

台湾证券市场信用交易制度的新发展

台湾证券市场信用交易制度的新发展	台湾研究	2008年第4期总第92期第22页	独立完成	(CSSCI283) 8000字 被收入“中国人民大学书报资料中心”汇编的《投资与证券》 2009年2期
------------------	------	-------------------	------	--

内容摘要:

本文介绍了台湾证券市场信用交易制度和证券借贷制度,并对其发展趋势及影响进行分析。

关键词: 台湾 证券市场 信用交易制度

朱 磊*

大陆证券市场何时全面实行融资融券制度一直是近年来的热点议题。台湾融资融券制度已经有30年左右的发展历程,了解其最新发展对推动大陆证券市场改革有积极意义。

一、台湾证券市场信用交易制度

台湾融资融券制度虽是在参考世界许多国家和地区的制度后建立起来的,但在逐步的改革和发展中形成其独有的特点,这些特点又多建立在台湾证券市场的自身情况基础之上。

(一) 证券市场的信用交易制度

信用交易是相对于现货交易而言的。在证券市场的现货交易中,投资者一次性完成交易,钱券两清;而在信用交易中,投资者在买卖股票时,须向证券公司支付一定比例的现金或股票,其差额部分通过证券公司或银行借贷来补足。所以,证券市场(本文主要指股票市场)的信用交易,可以通俗地理解为借钱买进股票或者借股票卖出套现的交易。在信用制度的支

* 作者为中国社会科学院台湾研究所经济室副主任,副研究员

撑下, 证券交易的过程由简单的“交易——盈亏”延长为“借贷——证券交易——偿还借贷——清算交割——实现盈亏”。这样, 交易链条在时间和空间上都大大拓展和延伸了。其意义主要在于: 一是提高市场交易效率和价格发现效率; 二是促进交易规模扩大, 提供产品创新机会, 丰富多层次证券市场; 三是形成市场内在的价格稳定机制, 减缓市场波动; 四是有利证券商(以下简称“券商”)发展, 对新兴市场而言, 可缓解市场的资金压力。

广义的证券市场信用交易一般可分四种形式: 一是融资融券交易, 即券商及证券金融机构向客户融资或融券的信用交易。二是证券期货交易, 又称定期清算交易, 是指证券交易买卖双方成交后并不立即交割而只缴纳一定比例的保证金, 等到约定期限届满时再交付款券完成交割, 或在价格变动时进行反向操作冲销到期结算差额。该交易是证券买卖双方相互授予信用, 无需向外部借贷, 又称内部信用, 如股指期货交易。三是证券期权交易, 是指按照契约约定的期限、价格和数量交易某一特定有价证券的买卖权利, 包括买入期权与卖出期权, 同属内部信用, 如股指期货交易。四是担保贷款交易, 是指客户以有价证券为担保品向银行或券商贷款用于购买或持有证券, 如股票抵押贷款。除此而外, 证券回购交易也可归于广义信用交易的范畴。

狭义的证券市场信用交易仅指融资融券交易。融资是指证券公司或其它金融机构借款给客户购买证券, 客户到期偿还本息; 融券是指证券公司出借自有或其它金融机构的证券供客户出售, 客户到期返还相同种类和数量的证券并支付利息。根据不同的交易对象, 可分为券商或金融机构对投资者的融资融券、和金融机构对券商的融资融券。本文探讨的证券市场信用交易主要是狭义上的融资融券交易。

融资融券制度在世界范围主要有两种模式: 一是以欧美、香港为代表的分散信用模式, 由券商等金融机构独立向客户提供资金和证券; 二是日本、韩国、台湾的集中信用模式, 由专门的证券金融公司提供资金和证券。台湾是“双轨制”集中信用模式的代表, 证券金融公司对证券公司和一般投资者同时融资融券。融资方面, 证券公司既可以通过证券抵押的方式从证券金融公司获得资金, 也可以将不动产作抵押向银行和其它非银行机构融资; 融券方面, 证券公司大部分的借入证券来自于证券金融公司。

(二) 台湾证券市场信用交易制度概况

台湾证券市场自 1974 年起开办融资业务, 但不办理融券。1981 年开始办理融券业务。市场中有券商 109 家, 其中外资券商 18 家, 综合类券商 37 家, 其它专业经纪商 54 家; 另外, 还有复华、环华、富邦、安泰 4 家证券金融公司。台湾证券市场信用交易制度的发展大致经历了以下几个阶段:

