

# 中華民國證券商業同業公會委託專題研究

## 開放股票附買回/附賣回交易之可行性研究

研究計畫主持人

俞明德

國立交通大學資訊管理與財務金融學系教授

共同主持人

張嘉倩

國立高雄應用科技大學金融系副教授

楊智元

國立臺灣師範大學公民教育與活動領導學系

專案助理教授

研究助理

紀嬋、林琬婷

國立交通大學資訊管理與財務金融學系

財務金融碩士班研究生

民國 105 年 1 月 25 日

# 目錄

圖目錄.....	2
表目錄.....	3
第一章、緒論.....	4
第一節、研究背景.....	4
第二節、研究目的.....	6
第二章、國際附條件交易市場.....	9
第一節、美國.....	9
第二節、歐洲.....	21
第三節、中國大陸.....	28
第四節、日本.....	43
第五節、小結.....	48
第三章、我國各類資金調度工具.....	49
第一節、債券附條件交易.....	49
第二節、股票質借.....	56
第三節、信用交易.....	61
第四章、台灣推動股票附買回交易之可行性.....	69
第一節、市場機制設計建議.....	69
第二節、法規面分析與建議.....	75
第三節、風險分析與控管機制.....	83
第四節、券商承作股票附買回／附賣回交易之利基.....	87
第五章、結語.....	90
附錄.....	92
「證券商營業處所有價證券附條件買賣交易細則」草擬版.....	96
參考文獻與資料來源.....	101

## 圖目錄

圖 2.1：美國附條件交易市場之平均每日在外餘額.....	9
圖 2.2：美國三方附買回交易不同擔保品之折減.....	11
圖 2.3：美國股票附買回交易之擔保品價值.....	11
圖 2.4：美國三方附買回交易中主要擔保品之比例.....	12
圖 2.5：美國三方權益證券回購交易之擔保品的種類與比例.....	14
圖 2.6：美國不同種類回購市場.....	16
圖 2.7：歐洲附條件交易市場的規模.....	21
圖 2.8：歐洲附條件交易市場的模式演變.....	22
圖 2.9：歐洲附條件交易市場各類交易模式之比重.....	23
圖 2.10：中國股票質押回購交易機制.....	32
圖 2.11：日本近年來附買回交易流通在外的額度.....	43
圖 2.12：日本附買回交易市場的抵押標的.....	44
圖 2.13：日本附買回交易市場執行折減與否的比例.....	45
圖 2.14：2014 年日本 GC 附條件交易市場之參與者的未償還金額.....	46
圖 2.15：2014 年日本 SC 附條件交易市場之參與者的未償還金額.....	47
圖 3.1：台灣附買回債券市場總額.....	49
圖 3.2：台灣公債附條件交易利率.....	50
圖 3.3：債券附買回交易流程.....	52
圖 3.4：債券附賣回交易流程.....	52
圖 3.5：股票質押年增加總額.....	57
圖 3.6：股票質押貸款流程.....	59
圖 3.7：國內股票信用交易餘額.....	62
圖 3.8：國內借券總成交金額.....	63
圖 3.9：國內股票信用交易餘額.....	63
圖 3.10：交易日流程.....	65
圖 3.11：借券出借人參與比例.....	67

## 表目錄

表 2.1：美國三方附買回交易之擔保品金額與比例.....	10
表 2.2：美國三方附買回交易之契約剩餘到期期間.....	13
表 2.3：歐洲附買回市場三方交易之擔保品類型.....	24
表 2.4：權益證券占三方交易市場之比例與其加權平均折減率.....	24
表 2.5：中國股票質押回購交易之質押率.....	29
表 2.6：國都證券對不同股票類型及限售期限的最高質押率.....	35
表 2.7：中投證券對於履約保障比例的監控與措施.....	37
表 2.8：中投證券對於股票質押式回購交易的購回利率.....	39
表 2.9：國際 equity repo 市場之比較 .....	48
表 4.1：附條件買賣模式與類質押模式之比較表.....	86
表 A1：美國附條件交易市場之平均每日在外餘額.....	92

# 第一章、緒論

## 第一節、研究背景

股票一向為國人投資重要選項，尤其在低利率環境下，股票之資本利得與股息分派成為長期投資人收益的重要支撐。但以長期投資的觀點而言，存股部位之資金調度及流動性較低，因此如何提升長期投資股票部位的資金調度靈活性，進行資產資金雙向活化，使金融市場更具靈活與多元性，並同時增加證券商業務範圍、資金活化與獲利來源，已成為現今金融市場主管當局與從業人員的關鍵任務之一。在上述的經濟背景下，近來國際金融市場中，具有便於資金調度、並可同時確保投資收益免遭投資出售損失的附買回協定（repurchase agreement；RP 或 repo）便成為在低利率環境下，越來越受機構投資人歡迎的選項。目前台灣只有債券附條件市場，因此本研究將探討，當權益成為附條件交易之標的，相較於目前台灣已存在的各類資金調度與金融交易等工具，能否也有機會開拓其市場，亦即台灣開放權益附買（賣）回交易之可行性。

附條件交易起源於美國，當初美國聯邦準備制度（Fed）創立不久，為提供出口商融資，創造出「附買回協定」，交易方式係同時成立一買券交易及一未來賣券交易（Fed 先買後賣）。交易協定中含移轉標的處分權及擔保規範，包括計收保證金、擔保品定價、替換擔保品限制、追加保證金、處理擔保品利息入客戶帳、到期前部分或全部解約撤回擔保品等，RP 交易之契約期間，移轉處分權資產之報酬及風險仍歸屬賣方。一般交易實務上，附條件交易的方式常區分為附買回協定（Repo 或 RP）與附賣回協定（resale agreement 或 reverse repurchase

agreement；RS）兩種。根據 Stigum（1978）之「The Money Market」定義，所謂附買回協定係指「證券持有者出售證券予投資人，並與投資人約定於特定天期以固定價格買回該證券」；所謂附賣回協定則為「資金持有者向需要資金的投資人買入證券，並與投資人約定於特定天期以固定價格賣回該證券」，簡言之，作 RP 之另一方即為 RS。在協定的期間內，證券的買方（資金提供者）等於是借錢給賣方（證券持有者），而協定的各項內容即是建構在賣方要如何補償買方。交易商通常運用附買回協議，對其持有的部位（positions）進行融資，或運用附賣回協定借入證券，以彌補其部位之不足。一些學術文獻，例如：Copeland, Martin, 與 Walker (2014) 以及 Krishnamurthy, Nagel, 與 Orlov (2014) 也關注附買回市場交易的相關議題。

由於票券金融公司、券商公會、證券自營商以及證券經紀商等金融機構無法從事放款業務或向中央銀行融資來籌措資金，故透過附條件交易方式來取得資金。附條件交易除對店頭市場中的券商、票券金融公司有其重要性外，對投資人及公司財務經理人而言，抑是靈活運用短期閒置資金的最佳方式。當投資人與公司財務經理人手中閒置資金時，可至券商與票券金融公司從事附買回交易，將資金借給券商與票金公司以獲取資金利息收益，而此利息通常較活期、活儲優厚，也比貨幣市場短期投資工具之獲利更具競爭力。因此，附買回交易是投資者運用其短期現金管理方法的最佳方式之一。反之，若投資人與公司財務經理人手中持有較長期間的證券，因臨時需要較短期間資金周轉，可先將證券賣給券商與票金公司，並同時約定於某特定日以某約定價格再將證券賣回，透過附賣回方式所取得的資

金成本通常會低於向銀行借貸的利息，而且若無資金上的需求也可利用此資金以進行其他投資以獲取更高的報酬。

## 第二節、研究目的

我國目前的附買回協定主要為債券附買回交易。從 2000 年至 2008 年，我國債券市場的附買回協定金額大幅成長，成為債券店頭市場中主要的操作方式。Choudhry (2010) 在其著作提到，自 1990 年代初開始投資公司與股票造市者以權益為附買回交易之交易標的，提供權益附買回交易 (equity repo) 成為現金充足投資者的投資工具之一。權益附買回之市場規模雖然相較於債券附買回小，但是權益附買回交易目前已在美國、英國、歐洲與日本發展成熟，而中國亦自 2013 年 5 月下旬起推出「股票質押式回購交易」之試行辦法，該商品之交易概念與權益附買回交易頗為相似。

一般而言，擁有大量股票部位的交易者（例如：基金管理者與股票造市者）可透過權益附買回交易進行有效率的運用以增加部位的價值。權益附買回與債券附買回最大差異在於權益現金流量的不確定性。再者，由於每支股票顯示發行公司獨特的性質，所有權益附買回交易是為特定附買回交易 (specific repo)，並非一般擔保品附買回交易 (general collateral repo)。由於股票價格具有較高波動性，且公司股票相較政府公債有較低流動性與較低的品質，權益附買回交易比債券附買回有較高的保證金與附買回利率，因而吸引某些特定投資人。總之，權益附買回的參與者企圖將手上的股票或閒置資金進行更有效率的運用。

Choudhry (2010) 舉一個權益附買回的例子來說明權益附買回交易的流程。假設目前 ABC 股價為 £1.00，附買回交易者在 6 月 7 日賣 ABC 股票 10,000,000 股給現金投資者（即借款金額為 £10,000,000），30 天後（7 月 7 日）再以原來價格與附買回利率買回。假設附買回利率為 6%，則在到期日（7 月 7 日）賣方必須支付  $£10,000,000 + £10,000,000 * 6% * 30/365 = £10,049,315.07$ 。

若附買回交易的買方（現金借款者）要求期初保證金為 10%，則賣方移轉給買方的股數為  $£10,000,000 * (1+10%) / £1.00 = 11,000,000$  股。假設 6 月 9 日 ABC 股價從 £1.00 下降到 £0.90，此時股票總市價降為  $11,000,000 * £0.90 = 9,900,000$ 。由於股票總市價低於借款金額 £10,000,000，而且 2 天的附買回利息已經產生 £3,287.68 ( $£10,000,000 * 6% * 2/365$ )，賣方必須回補保證金至原來的 10%。因此賣方追加保證金的金額為  $(£10,000,000 + £3,287.68) * (1+10%) - (£0.9 * 11,000,000) = £1,103,616.45$ 。然而，若 6 月 9 日 ABC 股價上升，附買回交易的現金流量不受影響。

Hsieh and Nieh (2010) 指出在證券市場中，股票質借與權益附買回交易的所扮演的角色相當類似，因此本計畫研擬券商開放權益附買回交易之可行性，除促進買賣雙方的資產流動性外，並進一步分析台灣目前現行的股票質借交易與權益附買回交易差異化之市場區隔，擴充券商同業之業務範圍，提升資產活化與經營收益，同時強化主管機關金融監督檢查之完整性與便利性。

綜上所述，本研究案的主要目的在於探討券商開放權益附買回/附賣回交易



之可行性。本研究案的內涵將包括下列幾項：

1. 描述美國、歐洲、中國與日本之附條件交易的市場概況、相關法令與配套措施，分析其附買回/附賣回交易的設計機制。
2. 探討國內現有信用交易及資金調度工具（如債券附買回/附賣回交易、融資融券、股票質借）的資金成本、風險、稅賦等相關資料。
3. 考量我國目前資本市場發展的現況、其他類似資金調度工具的交易現況、我國相關法規與制度與世界發展趨勢，對權益附買回/附賣回交易於我國交易所集中交易制度進行可行性評估並提出發展規劃之建議，以供主管機關制定相關政策之參考。

## 第二章、國際附條件交易市場

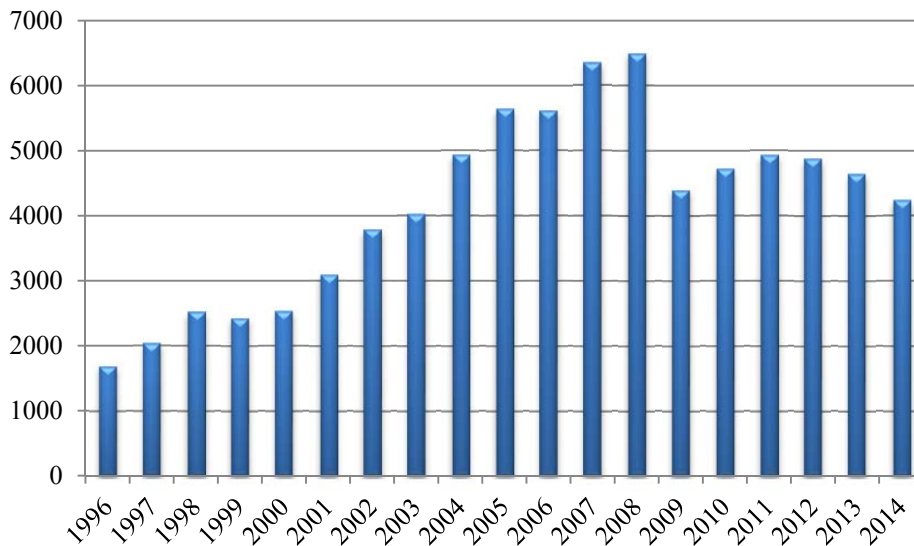
本章針對美國、歐洲、中國以及日本附條件交易市場進行探討，主要聚焦於目前市場概況與交易機制。

### 第一節、美國

#### 一、市場概況

根據美國證券業暨金融市場協會（The Securities Industry and Financial Markets Association；SIFMA）之統計<sup>1</sup>，1996 年美國附條件交易市場之平均每日在外餘額約為 1.7 兆美元，至 2004 年即已經接近 5 兆美元並逐年提升，惟 2008 年後因遭逢金融海嘯，市場規模顯著縮減。近年來平均每日餘額皆維持在 4 兆至 5 兆美元之間，表現相當穩定，如圖 2.1 所示。

圖 2.1：美國附條件交易市場之平均每日在外餘額（單位：十億美元）



資料來源：美國證券業暨金融市場協會（SIFMA），  
<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>，本研究整理。

<sup>1</sup> 完整統計數據請參閱附錄表 A1。

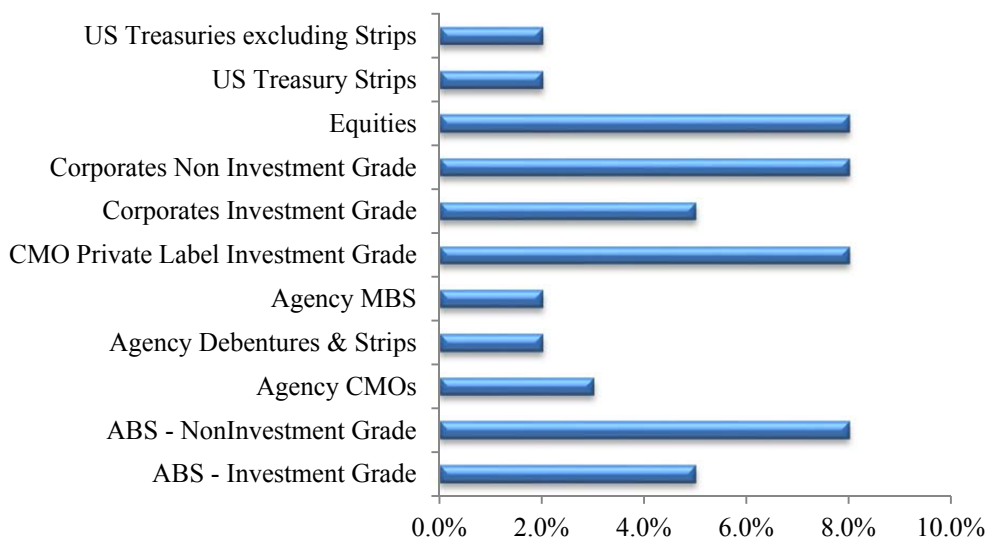
根據紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York）之統計資料，2015年3月三方附買回交易擔保品之總金額為1.66兆美元，如表2.1所示。其中最大宗的擔保品為國庫券，約占39.17%；其次則為不動產抵押貸款證券（mortgage backed securities；MBS）約占28.09%，第三即為本研究之主題－權益證券，約占9.64%。值得注意的是，在紐約聯邦準備銀行的統計資料中，交易擔保品為國庫券的折減（haircut）之中位數為2%，但擔保品為權益證券之附買回交易卻要求8%的抵減，如圖2.2所示，這是由於股票附買回交易的擔保品質無法與國庫券相比，因此需要提供較高的折減以強化投資人的風險管理。

表 2.1：美國三方附買回交易之擔保品金額與比例（2015年3月）

Tri-Party Repo	Collateral Value (\$Billions)	
ABS (Investment Grade)	18.95	1.14%
ABS (Non-Investment Grade)	34.26	2.06%
Agency CMOs	68.63	4.13%
Agency Debentures & Strips	68.33	4.11%
Agency MBS	466.72	28.09%
CMO Private Label Investment Grade	44.04	2.65%
CMO Private Label Non-Investment Grade	-	0.00%
Corporates Investment Grade	51.76	3.12%
Corporates Non-Investment Grade	24.88	1.50%
Equities	160.11	9.64%
Money Market Instruments	-	0.00%
Municipality Debt	-	0.00%
US Treasury Strips	35.68	2.15%
US Treasuries excluding Strips	650.85	39.17%
Other	37.26	2.24%
Total	1661.48	100.00%

資料來源：紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York），  
[http://www.newyorkfed.org/banking/tpr\\_infr\\_reform\\_data.html](http://www.newyorkfed.org/banking/tpr_infr_reform_data.html)，本研究整理。

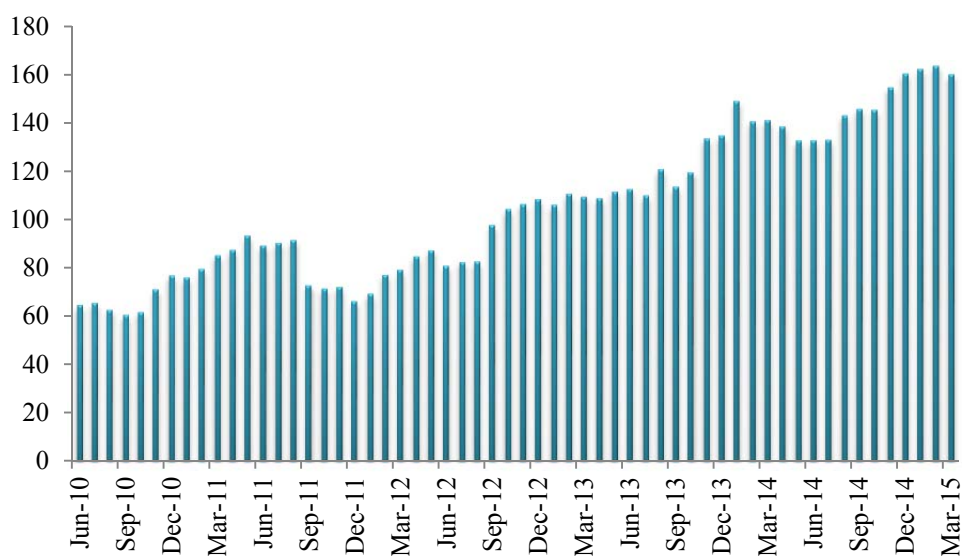
圖 2.2：美國三方附買回交易不同擔保品折減之中位數（2015 年 3 月）



資料來源：紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York），  
[http://www.newyorkfed.org/banking/tpr\\_infr\\_reform\\_data.html](http://www.newyorkfed.org/banking/tpr_infr_reform_data.html)，本研究整理。

進一步來看美國股票附買回交易的歷史資料，如圖 2.3 所示。以股票作為擔保品之價值逐年提升，自 2010 年 6 月的 6464 億美元，上升至 2015 年 3 月的 1 兆 6011 億美元，成長幅度高達 147.67%，相當驚人。

圖 2.3：美國股票附買回交易之擔保品價值（單位：十億美元）

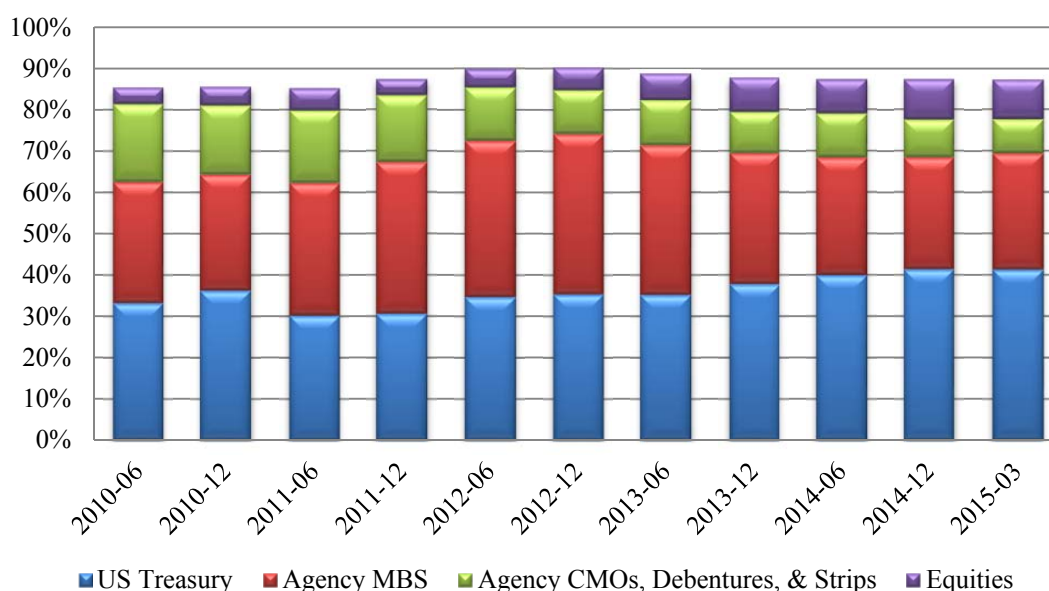


資料來源：紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York），  
[http://www.newyorkfed.org/banking/tpr\\_infr\\_reform\\_data.html](http://www.newyorkfed.org/banking/tpr_infr_reform_data.html)，本研究整理。

初期部分參與附買回交易的賣方堅持只接受政府債券做為擔保品，然而，在三方回購的交易機制下，賣方逐漸可接受更多不同種類的擔保品。在 2008 年金融海嘯前，是否為合格擔保品多取決於信用品質，所以除了政府債券外，資產擔保證券（asset backed securities；ABS）也經常被當作擔保品。但賣方現在更關注的是資產種類與市場流動性，因此以資產擔保證券作為擔保品的比例在 2008 年金融危機發生後已顯著下降，而同時間權益證券則更廣泛地被接受作為擔保品。

圖 2.4 彙整了 2010 年 6 月至 2015 年 3 月美國三方附買回交易中最常使用之擔保品。由圖 2.4 可知，歷來以國庫券、房貸抵押證券 MBS 與抵押擔保債券 CMO 等證券作為擔保品之比率多在八成以上，以股票作為擔保品之比率在 2010 年 6 月僅占 4.02%，但至 2015 年 3 月已成長至 9.64%。上述內容顯示以股票作為擔保品在附買回交易的市場裡，無論總額還是比例皆有逐年上升的趨勢。

圖 2.4：美國三方附買回交易中主要擔保品之比例



資料來源：紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York），  
[http://www.newyorkfed.org/banking/tpr\\_infr\\_reform\\_data.html](http://www.newyorkfed.org/banking/tpr_infr_reform_data.html)，本研究整理。

馬基特財務資訊公司 (Markit Ltd.) 統計 2014 年 3 月美國三方附買回交易的市場資料，結果顯示超過七成以上的交易，其契約剩餘之到期期間皆在 1 個月以內。但若僅統計以權益證券作為擔保品之三方附買回交易，則契約剩餘期間在 1 個月以內的比例大幅降低至 37.27%，相對應地，契約剩餘期間在 3 個月以上的比例則大幅增加為 44.64%，如表 2.2 所示。

以該報告之資料進行分析，可發現以權益證券作為擔保品之契約，約佔全體三方附買回交易市場的 9.29%，與美國紐約聯邦準備銀行的官方統計資料相當，然若進一步聚焦於契約剩餘期間在 3 個月以上的交易，則以權益證券作為擔保品的契約，其比例則大幅增加至 35.61%，顯示隨著使用權益證券作為擔保品的契約越來越多，美國三方附買回交易之到期日亦隨之延長。

表 2.2：美國三方附買回交易之契約剩餘到期期間

Panel A：美國三方附買回交易-各類擔保品

契約剩餘之到期期間	Cash Loan Value (\$Billions)	
1 個月內	5709.59	78.39%
1 ~ 2 個月	381.46	5.24%
2 ~ 3 個月	344.21	4.73%
3 個月以上	848.13	11.64%
合計	7283.40	100.00%

