思」發生作用，錯誤地認為某種趨勢已經形成，造成反應過度。而事件當時財政主管機關在各方壓力下宣布各項穩定及安定股市措施失敗後，最終只能宣布證所稅取消復徵，此次事件方得平息。

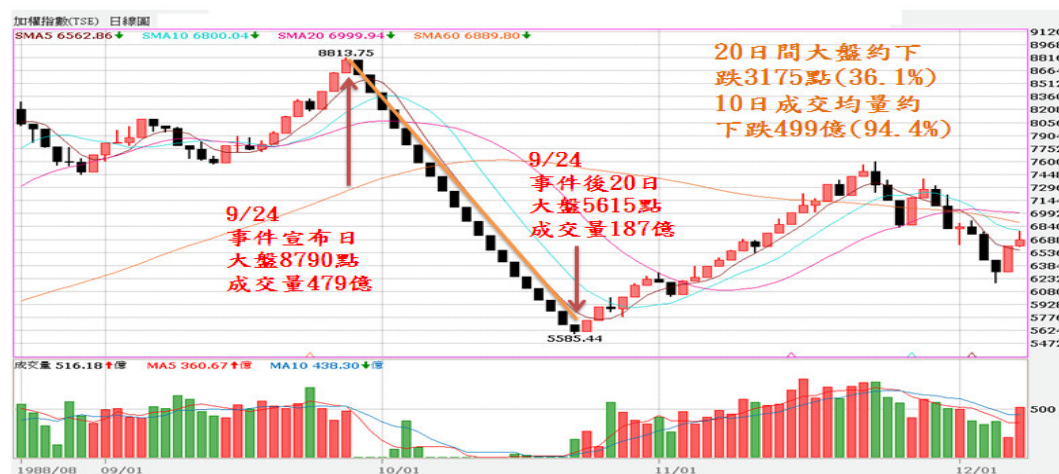


圖 4.1 1988 年 9 月台灣地區財政部長郭婉容課徵證所稅事件股價走勢圖

(1)事件期 5 日：由事件研究法顯示宣布復徵證所稅後的 5 個交易日，台股大盤加權指數平均累積異常報酬率(CAR)最高為 -6.94%。

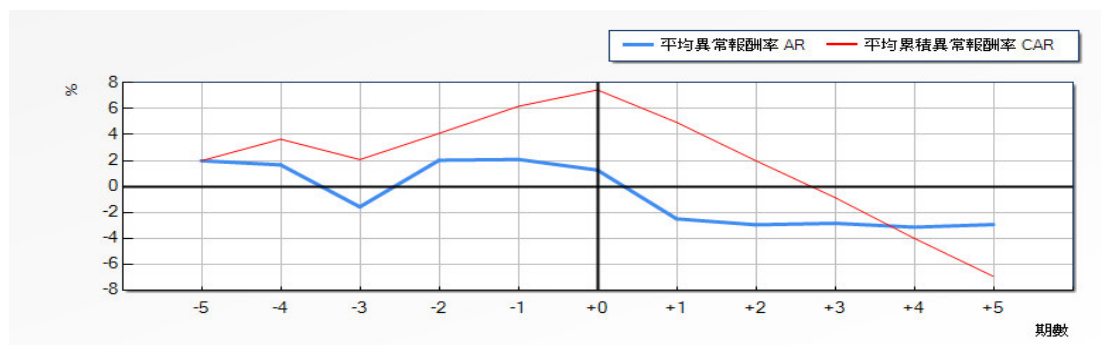


圖 4.2 1988 年證所稅稅改事件 5 日平均異常報酬率(AR)及平均累積異常報酬率(CAR)

(2)事件期 20 日及 30 日：由事件研究法顯示宣布復徵證所稅後的 20 個交易日，台股大盤加權指數平均累積異常報酬率(CAR)最高為 -48.8%。30 個交易日平均累積異常報酬率更高達-51.66%。

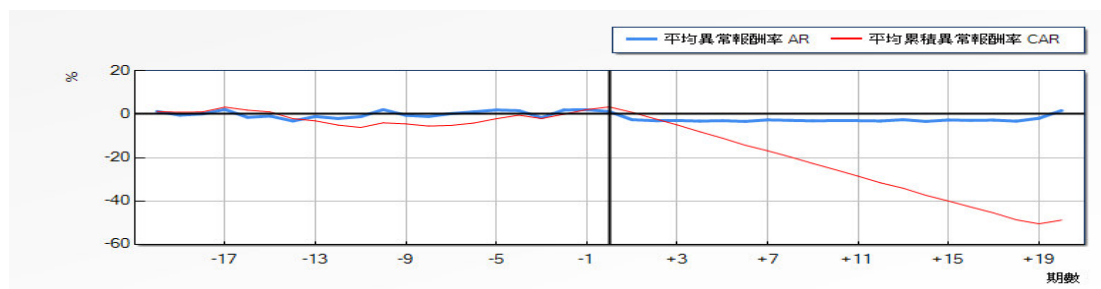


圖 4.3 1988 年證所稅稅改事件 20 日平均異常報酬率(AR)及平均累積異常報酬率(CAR)

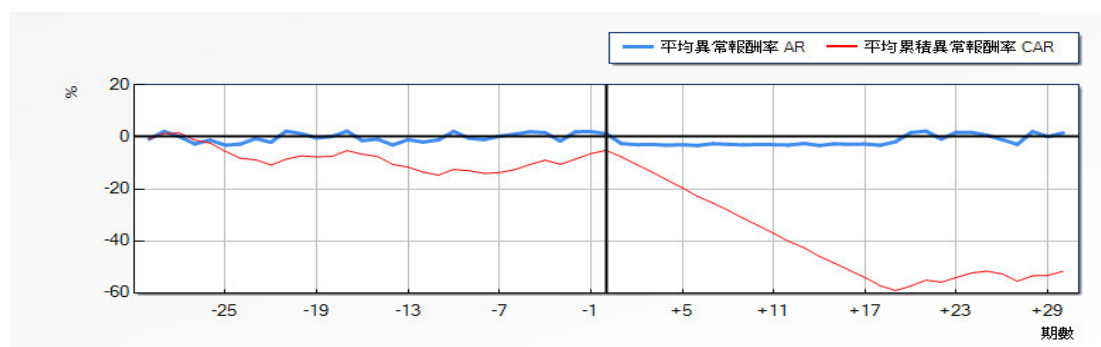


圖4.4 1988年證所稅稅改事件30日平均異常報酬率(AR)及平均累積異常報酬率(CAR)

4.2 2012年3月28日劉憶如財長課徵證所稅事件宣告效果之平均累積異常報酬率(CAR)

台灣地區 2012 年 3 月劉憶如財長甫於上任初期，即為實現資本市場稅賦公平正義之主張，於 2012 年 3 月 28 日提出復徵證所稅之宣告，並隨即引發股市中股民不安的情緒，對台灣地區股票市場造成一定程度的影響。自 2012 年 3 月 28 日事件宣告之後，台股指數由宣告時 8038.07 點，20 日間下跌至 7563 點，20 日內跌幅約 5.9%，10 日成交均量約下跌 16.3%。