一是例行交易时期(1962 年至 1974 年)。这一时期的信用交易还不是融资融券交易。“例行交易”的主要做法是证券买卖双方在交易成立后, 先缴纳成交金额的一定比例作为交易保证金, 于成交日后某个特定时日, 买卖双方再办理现金交割。1973 年, 台湾当局为减少投机风险而收缩信用, 将保证金的比例调整为 100%, 使“例行交易”形同虚设。

二是银行代办信用交易时期(1974 年至 1980 年)。1974 年因股市暴跌, 台湾当局为挽救股市, 于 1974 年 4 月 6 日公布《授信机构办理融资融券业务暂行办法》, 同年 6 月 4 日证监会核定《授信机构办理融资融券业务暂行办法》, 开放台湾银行、交通银行、土地银行等三家银行办理, 但只融资不融券, 也被称为“跛足信用交易制度”。

三是单一办理信用交易时期(1980 年至 1990 年)。由于上市公司日渐增多, 信用交易规模日渐扩大, 为建立完整的信用交易制度, 使证券市场制度合理化, 台湾当局于 1979 年

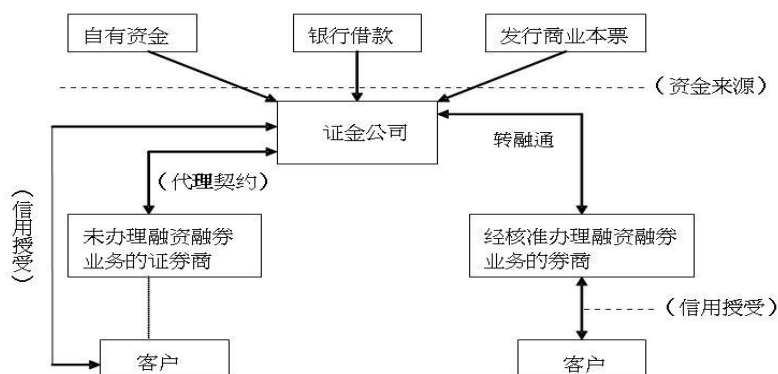
7月制定《证券金融事业管理规则》，规定实收资本在4亿元新台币以上的券商可以办理证券金融业务。1979年由代办信用交易的台湾银行和土地银行邀请光华投资公司、中国信托及台湾证券交易所（以下简称“证交所”）等参与投资，设立复华证券金融公司，1980年4月21日开业先办理融资，并于同年7月开办融券，融资融券业务正式开展。

四是双轨制时期（1990年至1995年）。台湾当局1988年修正“证券交易法”第60条，规定证券经纪商经主管部门核准可以办理融资融券业务。1990年9月核定发布《券商办理有价证券买卖融资融券管理办法》及《有价证券得为融资融券标准》，核准券商办理融资融券业务，并修订《证券金融事业管理规则》，开放证券金融公司的转融通业务。同年10月，元大证券及鼎盛证券正式开办融资融券业务，开始了信用交易双轨制时期。

五是开放时期（1995年至今）。1994年，由于证券市场信用交易需求剧增，导致证券金融公司资金运作紧张而限制融资，为了向投资人提供新的融资渠道，台湾当局制定《证券金融事业申请设立及核发营业执照审核要点》，放开证券金融公司的设立申请，并于1995年6月分别核准了环华、富邦及安泰三家新证券金融公司的设立申请，在同年7月开始运营。至此，证券金融事业不再仅是政策性机构，而成为竞争性的专业金融事业。另外，台湾主管部门又降低券商从事融资融券业务的门槛，从事融资融券业务的券商逐渐增多，目前其融资融券市场占有率已大大超出证券金融公司¹。

图1 台湾融资融券制度架构

融资融券市场运作方式



台湾融资融券交易的操作细则有三个主要内容：其一，可融资融券股票条件。1、上市满6个月且每股净值在票面以上的普通股股票及上市满6个月的之受益凭证，但指数股票型证券投资信托基金受益凭证不受上市满6个月之限制。2、该股市场成交收盘价格在票面以上。3、最近一年度的税前净利润占实收资本额之比率达3%以上。4、无下列情况之一：股价波动过度剧烈、股权过度集中、成交量过度异常。其二，融资融券的限额与限期。台湾市场上融资融券限额分为4级，最低一级信用用户融资或融券每户最高限为250万元新台币，最高一级信用用户融资每户最高限额1500万元新台币，融券每户最高限额1050万元新台币。每种证券的融资或融券金额不得超过750万元新台币，融资融券期限为半年。融券户若遇到发行公司停止过户，或是召开股东大会，或是除权除息，则需提前偿还。其三，融资融券比率。台

