



作者: [wanting10] 来源: [本站] 浏览:

证券交易印花税对市场效率的影响研究

陈 莹

(云南财经大学 经济研究院, 云南昆明650221)

摘要: 本文从市场信息效率的角度, 从价格变动、波动性、流动性印花税的调控效果进行研究。可判断市场效率在印花税提高后的相对较内总体是提高了。但长远来看, 过高的印花税和频繁的税率变动政策的市市场效率, 因此印花税税率在市场价格及其波动性经过调整回复正常水逐渐下调。政府通过调整印花税政策来对证券市场进行调控的措施从长着我国证券税制的完善也将趋于减少甚至取消。

关键词: 证券交易印花税; 市场效率; 波动性

一、引言

随着我国证券市场的日臻完善和对外开放步伐的加快, 金融监管当具的有效性也将越来越得到重视, 证券税制面临着迫切的改革需要的证券交易印花税, 也就是对二级市场股票交易征收的印花税, 是我国的主要税种。

我国证券税制的发展历史可以看到证券交易税的制度处于一个不断中。最早对股票交易作出征税规定的是地方政府, 再在实施的基础上, 加以确认。深圳市政府于 1990 年颁布了关于印花税的规定, 该规定宣出方征收6%的交易印花税, 初始的目的主要是为了实现政府在证券市场益, 并平抑暴涨的股价。直到1992年6月12日, 中央政府才对证券市场出明确规定。证券交易税的发展史显示了, 在我国, 证券交易税是随着建立和发展而开始设立并逐步调整的。另外, 从证券交易税在世界各地可见, 征收证券交易税的发达国家(地区)的数量呈下降趋势。印花税在某种程度上说明了这种政策的临时性以及预示着改革的必然性。

我国印花税历次税率调整及其对股市带来的影响整理如表1-1:

表1 印花税历次税率调整时间表

时间	调整情况	税率		调整后
		沪市	深市	
1992年 6月12日	国家税务总局和国家体改委联合下发《关于股份制试点企业有关税收问题的暂行规定》, 明确规定交易双方分别按3%的税率缴纳印花税。	3%	3%	当日指数应剧烈, 但随后指数在盘整一个月后 即掉头向下, 一路从 1100 多点跌到 300 多点, 跌幅超过70%。
1997年 5月12日	针对当时证券市场过度投机的倾向, 证券交易印花税率由3%提高到5%。	5%	5%	当日形成大牛市的顶峰, 此后股指下跌 500 点, 跌幅达到 30%多。
1998年 6月12日	为了使证券市场能持续稳定的向前发展, 经国务院批准, 国家税务总局又将税率由 5%调低至 4%。	4%	4%	当日上证涨 2.6 5%, 但此后上证综指却形成阶段性头部, 股市进入调整期

热门文章

中国进出口贸易影响...

这里(用户投

国资本市场的

方式现状及未

VaR风险测

章

章

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



insights... investment boutique discover



insights... investment boutique discover

1999年 6月1日	为活跃 B 股市场, 国家税务总局再次将 B 股交易税率由 4%降低为 3%。	4% (A 股)	3% (B 股)	上证B指一个月内从 38点拉升至 62.5 点, 涨幅高达 50% 多, B 股至此步入 牛市行情中。
2001年 11月 6日	财政部决定向 A 股、B 股股权转让双方分别征收 2%的印花 税。	2%	2%	股市产生一波100多 点的波段行情, 11 月 16 日这天正是 这轮波段行情的启 动点。
2005年 1月23 日	为进一步促进证券市场的 健康发展, 经国务院批 准, 财政部决定从2005年 1月24日起, 调整证券 (股票) 交易印花税率, 由现行2%调整为 1%。	1%	1%	此后一个月内呈现 波段行情, 随后继 续探底, 而行情拐 点为 2005年 6 月。
2007年 5月30 日	经国务院批准, 财政部 决定从2007年 5月 30 日起, 调整证券 (股 票) 交易印花税率, 由现行的 1%调整为3% 水平。	3%	3%	当日沪深股市放量 暴跌, 两市股指跌 幅均超过 6%, 累 积成交超过了四千 亿历史天量
2008年4月24日	经国务院批准, 从2008 年4月24日起证券 (股 票) 交易印花税率由 现行的3%调整为1%。	1%	1%	当日两市股指涨幅 均超过 9%, 累积 成交超过了二千七 百亿

