

現今金融市場之信用交易行為

中興大學企管系

林金賢教授

台灣證券交易市場自民國 51 年開放後，直到現今可從事進行交易的金融商品種類繁多，除了一般較為常見的政府債券、上市櫃公司股票與公司債券等之外，亦有可轉換公司債（Convertible Bonds, CBs）、認購權證（Warrants）、指數股票型基金（Exchange Traded Fund, ETF）與台灣存託憑證等，而各種金融證券之發行與買賣方式，則依種類的不同而各有所異。另外，由於各類型的金融商品因其發行條件、利率等因素之影響，使得證券本身存在著不同水準之報酬率與風險性（Risk），如企業股票就可分為普通股（Common Stock）與特別股（Preferred Stock）兩大類，因發行條件與法規上的限制，使得投資人在選擇買入時，須考慮其所能承受之風險以及預期報酬，再從事投資之行為。另外，當投資人本身的資金或財力之不足，使其不能夠大量買入或賣出股票以賺取利潤時，將無法滿足投資人對高報酬的渴望。因此，為了滿足此一需求，現今的金融市場便衍生出信用交易之行為。

信用交易行為

股票市場中的信用交易行為，包括了融資（Margin Purchase）以及融券（Short Sellings）兩種。融資係指投資人需提出部分自備金額做為融資保證金，向證券商提出資金融通之需求借出資金後，再將資金投入股市並購買股票，待獲利了結後，再將借出金額與利息歸還給證券商；融券則為投資人欲選擇賣出股票時，投資人本身並無持有股份，而是負擔起某一比例之保證金後，向證券商借出股票並將其售出，且於未來某一特定期限內，再買入足夠的股數以償還給證券商。而融券亦是我們一般所謂的「放空」。

因此，投資人進行融資融券時，已具備了本身對於未來股價走勢之主觀想法，例如，當預期未來股價上揚時，投資人本身卻又不具有足夠資金，此時投資人將採用融資之手法，以增加資金來源並投資股票，當獲利了結後再將其借來的資金與利息一併歸還。反之，當預期未來某一企業之股價將下跌時，投資人會預先向證券商借入股票並掛牌賣出，待獲利了結後再逢低買入股票以補足股數，再將其股份歸還給證券商。然而，當投資人於歸還給證券商所借的股數之前，可能受到市場波動性影響造成股價上揚，使得投資人本來應該歸還之股數，其市值高過投資人所抵押之保證金價值，可能會造成投資人不願履行合約而不歸還股數。

如此一來，將造成證券商因契約之規範，只能沒收投資人所抵押之保證金而造成證券商其本身的損失。

在融資融券的過程中，除了可預見的高報酬率之外，事實上仍有其他陷阱與問題存在，因此不論是投資人或者證券商在運用此一財務工具時都應該謹慎小心。例如，因資訊不對稱（Asymmetric information）所帶來的影響。以投資人角度而言，與證券商簽定融資融券契約時，因個人信用評等之不同，會有不同的利息利率以及借款金額額度。而在簽定契約的過程中，可能因業務人員未將其細節條文與相關規定告知投資人，或是投資人本身並不具有相關的知識與資訊，將可能於未來償還債務或催繳保證金時發生一些債務上的糾紛。另一方面，證券商在經營業務方面，於判定投資人信用評等時，需請投資人繳交相關財力證明以及擔保人之相關資料等，但倘若投資人虛偽造假相關證明資料，而證券商本身亦沒有做好徵信調查時，將可能導致未於發生違約事件後，證券商求償無門之問題產生。

