

## 【專題二】

# 放寬信用交易對市場影響

證交所  
洪禮君（副組長）

## 壹、前言

我國信用交易機制，提供投資人向證券商或證券金融公司融通資金或有價證券進行證券交易之管道，在證券市場扮演重要之功能。金管會近年來實施多項信用交易放寬措施，希望在風險管理及實務需求間取得平衡，並使證券市場更加蓬勃發展。本文將介紹自 2013 年來所實施之三項重大信用交易放寬制度之推動過程、實施內容及對市場之影響。

## 貳、近年放寬之信用交易重大措施及對市場之影響

### 一、擴大平盤下融券及借券賣出標的

#### （一）推動背景

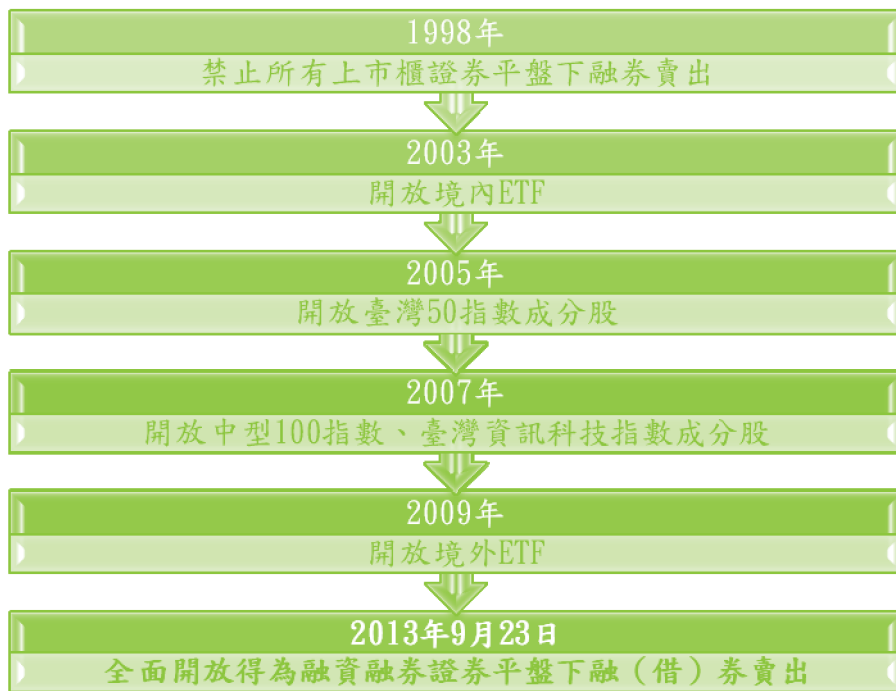
當投資人預期標的證券價格將下跌或為避險、套利目的，可向市場借入證券後，以融券或借券方式賣出標的證券。但長久以來，於管理上為避免此一工具淪為有心人士打壓股價之方式，故設定融（借）券賣出之價格限制，即平盤下不得融（借）券賣出，惟此一措施卻影響市場流動性及標的證券之價格發現機制。有鑑於此，在參酌國外近年對放空之價格管理措

施後，金管會於 2013 年 9 月 23 日起，擴大平盤下融券及借券賣出之標的範圍。

## (二) 開放過程

回顧以往，信用交易原設有平盤下不得融券賣出之規定，惟 1994 年開放資券相抵交易<sup>1</sup>時，考量該項限制恐影響投資人從事資券相抵交易意願，故予取消並開放平盤下得融券賣出。直至 1998 年下半年，國內股市受亞洲金融風暴及全球股市不穩影響，始決定自當年 9 月 4 日重新恢復融券賣出價格不得低於前一日收盤價之限制。後再採逐步開放平盤下可融券賣出之標的範圍，開放過程如下圖一所示：

圖一：我國開放平盤下可融（借）券賣出標的範圍之過程



## (三) 新制度實施內容

2013 年 9 月 23 日開放所有得為融資融券之上市及上櫃證券，投資人均可於平盤下融（借）券賣出。新制度實施前後，主管機關開放上市（櫃）可平盤下融（借）券賣出之標的範圍比較如下圖二。

