

【論著】

# 走過金融危機－美國證券市場放空價格限制制度之介紹與探討



施惠敏 (證期局專員)

## 壹、前言

2004年7月28日美國證管會(SEC)著手進行一試行計畫,該試行計畫從Russell 3000指數成分股中挑出三分之一的股票取消其放空價格限制,藉以測試放空價格限制對股市之影響<sup>1</sup>。之後美國證管會依據試行計畫之結果及參酌各方意見,於2007年7月3日取消所有的證券市場放空價格限制,並禁止任何自律組織(self-regulatory organization, SRO)採行放空價格限制,該會認為取消放空價格限制可以增加市場透明化,而現有法規已足以監理及監視可能發生的操縱(股價)行為,同時在任何證券市場皆取消放空價格限制之情形下,整體市場放空規定趨於一致,而市場參與者也立於同等之交易基準,更不會有法規套利的情形發生。

2007年美國發生次貸風暴及金融危機,造成美國及其他國家的股市動盪,美國證管會為因應市場條件之改變並提振投資人信心,於2009年4月10日發布修正放空制度之提案,該提案提出重新採行放空價格限制之相關可行措施並徵求各方意見。2009年8月17日美國證管會針對前開提案再度發布修正放空制度之補充提案,並徵求各方意見。嗣該會委員會於2010年2月24日以三票對二票通過法規修正案,確定採行新的放空價格限制措施。

相較於美國,我國對於證券市場投資人融券與借券賣出之行為,原則上規定賣

<sup>1</sup> 該試行計畫於2005年5月2日開始實施,原預訂於2006年8月28日結束,但為給予美國證管會可以依據試行結果評估是否修正政策之時間,因此又將試行之期間延展至2007年8月6日。

出價格不得低於前一營業日收盤價（平盤以下不得放空）。嗣行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）參考美國的試行計畫，針對臺灣五十指數成分股於 2005 年 5 月 16 日起取消平盤以下不得放空之限制，藉以觀察對我國證券市場之影響；嗣後中華民國證券商業同業公會於 2007 年初建議金管會進一步取消其他種類股票之放空價格限制，金管會爰參酌美國之情形<sup>2</sup>，並評估臺灣五十指數成分股取消價格限制之實施成效後，公布自 2007 年 11 月 12 日起取消臺灣中型一百指數及臺灣資訊科技指數成分股之放空價格限制。

由上述可知，金管會取消臺灣五十指數、臺灣中型一百指數及臺灣資訊科技指數成分股放空價格限制之決策，部分係參酌美國之實施情形，故本文期望藉由瞭解美國在經歷次貸風暴及金融危機期間之後所採行之放空限制措施，作為我國證券市場採行相關措施之參考。

## 貳、美國於次貸風暴及金融危機期間所採行之放空價格限制措施

2007 年 7 月美國第五大投資銀行貝爾斯登之破產危機引發「次貸風暴」，造成該國金融市場動盪。在次貸風暴的持續下，受不良放款及投資損失之影響，2008 年 9 月美國兩大房屋抵押貸款機構房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）發生巨大之營運虧損及財務不穩情況，再次衝擊金融市場，引發所謂「二房風暴」，當月美國其他大型投資銀行紛紛出現問題，包括美林證券爆發財務危機，後由美國銀行收購；雷曼兄弟向美國破產法院申請破產保護；高盛及摩根史坦利宣布由投資銀行轉型成為金融控股公司（經營商業銀行業務），而全球最大保險機構美國國際集團（AIG）也因為資金短絀，向聯準會（FED）申請 850 億美元之緊急融資。這些事件導致美國金融市場發生信用緊縮及流動性嚴重不足等問題。美國的風暴效應向外蔓延後，也引發許多國家金融機構發生問題並造成股市重挫，繼而演變成全球性的金融危機。