由表1可见, 印花税的出台和每次上调前, 股市都处于大幅上涨的阶段, 政府为了抑制股市过快的上涨而调高印花税; 与之相反, 印花税的下调前, 股市都处于低迷的状态, 历次税率下调之后, 股市在当日上涨后, 短期内的反应不一致, 或涨或跌。关于印花税的调控作用, 学者们的意见有赞同也有反对。

二、关于证券交易印花税影响的文献综述

关于是否应该征收证券交易税, 可以分为对立的两派, 即赞成派和反对派。赞成派认为证券市场中流动性增强意味着其中的投机性成分增大, 导致市场波动, 在证券市场发展初期尤其如此, 许多国家证券市场的发展历程亦证明如此, 因此交易税可以抑制过度的波动。反对派认为按照有效市场理论, 交易税及市场监管都是来自政府等市场外部因素干预的结果, 是外生于市场机制的变量, 任何形式的市场干预都是有害的。

早期, 一些学者的研究结论倾向于支持提高交易成本和制造其他市场摩擦将减少波动的观点。Lindgren & Westlund (1990) 通过对瑞典的数据进行实证分析发现, 证券市场印花税调整与市场波动性成反比。

而近年的研究大多支持反对派的观点。有些学者建立模型分析印花税的影响, 指出根据不同的环境条件, 市场价格的波动性可能会提高、降低或保持不变。这表明印花税对股市波动性几乎没有影响。Roll (1989) 对 23 个工业化国家的研究中发现, 股票价格波动与股票价格限制 (Price Limits)、保证金要求以及证券交易税没有明显的联系。Umlauf (1993) 对 1980~1987年间交易税对瑞典股票市场收益率的影响作了实证研究。发现在征收交易税之后, 交易量减少了, 但股市的波动性并没有降低。Kupiec (1995) 的研究表明, 随着税率的提高, 风险资产的噪音收益的波动性也随之提高。Atkinson & Dyl (1997) 分析了纽约证券交易所 1975 至 1989 年普通股的波动情况。研究结果不支持证券交易税能降低股票价格波动性的想法。Jones & Seguin (1997) 考察了美国 1975 年解除佣金管制后对价格的影响。他们得出结论, 无论何种途径所导致的交易成本的上升都会增加价格波动性。Saporta & Kamhon (1997) 采用了经济计量方法对英国的相关问题进行了深入的研究, 发现英国的印花税已被资本化在价格之中, 因此其调整对证券价格和市场的波动性都没有影响。Green, Maggioni & Murinde (2000) 运用伦敦股票交易所 1870 年到 1986 年的数据检验了STT(印花税)和佣金对股票收益波动性的影响。研究表明, 提高证券交易成本会增加市场波动性和额外的波动性, 但是减少基本的波动性。Zhang (2001) 用修正的GARCH模型对中国 A 股市场的实证分析表明, 提高证券交易印花税率后, 上

海证券交易所和深圳证券交易所 A 股的收益率波动性显著增加。Daniel Waldenstrom(2002)以瑞典股票交易市场 1907 - 1939 的数据来研究印花税对新兴市场的影响,指出印花税率提高显著地降低了证券价格及成交量,但对波动性的影响却不明确。Habermier & Kirilenko (2003)对证券交易税对金融市场的影响进行了研究,研究结果表明,在绝大多数情况下,交易税对价格发现、波动性和流动性具有负面的影响,并导致了资本市场效率的降低。Baltagi, Li&Li (2006)针对1997年中国印花税的上调作实证,得出结果,交易量下降,波动性上升,波动结构的变化指示出新信息被吸收的速度下降了,从而推断出市场效率下降了。