圖 4.5 2012 年 3 月台灣地區財政部長劉憶如課徵證所稅事件股價走勢圖

- (1)事件期 5 日：由事件研究法可得知，於 2012 年 3 月 28 日劉憶如部長宣布希望復徵證所稅之前，台股大盤加權指數平均累積異常報酬率介於 0-1%之間，然而於 3 月 28 日宣布希望復徵證所稅之後，台股大盤加權指數 5 日平均累計異常報酬率 CAR 為 -4.02%，顯示復徵證所稅的消息明顯對股市投資人信心產生衝擊，進而導致台股大盤加權指數下滑。

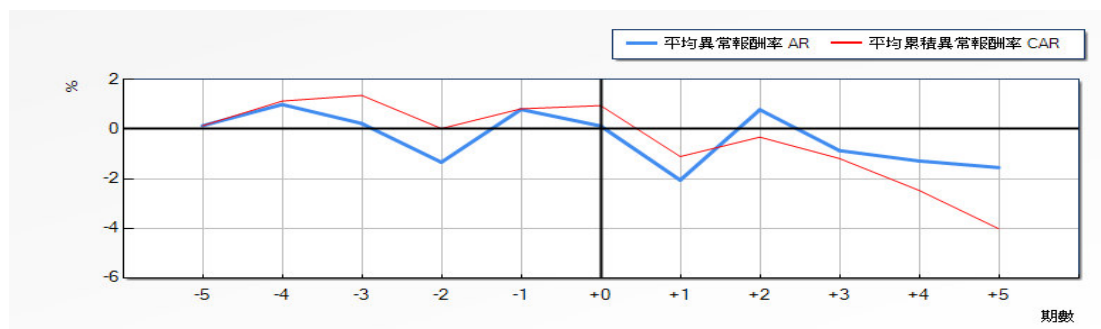


圖 4.6 2012 年證所稅稅改事件 5 日平均異常報酬率(AR)及平均累積異常報酬率(CAR)

- (2)事件期 20 日及 30 日：由事件研究法顯示宣布復徵證所稅後的 20 個交易日，台股大盤加權指數平均累積異常報酬率(CAR)最高為 -7.36%，以 30 個交易日做為事件研究期，台股大盤加權指數平均累積異常報酬率(CAR)最高為

-5.31%，顯示證所稅議題對股市信心造成中長期且顯著的影響。惟值得注意的是，30 日 CAR 之跌幅已小於 20 日 CAR 之跌幅，顯示本次事件宣告之效果，投資人對訊息的反應已較為趨緩。

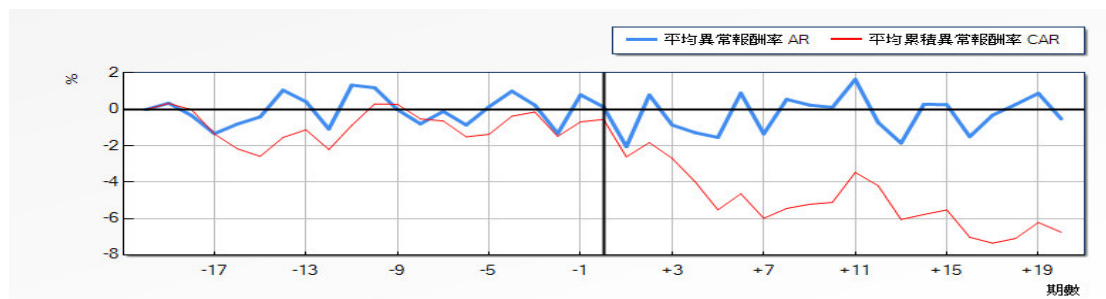


圖 4.7 2012 年證所稅稅改事件 20 日平均異常報酬率(AR)及平均累積異常報酬率(CAR)

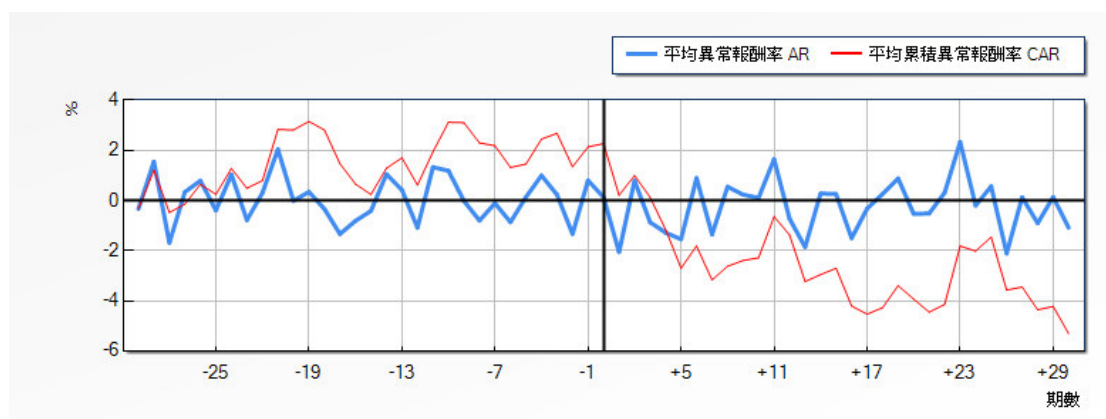


圖 4.8 2012 年證所稅稅改事件 30 日平均異常報酬率(AR)及平均累積異常報酬率(CAR)

研究方法(二): 台灣2012年3月證所稅事件宣告後前後一年之股票市場交易資訊影響之檢定

1.市場交易資訊之變化—台股大盤之(1)指數、(2)成交張數、(3)成交量及(4)周轉率於事件日前後一年之平均值變化

兩期變化情形說明：由台灣地區 2012 年 3 月 28 日證所稅宣告前後一年台股市場交易資訊變化(詳附件表 1-4 敘述統計資料)，台股在 2012 年 3 月 28 日證所稅宣告前一年(2011.3.28~2012.3.28)，台股大盤平均點數為 7933 點，平均成交量為 1050 億元；在而證所稅宣告後一年(2012.3.29~2013.3.29)，台股大盤平均點數為 7507 點，平均成交量為 757 億元。兩期比較平均指數減少 5.37%，成交量減少為 27.9%。



圖 4.9 2012 年 3 月 28 日證所稅宣告前後一年台股市場交易資訊變化

檢定項目一：市場交易資訊之變化—台股大盤之(1)指數、(2)成交張數、(3)成交量及(4)周轉率於事件日前後一年之平均值變化

H_0 ：台股大盤於事件前後無明顯變化

H_1 ：台股大盤於事件前後有顯著差別

以 $\alpha=0.01$ 檢定台股大盤於事件前後是否呈現顯著變化。

$$\alpha=0.01 \quad Z_{\alpha/2} = Z_{0.005}=2.576$$

$$|Z| = \frac{|\bar{X}_1 - \bar{X}_2|}{\sqrt{\frac{\sigma_1^2}{n_1} - \frac{\sigma_2^2}{n_2}}}$$

