

## 近年来国外金融交易税理论研究新进展

○ 张亚伟

(中国政法大学 民商经济法学院,北京 100088)

[摘要]金融交易税理论正在国际上逐步发展,瑞典、英国及巴西等国均实施过该项税收,欧盟也已计划于2016年开征该税。在亚太金融危机和2008年金融海啸后,金融交易税在理论内涵、制度框架及征管模式上均发生了新变化。国外学者对金融交易税理论从市场波动率、税收收入、制度构建以及投机抑制等方面进行了多维度的新研究。伴随人民币国际化的逐步推进,金融交易税受到我国金融监管部门的高度关注。我国可将金融交易税作为应对现阶段外汇管制的一种替代性工具,在大部分情况下实行低税率;在税基设计中尽可能包括现货金融产品及其可替代的衍生品交易;在征管模式上并行适用国际上流行的两种模式。

[关键词]金融交易税;理论新进展;税制创新

### 一、金融交易税理论的提出及其内涵

#### (一)金融交易税理论的提出

金融交易税(Financial Transaction Tax,简称FTT),是对特定金融机构的金融交易行为征收的一种行为税。金融交易税的起源最早可追溯至1694年英国政府对伦敦证交所股份交易行为所征收的印花税(Stamp Duty)。较早的金融交易税理论当属1936年“大萧条”过后,英国著名经济学家凯恩斯在其出版的《就业、利息和货币通论》中提出的对证券交易征收一定税金的理念。凯恩斯认为这种税收能在增加投机成本的同时控制无信息金融交易者的过度投机行为,以最终达到将投资导向实体经济生产部门并降低经济波动性的目的。<sup>[1]</sup>目前国际

社会广泛关注的金融交易税理论是 1972 年美国经济学家、诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·托宾 (James Tobin) 在普林斯顿大学 Janeway 讲座中首先提出的对外汇交易征收的一种“货币交易税” (Currency Transaction Tax, 亦称为 Tobin Tax, 即著名的“托宾税”)。

## (二) 金融交易税的理论内涵及制度框架

### 1. 金融交易税的理论内涵及其发展

托宾在其 1974 年出版的“*The New Economics One Decade Older*”中对金融交易税做出了详细论述。其认为,由于流动性的区别,商品市场和劳务市场相对于金融市场对价格信号的敏感程度较低,因此国际资本市场的投机活动在导致国际金融市场波动后,终会引致商品和劳务市场的扭曲,并损害社会的整体福利。因此,需要往“过快运转的国际货币市场飞轮中撒些沙子”,通过征收全球统一的货币交易税的方式,降低国际金融市场运行的速度。这种增加短期交易成本的方式能够抑制频繁的短期投机行为,降低全球资本的流动性,从而维护汇率的稳定。随后,在 1978 年,托宾又进一步建议对全球即期现货外汇交易统一征收税率为 1% 的金融交易税,<sup>[2]</sup>并在 1995 年建议将税率调低至 0.5%。<sup>[3]</sup>由于托宾提出的金融交易税理论的深远影响,学界亦常以托宾税代指金融交易税。

在托宾税被提出的 20 世纪 70 - 80 年代,全球正值经济繁荣,外汇规模亦相对较小,并且运用当时的技术在全球征收金融交易税难度较大,因此并未得到足够的重视。但随着 1987 年 10 月全球性股市崩盘、1989 年拉美国家债务危机、1992 至 1993 年欧洲国家汇率危机以及 1997 年亚洲金融危机的接踵而至,托宾税又一次进入了全球的视野并获得了多方认可。尤其在 2008 年全球金融危机后,规模过于庞大和复杂的金融投机交易被视为推动危机爆发的主要原因之一。而金融交易税作为有效抑制投机冲击并应对金融危机的非管制价格手段,获得了世界主要经济体的广泛关注。

就金融交易税的制度意义而言,传统学说认为,课征金融交易税的主要目的是抑制短期交易,并减少资产的波动和定价扭曲。由于大多数短期交易是一种基于技术分析做出的投机或干扰交易,其本质是一种类似于零和游戏 (Zero-sum Game) 的无真实交易需求套利行为。通常而言,短期投机交易往往非但不会增加实际的经济价值,还会带来市场的波动并造成资产泡沫。更为重要的是,这种无意义的交易过程还会浪费宝贵的社会资源。<sup>[4]</sup>因此,征收金融交易税便具有实践意义,其一方面能够减少资产价格的非理性波动,使市场价格机制更真实的发挥作用,另一方面也能减少无意义投机交易对社会资源的浪费。

其次,金融交易税还是政府增加收入的一个来源。有学者研究表明,即使对欧盟征收税率为 0.01% 至 0.05% 的金融交易税,也能创造约 350 亿至 1186 亿美元的税收。<sup>[5]</sup>而我国人民币外汇市场仅 2013 年的累计成交额就达到了 11.2 万亿美元,<sup>[6]</sup>即使对其征收极低的税率,也能获得可观的税收收入,并且这类税收收入可用于国家未来的多种发展需要。在 2008 年金融危机之后,不少经济学

