

【專題二】

有價證券借貸之釋疑、啟示及建議



張文毅（證交所副組長）

壹、前言

人類的經濟活動，最早是以物易物（barter）的形式。「貨幣」的採行，使買賣雙方在交易時，有了公認的媒介作為衡量價值的基準，提升了交易的效率。後來，「信用」的概念加進來了，使沒有足夠資金的買方可以被融通，尚未持有欲提供產品或勞務的賣方可以先行賣出，為市場提供了更多的流動性。

如果我們用這個觀念來看國內的資本市場，剛開始時並無合法的信用融通管道。直到 69 年主管機關開放證券金融事業、79 年開放證券商辦理融資融券業務，讓想要買進股票而資金不足的投資人可以向授信機構融資，欲賣出而未持有標的股票者可以向授信機構借入證券賣出，對提升市場流動性做出了重要的貢獻。

但隨著市場參與者的機構化及國際化、交易商品的多樣化及複雜化，原先為個人投資人量身訂製的信用交易已無法支持市場進一步的發展。行政院陳前院長冲在擔任證交所董事長時（民國 92 年），建置了借券系統，提供一個平台，讓機構投資人進行借券及/或出借，一方面滿足渠等的交易需求，一方面也為市場帶來流動性，提升價格效率及市場品質，但當時借貸交易人必須申報借券目的。爾後幾年，國內借券市場的發展基本上是朝向開放的，其間重要的里程碑包括 94 年取消借券目的檢查及 96 年取消 150 檔 ETF 成分股之平盤以下不得借券賣出價格限制等。此外，主管機關亦於 95 年開放證券商辦理有價證券借貸業務。

本文首先討論有價證券借貸的意義及經濟功能；第貳部分則釐清相關概念，陳

明借券 ≠ 借券賣出、借券市場參與者不是只有外資及借券餘額高 ≠ 外資打壓股市；第參部分則參考國際證券管理機構 IOSCO 於 1999 年 7 月出版「有價證券借貸交易：市場發展及影響」（securities lending: market development and implication）¹，彙總證券借貸發展對市場主管機關的啟示，建議主管機關了解證券借貸市場、支持證券借貸市場的改善、監控與證券借貸市場有關的違法行為並釐清證券借貸與市場穩定間的關係。最後則是對我國有價證券借貸市場未來發展的建議，包括：

- （一）融合國際視野/在地接軌；
- （二）隨市場狀況彈性調整借券賣出數量限制；
- （三）整合國內有價證券借貸市場；
- （四）扶持國內證券商發展；及
- （五）強化資訊揭露與市場參與者教育。

貳、有價證券借貸的意義及經濟功能

一、有價證券借貸的意義

（一）有價證券借貸的意義

所謂有價證券借貸（Securities Lending），係指一方（即出借人）收取借券費用，暫時性移轉有價證券予另一方（即借券人），並交換現金或其他有價證券以作為擔保品之行為，借券人並有義務於約定期間終了或出借人要求時返還同數量、同種類之證券。

在證券借貸的期間之內，借券人取得借入證券之所有權，可賣出所借入之證券，亦即取得借入證券所衍生之權利，包含公司分派之股息、以及股東會投票權等。同樣地，出借人亦取得有價證券擔保品之所有權，可將其再投資運用。因此，對於借入證券之經濟利益，依市場慣例借貸雙方通常以契約約定，借券人須返還出借人等值之權息，即權益補償。當出借人取得有價證券擔保品時，權息返還處理方式亦同。若借貸期間有召開股東會，出借人為行使股東會投票權，會在借貸契約中保留向借券人提前召回有價證券之權利；借券人亦可採行替換擔保品的方式取得原有之股東會投票權。然而，為影響股東會投票之特定目的而借入有價證券，並不被視為一種可接受的市場慣例。

¹ 詳 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD96.pdf>，是截至目前為止，全球的證券主管機關對有價證券借貸交易最詳盡、明確的探討。