當 Z 值大於 2.576，拒絕 H_0

當 Z 值小於 2.576，接受 H_0

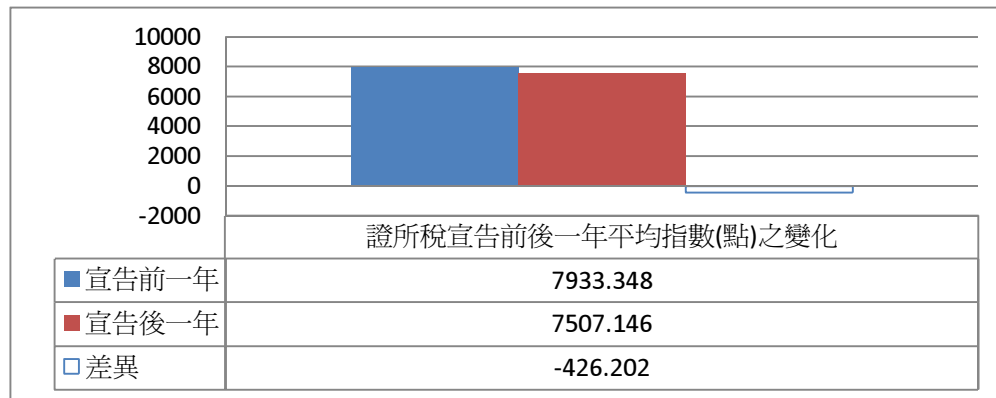
實證檢定結果：

說明：由表 4-3 台股大盤於事件日前後平均值變化檢定結果，以 99%信賴區間進行檢定，台股大盤之指數、成交張數、成交量及周轉率於事件日前後一年之平均值變化均達顯著結果，僅報酬率部份無顯著影響。

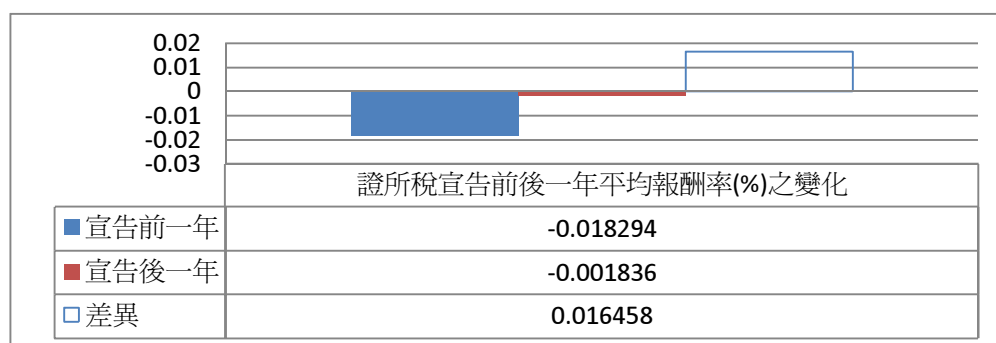
表 4-3 台股大盤於事件日前後平均值變化檢定結果

	指數	報酬率(%)	成交張(千股)	成交量(億)	周轉率(%)
事件前平均值	7933.348	-0.018294	3732985	1050	0.422605
事件後平均值	7507.146	-0.001836	3056470	757.27	0.313101
平均差異數	-426.202	0.016458	-676515	-292.73	-0.1095
平均值變化幅度	-5.37%	-89.96%	-18.12%	-27.88%	-25.91%
Z-value	8.80619	0.15898	9.89427	14.95234	12.89202
P-value	<1% ***	>10%	<1% ***	<1% ***	<1% ***

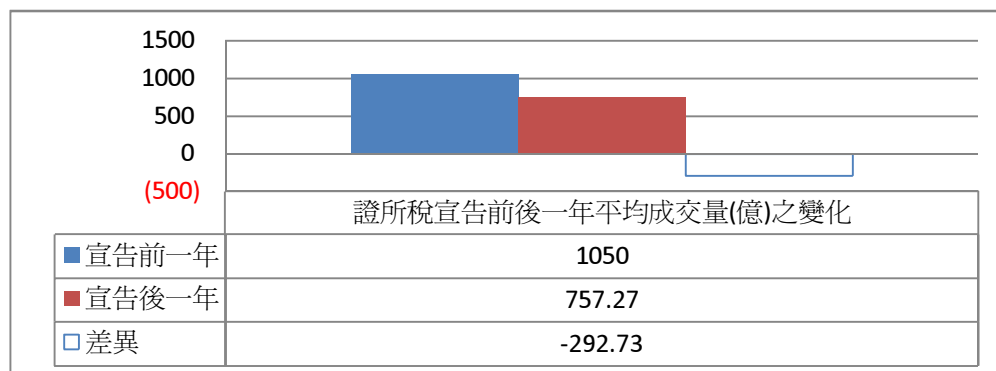
(1).對台股大盤指數影響之波動程度：於宣告日前後一年指數平均值波幅為 -5.37%，事件日前後一年之平均值變化達顯著結果，顯示本次 2012 年 3 月劉憶如證所稅事件對台股大盤之指數波動程度具負向影響程度。



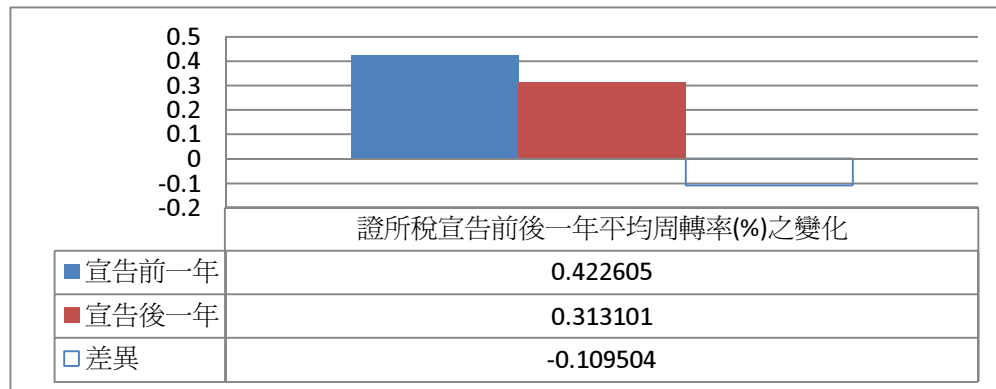
(2).對台股大盤之指數報酬率波動程度：由於影響台股報酬率因素甚多，本次 2012 年 3 月劉憶如證所稅事件宣告，以前後一年台股大盤之指數報酬率波動影響檢定結果來看，未具顯著影響程度。



(3).對台股大盤之平均成交量波動程度：於 2012 年 3 月 28 日宣告日前一年成交量平均值為 1050 億，宣告日後一年之成交量平均值降為 757 億，波幅達 -27.88%。由檢定結果顯示，本次 2012 年 3 月劉憶如證所稅事件對台股大盤之平均成交量動能呈現負向且達 P 值為 0.01 以上之顯著影響程度，由此可知本次證所稅事件確實使台灣股票市場投資人之行為改變，產生量能「閉鎖效應」。



(4).對台股大盤之平均週轉率波動程度：於 2012 年 3 月 28 日宣告日前一年週轉率平均值為 0.42，宣告日後一年之週轉率平均值降為 0.31，波幅達-25.91%。由檢定結果顯示，本次 2012 年 3 月劉憶如證所稅事件對台股大盤之平均週轉率呈現負向且達 P 值為 0.01 以上之顯著影響程度，由此可知本次證所稅事件確實使台灣股票市場投資人之行為改變，整體交易週轉次數降低，股票交易頻率減少，顯示市場結構可能產生改變，市場週轉活動程度下降。



