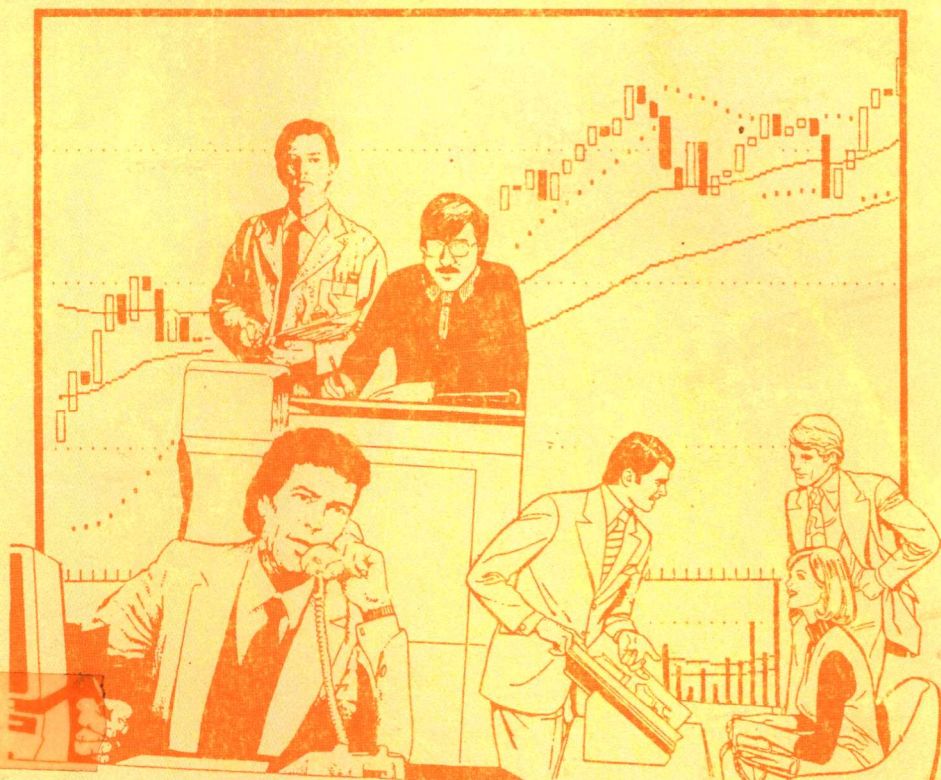


證券商業業務人員教育訓練教材

證券融資融券與實務

研究組編著

修訂版



財團法人 中華民國證券市場發展基金會

證券商業業務人員教育訓練教材

證券融資融券與實務

研究組編著 修訂版

財團法人 中華民國證券市場發展基金會

中華民國七十八年五月

證券融資融券與實務

著 作：研究組 編著

發行人：財團法人中華民國證券市場發展基金會

地址：台北市南海路3號9樓（仰德大樓）

電話：(02)397-1222（代表）

印刷者：海 光 印 刷 廠 有 限 公 司

地址：台北市赤峰街12巷7號

電話：(02)551-3432（代表）

中華民國七十八年五月

目 錄

證券融資融券與實務

第一章 證券信用交易簡介·····	1
第一節 證券信用的意義·····	1
第二節 證券信用交易制度的發展型態與種類·····	2
第三節 證券信用交易的功能與缺失·····	5
第二章 我國的證券信用交易制度·····	9
第一節 例行交易時期·····	9
第二節 跛足信用交易時期·····	13
第三節 健全運作時期·····	17
第四節 現行證券信用交易制度的檢討·····	23
第三章 證券信用交易實務·····	27
第一節 證券信用交易依據之有關法令規章·····	27
第二節 證券信用交易之範圍·····	30
第三節 證券信用交易之操作·····	32
第四章 融資融券餘額表之應用·····	61
第一節 前 言·····	61
第二節 餘額表結構內容之介紹·····	62
第三節 餘額表之功用·····	64
第五章 證券信用交易有關之表格·····	74
第一節 開戶所需表格·····	74
第二節 融資融券交易之所需表格·····	78
第三節 其他表格·····	90
附錄一 證券金融事業管理規則·····	92

