

台灣股市相關政策 對股市之影響

莊慶仁
許溪南

壹、前言

台灣的股市一向都是：股市好時，不會有人關心股市在制度面到底有甚麼隱憂，往往等到股市受到各種因素影響下跌時，投資大眾便紛紛把矛頭指向相關政策單位，於是政府相關單位便採取相關措施，改變股市的制度，如改變漲跌幅限制、擴大外資持股比例、調整信用交易制度、調整股市交易時間、實施國安基金與庫藏股制度、實施兩稅合一等等。一個股票市場的良窳，在於它能否提供一個有效率的市場（指資訊是否能立即且充分地反應在股價上）。因此，股市各項制度的改變，應以促進股市達效率市場為目標與最高指導原則。台灣的股市受限於先後天因素，常常是『頭痛醫頭腳痛醫腳』，往往不能從宏觀的角度來看待股市的弊病。本篇報告即是希望藉由探討相關的研究，評估近年來台灣股市的各項政策的實行成效，綜合檢測政府所採行的健全股市政策與穩定股市措施是否有實質效能。

貳、台灣股市特性

台灣股市是屬於淺碟型的市場，規模小、週轉率高、風險（波動性）高。由國際重要股票集中市場間的比較，如表一，顯示出台灣股市具有如下特性：

- 一、上市公司家數：在亞洲四小龍中，僅領先新加坡。
- 二、市場總值：遠低於紐約、東京及倫敦世界三大股市，在亞洲四小龍則僅次於香港。
- 三、成交值：在亞洲四小龍中居首位。
- 四、週轉率：僅次於韓國，並遠高於其他股票市場。

由表一分析可知，台灣股市屬於淺碟型市場，市場規模較小、成交值高、週轉率更高，投機性強。此外，由表二可知，台灣股市集中交易市場仍以自然人（散戶）所佔比例最大，由於法人或機構投資者取得市場上相關訊息較為迅速、正確，加上專業化的分析與判斷，將使其投資決策不易有追高殺低不理性的行為出現。相對而言，一般散戶取得市場資訊相對不容易及緩慢，故容易受市場不確定消息而發生追高殺低不理性的投資行為。因此，一國股市如法人或機構投資者所佔的比例越高，則該國市場愈不容易暴起暴落，市場穩定性將越高。

表一 國際重要股市規模及週轉率比較表

交易所名稱	年代	上市家數	上市市值 (十億美元)	成交值 (十億美元)	成交量 (百萬股)	市場總值佔 GDP 比例	成交值 週轉率%
紐 約	1998	2,669	10,272	7,317.9	169,744	120.7	69.88
	1999	2,592	11,441	8,945.2	203,851	123.6	74.62
	2000	2,468	11,442	11,060.1	262,477	115.9	82.40
	2001	2,400	11,027	10,489.3	308,509	-	87.62
倫 敦	1998	2,920	2,297.7	2,888	259,371	165.6	47.10
	1999	2,791	2,954.8	3,399.4	335,459	201.1	56.71
	2000	2,929	2,577	4,558.6	472,735	181.8	63.81
	2001	2,891	2,149.5	4,550.5	595,170	-	76.10
東 京	1998	1,838	2,440	751	123,199	64.74	34.13
	1999	1,892	4,455	1,676	155,163	105.18	49.37
	2000	2,055	3,157	2,315.5	174,159	66.48	58.86
	2001	2,103	2,265	1,660.5	204,057	-	56.52
韓 國	1998	748	115	145.1	28,533	35.7	207.00
	1999	725	306	733.4	69,359	75.3	344.98
	2000	704	148	556.1	73,785	32.5	301.56
	2001	689	194	380.6	116,419	-	218.24
香 港	1998	680	344	206.2	816,358	206.61	61.94
	1999	701	608	230	1,392,285	383.46	50.60
	2000	736	623	376.7	2,323,972	383.39	62.99
	2001	756	506	241.0	1,488,521	-	46.55
新 加 坡	1998	307	95	58.5	69,648	107.4	63.95
	1999	327	193	107.4	130,404	227.1	75.16
	2000	388	153	95.2	84,442	165.6	64.97
	2001	386	116	71.8	82,408	-	56.07
台 灣	1998	437	260	895.99	612,012	96.24	314.06
	1999	462	376	917.28	678,063	127.06	288.62
	2000	531	248	993.3	630,867	84.77	259.16
	2001	584	293	546.1	606,420	107.53	206.95

資料來源：台灣證券交易所

相對而言，台灣股市由於散戶比例高達八、九成以上，再加上兩岸特殊不穩定的政經環境，導致台灣股市相當容易出現非經濟面因素的干擾，呈現暴起暴落、極端不穩定的特性。

表二 台灣股市集中市場投資人類別交易比重

單位：%

年 月 Year Month	本 國 自 然 人 Domestic Individual		本 國 法 人 Domestic Juridical Person		僑 外 自 然 人 Foreign Individual		僑 外 法 人 Foreign Juridical Person	
	買 進 Purchase	賣 出 Sale	買 進 Purchase	賣 出 Sale	買 進 Purchase	賣 出 Sale	買 進 Purchase	賣 出 Sale
80 年 (1991)	48.56	48.35	1.41	1.62	0.00	0.00	0.04	0.01
81 年 (1992)	48.08	48.02	1.80	1.84	0.00	0.01	0.13	0.12
82 年 (1993)	46.95	47.18	2.70	2.67	0.00	0.01	0.36	0.13
83 年 (1994)	46.75	46.75	2.89	2.92	0.00	0.01	0.36	0.32
84 年 (1995)	45.84	46.08	3.37	3.32	0.00	0.01	0.78	0.59
85 年 (1996)	44.60	44.65	4.28	4.34	0.00	0.01	1.12	1.00
86 年 (1997)	45.43	45.29	3.77	3.78	0.00	0.01	0.79	0.92
87 年 (1998)	44.92	44.81	4.27	4.36	0.00	0.01	0.81	0.81
88 年 (1999)	44.05	44.17	4.53	4.83	0.00	0.01	1.41	0.99
89 年 (2000)	42.83	43.27	5.28	4.99	0.00	0.01	1.89	1.73
90 年 (2001)	42.02	42.39	4.72	4.97	0.00	0.01	3.26	2.63

資料來源：台灣證券交易所

參、近年來台灣股市各項重要政策回顧

回顧民國八十六年至九十年間政府對股市的相關政策，大致可以歸類為證券發行管理、證券商與證券服務事業管理、交易市場管理、期貨市場管理及其他相關股市政策等項目。其中，為了改善台灣股市暴起暴落的特性，我們可歸納出政府近年來主要朝調整漲跌幅限制、擴大法人交易比例、調整信用交易制度、建立股票期貨市場、兩稅合一、實施國安基金與庫藏股、實施週休二日制及其他政經措施等方向努力，茲將主要政策分析如下：

