

【專題一】

我國資券相抵制度之介紹與探討



陳志新 (證期局 稽核)

壹、前言

投資人於證券市場交易時，針對同一檔有價證券日內價格波動，欲進行買進與賣出相抵交割之交易（俗稱當日沖銷），以鎖定單日利潤或損失，其需求始終存在，然因證券交易法第四十三條第一項前段規定：「在證券交易所上市或證券商營業處所買賣之有價證券之給付或交割應以現款、現貨為之。…」，故以往欲從事當日沖銷之交易，需以其帳戶內已有足額之股票應付交割為前提，否則即為違法，亦即，投資人無法以現貨買賣達成當日沖銷交易。

「證券商辦理有價證券買賣融資融券管理辦法」於 79 年 9 月 27 日發布施行後，開放證券商得自辦信用交易，自此以後，證券商逐漸累積信用交易業務經驗，發現組合不同融資、融券的交易形態，可以產生讓客戶當日沖銷的效果，其具體作法為，針對已開立信用交易帳戶之投資人，如欲進行當日沖銷交易者，可於同日融資買進與融券賣出相同數額之同種有價證券，於成交之次一營業日再分別針對前開融資買進交易辦理現金償還融資，融券賣出交易辦理現券償還融券，並將這四項交易所應收付之證券及款項集中於同一日處理（依規定為成交後之次一營業日），即可讓客戶以沖抵後之餘額辦理交割，而達成當日沖銷的效果，主管機關於評估此類交易之適法性無虞後，基於滿足投資人需求，以及增加證券商業務量等多重考量下，乃同意從事前項交易之投資人可以沖抵後之餘額辦理交割，並自 83 年 1 月 5 日正式實施，此即我國證券市場現行信用交易資券相抵交割之交易。

貳、信用交易資券相抵作業之介紹

目前各證券商辦理信用交易之資券相抵作業，主要依據為「證券商辦理有價證券買賣融資融券業務操作辦法」（以下簡稱操作辦法）第 19 條第 2 項至第 5 項，以及「信用交易資券相抵交割之交易作業要點」（以下簡稱資券相抵作業要點）之相關規定，簡要說明如下：

一、由證券商代辦現償及還券手續

採信用交易融資融券方式達成當日沖銷之效果，主要係透過同日融資買進與融券賣出同種有價證券，亦即就上開交易之數量相同部分，推定為客戶欲以相抵後之餘額交割，又實務上如要求客戶逐筆填製「融資現金償還申請書」及「融券現券償還申請書」，將增加客戶負擔及證券商逐筆審核之工作負荷，為避免大量繁複之作業增加各方面不必要之成本，故制度設計上係由客戶簽署同意書，同意由證券商逕行代投資人製作上開融資現金償還申請書及融券現券償還申請書。目前各家證券商已將上開申請書列為投資人開立信用交易帳戶之申請書件之一，故可以推論從事信用交易之投資人均同意從事資券相抵交易，目前各證券商端之系統已設定為自動執行，只要符合條件（同日融資買進與融券賣出同種有價證券），將自動就數量相同部分執行沖銷，以相抵後餘額進行交割。另外一提，投資人仍可選擇保留其融資及融券交易並分別交割（亦即不就符合條件之融資融券交易進行沖銷），但須於成交當日收盤前以書面通知證券商。（操作辦法第 19 條第 2、3 項及資券相抵作業要點第 2 點第 1、2 項）

二、手續費及利息之計算

投資人從事資券相抵交割之交易時，證券商除得向其收取買進與賣出之手續費外，尚得收取融券手續費，但融資及融券利息則均不予計算。（操作辦法第 19 條第 4 項及資券相抵作業要點第 2 點第 3 項）

三、停資停券期間之資券相抵交易當然停止

資券相抵交易遇該檔有價證券暫停融資買進或融券賣出期間，資券相抵之交易當然停止，停資停券情事包含上市櫃公司因召開股東常會、除權除息而公告停止過戶，依規定停止融券 5 日及停止融資 3 日；以及信用交易股票因有「得為融資融券標準」第 4 條第 1 項第 1 至 7 款及第 11 款等情事（受益憑證為第 5 條第 1 項第 1 至 3 款及第 7 款），經臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心公告暫停融資、融券交易；或單一有價證券之全市場融資（券）餘額達上市櫃股份之百分之二十五，依規