附錄二	上市股票融資融券標準·····	96
附錄三	復華證券金融股份有限公司融資融券業務操作辦法·····	99
附錄四	融資融券契約書·····	117

第一章 證券信用交易簡介

第一節 證券信用的意義

證券信用交易屬於擴大信用的一種。從廣義來說，它包括了買賣雙方所相互給予的信用，證券商給予顧客的貸款貸券信用、指定從事證券融資交易的銀行貸款和其他非限定用途的證券質押貸款，以及證券選擇權交易等多種不同的信用形式。就狹義而言，則特指證券商或證券金融機構對顧客的貸款貸券業務。美國亦以證券信用一詞，專指「借款以購買或持有證券，或以證券擔保而做其他借款用途」。這種信用的總數常有變動，大抵與證券市場的興衰有著密切關聯。它也經常被視為市場人氣與投機性的一項指標，因為在本質上，它與一般習見的商業信用、貨幣信用、個人信用、銀行信用等有著下列的顯著差異：

一、它是非生產性的信用。這一項特性較諸同屬投機信用的商品交易信用尤為突出，因為證券的流通只代表著資本所有權的移轉，而與商品的實質產銷過程無關。

二、它是寄生性的信用。信用貸放者同時向從事證券信用交易的買賣雙方提供貸款貸券的服務，並要求質押品以為貸放資金的安全保證和收取雙方利息以為資金的增殖；在高風險的投機交易中，於短期間內獲取最安全的資本增殖利益。

三、它是獨立發展的信用型態。由於脫離了商品產銷的實質過程，而僅為市場中既有財富的重分配，證券信用受經濟因素的影響小而受人為因素的影響大。它的發展與形成沒有一定的法則或規律，純由各國視經濟狀況與民情風俗加以人為制訂和調節，因此各國的證券信

用交易制度差別很大。

由於證券信用所具有的風險性質可能影響市場安定，同時證券市場僅為資本市場的一環，證券信用也只是整體經濟信用的一部份，不容許它吸收過度的資金而造成總體信用供需的偏頗，所以各國均訂有週密而嚴格的法令制度，對證券信用加以管制與規範。

綜上說明，證券信用交易在本質上是以提供信用的方法達到買與賣的需求，是擴大信用的方式之一，因此在投資風險上必需先作妥適的心理準備。

第二節 證券信用交易制度的發展型態與種類

證券市場和其他商品市場一樣，有現金交易也有借貸交易，有現貨交易也有期貨交易。而所謂借貸交易與期貨交易，就廣義而言，均可稱為信用交易。亦即是，證券投資人手邊沒有現款或股票，也仍然可以進行證券的買賣；一方面他們可以從交易雙方互相融通信用的過程中取得完成交易所需的資金或股票，另一方面他們也可以由參與交易的買賣雙方以外的第三者借入所需的資金或股票；前者稱為內部信用，也就是前面所說的股票期貨交易中的授信方式。後者稱為外部信用，也就是前面所說的借貸交易授信方式。

由於交易信用取得方式不同，證券信用的發展型態也各異。目前世界各國證券市場的信用交易可以大致區分為兩類，一類為英、法式的定期清算交易，採用內部信用，亦即是股票期貨交易。另一類為美、日式的保證金交易，採用外部信用方式，也就是通稱的融資融券交易。此外，美、英兩國尚有一種交易型態較為特殊的證券選擇權交易，亦可列入信用交易的範圍。

所謂定期清算一期貨交易指的是「證券買賣雙方達成交易後，在事先訂定的未來某一固定日期，方始辦理交割」。這個日期可能出自

買賣雙方自行約定，也可能由各國證券交易所統一規定。亦即是訂約與履約之間，有一段時間上的差距，買賣雙方基於互信，可以採行下列方式完成合約：

1.買賣雙方於交割期屆，提出現錢現貨的實際交割，買主可延至履約期限方才付款，賣主亦可屆時方交出股票。

2.在交割期屆之前，若價格發生變動，買賣雙方亦可進行一次相反買賣，提前取得差價利益，並以前後帳目沖抵方式結算差額。買賣雙方均不必交付或取得股票與價款。

3.若預期中的價格波動並未實現，買賣雙方亦可同意展延交割期限，另訂新的履約日期。

這種交易方式完全由買賣雙方相互授信，不必自外部借入任何資金，甚至不必提出實物交換，不但節省了交易雙方資金的使用，也減少了社會對資金的整體需求。

由於這種信用交易方式可在與外部的貨幣市場不發生任何關聯的情況下獨立發展，對資本形成不夠發達的後進國家而言，是很理想的信用交易型態。這些國家，一方面由於資本儲蓄不多，可供投機用途的貨幣資本有限，另一方面由於產業不發達，證券市場的規模小，籌碼少，所以股價波動較為激烈，追求投機利潤的機會很多，證券信用因而很自然的朝向定期清算一期貨交易的內部信用方式發展。也因此而使得這些國家證券市場的信用交易所具有的非生產性更為強烈。