檢定項目二：市場三大法人交易結構之變化—以台股三大法人於事件日前後一年佔市場交易比重之資料值作為兩獨立母體進行推論檢定。

說明：市場結構之變化-三大法人佔市場交易量之比重

鑑於本次 2012 年 3 月劉憶如證所稅事件對台股大盤之平均週轉率呈現負向且達 P 值為 0.01 以上之顯著影響程度，由此可知本次證所稅事件確實使台灣股票市場投資人之行為改變，顯示市場結構可能產生改變，故透過檢定市場三大法人交易資訊來研判市場交易結構的變化。

H_0 ：台股三大法人於事件前後佔市場交易比重無明顯變化

H_1 ：台股三大法人於事件前後佔市場交易比重有顯著差別

以 $\alpha=0.1$ 檢定台股大盤於事件前後是否呈現顯著變化。

$$\alpha=0.1 \quad Z_{\alpha/2} = Z_{0.05}=1.645$$

$$|Z| = \frac{|\bar{X}_1 - \bar{X}_2|}{\sqrt{\frac{\sigma_1^2}{n_1} - \frac{\sigma_2^2}{n_2}}}$$

當 Z 值大於 1.645，拒絕 H_0

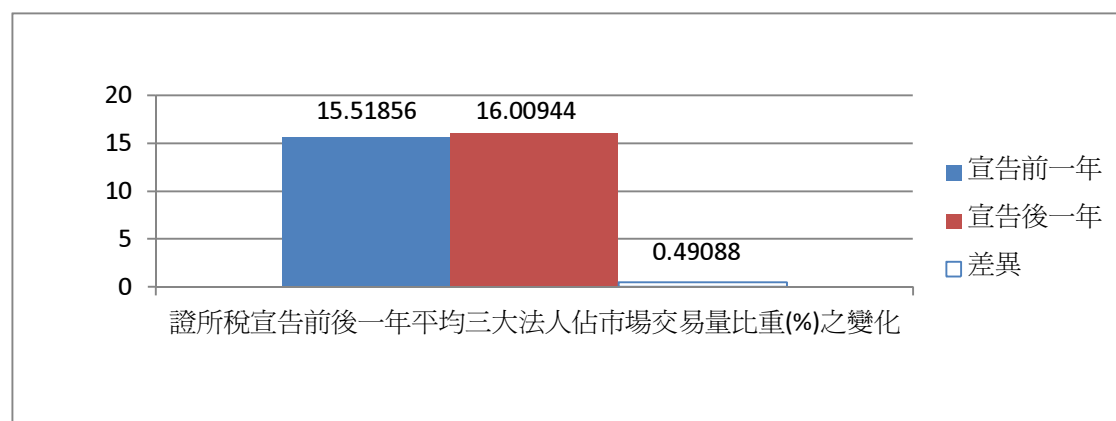
當 Z 值小於 1.645，接受 H_0

表 4-4 台股三大法人於事件日前後佔市場交易比重平均值變化檢定結果

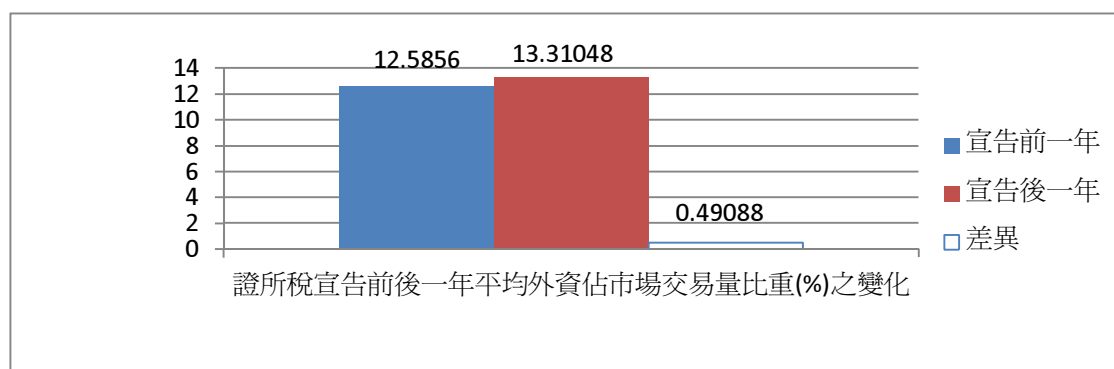
	三大法人(%)	外資(%)	自營商(%)	投信(%)
事件前平均值	15.51856	12.58560	1.47064	1.46264
事件後平均值	16.00944	13.31048	1.47800	1.22072
平均差異數	0.49088	0.72488	0.00736	-0.24192
平均值變化幅度	3.16%	5.76%	0.50%	-16.54%
Z-value	1.69719	2.46179	0.23105	8.82861
P-value	<10% *	<5% **	>10%	<1% ***

由表可證，以 90%信賴區間進行檢定結果，三大法人、外資及投信於事件日前後一年佔市場交易比重之平均值變化均達顯著結果，僅自營商部份無顯著影響。

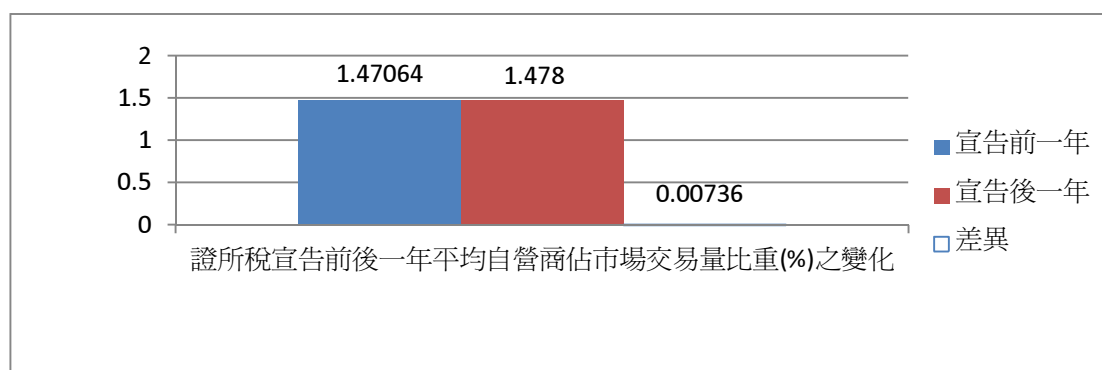
(1)台灣地區平均三大法人佔市場交易量之比重：證所稅宣告前後一年，由原 15.52%上升至 16.01%，成長幅度 3.16%，顯示此期間三大法人影響市場能力增溫。由檢定結果顯示三大法人佔市場交易比重之平均值變化顯著，顯示市場交易結構微幅調整。