美國證管會在次貸風暴發生時，為避免投資者惡意散播謠言及人為操縱股價危及金融機構穩定，於 2008 年 7 月 15 日發布緊急命令以維持證券市場秩序，該緊急命令對於 Freddie Mac 等 19 檔金融產業股票限制投資人不得從事無券放空（Naked Short Selling）之行為，並規定放空者在下單放空前必須先借入或商妥借入該股票<sup>3</sup>，實施期間為 2008 年 7 月 21 日至 29 日，並於 7 月 29 日宣布此措施延長實施至 8 月 12 日。

在次貸風暴的延燒、二房風暴的衝擊所引發的金融危機下，美國證管會陸續採取之措施如下：

一、2008 年 9 月 17 日再次發布命令，針對所有證券全面禁止投資人無券放空，實

<sup>2</sup> 美國證管會於 2007 年 7 月 3 日取消所有的證券市場放空價格限制。

<sup>3</sup> 投資人仍可以從事有券放空（non-naked short selling）。

施期間自 2008 年 9 月 18 日起至 10 月 1 日止，嗣再公布延長實施至 2008 年 10 月 17 日。

二、2008 年 9 月 19 日發布命令，禁止投資人放空 799 檔金融股，期間至 2008 年 10 月 2 日止，嗣再公布延長至 2008 年 10 月 8 日。

三、2008 年 10 月 17 日修訂一「過渡性的暫時法規」(Interim Final Temporary Rule)–Rule 204T，實施期間自 2008 年 10 月 17 日至 2009 年 7 月 31 日，並徵求各方意見。Rule 204T 係為降低無券放空可能造成的交割失敗 (fail to deliver)，規定結算機構之參與人若交割失敗，需於次一營業日交易時間開始前買入或借入股票以了結部位，結算機構之參與人及任何證券商發生交割失敗者，於了結交易前不論是自有帳戶或其他委託交易帳戶皆不得對該股票無券放空。依據美國證管會的分析指出，Rule 204T 實施後，交割失敗之情形明顯減少<sup>4</sup>，故 Rule 204T 實施期滿後，美國證管會修訂法規，將 Rule 204T 之相關規定正式列入法規。

誠如前述，美國的金融風暴效應演變成全球性的金融危機，我國也同樣受到衝擊，故為因應金融危機，金管會也採行了以下相關因應措施：

一、2008 年 9 月 21 日宣布自 2008 年 9 月 22 日起至 10 月 3 日止，臺灣五十指數成分股、臺灣中型一百指數成分股及臺灣資訊科技指數成分股等 150 檔股票暫時恢復平盤以下不得放空。但證券商及期貨商因辦理業務之避險需求所為之融券賣出或借券賣出，不在此限。

二、2008 年 9 月 29 日宣布自 2008 年 9 月 30 日起至 12 月 31 日止暫時調降借券及融券賣出總量控管之規定。

三、2008 年 9 月 30 日宣布自 2008 年 10 月 1 日至 10 月 14 日止，暫時全面禁止放空交易。復因全球多家知名銀行紛紛向母國申請紓困，金融市場發生信用危機，流動性不足，致我國與國際股市繼續下跌，故於 2008 年 10 月 12 日宣布全面禁止放空交易措施之期限由 2008 年 10 月 14 日展延至 2008 年 12 月 31 日止，但證券商於 2008 年 9 月 30 日以前發行且該日流通在外之認售權證，因避險業務所需之融券賣出及借券賣出，不在此限。

四、2008 年 10 月 24 日宣布自 2008 年 10 月 27 日起至 12 月 31 日前，投資人經證券商金融事業或自辦融資融券業務之證券商同意，得以其他擔保品補繳融資自備款或融券保證金差額。

五、2008 年 10 月 24 日宣布自 2008 年 10 月 27 日起證券商金融事業與證券商辦理有價證券買賣融資融券，於對客戶融通最長 1 年期限屆滿前，得審視客戶信用狀況，再准允客戶申請展延期限 6 個月<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 比較 Rule 204T 實施前與實施後之情形，平均每日總交割失敗之金額由 22.1 億元降至 2.5 億元，下降 88.5%。