家赋予了金融交易税更多的内涵,金融危机的爆发以及金融机构贪婪的属性使得整个世界对金融行业应如何为危机负责展开了广泛的讨论。不少经济学家都提议通过政府征收金融交易税的方式为日后可能发生的金融危机提供救助资金的保障,并在一定程度上通过税收让金融行业为其投机行为所造成的社会损失付出代价。

目前理论界所研究的金融交易税一般可以分为三类。第一类是证券交易税,当前我国及其他国家对股票、债券或其衍生品征收的印花税便属此类税收。第二种是货币交易税,严格来说,由于仅针对现货外汇交易征收,最初被提出的托宾税仅是货币交易税的一种。广义的货币交易税还应包括对外汇衍生品的税收。而第三类则主要指金融活动税(Financial Activities Tax,简称FAT),其主要由国际货币基金组织提出。作为一种对所有金融部门增值征收的税种,征收金融活动税之主要目的是让金融机构为未来可能遇到的金融风险提供补偿资金。

## 2. 域外金融交易税制度框架的发展

在托宾税被提出后的几十年中,国际金融市场发生了天翻地覆的变化,众多金融衍生产品及新型金融交易不断被设计和推行。而传统的托宾税理论也在不断经历着改良与发展以应对新型投机冲击。

Tornell 建议采用一种双重汇率系统(Dual Exchange Rate System)来实施托宾税,并认为托宾税可以减少短期利率的大幅波动和不确定性。<sup>[7]</sup> Reinhart 在理性预期的小型开放经济模型下对托宾税进行了检验,并认为托宾税增加了持有外国资产的机会成本并会激励投资者转向对国内资产的持有。具体而言,其认为征税导致了持有外国资产机会成本的增加,因而会导致资本回流和本币升值的发生。而本币的升值会进一步导致外国资产持有量的下降,并最终对持有本国资产的实际净利率产生影响。因此,Reinhart 建议将托宾税变革为一种实际利息平衡税(Real Interest Equalization Tax,简称RIET)<sup>[8]</sup>以应对其不利影响。Eichengreen 和 Wyplosz 则建议实施一种无息存款准备金制度(Unremunerated Reserve Requirement,简称URR)的“托宾税”,即要求银行按其外汇交易量的一定比例向中央银行提交期限为一年的无利息的存款准备金。这种隐性“托宾税”的税率则相当于持有该无息存款准备金的机会成本。<sup>[9]</sup>在国际实践中,这种无息存款准备金制度在智利得到了成功施行。

而目前对传统托宾税最具影响力的制度发展当属 Paul Bernd Spahn 所提出的两级托宾税(Two-tier Rate Structure)理论,即在通常情况下对一般性投资收取税率极低的金融交易税,而在出现异常投机冲击的情况下,加征惩罚性的高附加税,以做到“第一级”低税率保障市场流动性,“第二级”高税率抑制国际短期资本投机冲击并保障市场稳定的效果。同时,其建议运用汇率波动作为具体观测指标以测量是否需要启动第二级高附加税抵御冲击。具体而言,当汇率在适当的区间内波动时,仅运用第一级基本税率征税,而当汇率波动超出预先设定的区间范围之时则启动第二级高附加税率以防范可能到来的投机冲击。同时,

Spahn 还认为这种两级托宾税可由各国分别征收,而并不绝对需要国际社会的统一施行。<sup>[10]</sup>

### 3. 金融交易税征管模式的新变化

经历了多年的实践并伴随着信息技术的更新,目前国际上对金融交易税的征收主要存在两种模式。第一种模式是由外汇交易商统计并报送自己交易项下的税收,再定期向税务机关缴纳代扣的金融交易税,而税务机关则仅仅负责监督这些金融机构的扣缴行为。运用这种征收模式的优势在于,可以降低税务机关建立新税收征纳系统的成本。但其相对的弊端则在于增加了银行等金融机构的交易和管理成本,并且由交易商自行统计税收存在一定的服从风险。目前世界上实施这种模式的代表性国家是巴西,其金融交易税(Impuestosobre Operacoes Financeiras,简称 IOF)是由被巴西央行授权进行外汇交易的金融机构代收的,纳税义务发生于合同订立之时。而这些被授权的金融机构需要保存并及时向巴西央行报告其交易记录,并每隔一定期限向政府缴纳其代征的 IOF 税收。同时,巴西政府也在圣保罗和里约热内卢设立了两个隶属于巴西税务部门的专属审计机构来监督这些金融机构的税收征纳情况。而这种模式被国际社会采纳的一个重要原因是各国外汇市场的高度集中性。在世界主要经济体中,绝大部分的外汇交易仅仅由数量很少的几家金融机构完成。根据国际清算银行的数据,在 2010 年,75% 的美国、英国、德国、日本、法国以及加拿大的外汇交易分别由 7、9、5、8、4、5 家银行完成。<sup>[11]</sup>而我国外汇市场也具有很强的集中性,在 2013 年 4 月国际清算银行的数据中,中国仅 9 家银行的外汇交易量就占到了整个国内外汇市场交易量的 75%,而总共参与交易的金融机构也仅有 15 家。<sup>[12]</sup>