一、調整漲跌幅限制

一般台灣股市漲跌幅均設定為 7%，但近年來政府遭遇股市重大危機時（如表三所示），常採取調整跌幅限制為因應措施。

表三 調整漲跌幅限制之重要事件彙整表

事 件	時 間	原 因	對 股 市 衝 擊 程 度	政 府 因 應 方 式
921 大地震	88.9.21	上市公司 455 家中有 188 家受地震影響，資產受損 12 億，營業額減少 58 億，營業損失 18 億。	9 月 27 日恢復交易後股市即重挫 212.21 點，9 月 28 日續跌 182.05 點，跌至 7,577.85 點。	財政部於 9 月 26 日宣布從 9 月 27 日至 10 月 8 日止調整漲跌幅限制，跌幅縮減一半為 3.5%，漲幅則維持不變。
89 年 3 月政權首次輪替	89.3.18	台灣第二次總統大選由民進黨勝選，國民黨首次喪失政權，適逢台股正在高點盤旋，台股風雨欲來的氣氛更加明顯	3 月 20 日台股收盤大跌 227.22 點。	財政部於大選當晚宣布，自 89 年 3 月 20 日起至 3 月 25 日止，跌幅從 7% 降為 3.5%，漲幅仍維持不變。
新政府成立後政局動盪不安	89.5.20 之後	國際股市因網路股泡沫化開始大跌，全球景氣衰退，加上新政府初期由於內閣成員來自各黨派，且行政經驗不足，缺乏協調。繼有工時案、國民年金及核四風暴引發朝野對立。	台股由 4 月 10 日的 10,127 點，一路下跌至 12 月 27 日最低的 4,615 點。	為因應核四風暴，89 年 10 月 20 日財政部於盤中宣布第一次穩定股市六大措施，其中縮小跌幅限制至 3.5%。又於 89.11.20 宣布第二次穩定股市六大措施，其中包含縮小跌幅限制至 12 月 31 日止。
911 美國遭受恐怖份子攻擊事件	90.9.11	911 事件發生後更造成美國陷入經濟衰退，並且全球均籠罩在恐怖份子的威脅下，更使全球經濟雪上加霜，景氣復甦之路遙遙無期。	為因應 911 美國遭受恐怖份子攻擊事件之影響，股票市場及期貨市場十二日休市一天，交割順延一天。且台股更一落下探至 3500 點以下的新低點	自 90.9.19 起至 9.21 日止，跌幅調降為百分之三點五，漲幅則仍維持現行百分之七規定。

由表三顯示，當股市有重大危機發生時，政府在因應非經濟因素所造成股市重挫所採行的穩定股市措施，短期而言，傾向採取短期縮小跌幅限制，希望能夠穩住投資人的信心。

二、擴大法人交易比例

專業法人投資決策主要取決於長期基本面的研判，而非短期消息面的影響，所以其持股較一般散戶穩定，故提高法人投資比例將有助於國內股市的穩定。政府近年來大幅開放外資投資國內股市比例、加速審核投信募集基金的成立、放寬自營商的投資限制與通過賦予代客操作的法源，以上措施均為加速提高法人投資國內股市的比重，茲整理分析如表四所示。

表四 擴大法人交易比例之重要事件彙整表

事 件	時 間	原 因	對 股 市 衝 擊 程 度	政 府 因 應 方 式
新政府成立後政局動盪不安	89.5.20之後	國際股市因網路股泡沫化開始大跌,全球景氣衰退,加上新政府初期由於內閣成員來自各黨派,且行政經驗不足,缺乏協調。繼有工時案、國民年金及核四風暴引發朝野對立。	台股由 4 月 10 日的 10,127 點,一路下跌至 12 月 27 日最低的 4,615 點。	89 年 10 月 20 日財政部於盤中宣布第一次穩定股市六大措施,其中放寬外資投資金額及比例、放寬保險業投資限制。又於 89.11.20 宣布第二次穩定股市六大措施,包含放寬商業銀行投資股市限制、放寬外資投資金額及比例、加速審核代客操作業務
911 美國遭受恐怖份子攻擊事件	90.9.11	911 事件發生後更造成美國陷入經濟衰退。並且全球均籠罩在恐怖份子的威脅下,更使全球經濟雪上加霜,景氣復甦之路遙遙無期。	為因應 911 美國遭受恐怖份子攻擊事件之影響,股票市場及期貨市場十二日休市一天,交割順延一天。且台股更一落下探至 3500 點以下的新低點。	「簡化外資投入股市之申請核准程序及放寬相關管理制度」,於 9.28 日簡化放寬下列項目:1.取消現行外國專業投資機構之成立年限「須滿一完整會計年度」之限制。2.建置外資因基金管理機構重組合併,或基金經理結構調整,有關帳戶間資產移轉之模式。

雖然法人取得市場相關資訊較為迅速、容易,也有專業的分析與決策,但是法人往往必需面對操作績效上的壓力,所以也有可能在股市多頭時大舉加碼,在股市空頭時為應付投資人贖回的壓力而被迫大舉賣出,這種行為相當有可能擴大台股的波動性,所以此項政策到底對國內股市穩定性到底助益有多大,值得商榷。

三、調整信用交易制度

我國證券市場融資比例及融券保證金成數相關規定,曾多次隨市場的變動而修訂,本規定設計的原則係市場股價指數愈高,融資比例及融券保證金成數均依序遞減,以減緩股價的劇烈波動;反之,股價指數愈低,則融資比例及融券保證金成數依序遞增。如 2000 年下半年開始,伴隨著全球不景氣及國內政治動盪,台股指數一路向下探底,財政部於 89 年 10 月 20 日宣布第一次穩定股價六大措施,其中第二項即為調整融券保證金成數,由九成提高至百分之一百二十,並且規定若收盤價低於票面價格(新台幣十元)即暫停融券賣出,需等至成交價回升至票面價格以上連續達六個交易日時,才能再恢復股票融券。茲將各次調整信用交易,綜合整理分析如表五所示。

表五 調整信用交易制度之重要事件彙整表

事 件	時 間	原 因	對 股 市 衝 擊 程 度	政 府 因 應 方 式
亞洲金融風暴	86.7. 至 86 年底	東南亞國家為引進外資，採高利率政策，且在固定匯率下，使得短期熱錢流入東南亞股市，形成泡沫化經濟。後因全球出口減緩及受到中國、韓國等的挑戰，造成該地區出口衰退、貿易赤字擴大。	10 月間悲觀氣氛達到最高，台股由 10 月 1 日的 8,695 點到 10 月 30 日的 7,313 點，單月下跌 1,382 點。	財政部於 86.10.20 日公布穩定股市四大措施，其中包含：1.融資成數固定為五成。2.取消融資融券上市股票的交易標準。3.暫停調高融券保證金成數由 6 成調高至 9 成。
俄羅斯、香港金融風暴	87.8 月	俄羅斯轉變為自由經濟的計畫失敗，盧布開始出現貶值且股市成無量下跌，進而影響全球股市，歐美股市重挫，另外，香港股匯市遭國際炒手狙擊，導致對國內市場信心產生負面影響	台股在 8.24 日跌破 7,000 點關卡，大跌 256 點，並一路下滑，9.3 更暴跌 220 點，跌至 6,251 點，創下 87 年之最低紀錄。	財政部於 87.8.25 日宣布四項穩定股市措施，其中包含：將融券保證金從七成提高為九成。又於 87.9.3 日宣布三項穩定措施，包含：1.融券賣出價格不得低於前一日收盤價。2.融資比率由五成調高為六成，減緩融資追繳令。
兩國論	88.7 月	88.7.10 日李登輝總統接受『德國之聲』訪問，對兩岸關係提出兩國論的見解，引發兩岸關係緊張。	大盤由 7 月初的 8,500 點左右一路下挫，8 月 5 日曾跌破 7,000 點。	88.7.19 日財政部擬定安定股市四大措施，其中包含：適時採取必要措施，是需要調整融資融券成數或調整融券擔保維持率。
新政府成立後政局動盪不安	89.5.20 之後	國際股市因網路股泡沫化開始大跌，全球景氣衰退，加上新政府初期由於內閣成員來自各黨派，且行政經驗不足，缺乏協調。繼有工時案、國民年金及核四風暴引發朝野對立。	台股由 4 月 10 日的 10,127 點，一路下跌至 12 月 27 日最低的 4,615 點。	為因應核四風暴，89 年 10 月 20 日財政部於盤中宣布第一次穩定股市六大措施，其中調整融券保證金成數由九成提高為百分之一百二十。
911 美國遭受恐怖份子攻擊事件	90.9.11	911 事件發生後更造成美國陷入經濟衰退。並且全球均籠罩在恐怖份子的威脅下，更使全球經濟雪上加霜，景氣復甦之路遙遙無期。	為因應 911 美國遭受恐怖份子攻擊事件之影響，股票市場及期貨市場十二日休市一天，交割順延一天。且台股更是一落下探至 3500 點以下的新低點。	各證券金融公司及自辦信用交易證券商等授信機構分別自九十年九月二十四日起調降融資買進股票之融資利率各 0.25%。並規定證券金融事業或辦理有價證券買賣融資融券證券商在擔保維持率不足時，得於一定條件下受讓標的證券或暫緩標的證券之處分，實施期間暫訂至九十一年三月十二日