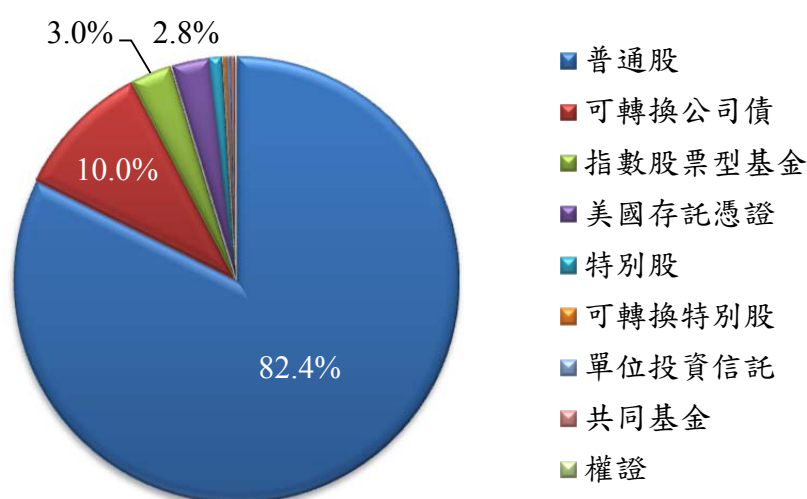
Panel B：美國三方附買回交易-以權益證券作為擔保品

契約剩餘之到期期間	Cash Loan Value (\$Billions)	
1 個月內	252.17	37.27%
1 ~ 2 個月	77.74	11.49%
2 ~ 3 個月	44.66	6.60%
3 個月以上	302.01	44.64%
合計	676.58	100.00%

資料來源：馬基特財務資訊公司 (Markit Ltd.) 研究報告，US Tri-party Repo Maturities Extending as Equity Collateral Usage Increases，2014 年 3 月。

Markit 之報告亦關注在三方交易中作為擔保品之權益證券的類型。美國三方權益證券回購交易的擔保品種類共包含普通股、可轉換公司債、指數股票型證券投資信託基金（ETF）、美國存託憑證、特別股、可轉換特別股、單位投資信託（Unit Investment Trust）、共同基金與權證等，其市場比例如圖 2.5 所示。其中最大宗的擔保品為普通股，占比高達 82.4%，其次則為可轉換公司債，比例約 10%。做為擔保品的普通股大多為 S&P 500 的成分股。另一方面，權益證券擔保品除了普通股外，亦可採用股價指數的一籃子股票，例如 S&P 500 指數。

圖 2.5：美國三方權益證券回購交易之擔保品的種類與比例



資料來源：馬基特財務資訊公司（Markit Ltd.）研究報告，US Tri-party Repo Maturities Extending as Equity Collateral Usage Increases，2014 年 3 月。

綜合以上，美國附條件交易市場概況可彙整如下幾點：(1) 美國附條件交易市場之表現相當穩定，近年來平均每日餘額皆維持在 4 兆至 5 兆美元之間；(2) 隨著市場漸趨成熟，以權益證券作為契約擔保品之總額與比例皆有逐年上升的趨勢；(3) 隨著使用權益證券作為擔保品的契約越來越多，美國三方附買回交易之契約到期日亦隨之延長。

## 二、交易機制

根據附買回交易的結算方式，可大致將美國的附買回交易區分成兩大類：分別是雙邊回購協定（bilateral Repos）與三方回購（tri-party Repos）。典型雙邊回購的結算方式是在款券同步交割（delivery versus payment；DVP）的基礎下進行，故通常須有一套連結證券移轉與款項移轉之系統，可以讓「擔保品移轉至現金貸出方」與「現金移轉至擔保品提供者」兩項動作同時完成。因此，現金貸出方必須擁有後台部門負責針對這些證券處理收受、追蹤、評價並編列相關帳目等業務，或者雇用保管銀行來執行上述業務。

而在三方回購的交易中，除原本交易雙方外，另存在一第三方機構（tri-party agent）提供一系列的擔保品管理與清算服務，例如清算附買回交易之帳面值、針對擔保品進行鑑價、確保擔保品符合現金貸出方的要求等。由於此類交易將擔保品管理外包給第三方機構處理，因此結算過程將由第三方機構負責，現金貸出方不需要擁有後台部門來處理擔保品的相關業務。

由於一般擔保品的管理與鑑價過程較為複雜多元，雙邊回購之附買回交易多以特定證券為主。目前美國的三方回購市場針對一般擔保品，採以促進現金導向之交易為主，多由清算銀行來擔任第三方機構之角色，提供多數投資人成本較雙邊回購更為低廉的附買回交易。

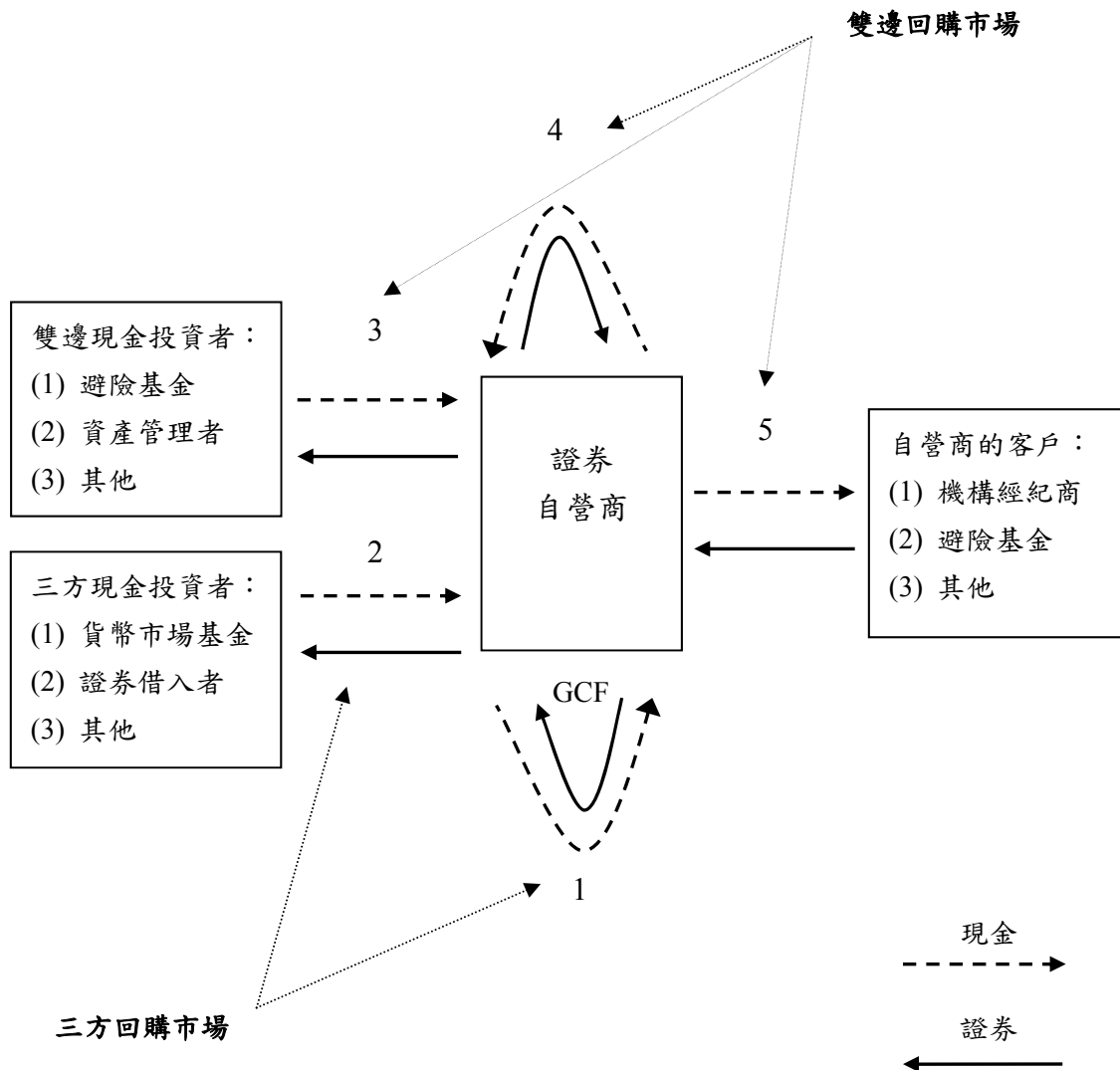
美國回購市場可分為幾個單位（segments），如圖 2.6 所示。證券自營商在圖的中心位置，並且在 5 個回購市場單位進行運作。在單位 2 與單位 3 中，證券自營商向投資者借錢。但是在單位 5 則為相反，即證券自營商提供融資給客戶或其他公司。而自營商經常將在單位 5 所獲得的擔保品，在單位 2 或單位 3 再使用當作擔保品以進行貸款，此即為轉擔保（rehypothecated）。最後，證券自營商之間也可在雙邊市場（單位 4）或一般擔保回購市場<sup>2</sup>（GCF repo market）（單位 1）

<sup>2</sup> 詳細 GCF repo 內容請見 Fleming and Garbade（2003）。



對證券與現金進行重新分配。單位 1 與單位 2 皆可視為三方回購，因為這些單位的交易皆在結算銀行進行結算。結算銀行為三方回購交易中的第三方代理人，其扮演的角色將於後續章節詳細說明。

圖 2.6：美國不同種類回購市場



資料來源：Copeland, A. M., Martin, A. and Walker, M. Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market, Journal of Finance, 2014.

以下進一步針對美國權益附買回交易市場進行詳細說明：

### **(1) 雙邊回購市場**

雙邊回購市場提供擔保品與現金提供者對於現金與證券進行直接的交易所。當交易雙方想要彼此直接交易而非透過第三方代理人，或是交易雙方希望交易特定擔保品，則雙邊回購市場是較適合的使用方式。交易商或自營商使用雙邊回購的主要目的是透過機構經紀活動以提供現金給避險基金、不動產投資信託、銀行以及其他機構。交易商或自營商以雙邊回購方式所獲得的擔保品可在其他附條件市場當作擔保品（亦即前文提及之轉擔保），尤其是在三方回購市場。

雙邊回購在自營商間市場也是常見普遍的交易方式，其可作為融資的來源或是獲得特定證券的方式。交易商或自營商通常為經紀業務客戶的保管人，並且透過提供現金給這些客戶以清算雙邊回購交易。自營商間雙邊回購通常在 Fedwire 證券清算系統（Fedwire Securities Service）或固定收益結算公司（Fixed Income Clearing Corporation；FICC）進行清算，Garbade and Ingher（2005）指出採用固定收益結算公司清算的好處是交易商或自營商的回購、反回購（reverse repos）、買賣交易（buy-sell transactions）與報價是以淨額結算。

### **(2) 一般擔保回購市場（GCF repo market）**

一般擔保回購市場（GCF Repo Market）是在固定收益結算公司（FICC）針對 Fedwire 適格證券（Fedwire-eligible securities）允許交易商間經紀商匿名交易的市場，大多數交易商間的回購交易皆在此市場進行交易。Fleming and Garbade（2003）認為一般擔保回購市場是三方回購市場的一部分，因其透過清算銀行進行結算。為了參與交易，交易商必須成為固定收益結算公司旗下政府證券部門（government securities division；GSD）的淨額結算會員。GCF 回購交易服務可使交易商在當天全日（throughout the day）就契約利率、期間與擔保品的前提下，

進行一般擔保回購交易，而不用在款券同步交割基礎上進行日內逐筆交割，如此一來可將結算風險移轉給固定收益結算公司的結算會員共同承擔。

### (3) 三方回購市場

在三方回購交易中，雙方交易對手（買方與賣方）根據擔保品合格性準則（eligibility criteria），包含資產種類、發行者、貨幣、信用評等、到期日、指數、發行規模、平均日交易量等，將擔保品的管理委外給第三方代理人。而三邊代理人提供的服務包含（i）搓和交易配對更加順暢、（ii）擔保品進行最適的更換與配置、（iii）交割、（iv）擔保品評價及保證金評價、與（v）為客戶保管及報告等。第三方代理人的報酬係由賣方支付。

自 1980 年代以來，美國三方回購市場的成立促進現金驅動交易，並視為對證券自營商的融資來源，因此在三方回購市場主要擔保品的提供者為證券自營商，尤其是初級經紀商，一些大型的避險基金與其他擁有大量證券投資組合的機構也會在三方回購市場借出證券，但是交易量較少。現金貸出方的對象很多並且較擔保品提供者更為多元，雖然有超過 4,000 個別公司為現金貸出方，但是大約有四分之一到三分之一的現金貸出方為貨幣市場共同基金，而其他四分之一的現金貸出方為證券借出者。

在美國第三方機構的角色主要由兩個政府指定的證券結算銀行（government securities clearing banks）擔任，分別是摩根大通集團（JP Morgan Chase）以及紐約梅隆銀行（the Bank of New York Mellon）。Copeland, Duffie, Martin, and McLaughlin（2012）指出結算銀行除了提供擔保品管理與結算服務外，亦每天重新結算（unwind）三方回購交易，以提高並促進每天回購的結算業務。因此，三方回購交易對於使用者可提供經濟規模且能夠避免雙邊附買回交易的管理負擔（administrative burden），同時提高交易的安全性、降低交易成本、使交易更有

效率。

三方回購交易絕大多數是經紀自營商在持續的基礎上(類似持續的隔夜交易)融通其存貨，或在不同機構現金提供者間，作擔保品最適化的配置與調整，因此在權益證券附買回的交易機制下，賣方會收到權益證券做為擔保品以抑制買方發生違約。但由於權益證券的價格波動幅度較大，為了確保賣方完善的風險管理同時抑制買方發生違約，常會在附買回交易中加入保證金或折減機制。

在保證金或折抵運作方面，附條件交易可設定期初保證金(initial margin)或折減(haircut)。期初保證金為權益證券市價占借款者所借到的金額的百分比，因此，期初保證金的公式為：

$$\text{期初保證金} = \frac{\text{權益證券市價}}{\text{借款者所借到的金額}} \times 100$$

因此，100%的期初保證金表示margin為0；若期初保證金為102%，則表示margin為2%，亦即需要 $100 \times 102\% = 102$ 的權益證券市價，借款者才可借到所需的100金額。同時在附條件交易期間，需每日洗價(mark to market)，若權益證券價格下跌至設定之標準，則須回補保證金至期初保證金之水準，以減少交易對手之信用風險。

折減率通常為權益證券市價的某一百分比，因此扣減率的公式為：

$$\text{折減率} = \frac{\text{權益證券市價} - \text{現金}}{\text{權益證券市價}} \times 100$$

例如折減率為2%，則借款者所借到的金額為權益證券市價之98%。一般而言，賣方會訂定期初保證金或給出折減，但並無明確的市場標準，甚至對同一資產種類也可能存在差異。如前述圖2.2所示，美國三方回購交易中，擔保品為權

益證券的折減率是 8%，相對於國庫券與不動產抵押貸款證券的 2% 折減率，其間差距高達 4 倍。

接下來說明美國權益證券附買回市場交易機制中「股票所有權」與「股利支付」等細節。由於在美國附買回交易中，買方擁有法定所有權，因此若擔保品為股票，則買方擁有投票權，但是實務上買方並不會為了執行投票權而利用附買回交易來單獨持有股票。

再者，進行股票附買回交易時，由於法定所有權轉移(a transfer of legal title)的發生，使得股票所有權歸屬於買方，因此買方應該收到股票發行者所發放的股利。然而因為賣方承諾未來以約定價格將股票買回，故賣方必須承擔股票價格變動風險，若股價在附買回交易期間因股利發放而下跌，賣方將承擔損失，因此賣方不會接受因股利支付所帶來之擔保品的價格風險，除非賣方也有收到相應的報酬。為了滿足賣方需求，在全球主回購協定(global master repo agreement; GMRA)的前提下，買方同意支付給賣方所有的股利收入<sup>3</sup>。亦即在附買回交易期間，移轉處分權的資產報酬與風險仍歸屬於賣方。

---

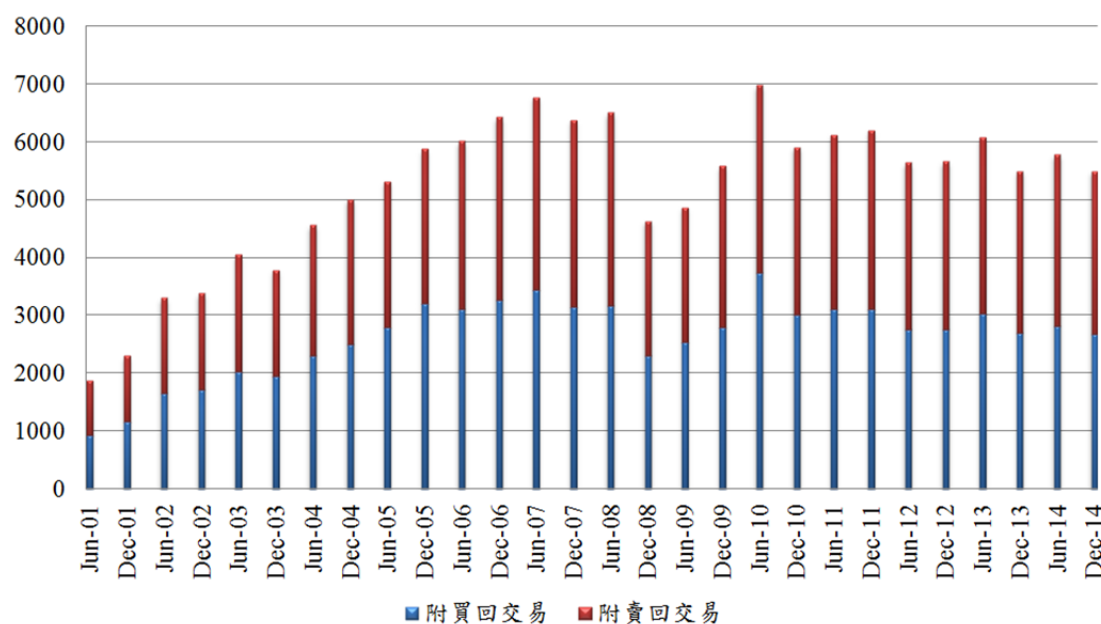
<sup>3</sup> 在英國，此一補償性支付稱作製造付款 (manufactured payment)。

## 第二節、歐洲

### 一、市場概況

根據國際資本市場協會（International Capital Market Association，ICMA）最新的調查顯示<sup>4</sup>，2014年12月歐洲附條件交易市場的市值約為5兆5千億歐元。自2001年起的市調結果如圖2.7所示，歐洲附買回及附賣回交易市場的規模於2006年6月達到6.7兆歐元的高點，其後則由於金融海嘯萎縮至2008年12月4.6兆的低點，但是2010年6月即回升至6.9兆歐元的水準，2012年6月以來則大約維持在5.5至6兆歐元的水準，顯示歐洲附買回及附賣回交易市場規模已回復穩定狀態。

圖 2.7：歐洲附條件交易市場的規模（單位：十億歐元）

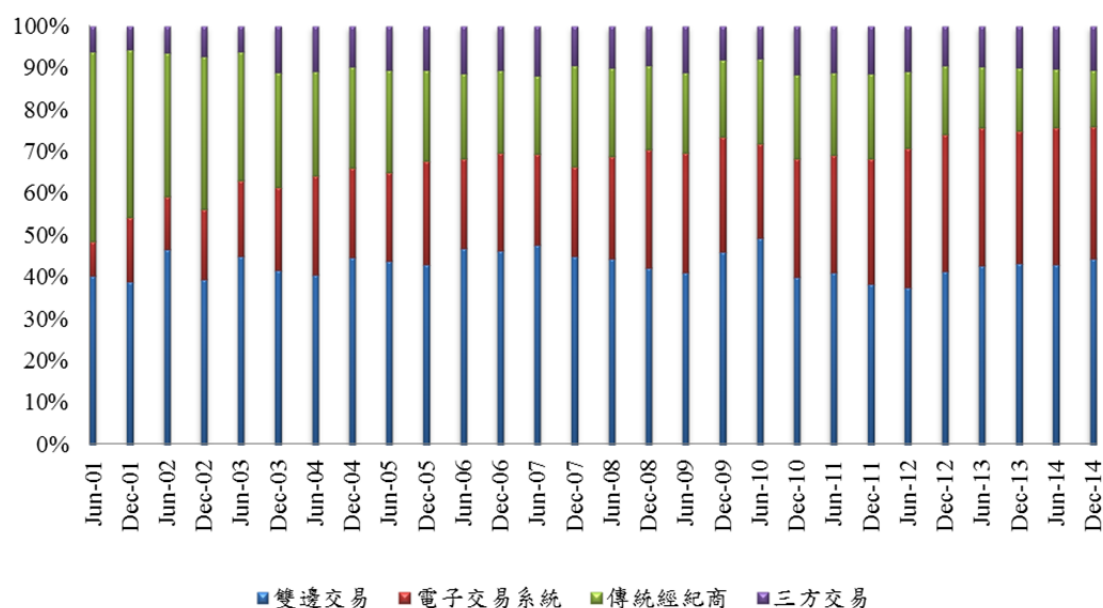


資料來源：國際資本市場協會（ICMA），European repo market survey，本研究整理。

<sup>4</sup> 請注意：ICMA 對於附條件交易市值的調查是每半年進行一次，該市調以單一時點存量的概念來進行，而非一段期間內的流量概念，因此非常類似市場快照的性質，可能會忽略了短期交易的資料。

歐洲附條件市場的交易模式多以雙邊交易與電子交易系統為主，與美國附條件交易市場多透過三方交易的模式不同。以 2014 年 12 月的資料為例，5.5 兆歐元的市場規模中，約有 44.4% 的交易途徑是過雙邊交易的模式進行，第二常見的模式則是透過 BrokerTec、Eurex Repo 與 MTS 等平台所提供的電子自動交易系統（automatic repo trading systems，ATS），約占總市場的 31.5%。值得注意的是，早期電子交易並不盛行，2001 年佔全體市場之比重不足 10%，但隨著網路科技與金融 3.0 的興起，自 2012 年以來，電子交易皆占市場三成以上的比重。相對而言，傳統經紀商的比例則逐年下滑，由早期超過 45% 的高峰，一直到 2014 年 12 月達到歷史新低點 13.6%，完整市場交易模式之比例可參照圖 2.8 與 2.9。

圖 2.8：歐洲附條件交易市場的模式演變

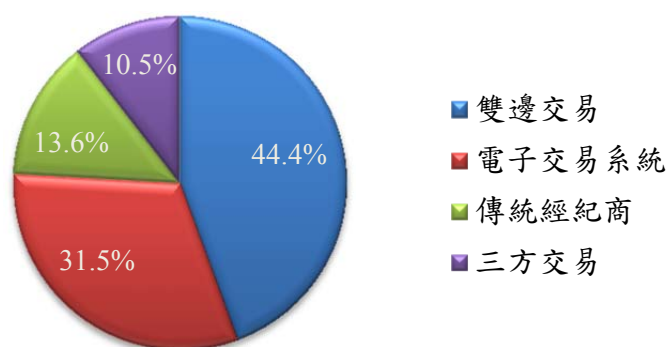


資料來源：國際資本市場協會（ICMA），European repo market survey，本研究整理。

目前市場交易契約有超過六成是以歐元為計價單位，以 2014 年 12 月的資料為例，以歐元為計價單位的交易約佔 63.6%，其次則為美金（15.1%）與英鎊（10.9%），日圓再次之。此外，在到期日的部分，仍是以短天期的交易為主，例

如約有 24.3%的附買回交易之到期日為 1 天，僅有 1.5%的契約到期日超過 12 個月（一年以上）。較為特別的是，透過 ATS 電子自動交易系統的交易契約有高達 96.1%的契約規模是以歐元為計價單位，同時有 87%的交易到期日為 1 天，凸顯出電子交易「即時」、「快速」、與「規格化」的特性。

圖 2.9：歐洲附條件交易市場各類交易模式之比重（2014 年 12 月）



資料來源：國際資本市場協會（ICMA），European repo market survey，2014 年 12 月。

針對歐洲附買回交易標的之類型，IMCA 的調查報告僅就三方交易的契約統計其擔保品，並針對其折減率（haircut）進行加權平均，如表 2.3 所示。根據表中的數字顯示，除了政府證券外，股票等權益證券已成為第二大類型的擔保標的，其比例為 24.5%。回顧 IMCA 在歐洲市場進行的歷史市調，可以發現權益證券在附買回交易市場的重要性與日俱增（彙整於表 2.4）。自 2009 年 6 月起，由原本僅占三方交易市場之 8.1%，逐漸上升，至 2012 年 12 月之後，皆占三方交易市場的兩成以上，反映出股票附買回交易在歐洲金融市場已具有一定程度的接受度與市佔率。