另一种模式则是通过结算机构来代扣税收,由于电子结算和交易系统在近年的高速发展,使运用电子结算系统征收金融交易税的税收成本大大降低。除此之外,这种征税模式也能减轻银行和相关金融机构在数据保存和税收征纳中的成本。更为重要的是,由第三方代扣代缴税收在很大程度上会增加纳税人对税收的遵从率。<sup>[13]</sup>但这种模式的弊端在于,结算机构往往需要花费较大的成本升级其电子系统以适应宽税基的金融交易税征纳工作,并且其对金融交易税的代扣任务可能会降低其结算方面的工作效率。

## 二、金融交易税理论的域外实践

### (一) 瑞典金融交易税制度

瑞典在 1984 至 1991 年间对金融市场征收证券交易税。在 1984 年 1 月,瑞典正式对股票买卖开征双向税率为 1% 的证券交易税(买入和卖出均征收税率为 0.5% 的税金),并于 1986 年将期权纳入征税对象的同时将双向税率升高至 2%。该证券交易税直接从在瑞典注册的证券交易经纪人处征收,并且这部分注册证券交易经纪人占据了瑞典股票市场大部分的交易份额。无论是瑞典国内亦或是外国的投资人,只要其交易在瑞典登记的股票时选用瑞典的注册证券交易

经纪人,就需要对其交易征收证券交易税。而注册证券交易经纪人之间的交易直到 1987 年才被征收双向 1% 的交易税。

虽然瑞典的证券交易税收入在 1984 至 1989 年间持续增加,但相对于其预期收入,仍然令外界大失所望。造成这种状况的主要原因是其税制设计的缺陷所导致的大量外逃避税交易。即使交易瑞典股票,只要交易人不选用瑞典交易商或转往他国交易便可轻松逃避证券交易税,这给外国投资人的避税提供了极大的便利。在实施证券交易税前,瑞典股票主要在斯德哥尔摩、伦敦和纽约的证券市场进行交易。而在瑞典证券交易税实施后的 6 年时间内,大量的瑞典股票交易迁往了伦敦市场。如表 1 所示,在证券交易税实施后的 1988 年至 1990 年,有将近一半的瑞典股票在伦敦而非斯德哥尔摩完成交易。并且在 1986 年证券交易税税率提升前夕,大量不受限制且活跃的股票交易集体迁往了伦敦。<sup>[14]</sup>其原因在于,对于外国投资者,运用非瑞典股票经纪人在伦敦市场交易能轻易的逃避瑞典的证券交易税并减少其实际交易成本。

表 1 瑞典股票交易转移情况

数据来源: Schulmeister, S., M. Schratzenstaller, and O. Peck, “A General Financial Transactions Tax: Motives, Revenues, Feasibility, and Effects” [Vienna: Osterreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO)], 2008.

除此之外,瑞典从 1989 年 1 月 1 日开始对固定收益证券(Fixed Income Securities)征收证券交易税的制度设计也被证明是失败的。与之前对股票征收证券交易税遇到的转移市场交易避税问题不同,瑞典对固定收益证券的证券交易税由于税基过窄,使避税衍生工具被大量运用,最终导致了极低的税收收入,而这项税收也在 1990 年 4 月 1 日被废止。根据瑞典政府的数据显示,从税收实施到被废止的一年多时间内,固定收益证券现货市场的交易量大幅下降了约 40%。大量下降的交易量并未同之前股票市场一样被转移至国外,而是转向了各类可以避税的国内衍生工具。<sup>[15]</sup>这也使得同一时期的公司债券、掉期和远期利率协议增长迅速。而避税行为的大量出现最终导致该项税收收入仅有预期收入的约 1/30。<sup>[16]</sup>

股票市场中利用替代市场避税以及固定收益证券市场中利用衍生品避税的问题使瑞典的金融交易税制度并未获得良好的实施效果。在 1991 年初,瑞典将证券交易税的税率减半,并在 1991 年 12 月 1 日最终废除了所有金融交易税。



从瑞典的金融交易税实践中可以获得的经验是,在金融交易税法律制度的设计过程中,应当尽可能多的将国外市场与本国相关的金融交易纳入征税范围,或至少将地域相近的可替代市场上的相关交易纳入税收范围。并且,金融交易税制度应尽可能采用更宽的税基以包含各种交易工具,避免投资人通过转换交易方式进行避税。