就廣義之有價證券借貸而言，附買回協議（Repo）及買賣回交易（Buy/Sell back）均包含在內，以下就上述三種交易之區別列表2如下：

表一：證券借貸、附買回協議及買賣回交易之比較

	證券借貸 (Securities Lending)	附買回協議 (Repo)	買賣回交易 (Buy/Sell back)
標的證券	股票、債券	多數為債券	債券
期間	固定 (term) 或彈性 (open)	固定或彈性	固定
擔保品種類	現金、有價證券 (含 股票及債券)、銀行保 證、定存單	現金、有價證券(含 股票及債券)、 銀行保證、定存 單	以債券為主
超額擔保	向證券出借人提交	向現金供給者提 交	向現金供給者提交
相關費用	借券費用、現金擔保 品利息	依附買回利率 (Repo rate) 計 算之現金擔保品 利息	附買回利率 (Repo rate) 計 算之現金擔保品 利息
費用支付時機	月結	到期日	到期日
標的證券相關權益 (股利、利息等) 之歸屬	移轉給出借人	支付給原賣方	另計入買回價格

(二) 證券驅動借貸與現金驅動借貸

IOSCO 於 1999 年所出版的「有價證券借貸交易：市場發展及影響」(securities lending: market development and implication) 報告中提及，在現今的資本市場，有價證券很少被閒置。如果沒有在市場被買進、賣出，有價證券通常不是為賺取出借費，被借給想要借入的相對方（證券驅動借貸；securities-driven SBL），就是被當作擔保品以取得短期融資（現金驅動借貸；cash-driven SBL）。前者係借券人為支應因證券商錯帳或投資人違約等交割缺券情況，以及避險、套利等策略性交易需求；後者事實上為出借方之融資需求：借券人提供現金擔保品向出借方借入證券，從另一個角度看，即為出借人提供有價證券作為擔保向對方借入現金，以取得較低之融資利率，降低資金成本。

現金驅動市場 (cash-driven market) 為市場參與者提供了一個管道，讓渠等以低於無擔保借款利率的代價，為其證券部位取得資金 (finance securities position)；並提供現金出借者一個貨幣市場工具。證券驅動市場 (securities-driven market)

藉由提供管道，讓市場參與者在暫時的基礎上提供現金或其他擔保品借入證券，增加證券市場的流動性，並降低交割失敗的可能性。藉由流動性充足的借券，也可促進一些投資及交易策略，包括：

- 基本面看空（fundamental short）策略
- 市場中立套利（market-neutral arbitrage）策略，包括
 - 現貨、期貨套利（cash versus futures arbitrage）、
 - 可轉債套利（convertible bond arbitrage）及
 - 股利相關套利（dividend-related arbitrage）。

此外，市場參與者也可以借入證券來規避衍生商品市場反向部位的風險。

在最活絡的市場，證券驅動借貸已經是不同類型市場參與者間很普遍的業務。投資組合經理人及機構投資人藉由收取擔保品、出借閒置的庫存股票來賺取額外的收益。此一活動也可增加附條件交易市場（repo market）的流動性，因為出借證券收取的現金擔保品常常被再投資於附條件交易市場。證券商及其客戶也必須倚賴借入證券來規避風險及套取不同市場間價格差異的利益。此種套利的進行，對增進市場價格的效率及增加證券市場與其他市場（包括期貨市場及選擇權市場）的連結上非常重要。

（三）有價證券借貸與其他交易之比較

- 有價證券借貸屬於消費借貸，與使用借貸不同。

民法第 464 條所稱使用借貸，謂當事人一方以物交付他方，而約定他方於無償使用後返還其物之契約。而第 474 條稱消費借貸者，謂當事人一方移轉金錢或其他代替物之所有權於他方，而約定他方以種類、品質、數量相同之物返還之契約。

- 有價證券借貸係附條件交易，與買賣斷不同。

有價證券借貸係附條件交易，借入之股票在借貸期間屆滿或出借人要求還券時即須返還，與買賣斷不同。

- 證券所有權移轉至借券人，債權確保強於質押。

目前在國內欲以有價證券作為擔保，取得融資、借款的管道有質押及有價證券借貸。部分上市櫃公司之內部人囿於無法參與有價證券出借，有資金需求時必須透過股票質押。在證券借貸，證券所有權會移轉至借券人，但質押股票之所有權並未移轉，致若質押人無法正常付息、還本或追繳時，銀行必須透過冗長的法院程序始可確保其債權。