表 2.3：歐洲附買回市場三方交易之擔保品類型

擔保品類型	比例	加權平均折抵比率
government securities	40.0%	2.4%
public agencies / sub-national governments	10.5%	2.4%
supranational agencies	2.3%	4.2%
corporate bonds	12.9%	6.4%
covered bonds	6.9%	4.7%
residential mortgage-backed	1.2%	11.8%
commercial mortgage-backed	0.2%	
other asset-backed	0.8%	8.4%
CDO, CLN, CLO, etc	0.2%	8.2%
convertible bonds	0.1%	15.2%
<b>Equity</b>	<b>24.5%</b>	<b>6.2%</b>
Other	0.6%	7.6%

資料來源：國際資本市場協會 (ICMA)，European repo market survey，2014 年 12 月。

表 2.4：權益證券占三方交易市場之比例與其加權平均折減率

ICMA 調查日期	權益證券之比重	權益證券之加權平均折減率
Jun-09	8.1%	-
Dec-09	11.8%	-
Jun-10	10.8%	-
Dec-10	19.0%	-
Jun-11	19.2%	-
Dec-11	12.8%	-
Jun-12	14.7%	7.1%
Dec-12	20.0%	5.5%
Jun-13	21.0%	5.8%
Dec-13	23.8%	6.0%
Jun-14	22.2%	6.4%
Dec-14	24.5%	6.2%

資料來源：國際資本市場協會 (ICMA)，European repo market survey，本研究整理。

此外，2014 年 12 月股票等權益證券之平均折減率為 6.2%，歷史之加權平均折減率則落在 5.5%至 7.1%之間，與公司債之平均折減率 6.4%相當，更遠低於部分風險較大之債券，如住宅房貸擔保證券(residential mortgage-backed securities)與可轉換債券(convertible bonds)等，其平均折減率分別高達 11.8%與 15.2%，顯示高品質之權益證券或許能提供投資人更為穩健的信用擔保標的。相信未來台灣若研議出可行的股票附買回交易模式，將可在金融市場上扮演一定的角色。

## 二、交易機制

根據 ICMA 統計資料指出，歐洲附條件市場的交易機制模式多以雙邊交易與電子交易系統為主，由於雙邊交易已於前文敘述，本節即著重於電子交易系統之描述。歐洲主要的自動電子交易系統為 BrokerTec、MTS 與 Eurex Repo 等平台。這些交易平台降低了交易成本，提高了市場透明度、流動性和交易的便利性，並有助於消除對手方的信用風險。

BrokerTec 與 MTS 系統是歐洲國債的主要電子交易平台，其中 BrokerTec 是美國公債同業經紀商龍頭廠商 ICAP 之美國公債電子交易平台，該系統為全球最大的美國公債電子交易系統，主要參加人為美國公債主要交易商。MTS 系統則包括可交易歐元區各國國債的 Euro MTS 交易平台，以及各國自己國債的 MTS 交易平台。許多小規模國債發行者會在 Euro MTS 系統檢測其國債市場初級自營商是否履行在次級市場擔任造市者的義務。各國的 MTS 一般和本國主要國債次級市場緊密結合。標準化的國債大都在 MTS 交易，而更大規模的國債交易則主要通過傳統的櫃檯市場。

1999 年 6 月，Eurex 回購交易平台（Eurex Repo）開始運行，提供電子化的交易平台，主要交易內容為瑞士法郎回購。在近 200 家銀行參與的趨勢下，目前已成為瑞士央行執行貨幣政策的主要管道。2001 年發展了歐元回購交易，成為歐洲 repo 商品的主要交易市場，交易商品包括德國政府債券、巨額抵押債券、以及 1 至 365 天融資券特別擔保附買回協定（special repos）等 15 項附買回協定商品。Eurex Repo 電子交易系統涵蓋交易及交割功能，提供從交易、清算到結算整個價值鏈的服務，其會員包含中央銀行、商業銀行及證券商等約 60 個參與法人或團體。Eurex 回購交易平台除了提供清算之外，還為法蘭克福證券交易所（Xetra 電子系統交易和場內喊價交易）和愛爾蘭證券交易所中交易的證券提供集中交易對手（central counterparty）服務，從而消除一對一清算的對手風險。

歐洲附條件市場採取三方交易的比重不高，僅占 10% 左右，主要的第三方代理人（tri-party agent）為 Clearstream Luxembourg、歐洲清算銀行（Euroclear）、Bank of New York Mellon、JP Morgan 與 The Swiss entity Sega Intersecttle（SIS）。ICMA 指出歐洲與美國三方交易市場有以下幾點的差異：

- （1）三方交易主導美國附買回市場，比重約有 3 分之 2，但在歐洲三方交易模式僅約 10%。
- （2）美國三方交易主要的擔保品為國庫券與代理債券（agency debt），而歐洲三方附買回交易主要的擔保品為非政府債券與權益證券。
- （3）歐洲三方交易機制中，附買回商品大都有明確的到期日。但是美國三方交易的附買回交易機制中，附買回商品之到期日在早上是開放式的，到了下午再重新安排確定。此機制給予賣方每日可替換擔保品與調整價格波動之機會，同時可能產生系統性的日內信用暴露。
- （4）美國三方交易市場主要的投資人為貨幣市場共同基金與證券借貸代理人，比重約有 3 分之 2。這些投資人有短期負債並被要求或偏好投資於短期資產，然而大多數三方附買回交易的標的資產為中長期證券，若附買回交易沒有違約狀況，則附買回之擔保品不會顯示在投資人的資產負債表上；然而如果附買回交易發生違約狀況，則投資人將收到證券並且會顯示在資產負債表上。當投資人不想持有此種擔保品，將會迫使其立即賣掉擔保品，若是大型的貸款人違約，則擔保品可能會發生被甩售（fire sale）的現象。但在歐洲的三方交易市場則不會發生投資人過度集中的狀況。

### 第三節、中國大陸

中國自 2013 年 5 月下旬起推出「股票質押式回購交易」之試行辦法，此商品之交易概念與 equity repo 頗為相似，因此本節就此商品之市場概況與交易機制進行介紹以供參酌。

#### 一、市場概況

中國市場所謂的「股票質押回購」就是在雙方約定的條件下，資金需求者將其所持有的股票或其他證券作為抵押，藉此獲得資金提供者（債權人）所借出之資金，並且約定在未來某一時點，返還資金並同時解除股票質押。中國官方就其交易模式的特色以「一個合同、兩次交易、兩次結算」來形容。股票質押回購特別適用於在上市公司持有大量股票的股東，為了保持股權因此不能進行股票買賣，但同時又需要資金流通，便可以透過股票質押回購的方式達到融資目的。

對中國市場而言，由於股票質押回購具有靈活的業務模式與強勁的市場需求，自推出以來不到 1 年的時間，券商所承作之股票質押融資規模便迅速超過 1000 億元人民幣，以 2014 年全年之統計，證券公司股票質押回購業務之標的證券總市值為 5260 億人民幣，相較於 2013 年剛推出時，證券公司在整體股票質押式回購業務（包括銀行與信託公司）中，其市占率由 2013 年的 15% 大幅上升至 2014 年的 41%。上海證券交易所 2015 年上半年的初始交易金額便已高達 3661 億人民幣<sup>5</sup>，整體市場規模持續呈現高速成長。

由於作為質押標的的股票等證券之市場價格可能會有波動，再加上整個交易過程中需考慮回購期限、標的是否有限售條件、以及融資者之信用情況等，在進行股票質押回購時，每筆融資之交易金額往往僅為質押標的市值的一定比例，此比例稱之為「質押率」，其概念與美國市場中的保證金或折減機制類似。以上海

---

<sup>5</sup> 上海證券交易所近四季之初始交易金額如下：2014 年第三季 294 億人民幣、2014 年第四季 501 億人民幣、2015 年第一季 875 億人民幣、2015 年第二季 2786 億人民幣。

證券交易所的資料為例（如表 2.5 所示），近期無限售條件之股票，其質押率大多落在 45%至 60%之間，平均約為 55%；而有限售條件之股票質押率則落在 25%至 45%之間，平均質押率只有 34%，相對較低的質押率保障了債權人的權益，但同時也反映出股票價格之波動性對融資市場的影響<sup>6</sup>。

表 2.5：中國股票質押回購交易之質押率<sup>7</sup>

月份	上海證券交易所		深圳證券交易所	
	無限售條件 質押率(%)	有限售條件 質押率(%)	無限售條件 質押率(%)	有限售條件 質押率(%)
Apr-14	46.04	40.16	41.51	31.51
May-14	49.66	44.46	43.35	31.71
Jun-14	53.79	37.49	49.88	33.41
Jul-14	56.03	37.64	52.01	33.01
Aug-14	56.42	42.62	51.66	31.64
Sep-14	55.42	29.14	52.95	32.69
Oct-14	55.48	33.53	52.00	34.06
Nov-14	59.77	36.43	54.72	32.67
Dec-14	56.04	34.28	52.57	34.05
Jan-15	56.86	35.03	52.63	31.70
Feb-15	56.94	26.49	59.45	31.84
Mar-15	54.28	30.11	50.69	30.77
Apr-15	54.47	30.70	49.29	28.02
May-15	59.18	25.30	53.57	25.33
Jun-15	55.03	26.30	50.46	24.15
平均	55.03	33.98	51.12	31.10

資料來源：上海證券交易所與深圳證券交易所網站公開資料，本研究整理。

<sup>6</sup> 無限售條件流通股可以隨便賣；有限售條件的流通股一般是股價高於多少元才可以賣。

<sup>7</sup> 上海證券交易所與深圳證券交易所每周提供股票質押回購交易之質押率，完整資料請參閱附錄表 A2。

## 二、交易機制

中國市場的股票質押回購交易機制辦法的建立是根據「中華人民共和國證券法」等相關法律、法規、中國證券監督管理委員會相關部門規章、上海（或深圳）證券交易所以及中國證券登記結算有限責任公司相關業務規則及規定，制定「股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（試行）」。

股票質押回購採用「一個合同，兩次交易，兩次結算」的基本模式，由資金需求者與資金提供者簽署業務協議，協商確定質押證券品種及數量、初始交易金額、購回交易金額、回購期限及違約處置等要素。資金需求者是指具有股票質押融資需求且符合證券公司所制定資質審查標準的客戶。資金提供者包括證券公司、證券公司管理的集合資產管理計畫<sup>8</sup>或定向資產管理客戶、證券公司資產管理子公司管理的集合資產管理計畫或定向資產管理客戶。資金需求者與資金提供者經證券公司報備上海（或深圳）證券交易所後，即可參加股票質押回購。由於不論是在上海或深圳證券交易所，其交易的相關辦法及規定大致雷同，因此，以下以上海交易所為例，根據上海「股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（試行）」說明交易的機制內容與規範。

在初始交易日，資金需求者將所持的證券質押，向資金提供者借入資金。等到購回交易日，資金需求者向資金提供者按期約定返還資金、支付息費、解除質押。證券公司根據資金需求者與資金提供者的委託向上海證券交易所提交交易申報，中國結算依據交易所確認的成交結果為股票質押回購提供相應的證券質押登記和清算交收等業務處理服務。在 T 日，交易系統給予即時確認，且 T+1 日即可取得資金。並且根據辦法 41 條指出每個交易日日終，中國結算上海分公司

---

<sup>8</sup> 集合資產管理業務是指證券公司設立集合資產管理計劃，與客戶簽訂集合資產管理合同，將客戶資產交由具有客戶交易結算資金法人存管業務資格的商業銀行或者中國證監會認可的其他機構進行托管，通過專門賬戶為客戶提供資產管理服務。集合資產管理計劃是隨著金融業向縱深發展銀行與非銀行金融機構混業創新的產物，其主要特點是積聚散戶的資金匯成一大筆資金投向指定的金融產品如股票、債券、基金等。

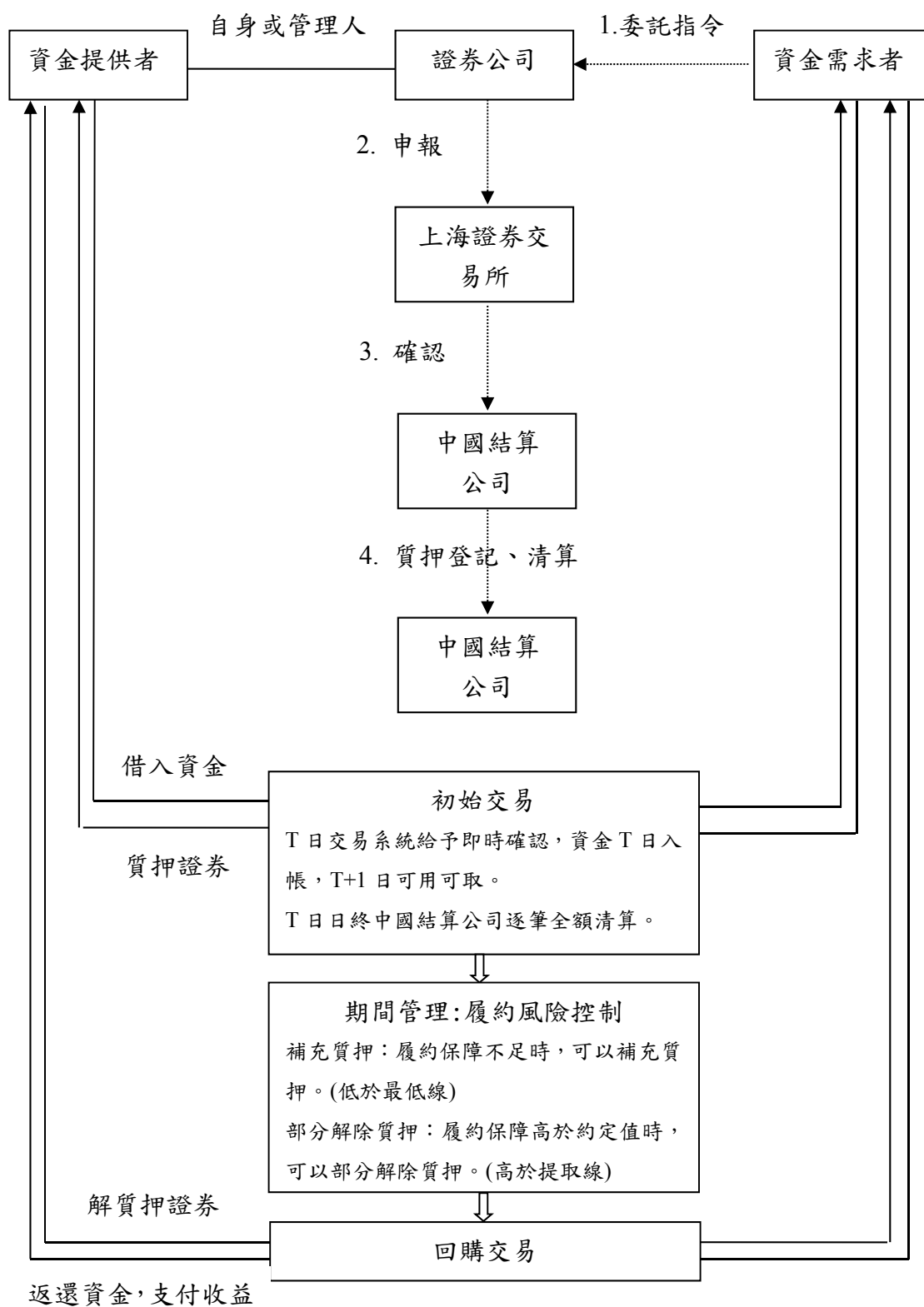
根據上海證券交易所確認的股票質押回購交易資料，組織交易雙方結算參與人的逐筆全額結算，並辦理相應證券的質押登記或解除質押登記，如圖 2.10 所示。

目前大陸市場中的股票融資業務模式主要有：商業銀行的股票質押貸款、信託公司等金融機構的買斷式質押融資，以及業內已經開展的約定式購回證券交易等。相較於這些股票融資業務模式，質押式回購交易具有以下特點：

- (1) 成交效率高：場內成交，實現快速質押和融資交易，T 日交易，T+1 日可取資金。
- (2) 應用範圍廣：機構或個人均可成為融資者，股票質押式回購交易的擔保證券不僅限於上市流通證券，還包括限售股。然而，這些股票融資方式多由於限售股無法交易過戶或資產難以估值而無法進行融資。
- (3) 交易安排靈活：交易要素由客戶與證券公司場外協商達成，具有充分的靈活性；股票質押式回購交易的融資期限最長可達 3 年，而約定購回證券交易的融資期限只有 1 年，而且在 3 年期限內資金需求者與資金提供者可以自行協商並延長融資期限，其靈活性遠勝於其它銀行、信託公司等機構開展融資模式。再者，股票質押式回購交易融資利率可根據市場定價情況、籌集資金成本及客戶質押品的品質等確定客戶融資利率，因此量身訂做的交易比較靈活。
- (4) 違約處理安全：資金需求者違約時，證券公司可以在質押狀態下直接賣出流通股，且處理所得資金優先償還資金提供者。



圖 2.10：中國股票質押回購交易機制



資料來源：本研究自行整理。

以下針對交易者資格、標的證券範圍、標的證券質押率、履約保障比例、回購期限、交易時間、標的證券權益處理、相關費用與違約處理進行詳細說明：

### 資金需求者資格

以國都證券為例，其對於股票質押回購資金需求者資格的投資者必須具備以下資格條件：

#### (1) 個人投資者標準

個人投資者申請股票質押回購須具備以下條件：1、年滿 18 歲有完全民事行為能力的中國公民；2、申請人具有合法的證券投資資格，不存在法律、法規和上海證券交易所規則禁止或限制進入證券市場的情形；3、普通證券帳戶淨資產在 200 萬元人民幣以上；4、單筆證券融資金額為 100 萬元以上；5、投資者帳戶為合格帳戶；6、信用狀況良好，未被公司列入黑名單、限制交易客戶名單。

#### (2) 機構投資者標準

機構投資者申請股票質押回購須具備以下條件：1、有合法登記，具有合法的證券投資資格，不存在法律、法規和上海證券交易所規則禁止或限制其投資證券市場的情形的法人；2、有持續經營能力，財務制度健全，有較強的盈利能力和償債能力，普通證券帳戶淨資產在 200 萬元人民幣以上；3、單筆證券融資金額為 100 萬元以上；4、投資者帳戶為合格帳戶；5、信用狀況良好，未被公司列入黑名單、限制交易客戶名單。

## 資金提供者

資金提供者包括證券公司、證券公司管理的集合資產管理計畫<sup>9</sup>或定向資產管理客戶、證券公司資產管理子公司管理的集合資產管理計畫或定向資產管理客戶。2015年7月，中國證券業協會要求證券公司在風險可控前提下開展股票質押式回購交易業務，自有資金融出餘額不得超淨資本兩倍，證券公司可根據自身風險承受能力確定具體比例。再者，單一資金需求者累計融資餘額不得超過證券公司淨資本的10%。

## 標的證券範圍

根據辦法 23 條指出股票質押回購的標的證券目前為上海證券交易所競價交易系統掛牌上市的 A 股股票、債券、基金。除流通股外，非流通股、限售流通股及個人持有的解除限售存量股均可用於質押回購。另外，根據辦法 47 條指出標的證券停牌的，不影響股票質押回購交易。此外，持股 5% 以上的股東將其持有的該上市公司股票進行質押回購時，需履行資訊披露義務。除違約處置外，資金需求者不得將已質押登記的標的證券申報賣出或另作他用。在實務上，大陸證券商對於合格標的證券的篩選，除了根據以上辦法規定之外，不同券商亦會給予合格證券其他的條件<sup>10</sup>。

---

<sup>9</sup> 集合資產管理業務是指證券公司設立集合資產管理計劃，與客戶簽訂集合資產管理合同，將客戶資產交由具有客戶交易結算資金法人存管業務資格的商業銀行或者中國證監會認可的其他機構進行托管，通過專門賬戶為客戶提供資產管理服務。集合資產管理計劃是隨著金融業向縱深發展銀行與非銀行金融機構混業創新的產物，其主要特點是積聚散戶的資金匯成一大筆資金投向指定的金融產品如股票、債券、基金等。

<sup>10</sup> 例如：國都證券剔除了下列證券：1、被交易所實施特別處理的股票；2、未完成股權分拆改革的股票；3、進入終止上市程式的股票；4、存在被司法凍結、已設定質押等權利瑕疵的股票；5、存在重大市場風險、流動性風險、信用風險的證券；6、公司認定的其他情形。對於限售股、國有股、大股東持股的情況，則還應執行以下特別規定：1、以有限售條件股份作為標的證券的，解除限售日應當早於回購到期日。2、標的證券性質是國家股或國有法人股的，融入方須提交省級以上主管財政機關出具的《上市公司國有股質押備案表》，並應按《國有股東轉讓所持上市公司股份管理暫行辦法》相關規定，完成內部決策或國有資產監督管理機構報批或備案程式。3、國有股股東用於質押的國家股數量不得超過其所持該上市公司國有股總額的 50%。

## 標的證券質押率

中國現行之股票質押式回購交易，僅要求證券公司應制定明確之質押率上限。標的證券質押率主要依據標的證券資質、融資者的信用情況、回購期限、協力廠商擔保等因素確定和調整，由標的證券質押率模型和盡職調查調整兩部分組成。標的證券質押率模型主要用於對標的證券資質的研究，將通過建立標的證券評級體系，以確定公司標的證券的標準質押率；盡職調查則透過重點對融資者的信用情況、協力廠商擔保等因素的研究，確定對標準質押率的適當調整幅度。

表 2.6：國都證券對不同股票類型及限售期限的最高質押率

	主板股票	中小企業板股票	創業板股票
流通股、限售期 6 個月以內的限售股(取得流通權後的非流通股)	0.6	0.55	0.5
限售期 6-12 個月的限售股	0.55	0.5	0.45
限售期 12-24 個月的限售股	0.5	0.45	0.4
限售期超過 12-24 個月的限售股	0.5	0.45	0.4

資料來源：國都證券，股票質押式回購交易實施方案，2013 年 7 月

以國都證券為例，該公司針對股票類型及限售期限的不同對公司標的證券確定了不同的質押率上限。以有限售條件股份作為標的證券的，其質押率是根據該上市公司的盡職調查情況綜合評估，原則上低於同等條件下無限售條件股份的質押率。公司確定的標的證券質押率不得超過對應的質押率上限，超過的以對應的質押率上限計。表 2.6 顯示國都證券對於不同股票類型及限售期限的最高質押率。再者，國泰君安證券即制定有「345 原則」，其中創業板股票不得超過 3 成；中小板股票不超過 4 成；主板股票不超過 5 折。

## 履約保障比例

履約保障比例是指，初始交易與對應的補充質押，在扣除部分解除質押後的標的證券及孳息市值與融入方應付金額的比值。標的證券價格漲跌、待購回期間標的證券發生現金分紅、紅股、配股、增發等情況都可能影響履約保障比例，其公式如下：

履約保障比例=（初始交易證券市值+ $\sum$ 對應於同一筆初始交易的補充質押證券市值+質押證券的孳息-部分解除質押的證券市值） $\div$  購回交易金額（購回交易金額為預計的購回成交金額，含本金、利息及其他相關費用）。

根據辦法 65 條指出，證券公司應當對股票質押回購初始交易及相應的補充質押、部分解除質押進行合併管理，健全盯市機制，有效監控標的證券的市場風險。由於作為質押標的的股票等證券之市場價格可能會有波動，若履約保障比例達到或低於約定數值的，證券公司應當按照「業務協議」的約定要求資金需求者採取相應的措施。「業務協議」可以約定的措施包括：(1) 提前購回；(2) 補充質押標的證券；(3) 其他方式。

資金需求者與資金提供者可以在「業務協議」中約定，當履約保障比例高於超額履約保障比例時，資金需求者可以發起部分解除質押，但部分解除質押後，原初始交易及與其關聯合約的剩餘部分的履約保障比例不低於超額履約保障比例。表 2.7 為中投證券對於履約保障比例的監控與措施。例如：當合約 5 日日均履約保障比例高於提取線( $1.2 \div$  合約標的券的質押率)時，客戶可以申請對該筆合約進行部分解除質押；若無限售條件股份(有限售條件股份)的履約保障比例低於最低線 140% (150%)，則將通知客戶提前購回，或進行補充質押使交易履約保障比例不低於相應的數值。