所謂保證金交易，在日本和我國稱為融資融券交易，指的是「銀行或其他金融機構對證券商與投資人，或是證券商對其往來客戶，授予以買賣證券為目的之證券質押貸款（融資）或證券借款（融券）」，亦即是由授信機構，經由公開授信方式，向買進證券的貸予資金，或向賣出證券的人提供股票，使買賣雙方都能在合理的信用範圍內完成其所希冀的交易額度，滿足雙方的投資組合需要。

前述之貸款或融資，用途僅限於購買證券，且購入之證券必須質

押於貸款機構處，投資人也須繳付約定的保證金，以免授信人遭受損失。同樣的，借入證券的用途也僅限於在市場上出售，售券價款必須留置貸券機構處，同時投資人也必須繳納一定成數的保證金，以免貸券人受到價格變動時的差價損失。這裡所稱的保證金，也就是股票市價與可貸金額的差數。在國內，融資交易的保證金稱為自備價款，融券時才稱為保證金。

保證金交易產生的原因有三：①為投資人原有相當資金，但由於定期存款，資產待處理，或出借等等原因而一時不能動用，以致現有資金不足，故而先繳納一定比率的保證金，其不足之數，向授信機構融資後先行買進證券，待將來再以自有資金償還本息，並取回原先提供質押的證券。②為投資人原本持有證券，但由於貸款質押、行使經營表決權，或寄存的緣故而一時無法動用，也可以先繳納一定比率的保證金，向授信機構先行融券賣出，待將來再以自有證券歸還，並取回原提出的保證金和賣出證券的價金。③為對投機性較強的投資人而言，若股價看漲，良好的買點出現，在自有資金不多的情況下，以繳納保證金方式融資，加碼買進，待股價上漲後賣出，所得價款除償還融資本息外，尚可擴大差價利潤。反之，若股價看跌，良好賣點出現，投資人手邊雖然現貨不足，甚或根本沒有股票，也可以繳納保證金方式，融券賣出，待股價下跌後再行補進，以歸還借券，並可獲得較多的空頭差價利益。這種以先進後出，或是先拋後補，以前後兩次相反買賣方式歸還融資或貸券的信用交易方式，目的僅在求取差價利益，並擴大應有利潤，而不在於取得或保有證券，其交易動機與型態，投機性濃厚。由於這種交易涉及金融授信機構，與貨幣市場關係密切，故屬於外部信用。在貨幣資本蓄積較豐富，產業發達，證券市場規模大，股票所有權較為分散的先進國家，保證金交易高度發展，至有佔全年證券交易總值 30 % 者，我國 76 年融資累計金額佔全年股票成交總值的 5.83 %，融券僅佔 0.48 %。

第三節 證券信用交易的功能與缺失

就投資人而言，以信用方式買賣證券，目的在於以最少的自有資金賺取最大的利潤。這種交易型態產生的根本原因，在於證券市場中既有商品（證券）的供應完全缺乏供給彈性，亦無替代品。當個別股價上漲時，窖藏的第一手股票可能為高價吸引，源源投入市場週轉，但在一定期間內，它的最高供應額度，也只能及於該種股票已發行數量的全部而已；上市公司絕不可能因股價上漲而違反既有的法定發行新股程序，擅自增加發行量，無限制地供應股票。所以，若是嚴格限定所有證券交易必須以現款現貨方式進行，則很容易在股價上漲，需求增加時，因為供給不能相應調整，造成供需失調，而籌碼封鎖的結果，只會促使股價加速飛漲，或者，相對的，促成股價的暴跌。此時，若能以「信用交易」與「現貨交易」相配合，在實際買者已進入市場，而實際賣方尚未出現時，以賣空的投資人替代實際賣者的地位，可以使交易聯貫，維持連續市場，不致因交易的中斷，形成供需關係一面倒的現象。這種「假性供需」的導入，可以增加股票供應的彈性，維持市場安定，穩定交易秩序。

所以，信用交易制度即是針對繁榮股市與維持股價穩定兩項目標而設計的。它一方面藉著授信機構對資金不足或缺乏證券的投資者，給予資金或證券的融通，以增加雙方交易數量與滿足交易意願，刺激股市繁榮；另一方面則藉著機動調整期貨交易保證金，例行交割日期與手續，或是融資自備款和融券保證金等等管制措施，平衡股市供需，調節股價。