湾主管机关视市场情况，拟订和调整融资融券的最高融资比率和最低融券保证金成数；券商可以在主管机关制定的最高融资比率之下、最低融券保证金成数之上，视客户信用状况及有价证券的风险程度，自行订立融资比率、融券保证金成数，或暂停该有价证券的融资融券交易。

二、台湾证券借贷制度

台湾融资融券市场形成后，融资交易发展较快，融券业务却一直数量不大。一方面是因为融资交易操作便利，资金来源充裕，证券选择多样，而融券交易却受制于证券来源所限，供需结合相对较差，另一方面台湾融券业务限制较多。因此，继 1995 年扩大融资交易范围后，台湾当局又于 1996 年推出证券借贷制度，并不断改革深化，使证券借贷的参与人与经营业务不断扩大，实质上是拓展了证券信用交易范围。

（一）台湾证券借贷制度的缘起与概况

证券借贷指证券持有者(出借人)，暂时将该证券出借给需求者(借券人)，借券人则提供担保品给出借人，借券人有义务在未来约定的时点，归还同数量同种类的有价证券，借券费用则由双方事先约定。证券借贷的缘起，多始于证券交易市场，借入证券最普遍的用途是应付卖出交割的短缺部位、借入证券放空等。证券借贷操作除可增加市场流通性，减少交割券源不足，使交割作业更为顺畅外，更可满足交易策略卖出所需的券源，同时还可增加证券持有人出借收益，避免证券资产闲置²。因此，证券借贷在发展成熟的市场，是整体金融市场的重要一环，可促使证券市场的机制更为完备。

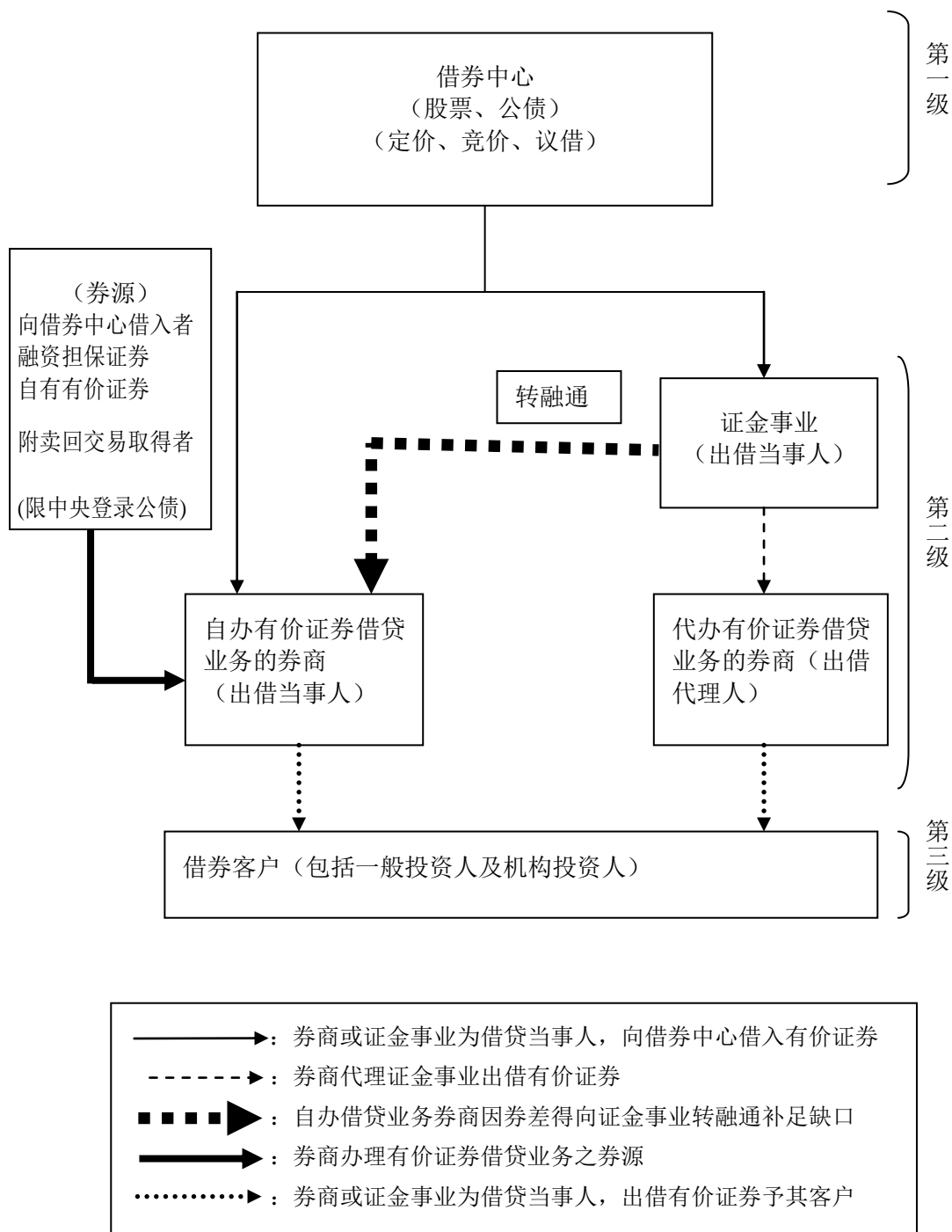
证券借贷市场包括出借人、借券人及中介人。出借人为借券市场主要的券源供给者，通常是持有一定规模证券且以长期持有方式投资于金融市场的机构法人，例如退休基金、人寿保险公司、共同基金与单位信托等。借券人大多为需要借券以履行交割义务或其它目的机构法人，主要包含境内外证券经纪商或自营商、证券市场造市者与避险基金等。中介人分为代理人或当事人两种。担任代理人的中介人负责为借贷双方安排借贷事宜，并依其与出借人协议的条件收取中介费，或分享担保品中现金部分投资收益，主要以保管银行或专业证券借贷机构为主。担任当事人的中介人以自己名义将借自出借人的证券再贷予借券人，凭借承担担保品风险、交易对手信用与流动性风险而收取报酬。