1 資券相抵交易為投資人透過同日「融資買進」及「融券賣出」同種類、同數量證券所達成，交割時僅需支付買賣價差。

圖二：新制度實施前後平盤下可融（借）券賣出標的比較圖



金管會在參酌國外機制後，於新制度實施時，訂有配套措施，簡稱「冷卻機制」，即當標的證券當日收盤價為跌停時，次一交易日將被暫停平盤以下融券及借券賣出，再次一交易日恢復平盤以下融券及借券賣出。制訂此項配套措施係考量當一檔證券之收盤價格為跌停時，無論是因市場之系統性因素或為個別發行公司財務業務之負面消息所引起，對市場而言均屬利空訊息，暫停一天之平盤下融（借）券賣出，可以讓市場資訊充分流通，並使投資人具較多時間消化、判斷市場的資訊，以減少標的證券價格受到非理性賣壓的衝擊。但「冷卻機制」訂有兩種豁免情況，一為 ETF 不受限制，另一種情況為證券商及期貨商如有辦理業務之避險需求，例如發行權證或選擇權造市之避險交易等，所從事之融券及借券賣出交易，亦不會受冷卻機制的限制。

#### （四）國外放空價格限制措施介紹

1. 美國：投資人放空股票時，當該股票價格跌幅已達或超過前一日收盤價之 10%，則當日剩餘之交易時間及次一營業日均只能以高於市場最佳買進報價執行放空賣出。
2. 歐盟：由歐洲證券及市場管理局 (European Securities and Markets Authority, ESMA) 制訂會員國之放空規範：
  - (1) 當金融商品價格大跌，主管當局可採行暫時性限制金融商品放空交易之措施，以防止價格失序。當金融商品在單日價格跌幅相較於前一日收盤價達一定比率（10% 或以上）<sup>2</sup>，主管當局可考慮禁止或限制投資人放空。
  - (2) 採行 (1) 措施時，限制或禁止時間應不超過價格大跌日之次一營業日

2 所訂下跌比率為 10% 或以上，適用於如歐盟前所定義之高流動性商品，但對於歐盟認定之低流動性商品，或經歐盟考量產品市場、產品種類、價格波動等其他因素後，可另制訂適當之比率。

收盤。如果在次一營業日收盤時，價格持續下跌，且跌幅達價格大跌日收盤價格的一定比率之一半（5% 或以上），管理當局可再延長放空限制措施 2 個營業日。

(3) 管理當局可針對 (1) 情況，訂定豁免規定，例如市場造市活動。

3. 日本：在 2013 年 11 月 5 日前，放空價格不能低於或等於最近一次成交價格。惟為市場流動性之考量，日本也跟進參考美國的規定，在 2013 年 11 月 5 日將原本規定放空價格不能低於或等於最近一次成交價格，改為當個股價格跌幅已達或超過前一日收盤價 10%，才實施價格限制，且一旦標的碰觸到此一跌幅，當日剩下的交易時間及次一日之放空交易，均受到價格限制。

#### (五) 對市場之影響及效益

1. 健全交易機制、增加投資選擇並促進合理價格發現

如限制平盤下投資人不得融（借）券賣出，當標的證券價格高於平盤，投資人可融資買進，但低於平盤時卻不得融券賣出，多空制度設計並不對等，助漲抑跌，有違市場正常運作機制。如開放投資人得於平盤下融（借）券賣出，將使標的證券價格位於平盤下時之多空機制完善，投資人不但可選擇之標的增加，也因避險機制完善而更有意願進場投資，將有助流動性及市場交易量之提升，另並有利於合理價格之發現。

2. 提高資券相抵交易之意願

投資人從事資券相抵交易，如標的證券禁止平盤下融券賣出時，投資人開盤後先以融資買進，但盤中直至收盤期間，標的證券價格均在平盤下以下，投資人將無法進行資券相抵之融券賣出沖銷，僅得將先前融資買進之股票留倉。此一狀況相較於從事資券相抵交易僅需交割買賣價差，投資人必須準備較多之資金，以支付融資自備款，並多承受一日價格下跌風險。所以新制度實施前，資券相抵交易之投資人，如觀察標的證券當日開盤之價格不佳時，則不敢進行融資買進交易，故此一融券賣出價格之限制，影響投資人資券相抵交易之意願。新制度實施後，所有得為融資融券交易之標的均可平盤下融券賣出，故本項措施之實施，有助於提升資券相抵交易之意願。

3. 實施效益

觀察本項措施實施狀況及效益時，發現 2014 年 1 月 6 日開放現股

當日沖銷交易<sup>3</sup>實施後，使原本從事資券相抵交易之投資人，有轉而將部分資金投入現股當日沖銷之現象。因兩種制度均為賺取證券當日差價之交易行為，且交割時均僅支付買賣價差。因此在探討本項放寬措施效益時，應觀察 2013 年 9 月 23 日實施後，至 2014 年 1 月 5 日現股當沖開放前之期間較為客觀。