股價的形成與波動，源於股市供需關係的改變，而股市的供需又係整體經濟情況的直接反映。所以當社會經濟情況變動時，必然會透過股市供需情況的調整而直接反應在股價上，形成股價的漲跌波動。

若股價變動頻繁，自然會吸引投機者介入，於預期股價上漲時先行買入，俟股價上漲實現後賣出，或是在預期股價下跌時先行賣出，待股價下跌後再行回補，以賺取差價利益。

但若股票持有人俱都進行長期投資，不輕易賣出持股，則證券流通市場的交易必然停滯，個別股票公平合理的價格亦無由產生。因為交易的形成，源於買賣雙方價值觀念認知上的差異，差異越大，價格調整越頻繁，交易進行速度也越快；反之，雙方對價格的認知程度越趨一致，交易將無由達成（當買賣雙方共同認定當前股價低估或高估時，市場中將不會有任何交易，股價也因而開始跳空上漲或下跌，直到買賣雙方對新的價格認知差距出現，才會開始成交）。此時，若有投機者參與，並以融資，融券或期貨方式，增加買進賣出的力量，必然能夠圓滑市場交易，穩定市場秩序。所以，增加證券買賣的連續性，圓滑市場交易，是證券信用交易的第一項主要功能。

前已述及，投機交易的產生，源於股價的波動和（對於未來）漲跌的預期。當股價在樂觀的預期下，上漲到相當的高峯時，如果有健全的信用交易制度或潛在的「假性供給」存在，現貨持有者將不敢再行主導，進一步拉抬股價，因為高價圈正是信用賣空者出手的良機，屆時「實質」的供應和「假性供給」同時增加，自然形成反制，造成股價回跌。同樣的，當股價進入低價圈時，供給會減少（願低價追賣的人數減少）而實質和假性的需求將會增加，供需力道消長，促使股價回升。這兩種作用與過程交替出現，使得股價相對穩定，既不會漲得太高，亦不致跌得太低。所以證券信用交易具有自動調節股價的機能，使市場趨向於穩定，這是它的另一項重要功能。

在上述調節的過程當中，經由制度化的操作，政府力量或授信機構的集體介入，可以使得股價調整的時點掌握得更確切，調整的過程更迅速。因為「假性供需」是信用的膨脹，其對於股市的影響效果一如「通貨膨脹」之於整體經濟；適度的刺激可以促進繁榮與成長，過

度的擴張却足以造成相反效果的惡性循環。

當股市受到特殊情況或突發原因影響而導致供需關係急遽改變時，股價容易形成「一面倒」式的暴漲暴跌。從事信用交易的投機者，原始動機在於牟利，絕非為政策性調節市場供需的志願效勞者，在股價大漲，人心極度樂觀時，亦會感染並激勵此等投資人的投機性而引導彼等融資加碼買進，而股價的持續上漲，也將使得貸股賣空者的保證金虧蝕，被迫高價追買回補，甚至「翻空為多」，反向操作，凡此種種，皆足以促使股價進一步激漲。另一方面，當股價因故持續下跌時，人心陷入極度悲觀，亦將鼓舞投資人融券，加碼賣出，而融資買進股票的投資人也面臨補充保證金的困境，否則授信機構將得自由在市場上拋售其信用購股，俾確保債權，或者甚至「逼多為空」，反向操作賣出持股，以求減少虧損，以上種種皆足以促成股價的進一步暴跌。尤其是融券放空者，理論上其所面臨的風險是無限大，所以操作手段與上述的心理反應特別謹慎、敏銳。（股票皆有殘值存在，上市股票的跌幅，底限必為正值而不可能為零或負數，但股價的上漲空間却有無限大）。

基於以上「漲時助漲，跌時助跌」的特性，以及調節社會整體資金流向，抑制投機信用的過度膨脹，和導正投機風氣的需要，證券信用交易實有加以管制的必要。

常見的管制手段，一是經由政府機動調整融資融券額度和保證金成數，透過乘數作用，和主導市場動向的政策宣示效果，強化或緊縮信用，約束股價發展。另外便是經由金融授信機構視股價的發展程度而機動調整授信寬緊程度，亦可逐漸達到同樣效果。例如，當保證金成數為20%時，自有資金一百元即可買入五百元的股票，乘數是五倍，其中80%是「假性需求」或「證券信用」。保證金成數若提高至50%時，自備款一百元，則僅能買進二百元的股票，乘數效果降為兩倍，股市的整體需求或總買進力量縮減，股價續漲的動力不足而