### (二) 英国金融交易税制度

英国对证券交易征收的金融交易税被称为印花税(Stamp Duty),其对任何购买英国公司股票的行为征收买入价 0.5% 的税收。该税率自 1986 年被引入后一直未有变更,但对于转移交易或运用衍生工具交易避税的行为则会按 1.5% 的税率征收。与瑞典同时期征收的证券交易税不同,英国的证券交易印花税并不与国内交易商直接挂钩。相反,该印花税面向英国公司在全球范围内进行的股份转移征税,并且囊括了国内和国外投资人的上述交易行为。而这种制度设计使英国金融交易税的征收获得了较好的实施效果。除了较高的税收收入,英国证券交易印花税的另一个成功之处在于其极低的征收成本。由于通过电子交易系统征收,英国的印花税拥有比普通税收更低的征收成本。从英国税务局获取的数据表明,英国税务局所有税种的平均征税成本是每英镑 1.11 便士,而证券交易印花税的征收仅需要花费每英镑 0.02 便士的征收成本。<sup>[17]</sup>

### (三) 巴西金融交易税制度

巴西在 1993 年开始设计类似于托宾税的 IOF 税收制度,以应对当时的货币升值和热钱流入问题。1994 年,巴西政府以 8894 号法案的形式对 IOF 税收制度进行了规定,并将该税作为政府控制金融市场跨境资本流动规模的重要手段之一。2008 年金融危机之后,为应对新形势下资本流动波动较大的状况,巴西政府又数次对 IOF 税收制度进行调整。<sup>[18]</sup>

表 2 巴西金融交易税(IOF)调整情况

资料来源:宋朋来:《金融危机后巴西实施“托宾税”的经验及启示》,《经济导报》2014 年 6 月 16 日;《拉美汇市:巴西雷亚尔下跌,尽管巴西取消一项金融税》,路透中文网,2014 年 6 月 5 日。

### (四) 欧盟后危机时代金融交易税制度

自 2008 年金融危机以来,欧盟各国政府投入了大量资金对金融机构进行救助。根据欧盟委员会 2012 年 12 月 21 日的报告,欧盟各国在 2008 年 10 月至

2011年12月底之间对于银行业的援助资金累计达到了约1.6万亿欧元,占到了整个欧盟同期GDP的约13%,并且援助资金的绝大部分(约67%)是以为银行的大规模融资提供担保的形式做出的。<sup>[19]</sup>因此,为了能让金融机构为其所引发的危机承担责任,并减少市场中的投机交易和预防新危机的发生,欧盟部分成员国多次提出在欧盟域内建立金融交易税制度的提案。但鉴于各国分歧较大,特别是由于英国的强烈反对,金融交易税在欧盟内推行的过程可谓一波三折。

在2008年金融海啸后最初的提案中,欧盟积极推动金融交易税在全球的推行。但由于在G20领导人2010年峰会的讨论中,全球性的金融交易税的提案最终被否决,欧盟部分国家只能转而寄希望于在其内部实施该项税收。在2010年6月,欧盟委员会内首次进行了对金融交易税实施计划的讨论。<sup>[20]</sup>而后,正式的金融交易税征收计划于2011年9月28日在布鲁塞尔的欧盟委员会总部会议中被提出。在最初的设想中,欧盟金融交易税计划针对金融机构运用金融工具进行的所有金融交易征收,并且只要交易的一方在欧盟域内便需对整个交易缴税。欧盟委员会预计将于2014年1月1日开征金融交易税,针对债券和股票的税率被设定在了0.1%,而对于衍生品合同的税率则设置在了更低的0.01%。依据最初的估计,该项税收将每年为欧盟带来约570亿欧元的税收收入。<sup>[21]</sup>

而后,由于欧盟成员国之间对于征收金融交易税的分歧仍然巨大,在2012年6月举行的欧盟ECOFIN会议上,欧盟成员国代表们一致认为在较长的一段时间内,欧盟成员国内部很难就实施金融交易税达成完全一致的意见。最终,在2012年9月28日,法国、德国、意大利等11个支持开征金融交易税的欧盟成员国只能提出单独组成一个实施金融交易税的欧盟内部集团率先进行尝试。<sup>[22]</sup>由于同意的11国占到了整个欧盟GDP比重的约90%,<sup>[23]</sup>并且该11国的同意在数量上也超越了欧盟对于此类事项最低9国通过的下限要求,因此,11国的提案最终在欧盟理事会2013年7月3日的会议中被通过。<sup>[24]</sup>但鉴于各国仍在实施细则上存在一定的分歧,欧盟委员会在2013年6月表示无法依原定计划在2014年1月开征金融交易税。而后,在2014年5月的欧盟委员会会议上,由于最初同意征税的11国对于证券以及衍生品征税的细则上尚存争议,金融交易税的开征时间经过11国中的10国同意被最终推迟至2016年1月1日。<sup>[25]</sup>

在制度设计方面,为了防止金融交易税对于实体经济产生负面影响,目前欧盟计划的金融交易税税收模式并不会对贷款、支付、保险和储蓄等公民和市场中的日常交易适用。一些机构进行的非投机性的正常交易活动,如投资银行的筹集资金活动以及部分重组交易也不会被纳入征收范围。最后,政府的货币政策以及公共债务管理等与各国央行相关的交易以及各国与欧盟机构进行的内部交易亦被排除于征税范围之外。<sup>[26]</sup>