- 除股息不強制回補，與信用交易之融券不同。權益補償由借券人償還出借人。

參、相關觀念釐清

一、借券≠借券賣出

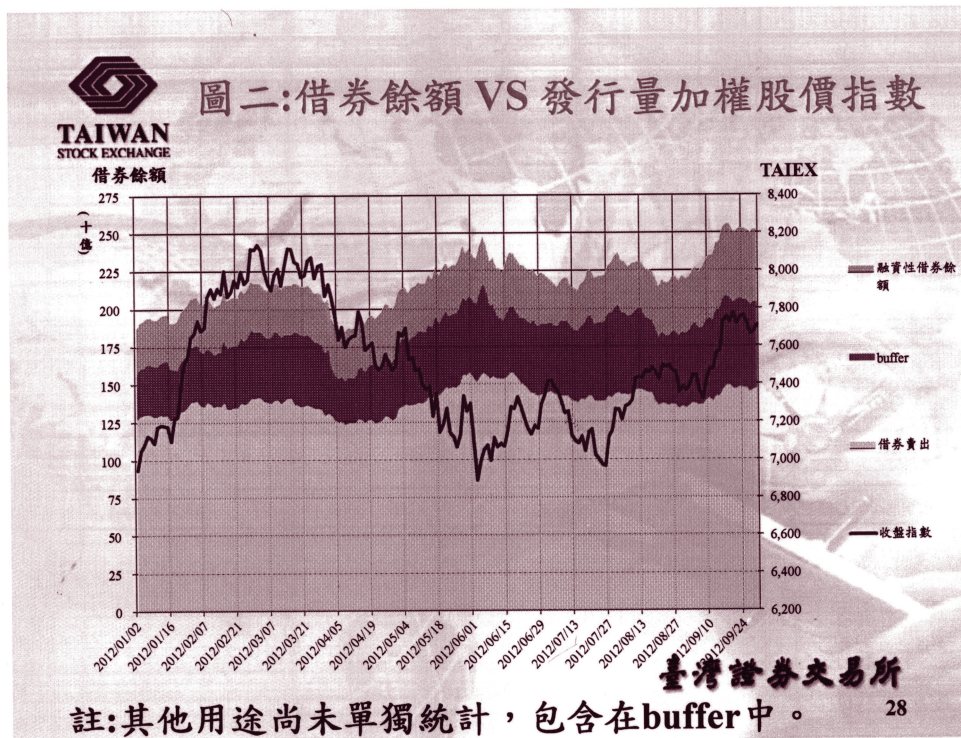
輿論常會把借券交易和融券交易混為一談，但兩者間有一個很顯著的差異，從而在解讀「借券餘額」和「融券餘額」時必須加以區分。融券交易方面，投資人一方面向授信機構借入標的股票，一方面委託證券商賣出該股票，這兩個動作必須同時到位，才会有相對的融券餘額產生。而借券交易則是出借人和借券人之間成立證券借貸契約，在未還券前，借券餘額會一直存在。借券餘額乃是標的股票各種多、空力道的集合，必須進一步加以區分，才可以合理解讀。

借入股票最主要的用途確實是委託證券商賣出（包括用於投機、套利及避險），借券賣出餘額所代表者，不但是借券人已借入，且實際上已在市場上賣出尚未還券之總額。換言之，借券賣出之數額業已反映在各該標的股票每一交易日的價、量之中，不但不代表未來潛在的賣壓，反而可能是未來回補的力道。此外，借入股票尚可用於其他用途，這部分通常只占整體借券餘額之 2%至 3%，主要是國內自營商用於權證履約及 ETF 申贖等。



在未使用的借券餘額中，尚可區分為融資性借券之擔保品及庫存借券。所謂融資性借券，係有價證券借貸的一種，出借人以標的股票作為擔保品，向借券人借入

短期資金。外資借券人經由融資性借券所取得之股票，一般均未於證券市場放空，而資金之交付則在海外進行。外資出借人進行融資性借券取得短期資金，用於擴大財務槓桿，當然也有可能投資台股。另借券庫存則是已借入證券扣除借券賣出、其他用途及融資性借券之擔保品外之餘額，此一部分包括了借券人未來將用於提前召回還券及賣出者，而只有後者才是借券人未來潛在的賣壓。

