

【專題二】

放寬平盤下融券及借券賣出標 的制度介紹



洪禮君 (臺灣證券交易所專員)

一、實施背景

為健全證券市場之交易機制，同時希望能提升股市成交量，金管會於 102 年 9 月 3 日，宣布推動三項振興股市措施，市場上通常將此三項措施稱為金管會的「三支箭」。第一項措施為開放證券自營商得以漲跌停板申報買進或賣出有價證券，此項措施試行期間為民國 102 年 9 月 9 日至 103 年 3 月 8 日，後因考量實施後，自營商並無因此對於市場交易有不當影響情事，故於民國 103 年 3 月 9 日起，繼續開放自營商以漲跌停板買賣，使此一措施成為常態性機制。第二項措施為擴大投資人平盤下得融券及借券賣出之標的範圍，此項措施自民國 102 年 9 月 23 日起實施。第三項措施為開放投資人先買後賣之現股當日沖銷交易，該項制度在民國 103 年 1 月 6 日實施。本文將介紹第二項措施，擴大平盤下融券及借券賣出之標的範圍。

二、我國開放平盤下融券及借券賣出標的範圍之過程

我國信用交易制度原設有平盤下不得融券賣出之規定，惟民國 83 年開放資券相抵交易時，考量該項限制恐影響投資人及授信機構之承作意願，故予以取消並開放融券得於平盤下委託賣出。直至民國 87 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放空之標的範圍：民國 92 年開放境內指數股票型證券投資信託基金（ETF）、民國 94 年放寬臺灣 50 指數成分股、民國 96 年再放寬中型 100 指數及臺灣資訊科技指數成分股、民國 98 年開放境外 ETF 不受平盤下不得融券賣出之限制。

三、新制度說明

至民國 102 年 9 月 23 日前，主管機關所開放之上市及上櫃可平盤下放空之標的僅上市之臺灣 50 指數成分股、中型 100 指數成分股及臺灣資訊科技指數成分股，總計 150 檔股票，及上市、上櫃 ETF，雖已開放標的之股票市值，已占集中市場全體股票市值約 82%，惟以證券檔數而言，逾 75% 以上可融資融券交易之標的，投資人仍無法進行平盤下融券賣出。民國 102 年 9 月 23 日後，金管會大幅放寬平盤下可放空標的，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券及借券賣出，由原本僅 172 檔證券，擴大至上市及上櫃合計約有 1220 檔，證券種類包含股票、ETF 及臺灣存託憑證（TDR）。

為避免新制度之開放，造成個股價格於異常時期受非理性打壓，金管會同時訂有相關配套機制，簡稱為「冷卻機制」。所謂「冷卻機制」為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。制訂此項配套措施原因，為考量當一檔證券之收盤價格為跌停時，無論是因為市場整體之系統性因素所造成，或為個別股票之發行公司因財務業務之負面因素所引起，對市場而言均屬利空消息，暫停一天之平盤下放空，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，以減少標的證券的價格受到非理性賣壓的衝擊。此項配套機制係參酌國外制度所設計，本文將於下一節介紹美國、歐洲及日本之價格限制措施。

我國之「冷卻機制」訂有兩種豁免情況，一為指數股票型基金受益憑證（ETF）不受「冷卻機制」限制，即如 ETF 今日收盤價為跌停時，次一交易日投資人仍可進行平盤下融券及借券賣出。另外一種豁免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，而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

回顧近年國際對於放空交易行為之管制，由寬鬆趨於嚴謹，後再進行逐步鬆綁。在

歷經金融海嘯及歐債危機後，各國紛紛採行暫時性限制放空措施。後隨國際市場景氣回溫、股市回穩，為避免暫時性限制放空措施影響市場流動性及為促進價格發現機制，各國開始檢討並制訂永久性放空規定。如美國先於民國 99 年實施新的放空限制措施；歐盟則於民國 101 年 11 月跟進；日本則於民國 102 年 11 月 5 日引進新制訂之放空規範。前揭各國採行新放空措施之共同特點為僅遇個股價格異常大跌時，方執行放空價格限制，餘則未有限制措施。顯見主要市場對放空價格限制，相較於市場動盪之金融危機時期，已多採較開放方式處理。以下分別介紹美國、歐洲及日本對於投資人之放空交易，所採行之價格限制措施。

（一）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 (the current national best bid) 執行放空賣出。

（二）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），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。
4. 措施 1. 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。

（三）日本

在民國 102 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，在民國 102 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。

我國金管會在開放所有得為融資融券有價證券平盤下融券及借券賣出之新制度實施時，參採國際主要證券市場之規範，訂定前揭所稱「冷卻機制」之配套措施，即當日收盤價跌停時，次一交易日暫停平盤下融券及借券賣出，使我國放空制度更為完善。

五、新制度實施優點

擴大平盤下融券及借券賣出標的，對於證券市場有下列優點：

(一) 健全交易機制，增加投資選擇

如限制平盤下投資人不得放空，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放空，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券賣出及借券賣出，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的提升，另並有利於合理價格之發現。

(二) 提高資券相抵交易之意願

投資人進行信用交易之資券相抵交易，係透過同日「融資買進」及「融券賣出」同種類、同數量證券所達成，俗稱信用當沖，交割時投資人僅需支付買賣間之價差。民國 102 年 9 月 23 日新制度上路前，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，但盤中標的證券價格跌至平盤下，此後直至收盤期間，其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（買進交易金額之四成）。另外融資買進留倉，亦使投資人多承受一日之標的證券價格下跌風險。所以新制度實施前，許多習慣從事資券相抵交易之投資人，如其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，因恐其價格之後如一直位於平盤以下，將無法融券賣出沖銷，故