政府為抑制股市內追高殺低的投機行為而調整融資與融券保證金成數的作法，在國內外的實證研究中，均未能達到預期的效果，容後再述。

四、建立期貨市場

政府於 86 年 6 月 1 日公布實施『期貨交易法』，而台灣期貨交易所也於 87 年 7 月 21 日開業，同時推出『台股指數期貨契約』上市。期貨市場的建立，提供具有暴漲暴跌特性的台股一個有效的避險機制。再加上國內期貨市場商品更趨多元化，也使期貨市場的避險功能更能發揮。有關期貨市場政策整理分析如表六所示。

表六 建立期貨市場之重要事件彙整表

事 件	時 間	原 因	對 股 市 衝 擊 程 度	政 府 因 應 方 式
俄羅斯、香港金融風暴	87.8 月	俄羅斯轉變為自由經濟的計畫失敗，盧布開始出現貶值且股市成無量下跌，進而影響全球股市，歐美股市重挫，另外，香港股匯市遭國際炒手狙擊，導致對國內市場信心產生負面影響。	台股在 8.24 日跌破 7,000 點關卡，大跌 256 點，並一路下滑，9.3. 更暴跌 220 點，跌至 6,251 點，創下 87 年之最低紀錄。	財政部於 87.9.3 日宣布三項穩定措施，包含：為防止國際投機客的資金在台灣進行股匯市套利，政府關閉遠期外匯市場，以阻止國際炒家在台興風作浪。
911 美國遭受恐怖份子攻擊事件	90.9.11	911 事件發生後更造成美國陷入經濟衰退。並且全球均籠罩在恐怖份子的威脅下，更使全球經濟雪上加霜，景氣復甦之路遙遙無期。	為因應 911 美國遭受恐怖份子攻擊事件之影響，股票市場及期貨市場十二日休市一天，交割順延一天。且台股更一落下探至 3500 點以下的新低點。	「臺灣證券交易所股價指數期貨契約」、「臺灣證券交易所電子類股價指數期貨契約」、「臺灣證券交易所金融保險類股價指數期貨契約」及「臺灣證券交易所股價指數小型期貨契約」之每日跌幅限制，自 9.19 日起至 9.21 日止，每日最大跌幅由現行前 1 日結算價格之百分之 7，調整為百分之 3.5，每日漲幅限制仍維持現行之百分之七。9.24 日起均恢復為百分之七。

國內期貨市場的建立，確實對證券市場具有規避風險、價格發現與增加投資選擇等正面的效果，但是亦會帶來交易移轉程式交易與加劇現貨市場價格波動等負面影響，其整體效果容後再分析。

五、調整股市交易時間

(一) 雙週之週六休市：

為了符合國際股市交易的習慣，台灣證券交易所自 1998 年 1 月 1 日起，實施每月雙週之週六休市的措施。並於同年 4 月 4 日起調整週六股市交易時間，將

每月單週週六交易時間延長一小時，也就是從早上九點至十二點。

(二) 延長股市交易時間：

我國股市延長交易時間乙案業經財政部報奉行政院核定，其內容如次：

1. 實施日期：九十年元月起；
2. 交易日數：每週一至週五，週六不交易及交割；
3. 交易時間：上午九時開盤至下午一時三十分收盤，每日交易時數四·五小時；
4. 交易方式：一盤到底交易；
5. 每日漲跌幅限制：維持現行百分之七。

六、實施國安基金與庫藏股

(一) 國安基金的設置

國家安定基金的設置源於民國 85 年 3 月間，由於當時我國首次總統民選，中共卻同時進行軍事演習，為穩定投資人信心，由行政院統合公營機構八個單位，籌集新台幣二千億元成立『股市穩定基金』。之後在台股遭遇幾次重大利空衝擊時，政府的四大基金均有進場護盤紀錄。直至民國 89 年 3 月我國舉行第二次總統民選，籌備多時的國安基金在 3 月 15 日正式成立，其可運用的總額為五千億，有下列兩項來源：

1. 以有價證券為擔保，向金融機構借款，額度約為二千億。
2. 郵儲、勞保、勞退、退輔基金合計約為三千億元。

綜合整理國安基金自 89 年成立後至今之進場護盤記錄如表七所示。

表七 國安基金進場護盤紀錄表

次 別	啟 動 時 間	動 用 理 由	動 用 金 額
第一次 啟動	89.3.16 日早上 9 點 30 分召開臨時管理委員會，一致決定 3 月 16 日及 17 日動用國安基金，以穩定股市。	89 年 2 月起，國內股市受到大選局勢之影響而有鋸幅波動，2 月 21 日起連續五個交易日下挫，3 月 13 日更創下我國跌幅最高紀錄，下挫 617.65 點。	動用 514 億元。
第二次 啟動	89.3.20 日授權於 2 個星期內，視市場實際狀況彈性進行護盤。	總統大選後，我國面臨第一次政黨輪替，短期內恐對投資人信心造成重大衝擊。	動用 27 億餘元。
第三次 啟動	89.5.25 日授權於中共軍事演習期間，若有致資本市場及其他金融市場失序及損及國家安定時，得動用基金。	鑑於中共於 5 月 15 日至 5 月 31 日於福建省沿岸舉行軍事演習。	未有實際護盤行動。
第四次 啟動	89.9.26 日授權自 9.26 日至 10.15 日，密切注意股市相關狀況，若涉及資本市場失序情形，即依規定動用基金。後再延至 10 月底。	為關切因政局不安而導致股市連續之波動可能造成之影響。	動用 406 億元。
第五次 啟動	89.10.31 日授權自 11.1 日至 11.15 日，得動用基金執行安定市場任務。	為關切股市受到核四停建所導致的總統罷免案之影響。	動用 386 億元。

(二) 庫藏股制度的開放

庫藏股制度在美國、英國、法國、日本等國家已經行之有年，是國外的公司為維護自身的股價所常使用的手段。而我國庫藏股制度的法源-證券交易法第二十八條之二修正條文在 89 年 6 月 30 日才三讀通過，且在 89 年 8 月 7 日證期會公布『上市上櫃買回本公司股份辦法』才算是正式實施，表八彙整我國庫藏股實施的相關規定。

表八 我國庫藏股實施相關規定整理表

規 定 項 目	內 容
作業程序	先經董事會 2/3 以上之出席，並就買回目的、價量、期間等事項提出討論，並須經出席董事 1/2 同意，公司應於董事會決議後 2 日內辦理公告。
買回目的	轉讓股份與員工 配合附任股權公司債、附認股權特別股、可轉讓公司債、可轉換特別股或認股憑證之發行，作為股權轉換之用。 為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理消除股份者。
買回方式	於有價證券集中交易市場。 於證券商營業處所。 以公開收購方式於市場上買回公司股票。
存續年限	應於買回之日起六個月內辦理消除股份變更登記；如有轉讓股份於員工或供股權轉換之用，則於買回之日起三年內將其轉讓，逾期未轉讓者，視為公司未發行股份，並應辦理變更登記。
買回數量及金額上限	買回股份比例不得超過公司已發行股份總數 10%，收買股份之總金額並不得逾公司保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積，並減去已決議分派之盈餘及公司按證券交易法第 41 條規定所提列之特別盈餘公積之合計金額。
股東權益之限制	買回庫藏股不得質押，且於未轉讓前亦不得享有股東權利。
禁止特定關係人賣出持股	關係企業或董事、監察人、經理人之本人及其配偶，未成年子女或利用他人名義所持有之股份，於該公司買回期間內不得賣出。
公司委託買進規定	如採證券集中市場或證券商營業處所買回公司股份者，其每日得買回股份之數量之 1/3 或 20 萬股為限，其委託價不得高於當日漲幅限制一半，且不得於開盤後 30 分鐘內報價，並應委任單一證券經紀商辦理。