**回購期限：**根據辦法 24 條指出股票質押回購的回購期限不超過 3 年。

**交易時間：**根據辦法 25 條指出，股票質押回購的交易時間為每個交易日的 9:30 至 11:30、13:00 至 15:00。

表 2.7：中投證券對於履約保障比例的監控與措施

狀態	無限售條件股份監控指標	有限售條件股份監控指標	措施
正常	160%≤交易履約保障比例	170%≤交易履約保障比例	客戶正常進行股票質押式回購交易業務，當合約 5 日日均履約保障比例高於(1.2/合約標的券的質押率)時，客戶可以申請對該筆合約進行部分解除質押，解除後履約保障比例必須高於上述比例。
預警	140%≤交易履約保障比例<160%	150%≤交易履約保障比例<170%	客戶仍可正常進行股票質押式回購交易業務，但公司三級監控人員會重點關注，通過短信、電話或郵件等方式對客戶進行風險提示，客戶需做好採取履約保障措施的準備。
風險	交易履約保障比例<140%	交易履約保障比例<150%	三級監控人員會重點關注，並通知客戶提前購回，或進行補充質押使交易履約保障比例不低於相應的數值。
違約	交易履約保障比例低於 140%，客戶在 T+1 日沒有完成提前購回，且 T+2 日開市前，交易履約保障比例未能高於 160%的情況	交易履約保障比例低於 150%，客戶在 T+1 日沒有完成提前購回，且 T+2 日開市前，交易履約保障比例未能高於 170%的情況	禁止客戶進行除補充質押之外的股票質押式回購交易業務新開倉。交易進入違約處理流程。
註：以上履約保障比例風險狀態欄間為基礎標準，實際執行標準按照客戶與國都證券簽訂初始交易協議書中確定的履約保障比例風險區間為準。			

資料來源：中投證券，<http://www.china-invs.cn/web001/gpzy/gpzy.html>，本研究整理。

## 標的證券權益處理

根據辦法 56 條指出，待購回期間，標的證券產生的無需支付對價的股東權益，如送股、轉增股份、現金紅利等，一併予以質押。權益派發後，履約保障比例高於解押線且符合其它約定解押條件的，融入方可申請部分解除標的證券及權益。根據辦法 57 條指出，待購回期間，標的證券產生的需支付對價的股東權益，如老股東配售方式的增發、配股等，由融入方自行行使，所取得的證券不隨標的證券一併質押。根據辦法 58 條指出，待購回期間，融入方基於股東身份享有出席股東大會、提案、表決等權利。若標的證券除權後導致履約保障比例低於警戒線的，融入方需按約定補充提交標的證券或採取其他履約保證措施。因此，在購回期間，融入方的證券權益的所有權並無移轉給融出方。再者，標的證券產生的需支付對價的股東權益亦無移轉給融出方，仍為融入方所有。股票質押式回購交易融資手續簡便、交易快捷，且不涉及證券所有權轉移，不會產生財務和稅收處理的爭議，可有效規避股票約定購回業務存在的權益劃轉、稅收等問題。

## 相關費用

交易定價時，應綜合考慮融入方需承擔的資金利息和交易費用。

### (一) 融入方利息

#### 1. 融資利率

大陸證券商之融資融券業務部在滿足監管要求的基礎上，根據中國人民銀行公佈的同期金融機構各檔期的貸款基準利率、資金機會成本、風險溢價與市場競爭狀況，訂定和調整公司融資的基準利率及波動區間。以國都證券為例，不同期間的股票質押回購利率為各檔期(半年、一年、二年、三年)貸款基準利率+3%。再者，中信建投證券的股票質押式回購交易的購回利率如表 2.8 所示：

表 2.8：中投證券對於股票質押式回購交易的購回利率

回購期限	半年以內	半年至一年	一年至二年	二年至三年
回購利率	8.6%	9.0%	9.5%	10%

資料來源：中投證券 <http://www.china-invs.cn/web001/gpzy/gpzy.html>，本研究整理。

## 2. 利息計算

公司將根據初始交易金額，按照交易協定約定的業務利率標準，按自然日計算利息。計算公式如下：

$$\text{融資利息} = \text{初始交易金額} \times (\text{融資利率} / 365) \times \text{計息天數}$$

其中：「計息天數」是指融入方從初始交易成交日到實際購回交易日的自然日天數。計息天數自初始交易成交日起計算，到期購回日不計算，即算頭不算尾。

## 3. 利息支付

利息支付方式分為到期一次性支付、定期支付兩種。到期一次性支付是指購回交易完成後，融入方在返還本金時一併支付利息，主要用於短期融資。定期支付是根據協定約定，融入方按約定期限向融出方支付利息，主要用於長期融資，一般採用按季支付的方式。

### (二) 質押登記費

根據辦法 77 條指出，對於初始交易和補充交易，中國登記結算公司將按照如下費率標準對每筆交易收取質押登記費。費用應由資金需求者全額承擔。費率標準如下：



股票：500 萬股以下（含）部分按該部分面值的 1‰收取，超 500 萬股的部分按該部分面值的 0.1‰收取，起點 100 元。

基金：500 萬份以下（含）部分按該部分面值的 0.5‰收取，超 500 萬份的部分按該部分面值的 0.05‰收取，起點 100 元。

債券：500 萬份以下（含）部分按該部分面值的 0.5‰收取，超 500 萬份的部分按該部分面值的 0.05‰收取，起點 100 元。

以上資料計算結果四捨五入精確到分。初始交易的質押登記費從初始交易金額中直接扣除；補充交易的質押登記費從融入方的資金帳戶中扣除。

### （三）交易經手費

根據辦法 77 條指出，對於初始交易，上海證券交易所按照每筆 100 元的標準收取交易經手費。費用應由融入方全額承擔。初始交易經手費從初始交易金額中直接扣除。

## 違約處理

### （一）違約金

違約金是指資金需求者出現協議約定的違約情形時，應按照約定向資金提供者支付的賠償資金。

1. 因資金需求者單方面原因導致初始交易無法完成的，且在順延交易期間仍未完成交易的，資金需求者應向資金提供者一次性支付違約金。具體計算方式如下：

$$\text{違約金} = \text{初始交易金額} \times 0.05\%$$

2. 資金需求者未按協定約定進行購回交易(含提前購回、延期購回、到期購回)，須向資金提供者支付違約金。具體計算方式如下：

$$\text{違約金} = \text{未歸還債務金額} \times \text{日違約金率} \times \text{違約天數}$$

其中：

未歸還債務金額=尚未歸還的本金+已結未付利息+已計未結利息+尚未歸還的提前購回補償費。

尚未歸還的本金=初始交易金額-累積已提前歸還的本金。

日違約金率暫定按 0.05%收取。「違約天數」是指資金需求者自違約情形觸發之日起至交易了結日止期間的自然日天數。違約期間只徵收違約金，不再計算融資利息。

## (二) 提前購回補償費

提前購回補償費是指因資金需求者主動申請提前購回、了結交易的，資金需求者須向資金提供者支付補償金。提前購回補償費具體計算方式如下：

$$\text{提前購回補償費} = \text{尚未發生的利息金額} \times 10\%$$

尚未發生的利息金額=初始交易金額×(融資利率/365)×尚未發生履約天數

其中「尚未發生履約天數」是指自指定提前購回交易日起至協定約定的購回交易日期間的自然日天數。

## 風險控管

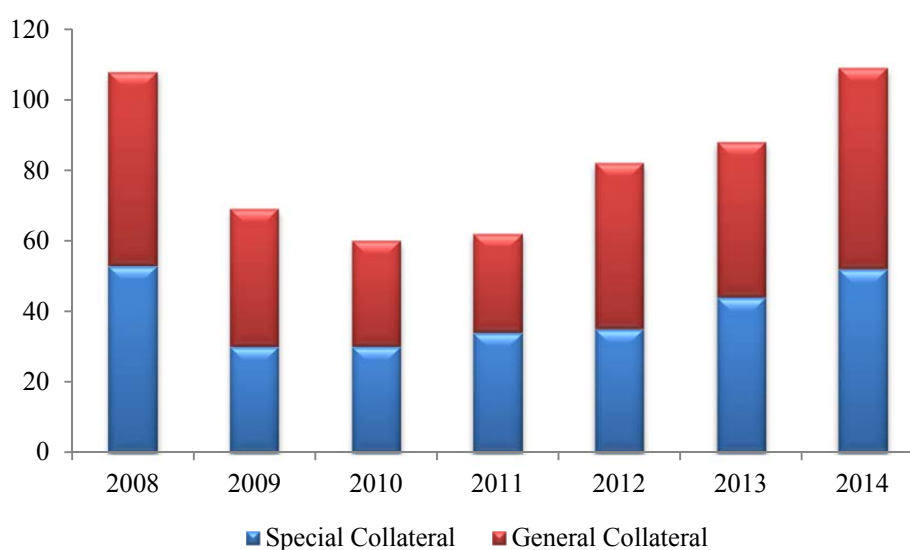
中國證券業協會要求證券公司應當審慎評估質押該標的證券的風險，風險情形包括單一標的證券已質押數量占總股本超過 50%；標的證券所屬上市公司上一年度虧損且本年度仍無法確定能否扭虧；標的證券近期漲幅較高；標的證券對應的上市公司存在退市風險或及其高管、實際控制人正在被有關部門立案調查；以及證券公司認為存在風險較大的其他情形。中國證券業協會也要求券商應設置差異化的履約保障比例。在待購回期間，履約保障比例達到或低於約定最低比例的，證券公司應當按照約定要求資金需求者採取補充履約保障、提前購回等措施。標的證券部分解除質押後，履約保障比例仍應不低於約定的比例。

中國證券業協會還要求券商建立健全盯市機制，合理確定各項盯市指標。在待購回期間，指定專人負責跟蹤質押標的證券的價格波動情況，持續關注可能對質押證券價格產生影響的重大事項。券商還應對融出資金的用途進行持續跟蹤，防止融出資金流向政策禁止投資的領域。券商應建立標的證券集中度管理機制，並設置風險控制指標，包括但不限於單一標的證券對應的待購回初始交易金額占證券公司淨資本的比例、單一標的證券占總股本的比例等。以集合資產管理計畫或定向資產管理客戶作為融出方的，應當與券商作為融出方合併計算單一標的證券占總股本的比例。

#### 第四節、日本

近年附買回交易的市場規模在東京貨幣市場中穩定地擴張。根據日本證券商公會（Japan Securities Dealers Association, JSDA）的統計，附買回交易在 2003 年的谷底後便持續地成長，而後 2008 年由於全球金融危機則有暫時地衰退，後續便持續地成長，尤其是近來附買回交易流通在外的額度多有超過 100 兆日圓，以最新的東京貨幣市場調查報告（Tokyo Money Market Survey）為例，日本 2014 年附買回交易流通在外的額度約為 110 兆日圓，已回到 2008 年全球發生金融危機前的水準，如圖 2.11 所示。Ono, Sawada, and Tsuchikawa（2015）指出由於日本的金融市場依然維持著低利率的水準，因此其他類型的交易總額並無較大的變動，導致目前附買回交易的總量已約占整體貨幣市場的一半。

圖 2.11：日本近年來附買回交易流通在外的額度（單位：兆日圓）



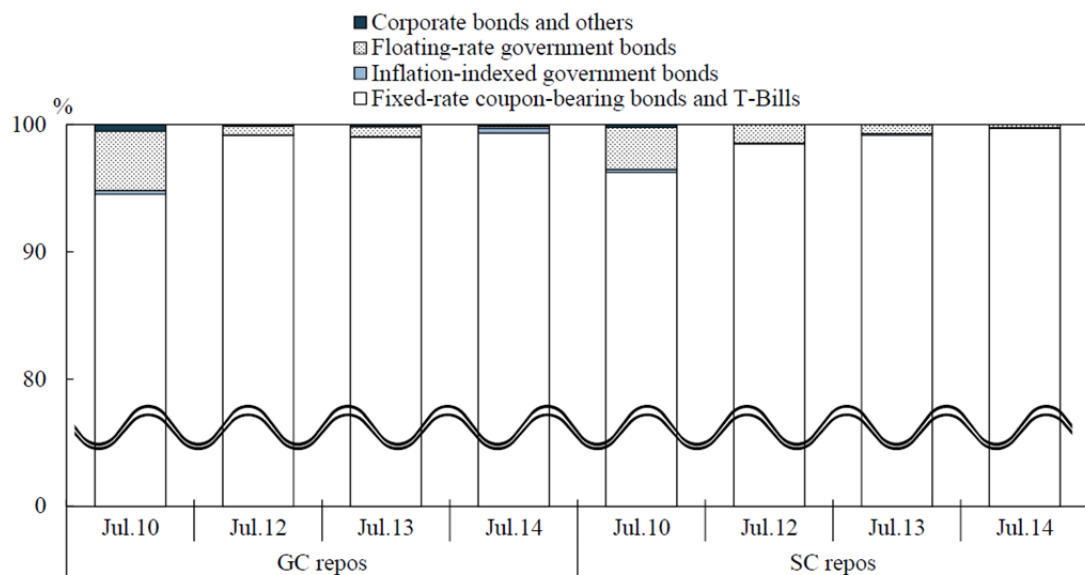
資料來源：日本銀行（Bank of Japan），東京貨幣市場調查報告（Tokyo Money Market Survey），Chart 13，2014 年 8 月。

關於附買回交易的標的物，張文毅（2014）指出日本附買回融資市場的擔保品主要是日本政府公債（Japanese government bond, JGB），僅有少部分是公司債及股票。此項特色在最新的東京貨幣市場調查報告一覽無遺，幾乎高達 99%

以上的標的物皆為政府公債，其中有超過 95% 為固定利率債券與一年以內的國庫券，將權益證券當作擔保品的比例極低，如圖 2.12。由於標的物幾乎多為日本政府公債，因此在大多數的附買回交易契約並未對擔保品執行折減比例，以 2014 年 8 月公布的市調結果為例（如圖 2.13），便有高達 81% 的交易完全不對擔保品採用折減率，這項市場特徵與美國的附買回市場經常使用證券化商品（如 ABS 等）當作擔保品的情況大不相同。

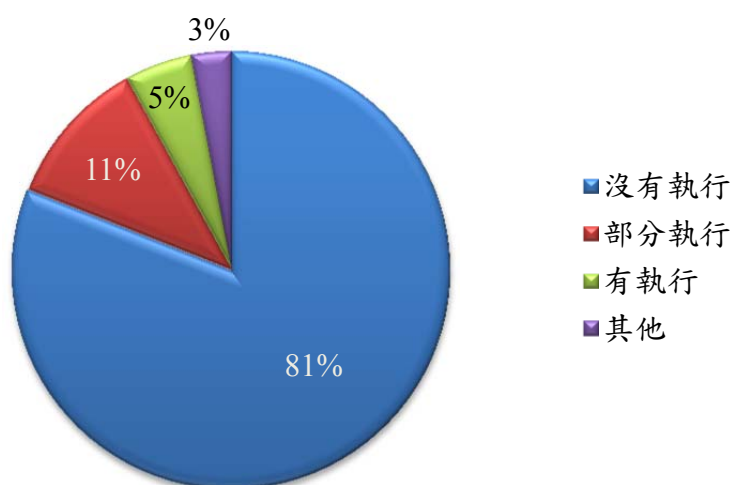
雖然政府債券有較高的信用品質，但是市場價格仍會有所變動，並可能進而影響到附條件交易的風險高低。因此部分日本學者倡議，配合國際市場潮流與 2014 年 10 月金融穩定委員會（Financial Stability Board；FSB）提出的報告，建議日本金融體系與監管機關須執行模擬折減下限（numerical haircut floors）。其目的在於（i）限制由於低估價格波動風險與設定太低折減比例而產生過度槓桿的銀行體系；（ii）避免由於折減突發的增加而導致市場交易急速下降，進而影響到附條件市場的流動性。

圖 2.12：日本附買回交易市場的抵押標的



圖形來源：日本銀行（Bank of Japan），東京貨幣市場調查報告（Tokyo Money Market Survey），Chart 21，2014 年 8 月。

圖 2.13：日本附買回交易市場執行折減與否的比例



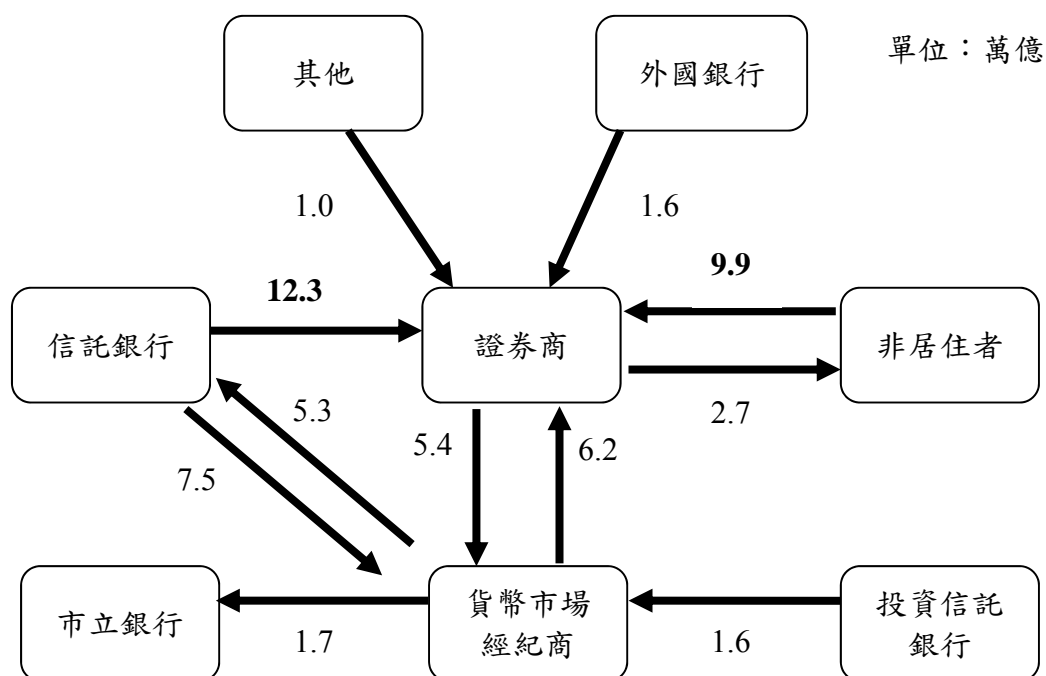
資料來源：日本銀行 (Bank of Japan)，東京貨幣市場調查報告 (Tokyo Money Market Survey)，Chart 25，2014 年 8 月。

由於附買回交易的市場可依指定擔保品來區分為一般擔保 (general collateral, GC) 與特殊擔保 (special collateral, SC)。一般擔保於交易時不指定特定證券為擔保品，其交易目的為有效利用庫存之證券以調度資金，或提供資金以賺取利息，故其利率水準主要受到貨幣市場的行情影響。而特殊擔保則在交易時需指定特定證券為擔保品，其交易目的主要為暫時取得特定證券以作為交割或因應其他交易所需，或提供特定證券以取得較市場利率為低的資金，因此利率水準主要由該特定證券在市場的供需決定。根據東京貨幣市場調查報告的結果，顯示日本一般擔保的附買回交易之期間多為隔夜 (overnight) 交易，平均比率約佔全體 GC 附買回市場的 60%，但 SC 附買回市場的契約期間則顯著較長，隔夜交易佔全體 SC 附買回市場的平均比率尚不足三成。

圖 2.14 與 2.15 分別表示 2014 年日本 GC 附條件交易與 SC 附條件交易市場之參與者的未償還金額，其中最主要參與者為證券商。證券商利用 SC 附條件交易借入證券以進行交割 (未償還金額為 13.6 萬億)，並且利用 GC 附條件交易借

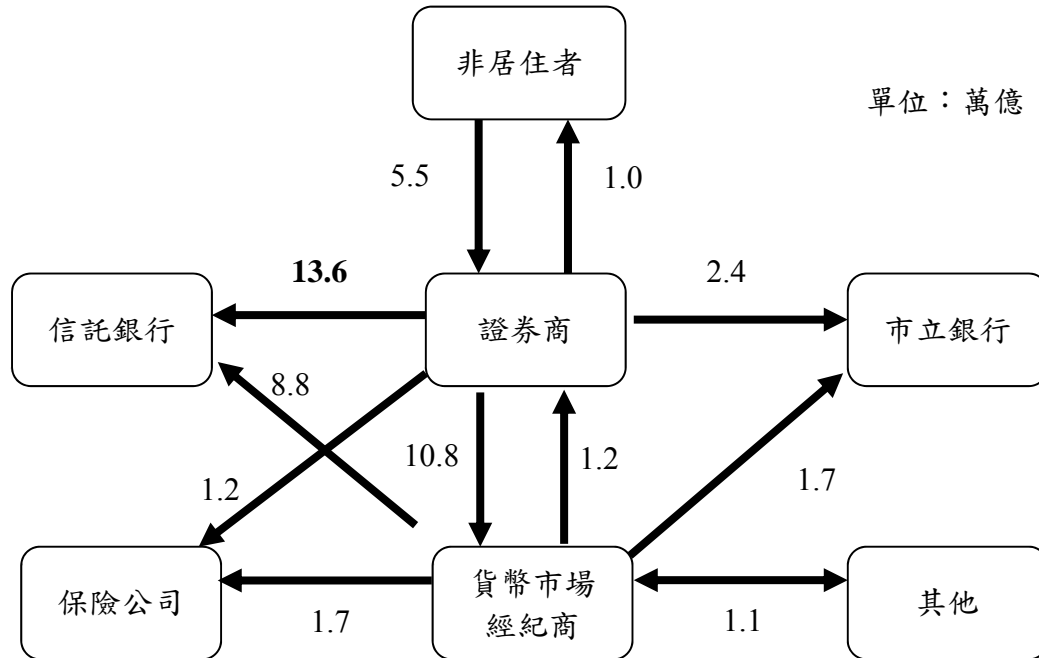
出證券融資（未償還金額為 12.3 萬億），透過不同附條件的利率以賺取利差。再者，信託銀行也在附條件交易市場扮演重要角色，不僅在 GC 附條件交易市場擔任重要的現金提供者，並且在 SC 附條件交易市場作為重要的證券提供者。信託銀行會為了自身銀行的營運策略，同時為了顧客（機構投資人或其他）之利益而執行附條件的交易，例如：當投資者希望積極利用持有的債券部位以增加獲利，可以選擇將持有的部位委託給信託銀行（證券管理信託部），信託銀行便會透過 SC 附條件交易以較低的利率借出證券給證券商進行融資，並且在 GC 附條件交易市場借出現金，以賺取利差。此外，非居住者（例：避險基金、國外中央銀行與外國銀行）通常會利用附條件交易取得日本政府公債或是進行短期資本管理（short-term fund management）；而貨幣市場經紀商（稱做 Tanshi companies）則通常在附條件交易市場扮演中介角色。

圖 2.14：2014 年日本 GC 附條件交易市場之參與者的未償還金額



註：箭頭顯示現金借入方的現金流向（債券的流向為相反方向）。

圖 2.15：2014 年日本 SC 附條件交易市場之參與者的未償還金額



資料來源：圖 2.14, 2.15 皆出自 Ono, N., Sawada K., and Tsuchikawa A. Toward Further Development of the Repo Market Financial Markets Department. Bank of Japan Review. 2015.