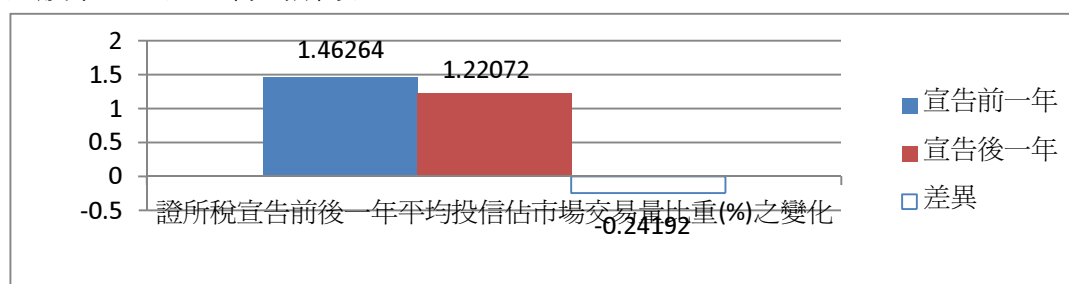
(2).外資部份：證所稅宣告前後一年，台灣地區股票市場三大法人投資比重中，主以外資居重要領導性質，佔市場交易量之比重由原 12.58%上升至 13.31%，成長幅度達 5.76%，與此期間三大法人增幅相當，顯示此期間由外資主導三大法人市場成交量比重之增減，檢定結果達顯著性。



(3).自營商部份：證所稅宣告前後一年，台灣地區股票市場三大法人之自營商部位，僅佔市場交易量之比重為 1.47%，雖微幅增長至 0.5%，但相對不具重要性，檢定結果未達顯著性。



(4).投信部份：值得注意的是，證所稅宣告前後一年台灣地區股票市場三大法人之中，與國內散戶投資相關性高之另一項指標－投信佔交易量之比重，由原 1.46% 下降至 1.22%，減幅高達 16.54%，顯示本次證所稅事件前後一年，投信佔交易量之比重呈現負向影響狀況，且達 P 值為 0.01 以上之顯著影響程度。除投信業投資操作之市場因素外，另一主要因素可視為於此期間散戶或中實戶贖回股票型基金之行為所致。



伍、結論與建議

(一)、由行為財務學觀點探討台灣地區1988年及2012年二次證所稅稅改事件宣告效果之比較

以台灣地區二次證所稅稅改事件為例，以 1988 年郭婉容事件產生之非理性預期之過度反應影響程度最大。由稅改事件宣告日後之 5 日及 20 日、30 日之平均累積異常報酬率(CAR)於單一事件日 P 值(P-Value)來觀察，可發現在事件期 5 日觀察區間，1988 年證所稅事件於宣告日當日($t=0$)達 0.1 顯著水準；在事件期 20 日及 30 日觀察區間，1988 年證所稅事件則於相對天數中達到較高具 0.01 顯著水準的解釋能力，顯示市場投資人對 1988 年郭婉容財長證所稅事件，偏離其預期值（認為政府應該不會課徵證所稅）的程度較大且未有充分的信息做判斷，故反應程度較為劇烈，易形成市場資訊過度反應的情形，產生不符合理性預期理論的情形。

表 5.1 台灣地區二次證所稅稅改事件之事件宣告效果

事件	財長	事件名稱	事件日 ($t=0$)	第5日 CAR%	第20日 CAR%	第30日 CAR%	P-VALUE達顯著值者 (註)
1	郭婉容	1988年 證所稅	1988年9月 24日	-6.9421	-48.8023	-51.659	5日達P值0.1、20日及30日達P值0.01之顯著水準
2	劉憶如	2012年 證所稅	2012年3月 28日	-4.0184	-6.7566	-5.3148	未達顯著水準

(註)詳附件、表 1-1~表 1-3 :台灣地區二次證所稅事件宣告效果之 5 日、20 日、30 日平均累積異常報酬率(CAR)及 P 值(P-Value)

以二次證所稅稅改事件研究法研究結果與當時立法及宣告時空背景進行討論，1988 年郭婉容財長課徵證所稅之措施，逕行於 1988 年 9 月 24 日(中秋節前夕)召開記者會，宣布自 1989 年 1 月起，復徵證券交易所得稅（證所稅）。由於市場投資人對此決策模式在於期望範圍之外（離群值 Outlier），且其宣布自 1989 年 1 月起復徵證所稅，投資人對其行為模式無法掌握，且以其宣布之 1988 年 9 月至預計適用日 1989 年 1 月反應期間過短，再加上第一次 1974 年李國鼎財長原計施行之證所稅事件因稽徵成本過高，或稽徵方式困難與決策模式未盡完善等因素，對當時社會造成相當大的稅制衝擊，因此，1988 年 9 月 24 日決策宣布後隨即造成台灣股市當月連續無量跌停 19 天，可謂相當顯著之黑天鵝效應。

黑天鵝理論(The Black Swan)由財經作家泰力布 (Nassim Nicholas Taleb) 2007 年提出後才廣為流行。該理論源自西方世界過去普遍相信天鵝都是白色的，一直到歐洲探險家在澳洲發現黑天鵝才改觀。所謂「黑天鵝」，是指極不可能發生，實際上卻又發生的事件。主要具有三大特性：第一、這個事件是個離群值 (outlier)，因為它出現在一般的期望範圍之外，過去的經驗讓人不相信其

出現的可能性。第二、它會帶來極大的衝擊。第三、儘管事件處於離群值，一旦發生後，人會因為天性使然而作出某種解釋，讓這事件成為可解釋或可預測。

(1)、行為財務學觀點之解釋

以二次證所稅稅改事件之宣告效果的結果，以 1988 年郭婉容事件產生之非理性預期之過度反應影響程度最大。由稅改事件宣告日後之 5 日及 20 日、30 日之平均累積異常報酬率(CAR)於單一事件日 P 值(P-Value)來觀察，可發現在事件期 5 日觀察區間，1988 年證所稅事件於宣告日當日($t=0$)達 0.1 顯著水準；在事件期 20 日及 30 日觀察區間，1988 年證所稅事件則於相對天數中達到較高具 0.01 顯著水準的解釋能力，顯示市場投資人對 1988 年郭婉容財長證所稅事件，偏離其預期值（即認為政府應該不會課徵證所稅）的程度較大且未有充分的信息做判斷，故反應程度較為劇烈，易形成市場資訊過度反應的情形，產生不符合理性預期理論的情形。

而 2012 年劉憶如事件之解釋上，在 2012 年 3 月 28 日劉憶如部長宣布希望復徵證所稅之前，台股大盤加權指數平均累積異常報酬率介於 0-1% 之間，然而於 3 月 28 日宣布希望復徵證所稅之後，台股大盤加權指數 5 日平均累計異常報酬率 CAR 為 -4.02%，顯示復徵證所稅的消息明顯對股市投資人信心產生衝擊，進而導致台股大盤加權指數下滑。

由於行為財務學理論假設之一是人類是有限理性的，即人們在決策時存在著許多理性之外的情緒，如保守或衝動等。故就兩者之證所稅宣告效果及因此就宣告當日及宣告後 5 日之平均累計異常報酬率(CAR)之波動來看，就心理學的角度觀察，證所稅事件在人們在認知上的偏誤大致可以分成以下幾類：