#### (1) 平盤下融（借）券賣出之檔數及成交金額

本措施實施後，平均每日上市市場約有 760 檔有價證券可供投資人進行平盤下操作，經證交所統計，平均每日約有 560 檔有價證券投資人有進行平盤下融（借）券賣出之委託，其中屬新開放之標的<sup>4</sup>檔數有 416 檔，占每日投資人有進行平盤下融（借）券賣出之委託檔數 560 檔之比例高達 70% 以上。另外，新增可盤下融（借）券賣出標的證券之投資人每日平均平盤下融（借）券賣出委託成交金額約為 20.6 億元，其中融券賣出為 19.8 億元、借券賣出部分為 0.8 億元。新增標的平盤下融券賣出之金額遠高於借券賣出，原因應為借券賣出參與者多為外資法人，而其操作仍以大型之臺灣 50 指數及中型 100 指數成分股為主，故開放規模較小之證券可平盤下融（借）券賣出，對其操作並無影響。

#### (2) 信用交易成交金額

自新制度實施後至 2014 年 1 月 5 日現股當沖開放前之期間，集中市場平均每日信用交易成交金額增加 16.4 億元，增加之金額可分為二部分，一為單純融資買進或融券賣出部分，增加約 4 億元；一為資券相抵交易部分，大幅增加 12 億餘元。相較於同期間，整體集中市場成交值僅增加 3.2 億元之情況而言，顯見擴大平盤下融（借）券賣出標的之範圍，提升投資人從事資券相抵交易之意願。另本項新制度除放寬上市標的證券檔數外，原本無法平盤下融券賣出之上櫃股票市場（原僅開放上櫃 ETF），擴大至全部約 500 多檔得為融資融券證券均可平盤下融券賣出，確實有部分原從事上市資券相抵交易之投資人，轉而將一部分資金移轉至上櫃市場進行交易。

## 二、資券相抵不計入融資融券限額措施

### （一）推動背景

- 3 2014 年 1 月 6 日開放臺灣 50 指數成分股、中型 100 指數成分股及上櫃之富櫃 50 指數成分股之先買後賣現股當日沖銷。
- 4 即非屬原可平盤下融（借）券賣出之臺灣 50 指數成分股、中型 100 指數成分股、臺灣資訊科技指數成分股及 ETF。

研議開放資券相抵金額不列入融資融券限額計算，主要考量為 2014 年所開放之現股當沖<sup>5</sup>，其交易行為與資券相抵交易相同，均為投資人對同一檔證券在同一日進行買進、賣出以賺取當日價差之交易行為，但現股當沖並未設有類似融資、融券限額之額度管控機制；加以開放現股當沖已實行一段期間，經評估開放後，觀察投資人交易及交割風險，實屬有限，因此開放資券相抵交易額度不計入融資融券限額顯得勢在必行。

## (二) 開放過程

### 1. 1994 年開放資券相抵交易

我國在 1994 年 1 月 5 日正式開放資券相抵交易，當時為證券市場之重大突破，因該項業務的開放，滿足投資人長久以來對於當日沖銷交易之需求，開啟證券市場信用當沖時代。所以在 1994 年 1 月 5 日至 2014 年 1 月 6 日（當日開放現股當沖）長達 20 年期間，國內投資人如欲在同一日買進、賣出同一檔證券以賺取當日價差，僅能透過信用交易機制下之資券相抵交易進行，即同日以「融資買進」及「融券賣出」同種類、同數量證券進行交易。而當時開放資券相抵交易後，直接採行既有之信用交易規範進行管理，以避免開放後產生對市場之負面影響。

### 2. 資券相抵交易計入相關融資融券限額控管

融資融券管理機制中對於投資人及證券商之資券金額均訂有額度限制，所以從開放資券相抵交易之日起，資券相抵之「融資買進」及「融券賣出」均必須納入信用交易機制下之相關融資、融券限額控管，包含：