#### (五) 金融交易税实施比较

Stephany Griffith - Jones 和 Avinash Persaud 在对中国香港和台湾地区2009年,印度2008年以及南非、瑞士、英国和韩国2007年的金融交易税税收进行比较

较分析后发现,仅这七个典型的征收金融交易税的国家或地区每年的金融交易税税收额就达到了约 230 亿美元。而这其中有几乎一半的收入是通过英国和韩国税率为 0.5% 的证券交易税征收的。<sup>[27]</sup> 具体而言,目前这些国家或地区的金融交易税征收情况如下表所示:

表 3 金融交易税实施比较

资料来源:Stephany Griffith - Jones and Avinash Persaud, "Financial Transactions Taxes", a report produced for the Committee on Economic and Monetary Affairs, February 2012。

### 三、域外金融交易税理论研究新进展

在 1997 年亚太金融危机之后,对于金融交易税的理论研究与制度实践一直没有停止,而世界各地广泛的制度实施也使得对金融交易税理论的研究更加深入。特别是在 2008 年金融海啸之后,国外更是出现了一轮研究金融交易税的热潮,也带来了大量的关于金融交易税理论的新发展和新思路。

一方面,不少学者通过研究对金融交易税制度在未来经济发展中的作用给予了正面的评价, Pollin、Baker 和 Schaberg 认为金融交易税可以为降低金融市场投机性做出显著贡献,因为该税可以增加短期频繁交易的费用成本而减少短期交易,但却几乎不会对长期持有造成影响。并且,由于投机交易的减少,监管者所监管的市场会变得更小,其相应的监管能力亦会增强。且由于可以在制度建立过程中忽略投机者对政策的影响而专注于市场的调节,货币政策和财政政策的实施效果也会更好。<sup>[28]</sup> Xu Juanyi 通过建模分析发现,托宾税会降低噪声交易者的净收益,从而减少噪声交易者对外汇市场的参与。但托宾税对外汇率波动性的最终影响很大程度上取决于外汇市场的结构和托宾税与其他交易费用的相互影响。<sup>[29]</sup> Westerhoff 和 Dieci 发现当金融交易税针对一个市场征收,投机者就会离开这个市场,因此,这个市场受干扰的程度会降低,并会转变的更为稳定。然而,这些投机者并不会完全消失,而是转移至其他市场,并最终造成其他市场的不稳定。故而,当一国政府在其域内市场征收交易税的同时,可能会迫使其他



市场的管理者也做出政策跟随。而如果这最终能促使所有的市场都能引入一个共同的交易税,那么经济中的投机交易会大量减少,金融中介在交易中也会更多的关注市场本身的相关信息,并增加所有金融市场的稳定性。<sup>[30]</sup> Bianconi、Galla、Marsili 以及 Paolo Pin 发现当市场远离信息充分临界线时,金融交易税的引入对市场波动性的影响很小。而当市场接近信息充分的临界线时,金融交易税便能有效的降低市场波动性。除此之外,市场规模的大小对金融交易税的实施效果也有较大影响,金融交易税对于相对较小的市场更为有效。同时,数据表明,可以通过金融交易税的实施来减少市场中的投机者并以此降低市场的波动性。除此之外,金融交易税还能帮助做市商更为高效的促成交易,而这能令市场更迅速的达到一个相对稳定的状态并进而降低市场波动性。<sup>[31]</sup> Hanke、Huber、Kirchlera 以及 Sutter 通过对照试验发现,当所有市场都实施金融交易税时,交易量会降低。但试验中并未发现金融交易税的引入可以降低市场的波动性,同时其认为市场规模在试验中也与流动性无关。除此之外,由于交易量的迁移,托宾税在一个市场的实施可以降低其他非税市场的波动性。<sup>[32]</sup>

另一方面,也有学者通过实验及数据分析认为金融交易税制度亦可能产生负面影响。例如 Habermeier 和 Kirilenko 检视了证券交易税对金融市场的影响,其得出的结论是:在大部分情况下,证券交易税以及与其类似的资本管制会对市场价格发现、波动率和流动性产生负面的影响,并且会导致市场效率的降低和波动性的增加。具体而言,其研究认为在金融市场中,交易行为会促使流动性的增加,并增强价格发现的准确性以及价格的稳定性,而这也有助于管控风险。但如果投资人由于税收的限制而不能进行他们本期望进行的交易,他们的需求就无法得到满足,而资源也不能得到最优的分配。同时,由于交易量能作为信息的载体,而交易量的转移又会降低其转出在市场的金融工具信息效率,因此,如果交易税会导致交易量的迁移,那它也会同时降低所在市场的信息效率。<sup>[33]</sup> Baltagi、D Li 和 Q Li 运用来自中国股票市场的数据发现当印花税从 0.3% 提高到 0.5% 后导致了约三分之一的交易量下降,而市场的波动性也大幅增加了。<sup>[34]</sup> Hau 运用面版数据分析发现交易税带来的交易成本的上升会增加巴黎股票市场的波动性。<sup>[35]</sup> Albuquerque 通过实证研究检验了一些与金融交易税相关的理论。其发现该税可能导致实际利率的上升,并且,即使税收收入较小,也会存在较高的税负损失。因此,其认为金融交易税的税收收入获取功能往往很难得到有效的实现。<sup>[36]</sup> Liu, Shinhua 和 Zhu, Zhen 发现日本股票市场的交易成本和价格波动性之间是负相关的。<sup>[37]</sup> Honohan 和 Yoder 通过研究发现交易税对于信贷违约互换市场、次级抵押贷款市场以及其他衍生品市场的抑制作用非常有限,而这些市场的失灵被认为是导致 2008 年金融海啸的一个重要原因。因此其认为金融交易税并不能作为一个万能的灵丹妙药,并且该税很可能会降低税收收入和市场效率,甚至最终导致市场的无效率。除此之外,其研究亦表明金融交易税在降低财政收入的同时还可能会对财政稳定产生威胁。<sup>[38]</sup> Hemmelgarn 和 Nicodeme 认为