註：箭頭顯示現金借入方的現金流向（債券的流向為相反方向）。



## 第五節、小結

如同前幾節所述，日本附條件交易市場主要的擔保品以日本政府公債為主，而美國、歐洲與中國的權益附買回交易之比例相對較高，因此，關於這三個國家的市場交易模式、股票所有權與股利歸屬以及交易精神之差異比較，整理如下表 2.9。

表 2.9：國際 equity repo 市場之比較

	美國	歐洲	中國
交易模式	雙邊回購、一般擔保回購、三方回購（以三方回購為主）	雙邊交易、電子交易、傳統經紀、三方交易（以雙邊回購為主）	股票質押式回購交易模式類似於三方回購，其中證券商扮演第三方機構的角色
equity 占擔保品之比例	9-10%	2.57% (三方回購:24.5%)	-
equity repo 擔保品價值 (2014 年底)	1.6 兆美元	約 1470 億歐元	5260 億人民幣
equity repo 擔保品類型	普通股為主 (大多為 S&P500 成分股)	普通股為主	普通股為主 (有在上證與深證掛牌)
契約期間	一年以內	一年以內	三年以內
equity repo haircut	8%	6.2%	無 限售條件：40-50% 有限售條件：55-75%
所有權是否移轉	是 (股利發給當時持有人，再行補償性支付)	是 (股利直接發給原持有人)	無
能否轉擔保	可以	可以	不適用（所有權未移轉）
交易稅	免交易稅	免交易稅	不適用（所有權未移轉）
交易精神 融資說 v.s. 買賣說	融資說	融資說	融資說

資料來源：本研究自行整理。

### 第三章、我國各類資金調度工具

本章旨在介紹國內相關之資金調度工具，包含債券附條件交易、股票質借及信用交易的市場概況、交易機制與交易成本。

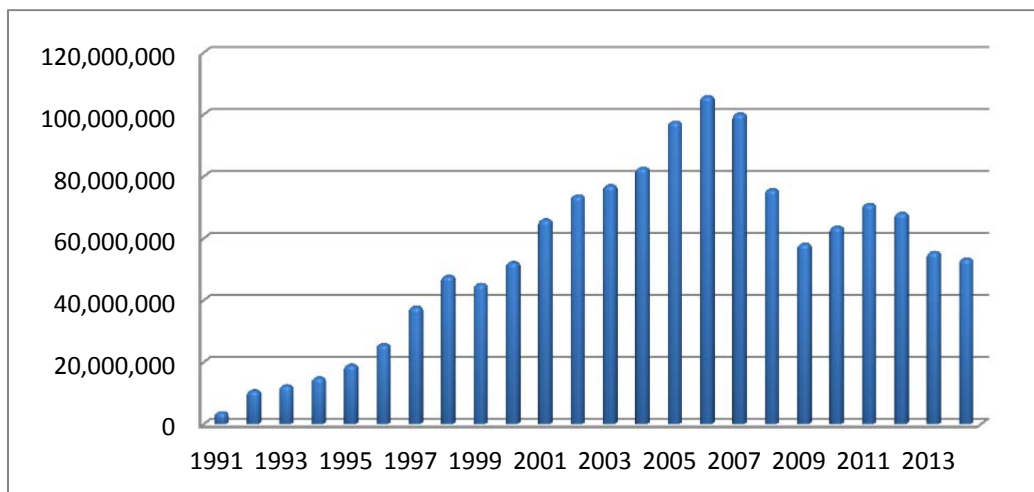
#### 第一節、債券附條件交易

##### 一、市場概況

台灣附買回交易市場之標的物以債券為大宗，尤其是中央政府發行的國庫券，因其信用品質高，成為受投資人愛戴之標的。

根據中央銀行金融統計月報所公佈的資料（如圖 3.1 所示），我們可以明顯地觀察到附買回債券的市場總額從 1991 年一路攀升，2006 年達到巔峰，總交易金額超過 100 兆元台幣，之後雖然遭逢 2008 與 2009 年的全球金融海嘯危機重創，滑落至約巔峰時期的五成，所幸在危機過後逐漸回穩，近五年來的市場總額維持在約新台幣 60 兆元上下，表現相當穩定。

圖 3.1：台灣附買回債券市場總額（單位：新台幣百萬元）



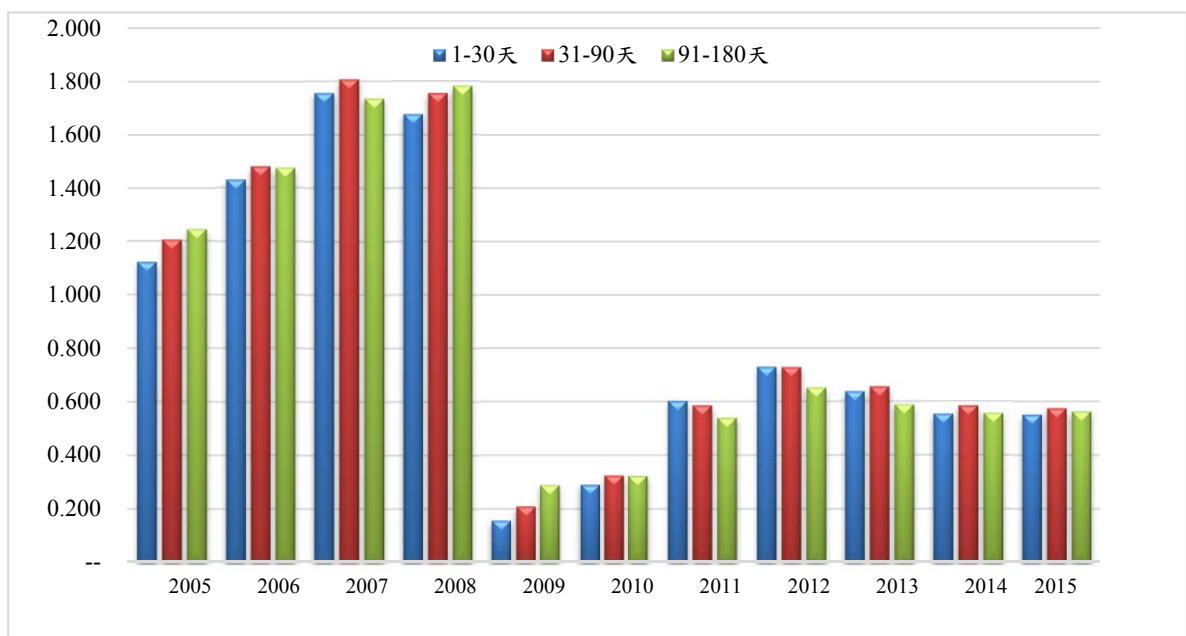
資料來源：中央銀行，金融統計月報，本研究整理，2015 年 4 月。

## 附買回債券於公開市場操作

公開市場操作為中央銀行常用的貨幣政策工具之一，透過於金融市場上買賣債券，達到控制貨幣供給、拆款市場利率，及調節市場流動性之目的。

債券附買回交易、債券買賣斷交易、及中央銀行定期存單的發行同為公開市場操作之三項重要工具。其中，由於附買回交易具有高度操作彈性，自民國 72 年 6 月央行首度實施以來，即成為公開市場操作下的重要方式，特別在 2008 年金融海嘯浪潮席捲全球時，央行以「擴大附買回操作機制」，將全體證券商及保險公司一同納入操作對象範圍，並且延長天期至 180 日，提供有緊急現金需求之金融機構提出申請，協助共度難關。附買回交易儼然為穩定台灣經濟功不可沒的操作工具之一。

圖 3.2：台灣公債附條件交易利率（單位：%）



資料來源：中央銀行，金融統計月報，本研究整理，2015 年 5 月。

圖 3.2 顯示從 2005 年到 2008 年，不論是 30 天期、90 天期、甚至 180 天期的附條件交易利率都呈現明顯上升的趨勢。受到金融海嘯爆發影響，公債附條件利率從 2008 年近 1.8%驟降至隔年約 0.2%的水準，而後緩慢上升，於 2012 年超過 0.6%，近三年來大致維持在 0.6%上下。(2015 年的利率資料為取 2015 年 1 月至 5 月的利率平均得來)

## 二、交易機制

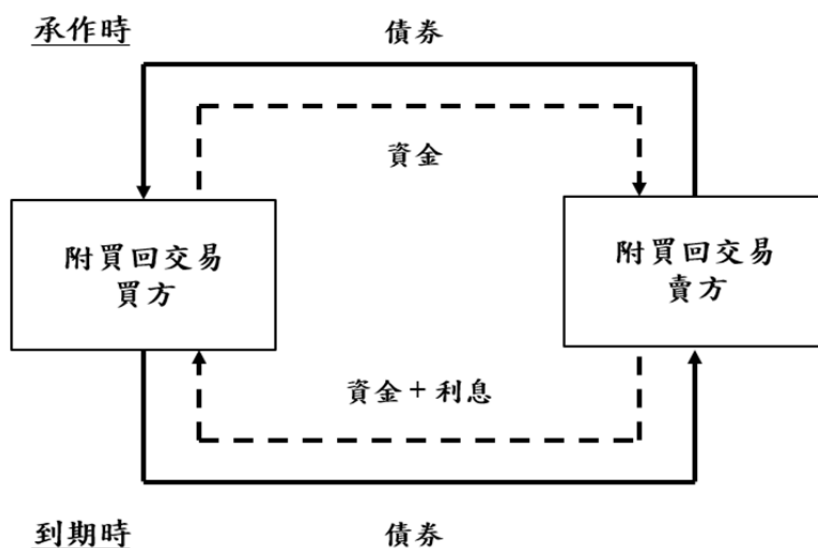
債券附條件交易實質上可分為債券附買回交易 (repurchase agreement, 簡稱 RP 或 repo) 與債券附賣回交易 (reverse sell agreement, 簡稱為 RS)。

台灣的債券附買回條件交易類型屬於雙方附買回交易，為買賣雙方於交易時約定，於未來特定之日期，以約定之價格，由原賣方將出售之債券再次購回之交易，因此，投資者 (買方) 在交易期間無須承受利率風險。其約定承作期間為 1 至 365 天，最長不得逾一年。關於債券附條件交易流程，根據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所債券附條件買賣交易細則」第 7 條規定，債券附條件買賣，以帳簿劃撥辦理給付者，應於買方完成款項結算後，由證券自營商通知集保結算所將債券自賣方帳戶撥入買方帳戶，或依集保結算所規定出具之債券存摺代替交付。

台灣的債券附買回條件交易流程如圖 3.3，於新作時，買方買入債券，將資金流向賣方。並於到期時，按照約定好的價格、利率，由賣方回購債券，將資金連本帶利支付買方。

相反的，債券附賣回條件交易，係指有資金需求的投資者與交易商於交易時約定，在將來約定天期，以約定之價格，由交易商將買回的債券再度出售給原先的債券持有人。

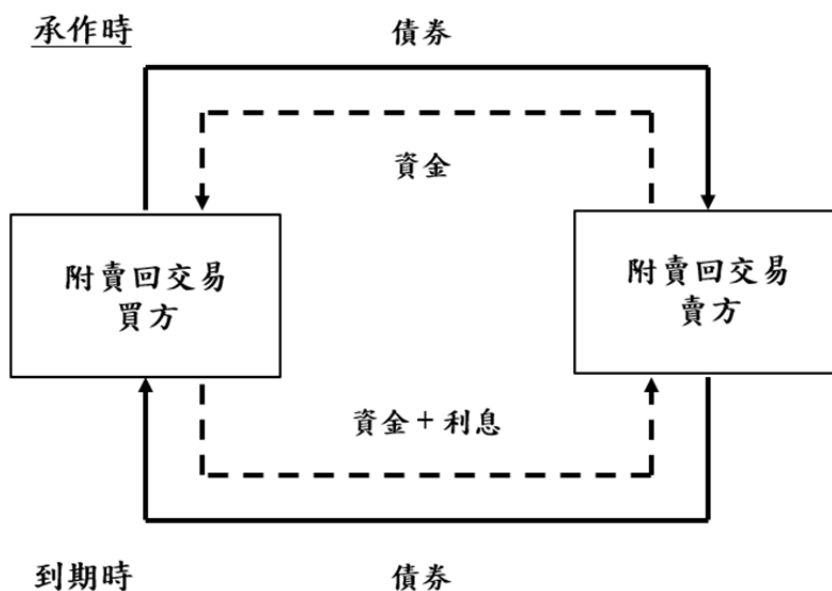
圖 3.3：債券附買回交易流程



資料來源：本研究自行整理。

債券附賣回條件交易交易流程如圖 3.4 所示，於新作時，買方出售債券，資金從賣方流入買方。並於到期時，按照約定好的價格、利率，由賣方再次賣出債券予買方，獲得連本帶利的資金。

圖 3.4：債券附賣回交易流程



資料來源：本研究自行整理。

探究所有權歸屬方面，依照「中華民國證券櫃檯買賣中心債券附條件買賣總契約」第 3 條所規定：標的債券於賣還日前，所有權歸屬於買方，並於附約第 3 條中清楚載明，買方得就賣方給付之債券，再行賣斷予他人。為了保障買賣雙方權益，於個別買賣中，在雙方約定買方自賣方取得標的債券之期日，皆必須保證於交付另一方之債券，無任何瑕疵負擔或足以影響買方取得所有權。

在承作額度限制方面，根據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所債券附條件買賣交易細則」，第 79 條規定：證券商自營商於營業處所為債券附條件買賣時，應於買賣成交單約定買回或賣回之日期及價格。除兼營證券商業務之金融機構另依銀行法相關規定辦理外，其附買回及附賣回交易餘額各不得超過該證券商淨值之 6 倍，其中以政府債券與國際組織及外國發行人發行且經主管機關依證券交易法第 22 條第 1 項核定之債券以外之債券為標的之交易餘額，合計各不得超過其淨值之 4 倍；但與中央銀行進行之公開市場操作部位，不在此限。

根據「中央銀行公開市場操作作業要點」，參與債（票）券附買回交易之對象為銀行、票券金融公司、農業金庫、郵政公司、以及中央銀行公開市場操作指定交易商身分之證券商及其他經中央銀行核可之金融機構。前項金融機構非屬債券或票券自營商者，其承作附買回交易之成交單，應委託指定交易商開立。

再者，根據「債券附條件買賣交易細則」第 11 條之 1 所規範，「證券商承作附賣回交易，其標的涉及其所辦理承銷之金融資產受益證券、資產基礎證券或不動產資產信託受益證券者，應遵守內部控制制度所訂定之下列限額：一、附賣回承作額度之上限。二、證券商承作附賣回交易之對象為法人者，其附賣回承作額度分別占證券商淨值及該法人淨值之比例限制。三、證券商承作附賣回交易之對象為自然人者，其附賣回承作額度占證券商淨值之比例限制。」

### 三、交易成本

債券附買回／附賣回交易相較於一般融資借款具備四項優點：(1)資金成本相對低廉、(2)交易免手續費、(3)具備節稅效果、(4)附買回交易之購買方（貸款方）也無須承擔抵押品本身之價格波動風險。使得附條件交易賣方能以低廉成本融資，而買方也在承擔低風險的情況下，活用手邊的閒置資金以錢滾錢、賺取利息。

同時，由於附條件交易透過自營商之間交易買賣，中間無須收取手續費費用。投資人以當面或者撥打電話的方式，即能委託交易商承作債券附買回交易，並在雙方同意交易後依相關規定辦好手續即可，辦理方式簡單且便利。

#### 稅賦方面

依據自然人及法人身分差異而有不同的課稅制度。本國自然人根據分離課稅制度，於交易到期時，依所得稅法第 88 條之規定，交易商得從投資人的附買回利息中抽取 10%，為利息所得稅，而該利息無須被算入當年個人綜合所得稅；法人則併入營利事業所得稅申報，於附條件交易到期時，交易商從法人之利息所得中收取 10% 的稅，但其認列之 10% 利息收入可從應納營利事業所得稅中扣除。

#### 附條件利息費用

進行附條件交易時，最主要的費用支出來自於利息費用，而利息費用又由本金及雙方協議之附條件利率而有所差異，並且此利率由投資人及交易商協議交易時決定，所以對於不同投資客及交易商之間的利率可能有所不同。

依「中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所債券附條件買賣交易細則」第 8 條規定，債券附條件交易之到期金額應按期初金額加計附條件利息計算之。前項利息之計算，應按附條件交易利率自承作日起算至到期日止，採計首不計尾，

以每年三百六十五天，按實際天數計之。一般而言，到期日應付之附條件交易金額為新作時所獲得之資金加上附條件交易利息扣除稅額＝本金×(1+約定附條件交易利率× $\frac{\text{實際借貸天數}}{365 \text{ 天}}$ ×(1-稅率))。

由於附條件利率是年利率的概念，所以在計算利息時，必須乘上借貸天數再除以 365 天。等到期日時，再連同本金與附條件交易利息一併償還。且稅率為 10%，採無條件捨去小數位。

舉例來說，假設有一投資人以本金新台幣 10,000,000 元承作附買回交易，約定附條件年利率為 0.35%，承作天期 30 天，且稅率為 10%。

此時的利息收益為  $10,000,000 \times 0.35\% \times 30 \div 365 = 2,876.712$  (元)，而所扣掉的稅  $= 2,876.712 \times 10\% = 287$  (元) (287.671 無條件捨去小數位) 相減之後得  $2,876 - 287 = 2,589$  (元)

因此於到期時，原借款方之給付利息為 2,876 元，扣掉 10% 之稅款 287 元，資金貸出方實得利息收益為 2,589 元，加上本金共可收得 10,002,589 元。



## 第二節、股票質借

### 一、市場概況

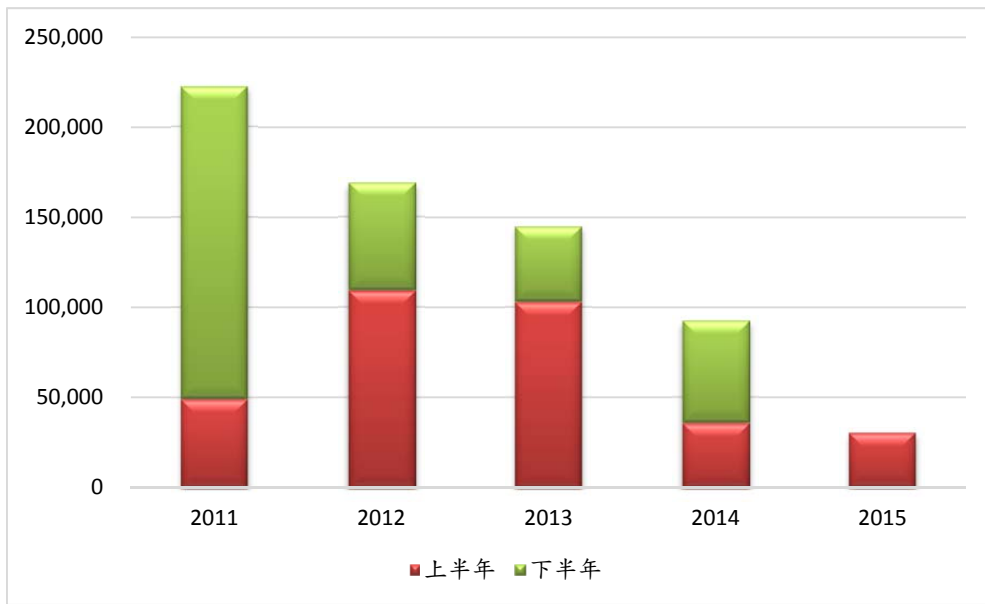
台灣股票質借的貸款成數大約為該股票市值之六成，必須先持有股票，再拿股票向銀行抵押借款，在過程中股票的所有權並未被移轉，因此對於借款方而言，股票質借主要具備的優點為二：(1)能以相較一般融資借貸更低之利率借款，按日計息，並且只計算動用的款項；(2)借款同時仍能持續賺取股利。

根據台灣經濟新報 TEJ+資料庫所收集的資料，在「董監事設質異動」資訊裡，以2014年7月1日至2015年6月30日之間進行查詢，結果顯示全台灣共1730筆設質資料。平均而言，內部董監事平均持股數達51,333張，質押餘額佔持股比率更是高達50.91%。

從高質押比的現象中，可以預期董監事可能為參與股票附買回之潛在客群。如本文第二章所提到的，美國的股票附買回交易可採無設定到期日的方式，如果台灣引進類似之制度，將能吸引董監事透過開放式天期的附買回股票作為融資工具，而券商也能從此交易中賺取利息收入。

由於內部董監事持股比率對股票投資人而言是相當重要之參考資訊，當董監持股比率過低（或出售持股），表示內部股東對該公司未來發展不具信心，對投資人而言為一負面訊號；此外，若大股東及董監事之持股設質比率過高，亦反映大股東及董監事可能面臨著財務窘境，有可能透過傷害公司價值來獲取利益。因此若國內開放股票附買回交易，則當大股東或董監事有短期資金需求時，便可考慮透過股票附買回交易進行短期融資（仍須以適當方式揭露），無須賣出持股或與銀行進行大額之股票質借，可避免金融市場錯誤的解讀，並降低無謂的股價波動。

圖 3.5：股票質押年增加總額（單位：新台幣百萬元）



資料來源：台灣經濟新報，本研究自行整理，2015年6月。

考慮附買回股票交易與股票質借的類似性，本研究嘗試估計股票質押的市場概況，以推估國人對於股票附買回交易的接受度及其潛在市場規模。首先以台灣經濟新報資料庫近五年之資料，選取2011年1月1日至2015年6月30日之區間，以「質押增加(張)」乘以「設解質時股價」來推估近年來股票質押市場的擴張幅度，並且採取保守原則，排除「質押增加(張)」及「設解質時股價」遺漏值之資料，結果彙整於圖3.5。由上圖可知，近年來股票質押市場的增加幅度微幅趨緩，從2011年增加近2300億新台幣的額度，到2014年近930億元之增長，但仍能清楚觀察到股票質押市場為一持續擴張之金融交易市場。

若將各年度的成長幅度依照時間切成上下半年之區間，則於2011至2013年間，上半年度的成長幅度皆高於下半年度，2011下半年度的表現甚至比上半年度成長逾3倍。然而在2014年時，下半年度的成長則超過上半年度近乎兩倍。因此，儘管2015上半年的股票質押增加額度僅有約300億元，我們仍可期盼下半年可能的成長幅度。

## 股票質押貸款的風險

股票質押貸款的可能風險主要有二，分別為信用風險與市場風險。首先從信用風險談起，雖然股票質押辦理借款容易，能在短時間內取得資金，但若借款人或借款標的之品質不夠穩健，可能無法按照約定及時還款，此時銀行所承受的對手違約風險則相對提升。

另一個則是市場風險，倘若借款人出現還款困難的情況，銀行保護債權的補救方法來自於質押的股票。但由於股票價格具有高度波動的特性，若未設置合理之質押率，遇到質押股票表現低迷甚至跌停板時，銀行將難以平倉受質押之大量股票，並可能蒙致損失。因此，當設質之股票價格下跌，導致擔保品市值低於維持率，且客戶無法及時補提擔保品之情況，銀行將立即斷頭處置質押股票。

## 股票質押相關規定

根據「銀行法」第 37 條第 1 項規定，借款人所提質物或抵押物之放款值，由銀行根據其時值、折舊率及銷售性，覈實決定。且國內各銀行皆有依照「銀行法施行細則」第 5 條規定，訂立「擔保品鑑價標準」之內部規章，使擔保品之估價有具體的依據。鑑價標準中亦皆詳細記載，當抵押品為股票時，應注意其股票價格波動問題，如逢抵押之股票市值跌落，應請客戶依照合約以現金或其他擔保品的方式補足價差。如不遵守規定，該銀行有權將客戶列為違約之預期授信客戶，與其商討可能的債務償還辦法。

此外，辦理股票質押授信時，根據「票券金融商業同業公會各所屬會員機構辦理股票質押授信自律規範」，如遇以下幾種情形應謹慎處理：(1)經台灣證券交易所股份有限公司列為警示股者；(2)近期股票價格異常波動者；(3)發行股票之董事、監察人、主要股東（持有該公司股份超過一成）、甚至管理階層有炒作股票之行為，而不注重本業者；(4)股票發行公司之內部人（包含董事、監察人、

經理人與主要股東)所持股設質比率超過 50%時，內部人再以該公司股票申請授信者；(5)以交叉持股、關係企業、借殼上市之股票大量申請授信者。

## 二、交易機制

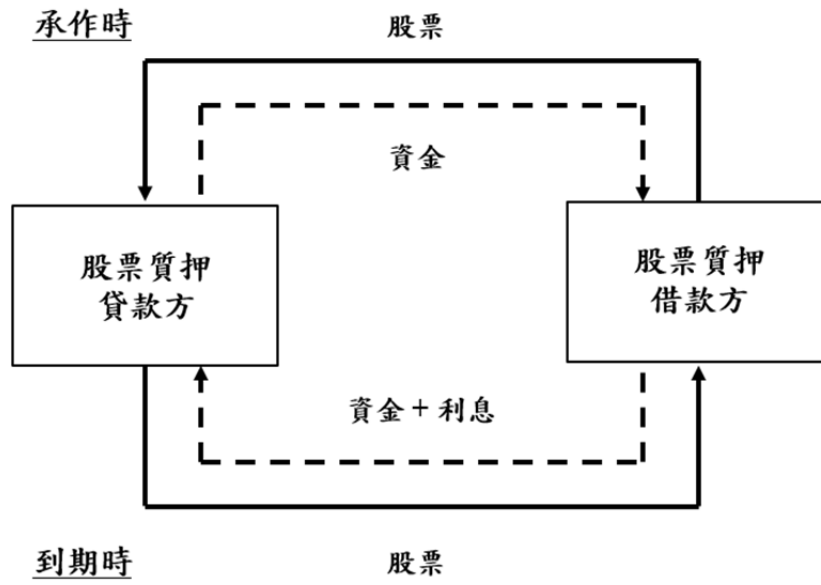
股票質押貸款的承作，在某些國內銀行（例如：國泰世華、台新銀行）的辦理要求，是指依法登記的工商企業、證券公司或是年滿 20 歲以上，有工作及財力證明之個人，以本身持有之股票進行質押借款，從商業銀行獲取資金的貸款方式。然而，近年來由於台灣市場游資過多，部分銀行甚至不需審查借款人的信用資料即逕行放款。例如：中國信託商業銀行於 2015 年 5 月甚至推出申請過程免保人、免財力證明，利用股票調資金的業務方案。

