

非戰之罪：當沖證交稅減半政策

工商時報名家廣場 -2021.09.03

文／賴興國 證券暨期貨市場發展基金會研究處副研究員

國際股市的主流交易策略可分為： α (alpha) 與 β (beta) 交易策略。當沖交易（含高頻交易）屬於 α 交易策略，當交易者（含投機交易者）具有擇時能力 (market timing ability) 與擇股能力 (stock selection ability) 時，譬如在對的時間買賣對的股票，即代表此交易者的 α 績效為正。另一方面，買進持有屬於 β 交易策略，代表投資者預期股價走向的較長期趨勢，而不在意極短期的股價波動。市場交易量本來就來自於各方對前景的不同看法，故為保持順暢交易管道，現行的當沖證交稅減半，即為一種合適實務作法。

當沖證交稅減半，這是歧視性定價嗎？

先想像一下自己是一位巨額採購決策者，當你決定大量買下某商品時，你會願意此採購價格和零售價格一樣嗎？還是，你會很自然地選擇爭取較優惠的價格？同理，市場的高頻交易者必定會主動地向各券商要求較低的交易手續費，自然也會偏愛較低的證交稅，否則就可能失去持續交易的動機，甚至選擇去其他國際市場交易。而台灣交易市場確實需要這些成交量以保持台灣交易流動性。

另一方面，再想像一下自己是一位套房承租者，基於使用者付費的立場，你會覺得日租套房與長期租用套房的支付費用是一樣的嗎？因此，對當日的大量交易行為，採用當沖證交稅減半是基於市場運作機制的

合理作法，而齊頭式平等的一致性稅率，反而是較未考量到上述市場自然運作之天性。

上述論點的反對方可能會認為以採購與租房為舉例，這並不能直接代表金融市場的交易行為模式，或者，反對方會覺得那為何當日的少量交易者也能享用到當沖證交稅減半的好處呢？簡單來說：當沖交易的價格風險較低，故可以合理地收取較低的證交稅，以鼓勵更多專業國際投資者加入台灣交易市場。而進一步的解釋就需要運用一點數理的知識方法。

幾何布朗運動（Geometric Brownian Motion, GBM）在金融數學的最重要應用之一，就是用來模擬未來的股票價格波動範圍，簡單來說，當你持有某股票越久，此股票價格的可能波動範圍就會越廣；就如，一位喝醉酒的人在空地中隨機漫步，當走路的时间越久，他越有可能走到距離原始點更遠之處。因此，對於當沖交易者而言，由於持有時間較短，加上台灣當日股價最大漲跌幅 10% 的限制，當沖交易的價格風險相當有限。

然而，為什麼一般會認為當沖交易面臨高風險呢？筆者認為，這是因為把價格風險與自製槓桿風險搞混了，進而造成風險識別偏誤。假設當沖交易者 A，其交易戶頭內有現金 100 萬元，而當他於某日開盤時，以平盤價格購入價值 100 萬元的某檔股票，而他的目標為收盤前賣出全數此檔股票，以達當沖目的；然而，假設此檔股票於當日收盤前，陷入跌停鎖死格局，故此投資者有 10% 虧損且須在 T+2 日後以 100 萬現金結算交割（或者補足保證金，以使信用交易維持率達 130% 以上），而這個例子，就是 1 倍槓桿操作。再假設當沖交易者 B，其戶頭內有 10 萬現金與當沖交易者 C，其戶頭內只有 1 萬現金，且都做了如上述的相同交易操作，故 B 的交易槓桿為 10 倍，C 的交易槓桿為 100 倍。不難發現，當沖交易者 C 具

有 T+2 日後的較高違約風險。而於現行交易制度下，當沖投機客很可能於交易當日之戶頭內幾乎沒有現金，也就是他自製一個趨近於無窮大的交易槓桿，而一旦市場走向不如預期，這些當沖投機客於 T+2 日時自然會遭遇違約困境。

當沖投機客，凡事均可投機

將這些不衡量自身資金能力的當沖投機客所造成的損失風險，歸咎於較低的當沖證交稅率，以誘使或鼓勵他們投機，這有本末倒置之嫌！事實上，就算當沖證交稅率維持原本水準，難道這些當沖投機客，就會放棄投機？還是，由於交易成本提高，將迫使這些投機客必須冒著更大的槓桿風險以獲取期望利益，或者是轉換其投機管道，而這反而可能會造成更大的社會問題。結果是，台灣卻很可能會因此失去吸引國際專業高頻交易者，以替台灣交易市場持續提供流動性的助力。那麼，為了遏止天生愛投機者，而放棄掉專業國際高頻交易者的參與，這值得嗎？

當沖風險主要來源為自製槓桿的不設限，而非價格風險。為降低當沖所致風險，證券商或許可以主動限制沒有長期交易經驗、沒有足夠財力證明的族群之信用交易額度。而當沖投機客熱愛投機之困境，這並不能全怪當沖證交稅減半政策。