自 89 年 8 月 7 日庫藏股制度正式開放後至 91 年 2 月 10 日，共有 229 家上市公司實施庫藏股制度，佔總上市家數的 39.01%。而已在股市執行買進庫藏股的件數合計共 515 件，以金融類 129 件最多，買回目的則以轉讓股份予員工 353 件最多，詳細資料如表九所示。

表九 庫藏股買回目的統計表

買 回 目 的	樣 本 數	百 分 比
轉讓股份予員工	353	68.54%
股權轉換	5	0.97%
維護公司信用及股東權益	157	30.49%
合 計	515	100%

七、實施兩稅合一

目前世界各國對於公司所得稅之課徵，在型態上大致可分為兩大類，一為獨立課稅制（以美國為主），採法人實在說之理論，認為公司為有獨立納稅能力之課稅主體，公司之所得課徵公司所得稅後，其盈餘分配予股東時須再課徵股東個人所得稅，兩稅分別獨立並無關聯。另一類稱為合併課稅制（以歐洲國家為主），採法人擬制說，認為公司法人為法律之虛擬體，不具獨立納稅能力，僅係做為將盈餘傳送至股東之導管，故公司階段之所得與股東階段之股利，應僅課徵一次所得稅，此即通稱之兩稅合一制。

我國於 87 年 1 月 1 日正式實施兩稅合一，其主要內容為：營利事業所繳納之營利事業所得稅，得用以扣抵其個人股東之綜合所得稅；股東適用之邊際稅率高於公司稅率者，則需補稅，股東適用之邊際稅率低於公司稅率者，則可退稅。公司間轉投資所獲之股利完全免稅。

由此可知，兩稅合一制度中公司營所稅可扣抵股東綜所稅的措施，的確會使公司的股利政策偏向增加現金股利的發放；而盈餘配股緩課優惠的取消，則會使公司股票股利的配發減少。

肆、各項重要政策的效果—文獻回顧

本文主要探討政府實行股市相關政策對台灣股市的影響，為了改善國內股市的暴起暴落的本質，及健全國內股市，我們可歸納出政府近年來主要朝漲跌幅限制、擴大法人交易比例、調整信用交易制度、建立股票期貨市場、兩稅合一、實施庫藏股、實施週休二日制及其他政經措施等方向著手。此外，由於台灣特殊的政經環境，使得台灣股市容易受到兩岸關係與國外經濟情勢的衝擊而劇烈波動，而政府常會公布各項穩定股市措施以緩和此類利空對股市的衝擊。本節主要回顧有關對股市政策之研究的相關文獻，除各項政策的施政結果外，並檢討相關實證的結果，檢測政府所採行的健全股市政策與穩定股市措施是否有實質效能。

一、漲跌幅限制

雖然漲跌幅限制被廣泛地在各國的股市中實行。但是它的有用性及對股市的真正影響，在學術界及政策制定者之間仍是爭論不休。漲跌幅限制存在的有用性，應該是決定於市場的狀況。雖然學者並不同意漲跌幅限制存在的有效性；卻不否認漲跌幅限制的確可以降低非理性的過度反應交易。如果達到漲停板或跌停板是因為非理性的過度反應所致，此時漲跌幅限制正好可以保護理性的投資人；反之，若是因為基本面的衝擊而達到漲停板或跌停板，此時漲跌幅限制會影響市場的流動性及市場的效率性（價格發現）。

李志銘（民 90）探討漲跌幅限制對台灣股市波動性、效率性及流動性之影響。該

文探討下列問題：

- 1.漲跌幅限制本身是否能夠有效地抑制市場非理性的波動，或者只是將合理性波動遞延至次一營業日而已？
- 2.在價格變動（price movement）的過程中設漲（跌）停板，是否會使得股價在當日無法達到均衡價格？
- 3.漲跌幅限制是否會阻礙市場的流動性？

研究結果顯示：

- 1.漲跌幅限制並沒有辦法抑制波動性。
- 2.漲跌幅限制本身並沒有辦法使投資人重新衡量新資訊的價值。只是把衡量的時點延後而已。因此，漲跌幅限制的存在，阻礙了新資訊在當日的完全反映。未反應的訊息，並沒有因為漲跌幅限制的存在而消失，只是延後一期或多期反應而已。
- 3.在漲跌停收盤的個股，其價格持續上漲（或下跌）的現象都明顯的比價格反轉，或是價格不變的現象來得多。從這樣的結果中可以看出來，價格遞延反應資訊的現象非常的明顯。均衡價格無法在碰觸停板的當日反映出來，結果使得投資人必須要等待到次日（或多日）才能以均衡價格進行交易。因此，漲跌幅限制存在確實有干擾市場效率性的現象。
- 4.漲幅限制的存在，造成股價鎖住，連帶影響到漲停收盤當天的成交量，而次日（或數日後）的成交量因必須一併消化前一日的交易而放大。連帶使交易量受到干擾，使得市場上的流動性受到影響。

林家聲（民 90）則探討股市在漲跌幅限制下之資訊效率性，其研究方法沿襲事件研究法的精神，首次將有無資訊的分類帶入漲跌幅限制的實證研究中。過去的文獻對於漲跌幅限制的效果，一直無法在理論或者實證上得到一致的結論，綜觀正反論辯，投資人對於資訊能否理性反應到股價上，是雙方交鋒的重點。因此，如能將造成漲跌幅事件背後的資訊本質釐清，將有助於吾人了解漲跌幅限制真正的影響。該研究利用個股的公開消息定義漲跌停事件的資訊本質，觀察漲跌停事件前後二十四小時股價、波動性與週轉率的變化，研究結果為：

- 1.比較支持漲跌幅限制可以抑制過度反應的說法。
- 2.不過漲跌幅限制卻在漲跌停板的前後，均造成較大的波動性與週轉率。
- 3.有資訊的漲跌停事件與沒有資訊的漲跌停事件，兩者的差異不如推論明顯，可能原因是存在著無法捕捉的私有資訊。

劉舒惠(民 89)對台灣股市波動影響因素加以探討，該研究採用 EGARCH 模型來配置不對稱的波動性，而研究對象為臺灣加權股價指數與八大產業類股指數，而研究期間從民國七十六年十月至八十八年十二月。該研究將影響波動性的因素分為總體經濟面因素與交易面因素，分別利用複迴歸模型與 VAR 兩種方法，來探討波動性與因素之間的同期關係與動態關係，實證結果如下：

- 1.漲跌幅制度的改變確實會影響平均報酬率，漲跌幅為 3%時的平均報酬率大於漲跌幅為 5%時的平均報酬率，又漲跌幅為 5%時的平均報酬率大於漲跌幅為 7%時的平均報酬率。由此可知當漲跌幅制度愈小其平均報酬率愈大，且不論是採用日資料或週資料，結果均為一致。
- 2.在漲跌幅為 3%區間內，水泥窯類與紡織類股指數的波動性具有不對稱效果；而漲跌幅為 5%區間內，加權股價指數與八大類股指數的波動性均具有不對稱效果；漲跌幅為 7%區間內，除金融類股指數外，其餘指數的波動性均具有不對稱效果。
- 3.不論在任何漲跌幅區間內，加權股價指數與類股指數的波動性均具有叢聚現象，可由自身落後項來加以預測。