#### (1) 單一客戶融資融券限額<sup>6</sup>

投資人開立信用交易帳戶時，證券商依規定在評估客戶之財力狀況

- 5 證券集中交易市場資券相抵交易占總成交值比重，在 2013 年約為 9%、2014 年為 7.5%，在 2014 年開放現股當日沖銷交易後，確實有部分從事資券相抵交易之投資人轉而從事現股當日沖銷交易，致影響資券相抵交易占市場總成交值之比例。2015 年截至 10 月底，比重又持續下降至 5.7%，主因為當日沖銷交易在 2015 年 6 月 1 日擴大可當沖之交易標的，使更多資券相抵交易投資人轉而從事現股當沖。
- 6 資券相抵不計入融資融券限額措施實施時，法令資券限額規定為每一客戶在任一授信機構之最高融資限額為 8,000 萬元，最高融券限額為 6,000 萬元；但其中非屬臺灣五十指數成分公司普通股、臺灣中型一百指數成分公司普通股、臺灣資訊科技指數成分公司普通股、指數股票型證券投資信託基金及其成分公司普通股、指數股票型期貨信託基金 (ETF)、境外指數股票型基金，以及摩根士丹利資本國際公司 (MSCI) 公告之臺灣股價指數成分公司普通股部分，最高融資限額則為 4,000 萬元，最高融券限額則為 3,000 萬元。但該等法令規定之限額，已於 2015 年 6 月 29 日取消，回歸由證券商自行控管，本文並在「鬆綁融資融券限額」乙節介紹。

後，設定每一客戶最高融資限額及融券限額，俗稱單戶限額。

(2) 單一客戶對單一證券之融資融券限額<sup>7</sup>

每一投資人在任一證券商融資買進或融券賣出每一上市或上櫃證券時，亦有金額限制，稱為單股限額。

(3) 證券商融資融券餘額占其淨值限額

每一證券商對每種有價證券之融資融券金額及對全體客戶之融資融券總金額亦有限額規範，額度如下：

- a. 證券商對每種有價證券融資總金額依規不得超出其淨值 10%；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，合計不得超過其淨值 5%。
- b. 證券商辦理有價證券買賣融資融券，對客戶融資或融券之總金額，分別不得超過其淨值 250% 或 400%<sup>8</sup>。

3. 資券相抵交易金額於融資限額半數內，得不計入融資融券限額計算

2012 年 11 月 2 日實施投資人資券相抵金額於融資限額半數內，得不列入委託人融資或融券限額計算。惟此一新措施僅開放投資人於融資額度半數限額內，資券相抵交易之融資買進及融券賣出金額可不予計入限額控管，超過額度後仍須納入限額控管，並非完全不受資券限額之限制；且前述諸多限額中，亦僅就單戶限額進行部分開放，但資券相抵交易仍受到單股限額、證券商對每種有價證券及對全體客戶之融資融券占其淨值限額之額度限制。

(三) 新制度實施內容

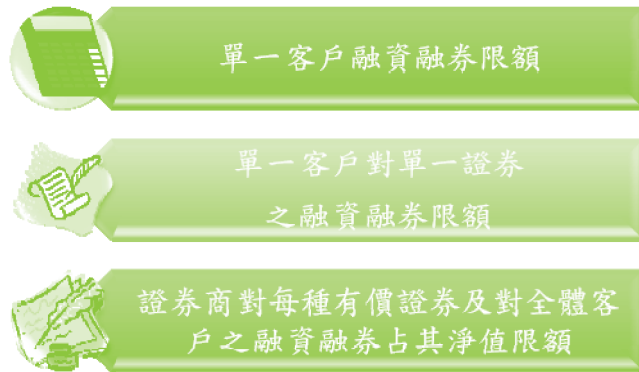
1. 資券相抵不計入資券限額

自 2014 年 11 月 3 日起，開放投資人資券相抵交易金額，不計入單

- 7 資券相抵不計入融資融券限額措施實施時，法令資券限額規定為授信機構對於每一客戶之上市單一證券之最高融資、融券限額各為 3,000 萬元，對上櫃單一證券之最高融資、融券限額各為 2,000 萬元。但該等法令規定之限額，已於 2015 年 6 月 29 日取消，回歸由證券商自行控管，本文並在「鬆綁融資融券限額」乙節介紹。
- 8 證券商自有資本適足比率連續三個月達 250% 以上者，其辦理有價證券買賣融資融券，對客戶融資或融券之總金額，分別不得超過其淨值 400%。證券商如有開辦款項借貸獲有價證券借貸業務，則對客戶融資總金額，加計辦理證券業務借貸款項之融通總金額，不得超過其淨值 400%；對客戶融券總金額，加計辦理有價證券借貸業務之出借有價證券總金額，不得超過其淨值 400%。