自然回落。若在降低融資成數或提高保證金比率的同時，輔以提高融券額度或降低融券保證金的措施，這種供需消長的情況將更加顯著。就實務而言，股價越高，續創新高的可能性越小；漲幅越大，下檔空間也越大，授信機構貸款予投資人融資買進時，所冒的風險也相對加大。爲公平的反映這種情況，也爲了降低貸款者與融資人雙方的風險，證券信用的成數實有按股價變動情況做適度調整的必要。一旦股價回跌，授信者的資金較有保障，而透過上述乘數效果的反向作用，融資人也可以減少損失。同樣的，在股價下跌時所做的反向調整，也具有反映風險，減少損失的相同作用。

第二章 我國的證券信用交易制度

第一節 例行交易時期

早在民國五十一年二月，台灣證券交易所開業，我國的證券集中交易市場正式成立之初，政府就向社會大眾揭示了兩項目標：第一是促進國家經濟發展，第二是保障投資大眾利益。因此，在民國四十八年經濟部「建立證券市場研究小組」報告書，與民國五十年行政院「建立證券市場指示原則」以及同年依據國家總動員法第十八條規定所制定的「證券商管理辦法」中，均明確指示或規定證券交易應以現款現貨爲之。

雖然所有證券相關法令均明文禁止信用交易，然而從早期的店頭市場交易時期開始，類似期貨買賣的例行交易，與民間私相墊款墊股交易却始終未曾停止。是以台灣的證券信用交易雖起源甚早，但一來因爲國內一般習慣上，證券例行交易一向不被視爲正規的信用交易，再者，私相墊款墊股行爲又爲法令明文所禁，因而在民國六十三年四月融資融券業務開放之前，政府並不承認信用交易的存在。

台灣證券交易所開業之後，由於投資人風氣未開，社會大眾對證券投資的認識不足，以致證券市場交易清淡，未能實現政府開拓資本市場，加速發展國內經濟建設的既定目標。爲了繁榮股市，誘導投資，遂有實施有限度信用交易的倡議，我國證券市場的例行交易，就是在這種環境下發展出來的。

「例行交易」的交易方式，類似前文所述之「期貨交易」，即買賣雙方成交後，無需立即交割，而是延至未來某一特定時日，方辦理現金現券的交割。由交割的時間差異，可以衍生出下列不同的操作方

式：(一)在規定的交割期限，買賣雙方以現款、現券完成交割程序。(二)在規定限期內，對同一種股票，以同一數量做一次相反的買賣，待交割期屆，買賣兩相沖抵，只要結算賺賠差額即可完成全部交易程序。(三)每一交割期間所做的例行交易，皆可於交割日的前一天，以當日交易方式，由同一人對同一股票做同一數量的相反買賣，待次日交割期屆，以每日交易與例行交易餘額沖抵，只需結算兩次買賣的賺賠差額即可。(四)每期所為之例行交易，可在交割日的前一天，進行同一股票，同等數量，但性質不同的兩筆交易：當日交易可以用來沖銷前帳，已如上述。另一筆例行交易，則因次日不需交割，可延到下一個交割日再行辦理，故而實際上形同前一（即原有之）例行交易的順延。買賣雙方，或多頭空頭依照此一方式不斷調換，順延原有交易，即可無限展期而不需提出實際交割。以上四種交割方式，除第一種外，另外三種均不必進行現款現股的實質交割，而類似於對未來行情的「對賭」，買賣雙方除了交割履行的「信用風險」外，尚須負擔價格變化的「損益風險」，投機意味極其強烈。

例行交易具有濃厚的投機性，伴隨而來的，便是高風險。爲了抑制過度投機，也爲了保證買賣雙方屆時得以順利履行交割，我國的例行交易概須預繳某一百分比的，規定的保證金，當時稱爲「證據金」。證據金的比率經常視情況需要而機動調整，最低時僅爲（民國五十一年八月開始實施的）8%。因此，個人信用可以擴大至 $12\frac{1}{2}$ 倍！益增股市的投機性。