国际上证券借贷制度主要可分为“分散式”与“集中式”两种。“分散式”原则上由出借人、借券人及中介人三方所构成，其优点是较易落实个别征信，降低出借人风险；缺点是对券源较为分散或原本流通规模较小的证券，可能缺乏效率或较难满足借券者需求。“集中式”是由单一专门机构汇聚出借人的可供出借证券，面向全体借券人的需求，如台湾证交所的借券中心。其优点是效率较高，该单一专门机构可充当信用管制的政策工具；缺点是集中调度的机构较不易对借券人作个别征信，对出借人的保障较低。由于世界各国家和地区政经环境、法令及证券市场结构各异，因此形成各具特色的证券借贷制度³。美国、日本由保管银行、券商等专业之中介机构办理证券借贷事宜，属于分散式借贷制度；韩国分别由证券集中保管公司、证券金融公司与经核准的证券经纪商为中介机构，办理证券借贷事宜，是集中式与分散式借贷制度并存；台湾参考韩国架构开办集中式有价证券借贷业务，由证交所担任中介机构，出借人与借券人通过券商向证交所申请进行有价证券借贷。

随着证券市场与证券衍生商品市场发展，台湾信用交易制度及后来推出的以交割为需求的借券制度，已经无法满足法人机构的中性借券需求⁴。为顺应需求，配合证券及其衍生性

市场发展，台湾证交所于 1996 年 9 月实施“台湾证交所有价证券借贷办法”，正式推出有价证券借贷制度，以证交所为中介人开办集中式有价证券借贷业务，特定机构法人为参加人⁵，出借人与借券人可以通过券商向证交所申请以定价、竞价或议借交易方式借入有价证券，出借人可赚取出借收益，借券人则可满足其套利、避险交易及履约等策略性操作的需求。营业时间是星期一至星期五每日上午 9 时至下午 2 时 30 分，还券作业则至下午 3 时，与集中交易市场营业时间相同。证券柜台买卖中心也于 2000 年 9 月推出交割所需的证券借贷制度。2003 年 6 月 30 日台湾又推出“策略性交易借券制度”⁶。2006 年 1 月 11 日台湾当局公布“证券交易法”第 60 条修正条文，开放券商经主管机关核准后可从事有价证券借贷的代理。台湾“金融监督管理委员会”2006 年 8 月 11 日发布“券商办理有价证券借贷管理办法”，确立证交所借券系统、券商营业处所经营有价证券借贷业务可以并存，由券商以当事人身分出借有价证券给客户，并使有价证券借贷业务与信用交易券源得以互通，放宽了信用交易“以资养券”的规定，即融资担保证券可供融券及出借券源，而借入证券则可充为融券券源，以增进有价证券的运用效率，同时尽可能维持有价证券借贷交易与信用交易的现行法律架构不变，以减轻对市场的冲击⁷。至此，券商办理证券借贷业务的关系架构分三级：第一级为证交所及柜买中心及公债借券中心，第二级为自办有价证券借贷业务的券商及对券商办理借券转融通的证金公司，第三级为借券客户。