戶、單股及證券商對每種有價證券及對全體客戶之融資融券占其淨值限額之額度限制（詳圖三），所以投資人完成資券相抵交易後，該筆融資買進或融券賣出交易金額已占用之融資、融券額度可再釋放出來進行交易。

圖三：資券相抵交易金額不再列入下列融資融券限額計算



## 2. 風險控管配套機制

### (1) 既有之風險控管機制 - 單日買賣額度：

雖然新制度下，資券相抵交易金額不計入融資融券限額，但並不表示投資人可無金額限制地循環從事資券相抵交易。因投資人每日交易額度（普通交易加計信用交易）仍受到證券商設定之單日買賣額度所控管<sup>9</sup>。

### (2) 新增之風險控管機制

考量資券相抵交易與現股當沖性質相仿，因此風控措施之設計，比照現股當沖，且顧及證券商整體風險，將合併評估或控管投資人資券相抵與現股當沖之損益或額度。

#### a. 每日評估損益

9 所謂單日買賣額度，規範於「中華民國證券商業同業公會會員辦理受託買賣業務瞭解委託人及徵信與額度管理自律規則」，投資人當日普通交易及融資委託買入、當日沖銷交易買入或賣出、未送存集中保管之委託賣出、融券賣出委託之合計總金額，不得逾越其單日買賣額度。但投資人當日取消委託買賣之金額、當日沖銷交易之反向委託金額、融資買入或融券賣出從事資券相抵交易之反向委託金額、已預收款券之委託買賣金額，得不列入其單日買賣額度之計算。



證券商應每日就投資人資券相抵交易之損益，評估增減其額度。同時具備從事現股當沖資格者，兩者應合併計算損益情形後，評估增減額度。

#### b. 每月評估損益

投資人前月份資券相抵交易累計虧損，達其單日買賣額度或資券相抵交易額度之二分之一時，證券商應暫停其從事資券相抵交易。同時具備從事現股當沖資格者，兩者損益應合併計算。除專業機構投資人外，證券商應於委託人提供適當財力證明後，重新評估其額度。

### (四) 對市場之影響及效益

#### 1. 增進投資人操作彈性、促進市場之流動性

使投資人從事資券相抵交易時，不再因為已達融資或融券限額限制而無法交易，增進投資人操作彈性，並有助於提升市場之流動性。

#### 2. 資券相抵與現股當沖採一致性管理措施，有利於交易人瞭解及業者之風險控管

資券相抵交易與現股當日沖銷交易均為投資人在同一日買賣相同標的證券以賺取價差之行為，兩者應採相同之額度控管機制，故取消原先投資人資券相抵交易金額應列入融資融券限額計算之規定，將額度控管回歸投資人單日買賣額度，證券商並應辦理每日評估損益、每月評估損益作業，有利於投資人從事資券相抵交易、現股當日沖銷交易均遵循一致性規範，並使業者控管該等交易相關風險更為周全。

### 三、鬆綁融資融券限額

#### (一) 推動背景

我國信用交易機制因屬槓桿操作，故監理時極為重視風險控管，本文在前一節已提及風險分散為其中十分重要之一環，而單戶及單股限額即為相當重要之管理機制，此一風險控管措施亦使投資人之需求受到限制。2015年6月29日金管會全面取消投資人之單戶單股限額，回歸由授信機構自行控管。

#### (二) 開放過程

設定單戶單股限額主要避免授信過度集中之風險。然而隨著經濟成長、投資人對信用交易之額度需求增加，有關單戶及單股限額亦隨市場需求予以調整，以下為近年有關信用交易單戶及單股之額度調整過程：

1. 1996 年 7 月 4 日

融資融券單戶限額分為四級<sup>10</sup>，由 250 萬元至 1500 萬元；單股限額部分，融資及融券則分別均為 750 萬元。

2. 1999 年 1 月 1 日

因應開放上櫃股票得為融資融券交易，訂定上櫃之單戶融資或融券額度與前述上市有價證券之四級制共用額度。上櫃股票單股資券限額分別為 500 萬元。

3. 2001 年 7 月 10 日

取消融資、融券限額分級制，並提高單戶額度：

- (1) 單戶融資限額提高為 3,000 萬元，融券限額提高為 2,000 萬元。
- (2) 上市單股融資限額提高為 1,500 萬元，上櫃提高為 1,000 萬元。上市單股融券限額提高為 1,000 萬元，上櫃提高為 750 萬元。