1. **代表性捷思(Representativeness Heuristic)**: 人們總是傾向於根據傳統或類似情況對事件加以分類，在評估事件發生的機率時，過度相信歷史會重演，忽視了投資標的本身的特徵，認為大數法則也適用於小樣本 (Grether, 1980; Kahneman and Tversky, 1973; Tversky and Kahneman, 1974)。
2. **從眾效應**: 投資人在缺乏自我判斷能力時，容易受到「群體壓力」情緒的影響，出現盲目從眾的非理性行為。
3. **規避模糊(Ambiguity Aversion)**: 人們在進行決策時會有一種對不確定性的厭惡，因而傾向於依賴已知的機率分布，避免未知的機率。例如新的金融商品出現時，投資人因對其不甚瞭解，往往會要求過高的風險溢價；一段時間後，人們對該商品有了一定把握時，相應的風險溢價便會降低 (Camerer, 1995; Ellsberg, 1961)。

由於過往證所稅開徵事件，如李國鼎事件、郭婉容事件等因素，皆造成當時股票市場波動程度劇烈，以 1988 年郭婉容證所稅事件為例，連續 19 天無量跌停的負面消息，造成市場投資人之「從眾效應」，投資人在缺乏自我判斷能力時，容易受到「群體壓力」情緒的影響，出現盲目從眾的非理性行為。即使「課徵證所稅」引發社會關注此消息的強度高但權重低時，即證所稅訊息由於受媒

體及投資人關注之強度大，致使對股價影響強度高，惟仔細探討政府之課稅條件，實際會受到課稅影響的投資人權重及比率並不大，惟投資者的「代表性捷思」發生作用，錯誤地認為某種趨勢已經形成，造成反應過度。

故在 2012 年劉憶如證所稅事件宣告時，市場上投資人亦容易受到 1988 年郭婉容事件「代表性捷思」對股市造成之影響，而在第一階段（2012 年 3 月 28 日事件宣告日至 2012 年 7 月 25 日立法院通過日），因為報章媒體不斷的報導下發生「從眾效應」，使得台股原指數為 8038 點，原成交量為 873 億，4 個月間大盤下跌約 1059 點（下跌 13.2%），10 日成交均量約下跌 301 億（下跌 33.1%）。若不考慮其他因素下，此期間因證所稅事件，各方爭辯不休，立院黨團、各民間機構提出各式稅改方案與辯證，反使投資人感到不確定性因素提高，不確定恐慌因素提高，「閉鎖效應」更加明顯，反倒深化課稅因素對股票市場波動率之負面影響。

若由第二階段（2012 年 7 月 25 日立法日至 2013 年 1 月 1 日實施日）之市場交易訊息來判讀，反倒是 2012 年 7 月 25 日立法院三讀通過日，因不確定證所稅課稅內容確定，投資人非理性預期之程度降低，在行為財務學「規避模糊 (Ambiguity Aversion)」之心理下，台股在不考慮其他因素下，指數原在 2012 年 7 月 25 日已降為 6979 點，成交量已降至 686 億，至 2013 年 1 月 1 日正式實施日起，大盤指數反而提升至 7779 點，成交量增溫至 790 億，兩者比較日期指數上升 11.5%，成交量回升 15.2%。顯示證所稅施政內容的明確性，反而可降低課稅因素對股票市場波動率之負面影響。

(2)、以理性預期理論觀點之解釋

在理性預期理論 (Rational Expectations) 下，人們在理性的情況下，針對某個經濟現象（例如市場價格）進行的預期。他們會最大限度的充分利用所得到的信息來作出行動而不會犯系統性的錯誤。

由稅改事件宣告日後之 5 日及 20 日、30 日之平均累積異常報酬率(CAR)於單一事件日 P 值(P-Value)來觀察，可發現在事件期 5 日觀察區間，1988 年證所稅事件於宣告日當日(t=0)達 0.1 顯著水準；在事件期 20 日及 30 日觀察區間，1988 年證所稅事件則於相對天數中達到較高具 0.01 顯著水準的解釋能力，顯示市場投資人對 1988 年郭婉容財長證所稅事件，偏離其預期值（認為政府應該不會課徵證所稅）的程度較大且未有充分的信息做判斷，故反應程度較為劇烈，易形成市場資訊過度反應的情形，產生不符合理性預期理論的情形。

而在本次 2012 年 3 月 28 日劉憶如部長宣布希望復徵證所稅事件，雖亦對市場造成一定的衝擊，由於之前已有 1988 年郭婉容財長證所稅事件之經驗值影響，雖於宣告後 5 日平均累計異常報酬率 CAR 為 -4.02%，惟值得注意的是，30 日 CAR 最高為 -5.31%之跌幅已小於 20 日 CAR 最高為 -7.36%之跌幅，顯示本次事件宣告之效果，投資人對訊息的反應已較為趨緩。而由稅改事件宣告日後之 5 日及 20 日、30 日之平均累積異常報酬率(CAR)於單一事件日 P 值(P-Value)來觀察，亦未達顯著效果，顯示證所稅事件對報酬率之影響程度已大

幅降低，顯示在理性預期理論（Rational Expectations）下，人們在理性的情況下，針對某個經濟現象（例如市場價格）進行的預期。他們會最大限度的充分利用所得到的信息來作出行動而不會犯系統性的錯誤。

（二）資本利得稅或證所稅及證交稅對資產交易方式或股票市場影響之相關研究：

以監察院於 2013 年 4 月 16 日所提出之調查報告，針對證所稅影響股市資金流動情形的研究中指出，101 年 1-3 月證所稅發酵前，股市大戶成交金額占日成交值之比率約為 7.71%，至 101 年 10-12 月間證所稅定案期，已降至 5.89%。而台灣居民對外證券投資淨流出之金額，於 101 年 1-3 月約為 63.6 億美元，隨著證所稅之紛擾影響，流出金額不斷擴大，至 101 年 12 月底已累計流出 453.6 億美元，可視為台股成交量流失動能之出處可能。

表 5-2 證所稅影響股市資金流動情形

證所稅影響股市資金流動情形			
		股市大戶 成交金額 占日成交 值的比率	居民對外 證券投資 淨流出
101年1-3月	證所稅發酵前	7.71%	63.6億美元
101年4-6月	證所稅發酵期	5.11%	82.1 億美元
101年7-9月	證所稅紛擾期	5.86%	172.1 億美元
101年10-12月	證所稅定案期	5.89%	135.8 億美元
製表：唐筱恬		資料來源：監察院調查報告	

1.證所稅事件對市場交易行為之影響程度—台股大盤之(1)指數、(2)成交張數、(3)成交量及(4)周轉率於事件日前後一年之平均值變化

說明：由表 4-3 台股大盤於事件日前後平均值變化檢定結果，以 99%信賴區間進行檢定，台股大盤之指數、成交張數、成交量及周轉率於事件日前後一年之平均值變化均達顯著結果，僅報酬率部份無顯著影響。

(1).對台股大盤指數影響之波動程度：於宣告日前後一年指數平均值波幅為 -5.37%，事件日前後一年之平均值變化達顯著結果，顯示本次 2012 年 3 月劉憶如證所稅事件對台股大盤之指數波動程度具負向影響程度。

(2).對台股大盤之指數報酬率波動程度：由於影響台股報酬率因素甚多，本次 2012 年 3 月劉憶如證所稅事件宣告，以前後一年台股大盤之指數報酬率波動影

響檢定結果來看，未具顯著影響程度。

(3).對台股大盤之平均成交量波動程度：於 2012 年 3 月 28 日宣告日前一年成交量平均值為 1050 億，宣告日後一年之成交量平均值降為 757 億，波幅達-27.88%。由檢定結果顯示，本次 2012 年 3 月劉憶如證所稅事件對台股大盤之平均成交量動能呈現負向且達 P 值為 0.01 以上之顯著影響程度，由此可知本次證所稅事件確實使台灣股票市場投資人之行為改變，產生量能「閉鎖效應」。