目前很难证明金融交易税能改变噪音交易者的交易习惯,因为虽然金融交易税的支持者认为这个税能减少噪音交易并增加基于价值投资的交易以增加股票市场的稳定性,但他们推论背后的理论基础是大部分短期交易实质上是不考虑基本经济状况,仅通过投机或者基于技术分析依赖于历史资产价格进行的交易。但问题在于,金融交易税并不能区分投机或非投机的交易。所有的短期和长期交易都需要缴税,因此无法弄清噪音交易者的动机和目的,更无从改变特定交易方的习惯。<sup>[39]</sup> Gilchrist、Sim 以及 Zakrajsek 对交易数与市场波动进行模型研究后认为交易税会影响市场波动率,并且一个标准差的波动率提升会在大约三个季度之后降低约 0.2 个百分点的 GDP。同时,波动率的提升还会对信用状况产生负面影响。<sup>[40]</sup> McCulloch 和 Pacillo 对数个与交易成本和波动性有关的研究进行了总结,发现大部分研究认为,小规模的对宾税会降低市场波动性。但许多的研究都建议在运用金融交易税的同时,着重考虑金融交易税的规模与税率之间的关系。如果金融交易税的规模被设计的过于庞大,其所降低的市场交易量和流动性反而很可能会增加而非减少市场的波动性。并且,由于目前对金融交易税对于波动率的影响还很模糊,在理论和实际研究中不能期望仅仅通过金融交易税来降低市场波动性。<sup>[41]</sup>

#### 四、结 语

在经济全球化的趋势下,各国经济的关联程度不断加深,特别是随着人民币国际化的推进以及资本项目管制的逐步放开,我国金融市场不可避免的会面对短期跨境投机资本的冲击。但现阶段我国的金融监管以及金融机构自身的风险控制体系仍然不够完备,目前金融业的快速发展在很大程度上仍然依赖国有金融机构的垄断性地位和我国“保护性”的外资管制措施。而一旦人民币进一步实现国际化并放开资本项目管制,大量的外汇投机交易会大大增加国内金融体系的系统风险。根据国际清算银行公布的数据,当前全球日均 4 万亿美元的外汇交易中,仅有约 2% 和贸易及国际投资等实体经济因素相关,其余基本都属于投机性交易。<sup>[42]</sup> 而根据相关机构估计,仅 2012 年世界各地的离岸人民币资金总规模就达到了约 9200 亿元。<sup>[43]</sup> 面对如此庞大的货币规模和数量众多的投机交易,我国逐步开放的外汇市场如果缺少审慎的监管便很可能造成金融危机。无论是 1997 年的亚太金融危机,2008 年的全球金融危机或是 2009 年的欧债危机,投机冲击均造成了恶性影响。而金融交易税作为一种非直接干预市场主体行为的宏观审慎监管政策工具,其相对于行政管制对市场造成的扭曲较小,并且能较为有效的应对人民币资本账户放开和我国金融监管体系完善之间的真空期内存在的系统风险。除此之外,金融交易税的实施还能给与我国更为灵活的利率政策空间,并减少人民币升值过程中热钱的涌入和输入性通胀的发生。因此,随着人民币国际化的推进和资本管制的逐步放开,研究金融交易税理论并为其在我国实施进行政策建议便具有必要性。

### (一) 金融交易税的税率

我国金融交易税的税率设计应当兼顾预防投机冲击、减少市场扭曲、获取税收收入和降低逃避税行为这四项目标。其中,预防投机冲击和减少对市场的扭曲应当作为税率设计的核心目标。综合目前的金融交易税理论发展和实践经验,笔者认为 Spahn 所提出的两级金融交易税模式能更好的实现我国金融交易税预防投机冲击和减少对市场扭曲的政策目标。在大部分情况下,我国应当实行低税率的金融交易税。较低的金融交易税税率能更好的保证金融市场的流动性,也能对金融产品真实价值的发现产生更小的影响,并进而减少税收对市场的扭曲。同时,较低的税率也能减少纳税人逃税和避税的冲动,更好的保证税收收入的获取。而在遭遇大规模投机冲击或经济剧烈波动之时则应考虑实行第二级托宾税,即运用特别的高附加税稳定市场,减少资金大规模流动可能造成的市场动荡。