銀行之放款額度則參考該質押股票之流動性、發行公司淨值、盈餘、本益比及股票市場價值（當日或是隔日的收盤價）所決定，未動用的資金部分則不計利息，但由於以股票作為抵押品之風險相對高，通常僅對上市、上櫃等信用評等高的股票提供較寬裕的貸款條件。詳細的估價標準及貸款成數須明訂於各銀行之「擔保品鑑價標準」相關規章中，並經銀行董事會同意後方可實施。股票質押交易流程如圖 3.6 所示：新作時，借款方以股票抵押，從貸款方獲得資金，並於到期時按照約定好的價格、利率還款，取回原本質押的股票。

## 三、交易成本

股票質押的交易成本主要為借款利息與中間代收費用，如：交易手續費、質押登記費、開辦手續費。質押利率則視股票品質而定。然而，股票質押的資金成本在近年來，各行彼此之間競爭業務的情況下，許多銀行都開出了非常低的貸款利率，平均值約介於 3%至 5%之間，如：元大銀行近期即開出了 3%固定計息的優惠利率，適用至 2015 年 8 月 23 日。

圖 3.6：股票質押貸款流程



資料來源：本研究自行整理。

### 第三節、信用交易

#### 一、市場概況

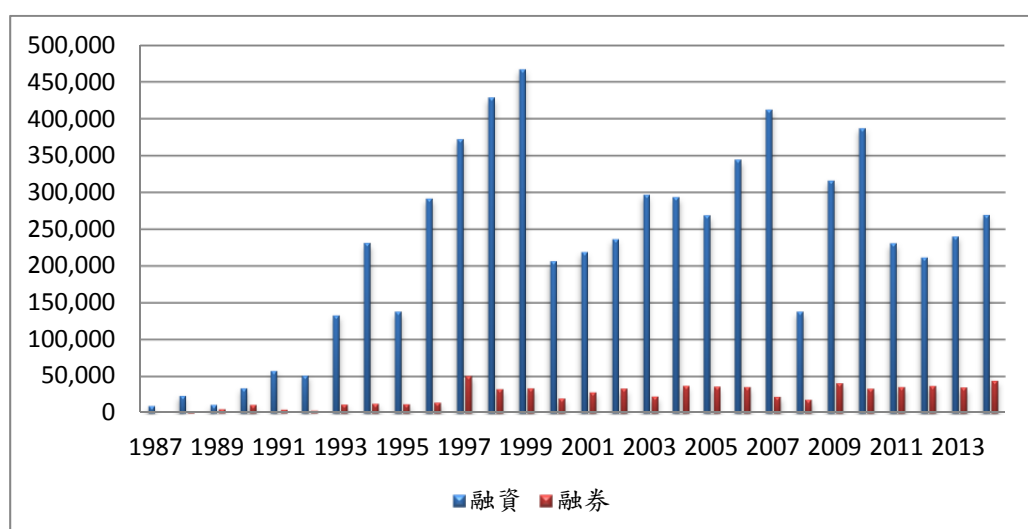
隨著證券市場與證券衍生性金融商品市場日益蓬勃發展，信用交易制度亦應運而生，以交割為需求的借券交易從一開始不健全的制度，逐漸發展成熟，具有調節市場機能、提高流動性及套期保值之功能。

信用交易即是融資融券，屬於以財務槓桿原理從事之證券交易行為。具體而言，融資融券指的是投資方對符合條件之授信機構提供擔保，經過授信機構（一般的證券金融公司及辦理融資融券相關業務之證券機構）審核後，再買入有價證券、融通資金或是依照客戶需求售出有價證券之服務。

信用交易起源於民國 63 年，為了振興受國際局勢而低迷之我國經濟，於 4 月 6 日公布「授信機關辦理融資融券業務暫行辦法」，並於兩個月後的 6 月 4 日核定「授信機構辦理證券融資業務操作辦法」，開放三家銀行（臺灣銀行、土地銀行與交通銀行）提供信用交易之授信業務，不過由於執行初期只能辦理買進融資而不能賣出融券的制度，使得整體制度缺乏完整性及足夠的彈性。接著，因應信用交易市場規模日趨龐大，民國 68 年 7 月，行政院發佈「證券金融事業管理規則」，復華證券金融公司成立，原先由臺灣銀行、土地銀行與交通銀行代辦之融資融券業務轉而由復華證券於隔年開始交接承作。之後經由漫長的法規修訂及改革之後，終於在民國 82 年，主管機關開放審理證券金融公司之設立申請，共同承辦信用交易相關業務，日益邁向金融自由化之發展。在這之後，政府也開始以他國相關制度為借鏡，於民國 85 年建立有價證券借貸制度。其定義為：貸出方將有價證券出借給借券方，並以相同種類及數量之有價證券返還之行為，過程中貸方賺取借券費用。

圖 3.7 為從 1987 年至 2014 年國內股票信用交易餘額的歷史資訊，我們明顯發現，融資交易的發展十分快速，甚至只耗費短短十三年，就從 1987 年近 105 億元台幣攀上 1999 年的歷史高峰—足足高達 4680 億元。另一方面，融券的業務數量相較起來一直都維持少量，表現最好的 1997 年也只有近 512 億的年交易餘額。造成如此兩極的現象之原因，主要是因為融資交易操作容易，且有豐富的資金來源，證券選擇多樣化，但融券交易卻深受證券來源限制，供需媒合不易，且台灣融券業務多加限制。在此背景下，證券主關機關再推陳出證券借貸制度，透過持續改革開放，擴大信用交易的業務範圍。

圖 3.7：國內股票信用交易餘額（單位：新台幣百萬元）



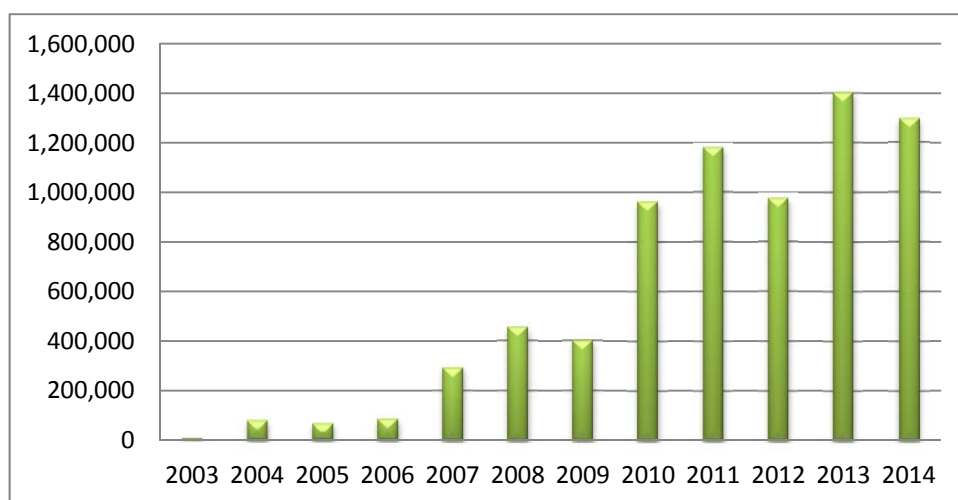
資料來源：中央銀行，金融統計月報，本研究整理，2014 年。

從 2003 年 6 月證券交易所設立借券系統，提供國內外特定機構法人一集中式證券借貸平台，借貸雙方得透過此平台完成借券交易。根據證券交易所公布之借券交易資料，以收盤價估算其市場規模，結果彙整如圖 3.8。資料顯示借券將易從 2003 年開始餘額便一路成長，甚至在 2010 年高度攀升至近 1 兆台幣，更在 2013 年達到巔峰，締造驚人的 1.4 兆台幣交易額度。

圖 3.9 描述 2003 年至 2014 年國內股票信用交易餘額的歷史資訊，由圖可知

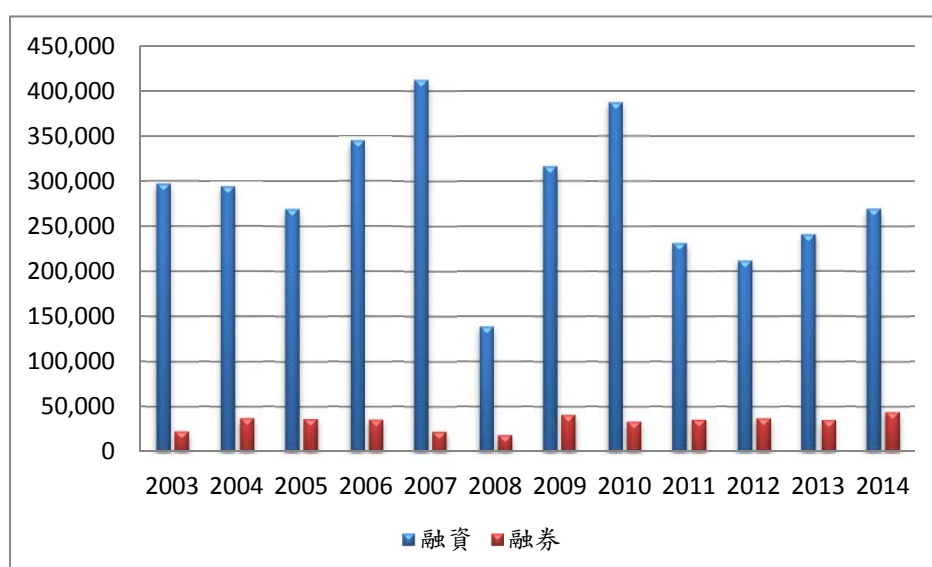
融資交易的發展十分快速，除了受到 2008 年金融海嘯影響之外，其餘年份皆維持於新台幣 2000 億元以上。甚至在 2007 年攀上 4131 億元高峰。相較之下，融券的業務數量則較為少量，皆維持在新台幣 500 億元以下。

圖 3.8：國內借券總成交金額（單位：新台幣百萬元）



資料來源：台灣證券交易所公開資訊，2014 年。

圖 3.9：國內股票信用交易餘額（單位：新台幣百萬元）



資料來源：中央銀行統計資料庫，2014 年。



## 二、交易機制

信用交易分為融資融券與借券兩部分，首先介紹融資融券的交易機制。融資是指證券商對其客戶提供融通資金買進股票的服務，而融券就是指證券商對其客戶提供融通股票賣出的服務。投資人應與證券商簽訂融資融券契約並開立信用帳戶，同時提供相關財力證明，以取得信用交易的資格。為控管投資風險，早期設有各項限額規定，例如：每一個客戶最高的融資額為 6000 萬，最高融券額為 4000 萬元，上市證券個股最高融資額限制為 1500 萬元，最高融券限額為 1000 萬元，而上櫃證券個股最高融資額限制為 1000 萬元，最高融券限額為 750 萬元等額度限制。但 2015 年 6 月底金管會取消單一客戶及單一個股的融資融券限額規定，改由證券商或證券金融公司依客戶信用自行控管額度。

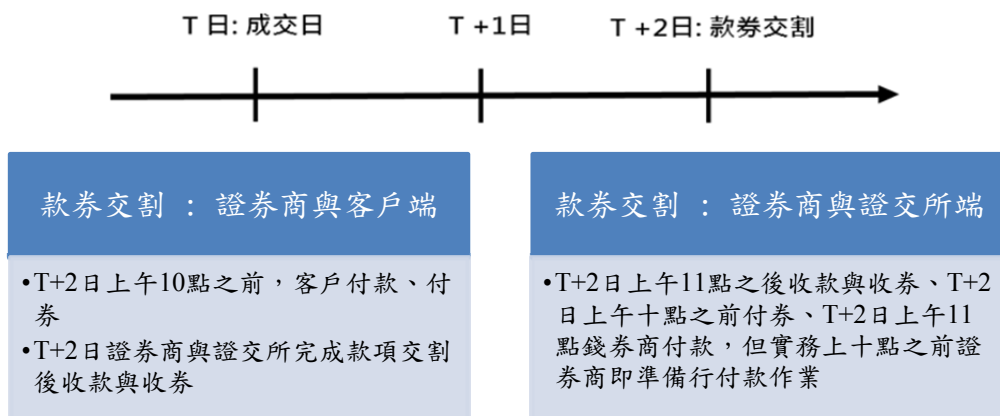
申辦信用戶的條件為：(a) 年滿 20 歲有行為能力之中華民國國民，(b) 依中華民國國民法律組織登記之人，(c) 立受託買賣帳戶滿三個月及最近一年內委託買賣成交 10 筆以上(d) 累積成交金額達申請額度 1/2，開戶未滿一年者亦同，(e) 最近一年之所得及各種財產核計達所申請額度之 30%；而財力證明的限制如下：(a) 財產證明以本人、配偶、父母、子女為限，(b) 需不動產所有權狀影本或繳稅稅單，(c) 需最近一個月金融機構存款證明(應以最近一個月之平均餘額為計算基準)，(d) 持有有價證券證明，(e) 申請人所提供財產證明為其配偶、父母、子女者其須為連帶保證人 並親自在契約書上簽章，(f) 委託人為自然人者，應親持國民身份證正本及開戶原留印鑑。

融資融券的期限均為半年，目前主管機關規定得視客戶信用狀況，准予客戶申請展延期限六個月，並以一次為限，期限以對月對日之交割日為準，例如委託人於 91 年 3 月 4 日融資買進，則 3 月 6 日為交割日（此為融資起息日），加計半年期限後，於 91 年 9 月 6 日（交割日）到期，因此委託人必須於 9 月 5 日前在市場融資賣出，才不會逾期；融券到期日之算法亦同。但遇上市、上櫃公司停止

過戶，除臨時股東會及停止過戶之原因不影響行使股東權者外，融券則須提前償還。

融資利率與手續費由券商自行決定，另外融資融券的交割制度為款券 T+2 日交割制度，如圖 3.10 所示。另外，擔保維持率=(融資擔保品證券市值+原融券擔保品及保證金) ÷ (原融資金額+融券標的證券市值) \*100%，若委託人整戶維持率低於 140%者，營業員便須開始注意客戶的交易狀態，而不足 130%者，分公司的經理人將注意並評估客戶的交易風險，並考慮調降客戶信用交易的額度，若低於 120%者，證券商應立即通知委託人該補足維持擔保率之金額，並須在通知送達兩個營業日內補繳融資自備款或是保證金的差額。

圖 3.10：交易日流程



資料來源：台灣證券交易所，本研究自行整理。

關於限制方面，我國政府有對證券市場放空的管理，之前只有開放有券放空 (covered short selling)，而採取的方式又分為價與量的控管，首先，為平盤下禁止放空，主管機關自民國 102 年 9 月 23 日起放寬投資人融券賣出或借券賣出得為融資融券交易之有價證券，得不受賣出價格不得低於前一營業日收盤價之限制，若前一營業日收盤價為跌停，或前一營業日無收盤價但其收盤時最低賣出申報價格為跌停價者，則當日不得於平盤以下融券及借券賣出。另一個限制是關於借券

的總量限制，針對個股每日借券賣出委託數量、借券賣出餘額及市場融券餘額加計借券賣出餘額總額度，分別進行總量控管：(1)每日盤中借券賣出委託數量不得超過該有價證券最近 30 個營業日日平均成交量之 20%（採盤中即時控管），(2)借券賣出餘額不得超過該有價證券上市(櫃)股份或受益權單位數之 10%，(3)融券賣出餘額與借券賣出餘額合併計算不得超過該有價證券上市(櫃)股份或受益權單位數之 25%；若其合併計算之餘額達該有價證券上市(櫃)股份或受益權單位數之 25%，則暫停融券賣出，俟其餘額低於 18%，再行恢復其融券交易，(4)融券賣出餘額與借券賣出餘額合併計算超過該有價證券上市(櫃)股份或受益權單位數之 20%時，應依證券交易所及櫃檯買賣中心「辦理有價證券買賣得為融資融券額度暨借券賣出額度分配作業要點」進行分配。

另外談及借券的交易機制，出借人可以報一個利率的價格，然後登記借出，交易借券時間為營業日的早上 9:00 至下午 3:00，而交割借券則為交易日後兩個營業日的上午十點之前，並且借券交易自交易日開始後不得超過六個月，到期前可申請展延續借，但續借期間不得超過六個月，並以一次為限，且日費率以 7% 為限，年費率以 20% 為限，通常借券費用=借券(年)費率\*借券股數\*每日收盤價/365 日逐日逐筆加總計算，此費用於還券了解之後計收。圖 3.11 顯示借券出借人之參與比例，由圖可知 73% 為外國專業投資機構，13% 為信託業。

償還融資的方式分為兩種，第一種為賣出償還：由交易市場賣出該種證券，以所得價款償還融資款項與利息。客戶應收金額=賣出股票價金-交易稅-手續費-融資利息。第二種為現金償還：以現金償還融資款項與利息，並領回融資買進的證券，客戶應付金額=融資金額+融資利息。

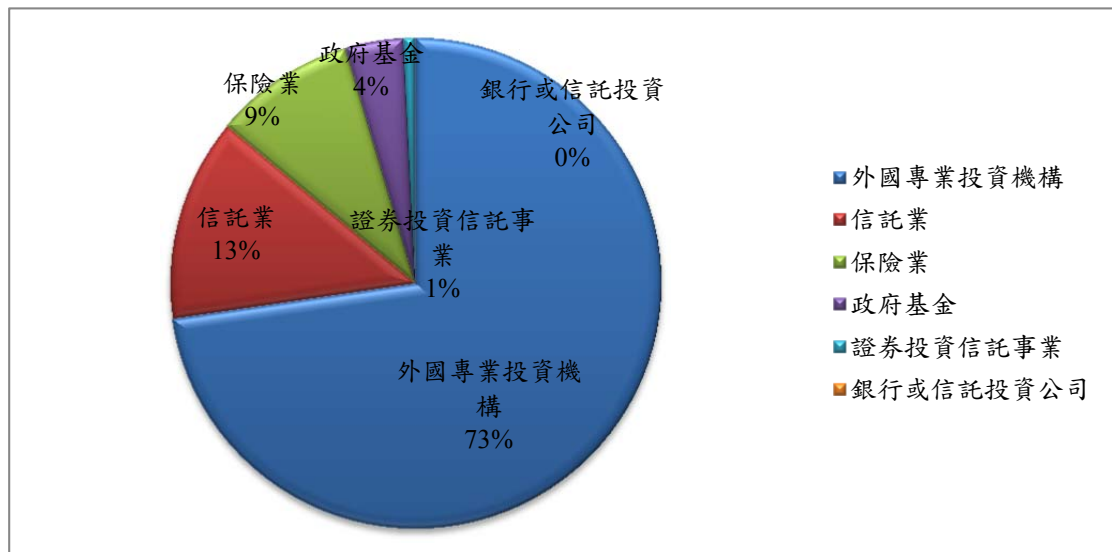
另外償還融券的方式也分為兩種，第一種為買進償還：由交易市場買進相同種類的融券證券，客戶應收金額=融券擔保品+融券保證金-買進成交金額-手續費+融券擔保品利息+融券保證金利息。第二種為現券償還：以相同種類的證

券償還融券證券，並領回融券擔保品與融券保證金或融券保證品，客戶應收金額 = 融券擔保品 + 融券保證金 + 融券擔保品利息 + 融券保證金利息。

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

需 $\geq 120\%$ ，整戶擔保維持率低於 $120\%$ 者，就各該筆低於擔保維持率 $120\%$ 之融資融券應進行補繳，追繳期限為自寄發差額追繳通知單之日起二個營業日內，否則即斷頭：處分擔保品。

圖 3.11：借券出借人參與比例



資料來源：台灣證券交易所，本研究自行整理。

### 三、信用交易成本

信用交易成本分為兩個部分，融資作多費用、融資作空費用，首先是融資作多費用=手續費+證券交易稅+融資金利息，融券戶須支付授信機構融券手續費：為賣出價金的0.08%，且每筆皆要支付一次，證券交易稅=賣出金額\*0.03%，而融資金利息=融資金額\*融資利率\* $\frac{\text{融資天數}}{365}$ ；另外融資作空費用=手續費+證券交易稅+借券費，手續費與證券交易稅與前面一樣，但是借券費=成交單價\*股數\*借券利率，另外產生券差時需要另外分攤標借、議借與標購的費用，標借是為公開徵求價高者得，而議借為標借數量不足或標借不到的情況下，可洽特定人（不限券商，大股東或主力皆可）談借券事宜，不論那種方式，均需付股票出借人借券費用，最高不超過該股票標借日前一營業日收盤價7%為限。

## 第四章、台灣推動股票附買回交易之可行性

### 第一節、市場機制設計建議

根據國際市場交易機制與國內現行相關法規，本研究提出可能的二種交易模式進行分析。

#### 一、附條件買賣模式

有價證券附條件買賣模式乃是參考美國與歐洲之交易機制，並依目前國內債券附條件買賣交易之相關法規所擬定，其主要精神為允許股票所有權可進行移轉，然而相關之風險仍歸屬於原持有人。此模式的優點在於放寬交易標的之移轉限制，可大幅促進市場流動性。以下就其細項分別說明之：

##### (1) 是否允許所有權移轉？

附條件買賣模式允許股票所有權可進行移轉，亦即在進行在股票附條件交易期間，其標的之所有權將移轉至交易對手身上，且在交易期間內，交易對手可對標的再進行移轉，只須在到期時返還即可。

##### (2) 股票股利與現金股利之歸屬

參考美國與歐洲之交易機制，參與股票附條件交易之標的，其股票股利與現金股利仍歸屬於原持有人，惟發放之模式有二，可採直接發與原持有人，或採發與當下持有人，再依序補償前手持有人。為避免無必要之交易流程，建議可逕行發與原持有人，相關賦稅或費用（如可抵透稅額、二代健保費用等）仍依現行規定辦理，亦即原持有人不可透過股票附條件交易規避相關費用之產生。

##### (3) 股東投票權

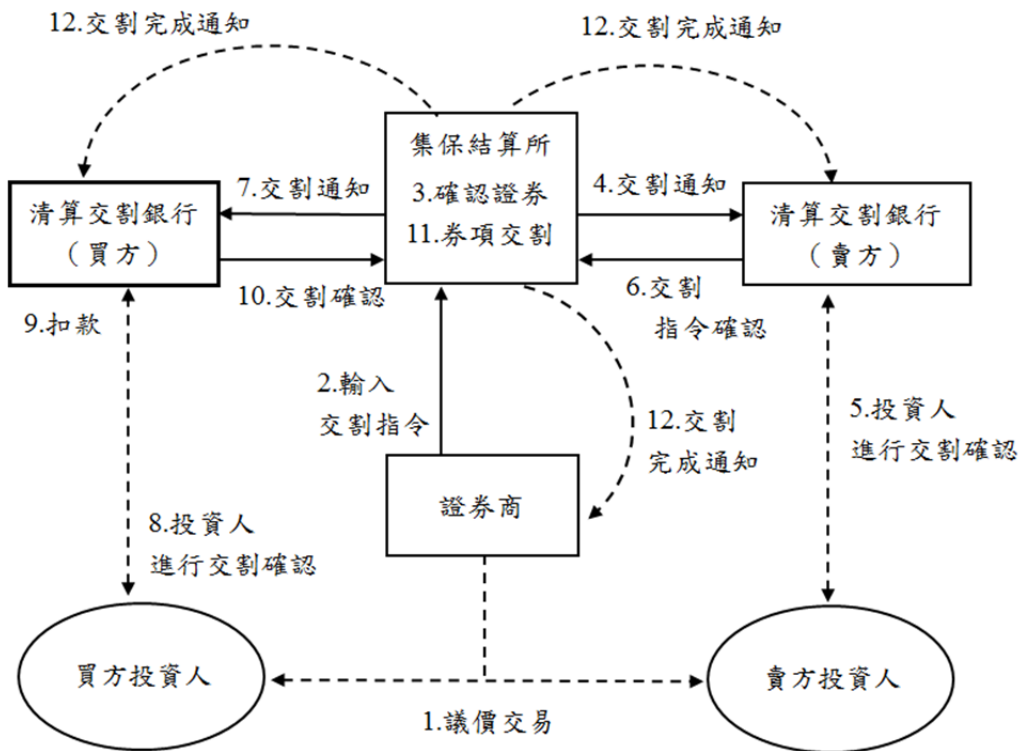
對交易雙方而言，有價證券之附條件買賣交易，僅為短期融通與風險管理之工具，並非為了取得公司之所有權，因此為了避免股東投票權與相關延伸之爭議

(如歸入權等)，建議參考美國與歐洲之交易機制，令參與附條件買賣之有價證券在交易期間內不具有投票權，同時主管機構可對參與附條件交易標的之股數與比例設定上限，此外亦須對於利益相關者 (stakeholder) 設定持股參與之上限或比例。