三、证券交易印花税对市场信息效率的具体影响

证券交易印花税能够通过心理预期机制、价格机制,以及投资者收入机制等传导机制,发挥其分配功能与调节功能,对投资者的收入进行再分配,增加国家的财政收入,更直接影响证券市场的运行,进而影响社会资源的配置。若印花税的税收效率低下,将会造成投资者损失、融资者损失、证券市场效率损失等所集合的税收超额负担;若印花税的税收效率高,则能改善经济整体运行效率,将会产生税收额外收益。为此,我们应该深刻地认识与掌握证券交易印花税的性质,特别是在我国证券市场上的运行规律,从而优化我国证券税制,促进证券市场的健康发展。

鉴于以往理论研究及政府政策的颁布均指出政府对印花税率的调整主要是为了调控资本市场的运作,因此本文并没有全面地从证券交易税的各个方面对其税收效率进行考查,对印花税税收效应影响的分析主要集中在对证券市场效率的影响方面,其它如财政收入、优化资源配置、优化资本结构等方面并不在主要考查范围内。证券市场效率可以分为市场信息效率和资本配置效率,印花税的提高对市场的资本配置效率和信息效率都有影响,本文研究的对象集中为印花税对市场信息效率的影响。

根据萨缪尔森对市场信息效率的定义归纳可知,在以下三种情况下,市场是非效率的:1)价格背离价值大幅波动,2)价格对新信息的反应滞后,3)价格对信息的反应有偏差,偏离真实价值。证券交易税对证券市场信息效率的影响具体表现为证券交易税对证券市场价格的影响以及收益率的波动性对新信息的反应速度,也即价格对新信息的反应速度。针对上述采用的对市场信息效率的定义,本文选择从证券价格水平、证券价格波动性、市场流动性三个方面的影响进行分析证券交易税对市场效率的影响。

1. 证券交易税对证券价格水平的影响

政府增税或减税的信息冲击将通过投资者的心理预期机制的传导,影响证券预期收益率,进而影响证券价格以及证券市场的运行。证券价格决定于大量提供信息的交易行为的合力,并因此具有丰富的信息含量,能够为社会资源配置传递准确的信号。证券价格不能充分反映市场信息,造成证券市场传递信息的失真和社会资源配置信号的紊乱,导致证券市场就是非效率的。

另一方面,市场处于信息不对称程度较高的情况下,过度投机造成股票市场泡沫,价格偏离价值的真实水平,证券交易税上升会令投资者预期政府将打压证券价格,降低市场信心,从而导致股票价格的下跌,回落到真实价值附近,或减缓其攀升的速度,减少市场价格泡沫,提高市场的运作效率。

2. 证券交易税对证券价格波动性的影响

有效市场假设成立的前提是理性投资,市场不存在任何的信息不对称和投机空隙。但现实中投资行为则往往是一种非完全理性的人类行为,要达到理性投资是不可能的。理论界的解释是由于市场参与者的有限理性,交易者之间存在联动性,他们往往忽视自己的信息或怀疑自己信息的准确性,相互学习和模仿,从而导致趋于同一的行为模式。这种行为使证券价格极大地偏离了其内在价值并使市场上产生有别于“知情下注的交易者”的“噪声交易者”,知情下注交易者能根据价值进行投资,而噪声交易者则关注市场价格的波动,容易做出过度反应,追涨杀跌,使股价长期偏离股票的真实价值水平,降低了市场信息效率,同时也增大了投资的风险。相对长线投资者来说,提高税率将提高短线投机者的成本,调节投资者的投机心态,引导其进行理性投资,最终达到平稳市场减少震荡的功效。

3. 证券交易税对市场流动性的影响

在一个成熟的证券市场里，流动性越高，市场价格对市场信息反应越充分，市场信息效率越高。而证券交易税的提高，直接增加交易成本，提高证券要求收益率，从而导致价格扭曲，使得投资者对市场信息的敏感度减弱，降低了交易量；另一方面，在我国证券交易市场有着显著的“政策市”的特征，交易税的上调也体现了政府抑制证券市场价格上涨的态度，投资者预期市场价格将下降，也会减少交易。缺乏充足的交易量以及证券要求收益率的提高，价格面对新信息时无法迅速调整，市场吸收新信息的速度下降，市场流动性下降。交易税带来流动性的降低和市场对新信息吸收的效率的降低，会大大损伤市场的信息效率。