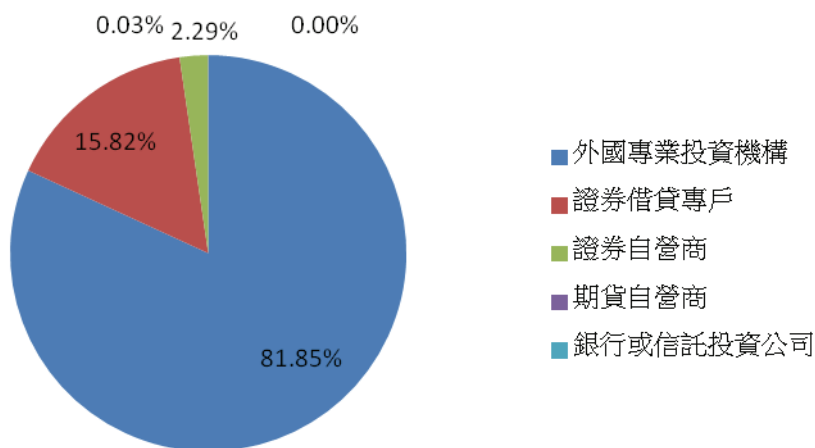


二、借券市場參與者不是只有外資

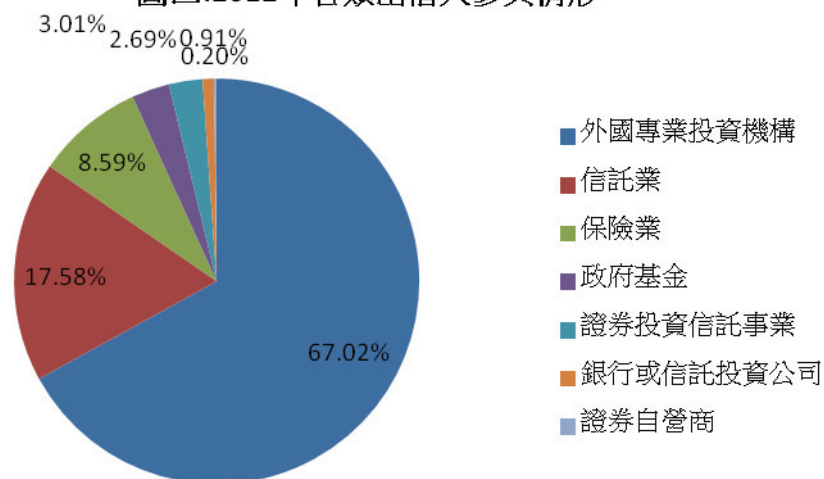
台灣的有價證券借貸市場自民國 92 年設立以來持續地成長，為出借人賺取了長期、穩定的出借收入，而借券人借入股票後在市場賣出、避險或用於履約、申贖等用途，也強化了市場流動性及效率性。