至於交割期限的規定，歷年亦多所變更。在證券交易所開業之初，係於成交日後第三個營業日辦理交割。此一時期並未有證據金的規定，因此，股市中全無任何調節信用的工具。至民國五十一年八月起，改爲自成交之次日起算，第六個營業日交割。並開始要求預繳證據金。其後不久，復又規定買賣雙方得同意提前交割，遂演變成爲七天爲期的特定日期清算交割制度，亦即由買賣雙方各繳百分之八的證據

金，並在交易上可互相提供短期信用。在法令規範與實質保證下，例行交易迅速發展，交易數量激增。

民國五十三年，國際糖價暴漲，台糖股票領先上漲，引起一陣投機炒做的熱潮，主管當局以提高證據金加以抑制，却相對使得黑市墊款墊股交易方式大行其道。

國內俗稱「三種經紀人」的黑市信用貸放者由來已久，雖為法令所禁，然而彼等活躍股市，情況至今未曾稍戢。墊款墊股交易的保證金由 10% 到 30% 不等，但絕對較法定保證金比例為低。也因此而導致信用膨脹，股市多空鬭爭格外激烈，股價暴起暴落。因為在股價下跌時，過低的保證金導致很小的跌幅即引起墊款者要求客戶追加保證金，若客戶無力支付，墊款人則會在市場上低價拋售清算帳目，從而迫使股價加速下跌。反之，在股價上升時，墊款者被迫回補的買盤也會迫使股價越發暴漲。

黑市信用交易有利於資金雄厚的大戶，受害者多為一般散戶，甚至有時會連累到參與墊款墊股的經紀商。因為在股價變動太快，幅度太大時，萬一墊款墊股人在市場上無法順利拋清或補回股票，則以後股價漲跌所引起的虧損就必須由經紀商自行負擔，尤其在大戶違約，而金額甚大時，最易引起交易風暴。民國五十三年，台糖炒做風潮過後，國內股市暴跌，先後有四家經紀商因嚴重虧欠而停業。此後又有五十八年大信停業案，六十三年元大改組案，六十九年大信盜賣客戶股票而二次停業，七十六年雷伯龍違約事件所引起的大信三度停業案，以及七十八年的國展停業案等違約事件，上述券商的失敗、倒閉，原因固不止一端，私下墊款墊股，被迫套牢而導致週轉不靈實為主要原因。

民國五十四年，例行交易改為十四天後交割，並得以提前辦理交割手續，與歐陸定期清算（半月為期）期貨交易制極為類似。以後也曾改用按交易別，按股票別，採取差別證據金的方式，試圖限制股市

中的假性供需與投機風氣。其後爲了刺激日見萎縮的交投而准許延長一期交割，並且依交易餘額比例自動調整證據金。爾後更有准許以上市股票或公債抵繳證據金等措施。

歷次例行交易辦法的修正和證據金比例的調整，雖然對股市有一時的抑制或激勵作用，但做爲一種調節證券信用的工具，其效力極爲短暫，最大原因就是前述之黑市墊款墊股交易盛行，無以禁絕之故，使得證券管理徒具形式。

我國證券交易法與證券信用有關的條文，共有四條，即第十八條、四十三條、六十條和六十一條，這些也就是我國對證券信用的管理與一切規範的最高法令依據。就內容而言，與美日制度近似，但却不准證券商做證券借貸與放款業務而只許特設的證券金融機構爲之。例行交易須繳證據金，並採取定期清算方式，與英法制度近似，但主管當局對證據金比例及其他有關交易規定事項，又有隨時調整的權力，藉以控制信用。是以就信用交易制度而言，我國是不同於美日式或英法式的特殊型態。

在例行交易實施的初期，所有上市股票皆得爲例行交易。民國五十六年六月開始，例行交易僅侷限於第一類上市股票。而事實上，例行交易多集中在少數價格起伏大，又較具市場流通性的個股上。

例行交易具有一般信用交易的優點，但也有它特殊的缺點存在：

- (一)它違反公平競爭原則，相關的措施和規定有利於大戶的投機操作而不利於中小散戶的投資交易。證券，公債得以抵繳證據金即爲一例。
- (二)它對於證券市場的穩定發展少有裨益。按照過去資料所顯示，股價平穩時期，股市總成交量小，例行交易數量亦不大。當股價波動劇烈，股市過熱時期，股市總成交量放大，而例行交易成交量也急遽增加，這種趨勢適足以擴大股市的不穩定性。
- (三)「雙軌丙價制」方便套利，而加重股市投機性。由於例行交易與當日交易的交割時間通常並不相同，而同一種股票因爲交易方式不同，會有三種成交價格。當三種