(4).對台股大盤之平均週轉率波動程度：於 2012 年 3 月 28 日宣告日前一年週轉率平均值為 0.42，宣告日後一年之週轉率平均值降為 0.31，波幅達-25.91%。由檢定結果顯示，本次 2012 年 3 月劉憶如證所稅事件對台股大盤之平均週轉率呈現負向且達 P 值為 0.01 以上之顯著影響程度，由此可知本次證所稅事件確實使台灣股票市場投資人之行為改變，整體交易週轉次數降低，股票交易頻率減少，顯示市場交易習慣及結構可能產生改變，市場週轉活動程度下降。

整體而言，平均成交量降低之量能閉鎖效應，將不利於股票發行面籌資行為外，在股票之流通交易面部份，投資人交易頻率及量能降低，將嚴重影響證券業從業人員及相關機構發展生態，並嚴重影響台灣股票市場之活絡發展。

2.市場三大法人交易結構之變化—以台股三大法人於事件日前後一年佔市場交易比重之資料值進行研究

(1)台灣地區平均三大法人佔市場交易量之比重：證所稅宣告前後一年，由原 15.52%上升至 16.01%，成長幅度 3.16%，顯示此期間三大法人影響市場能力增溫。由檢定結果顯示三大法人佔市場交易比重之平均值變化顯著，顯示市場交易結構微幅調整。

(2).外資部份：證所稅宣告前後一年，台灣地區股票市場三大法人投資比重中，主以外資居重要領導性質，佔市場交易量之比重由原 12.58%上升至 13.31%，成長幅度達 5.76%，與此期間三大法人增幅相當，顯示此期間由外資主導三大法人市場成交量比重之增減，檢定結果達顯著性。

(3).自營商部份：證所稅宣告前後一年，台灣地區股票市場三大法人之自營商部位，僅佔市場交易量之比重為 1.47%，雖微幅增長至 0.5%，但相對不具重要性，檢定結果未達顯著性。

(4).投信部份：值得注意的是，證所稅宣告前後一年台灣地區股票市場三大法人之中，與國內散戶投資相關性高之另一項指標—投信佔交易量之比重，由原 1.46%下降至 1.22%，減幅高達 16.54%，顯示本次證所稅事件前後一年，投信

佔交易量之比重呈現負向影響狀況，且達 P 值為 0.01 以上之顯著影響程度。除投信業投資操作之市場因素外，另一主要因素可視為於此期間散戶或中實戶贖回股票型基金之行爲所致。

綜合前述研究於此期間台股週轉率變化幅度降幅達 25.91% 的研究結果，顯示本次證所稅改革事件雖主張對散戶及中實戶的課稅影響程度不大，課稅對象以法人或市場大戶為主。惟因設有台股 8500 點課稅門檻之天險及量能閉鎖效應的影響，反倒對習慣交易頻率較高之散戶及中實戶之投資信心及交易偏好的影響較大，致使台灣股票市場結構產生調整。

（三）研究建議

課徵資本利得稅(或證券交易所稅)雖基於租稅公平理念，有所得便應課稅的原則，惟其卻也牽涉到政府稅務行政與資本市場發展等重要因素，同時影響投資人(課稅主體)之行爲模式，因此資本利得稅制(或證券交易所稅制)的決策過程，關係著政府租稅收入和證券市場的發展與國家經濟成長。

以本次研究結果之內容，建議主管機關於立法進行各項稅改政策或金融措施時，應先充分提供相對的資訊與進行較完整之研議後再行宣告或立法爲宜，以免市場產生黑天鵝效應，影響市場投資人行爲進行產生了行爲財務學上常見之非理性行爲，如受到行爲財務學上之「代表性捷思」及「從眾效應」，致使交易行爲之「閉鎖效應」更加明顯，反倒深化課稅因素對股票市場波動率之負面影響。

以本次課徵證所稅爲例，由於適用課稅主體的對象，涵蓋所有從事證券交易之相關納稅主體，包含納稅自然人(個人)及營利事業(法人)，因此政策由於牽涉不同群體的利益，影響層面極廣。以投資人的行爲而言，除了資本利得稅的課徵會使資產擁有者爲了規避資本利得稅的繳納，可能故意延遲資產的交易時點，導致資產發生閉鎖效果的現象，影響市場交易量與扭曲合理交易模式外，同時市場投資人易因應稅改事件偏離其預期值（認為政府應該不會課徵證所稅）的程度較大且未有充分的信息做判斷，故反應程度較爲劇烈，易形成市場資訊過度反應的情形，產生不符合理性預期理論的情形。若能使人們在理性的情況下，針對某個經濟現象（例如市場價格）進行的預期，運用最大限度的充分利用所得到的信息來作出行動而不會犯系統性的錯誤，則無論對於政府、納稅主體以及政府稅基來源與證券市場、經濟成長的發展上，才能達到雙贏的局面。

附錄、表 1-1 :台灣地區二次證所稅事件宣告效果之 5 日平均累積異常報酬率 (CAR)及 P 值(P-Value)

項目	1988 年 9 月 24 日 郭婉容財長證所稅事件		2012 年 3 月 28 日 劉憶如財長證所稅事件	
	平均累積異常報酬率(CAR)	P 值(P-Value)	平均累積異常報酬率(CAR)	P 值(P-Value)
事件日	7.4486	0.0878*	0.9511	0.7783
t+1	4.9466	0.2939	-1.1058	0.7619
t+2	1.988	0.6931	-0.3198	0.9347
t+3	-0.858	0.8724	-1.185	0.7746
t+4	-4	0.4776	-2.469	0.5714
t+5	-6.9421	0.24	-4.0184	0.3798

附錄、表 1-2 :台灣地區二次證所稅事件宣告效果之 20 日平均累積異常報酬率 (CAR)及 P 值(P-Value)

項目	1988 年 9 月 24 日 郭婉容財長證所稅事件		2012 年 3 月 28 日 劉憶如財長證所稅事件	
	平均累積異常報酬率(CAR)	P 值(P-Value)	平均累積異常報酬率(CAR)	P 值(P-Value)
事件日	3.4138	0.6758	-0.5609	0.9293
t+1	0.9117	0.9131	-2.6177	0.6858
t+2	-2.0469	0.8106	-1.8318	0.7819
t+3	-4.8929	0.575	-2.697	0.6898
t+4	-8.0349	0.367	-3.981	0.5638
t+5	-10.9769	0.2268	-5.5303	0.4317
t+6	-14.2553	0.1235	-4.642	0.5172
t+7	-16.8367	0.074*	-5.9966	0.4114
t+8	-19.6509	0.0405**	-5.4518	0.463
t+9	-22.6929	0.02**	-5.2203	0.4896
t+10	-25.5929	0.0099***	-5.1162	0.5053
t+11	-28.5352	0.0046***	-3.4712	0.6564
t+12	-31.6162	0.002***	-4.2016	0.596
t+13	-34.1053	0.001***	-6.0595	0.4513
t+14	-37.3801	0.0004***	-5.7852	0.4784
t+15	-40.0142	0.0002***	-5.5304	0.504
t+16	-42.8129	0.0001***	-7.0353	0.4018
t+17	-45.5034	0***	-7.3606	0.3867
t+18	-48.6731	0***	-7.1012	0.4098
t+19	-50.5125	0***	-6.2245	0.4756
t+20	-48.8023	0***	-6.7566	0.4443