定由臺灣證券交易所公告該種股票暫停融資融券等；此外，證券商亦可能因受限對客戶（或對單一證券）之融資或融券總金額達其淨值一定比例，而需全面暫停新增之融資融券交易，故不論是以上所述狀況中的任一種，其對各該有價證券之資券相抵交割交易，亦需停止。（資券相抵作業要點第 5 點）

四、資券相抵交易之額度控管係與一般融資、融券交易併計

由於資券相抵交割交易之作法係當日融資買進、融券賣出，並於次一營業日辦理現償及還券，因此在成交當日計算各項限額時，仍應將當日成交屬資券相抵部分，合併計算，而不能以資券相抵後之淨額加以計算，這些限額包括：客戶融資融券限額（含整戶之限額及個別有價證券之限額）、證券商對其全體客戶融資或融券上市櫃有價證券總金額占其淨值之額度、證券商對每種有價證券融資總金額占其淨值之額度；證券商辦理有價證券買賣融資融券與辦理有價證券借貸業務，對每種證券融券與出借之總金額占其淨值之額度。（以上各項規定詳見資券相抵作業要點第 3、6、7 點）

五、計算融資融券市場限額時，資券相抵部分不需併入計算

依照「有價證券得為融資融券標準」第六條之規定，每種得為融資融券交易之股票，其融資餘額或融券餘額達主管機關所定該種股票上市或上櫃股份一定限額時（目前規定為 25%），暫停融資買進或融券賣出；俟其餘額低於主管機關所定比率時，恢復其融資、融券交易。但為避免資券相抵張數過高，影響一般融資買進及融券賣出交易，故在計算前述 25% 之市場限額時，屬資券相抵部分，得不併入計算，為配合執行此一規定，各證券商及證券金融公司每日將其信用交易量及交易值輸入臺灣證券交易所的電腦時，有關資券相抵交割的部分應分開列示，以便確實核算個別證券是否有超限之情形。（資券相抵作業要點第 9、10 點）

六、融券限額之計算

依證券商辦理有價證券買賣融資融券管理辦法第 23 條「證券商辦理有價證券買賣融資融券，每種證券融券餘額與辦理有價證券借貸業務之出借餘額合計數達下列各款數額之合計數時，應即停止融券：一、融資餘額。二、自有有價證券。三、向證券交易所借券系統借入之有價證券。」，可知，我國信用交易制度中，融券的券源主要係來自投資人融資買進之有價證券、證券商自有有價證券及證券商向臺灣證券交易所借券系統借入之有價證券。而一旦券源不足以支應融券及出借，依上開規定須停止融券時，資券相抵交易亦當然停止。

實務上如何認定融券餘額與辦理有價證券借貸業務之出借餘額已到達融資餘額

、證券商自有有價證券及證券商向證券交易所借券系統借入有價證券之合計數，需要有一套明確的計算方法，故在「資券相抵作業要點」第八點中，詳列證券商每日資券相抵之融券限額計算方式：前日融資餘額+前日自有有價證券餘額+前日自借券系統借入之有價證券餘額-前日融券餘額-前日辦理有價證券借貸之出借餘額+本日融券現券償還+本日融資買進+本日交割之自有有價證券+本日返還之出借有價證券+本日自借券系統借入之有價證券。

依上開規定，證券商以其前一營業日之資券差額（前日融資餘額+前日自有有價證券餘額+前日自借券系統借入之有價證券餘額-前日融券餘額-前日辦理有價證券借貸之出借餘額），計算出當日可融券數量，並可將「本日融資買進」、「本日融券現券償還」、「本日交割之自有有價證券」、「本日返還之出借有價證券」及「本日自借券系統借入之有價證券」等五種所產生之券源，提供客戶作為資券相抵之融券賣出之用。（資券相抵作業要點第 8 點）

附帶一提的是，證券商可用於融券之券源雖包含有融資、自有有價證券、自借券系統借入之有價證券三項，惟實務上仍以融資之擔保證券為主要券源，而上開計算式包含當日盤中取得之融資券源-「本日融資買進」、「本日融券現券償還」，使證券商得以將盤中動態取得之新增券源，提供予資券相抵交易人作為融券賣出之用，惟計算式並不包含使融資券源減少之狀況-「本日融資賣出」、「本日融資現金償還」，故有可能盤中融券券源減少，以致收盤後出現券大於資，產生券差，此時證券商就需要向證金公司辦理轉融通以補足差額。