### (二) 金融交易税的税基

金融交易税的税基应尽可能包括现货金融产品及其可替代的衍生品交易。越宽的税基,就越能防止避税行为的发生并保障政府的税收收入。同时,宽税基的设计也能更好的为降低税率提供空间,而低税率又会进一步减少投资人寻求避税交易的积极性,最终减少金融交易税对投资决定和市场的扭曲。除此之外,如果金融交易税税基仅仅针对现货交易而不囊括其相应的衍生产品,大量的短期投机资本便很可能因为其频繁交易所大幅增加的纳税成本而转向衍生品市场。但衍生品市场较现货市场具有更高的杠杆和更多的风险,因而过窄的税基反而可能推高整体市场的风险,这也有违金融交易税实施的初衷。因此,金融交易税税基设计应尽可能较宽并包括现货和其可替代衍生品交易工具。

### (三) 金融交易税的征管模式

对于我国可能实行的金融交易税制度,结合目前我国的外汇交易状况,较为理想的方式是运用两种模式并行征税。具体而言,一方面,对于经由中国外汇交易中心结算的交易,主要的税收征收工作应由中国外汇交易中心和国家外汇管理局联合完成,而财政部、商务部、国家税务总局以及海关则需提供相应的贸易和税收数据以配合征收。另一方面,由于我国获准进行外汇交易的金融机构较少,对于其余的交易可以实行由金融机构自行向税务部门申报纳税的模式,由国家外汇管理局予以监督。并且我国大部分的外汇交易由为数不多的国有控股银行完成,其基本均具有完善的电子交易和数据统计系统。因此,对于非经由外汇交易中心进行的外汇交易,由完成交易的金融机构进行代扣,并定期向税务部门缴纳税收的模式亦存在可行性。而这种代扣征税模式亦能与外汇交易中心的电子结算征税方式形成有力的互补,较好的完成金融交易税的整体征纳工作。

#### 注释:

[1] Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Macmillan Cam-

bridge University Press, 1936.

[2] Tobin, J, A Proposal for International Monetary Reform, Eastern Economics Journal, Vol. 4(3-4), July, 1978, pp. 153-159.

[3] Eichengreen, B& Tobin, J & Wyplosz, C, Two Cases for sand in the Wheels of International Finance, Economic Journal, Vol. 105. pp. 162-72.

[4] Schulmeister, S., M. Schratzenstaller, and O. Peck, A General Financial Transactions Tax; Motives, Revenues, Feasibility, and Effects, Vienna: Osterreichisches Institut fur Wirtschaftsforschung (WIFO), 2008.

[5] Schulmeister, S., M. Schratzenstaller and O. Peck, A General Financial Transactions Tax; Motives, Revenues, Feasibility, and Effects, Vienna: Osterreichisches Institut fur Wirtschaftsforschung (WIFO), 2008.

[6] 国家外汇管理局国际收支分析小组:《2013年中国跨境资金流动监测报告》2014年2月25日。

[7] Tornell, Aaron, Real vs. Financial Investment: Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Distortion?, Discussion Paper Series No. 408, New York: Columbia University, October, 1988.

[8] Reinhart, Vincent, The "Tobin Tax", Asset Accumulation, and the Real Exchange Rate, Journal of International Money and Finance, Vol. 10, No. 4, December, 1991, pp. 31-420.

[9] Eichengreen, Barry and Charles Wyplosz, The Unstable EMS, Brookings Papers on Economic Activity, Washington D. C., No. 1, 1993, pp. 51-139.

[10] Spahn, P, International Financial Flows and Transactions Taxes: Survey and Options, IMF Working Paper, WPP95P172, 1995.

[11] Bank for International Settlements (BIS), Triennial Central Bank Survey: Report on global foreign exchange market activity in 2010, Monetary and Economic Department, December, 2010.

[12] Bank for International Settlements (BIS), Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results, Monetary and Economic Department, September, 2013.

[13] General Accounting Office, Making Significant Progress in Improving Tax Compliance Rests on Enhancing Current IRS Techniques and Adopting New Legislative Tools, 2006, GAO-06-453T.

[14] Umlauf, S., Transactions Taxes and the Behaviour of the Swedish Stock Market, Journal of Financial Economics, 1993, 33(2), pp. 227-240.

[15] Campbell, J. and K. Froot, International Experiences with Securities Taxes, National Bureau of Economic Research, 1993.

[16] Schulmeister, S., M. Schratzenstaller and O. Peck, A General Financial Transactions Tax; Motives, Revenues, Feasibility, and Effects, Vienna: Osterreichisches Institut fur Wirtschaftsforschung (WIFO), 2008.