胡秀琴(民 79)探討股價波動性、交易制度及停板限制在台灣股市之間的關聯性。該研究以民國七十四年七月至七十九年六月為主要的研究期間，並將影響因素分為四大類：總體因素、制度因素、投機因素及炒作因素，其中又以制度因素為其研究重點。該文以 F-test 及 Levene-test 兩種方法比較不同漲跌幅期間(3%、5%、7%)的股價波動是否有顯著差異。並以事件研究法，對包含三種漲跌幅限制的盤中資料，進行累積平均報酬分析，藉此瞭解台灣股市之股價行為在停板前後呈何種變化趨勢。研究結果發現，若以波動性的絕對大小為衡量股市穩定性之標準，漲跌幅越大時，股市波動性越高，從這一角度而言，適度的縮小漲跌幅有穩定台灣股市之作用。

二、擴大法人交易比例

Aggarwal(1990)探討巨額交易資訊和股票報酬率之調整關係，該研究以 1997 年 1 月 1 日至 1997 年 12 月 31 日在紐約證券交易所每日成交超過 20,000 股的個股為研究之標的，共 2015 個巨額交易樣本。該研究運用累積異常報酬(CAR)測試巨額交易資訊和股票報酬率調整關係。實證結果發現：機構投資人對市場之影響效果並不明顯。即使有一部份巨額交易造成股價報酬率的波動，其原因並不在巨額交易本身，而是因該公司具有特殊事件發生才造成股價波動。

Hamao 與 Mei (1995)分別以不同限制程度，探討外資與日本本國法人之績效及其所造成的波動。該研究以 1990 至 1992 年日本東京股票交易所公布之資料為樣本，研

究發現外資不像贊成限制者所述，會對當地國家造成金融不安，也沒有優於當地投資者的投資能力，因此，建議撤除所有金融服務部門的各種限制與障礙。

Bakaert 與 Harvey (1997)探討外國投機者與新興市場之關係。該研究以 1976 至 1995 年期間，二十個新興市場的國家基金(Country funds)、ADRs (American Depositary Receipts)為資料，實證結果發現，外資投入新興市場，會對當地股市的預期報酬及股價波動造成影響。新興市場在開放外資限制後，資金成本會降低，但股價報酬的波動僅會小幅增加。作者同年另一篇其實證結果顯示新興市場自由化後，當地市場報酬與世界報酬的聯繫性增加，但不影響股市的波動。

劉炫明 (民 89) 探討外資買賣超交易資訊對股價波動之影響。該文探討的議題包括：當外資逐漸增加其投入台灣證券市場的資金比重時，對於以散戶為主的台灣股票市場之投資人應該如何掌握外資的脈動？而外資交易行為會對我國股市產生何種衝擊？以及外資持股的股價是否具有領先指標？外資買賣超是否含有投資情報的內涵？等等。並進一步探討外資買賣超之標的個股報酬率與整體股市的報酬率的關係，以及在多頭市場，空頭市場評估投資人跟隨外資操作的可行性。該研究檢視外資買賣超第一名之個股與市場表現的變化關係，以及買賣超個股後五日異常報酬之變化情形，並透過獨立性檢定，檢定外資買賣金額與大盤加權指數漲跌之相關性。該研究之結論如下：

- 1.研究期間中，對外資買進日報酬率分析與檢定結果顯示，外資投資報酬率較大盤加權指數報酬率為高。
- 2.外資當日買超標的股之報酬率平均值大於大盤加權指數報酬的平均值，足見外資買超標的股具有較佳之投資績效。當外資大量買入個股時，該股有顯著正的異常報酬。
- 3.外資當日買超之第一名個股，無論在多頭市場或空頭市場均較大盤加權指數具有較佳的報酬率，而投資人在次日跟進時，無論在多頭市場及空頭市場也較大盤的加權指數具有較佳的報酬率。
- 4.有關外資買超之標的股，在當日、及次一日均有較佳於大盤加權指數的報酬率，但是在次二日、次三日、次四日及次五日則無顯著超額報酬。
- 5.有關多頭市場外資賣超之標的股，在當日、次一日及次二日均顯著劣於大盤加權指數報酬率，也就是外資賣超標的股之當日、次一日及次二日股價的跌幅較重於大盤加權指數的跌幅，然而在次三日、次四日及次五日則無此訊息。在空頭市場外資賣超標的股，於當日、次一日，至次五日均未顯著劣於大盤加權指數報酬率，所以投資人也無法經由外資賣超的訊息跟進而獲得較高的報酬。

陳進通 (民 90) 探討影響外資買賣超的因素，詳言之，外資買賣超股數是否受公

司市值、股東權益、累計盈餘、報酬率、成交量及外資尚可投資股數餘額等六個因素之影響。該研究以民國 86 年至 88 年在台灣證券交易所上市之電子股為研究對象，採簡單迴歸、複迴歸、逐步迴歸分析及二階段最小平方法，探討外資買賣超行為與股票特性間之關係。研究結果發現：

- 1.外資買賣超行為與公司市值呈顯著的正關聯。由於投資人與股票發行公司間具有明顯的資訊不對稱性存在，因此外資偏好資訊較為公開的大規模公司，外資對市值較大的個股有較明顯的買超行為。
- 2.外資買賣超行為與公司股東權益呈顯著的正關聯。股東權益愈大的個股，外資持股意願愈強，買超股數顯著的增加。
- 3.外資買賣超行為與公司累計盈餘呈顯著的正相關。累計盈餘較大的個股，外資有較大的買超行為。
- 4.外資買賣超行為與股票報酬率呈顯著的正相關。個股報酬率高，外資有明顯的買超行為；個股報酬率低，外資有明顯的賣超行為，證實外資採取追漲殺跌的正向投資策略。
- 5.外資買賣超行為與成交量呈顯著的正相關。成交量大，表示交易熱絡、週轉率高、流動性強，資金能作較靈活的運用，因此成交量較大的股票，外資持股意願較強。
- 6.外資買賣超行為與外資尚可投資股數餘額呈顯著的正相關。尚可投資股數餘額大，外資買超意願較高；尚可投資股數餘額小，外資持股意願低。

黃懷慶（民 89）探討臺灣股市三大機構投資人（外資、投信與自營商）之投資行為。雖然機構投資人一般都比较不會採取短線進出策略，但畢竟它也是要獲利的，所以當股市狀況低迷時，機構投資人若大量的出脫持股，往往會使股市更加速的大幅下跌，因此機構投資人是否能夠發揮其預期的穩定作用，則頗令人懷疑。該研究分別使用向量自我迴歸模型、Granger 因果關係檢定與一般化自我迴歸條件變異數模型，來探討機構投資人的投資行為以及其對股市波動的影響。至於資料的取樣時間則分為兩個部份。集中市場的資料期間為民國 84 年 8 月 1 日至民國 88 年 12 月 31 日之資料，共 1232 筆。而店頭市場的資料期間為民國 85 年 7 月 4 日至民國 88 年 12 月 31 日之資料，共 964 筆。該研究的結論如下：

- 1.就機構投資人間的互動關係而言：在集中市場裡，投信最常扮演跟隨者的角色，其跟隨的對象有外資與自營商，而外資與自營商則會相互的影響。而於店頭市場裡，最常扮演跟隨者的角色的則是自營商，其跟隨的對象有外資與投信，另外投信則會跟隨外資操作；因此外資是市場的領導者。
- 2.就機構投資人買賣行為與股價指數報酬間的關係而言：不論於集中市場或是店頭市

場，外資與投信都會追漲殺跌，而自營商則是追跌殺漲；因此自營商的進出比較有穩定股市大盤的效果。

- 3.就機構投資人買賣超的波動率對股價指數報酬波動率的影響而言：不論於集中市場或是店頭市場，外資、投信與自營商前期買賣超的波動率與後期股價指數報酬的波動率成負相關；也就是說外資、投信與自營商三大法人的買賣行為確實存在降低股市波動率的證據，因此建議政府財經當局，理應將台股市場法人的投資比例，繼續朝向穩定擴大的方向努力。