去年輿論也把借券和外資畫上等號。事實上，出借人目前以外資、銀行兼營信託業、保險業、政府基金、證券投資信託事業為主，借券人則以外資、自營商及證券商借貸專戶為主。

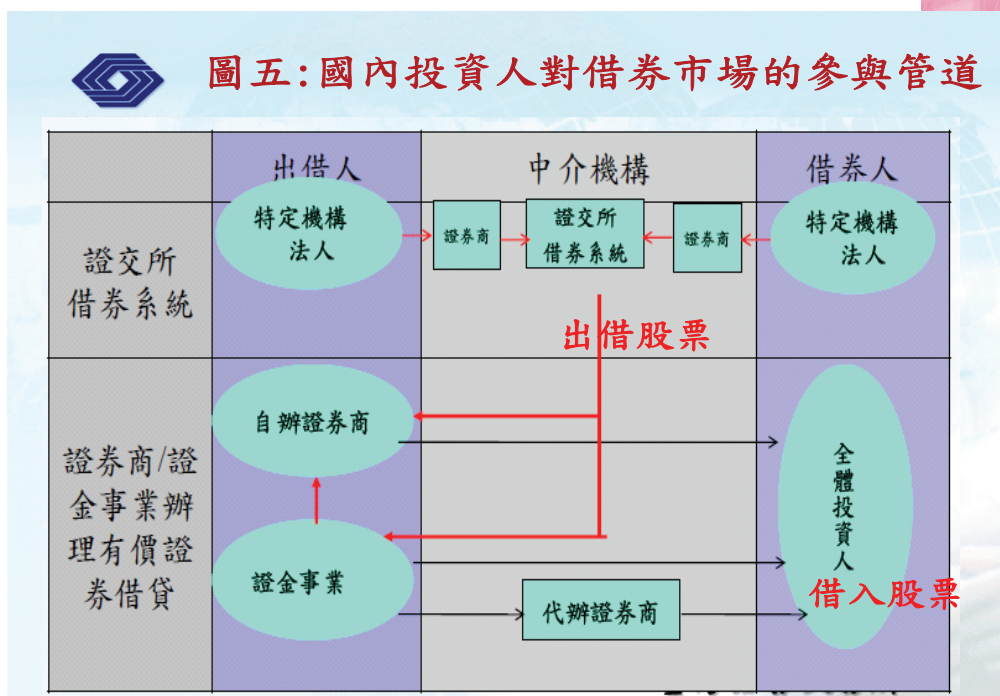
圖三:2012年各類借券人參與情形



圖四:2012年各類出借人參與情形



一般人都認為借券市場只有外資可以參與，但是，台灣證券交易所指出，國內投資人（包括自然人及法人）也有管道可以參與借券市場。具體來說，如果想要出借股票，投資人可以將持股交付銀行或辦理財富管理業務的證券商，以信託的名義，在交易所借券系統出借；如果想要借入股票，則可以在證券商營業處所，向自辦有價證券借貸業務的證券商辦理（如圖五）。



投資人透過銀行或證券商的「有價證券信託」業務，將股票出借以賺取穩健的出借收益，在金融環境動盪的情況下，是一個可以增加收益的管道。關於出借股票的門檻，根據證交所規定每筆股票出借交易數量至少須為 10 張，且以整股為限。就實務上來說，每家銀行及證券商承作信託都有不同的門檻。至於是否所有的股票都適合拿來出借？應該說熱門、成交量大的股票較適合出借，而且其成交機率和報酬率也相對較高，有意出借的投資人可以上證交所網站查詢所持有股票之歷史成交紀錄。每一檔股票都有不同出借費率，即使是同一檔股票在不同時間也有不同費率，端視當時借券市場供需決定，主要係由出借人及借券人雙方議價談妥費率，並透過交易所借券平台撮合成交。至於出借收益方面，目前實務上每 100 元的出借收入扣除 2 元的借貸服務手續費及 5 元的營業稅後，出借人大約可分得 8 成的淨收益約 74 元。信託期間出借人除享有配股配息外，還享有出借收入，於目前低利率之環境下，出借收入提供了強化收益的機會。

此外，如果投資人想要借入股票，則可以在證券商營業處所，向自辦有價證券借貸業務的證券商辦理，借券費率由雙方議定，所借入的股票，除委託證券商賣出外，尚可用於融券賣出之現券償還等用途。

三、借券餘額高≠外資打壓股市

國際證券管理機構 IOSCO 於 1999 年 7 月即已出版「有價證券借貸交易：市場發展及影響」（securities lending: market development and implication），體認到在

現今的資本市場，有價證券很少被閒置。如果沒有在市場被買進、賣出，有價證券不是被借給想要借入的相對方，就是被當作擔保品以取得短期資金融通。前者稱為證券驅動借券（securities-driven SBL），後者則是現金驅動借券（cash-driven SBL）。