另外，投資人在進行融資融券時，由於股票市場存在著太多不確定因子，將可能使其投資標的之個股股價大幅波動，造成投資人必須維持其信用帳戶之擔保維持率¹。以融資為例，當受到股票市場股價大幅下跌造成融資擔保品市值下降，而使得投資人信用帳戶之擔保維持率過低時，證券商將會通知投資人繳交融資保證金不足的部分，而投資人須於接到通知後兩個營業日以內，一次將金額補足。但倘若無法付出保證金時，將會面臨到投資人擔保品被處分（亦稱之為「斷頭」）而導致血本無歸。此外，投資人亦必須於日後付清其向證券商所借貸之融資金額與利息。而斷頭對投資人的影響，除了造成投資人資金上的損失之外，倘若未來投資人欲再從事融資行為，可能因先前無法繳付保證金之紀錄而影響其個人信用評等、借貸金額額度與利息利率高低，造成投資人將要付出更大的成本方能再使用融資工具。

以融券為例，受到股票市場波動造成融券標的之市值上升時，將會造成投資人之擔保維持率因而下降，迫使投資人須繳交保證金以避免遭受擔保品被處分之命運。但是，當投資人無法於期限內補足金額時，將被處分其擔保品，在未來同樣的必須償還其所借出之股數。而由於融資融券所造成之交易行為，除了因投資人資金取得方式係透過向證券商借貸而有所不同之外，其操作方式則與一般股票市場交易行為相同，皆屬於次級市場之交易活動。因此，即便是投資人無法繳交保證金而被處分擔保品時，都不會影響到企業流通在外之股數，只是投資人必須於日後將資金或股份補足，再行歸還給證券商。

換句話說，信用交易的本質，只是投資者的資金來源可以是券商。投資者可以跟券商借錢或股票來從事股票的交易。當投資人的判斷正確時，投資人與證券商都將有其利潤存在，投資人賺取價差，券商賺取手續與利息費用。然而當投資

¹ 擔保維持率 = $\frac{\text{融資擔保品市值} + \text{原融券擔保品及保證金}}{\text{原融資金額} + \text{融券標的證券市價}}$

人的判斷錯誤時，在尚未歸還所借的資金或股票之情況下，投資人必須承擔投資損失補足保證金的額度，券商仍然有其手續費與利息費用可以賺取。一旦，投資者無力承擔補足保證金的損失時，券商採取斷頭的措施，投資者將損失其擔保品，而該投資者的信用也將因而計上一筆，未來要想再作信用交易，其信用紀錄將使其付出更大的代價。而投資者對券商所欠的資金或股票日後仍然要歸還。

我國有關融資融券之相關規定

我國有關融資融券的法令中，其所規範的內容除了在從事融資或融券行為上各有其規定以外，並有針對投資人（借方）、證券商（貸方）與投資標的（企業）有不同的限制。

首先，在投資人資格規定方面²，投資人申請開立信用帳戶並訂定融資融券契約，除了因期滿續約者之外，應具備以下之條件：

- 一、年滿二十歲有行為能力之中華民國國民，或依中華民國法律組織登記之法人。
- 二、開立受託買賣帳戶滿三個月。
- 三、最近一年內委託買賣成交十筆以上，累積成交金額達所申請融資額度之 50%，其開立受託買賣帳戶未滿一年者亦同。
- 四、最近一年投資人所得及各種財產共計達所申請融資額度之 30%，惟申請融資額度未逾新台幣五十萬元者不適用之。

投資人若具以下任一情事者，受理業務之證券商得拒絕其開立帳戶：

- 一、不符合上述規定之委託人所應具備之條件者。
- 二、利用他人名義，申請開立信用交易帳戶者。
- 三、已註銷信用交易帳戶未屆期滿者。
- 四、曾從事普通交易，有背信行為或從事信用交易有不履約契約義務者。
- 五、開立信用帳戶之委託人連續三年無交易記錄者，受託經紀商得註銷其信用帳戶，投資人於註銷後三個月內不得再開戶。