林瑞堂（民 89）探討外資及國內法人交易行為對台灣股市的波動與操作績效之影響。自八〇年代初，開放國外投資機構對新興市場所產生的問題，各國政府、學者及輿論均對外資造成股市的影響，及交易行為的特質與表現有諸多的探討，該研究以台灣股市為基礎，討論外資對股市的影響及其所扮演的角色。大體上可分為三個部分，第一部分為在放寬外資限制下股市波動性的探討。實證方法上，以 Schwert & Seguin (1990) 股市波動性估計方法衡量台灣股價的波動，再以兩階段最小平方法（2-SLS）檢驗法人的交易行為與股市波動性之間的關係。此外，更將不同的外資限制區分成不同時期，以便進一步觀察不同外資限制下波動性的變化。第二部分則為法人績效之研究，此一部分針對外資在買賣交易行為是否較國內法人擁有較佳的績效，以未來報酬、累積未來報酬及 Henriksson and Merton (1981) 的無母數檢定（Non-parametric Test）等不同角度加以考量，檢驗法人績效之異同。最後一部分的重點在於法人交易行為之探討，首先考慮交易行為與過去超額報酬間之關係，再以 Granger (1996) 所提出的因果檢定來判斷法人間的領先與落後關係。研究結果發現，外資在台灣股市所扮演的角色，並非完全如支持限制外資開放者的預期。實證結果顯示，外資在不同程度的開放下造成國內股價波動，會因不同的衡量角度及時點選擇，而出現不一致的結論。外資在交易行為方面，績效並沒有優於國內法人，亦無追高殺低的現象。

劉慧欣（民 87）探討外國機構投資法人的持股內容、交易行為及其交易行為所產生的市場衝擊，以瞭解其選股決策以及外資進出對國內股票市場穩定性的影響，並進一步驗證其交易行為是否存在正向回應現象，與交易完成後的股價回復現象及短期績效表現。該研究以民國 84 年至民國 86 年底的每日股價資料、每日外國機構投資人的持股明細，以及所有上市個股的財務資料。研究實證結果顯示：

相同的交易行為上，通常有持續十日的現象，且每一次交易的張數並不大。此外，明顯存在著正向回應情形，顯著的市場衝擊和短暫的股價回復現象。

最後，外國機構投資人在買和賣不同的交易行為上，存在著不對稱的現象。

三、調整信用交易制度

Schwert (1989)研究保證金成數與股市波動的關係，研究期間含蓋 1935 至 1989 年的資料。研究結果顯示：保證金成數的變動並不會影響股市的波動，而股市的波動則會促使 Fed 調整保證金成數。

Hardouvelis (1990)研究原始保證金比率是否能抑制現貨市場過度投機的行為。該研究使用年資料及月資料來測試股市的波動性，並利用 VAR 分析。研究結果如下：

- 1.保證金比率調高，未來股價波動將減少。
- 2.保證金比率調高，未來股票報酬將減少。
- 3.保證金比率調高，未來成交量將減少。
- 4.保證金比率調高，未來融資買股票將減少。

Hsu (1996)研究保證金比率對台灣股市第一類股和第二類股股價指數波動的影響。短期是利用修正後的 Levene 統計量檢定保證金調整前 12 天與後 12 天報酬率的變異數是否有顯著不同；長期則利用一階差分形式的自我迴歸 Granger 因果關係檢定。該研究以 1981 至 1991 年的月資料及日資料為研究對象，研究結果顯示：

- 1.短期而言，保證金調整有幾次顯著地影響股市的波動性，但大部分的調整對股市都不具顯著影響。
- 2.長期而言，有一些微弱的證據顯示保證金比率調整對第二類股有影響。

許哲源（民 81）研究融資比率及融券保證金成數的調整對股價波動是否有影響。該研究以民國 70 年至 80 年間的日、週及月資料為研究對象，並使用普通最小平方法 (OLS)及聯立方程式模型估計方法，研究結果顯示：

- 1.以日、週資料而言，無論是融資比率或融券保證金當日的調降，或是融資比率或融券保證金當日的調升，對當日的股價變動並無任何顯著的影響。
- 2.以月資料而言，研究結果顯示出月加權平均融資比率對股價波動的關係為正且顯著，代表融資比率有加劇同期股價波動的現象。
- 3.相對的月加權平均融券保證金成數對股價波動的影響則為不顯著。

王瑞鏐（民 84）研究停止融資買進與停止融券賣出對股票報酬率的影響及融資融券餘額與股票報酬率之互動關係。該研究以民國 80 年元月至 82 年元月間符合得為融資融券標準之所有股票為對象，分別使用介入分析模式探討停止信用交易對股票報酬率的影響，及以 VAR 模型與 ARCH 模型分析之。研究結果顯示：停止融資融券或停止融券對股價的影響效果多不顯著且是短暫的。因此若主管機關欲以此作為控制股價波動的工具，可能沒有預期的效果。

柳春成 (民 85) 研究證券信用交易比率的調整是否會對股市波動性造成顯著的影響。該研究以民國 71 年 1 月至民國 79 年 12 月的股市資料為對象，並依 Beta 係數高低分別將第一及第二類股票分為高風險及低風險投資組合，再利用 Levene 修正後檢定法，檢定信用交易的調整是否會擴大投資組合報酬率的變異數，造成股市波動；Wilcoxon 配對符號等級和檢定信用交易的調整是否會擴大投資組合中個別證券報酬率的變異數，而造成股市波動。研究結果顯示證券主管機關調整信用交易比率來活絡市場或抑制投機買氣的作法，並無法得到預期的效果。

四、建立期貨市場

Damocaran (1990)以 CRSP 的日資料，取 1982 年 4 月 21 日 S&P500 股價指數期貨上市前後五年 (1250 個交易日) 為樣本，分別計算 NYSE 中個別公司股票報酬率的平均值與變異數。再將這些公司分為兩組，一組屬於 S&P 指數中的公司 (指數組)，另一組不在 S&P 500 的組成名單上 (非指數組)，實證結果發現：

- 1.在平均報酬方面，指數組及非指數組在股價指數期貨上市後均顯著提高，且指數組上升幅度較大。而兩組之平均報酬在股價指數期貨上市前並無顯著差異，上市之後則差異變成顯著。
- 2.在變異數方面，指數組在股價指數期貨上市後變異數增大，其顯著性在臨界邊緣。非指數組之變異數則顯著降低，且兩組間變異數之差異顯著。

Kamara, Mill 與 Siegel (1992)先利用不同的統計方法做單變量檢定，再以控制總體經濟變數的條件下做多變量檢定。該研究以上市前及上市後樣本之日報酬、月報酬資料，測試股價指數期貨上市對 S&P 500 指數報酬穩定性的影響，研究結果顯示：

股價指數期貨上市後日報酬率波動性大於未上市前，但月報酬率的波動性則未改變，因此認為即使股價指數期貨交易對股價波動有影響，其效果是微小且短暫。

Kamara 等人進一步探討顯示：就算是無其他事件影響，日報酬率的分配經常在改變，因此波動性的顯著增大，不必然是股價指數期貨上市所引起。股票日報酬率波動性增加可能因股票市場中不適當的訊息流動，因此有關單位因應措施是改善股市流動性的方法而非提高股價指數期貨交易成本。在控制總體經濟變數的影響下，股價波動在期貨上市後並未增加，反而下降。

Bessembinder 與 Seguin (1992)為瞭解期貨交易量是否與股票價格波動有關，結果發現積極的交易行為能減少股票價格的波動性。該研究對 S&P 500 指數建立一個價格與交易量關係的模式，將期貨市場的熱絡程度分別以成交量及未平倉契約量表示，並使用 ARIMA(0,1,10)分析期貨交易後對股價波動的影響，研究結果如下：

- 1.預期未平倉契約與股價波動成反比，而未預期未平倉契約與股價波動成正比，但都不顯著。
- 2.移動平均項為顯著，表示長期下，期貨對股價波動的影響較為顯著。
- 3.移動平均成交量與移動平均未平倉契約量估計係數為負且顯著，表示長期而言，期貨交易能顯著降低股票價格波動。