參、近期對資券相抵額度計算方式之放寬規定

如前所述，目前信用交易當日沖銷之額度控管，係沿用一般融資餘額、融券餘額控管方式，主要是考量當日沖銷交易量過大可能主導股價走勢，助長投機氣氛，使股價無法反映基本面，故以既有控管方式作為控管資券相抵交易流量之配套措施，且對個別投資人及證券商採取額度控管，可避免投資人因過度交易產生違約風險，及證券商因眾多投資人違約所產生之經營風險，且依前述說明，對投資人可用額度計算，係採取融資融券分別列計，併入投資人融資融券之整戶及個別股票之額度控管，而非採資券相抵後之淨額計算。

去（101）年因受到擬議開徵證所稅、歐債危機及大陸經濟成長趨緩等國內外金融情勢動盪之影響，股市成交量低迷，主管機關金管會鑑於股票市場動能不足，投資人交易轉趨保守，爰督導臺灣證券交易所研議放寬信用交易資券相抵之額度計算，以提升股市交易動能，概因金融市場前景不明，投資人從事單邊買進之意願不

高，但鎖定單日利潤或損失之當日沖銷交易仍具有相當意願，故放寬投資人當日沖銷之可用額度，對提升交易動能較有助益，具體作法說明如下：

一、修正證券商辦理有價證券買賣融資融券業務操作辦法第 19 條第 5 項及資券相抵作業要點第 2 點規定：

- (一) 將上開規章之資券相抵額度計算規定修正為：「委託人資券相抵交割之交易，應分別列入融資或融券限額計算。但當日資券相抵金額於融資限額半數內，得不列入上開融資或融券限額計算，惟仍須列入單一證券融資融券限額計算。」。
- (二) 上開修正使投資人得多出融資限額半數之額度以供資券相抵使用，另考量目前對投資人融資融券之整戶及個別股票之額度控管，包括整戶控管-最高融資限額 6000 萬元與最高融券限額 4000 萬元，及單一證券控管-上市（櫃）單一證券之最高融資限額 1500 萬元（1000 萬元）、最高融券限額 1000 萬元（750 萬元），上開修正係針對整戶控管予以放寬，單一證券部分仍不予放寬，並於規定中明訂，主係避免當日沖銷交易過度影響個別有價證券之價格波動。

二、舉例說明：

- (一) 若投資人經證券商核定之信用交易額度為融資 5000 萬元、融券 4000 萬元，則該投資人所從事資券相抵交易於 2500 萬元以內，得不計入融資或融券額度計算，亦即投資人原有融資 5000 萬元，融券 4000 萬元額度不被佔用下，可多出 2500 額度從事資券相抵交易。
- (二) 讀者亦可以控管池之觀念進行推衍，即投資人當日融資買進（或融券賣出）之金額，將先流入融資 5000 萬元、融券 4000 萬元之控管池，待同標的之另一方向融券賣出（融資買進）成交後，該筆資券相抵交易之融資、融券金額即分別由前述控管池抽走（釋放），流入資券相抵專屬額度控管池 2500 萬元（融資額度半數），並持續累積至該 2500 萬元額度用滿後，即回歸原額度控管計算。

三、實施情形：臺灣證券交易所於 101 年 11 月 2 日公告上開相關規章之修正，惟因證券商端須配合修改電腦程式，故各家證券商之實施日期以其完成電腦系統修正上線而定（亦有證券商因客戶數不多，先以人工作業方式因應），在 101 年 12 月底前，多數證券商仍處準備階段，惟已陸續於 102 年 1 月實施，截至目前為止，已實施本項措施之全部證券商，其整體信用交易市佔率已約 99%，