此一放空價格之限制，實影響投資人從事信用交易當沖之意願。新制度實施後，除非標的證券受前述「冷卻機制」限制，否則所有得為融資融券交易之標的均可平盤下融券賣出，從事資券相抵交易之投資人，無須再擔心證券之價格在平盤下，無法進行融券賣出沖銷，故本項措施之實施，有助於提升資券相抵交易之意願。

(三) 融券及借券賣出可成為股價低檔之回補力量

融券及借券賣出投資人之交易行為雖一開始為作空，惟未來勢必進行買進之回補動作，故擴大平盤下可放空標的，除有助於流動性提高外，更有助於潛在買盤增加，遇股價下跌時，或可成為承接力量。

六、實施後之交易情形及效益

本項措施於民國 102 年 9 月 23 日實施後，投資人使用新開放標的進行平盤下融券及借券賣出的情形非常踴躍；此外，對於信用交易之成交值提升亦如實施前各界所預期的，有一定之助益，特別是資券相抵交易部分，成長許多。惟觀察本項措施實施狀況及效益時，我們發現民國 103 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 指數成分股之現股當日沖銷交易實施後，使原本從事此 200 檔股票資券相抵交易之投資人，轉而將資金投入現股當日沖銷。此為合理現象，因兩種制度均為投資人對於相同標的證券於同一日進行相同數量之一買一賣、賺取價差之交易行為，且交割時均僅支付買賣價差，故相較於資券相抵交易，無須融券賣出手續費之現股當日沖銷，投資人自然在成本之考量下，會選擇採行現股當日沖銷交易，因此在探討擴大平盤下融券及借券賣出標的範圍之措施，對於市場之效益及實施情形時，應觀察現股當日沖銷交易開放前之數據較為客觀，故以下有關本項新制度之實施情形分析，均由民國 102 年 9 月 23 日實施後，至民國 103 年 1 月 5 日現股當日沖銷開放前之期間。

(一) 平盤下放空之檔數及成交金額

實施擴大平盤下可放空標的範圍之措施後，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融券及借券賣出，經臺灣證券交易所統計，平均每日約有 560 檔有價證券投資人有進行平盤下融券及借券賣出之委託，其中非屬原可平盤下放空之臺灣 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，即新開放之標的之檔數有 416 檔，占每日投資人有進行平盤下放空之委託檔數 560 檔之比例高達 74.2%，顯見投資人

使用情形非常普及。另外，新增可盤下放空標的證券之投資人每日平均平盤下融券及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放空，對其操作並無影響。而經每日觀察投資人平盤下委託金額之多寡，與當日標的證券之價格走勢息息相關，如證券之價格自開盤後至收盤，均在平盤以上，自然投資人較少進行平盤下之委託；反之，如當日較長時間價格位於平盤以下，當日平盤下委託成交之金額則較多。

(二) 信用交易成交金額

自新制度實施後，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 4.2 億元；一為資券相抵交易部分，大幅增加 12.2 億元。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，顯見擴大平盤下放空標的之範圍，如各界所預期，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，原本無法平盤下放空之上櫃股票市場（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放空，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。

七、相關資訊取得方式

為使投資人能充分瞭解本項新制度之內容，並及時取得每日可平盤下融券及借券賣出證券之名單，臺灣證券交易所特別在官方網站揭露相關資訊，供投資人查詢，臺灣證券交易所官網網址為 www.twse.com.tw，網站內容介紹如下：

(一) 查詢每日可平盤下融券及借券賣出之證券名單

每日晚間，在官網會公布明日投資人可於平盤下融券及借券賣出之證券名單，如果達到「冷卻機制」的證券，同時會在名單中特別註明。查詢路徑如下：

首頁 > 交易資訊 > 融資融券與可借券賣出額度 > 平盤下得融(借)券賣出之證券名單

圖一：每日平盤下得融(借)券賣出之證券名單查詢網頁

103年04月11日 平盤下得融(借)券賣出之證券名單

證券代號	證券名稱	暫停融券賣出	暫停借券賣出	前一交易日收盤後暫停本日禁止平盤下融券、借券賣出
0050	台灣50			
0051	中100			
0052	FB科技	*		
0053	寶電子			
0054	台閩50	*		
0055	寶金融			
0056	高股息			
0057	FB摩台	*		
0058	FB發達	*		
0059	FB金融	*		
0060	新台幣			
0061	寶滙深			
006203	寶摩臺	*		
006204	豐臺灣			
006205	FB上証			
006206	元上證			
006207	FB滬深			
006208	FB台50	*		
0080	恆中國			
0081	恆香港	*	*	
008201	上證50			

資料來源：臺灣證券交易所官網

(二) 開放所有得為融資融券證券平盤下融券及借券賣出專區

為使投資人瞭解制度內容、法規依據等，官方網頁設有「開放所有得為融資融券證券平盤下融券及借券賣出專區」，內容非常詳盡、豐富，包含制度說明、常見問答集，以及宣導影片，投資人可加以利用本資訊以瞭解此項制度。查詢路徑如下：

首頁 > 交易資訊 > 開放所有得為融資融券證券平盤下融券及借券賣出專區

圖二：開放所有得為融資融券證券平盤下融券及借券賣出專區查詢網頁



資料來源：臺灣證券交易所官網

八、結論

金管會實施開放所有得為融資融券之上市(櫃)有價證券可於平盤下融券及借券賣出制度，大幅擴大標的證券範圍，實為近年證券市場之重大突破，頗獲市場好評。該項措施除促進證券市場之交易活絡、提升台股成交量外，更重要的是使市場之交易機制更為健全，提升我國證券市場之交易品質。

基金配息率與基金報酬率不同，且基金可能因配息政策不同而影響到本金，投資人可至投信網站查月配息組成情形。