徐菽銘（民 87）以 SIMEX 台股指數期貨為研究樣本，以日報酬率之變異數代表股價之波動，分別以 F 統計量與 Levene 統計量來檢定股價指數期貨之上市效果，其研究結果顯示：

- 1.SIMEX 台股指數期貨除了報酬率外，在風險、投機色彩及暴漲暴跌上均表現的比現貨強烈。
- 2.在遲滯性檢定方面，期貨有領先現貨波動的趨勢，即現貨指數在反映市場訊息上要比期貨指數來的遲滯。
- 3.SIMEX 台股指數期貨上市後，波動性只有在中期顯著上升，但是顯著性在臨界邊緣，而短期及長期波動性並無明顯改變，故股價指數期貨對於現貨市場的波動性並無很顯著的影響。

李忠穎（民 91）探討台灣現貨與期貨市場之價格行為，尤其小型台指期貨創立之影響。台灣期貨交易所於 2001 年 4 月 9 日推出新的金融商品 - 小型台指期貨，讓台灣的金融市場更趨多元化。該研究使用台灣股價指數與台灣期貨指數之日資料，研究樣本期間自 1999 年 7 月 21 日至 2001 年 11 月 30 日，分析採用 TGARCH 模式與 Bi-EGARCH 模式，探討小型台指期貨上市，對現貨與期貨市場波動性與不對稱性波動的影響。探討的主題有三：

- 1.檢視台灣股價指數現貨市場之波動性與不對稱性之反應，是否因小型台指期貨期貨之上市而改變。
- 2.引進小型台指期貨交易，是否對市場結構產生變化。
- 3.探討小型台指期貨交易，是否造成現貨與期貨市場不對稱性波動改變。

實證結果得到以下結論：

- 1.引進小型台指期貨後，現貨市場與期貨市場之波動性皆增加。
- 2.市場結構並未因小型台指期貨加入產生顯著的改變。
- 3.根據 TGARCH 模式實證結果，台灣現貨市場引進小型台指期貨交易之不對稱性分析中，可知電子類股指數市場出現槓桿效果，而金融保險類股市場產生逆槓桿效果。

五、兩稅合一及實施庫藏股制度

曹美娟（民 89）以權益評價模型來測試兩稅合一制之股東可扣抵稅額對股價之影響，藉以探討兩稅合一分別對上市與上櫃股票市場之影響。依該文之分析，在採行兩稅合一制度後預期上櫃股票之股東可扣抵稅額對股價之反應較上市股票市場大，故藉由比較股東可扣抵稅額對股價反應之差異程度，可推論上市與上櫃股票市場相對效率性，實證結果顯示：

- 1.兩稅合一後，股價與股東可扣抵稅額成正相關。
- 2.上市股票之股東可扣抵稅額對股價之反應較上櫃股票市場為大，故推論上市股票市場相對於上櫃股票市場之效率性為大。
- 3.外資持股比例之高低，並無影響股東可扣抵稅額對股價之反應。
- 4.在去除股東可扣抵稅額為零之樣本公司、納入退休金項目及每股盈餘變數、平減期初股價、以所得稅費用及調整股東可扣抵稅額做為股東可扣抵稅額之代理變數，延伸實證，所獲結論仍與前述一致。

李皓（民 90）研究內部人、股市多空及兩稅合一對我國上市公司股利政策影響。該研究針對民國 80 年至民國 89 年間有發放股利之我國上市公司為研究樣本，進行複迴歸分析以及相關之統計檢定後，發現以下結果，兩稅合一制度中公司營所稅可扣抵股東綜所稅的措施，的確會使公司的股利政策偏向增加現金股利的發放；而盈餘配股緩課優惠的取消，則會使公司股票股利的配發減少。

楊婉婷（民 90）研究庫藏股制度對台灣股市的影響，主要在探討台灣上市上櫃公司宣告買回庫藏股，是否影響公司股價，並比較公司間的差異，是否會產生不同程度之效應。該研究採用事件研究法並利用市場模式，以最小平方方法估計累積報酬(AR)、異常累積報酬(CAR)，實證結果發現：

- 1.宣告時的股價表現可預測宣告後 20 天的股價表現，若宣告時 5 天的累積超額報酬率為負數，則之後的表現也就越差。
- 2.宣告買回比率越高，累積超額報酬越高，但是各不同買回比率組間並沒有顯著差異。
- 3.買回目的為維護股權者的累積超額報酬率，明顯大於轉讓給員工者。
- 4.公司規模小者的累積異常報酬(CAR)(事件後第 3 日至第 12 日)大於公司規模大者。
- 5.帳面對市值比(Book-to-Market) 大者其累積超額報酬較高。
- 6.第一次買回者其報酬率較第二次買回者為大。
- 7.累積異常報酬(事件前 2 日至事件後 2 日)為正者，其股價表現也較累積異常報酬負者佳。
- 8.上市和上櫃的公司，其股價表現並沒有差異。

9.上櫃證券股表現較上市金融股佳，但無統計上顯著差異。

10.上市電子股表現較上櫃電子股表現佳，但也無統計上顯著差異。

11.獲利能力（以營業利益或營運現金流量代表）越高，宣告買回股票的超額報酬率就越高，但是此兩變數係數的 t 值皆不顯著。

12.營收成長率越高，可能代表公司有較多淨現值為正的投資機會，與累積超額報酬率應成正向關係，但實證結果發現兩者間為負向關係。

綜合該研究的實證結果，公司宣告買回股票，在短期間內的確有正向激勵股價的效果，但是在長期的效果並不明顯。

六、實施週休二日制

廖怡玲（民 88）研究交易時間、交易行為與股市績效。研究目的有二：

- 1.探討隔週休二日制對台灣股市整體市場績效（流動性、波動性、效率性）之影響。
- 2.藉由公司橫斷面分析，來檢視隔週休二日制對公司個別因素的影響。

研究期間為 85 年 1 月 4 日至 88 年 3 月 10 日，研究對象以台灣證券交易所之 311 家上市公司。

研究實證結果顯示：

- 1.對市場整體績效而言，隔週休二日的實施，並不會影響市場整體的流動性，但會使得單週週一交易量明顯下降。
- 2.市場波動性與一週交易總時數有正相關。
- 3.對長期投資者而言，隔週休二日實施後之單週有明顯延後交易的趨勢。
- 4.對短期投資者而言，隔週休二日實施後，不論週六休市與否，他們都會提前於每週最後一營業日進行交易。
- 5.資訊交易程度愈高之個股，單週週一市場資訊不對稱、價量齊縮之情況會更為嚴重。
- 6.在市場效率方面，隔週休二日的實施，會使市場之週末價格連續性明顯增加，尤其對交易熱絡影響最大。

王彥茸（民 89）研究台灣實施週休二日制度對股市報酬率之影響，以民國 87 年 1 月至 89 年 2 月 29 日為研究期間，其中又區隔出空頭期間十個月與多頭期間七個月，使用雙尾 t 檢定、變異數分析與 Kruskal-Wallis H 檢定法來檢定週休二日與週休一日股票平均報酬率是否有顯著差異，並檢測非交易日增加是否會造成訊息累積，使得投資人在週休二日前後產生異常的交易行為。

實證結果顯示：

- 1.加權股價指數與大規模上市公司每日平均報酬率在週休二日與週休一日無顯著差異。

- 2.加權股價指數每日平均報酬率與大規模上市公司每日平均報酬率在週休二日與週休一日無顯著差異。
- 3.週休一日當週具有週末效果，週一報酬最低，愈到週末報酬越高，結果與國外學者研究一致。
- 4.在週休二日連放二日假後的隔日，也就是週休一日當週的星期一，明顯具有低於一星期中其他各天的報酬之現象。
- 5.週休二日連放兩天假之前（星期五）週末報酬率反而偏低，但是在週休二日週的星期一，具有明顯高於一星期中其他天的高報酬，應是上週週末的利多因素未消化完全所致，而延續上週週末的高報酬。
- 6.在週休二日當週的星期三報酬最低，其次是星期二。
- 7.整體而言，台灣實施週休二日制之後，週休二日與週休一日，交易日相差一天，其股票報酬率並沒有明顯差別，但放假一天與放假兩天的差異確實使投資人的交易行為產生異常變化，而且週休一日與週休二日當週星期效應有差異。