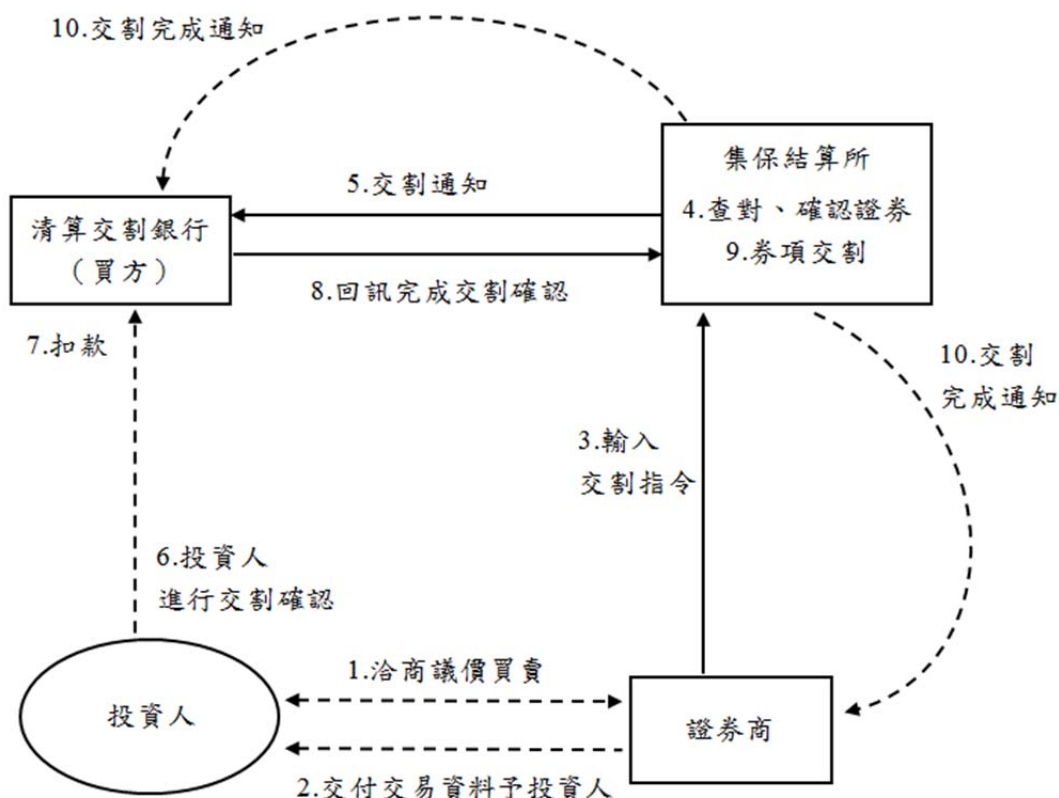
#### (4) 交割實務作業

由於國內股票多以無實體發行，主要透過台灣集中保管結算所進行款券結算交割，因此若透過附條件買賣模式進行 equity repo，建議同樣採集保公司目前現行之無實體發行登錄帳簿劃撥交付作業程序，於議價買賣完成後，委由集保公司辦理。為清楚揭露 equity repo 的交易性質，應註記為「附買回交易」，同時若有需要進行移轉次數之限制，得考慮註明為第幾次移轉。交易期間所產生之孳息(如現金股利或股票股利)，應登載於「代保管明細」項下，俟附條件期間結束交易完成後再行交割。相關交割實務流程建議如下：

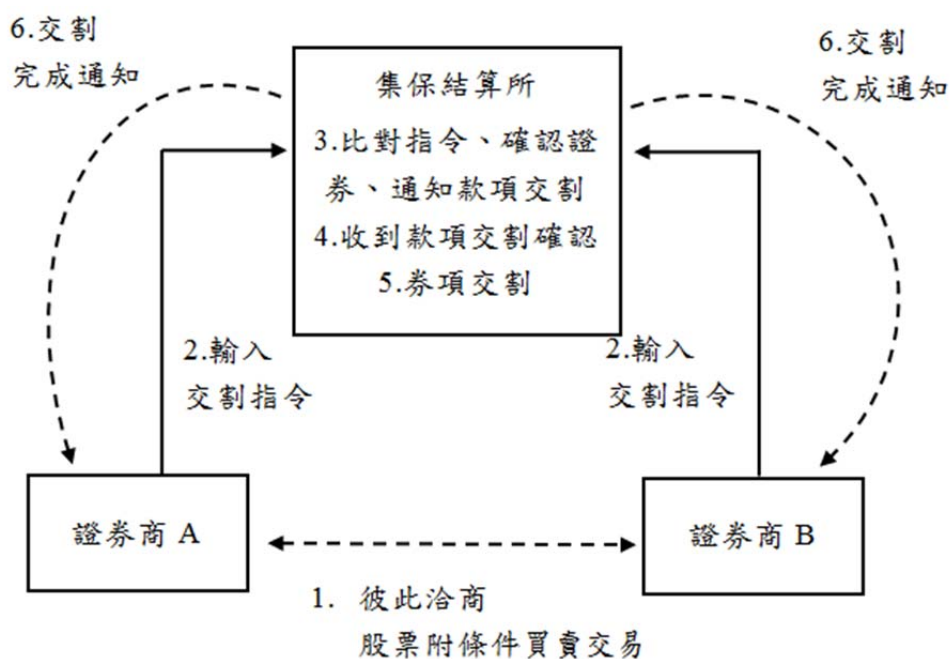
#### (A) 經紀流程



(B) 證券商與投資人間附條件交易之交割作業流程



(C) 證券商間附條件交易之交割作業流程





## (5) 相關交易應用

由於附條件買賣模式允許股票所有權可進行移轉，因此進行附條件交易後，可參考美國與歐洲之交易模式，再進行轉擔保或再融資；此外，其交易標的亦可作為市場上借券交易或券商發行認售權證之標的來源。

## 二、類質押模式

若 equity repo 採取類質押模式進行交易，其交易機制可參考 2013 年 5 月下旬中國的「股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（試行）」以及 2015 年 1 月 20 日國內金管會核准元大與環華證券金融股份有限公司辦理有價證券擔保融資業務。其主要精神為以短期資金融通為目的，不涉及股票所有權轉移，因此相關之風險仍歸屬於原持股人。此模式的優點在於僅短期資金融通，可有效控制風險。以下就其細項分別說明之：

### (1) 是否允許所有權移轉？

依照中國上海「股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（試行）」與國內兩家證金公司有價證券擔保放款業務操作辦法的交易機制，其以短期資金融通為目的，在質押期間內，不涉及證券所有權轉移。股票質押式回購交易的融入方的證券權益的所有權並無移轉給融出方。因此，若 equity repo 採取類質押模式進行交易，其擔保品之所有權並未移轉，仍歸屬於賣方。

### (2) 是否可借券？

依照證金公司有價證券擔保放款業務操作辦法之第 6 條規定，證金公司辦理擔保放款業務所取得之擔保品及抵繳證券不得作為辦理融券、轉融通及有價證券借貸之券源，亦不得作為轉融通及向臺灣證券交易所股份有限公司借券系統借券之擔保。因此，若 equity repo 採取類質押模式進行交易，其擔保品不可作為辦理有價證券借貸之券源。

### (3) 股票股利與現金股利之歸屬

參考中國上海「股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（試行）」第 56 條之規定，待購回期間，標的證券產生的無需支付對價的股東權益，如送股、轉增股份、現金紅利等，一併予以質押。再者，參考證金公司有價證券擔保放款業務操作辦法之第 6 條規定，擔保品及抵繳證券所產生孳息歸屬於該有價證券所有人，不在擔保品範圍內，亦不計入放款比率。

### (4) 股東投票權

參考中國上海「股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（試行）」第 58 條之規定，待購回期間，融入方基於股東身份享有出席股東大會、提案、表決等權利。因此，若 equity repo 採取類質押模式進行交易，擔保品報酬與風險歸屬於賣方，投票權與股利仍歸屬於賣方。再者，不涉及證券所有權轉移，不會產生財務和稅收處理的爭議，可有效規避 equity repo 交易存在的權益劃轉、稅收等問題。

## 三、其他交易機制之建議

(1) 市場模式：三方回購。

(2) 參與會員之資格條件：建議參與會員必須取得主管機關之兼營許可及許可證照或是符合國際清算銀行（BIS）對證券商資本適足率之規範。

(3) 擔保品標的：股票選擇權之標的選取標準為依照標的物市值、股權分散及成交量週轉率等數量化標準，及其他非量化之消極資格，原則上每季檢討一次，因此標的異動率可能較高，在 equity repo 交易過程中容易滋生困擾及增加作業負擔。依照「有價證券得為融資融券標準法規」之規定，普通股股票上市滿六個月，每股淨值在票面以上，屬第一上市公司無面額或每股面額非屬新臺幣十元者，最近一個會計年度決算無累積虧損，由證券交易所公告得為融資融券交易股票，並按月彙報主管機關。

若股價波動過度劇烈、股權過度集中以及成交量過度異常，得不核准其為融資融券交易。因此，在考量市場流動性與交易需求的權衡下，建議 equity repo 擔保品標的物選擇的標準，可以考慮標的異動率較低之得為融資融券交易之的上市上櫃股票。

- (4) 質押率（貸款成數）：建議由市場決定，主管機關可制定上限。例如：中國現行之股票質押式回購交易，僅要求證券公司應制定明確之質押率上限。如國泰君安證券即制定有「345 原則」，其中創業板股票不得超過 3 成；中小板股票不超過 4 成；主板股票不超過 5 折。
- (5) 契約期間：一年以內（參考債券附條件交易）
- (6) 交易時間：9:00-13:30（參考股市交易時間）
- (7) 交割日：T+0 日（參考債券附條件交易）
- (8) 交易精神：融資說，採分離課稅 10%

## 第二節、法規面分析與建議

### 一、相關法規說明

對台灣金融市場而言，目前已有相當規模之債券附條件買賣交易，因此權益證券附條件買賣交易並非屬於金融創新商品，僅是放寬附條件買賣的交易標的，自當適用目前現有的相關金融法規，如「證券交易法」與「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」等。

#### 證券交易法

##### 第 62 條

證券商或證券自營商，在其營業處所受託或自行買賣有價證券者，非經主管機關核准不得為之。

前項買賣之管理辦法，由主管機關定之。

第一百五十六條及第一百五十七條之規定，於第一項之買賣準用之。

#### 證券商營業處所買賣有價證券管理辦法

(本辦法依證券交易法第 62 條第 2 項之規定訂定之。)

##### 第 7 條

證券商營業處所應就下列事項訂定證券商營業處所買賣有價證券業務規則，報請本會核定之：

- 一、有價證券櫃檯買賣之申請及終止。
- 二、自行買賣或代客買賣及其區分方式。
- 三、委託買賣契約成立之方式。
- 四、營業時間及買賣單位。
- 五、買賣價格之公開標示方法。
- 六、價格升降單位、幅度及初次為櫃檯買賣價格訂定之標準。
- 七、結算及給付之時間與方法。

八、買賣證券之過戶手續。

九、買賣證券爭議及違規事項之仲裁與處理。

十、其他有關櫃檯買賣之事項。

由上述證券交易法第 62 條第 2 項與證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第 7 條之規定，證券櫃檯買賣中心應訂立相關權益證券附條件買賣交易之業務規則與交易細則，報請主管機關金融管理委員會核定之。

由於國內已有債券附條件買賣交易，因此建議可依目前債券附條件買賣交易的相關法規進行部分調整，具體的法規建議如下：(1) 於「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則」之第六章「證券商自行買賣」中增列相關條文，就附條件買賣之交易標的放寬納入權益證券、(2) 訂立「證券商營業處所有價證券附條件買賣交易細則<sup>11</sup>」，上述條文須經財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心董事會通過並報請主管機關核定之。

此外，證券交易法第 22-2 條針對公開發行公司之董事、監察人、經理人與大股東（持有公司股份超過 10% 之股東）等，規定其股票轉讓之方式。由於本章第一節所提出之「附條件買賣模式」涉及股票所有權之移轉，因此在此模式下，上述公開發行公司之董事、監察人、經理人與大股東等，於參與股票附條件買賣交易時，自當適用相關之規定，後續內文若非必要便不再多加贅述。

## 證券交易法

### 第 22-2 條

已依本法發行股票公司之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，其股票之轉讓，應依左列方式之一為之：

一、經主管機關核准或自申報主管機關生效日後，向非特定人為之。

---

<sup>11</sup> 本計畫針對「附條件買賣模式」已草擬相關條文，詳見附錄。

二、依主管機關所定持有期間及每一交易日得轉讓數量比例，於向主管機關申報之日起三日後，在集中交易市場或證券商營業處所為之。但每一交易日轉讓股數未超過一萬股者，免予申報。

三、於向主管機關申報之日起三日內，向符合主管機關所定條件之特定人為之。

經由前項第三款受讓之股票，受讓人在一年內欲轉讓其股票，仍須依前項各款所列方式之一為之。

第一項之人持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。

## 二、作為借券券源之適法性分析

本章第一節中就權益證券附條件交易提出兩項模式，分別為「附條件買賣模式」與「類質押模式」，其中類質押模式乃是參考中國「股票質押式回購交易」之交易模式，由於該模式並無涉及權益證券所有權之移轉，自然無法作為借券之券源。而「附條件買賣模式」允許權益證券所有權移轉，因此可就「證券商辦理有價證券借貸管理辦法」等相關金融法規進行適法性分析。

### 證券商辦理有價證券借貸管理辦法

#### 第 22 條

證券商辦理有價證券借貸業務之券源，以下列為限：

- 一、自有有價證券。
- 二、自證券交易所借券系統借入之有價證券。
- 三、辦理有價證券買賣融資融券業務取得之融資買進擔保證券。

證券商為因應還券所需而無標的證券可供返還時，得向證券金融事業辦理轉融通。

## 第 23 條

證券商辦理有價證券借貸業務，出借之標的或收受之擔保品，不得為下列有價證券：

- 一、設質之股票或中央登錄公債。
- 二、公司因買回、受贈、合併、營業受讓或其他原因取得之本公司股份或其他具有股權性質之有價證券。

上述之證券商辦理有價證券借貸管理辦法第 22 條與第 23 條，分別以正面表列與負面表列之方式規定有價證券借貸業務之標的。其中第 23 條明定「設質之股票」與「自身公司股份或其他具股權性質之有價證券」不得做為借貸證券之標的，查上述之標的性質亦不適宜作為權益證券附條件買賣交易之標的，建議於未來新訂立之「證券商營業處所有價證券附條件買賣交易細則」中採同樣負面表列的方式以符合現有的法規，草擬之條文（附錄草擬版第 5 條）如下：

有價證券附條件買賣之標的不得為下列有價證券：

- 一、設質之有價證券。
- 二、公司因買回、受贈、合併、營業受讓或其他原因取得之本公司股份或其他具有股權性質之有價證券。

再者，「證券商辦理有價證券借貸管理辦法」第 22 條已明定借券之券源，故建議修訂該條文（新增第四項），草擬之條文如下：

### 證券商辦理有價證券借貸管理辦法

#### 第 22 條（草擬修正）

證券商辦理有價證券借貸業務之券源，以下列為限：

- 一、自有有價證券。
- 二、自證券交易所借券系統借入之有價證券。

三、辦理有價證券買賣融資融券業務取得之融資買進擔保證券。

四、辦理有價證券附條件買賣業務取得所有權之有價證券。

證券商為因應還券所需而無標的證券可供返還時，得向證券金融事業辦理轉融通。

此外，作為借券券源尚須配合「證券商辦理有價證券借貸管理辦法」第 15 條規定之交易標的，亦即權益證券附條件買賣之標的須符合經主管機關核准之得為融資融券交易之有價證券或其他經主管機關核准之有價證券，方可作為借券券源，因此本計畫在考量市場流動性與交易需求的權衡下，建議前期開放以現行得為融資融券交易之上市上櫃股票標的為優先。

### 三、股利發放之作法

就股票附條件買賣交易而言，國際市場處理的模式多將股利發放於原持有人（直接發給原持有人，或發給當時持有者，再由其補償轉付與原持有人），以符合附條件交易屬於金融市場短期融通的原則，在資金貸出者為債權人的概念下，讓標的物的報酬與風險仍歸屬於原持有人，因此本計畫亦建議採行此作法。

由於「類質押模式」之標的所有權並無移轉，因此在股利發放實務上，可直接發給原持有人。而「附條件買賣模式」之標的所有權已移轉，故在股利發放實務上，可採取兩項作法：(1)發給當時持有者，即股票附條件買賣之資金貸出者，再由資金貸出者於附條件交易契約到期時，就發放之股利與其孳息補償轉付與原本的持有人、或(2)逕行發給原持有人。上述兩項做法各有優缺，第一項較符合標的所有權移轉之概念，但在同一標的多次轉擔保或再融資的過程中，將造成較繁瑣且無必要之交易流程。由於股利發放在我國會牽涉到所得課徵（抵減）以及二代健保補充保費等實務，並對自然人與法人採取不同的課徵模式，為簡化交易流程，促進市場流動性，本計畫建議可採直接發給原持有人的作法。



由於股利發放並不至違反或影響現行的金融法規，可於有價證券附條件買賣契約中約定即可，因此建議由證券櫃檯買賣中心訂立「有價證券附條件買賣總契約」，並視需求擬定相關附約，同時授權證券自營商可另行增補相關約定，再報請主管機關核定之。

#### 四、投票權之歸屬

由於附條件交易屬於金融市場的短期融通工具之一，因此雖然名義上為「買賣」，但實際上屬於「借貸」，故其交易標的之報酬與風險最終仍歸屬於原本的持有人。在本計畫所提出之「類質押模式」中，標的所有權並無移轉，因此參與附條件買賣的資金需求者仍具備股東身分，並依此享有出席股東大會、提案、投票表決等權利<sup>12</sup>，但為避免公司董事過度使用附條件交易導致公司治理與經營上的道德危機，可參酌公司法第 197-1 條第 2 項之精神，限定公開發行股票之公司董事透過股票附買回交易進行融通時，若承作數額超過其選任當時之持股的二分之一，超過之股份不得行使表決權，亦不計入已出席股東之表決權數；或採更嚴格之規定，限定公開發行股票之公司董事透過股票附買回交易進行融通時，不得超過其持股（或其選任當時之持股）的二分之一。

#### 公司法

##### 第 197 條

董事經選任後，應向主管機關申報，其選任當時所持有之公司股份數額；公開發行股票之公司董事在任期中轉讓超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其董事當然解任。

董事在任期中其股份有增減時，應向主管機關申報並公告之。

公開發行股票之公司董事當選後，於就任前轉讓超過選任當時所持有之公

---

<sup>12</sup> 參考中國深圳證券交易所「股票質押式回購交易及登記結算業務辦法（試行）」第 53 條：待購回期間，融入方基於股東身份享有出席股東大會、提案、表決等權利。

司股份數額二分之一時，或於股東會召開前之停止股票過戶期間內，轉讓持股超過二分之一時，其當選失其效力。

#### 第 197-1 條

董事之股份設定或解除質權者，應即通知公司，公司應於質權設定或解除後十五日內，將其質權變動情形，向主管機關申報並公告之。但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，不在此限。

公開發行股票之公司董事以股份設定質權超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其超過之股份不得行使表決權，不算入已出席股東之表決權數。

由於本計畫所提出之「附條件買賣模式」，其標的所有權已移轉，按上述公司法第 197 條規定，公開發行股票之公司董事，若在任期中移轉超過選任當時持股的二分之一時，此董事則自然解任。

再者，雖然「附條件買賣模式」之標的所有權已移轉，但對於資金貸出者而言，其交易目的並非為了取得公司之所有權，因此為了避免股東投票權與相關延伸之爭議（如證券交易法第 157 條之歸入權等），建議參考美國與歐洲的交易機制，約定參與附條件買賣之有價證券在契約交易期間內不得行使投票權。此一機制可透過買賣契約進行約定，因此本計畫同樣建議由證券櫃檯買賣中心訂立「有價證券附條件買賣總契約」，並視需求擬定相關附約，同時授權證券自營商可另行增補相關約定，再報請主管機關核定之。

### 證券交易法

#### 第 157 條

發行股票公司董事、監察人、經理人或持有公司股份超過百分之十之股東，對公司之上市股票，於取得後六個月內再行賣出，或於賣出後六個月內

再行買進，因而獲得利益者，公司應請求將其利益歸於公司。

發行股票公司董事會或監察人不為公司行使前項請求權時，股東得以三十日之限期，請求董事或監察人行使之；逾期不行使時，請求之股東得為公司行使前項請求權。

董事或監察人不行使第一項之請求以致公司受損害時，對公司負連帶賠償之責。

第一項之請求權，自獲得利益之日起二年間不行使而消滅。

第二十二條之二第三項之規定，於第一項準用之。

關於公司發行具有股權性質之其他有價證券，準用本條規定。

### 第三節、風險分析與控管機制

由於 equity repo 擔保品之價格具有較高波動性，交易過程中可能產生流動性風險、股價風險、信用風險與轉擔保風險。以下詳細說明各項風險分析以及其相對應的風險管理。

#### 一、流動性風險 (liquidity risk)

流動性風險主要包括 equity repo 契約本身的流動性風險、處置 equity repo 擔保品時面臨的流動性風險、以及證券商資金配置時的流動性風險。關於流動性風險之控管，(1) 建議可透過三方回購機制，由券商擔任第三方代理人以降低 equity repo 契約本身的流動性風險。(2) 證券商應當建立標的物之管理制度，確保選擇的標的證券符合法令規定，同時具備風險可控的性質。為了降低擔保品標的物之流動性風險，建議在 equity repo 初期發展階段，證券篩選標準為得以融資融券之上市上櫃股票作為 equity repo 之擔保品標的物。(3) 證券商應當建立以淨資本為核心的 equity repo 規模監控和調整機制，根據監管機關要求和自身財務狀況，合理確定總體規模、單一客戶、單一證券交易金額占淨資本的比例等風險控制指標，以控管證券商資金配置時的流動性風險。

#### 二、信用風險 (default risk)

信用風險主要指 equity repo 交易者的違約風險，包括：資金需求者提供虛假資訊，未依照契約約定使用資金；資金需求者未依照契約約定支付本息，且未採取其他履約保障手段。

信用風險的發生可能同時引發對於資金提供者處置標的證券時的流動性風險。為了管理違約風險，應制定相關的違約金規定。建議可參考證金公司有價證券擔保放款業務操作辦法之第 23 條規定，借款人有放款期限屆滿未清償者、未

依第 16 條規定償還放款者之情事時，除依該項之規定辦理外，並自逾期之日起至清償日止，按放款利率加收百分之十放款違約金。

### 三、股價風險 (equity risk)

股價風險指在 equity repo 交易過程中，由於證券市場行情變化，導致標的證券價格波動所形成的風險。股價風險控管機制為貸放成數上限與擔保維持率下限之設計，並逐日結算。建議可由主管機關要求承做之業務單位自行訂立相關規定，並參考證金公司有價證券擔保放款業務操作辦法之第 17 條規定：

借款人有價證券擔保放款帳戶內各筆融通，應逐日依收盤價格計算其整戶擔保維持率：整戶擔保維持率 = (擔保品市值 + 抵繳證券市值) / (證金公司放款金額 + 應收利息) × 100%。倘因擔保品及抵繳證券價值變動，致擔保維持率低於 140% 時，由證金公司通知借款人於通知後三個營業日內補繳放款差額至擔保維持率高於 166%，並依下列規定處理：

一、若通知後三個營業日內，借款人擔保維持率仍未達 140%，且未補繳差額，本公司自第四個營業日起，處分其擔保品。

二、若通知後三個營業日內，借款人擔保維持率回昇至百分之 140% 以上，雖未補繳差額，第四個營業日本公司暫不處分擔保品；惟嗣後任一營業日，其擔保維持率又低於 140% 時，借款人應即於當日下午自動補繳，否則本公司即自次一營業日起，處分其擔保品。

三、借款人雖未補繳差額或僅補繳一部分而擔保維持率回昇至 180% 以上，或於前款規定處分擔保品前陸續繳納差額合計達到所通知之補繳差額者，取消追繳記錄。

#### 四、轉擔保風險 (rehypothecated risk)

在附條件買賣模式下，由於放寬了交易標的之移轉限制，進行轉擔保預期可大幅促進市場交易的流動性。然而，相較於類質押模式，附條件買賣模式將額外面臨轉擔保風險。在轉擔保過程中，可能會產生相關風險之傳染效果 (contagion effect)。例如：由於股價風險具有連鎖反應，比如重大事件發生導致長期停牌，或股票市場發生超過預期的大幅下跌，引發股價風險的傳染效應，可能面臨股價系統性風險之疑慮；股價系統性風險產生亦可能使資金需求者履約能力下降進而增加違約相關的可能性，導致產生信用風險的傳染效應。