图 2 台湾证券借贷业务架构



资料来源：浅谈「券商办理有价证券借贷管理办法」规范重点，[台]《证券暨期货月刊》

2006年9期

(二) 台湾证券借贷制度是信用交易制度的拓展

台湾现行证券交易市场中的投资人借券融券渠道包括：信用交易融券及证交所集中式股票借券中心办理借券。证券借贷制度的业务范围与台湾既有的信用交易市场的最主要不同，是以满足特定法人交易策略与履约需求的借券为主，暂不包括一般法人及自然人的信用交易融券需求。股票交易市场的借券交易与信用交易融券的差异比较如下：

表 1 台湾股票市场借券交易与融券交易比较

比较项目	融券交易	借券交易
借券用途	放空、避险、套利等交易	交易需求及履约
参与人	本地自然人与一般法人	特定机构法人(保险业、银行、信托投资公司、投信基金、期货自营商及其它经主管机关核准者)
券源	来自融资买进担保证券	来自出借人
金额限制	每一户最高融券限额为 2000 万，对上市单一个股之融券限额为 1000 万，对上柜单一个股之融券限额为新台币 750 万。	无限制
总量控管	1.以资融券，融券余额不得超过融资余额。 2.信用交易融券卖出与借券市场借券卖出合计总量以标的证券发行股数 25% 为上限。	整体借券卖出总量管制措施，包括： 1.市场卖出总额度控管：信用交易融券卖出与借券市场借券卖出合计总量以标的证券发行股数 25% 为上限。 2.借券卖出总量控管：借券市场借券卖出总量限额为标的证券发行股数 10%。 3.每日借券卖出额度限制：借券卖出单日限额为标的证券发行股数 3%。
费用	向授信机构支付融券手续费，并按其所订费率计算，以次数计收。	向出借人支付借券费，定、竞价交易采借券天期计算，议借交易依次数计收。另需支付借贷服务费与经手费。
还券期限限制	最长六个月，到期得申请展延，延长期限不得超过六个月，并以一次为限，得随时了结，但遇停止过户则须强制回补。	最长六个月，到期得申请续借，延长期限不得超过六个月，并以一次为限，借贷双方得提前还券。
权益补偿	遇停止过户则须强制回补，无权益补偿	权益补偿

比较项目	融券交易	借券交易
标的限制	需符合有价证券得为融资融券标准第二条所订之规定	除得为融资融券交易之上市、上柜有价证券外，尚包含有发行衍生性商品之标的有价证券。
放空价格限制	1.需符合平盘以下不得放空之规定。 2.除认售权证发行人避险与从事ETF套利或避险交易之融券卖出，以及股票选择权造市者之避险行为，得豁免平盘以下不得放空之规定外，尚开放台湾五十指数成分股股票豁免平盘以下不得放空之限制。	1.需符合平盘以下不得放空之规定。 2.惟认售权证发行人避险与从事ETF套利或避险交易之借券卖出，以及股票选择权造市者之避险行为，得豁免平盘以下不得放空之规定。
担保品管理	1.洗价：整户维持率须达 120%以上。 2.整户维持率不足 120%通知追缴。 3.处分担保品：客户未能依规定履行义务之情况下，授信机构处份其担保品，有剩余者，应返还，尚不足部分，则通知限期清偿，并向证交所或柜买中心申报违约，注销其信用账户。	1.洗价：每笔借券担保维持率须达 140%。 2.担保维持率不足 120%，通知补缴。 3.处分担保品：借券人违约时，该笔借贷交易即视同到期，证交所得处分借券担保品并至交易市场补回有价证券，代向出借人还券以了结借券部位。