<sup>5</sup> 關於有價證券買賣融資融券之期限，金管會所發布之最新函令為 2009 年 7 月 22 日金管證投

- 六、2008 年 11 月 27 日宣布自 2008 年 11 月 28 日起恢復投資人可於證券市場平盤以上融券及借券賣出（即平盤以下仍暫不得放空）。但指數股票型基金受益憑證、證券商及期貨商因辦理業務之避險需求所為之融券及借券賣出，不受賣出價格不得低於前一營業日收盤價之限制。
- 七、2008 年 12 月 31 日宣布自 2009 年 1 月 5 日起取消臺灣五十指數成分股、臺灣中型一百指數成分股及臺灣資訊科技指數成分股等 150 檔股票平盤以下不得放空之限制，並恢復融券及借券賣出總量控管之規定。

### 參、美國經歷金融危機後之思考方向

儘管美國證管會於 2007 年 7 月 3 日取消所有的證券市場放空價格限制，然而在次貸風暴及金融危機期間，仍採取了暫時性的全面禁止無券放空或禁止放空金融類股等緊急措施。而在考量金融市場所經歷的混亂狀況、市場條件惡化、投資人信心喪失及諸多要求採行放空價格限制之意見後，該會為挽救投資人信心<sup>6</sup>，開始探討重新採行放空價格限制的可能性。

首先，美國證管會於 2009 年 4 月 10 日發布修正放空制度之提案，並徵求各方意見，該提案提出兩種放空價格限制方案：

- 一、方案一為適用於整體證券市場且固定（長期）之放空限制措施，可再分為以下兩種可行方案：
- （一）所有證券放空價格不得低於「全國最佳買價」（the national best bid）。當目前全國最佳買價等於或高於前一次全國最佳買價，則放空價格必須等於或高於目前全國最佳買價；當目前全國最佳買價低於前一次全國最佳買價，則放空價格必須高於目前全國最佳買價。
  - （二）所有證券放空價格不得低於「最近一次成交價」（the last sale price）。同樣的，當目前最近一次成交價等於或高於前一次時，則放空價格必須等於或高於目前最近一次成交價；當目前最近一次成交價低於前一次時，則放空價格必須高於目前最近一次成交價。
- 二、方案二為針對特定證券且非固定（短期）之放空限制措施—當特定證券價格下跌達一定幅度時<sup>7</sup>，該證券即採行放空價格限制，可再分為以下兩種可行方案：

---

字第 09800360506 號令，其規定融資期限為 6 個月，該期限屆滿前，授信機構得審視客戶信用狀況，准允客戶申請展延期限 6 個月，1 年期限屆滿前，授信機構得審視客戶信用狀況，再准允客戶申請展延期限 6 個月。

<sup>6</sup> 美國證管會說明，投資人信心可能包括許多要素，例如投資人對基本市場風險具有認知、投資人對經濟狀況的樂觀態度，及投資人在合適的法規保護下信任金融市場的公平性。此處，美國證管會所謂之投資人信心，係指投資人相信金融市場的公平性。

<sup>7</sup> 又稱“circuit breaker trigger level”。

- (一) 暫時禁止特定證券進行放空交易。
- (二) 暫時限制特定證券放空價格不得低於 (1) 全國最佳買價或 (2) 最近一次成交價。

美國證管會初步認為上開方案，採用全國最佳買價會比最近一次成交價好，因為全國最佳買價較能正確反映股票價格，而最近一次成交價的交易資訊可能會有時間落差問題，因為最近一次成交價採申報方式，申報後方進行公告，而非成交時即於市場公告，故最近一次成交價之資料係依據申報時間排序，而非依成交時間排序。另外，美國證管會亦說明上開方案可能單獨採行或者互相搭配。