附錄、表 1-3 :台灣地區二次證所稅事件宣告效果之 30 日平均累積異常報酬率 (CAR)及 P 值(P-Value)

項目	1988 年 9 月 24 日 郭婉容財長證所稅事件		2012 年 3 月 28 日 劉憶如財長證所稅事件	
	平均累積異常報酬率(CAR)	P 值(P-Value)	平均累積異常報酬率(CAR)	P 值(P-Value)
事件日	-5.132	0.6048	2.2647	0.7681
t+1	-7.6341	0.4487	0.2078	0.9788
t+2	-10.5927	0.3006	0.9937	0.9002
t+3	-13.4387	0.1957	0.1285	0.9873
t+4	-16.5807	0.1156	-1.1555	0.8874
t+5	-19.5227	0.0677*	-2.7048	0.7438
t+6	-22.8011	0.0353**	-1.8165	0.8286
t+7	-25.3825	0.0208**	-3.1711	0.7092
t+8	-28.1967	0.0113**	-2.6263	0.7605
t+9	-31.2387	0.0056***	-2.3948	0.7837
t+10	-34.1387	0.0028***	-2.2907	0.7954
t+11	-37.081	0.0013***	-0.6457	0.9424
t+12	-40.162	0.0006***	-1.3761	0.8791
t+13	-42.6511	0.0003***	-3.234	0.7238
t+14	-45.9259	0.0001***	-2.9596	0.7491
t+15	-48.56	0.0001***	-2.7049	0.7725
t+16	-51.3587	0***	-4.2098	0.6562
t+17	-54.0491	0***	-4.5351	0.6351
t+18	-57.2189	0***	-4.2757	0.6579
t+19	-59.0583	0***	-3.3989	0.7275
t+20	-57.3481	0***	-3.9311	0.6899
t+21	-55.0723	0***	-4.4533	0.6544
t+22	-55.8743	0***	-4.1476	0.6796
t+23	-54.0511	0***	-1.818	0.8577
t+24	-52.3057	0.0001***	-2.0208	0.8434
t+25	-51.6139	0.0001***	-1.4591	0.8876
t+26	-52.6569	0.0001***	-3.5743	0.7315
t+27	-55.507	0***	-3.4507	0.7426
t+28	-53.4091	0.0001***	-4.3603	0.6807
t+29	-53.2548	0.0001***	-4.2268	0.6924
t+30	-51.659	0.0002***	-5.3148	0.6218

註：*表示 0.1 的顯著水準；**表示 0.05 的顯著水準；***表示 0.01 的顯著水準

附錄、表 1-4：台灣地區 2012 年 3 月 28 日證所稅宣告前後一年台股市場交易資訊變化之敘述統計資料

台股 2011 年 3 月 28 日~2012 年 3 月 28 日交易狀況(宣告前一年)					
	指數	報酬率	成交張(千股)	成交量(億)	周轉率
平均值	7933.348	-0.01829	3732985	1050	0.422605
中間值	7857.7	-0.00545	3609156	1020	0.4002
最大值	9062.35	4.5604	7587824	2030	0.9119
最小值	6633.33	-5.5804	2104640	505	0.2203
標準差	713.1129	1.358589	861577.6	263	0.11105

台股 2012 年 3 月 29 日~2013 年 3 月 29 日交易狀況(宣告後一年)					
	指數	報酬率	成交張(千股)	成交量(億)	周轉率
平均值	7507.146	-0.00184	3056470	757.27	0.313101
中間值	7500.28	0.05605	2969903	744.42	0.30185
最大值	8038.72	3.0996	5124872	1350.00	0.588
最小值	6894.66	-2.9753	1893547	408.32	0.189
標準差	277.5999	0.912899	653031	163.05	0.075529

台股 2012 年 3 月 28 日前後一年交易變化狀況					
	指數	報酬率	成交張(千股)	成交量(億)	周轉率
平均值	-426.202	0.016458	-676515	-292.73	-0.1095
中間值	-357.42	0.0615	-639253	-275.58	-0.09835
最大值	-1023.63	-1.4608	-2462952	-680.00	-0.3239
最小值	261.33	2.6051	-211093	-96.40	-0.0313
標準差	-435.513	-0.44569	-208546.6	-100.07	-0.03552

台股 2012 年 3 月 28 日前後一年交易變化比率					
	指數	報酬率	成交張(千股)	成交量(億)	周轉率
平均值	-5.37%	-89.96%	-18.12%	-27.88%	-25.91%
中間值	-4.55%	-1128.44%	-17.71%	-27.02%	-24.58%
最大值	-11.30%	-32.03%	-32.46%	-33.50%	-35.52%
最小值	3.94%	-46.68%	-10.03%	-19.10%	-14.21%
標準差	-61.07%	-32.81%	-24.21%	-38.03%	-31.99%

參考文獻

1. 陳如芳(2000)，證券交易所稅對證券市場之影響，台北，國立政治大學財務管理學系碩士論文。
2. 黃勢璋(2002)，資本利得稅與遺產稅對土地資源配置的影響：疊代模型分析，台北，國立政治大學財政學系碩士論文。
3. 薛雅月(2004)，The Taxation on Capital Gains and the Stock Price Volatility，台北，國立政治大學經濟研究所碩士論文。
4. 賴佳偉(2009)，反向操作策略之成因探討：過度反應或資本利得稅—以日本與台灣為例，台北，銘傳大學財務金融學系碩士論文。
5. 張琬如(2010)，我國資本利得稅式支出之估算—以證券交易所稅為例，台北，臺灣大學經濟學研究所碩士論文。
6. 楊紹銓(2010)，資本利得稅之總體均衡分析，台北，臺灣大學經濟學研究所碩士論文。
7. 郭敏華(2005)，行為經濟學理論與應用，台北，智勝文化事業有限公司，pp. 356-358。
8. George, T. J. and Hwang, C. Y. (2007), "Long-Term Return Reversals: Overreaction or Taxes?". *The Journal of Finance* 62, pp. 2865–2896.
9. Holt, C. C, and J. P. Shelton. (1962), "The lock-in effect of the capital gains tax", *National Tax Journal* 15, pp. 337-351.
10. Lucas, Robert (1972). "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory* 4 (2), pp. 103–124.
11. Mackinlay, A. C. (1997). "Event studies in economics and finance", *Journal of Economic Literature* 35, pp. 13-40.
12. Muth, John F. (1961). "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica* 29, pp. 315–335
13. Nassim, Nicholas Taleb，黑天鵝效應，紐約，藍燈書屋。
14. Somers, Harold M. (1948). "An Economic Analysis of the Capital Gains tax", *National Tax Journal*, Vol. 1, pp226-232.
15. Stiglitz, Joseph E. (1983), "Some Aspects of the Taxation of Capital Gains", *Journal of Public Economics* 21, pp257-294.