资料来源：林秀雄，因应证券交易法第 60 条修正，研议开放券商办理有价证券借贷业务，[台]《证券暨期货月刊》2006 年 3 期

三、发展趋势及影响

台湾信用交易制度的发展趋势是与证券借贷制度整合，继续由集中式向分散式制度模式转变。台湾主管当局的具体操作策略是阶段式开放券商从事有价证券借贷业务，最终形成证券借贷制度与既有信用交易制度的整合。第一阶段“金管会”已于 2006 年 2 月 22 日开放券商参与证交所及柜台买卖中心股票、公债借券中心担任出借人；第二阶段于 2006 年 8 月 11 日发布施行“券商办理有价证券借贷管理办法”，使券商可以依该办法规定向主管机关申请核准后，在其营业处所从事有价证券借贷业务，提供投资人多元化借券管道；第三阶段将涉及信用交易制度与证券借贷制度的整合。台湾现行证券交易市场有关投资人借券融券的渠道有三：一是信用交易融券（限一般投资人），二是经由证交所集中式股票借券中心办理借券（限机构投资人），三是向券商（一般投资人及机构投资人皆可参与）借入股票并于市场委托卖出。由于台湾证交所股票借券中心已于 2005 年 6 月 27 日取消“借券交易需符合策略性交易目的”的规定，使借券交易与原信用交易中的融券性质渐趋一致⁸，再加上现行券商可以自办或代办信用交易，与其未来办理有价证券借贷业务性质一样，都是提供投资人借券放空的渠道，因此未来台湾的投资人借券融券渠道存在整合趋势，这也

有利于市场管理、效率提高以及券商拓展业务。

台湾建立和拓展信用交易制度对证券市场发展有积极作用。一是增加股市流通性、活跃交易。台湾融资融券交易进入 20 世纪 90 年代后迅猛发展，1990 年台湾融资融券交易仅占证券市场总交易量的 15%，1993 年以后，融资融券交易每年均占总成交量的 40% 以上，1998 年 8 月甚至高达 66%，此后随着台湾股市陷入长期较低迷状态比重不断下降。2008 年上半年，台湾证券集中市场信用交易总成交值为 6903 亿元新台币，占市场总交易值的 21%（见表 2）。

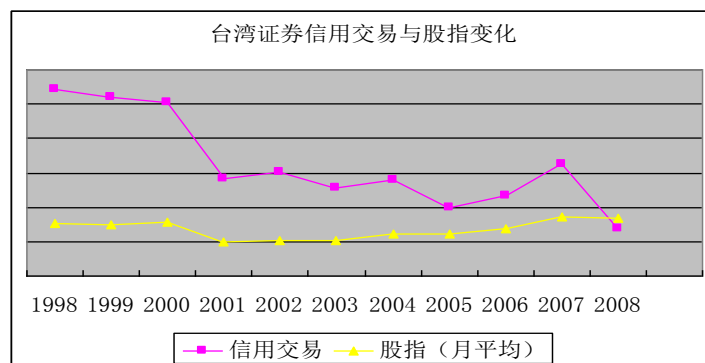
表 2 台湾上市证券信用交易表（单位：10 亿元新台币）

年度	总成交值	融资交易	融券交易	资券相抵	融资融券交易占总成交值比重%
1998	29761.91	23844.47	3325.13	9333.77	45.64
1999	29423.78	24070.22	1940.69	6554.88	44.20
2000	30767.29	23012.93	2175.66	6609.56	40.93
2001	18398.34	12394.37	1694.49	4782.19	38.29
2002	21920.24	13653.54	1404.99	5423.81	34.35
2003	20481.40	11712.78	1110.36	4488.92	31.30
2004	24176.92	12889.13	1107.47	4645.85	28.95
2005	19050.24	8957.16	974.38	3952.56	26.07
2006	24195.03	10764.32	959.44	4966.37	24.23
2007	33504.37	15334.02	962.34	5890.85	24.32
2008(1-6月)	16663.10	6254.53	648.82	3426.14	20.71