所以，我們可以看到借貸交易其實為整體股票市場帶來了經濟效益，一方面可以降低市場參與者資金成本並為中長期機構投資人賺取出借收入，另一方面也為市場帶來流動性。

台灣證券交易所篩選了 100 年跌幅較大的交易日借券賣出量較大的股票，然後把這些個股的原始委託檔調出來，交易規則加上一個條件，即完全不准借券賣出，看它對交易量及收盤價會有甚麼影響。以 2 月 15 日的華航為例，完全不准借券賣出後成交量萎縮了 4429 張，將近 2 成，但其收盤價格仍維持不變，收在 20.40 元。而這 4429 張可以說就是借券賣出對市場額外帶來的流動性，這並不是單一的個案，我們當時模擬 14 檔股票，都得到類似的結果。當然，這個實驗顯示借券賣出者的交易策略為市場帶來了可觀的流動性。

表二：借券賣出對交易量及收盤價之影響

日期	代號	股票名稱	原制					完全不准借券賣出模擬結果				
			借券賣出成交量	個股市場成交量	占個股市場成交量 %	本日收盤價	漲跌幅 %	借券賣出成交量	個股市場成交量	占個股市場成交量 %	本日收盤價	漲跌幅 %
100.02.15	2610	華航	7,471,000	23,089,023	32.36%	20.40	-2.16%	0	18,660,000	0.00%	20.40	-2.16%
100.08.02	2330	台積電	8,727,000	33,521,052	26.03%	71.40	-1.65%	0	28,790,000	0.00%	71.60	-1.38%
	3514	昱晶	2,936,000	6,931,963	42.35%	57.30	-2.55%	0	4,805,000	0.00%	57.40	-2.38%
	1802	台玻	1,549,000	7,179,247	21.58%	45.20	-2.38%	0	6,500,000	0.00%	45.20	-2.38%
100.08.17	2303	聯電	14,696,000	50,715,670	28.98%	11.10	-0.89%	0	42,745,000	0.00%	11.10	-0.89%
	2311	日月光	13,651,000	44,502,373	30.67%	26.40	-3.83%	0	35,857,000	0.00%	26.50	-3.46%
	2325	矽品	6,201,000	22,055,584	28.12%	25.00	-3.29%	0	18,820,000	0.00%	25.00	-3.29%
	2324	仁寶	6,188,000	20,062,720	30.84%	28.50	-4.04%	0	16,345,000	0.00%	28.55	-3.87%
	2308	台達電	2,478,000	10,406,734	23.81%	79.90	-2.32%	0	9,855,000	0.00%	80.00	-2.20%
100.09.07	2409	友達	9,668,000	33,317,742	29.02%	12.75	1.59%	0	28,128,000	0.00%	12.75	1.59%
100.09.19	2888	新光金	7,803,000	23,829,655	32.74%	9.19	-3.16%	0	19,240,000	0.00%	9.20	-3.06%
	2618	長榮航	4,053,000	19,386,259	20.91%	16.75	-4.83%	0	18,715,000	0.00%	16.75	-4.83%
	1402	遠東新	1,215,000	4,242,175	28.64%	34.75	-0.14%	0	3,579,000	0.00%	34.80	0.00%
	2880	華南金	1,000,000	3,922,875	25.49%	18.20	-2.41%	0	3,678,000	0.00%	18.24	-2.41%

肆、證券借貸對市場主管機關的啟示

首先，證券借貸市場通常構成本國或國際貨幣市場的一部分，彼此關係密切，而這乃是中央銀行非常關切的。第二，證券借貸活動占證券市場整體交割量的比重

越來越大，從而使證券交割系統監督者必須確實掌握證券借貸市場發生風險及會對交割系統正常運作造成破壞的威脅。第三，中央銀行及證券管理者所負責監管的公司多有參與證券借貸業務者，因此必須了解證券借貸對渠等所造成的影響。第四，由於證券借貸市場規模龐大，中央銀行及證券管理者必須了解證券借貸業務在市場間建構出來的聯繫，俾了解、掌握金融市場動盪可能的演進。最後，中央銀行本身可能參與附條件交易及證券借貸市場，在這個角色上，也會希望促進這些市場的安全、有效運作³。