在投資標的方面，我國企業若欲將其股票成為融資融券之標的物，須符合下述幾點規定：

- 一、已上市（櫃）滿六個月之普通股。

² 依據證券商辦理有價證券買賣融資融券業務信用交易帳戶開立條件（民國 97 年 7 月 11 日修正）。

二、每股淨值大於票面價值（每股為 10 元）。

三、符合證期會核准公告得為融資融券交易之股票為限。但若為股價波動過度劇烈者、股權過度集中者或成交量過度異常者，得不核准其為融資融券交易股票。

另外，為了避免信用交易買多賣空之行為對證券市場的影響過於劇烈，因此當得為融資融券交易之企業個股，其融資餘額或融券餘額已達其上市或上櫃股份之 25%時，將暫停融資買進或融券賣出之行為，待其金額比例低於 18%時再行恢復。此外，因企業之普通股股票具有除息與除權之特性，因此當企業於發放現金股利（除息）或股票股利（除權）時，將暫停其股票之信用交易。而最主要的原因在於企業除息、除權前後期，股票交易量相對變大，故暫停信用交易行為以避免其價量變化過於劇烈。

投資人在進行融資融券的操作時，受到融資與融券類別，以及上市公司與上櫃公司之區別，所能夠借貸之額度與借款比率各有不同。在信用額度方面，依其額度級數之不同而異，現行制度下進行融資所能借用資金每戶上限為六千萬元³，且單一上市個股之融資金額不超過一千五百萬元，單一上櫃公司股票之信用額度不超過一千萬元；融券方面，每一信用帳戶之上限額度為四千萬元，且單一上市個股之融券金額不超過一千萬元，單一上櫃公司股票之信用額度不超過七百五十萬元。而融資融券的期限為 6 個月，在期限屆滿前證券商得依投資人信用狀況，判定是否得延長 6 個月，但僅准延長一次。

投資人借款比率部分，為上市股票者之最高融資比率為 60%，融券保證金成數最低為 9 成，且可利用其他有價證券做為借出資金之抵押品；為上櫃股票者其最高融資比率則為 50%，融券保證金成數則亦為 9 成，但不得資券相抵。而受委託之證券商得視客戶信用情形與有價證券之風險程度，自行律定融資比率以及融券保證金成數。此外，台灣有關融券的特殊規定中，倘若投資人融券賣出價格低於上一個營業日之收盤價，將不得進行融券放空之行為，也就是所謂的平盤以下不得放空⁴。

融資融券對產業及金融環境之影響

台灣自民國 51 年起因開放融資融券後，使得以散戶為投資主力之台灣股市漸漸的活絡起來，其主要原因在散戶本身並不具有足夠的財力進行大量交易，而在融資融券開放後，投資人多了一條管道來取得資金並追求利潤。而這樣使得台灣的股票市場漸漸開始熱絡。

融資融券的好處，除了使得投資人可利用較低的資金需求，來求取較高的利

³ 為最高額度等級之融資融券金額。

⁴ 自民國 87 年 9 月起規定平盤以下不得放空。

潤之外，同時活絡了股票市場，也提升了股票市場的流通性與成交量。此外，融資融券的開放也降低了企業取得資金的難度。以融資做為例子，當投資人進行融資大量買入某一企業之股票後，除了增加成交量並刺激流通性以外，亦提高了其股票市值，因此若企業具有資金方面的需求時，即可藉由賣出手中的庫藏股來換取資金，並投資於有需要的部份以提升企業之獲利。就政府而言，因融資融券的大量買入與賣出的動作，導致證券交易次數頻繁而增加了政府的證交稅收。日後，政府也可再將其稅收投入產業，以發揮出更高的價值。

但是，倘若投資者以投機之方式使用融資融券此一工具時，將可能創造出一波金融危機。例如，當企業存在著內線交易之行為時，意謂著投機者可利用此一機會獲取不當利益。以融資為例，當投機者手中握有對企業未來發展有利之內線消息，投機者便可透過融資取得大量資金，在股價尚未受到訊息刺激而上揚之前大量買入股票，待消息釋出後而影響股價上揚時，便脫手賣出持股以賺取利潤。另外，再以融券操作方法為例，當投機者掌握對企業不利之內線消息後，透過融券手法開始放空企業個股，由於其他散戶或投資人並未擁有相關資訊，因此透過在股票市場的正常交易中持續賣出股份，俟消息爆發後，因股價大幅下跌造成其他投資人受創或失去信心而大舉拋出持股，此時投機者便可再逢低買入股票，賺取賣高買低之利潤，再於日後將股數歸還給券商。但是，若是過度的放空股票，將導致投資人對企業失去信心，嚴重者將會造成企業的倒閉，甚至影響整體之產業環境形成一波危機。因此，政府部門與企業如何共同防止內線交易這類的投機行為，將會對於產業或金融環境有著巨大的影響。