[17] Hawkins, M. and J. McCrae, Stamp Duty on Share Transactions: Is There a Case for Change? Commentary 89, London: The Institute for Fiscal Studies, 2002.

[18] 宋朋来:《金融危机后巴西实施“托宾税”的经验及启示》,《经济导报》2014年6月16日。

[19] State aid: crisis-related aid aside, Scoreboard shows continued trend towards less and better targeted aid, European Commission Press release, Dec 21, 2012.

[20] Available at: <http://www.reuters.com/article/2010/06/28/us-eu-banks-tax-idUSTRE65R3HM20100628>, Jun 28, 2010.

[21] Financial Transaction Tax: Making the financial sector pay its fair share, European Commission Press release, Sep 28, 2011.

[22] Commission proposes green light for enhanced cooperation on financial transactions tax, European Commission Press release, Oct 23, 2012.

[23] 11 Eurozone states ready to launch financial transactions tax: EU tax commissioner, The Economic Times, Oct 9, 2012.

[24] Commissioner Šemeta welcomes European Parliament vote on Financial Transactions Tax, European

Commission MEMO, Jul 3, 2013.

[25] EU Financial – Transaction Tax Plans Turn to Derivatives, Bloomberg, May 23, 2014.

[26] Financial Transaction Tax under Enhanced Cooperation: Commission sets out the details, European Commission Press release, Feb 14, 2013.

[27] Stephany Griffith – Jones and Avinash Persaud, “Financial Transactions Taxes,” a report produced for the Committee on Economic and Monetary Affairs, February, 2012.

[28] Robert Pollin, Dean Baker and Marc Schaberg, Securities Transaction Taxes For U. S. Financial Markets, Center for Economic and Policy Research, Eastern Economic Journal, Vol. 29, No. 4, Fall, 2003.

[29] Xu Juanyi, Noise Traders and the Exchange Rate Disconnect Puzzle, available at :[http://economics.ucr.edu/seminars\\_colloquia/2004/economic\\_theory/04-01-04JennyXu.pdf](http://economics.ucr.edu/seminars_colloquia/2004/economic_theory/04-01-04JennyXu.pdf), March, 2004.

[30] Westerhoff, Frank H. and Roberto Dieci, The Effectiveness of Keynes Tobin Transaction Taxes when Heterogeneous Agents can Trade in Different Markets: A Behavioral Finance Approach, Journal of Economic Dynamics and Control, Volume 30, Issue 2, February, 2006, pp. 293 – 322.

[31] Ginestra Bianconi, Tobias Galla, Matteo Marsili and Paolo Pin, Effects of Tobin Taxes in Minority Game Markets, Journal of Economic Behavior & Organization 70, 2009, pp. 231 – 240.

[32] Hanke, Michael, Jrgen Huber, Michael Kirchlera, Matthias Sutter, The Economic Consequences of a Tobin Tax – An Experimental Analysis, Journal of Economic Behavior & Organization 74, 2010, pp. 58 – 71.

[33] Habermeier, Karl and Andrei A. Kirilenko, Securities Transaction Taxes and Financial Markets, IMF working paper WP/01/51, 2001.

[34] Baltagi, B. H., D. Li and Q. Li, Transaction tax and stock market behavior: evidence from an emerging market, Empirical Economics, 31, 2006, pp. 393 – 408.

[35] Hau, Harald, The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse, CEPR Discussion Paper No. 3651. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=418649>, November, 2002.

[36] Albuquerque, Pedro, BAD taxation: Disintermediation and Illiquidity in a Bank Account Debits Tax Model, Int Tax Public Finan, 2006(13), pp. 601 – 624.

[37] Liu Shinhua & Zhu Zhen, Transaction Costs and Price Volatility: New Evidence from the Tokyo Stock Exchange, Journal of Financial Services Research 36 (1), 2009, pp. 65 – 83.

[38] Honohan, Patrick and Sean Yoder, Financial Transactions Tax: Panacea, Threat, or Damp Squib? World Bank Res Obs (2011) 26 (1), pp. 138 – 161, doi: 10.1093/wbro/lkq006 First published online: Aug 31, 2010.

[39] Hemmelgarn, Thomas and Gaetan Nicodeme, The 2008 Financial Crisis and Taxation Policy, CESIFO WORKING PAPER NO. 2932 CATEGORY 1: PUBLIC FINANCE, European Commission, January, 2010.

[40] Gilchrist, S., J. Sim and E. Zakrajsek, Uncertainty, Financial Frictions and Investment, International Monetary Fund, May, 2013.

[41] McCulloch, N. and G. Pacillo, The Tobin Tax: A Review of the Evidence, working paper, March, 2011.

[42] Available at: [http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-03/26/c\\_119942339.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-03/26/c_119942339.htm).

[43] 中国人民银行上海总部《中国金融市场发展报告》编写组:《2012 中国金融市场发展报告》, 中国金融出版社, 2013 年, 第 74 页。

[责任编辑:钟 和]