伍、對我國有價證券借貸市場的建議

對我國有價證券借貸市場的建議包括：

一、融合國際視野/在地接軌

行政院陳前院長冲曾勉勵交易所的同仁，要 Think Global, Act Local。就有價證券借貸交易而言，我們一方面要尊重、內化國際間通行的制度架構及市場實務，一方面要利用國內對借券交易相關資訊掌握之優勢。析言之，國外的證券借貸多係在市場參與者之間進行，整體市場證券借貸成交、餘額資訊付諸闕如，借券賣出之數量多寡亦無法掌握，但國內卻能提供這方面的豐富資訊，供市場參與者及管理者使用。如果我們真能有國際視野並在地接軌，甚至可以在有價證券借貸交易方面樹立一國際典範。

二、隨市場狀況彈性調整借券賣出數量限制

97 年的雷曼兄弟倒閉及全球金融海嘯時，國內市場暫停借券賣出，其間歷時幾個月；100 年的歐債危機所導致的國內股市大跌則仍舊准許借券賣出，但將每天借券賣出的數量限制從標的證券發行股份的 3% 調整為不得超過該股票前 30 個營業日平均成交量的 20%。鑒於借券賣出確實能夠提供市場流動性，但在不同市場狀況可能會帶來壓力，建議可以在不同指數區間或隨市場狀況彈性調整借券賣出數量限制。

三、整合國內有價證券借貸市場

目前國內有價證券借貸市場是被切割的（fragmented），除了有信用交易及證券借貸兩大系統外，後者又可區分為證交所有價證券借貸系統及證券商自辦有價證券借貸。其中有價證券借貸系統尚分為定價交易、競價交易及議借交易。當然，針對不同市場需求提供不同解決方案是無可厚非的。但是，如果能夠在：（一）消極

³ 同註 2。

方面，減少不同市場間的不公平競爭（如融券手續費為萬分之八，採固定機制，而證交所借券系統之競價系統則可反映市場供需，遇某檔股票成為熱門股時，恐發生融券券源不足，而借券系統借券費率飆高之情況。）；及（二）積極方面，將可供出借券源匯聚起來的前提下，整合國內有價證券借貸市場，將有助於國內證券市場的發展及管理。

四、扶持國內證券商發展

目前，證券商同時辦理信用交易及證券借貸業務，能夠帶來相當不錯的收入，並且為渠等帶來相對的競爭優勢。期望未來政策方向能夠去除證券商證券流與資金流中移轉的阻隔，讓同時辦理信用交易及證券借貸業務的證券商能夠朝向「主要經紀商」（prime broker）的方向轉型，增加資產運用效率。

五、強化資訊揭露與市場參與者教育

相較於國外主要市場，我國在證券借貸方面的資訊揭露充分，無論是借券成交、借券餘額及借券賣出方面，均不遑多讓。但是，以往所揭露的借券餘額不但包括了證券驅動借券，也包含了現金驅動借券；且所揭露的借券賣出餘額係以整體市場借券餘額減去借入證券集保庫存為基準，故除實際借券賣出者外，尚包含了借新還舊、ETF 申購等數額，故無法精確表達其真實情況，也就是有可能高估實際借券賣出的數額。在未來，我們將在既有的基礎上，強化資訊的正確性和即時性，讓市場參與者能取得充分且精確的資訊，據以作為投資決策參考。另一方面，我們也將針對市場參與者及新聞媒體，宣導借券市場的制度架構、經濟功能及資訊揭露。最後，也將委託國內學者，針對借券市場對整體資本市場的影響，進行縝密的實證研究，以讓市場參與者充分瞭解借券市場的真諦。

**證券商從業人員不得接受客戶
對有價證券之全權委託，亦不
得與客戶有資金借貸行為。**

輕鬆二步驟

評議中心保障您金融消費權益

金融消費者與金融服務業因商品或服務產生民事爭議
(銀行、保險、證券期貨業)



申請免費喔!



免費申訴專線 0800-789885
<http://www.foi.org.tw>



- 專業：具備相關專業學養或實務經驗的學者、專家及公正人士所組成之評議委員會
- 迅速：原則90天內就會作成評議決定，可為金融消費者節省更多時間
- 有效：評議決定應賠付金額在投資型商品為100萬元、非投資型商品為10萬元以下，對金融服務業具有拘束力

 財團法人金融消費評議中心
Financial Ombudsman Institution

廣告