金融風暴後

2008 年 9 月，受到美國次級房貸的拖累，為全美排名第四且具有百年歷史的雷曼公司（Lehman Brothers Holdings Inc.），因投資次級房貸造成巨額損失而宣布破產。幾乎就在同一時間，全美排名第三的美林公司（Merrill Lynch & Co., Inc.）為了避免受到波及，轉而投入美國銀行的懷抱中。這些消息正是造成日後金融風暴的導火線，並席捲了全球的資本市場，造成世界各國股票市場指數大幅滑落，也使得股票投資市場形成一強勢利空的局面。而在全球化的時代，全球經濟市場可視為一生命共同體，倘若身為世界經濟領導地位之美國市場，受到投機客趁機賣空的行為影響，勢必造成另一波的經濟危機。因此，為了避免過多的投機行為產生另一波更大的金融風暴，美國政府遂開始禁止投資人進行賣空之行為，以免造成市場的過度悲觀，並減少賣空股票之行為對股價產生劇烈影響，而導致市場信心的徹底崩潰。

同樣的，受到次級房貸所引發金融風暴的影響，我國之股票市場指數也一路從 7000 大關跌至 4000 多點，造成我國產業市值蒸發近半，且形成一強勢利空市場。但是，由於在我國融券法規的相關規定中，明確規範著若為平盤以下不得放

空之特殊規定，因此在全球性金融風暴產生時，台灣股票市場中的投機者是無法利用融券放空之手法進行獲利行為。

小結

融資融券的開放對股票市場的影響相當重大，因為它不僅提供了投資人多一條管道來取得資金，並將其投入股票市場買賣，因而提升了市場成交量與企業股價。企業則可藉由股價上揚之際，賣出手中持股以獲取市場資金，再將其投入事業經營以利企業未來之永續發展。另一方面，對政府而言，由於融資融券刺激了股票市場的交易量，意謂著在證券交易稅收上也將有所增加，有利於提升政府稅收收入，並於日後將資金轉為運用於有利產業與金融環境之營造。

相反的，在使用融資融券此這一工具時，若非謹慎評估自身財力狀況，或者存著惡意運用此工具，將可能導致嚴重之後果。對投資人而言，由於進行融資融券時，投資人需準備一筆保證金或有價證券做為擔保抵押品，但是受到股票市場波動性影響，企業個股股價有可能受到重挫而下跌，此時投資人需投入額外的資金以鎖住擔保維持率，避免慘遭斷頭。因此，倘若投資人事先未全面衡量自身財務狀況，將可能因股票市場的變化莫測，而導致其投資事業血本無歸。

在企業與政府方面，投機者可能會透過內線交易消息，惡意大量放空企業股票以進行套利，而此一行為將會造成股價劇烈動盪，導致其他投資人失去信心而大量拋售股票進行殺出，使得企業之市場價值也因此大跌而產生經營危機，嚴重者將可能衍生出另一波經濟危機。政府機構為了拯救此一危機，也勢必得投入大量的人力與財力來解決，造成社會資源的浪費。因此，如何防止投機者透過內線交易這類惡意行為來濫用融資融券此一工具，將是企業與政府之間需要共同解決之重要議題。

參考資料

- 一、台灣證券交易所，<http://www.twse.com.tw/ch/index.php>
- 二、元大證券，<http://www.yuantafinance.com.tw/>
- 三、維基百科，<http://zh.wikipedia.org/zh-cn/Wikipedia>
- 四、徐俊明，投資學理論與實務，福懋出版社。