伍、結論

目前台灣股市的參與者，主要仍以個別投資人（散戶）為主，加上台灣股市屬於淺碟型的市場以及特殊的政經環境，因此台灣股市容易受到兩岸關係以及國內外政經情勢的衝擊而產生劇烈的波動，因而，造成台灣股市週轉率高、波動性大（風險高）、投機性強的特性。

在經濟學中，有關政府角色的探討上，經濟學家的看法不一，有些經濟學家認為政府應扮演積極的角色，以促進經濟的平穩及發展；相反地，也有另一派的經濟學家，認為政府只要提供公平的競爭環境，價格機能（或市場機制）自然會將資源作最有效的分配。同理，政府對股市的各種政策及其效果，各學者專家的看法不一。但無論如何，政府對股市的各項政策（或政策的改變）應以促進市場的效率性（market efficiency）為最終目的與最高指導原則。因為一個有效率的市場，各種資訊都能立即且完全地（immediately and fully）反應在證券的價格上，因此可以降低資金的成本，促進經濟的發展。

本文回顧近年來，台灣股市各項政府政策以及政策的改變，對股市的影響之相關文獻，其目的在於提供各界重新思考與討論的機會，以促進達成台灣股市的效率性。茲將各項政策施行的效果，摘要如下：

- 一、漲跌幅度的限制，對於能否抑制波動性的效果，各研究的結論不一。在極短期內，漲跌幅的限制應有降低波動性的效果，但相對地卻犧牲了市場的效率性及流動性；長期而言，漲跌幅的限制，是無效的。

二、擴大法人交易的比例，應有助於改變投資的觀念，如重視基本分析以及降低股市的波動性及週轉率。

三、調整信用交易制度；在國外的研究結果顯示，應會影響股市的波動性。但在國內的研究，其效果極有限，大部分認為無法達到預期的效果。尤有甚者，融資融券保證金成數的不對稱性，以及放空交易的限制，均造成台灣股市信用交易的跛足現象。

四、期貨市場的建立，有助於提供避險的管道。實證研究的結果，也認為期貨市場有提供價格發現的功能，但期貨市場對現貨市場的價格波動性之影響，則較無一致性的結論。

五、兩稅合一制度改變了公司的股利政策。台灣股市投資人，過去一向偏好股票股利，而兩稅合一的實施，已使公司偏向增加現金股利的發放。至於庫藏股制度，則對未來公司的股價有激勵作用，降低股價非理性的下跌。

六、實施週休二日，使市場的波動性與交易總時數成正相關，但無法影響短線進出的投資人，因他們均會提前於每週最後營業日進行交易。

展望未來，廿一世紀的證券市場，應朝網路交易、全球化、連續交易化、效率性等方向前進。台灣證券市場無法自主於外，因此政府對股市的政策應隨潮流的演進，必須有新的觀念、新的作法。

茲略舉數端以作參考：

- 一、網路交易制度的普及化及安全性。
- 二、如何延長交易時間。
- 三、證券交易法的修正，使程式交易可直接由電腦下達買賣委託指令。
- 四、證券商品的創新與多樣化。
- 五、促進證券市場效率性之措施與法令規章之修訂。

陸、參考資料

1. Aggarwal, Reena, 1990, "The Adjustment of Stock Returns to Block Trading Information", Quarterly Journal of Business & Economics, Vol.29, pp45-56.
2. Hardouvelis, Gikas, 1990, "Margin Requirements, Volatility And The Transitory Component of Stock Prices", American Economic Review, Sept.90, Vol.80 Issue 4, pp736-757.
3. Hsu, Yenshan, 1996, "Margin Requirements and Stock Market Volatility: Another look at the case of Taiwan", Pacific-Basin Finance Journal, Vol.4, pp.409-419.
4. Kamara, Avraham, Thomas W. Miller, and Andrew F. Siegel, 1992, "The Effect of

- Futures Trading on the Stability of Standard and Poor 500 Return", The Journal of Futures Market, New York, Vol.12 , Iss.6 , pp.645-658
5. Schwert, G. William, 1989a, "Margin Requirements and Stock Volatility", Journal of Financial Service Research 3, pp153-164.
 6. 王彥茸，台灣實施隔週休二日制度對股市報酬率之影響，國立中央大學企業管理學系研究所碩士論文，民國 89 年 6 月。
 7. 李志銘，漲跌幅限制對市場之影響-以台灣股市為例，國立中正大學會計學研究所碩士論文，民國 90 年 6 月。
 8. 李皓，內部人、股市多空及兩稅合一對我國上市公司股利政策影響之探討，國立中正大學財務金融學系研究所碩士論文，民國 90 年 6 月。
 9. 李忠穎，台灣現貨與期貨市場價格行為～小型台指期貨創立之影響，國立台北大學合作經濟學系研究所碩士論文，民國 90 年 6 月。
 10. 林佳聲，股市在漲跌幅限制下之資訊效率性，國立政治大學財務管理學系研究所碩士論文，民國 90 年 6 月。
 11. 林瑞堂，外資及國內法人交易行為對台灣股市的波動與操作績效之探討，私立輔仁大學經濟學系研究所碩士論文，民國 89 年 6 月。
 12. 胡秀琴，股市波動性、交易制度及停板限制-台灣股市之實證分析，國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文，民國 79 年 6 月。
 13. 柳春成，證券信用交易比例調整對台灣股市波動性影響之研究，國立政治大學企業管理學系研究所碩士論文，民國 84 年 6 月。
 14. 徐菽銘，SIMEX 台股指數期貨上市對現貨波動性之影響，國立台灣大學國際企業學系研究所碩士論文，民國 87 年 6 月。
 15. 陳進通，外資買賣超影響因素之研究，國立彰化師範大學商業教育學系在職進修專班研究所碩士論文，民國 90 年 6 月。
 16. 許哲源，調整融資比例、融券保證金成數與股價波動-台灣股票市場之實證研究，國立中正大學國際經濟研究所碩士論文，民國 80 年 6 月。
 17. 曹美娟，台灣上市與上櫃股票市場效率性之研究-以兩稅合一新稅制為例，私立中原大學會計學系研究所碩士論文，民國 89 年 6 月。
 18. 黃懷慶，台灣股市三大機構投資人（外資、投信與自營商）投資行為之實證研究，私立朝陽科技大學財務金融系研究所碩士論文，民國 89 年 6 月。
 19. 楊婉婷，庫藏股制度對台灣股市的影響，國立台灣大學財務金融學系研究所碩士論

文，民國 90 年 6 月。

20. 廖怡玲，實施隔週休二日制對台灣股市影響之實證研究，國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文，民國 88 年 6 月。
21. 劉炆明，外資買賣超交易資訊對股價波動影響之研究，私立中原大學企業管理學系研究所碩士論文，民國 89 年 6 月。
22. 劉慧欣，外國機構投資人交易策略及交易行為對我國股市衝擊之研究，國立政治大學財務管理學系研究所碩士論文，民國 87 年 6 月。
23. 劉舒惠，台灣股市波動影響因素之探討，私立朝陽科技大學財務金融系研究所碩士論文，民國 90 年 6 月。
24. 錢茂安，我國股市相關政策與穩定措施之研究，國立成功大學會計學研究所碩士論文，民國 90 年 6 月。

(莊慶仁，中衛發展中心協同管理顧問)

(許南溪，成功大學企管所教授)