故本項放寬資券相抵計算方式之措施，其成效可望逐步顯現。

肆、資券相抵相關問題

一、資券相抵之風險：

- (一) 任何交易都伴隨相當程度之風險，資券相抵交易亦然，雖然表面上資券相抵交易相較僅持有融資或融券之單邊交易，似乎風險較低，但對投資人而言，從事資券相抵交易，一旦發生融資或融券僅單邊成交，則成交日二個營業日後，須準備足額之融資自備款或融券保證金以應付交割，故投資人若從事大額交易，又未備妥足夠資金，一旦事與願違未能完成資券相抵交易，則易產生違約；而即使投資人可以順利完成資券相抵交易，其資券相抵虧損亦可能累積擴大。對投資人而言，上述情況嚴重時可能重創個人資產，對證券商而言，不論是發生單一客戶操作不當大虧，或多數客戶因市場行情劇變而虧損，承受風險將顯著擴大。
- (二) 有鑑於上述不利影響，法規上對資券相抵交易仍維持額度限制規定，以避免投資人頻繁發生違約或虧損不斷累積擴大，危及證券市場之穩定，而實務上各家證券商對客戶從事資券相抵交易，亦設有風險控管措施。然隨著此次主管機關放寬資券相抵額度之計算方式，基於風險管理之需求，證券商仍應加強控管，降低不利影響，臺灣證券交易所亦積極輔導業者強化資券相抵相關業務風險之控管。

二、融券賣出價格之限制

- (一) 我國為對融券賣出價格予以適度限制，參考美國制度自 74 年 10 月 28 日起，設有放空價格限制，實施融券賣出不得低於前一營業日收盤價增加 3 個升降單位之價位，後於 75 年 1 月 18 日修正為融券賣出不得低於前一營業日收盤價之規定。83 年開放資券相抵交割之交易時，因恐該項限制將影響投資人及授信機構之承作意願，故取消該項規定，改成融資買進與融券賣出均得於當日漲跌幅範圍內委託之；但在 87 年下半年，在亞洲金融風暴的影響下，導致全球股市大幅下跌，國內企業發生危機，為避免融券放空加深股市的下跌，造成股市疲弱不振及為提升投資者信心，於 87 年 9 月 4 日起實施平盤以下不得放空之規定，其後陸續放寬臺灣 50 指數、臺灣中型 100 指數及臺灣資訊科技指數成分股，及境內外指數股票指數型基金受益憑證（ETF）得豁免平盤下放空限制。另認售權證發行人、從事結構型商品業務及從事股權衍生性商品交易之證券商及銀行與專、兼營期貨自營商同時擔任股票選擇權

或股票期貨造市者採融券賣出標的證券避險者，亦得不受「平盤以下不得融券賣出」規定之限制。

- (二) 對資券相抵之交易人而言，其融券賣出交易同受平盤下不得放空之限制，而現行豁免平盤下放空限制者，其範圍包括指數股票指數型基金受益憑證上市 21 檔及上櫃 2 檔，合計 23 檔 ETF，及臺灣 50 指數、臺灣中型 100 指數及臺灣資訊科技指數之成分股共 150 檔，總計約 173 餘檔有價證券，故資券相抵交易，除上開豁免限制之標的外，其餘有價證券均受平盤下放空限制，雖此制度已行之有年，但因資券相抵未能沖銷對投資人影響可能甚大，證券商業務員仍應對客戶加強宣導，避免因賣出價格限制，造成收盤前仍未能完成資券相抵交易。

伍、結語

我國信用交易自民國 69 年 4 月 21 日起，由復華證券金融公司先行開辦融資業務，並於同年 7 月開辦融券業務。隨著證券市場商品多元化發展及期貨市場出現，信用交易占上市證券市場總成交值比重近年來已較早期下降，比重已由 90 年之 38.29% 下降至 101 年之 18.27%，又 101 年底融資餘額 1,735 億元，距過去融資餘額最高水準 5 千億元至 6 千億元而言，信用交易對證券市場之影響程度已大為降低。

惟目前信用交易融資融券市場之主要參與者為一般自然人，對自然人而言，融資融券架構於現貨交易之上，仍為習慣上易於接受之方式，且資券相抵交易為從事現貨當日沖銷之主要管道，仍廣為投資人所運用，統計資料亦顯示，資券相抵交易占整體信用交易之比重約在 3 成左右。近期主管機關為提升股市交易量能，亦研擬考量開放現股當沖先買後賣交易之可行性，一旦開放，對投資人而言，未來搭配各種投資策略，可從事當日沖銷交易之工具將有更多元的選擇。

**買賣有價證券應先至公開資訊觀測
站 (<http://mops.twse.com.tw/>) 查
詢公司財務業務資訊，以維權益。**