从价格的水平来看，若能令价格的变动向真实的价值进行调整，则提高市场效率；从价格的波动性水平来看，当市场处于异常波动的状况时，若印花税减少市场的波动性，将有利于提高市场效率；印花税的升高会降低流动性，将降低市场效率。

四、政策建议

基于本文的分析及结合股票市场的相关背景，对证券交易印花税以及政策税制的改革，笔者有如下建议：

1. 在证券税制完善前，当我国证券市场处于市场相对封闭，流动性过剩的情况下，证券交易印花税仍可作为控制异常波动和过度投机的工具，证券交易税率的提高有助于政府分享证券市场上的巨大收益。因此，虽然发达国家中存在取消证券交易税的倾向，但我国仍适合采用证券交易税来平抑价格的暴涨。

2. 减少对证券市场相关政策的频繁更改，克服“政策市”的特点有助于证券交易印花税调整后，市场减少过度反应造成的波动加剧。因此政府要尽量避免宏观政策的随意性，特别是要避免政策的朝令夕改，使市场能够形成一种稳定的政策预期，减少股票市场“博弈政策”的行为所带来的股票市场的频繁动荡。这样，市场对印花税率变动的信息可以迅速调整，减少因过度反应所带来的过度波动或相反的政策效果。

3. 考虑在操作方便可行的情况下，对机构投资者采用不同于普通中小投资者的证券交易印花税税率。对机构投资者在股市的不同时期采用不同的税率有利于稳定市场，当市场上涨时，提高机构投资者的证券交易税税率，当市场价格下降时，降低机构投资者的证券交易税税率。

从长远来看，当市场波动性恢复正常水平后，交易成本的提高也降低了市场的流动性及市场对信息吸收的速度，降低了波动性。同时，频繁用政策的手段来干预市场也不利于培养投资者理性的成熟的投资心态。国际上证券交易税率的逐渐取消给我们的启示是，证券交易税终将被取消，通过建立完善的市场机制和培养良好的经济环境来令市场效率保持在一个较高的水平。

参考文献：

- [1] 靳春平. 税收政策对证券市场的调控效果分析[J]. 税务与经济, 2006, (01).
- [2] 孙燕明. 降低股票交易印花税提高市场效率[N]. 中国消费者报, 2008, (2008/03/03).
- [3] 高云飞. 印花税调整对我国证券市场的影响分析[J]. 商场现代化, 2008, (14).
- [4] 尹音频. 证券课税的经济效应探析[J]. 财经论丛, 1999, (01).
- [5] 胡浩, 施龙. 我国证券交易印花税若干问题分析[J]. 涉外税务, 2000, (08).
- [6] 王雁茜. 交易税率与市场波动: 中国股市的经验研究[J]. 浙江金融, 2004, (08).
- [7] Levy M, Levy H, Solomon S. Microscopic simulation of financial market[M]. New York: Academic Press, 2000.
- [8] 李靖野, 梁春满. 证券交易税的经济效应分析[J]. 财经问题研究, 2002, (01).
- [9] 毕子男. 证券市场效率评价问题的探讨[J]. 当代经济研究, 2007, (08).

Abstract: This paper investigate the impact of the STT policy on market information efficiency via examining the change of price, volatility and liquidity. We can conclude that the market efficiency is increased after the implement of higher rate of STT during a relatively long period. after the market is adjusted to a normal situation, the rate of STT should be lower gradually, since the low liquidity will bring harm to the market efficiency. In long term, the policy of adjust the STT to regulate the market will be replaced by a well-developed market structure.

Key Words: Securities transaction tax; Market efficiency; Volatility

附:

作者姓名: 陈萱

工作单位: 云南财经大学 经济研究院 硕士研究生

通讯地址: 昆明市 龙泉路237号 云南财经大学 荟华苑 5栋604室

邮政编码: 650221

联系电话: (0) 135-3758-0420


E-mail:wanting10@126.com


希望发表在上半月刊

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...

 笔名:

 评论:

[评论将在5分钟内被审核, 请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德, 遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款