為了控管轉擔保風險，建議主管機關在開放初期設立以下三種方式：(1) 限制轉擔保移轉次數，所謂移轉次數之限制，其概念直覺且簡化，對於附條件買賣之標的訂定可移轉次數之上限，並可規定於每次交易中清楚載明「本次交易為第幾次附條件交易移轉」等字樣，以供查核。(2) 設定轉擔保比率之上限，即針對第二次以上進行附條件買賣之標的，訂定轉擔保比率之上限。因此，隨著移轉次數的增加，可移轉的權益即隨之降低。(3) 對於第二次以上附買回交易，定義不同的貸款成數上限。其概念與中國股票市場之限售條件類似，對於首次進行附條件買賣之標的，可訂定較高的貸放成數上限，而針對第二次以上進行附條件買賣之標的，則訂定相對較低的貸放成數上限。因此，建議開放初期設立以上三種方式，並於風險管控機制成熟後逐步放寬。

茲將兩種交易模式之所有權、可否借券、股票股利與現金股利之歸屬、股東投票權與風險進行比較分析，整理如表 4.1，請參見。

表 4.1：附條件買賣模式與類質押模式之比較表

	附條件買賣模式	類質押模式
參考模式	美國、歐洲 國內債券附條件交易	中國
所有權	移轉	不可移轉
借券	可	否
股票股利與現金股利之 歸屬	建議可逕行發與 原持有人	原持有人
股東投票權	交易期間內不具有 投票權	賣方
風險	較高 (多轉擔保風險)	較低

資料來源：本研究自行整理。

#### 第四節、券商承作股票附買回／附賣回交易之利基

儘管目前國內已開放銀行承做股票質押之業務，並於 2015 年上半年開放證券金融公司承做有價證券擔保放款之業務，其交易模式乃是將股票視為擔保品以進行貸款，多侷限於特定標的與客戶。然而，券商之核心業務向為股票交易，對於股票標的之定價、風險管理、資金移轉等交易與清算業務極為熟稔，因此若能開放券商承作股票附買回／附賣回交易，本研究認為至少有以下三點利基：

##### 一、活化有價證券資產，提供更多元化之金融交易工具

如同前述，國際市場上股票附買回／附賣回交易部位與金額皆在金融市場中佔有一席之地，若台灣可以開放券商承作股票附買回／附賣回交易之業務，將可對國內金融市場提供更為多元化之交易工具，不僅可以做為貨幣市場附條件交易之標的，亦可以提供證券市場作為辦理有價證券借貸之券源。

台灣股票市場總市值約為 25 兆元（2015 年 10 月底），不少投資機構乃是以長期持有作為投資策略，亦有部分股東或投資人長期持有投資標的，因此若能開放股票附條件交易，將可提供投資人短期融通或額外收益之管道，進一步活化股票資產。

##### 二、更全面之風險管理工具

若開放股票附買回交易但不允許所有權移轉，則股票之價格風險仍歸屬於原持有人，僅透過附買回交易取得部分融通資金，並於期滿後返還本金加計利息。資金提供者可透過融資成數與維持率等作法管控可能承擔之信用風險。若能允許股票所有權進行移轉，其交易標的甚至可進一步成為券商借券交易或發行認售權證時取得避險標的之來源，可減少至市場上公開標借、議借、或標購的機率，進而減少產生額外費用的機率，以規避發行標的之價格風險，同時降低交易與發行



之成本。

### 三、差異化之市場區隔

受限於銀行相關法規的規定，國內銀行對於股票質押的徵授信流程往往需時較長，同時由銀行高層與董事會成員所組成的放款審查委員會，對於有價證券的定價與風險衡量常較為保守(因為銀行業務的利基乃是透過存放款業務賺取安穩的存放利差)，因此國內銀行對於股票質押業務往往侷限於特定 VIP 客戶與部分特定標的，且各家銀行偏好的標的不同，因而造成相關市場交易之摩擦成本。再者，以目前銀行承做股票質押之業務而言，僅可將股票作為融資擔保之標的，因此無法提供較高成數的授信貸款，也無法再將融資擔保之標的進行再融資或轉擔保等風險多角化之管理。

由於券商了解各證券標的之風險、股票及證券的細節與內部資訊，同時較能掌握相關大股東的持股資料。因此，券商可以扮演經紀中介的角色，除了獲取手續費的收入，可再透過撮合交易雙方以賺取 equity repo 之間的利差。再者，由於券商對證券標的之風險與股票市場交易概況有較深入的了解，可降低業務成本，進而降低附條件利率，可能低於股票質押的利率(約 2~3%)。因此若能發放券商承作股票附買回／附賣回交易，將可有效提高券商之獲利、並促進市場融資與證券交易之流動性，活化股票資產。

在金融市場中，券商扮演之角色與銀行大不相同，因此在股票質押與股票附買回／附賣回市場上，可做出清楚的市場區隔。銀行之交易對象可針對本身 VIP 客戶以及有融資貸款需求之大股東；而券商則可聚焦於(1) 原本業務往來之客戶、(2) 長期存股之投資人、(3) 股市中短期之交易者或中實戶、(4) 金控體系下其他金融服務之公司、以及(5) 相關服務之需求者，在原本預定投資的持股期間，進行 1 週、1 個月至數個月不等的股票附買回

交易，提高投資收益。因為券商本身的經營業務便與股票市場息息相關，因此對於小額客戶與多元標的之彈性可提供更為完善的服務範疇。故，券商承作股票附買回／附賣回交易之業務，雖然利率基點不高，但若能有效建構經濟規模，仍然有相當利基，或可成為未來主要業務之一。

## 第五章、結語

股票一直是台灣民眾很重要的投資標的，除了獲取短期的資本利得外，也有不少民眾與投資機構是以長期存股的概念在進行投資。近期以來，台灣股票市場總市值持續成長，早已超過新台幣 20 兆元，但卻面臨成交量萎縮的衝擊，在此背景下，如何活化股票資產，擴大金融業務，已成為主管當局與從業人員最關鍵的任務之一。目前國際金融市場上，股票附買回／附賣回交易日漸蓬勃發展，以美國為例，近年來附條件交易市場之平均每日在外餘額皆維持在 4 兆至五兆美元之間，其中以股票為標的之交易逐年提升，2015 年 3 月的資料指出，以股票作為附條件交易擔保品之價值已高達 1.6 兆美元。因此台灣若能開放股票附買回／附賣回交易之業務，預期可以有效活化資產與資金的雙向流動，因此本計畫即以此為研究主軸，探討開放證券商承作股票附買（賣）回交易之可行性，以作為主管機關及證券業者對相關業務的發展之重要參考依據。

本研究根據國際市場交易機制、以及國內現行相關法規與市場概況，共提出兩項可能的交易模式進行可行性分析，分別為「附條件買賣模式」與「類質押模式」。其中「附條件買賣模式」乃是參考美國與歐洲 equity repo 的交易機制，允許標的股票的所有權可進行移轉，但相關之價格風險仍歸屬於原持有人；而「類質押模式」則是參考中國股票質押式回購交易，以及今年甫開放證金公司承作有價證券擔保放款業務的交易機制，其模式以短期資金融通為交易目的，因此在契約期間內便未涉及證券所有權之轉移。後續並分別針對國內法規、風險來源與控管機制、借券券源之適法性、股利發放、股東投票權、以及業務競爭利基等各項議題進行分析。

本研究認為若能開放證券商承作股票附買（賣）回交易，將可對國內金

融市場產生以下的正向效益：第一，活化有價證券資產部位，提供更多元化之金融交易工具；第二，拓增券商經營業務，創造市場與業者雙贏；第三，建立與銀行股票質押業務差異化之市場區隔，讓交易者有更多不同的選擇；第四，透過貸款成數與維持率等風控機制，提供更全面性之風險管理工具；第五，符合國際金融市場發展趨勢，有助於國內金融產業與國際接軌，增加競爭力。

建議主管機關與相關業者可就本計畫研究分析內容，做為後續業務開展的參考依據。未來可進一步針對業務開放後可能衍生的實務操作問題，如結算交割制度與相關稅務課徵等層面進行探討，讓國內金融市場與股票附條件交易更為健全發展。

## 附 錄

表 A1：美國附條件交易市場之平均每日在外餘額（單位：十億美元）

	附買回交易 Repurchase	附賣回交易 Reverse Repurchase	合計
1996	974	718	1692
1997	1159	883	2042
1998	1414	1111	2525
1999	1361	1070	2431
2000	1440	1093	2533
2001	1787	1311	3098
2002	2176	1615	3791
2003	2348	1680	4027
2004	2864	2074	4938
2005	3288	2355	5643
2006	3389	2225	5614
2007	3875	2480	6355
2008	3911	2590	6501
2009	2569	1831	4399
2010	2652	2071	4723
2011	2745	2189	4934
2012	2732	2154	4886
2013	2654	1997	4651
2014	2406	1837	4243

資料來源：美國證券業暨金融市場協會（SIFMA），

<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>，本研究整理。

表 A2：中國股票質押回購交易之周質押率

日期	上海證券交易所		深圳證券交易所	
	無限售條件 質押率(%)	有限售條件 質押率(%)	無限售條件 質押率(%)	有限售條件 質押率(%)
20140321	43.42	29.02	40.83	34.61
20140328	44.13	49.29	42.96	31.75
20140404	46.61	30.71	40.38	32.56
20140411	46.15	40.32	-	-
20140418	41.11	40.96	42.46	31.07
20140425	48.73	42.06	41.68	30.91
20140430	47.61	46.77	-	-
20140509	50.77	42.20	43.82	32.68
20140516	48.43	45.18	41.54	31.76
20140523	51.19	44.69	43.04	32.82
20140530	48.24	45.77	45.00	29.57
20140606	52.50	42.50	-	-
20140613	50.02	32.28	44.48	32.15
20140620	60.42	39.64	55.44	31.91
20140627	52.20	35.55	49.73	36.18
20140704	52.08	41.73	50.01	32.56
20140711	56.5	30.23	50.88	32.05
20140718	55.79	37.75	51.56	32.61
20140725	59.73	40.85	55.57	34.83
20140801	54.98	39.84	50.27	28.88
20140808	51.24	47.03	47.17	31.99
20140815	59.00	45.19	52.40	31.73
20140822	52.33	40.38	49.48	31.75
20140829	64.55	40.65	59.00	33.83
20140905	52.89	34.17	48.80	31.44
20140912	50.65	40.91	-	-
20140919	59.90	34.00	52.64	34.13
20140926	62.86	36.61	57.42	32.51
20140930	50.78	0.00	-	-

資料來源：上海證券交易所與深圳證券交易所網站公開資料，本研究整理。

表 A2：中國股票質押回購交易之周質押率（續）

日期	上海證券交易所		深圳證券交易所	
	無限售條件 質押率(%)	有限售條件 質押率(%)	無限售條件 質押率(%)	有限售條件 質押率(%)
20141010	50.05	31.48	-	-
20141017	51.84	36.24	46.43	32.93
20141024	66.10	36.37	60.67	35.27
20141031	53.94	30.03	48.91	33.97
20141107	53.73	36.70	49.36	32.1
20141114	57.86	35.05	51.21	31.31
20141121	65.27	35.65	60.42	33.22
20141128	62.21	38.33	57.90	34.03
20141205	52.80	31.88	49.44	30.62
20141212	54.01	32.86	49.30	33.78
20141219	61.25	23.42	58.97	34.11
20141226	57.28	41.04	52.55	37.67
20141231	54.86	42.18	-	-
20150109	61.90	32.72	58.05	33.43
20150116	61.98	37.42	58.27	32.73
20150123	52.91	35.14	47.83	30.49
20150130	50.65	34.84	46.38	30.15
20150206	65.41	34.66	60.57	29.99
20150213	62.19	35.96	58.32	33.68
20150217	50.54	8.66	-	-
20150227	49.62	26.66	-	-
20150306	59.44	29.17	54.39	30.85
20150313	61.55	30.42	57.72	32.01
20150320	48.80	27.02	46.76	30.88
20150327	47.34	33.83	43.90	29.32
20150403	47.88	25.07	44.98	28.49
20150410	62.01	29.63	-	-
20150417	59.83	34.13	56.63	28.29
20150424	49.33	34.64	46.27	27.28
20150430	53.28	30.05	-	-

資料來源：上海證券交易所與深圳證券交易所網站公開資料，本研究整理。

表 A2：中國股票質押回購交易之周質押率（續）

日期	上海證券交易所		深圳證券交易所	
	無限售條件 質押率(%)	有限售條件 質押率(%)	無限售條件 質押率(%)	有限售條件 質押率(%)
20150508	63.60	22.05	59.29	27.01
20150515	59.37	29.11	52.12	25.88
20150522	59.01	26.75	55.35	25.19
20150529	54.72	23.28	47.51	23.24
20150605	58.34	26.75	56.68	22.40
20150612	52.18	26.57	46.41	25.88
20150619	60.68	25.92	55.37	23.92
20150626	48.90	25.97	43.39	24.39

資料來源：上海證券交易所與深圳證券交易所網站公開資料，本研究整理。

- (1) 統計範圍包括 A 股股票，不含基金、債券；
- (2) 計算資料日期範圍內所有初始交易的質押率的算數平均值，其中質押率 = 每筆交易初始交易金額 / (質押標的股票數量 \* 初始交易日收盤價)；
- (3) 初始交易平均質押率取本表日期區間內實際交易日資料進行計算。



## 「證券商營業處所有價證券附條件買賣交易細則」草擬版

### 第一條

本交易細則依本中心「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」（以下簡稱業務規則）第 XX 條第 X 項規定訂定之<sup>13</sup>。

### 第二條

有價證券附條件買賣，本交易細則未規定者，適用本中心業務規則之規定。

### 第三條

客戶初次與證券自營商承作有價證券附條件買賣時，應簽訂有價證券附條件買賣總契約並檢附身分證或登記證照影本，毋庸辦理開戶。

前項有價證券附條件買賣總契約由本中心另訂之。

### 第四條

證券自營商為有價證券附條件買賣時，應於成交後迅即將其成交資料依本中心規定之時間及格式，輸入本中心之資訊系統。

### 第五條

有價證券附條件買賣之標的不得為下列有價證券：

- 一、設質之有價證券。
- 二、公司因買回、受贈、合併、營業受讓或其他原因取得之本公司股份或其他具有股權性質之有價證券。

---

<sup>13</sup> 「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第七十九條第五項僅規定「債券附條件買賣交易細則由本中心另訂之」，建議應於業務規則中增列相關條文，就附條件買賣之交易標的放寬納入權益證券，並據以訂立「有價證券附條件買賣交易細則」。

## 第六條

有價證券附條件買賣之標的於賣還日前，其所有權歸屬於買方。買方於有價證券附條件買賣取得之有價證券，得另依有價證券附條件買賣總契約之附約規範，再行賣斷予他人。

前項買賣其有價證券之給付得以帳簿劃撥辦理給付將該有價證券劃撥至買進者之帳戶，或依臺灣集中保管結算所股份有限公司（以下簡稱集保結算所）規定由證券商出具之有價證券存摺代替交付；證券商以有價證券存摺代替交付且客戶為自然人者，應經客戶以書面方式同意將其姓名及國民身分證統一編號資料提供予相關保管機構或集保結算所。

第一項有價證券附條件買賣總契約之附約由本中心另訂之。

## 第七條

有價證券附條件買賣，以帳簿劃撥辦理給付者，應於買方完成款項結算後，由證券自營商通知集保結算所將有價證券自賣方帳戶撥入買方帳戶，或依集保結算所規定出具之有價證券存摺代替交付。

證券自營商之附條件買賣，前項通知應由賣方自營商為之。賣方自營商已將買進者之保管劃撥帳號通知集保結算所者，應告知買進者於其往來證券商或保管機構透過與集保結算所連線電腦查詢列印並核驗有價證券存摺內容；但賣方自營商未將買進者之保管劃撥帳號通知集保結算所者，應告知買進者利用集保結算所之網際網路或電話語音查詢系統確認有價證券存摺內容。

## 第八條

有價證券附條件交易之到期金額應按期初金額加計附條件利息計算之。

前項利息之計算，應按附條件交易利率自承作日起算至到期日止，採計首不計尾，以每年三百六十五天，按實際天數計之。

### 第九條

有價證券附條件買賣期間利息之計算，以每年三百六十五天，按實際天數計之。

### 第十條

有價證券附條件買賣，於還本付息前二營業日完成給付之交易，其應收及應付之價金應含還本付息金額，當期本息仍歸還本付息前二營業日營業終了集中保管帳戶帳載者所有。於還本付息前一營業日完成給付之交易，其應收及應付之價金應含還本付息金額，當期本息仍歸還本付息前一營業日營業終了集中保管帳戶帳載者所有。

### 第十一條

證券商之自有資本適足比率合於證券商管理規則第六十五條規定者，前項附買回及附賣回交易餘額得調降為其淨值之三·五倍；證券商之自有資本適足比率合於證券商管理規則第六十六條規定者，本中心得視情節輕重，再調降前項附買回及附賣回交易餘額之倍數。但依其按月申報之報表顯示其調整原因消滅時，得按其消滅之程度，調整其倍數。

證券自營商經依「證券商整體經營風險預警作業辦法」規定，其有價證券業務比率已達規定預警標準，並出現預警訊息，經本中心查核有應行改善事項且未於限期內改善或提出說明者，本中心得調降該證券自營商第一項買賣倍數。

有價證券附條件買賣，其約定買回賣回之期間，不得超過一年。

證券自營商依第五條規定將附條件買賣所得之有價證券再行賣斷予他人之累計餘額，除兼營證券業務之金融機構另依其目的事業主管機關相關規定辦理外，得以其公司淨值或全部自有有價證券部位孰大者為上限。

證券自營商與客戶承作有價證券附條件買賣，應確認其交易款項匯付係以客戶本人名義為之，並應於賣還日將有價證券附條件買賣之到期金額匯付予客戶本人。

## 第十二條

證券商承作附賣回交易，其標的涉及其所辦理承銷之金融資產受益證券、資產基礎證券或不動產資產信託受益證券者，應遵守內部控制制度所訂定之下列限額：

- 一、附賣回承作額度之上限。
- 二、證券商承作附賣回交易之對象為法人者，其附賣回承作額度分別占證券商淨值及該法人淨值之比例限制。
- 三、證券商承作附賣回交易之對象為自然人者，其附賣回承作額度占證券商淨值之比例限制。

## 第十三條

證券商與具有下列關係者為附條件交易時，其交易條件不得優於其他同類交易對象：

- 一、證券商之董事、監察人、經理人或直接或間接持有其股份總額達百分之十以上之股東。
- 二、第一款身分者之配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。
- 三、前二款身分者直接或間接持有股份總額百分之十以上之轉投資公司。

前項第一款股東持有股份總額之計算，應計入其配偶、未成年子女及利用他人名義持有之股數。

## 第十四條

本中心於每日營業終了後，公告各有價證券附條件買賣成交之最高、最低、平均利率及數量。

## 第十五條

證券自營商除與金融機構之交易外，不得對相同客戶為有價證券買賣斷與附條件交易相抵之給付結算。

前項金融機構指金融機構合併法第四條所稱之金融機構。

#### 第十六條

證券自營商與客戶依第三條第二項及第六條第三項簽訂有價證券附條件買賣總契約及附約，得另行增補相關約定，但不得有更不利於投資人之規定。

#### 第十七條

本交易細則經本中心董事會通過並報請主管機關核定後公告施行。修正時亦同。

## 參考文獻與資料來源

### 國內文獻

1. 王銘祥、陶幼卓、劉珮滢、江慧賢、李克恭、劉應寬，98年12月，固定收益商品附條件交易結算交割制度之研究。
2. 林崇英，2012年3月，我國證券借貸與信用交易制度概述，證交資料599期，47-51。
3. 張文毅，2012年3月，我國有價證券借貸市場的過去、現況與未來，證交資料599期，6-13。
4. 張文毅，2014年7月，全球證券借貸與附買回交易市場概況，證券服務628期，55-65。
5. 陳美齡，2012年3月，有價證券借貸之資訊揭露，證交資料599期，52-61。

### 國外文獻

1. Adrian, T., Begalle, B., Copeland, A., Martin, A. 2013. Repo and Securities Lending, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 529.
2. Choudhry, M. 2010. The Repo Handbook, Securities Institute Global Capital Markets, Elsevier, Butterworth-Heinemann.
3. Copeland A., D. Duffie, A. Martin, and McLaughlin, S. 2012. Key Mechanics of the U.S. Tri-Party Repo Market, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review.
4. Copeland, A. M., Martin, A. and Walker, M. 2014. Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market, Journal of Finance, 69(6), 2343-2380.
5. Frequently Asked Questions on Repo. 2015. International Capital Market Association.

6. Federal Reserve Bank of New York. 2014. Repo Market Fact Sheet.
7. Federal Reserve Bank of New York. 2015. Tri-party Repo Statistical Data.
8. Fleming, M., and Garbade, K. 2003. The Repurchase Agreement Refined: GCF Repo, Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, 9(6).
9. Garbade, K., and Ingber, J. F. 2005. The Treasury Auction Process: Objectives, Structure, and Recent Adaptations, Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, 11(2).
10. Hsieh J. and Nieh C.-C. 2010. An Overview of Asian Equity Markets, Asian-Pacific Economic Literature, 24(2), 19-51.
11. ICMA European Repo Market Survey. 2014. International Capital Market Association.
12. Implications of Repo Markets for Central Bank. 1999. Bank for International Settlements.
13. Krishnamurthy, A., Nagel, S., and Orlov, D. 2014. Sizing up Repo, Journal of Finance, 69(6), 2381-2417.
14. Ono, N., Sawada K., and Tsuchikawa A. 2015. Toward Further Development of the Repo Market Financial Markets Department. Bank of Japan Review.
15. Stigum, M, L. 1978. The Money Market: Myth, Reality, and Practice, Homewood, Ill.: Dow Jones-Irwin.
16. US Tri-party Repo Maturities Extending as Equity Collateral Usage Increases. 2014. Markit Ltd.

## 中國法規與證券商實施方案

1. 股票質押式回購交易及登記結算業務辦法
2. 股票質押式回購交易實施方案，中國國都證券，  
<http://wenku.baidu.com/view/9727e6136c85ec3a87c2c530.html>.
3. 股票質押式回購交易實施方案，中國中投證券，  
<http://www.china-invs.cn/web001/gpzy/gpzy.html>

## 相關網站

1. 中央銀行統計資料庫  
<http://www.pxweb.cbc.gov.tw/dialog/statfile9.asp>
2. 中央銀行法令規章查詢系統  
[http://www.law.cbc.gov.tw/webCbcExt/wfrmSearch\\_Law.aspx](http://www.law.cbc.gov.tw/webCbcExt/wfrmSearch_Law.aspx)
3. 中華民國中央銀行全球資訊網  
<http://www.cbc.gov.tw/mp1.html>
4. 台灣工銀證券-債券報價  
[http://www.ibts.com.tw/bond/rp\\_rs.htm](http://www.ibts.com.tw/bond/rp_rs.htm)
5. 台灣股票市場概況之五：證券借貸，中國台灣網  
[http://big5.taiwan.cn/jinrong/zjzl/200911/t20091117\\_1144569.htm](http://big5.taiwan.cn/jinrong/zjzl/200911/t20091117_1144569.htm)
6. 台灣證交所：融資融券限制  
<http://www.twse.com.tw/ch/trading/information/information4.php>
7. 台灣證券交易所，歷史還券明細查詢  
<http://www.twse.com.tw/ch/trading/SBL/t13sa870.php>
8. 台灣證券交易所，歷史借券成交明細  
<http://www.twse.com.tw/ch/trading/SBL/t13sa710.php>



9. 金融監督管理委員會證券期貨局-證券商自有資本與風險約當金額之計算方式  
經濟部中部辦公室-裁判解釋  
<http://www.cto.moea.gov.tw/04/01c-6-5.asp>
10. 證券櫃檯買賣中心，債券市場資訊  
<http://www.tpex.org.tw/web/bond/knowledge/system/introduction.php?l=zh-tw&level=2&pType=166&ppType=165>
11. 證券櫃檯買賣中心，櫃檯買賣市場債券制度簡介  
<http://www.tpex.org.tw/web/bond/knowledge/system/comparison.php?l=zh-tw>
12. 植根法律網-法規檢索  
<http://www.rootlaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=A040390051104400-1030820>
13. 福邦證券  
<http://www.gfortune.com.tw/bond/bond-004.asp#公債附條件交易>
14. 幣圖誌：信用交易成本精算  
[http://www.bituzi.com/2014/01/blog-post\\_15.html](http://www.bituzi.com/2014/01/blog-post_15.html)
15. MoneyDJ 財經知識庫  
<http://www.moneydj.com/KMDJ/News/NewsViewer.aspx?a=99400dc6-b981-494a-b1fa-cd2691756f11#ixzz3bKtTrNze>