资料来源：台湾“金管会证期局”网站

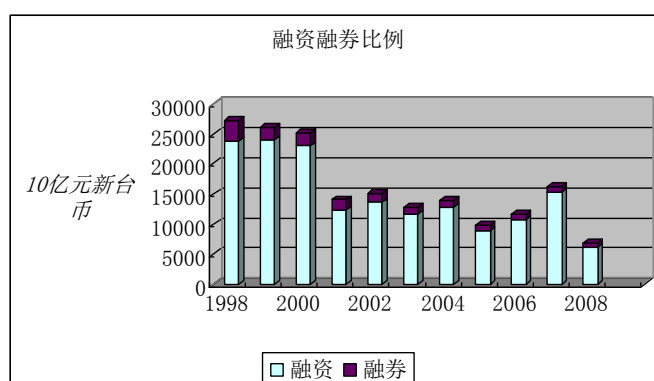
二是有助稳定股价，形成合理证券价格水平。信用交易制度通过融券卖空机制可以大幅增加股票供应，达到削弱或消除“庄家”控制股票交易的目的，还原价值规律在股价形成机制中的主导作用。从台湾股市的经验数据来看（见图 3），信用交易量的变化往往略领先于股指变化，一定程度上可以验证信用交易制度稳定股市的作用。

图 3 台湾证券信用交易与股指变化



资料来源：根据台湾证券交易所网站数据绘制

图 4 台湾融资融券比例



资料来源：根据台湾证券交易所网站数据绘制

三是深化证券借贷制度有助于拓展证券信用交易范围，解决融券不足等问题，促进融资融券交易协调发展。台湾启动融资融券制度后，融资交易量远大于融券交易量，这种情况一直沿续至今（见图 4）。这一方面是业务性质所决定，因为款券来源的差异性，融资交易比融券交易操作便利；另一方面是台湾融券市场还不够发达。因此，继 1995 年扩大融资交易范围后，台湾当局又于 1996 年推出证券借贷制度，并不断深化，使证券借贷的参与人与经营业务不断扩大，实质上是拓展了证券信用交易范围。其积极作用，不仅在于增加市场投资人融券放空渠道，利用融券来规避风险和套利，增进市场效率及促进证券市场与其它市场间（如期货市场、衍生性金融商品市场等）关连互动，还有助于活跃融券融券市场，进一步引导机构法人参与市场交易与投资，扩大新的金融衍生商品，推动台湾证券市场的不断发展。

¹ 《关于台湾地区融资融券业务的考察报告》，网址：

² [台] 黄玻莉，台湾证券交易所有价证券借贷制度介绍，《证券暨期货月刊》2004 年 8 期。

³ [台] 陈效践等著，《证券相关机构有价证券借贷制度考察报告》，复华证券金融股份有限公司主办，台“财政部证管会”指导，1996 年 7 月。

⁴ 中性融券需求，即对市场走势并无特定偏好，其目的仅在于赚取标的现货与衍生商品两市场价格短暂背离时的利益，或规避市场价格波动风险，例如套利、避险策略及履约所产生的融券需求等

⁵ 具体包括：出借人包含保险公司、金融机构、证券投资信托事业（所募集之基金）、专营期货商及其它经主管机关核准者包含特定外国专业投资机构(FINI)、政府四大基金：劳退基金、劳保基金、退抚基金及中华邮政公司。融券人包含证券自营商、证券投资信托事业（目前仅限 ETF 发行人）、期货自营商及其它经主管机关核准者，包含外国专业投资机构(FINI)。

⁶ 证券借贷策略性交易是指：1. 套利，包含买卖指数期货与标的有价证券、指数或个股选择权与标的有价证券、海内外发行之可转换公司债与标的有价证券、认购(售)权证与标的有价证券、海外发行之存托凭证与标的有价证券、指数式股票基金受益凭证(ETF)与表彰股票组合间的套利行为。2. 避险，包含持有认售权证发行部位及指数期货、指数选择权、个股选择权、海内外发行之可转换公司债、海外发行之存托凭证、指数式股票基金受益凭证多头部位的避险行为。3. 履约，包含个股选择权、认购权证之履约行为等。4. 其它经主管机关核准者。纯粹融券放空交易台湾尚未开放。2005 年 6 月 27 日起，台湾取消策略性交易融券目的之要求暨外资间议借交易仅能提供境内担保品规定，并自同日起市场采整体融券卖出总量控管，原“策略性交易融券”变更为“交易需求及履约融券”。

⁷ [台] 陈樱儒, 证券借贷市场简介, 《证券暨期货月刊》2006 年 9 期。

⁸ [台] 林秀雄, 因应证券交易法第 60 条修正, 研议开放券商办理有价证券借贷业务, 《证券暨期货月刊》2006 年 3 期。