4. 2005 年 4 月 7 日

因每一投資人僅得於每一授信機構開立一個信用交易帳戶，為增加同時具備認售權證發行人及股票選擇權造市者身分之證券商從事融券賣出交易之操作彈性，主管機關提高該等證券商之融券限額，為一般投資人之 2 倍，即其單戶之最高融券限額為 4,000 萬元，上市單股融券限額為 2,000 萬元，上櫃單股融券限額為 1,500 萬元。

5. 2007 年 6 月 15 日

依標的證券風險程度之不同，採行分級管理制度：

- (1) 單戶融資限額 6,000 萬元，融券限額 4,000 萬元；惟小型股<sup>11</sup> 融資限

10 第 1 級融資、融券分別為 250 萬元，第 2 級融資、融券分別為 500 萬元，第 3 級融資、融券分別為 1,000 萬元，第 4 級融資、融券分別為 1,500 萬元。

11 指非屬證券交易所公告之臺灣五十指數成分公司普通股、臺灣中型一百指數成分公司普通股、臺灣資訊科技指數成分公司普通股、指數股票型基金受益憑證（ETF）及其成分公司普通股，以及摩根士丹利資本國際公司（MSCI）公告之臺灣股價指數成分公司普通股部分。

額為 3,000 萬元，融券限額為 2,000 萬元。

- (2) 上市單股融資、融券限額分別為 1,500 萬元、1,000 萬元，上櫃單股融資、融券限額分別為 1,000 萬元、750 萬元。

#### 6. 2014 年 11 月 3 日

提高單戶、單股及證券商業務避險融券限額：

- (1) 單戶融資限額為 8,000 萬元，融券限額為 6,000 萬元；惟小型股融資限額為 4,000 萬元，融券限額為 3,000 萬元。
- (2) 上市單股融資、融券限額分別為 3,000 萬元；上櫃最高融資、融券限額分別為 2,000 萬元。
- (3) 證券商業務避險融券限額 1 億 2,000 萬元、上市、上櫃單股融券限額分別為 6,000 萬元、4,000 萬元。

#### (三) 新制度實施內容

2015 年 6 月 29 日全面取消單戶、單股限額及證券商業務避險最高融券限額，回歸由授信機構自行控管。為強化授信機構風險管理，證交所規範證券商應自行訂定客戶融資融券額度管理作業程序，及加強對關聯戶客戶授信額度之控管。此外，並加強規範證券商應以公平合理原則，訂定客戶取得融券券源額度之方式。

#### (四) 對市場之影響及效益

##### 1. 提升投資人交易之便利性並落實差異化管理

設定單戶及單股限額，使投資人至證券商開立信用交易帳戶，無論其財力雄厚與否，證券商最多只能給予法訂最高額度。因此，導致許多財力雄厚之投資人因額度需求，必須到多家證券商開立信用交易帳戶，使投資人在帳戶管理及操作便利性上均十分不便。取消法訂額度限制後，證券商可依據客戶風險高低，自行設定額度，有助於在風險管理與投資人交易額度需求間取得平衡。

##### 2. 擴大證券商業務發展

我國證券商間之規模差異極大，如無論規模大小均設定相同之投資人信用交易額度限額，將限制大型證券商之業務發展。因此，取消融資融券限額，由證券商自行控管，業者將可依本身風險承受能力，訂定適

當之投資人融資融券限額，因此可擴大證券商業務發展。

### 3. 實施效益

經統計新制度實施後兩個月情形（2015 年 7 月及 8 月），市場上已有投資人向證券商提出提高融資融券額度之申請，且經證券商對該等客戶徵信後結果，核予融資融券額度遠高於取消前之融資限額 8,000 萬元及融券限額 6,000 萬元，顯見新制度確實滿足大額投資人交易需求。

## 參、結語

金管會近年對信用交易制度有諸多改革措施，本文所介紹之三大措施，均為幾十年來之重大突破，頗獲市場好評。主管機關藉由開創信用交易制度之新局，大幅提升投資人操作之彈性、落實差異化管理、擴大證券商業務發展，並使證券市場之交易機制更為健全，實在風險管理、實務需求及市場發展間尋求最大公約數，以達流通證券、活絡經濟之願景。



## ～ 信用交易小提醒 ～

以融資融券買賣有價證券，應留意證券市場變化，並隨時注意信用帳戶之整戶擔保維持率，以保障自身權益。