嗣美國證管會於 2009 年 8 月 17 日針對上開方案提出補充方案，並重新徵求各方意見，該補充方案將徵詢內容著重於採行以下任一措施：

- 一、所有證券放空價格不得低於全國最佳買價。
- 二、特定證券價格下跌達一定幅度時，該證券放空價格不得低於全國最佳買價。

值得注意的是，美國證管會於提出放空價格限制之提案時，皆說明放空交易對於市場仍有其正面效益，包括合法的放空交易所帶來的流動性及價格效率<sup>8</sup>，故該會在採行任何放空價格限制規定時，會盡量避免對合法放空交易造成非必要的衝擊。

#### 肆、美國重新採行放空價格限制規定

美國證管會於 2010 年 2 月 24 日修正規定<sup>9</sup>，發布新的放空價格限制措施。該規定於 2010 年 5 月 10 日生效，市場參與者須於 2010 年 11 月 10 日前進行調整以遵循新規定。

- 一、主要規定內容：當某證券當日價格下跌達前一營業日收盤價之 10% 時，於該時點起，當日剩餘的交易時間及次一交易日，該證券之放空價格必須高於目前全國最佳買價。
- 二、證券範圍：所有在國家證券交易所上市的國家版股票 ( NMs stock )，包括在交易所或 OTC ( over-the-counter ) 市場交易者。不包括非國家版股票、選擇權或其他衍生性證券商品。
- 三、訂價規則：新的放空價格限制規定放空價格必須”高於”目前之全國最佳買價，但是並未限定必須高多少 ( 例如一分或十分 )，只要高於目前全國最佳買價即可。
- 四、豁免規定：美國證管會對於部分放空交易亦給予豁免放空價格限制規定<sup>10</sup>：
  - (一) 賣方延遲交割 ( seller's delay in delivery )：當放空交易者被視為擁有賣出之

<sup>8</sup> 美國證管會所謂之市場效率或價格效率，係基於“市場效率假說”，假設金融價格可反映所有可獲得之資訊，並且可以快速的調整以反映新資訊。

<sup>9</sup> 美國證管會修正證交法 ( the Securities Exchange Act of 1934 ) 下 SHO 法規 ( Regulation SHO ) 之 Rules 200(g) 及 Rules 201。

<sup>10</sup> 詳見美國證管會 SHO 法規之 Rules 201。

證券，在合理之情形下，雖無法於規定日期辦理交割，但將於情況解除後立即辦理交割者。

- (二) 零股交易 (odd lot transactions)：放空交易係屬市場造市者沖銷客戶零股賣單或結清零股部位者。
- (三) 國內套利 (domestic arbitrage)：當投資人放空某一數量之甲證券時，投資人確實擁有乙證券，而乙證券使投資人有權獲得同一數量之甲證券（例如可轉換證券）。
- (四) 國際套利 (international arbitrage)：當投資人於國外市場已買進某一證券，得立即於美國國內市場放空該證券進行差價套利，不受放空價格限制。
- (五) 過額配售與釋出賣單 (over-allotments and lay-off sales)：放空交易係承銷商或承銷團於過額配售中參與之配發及因配發證券之釋出賣單。
- (六) 低風險資本交易 (riskless principal transactions)：放空交易係證券經紀商在符合低風險資本準則下，為了執行交割以供客戶買進，或為客戶之賣出交易提供予客戶交割者。
- (七) 加權量平均價格準則交易 (transactions on a volume-weighted average price basis)：放空交易符合加權量平均價格準則者<sup>11</sup>。

美國證管會將各方提出的意見彙整並說明其修正相關規定之理由，或可提供我國在進行相關規範之參考，重點摘錄如下：

- 一、對於放空價格進行限制：美國證管會瞭解對於放空交易進行限制可能損及市場流動性及價格效率，但是卻可以防止潛在的放空（價格）操縱及市場干擾，尤其是當某證券的當日價格已明顯的下跌時，限制措施可以防止證券價格進一步下跌。而且限制措施的衝擊相當有限，因為就實施期間來說，僅限當日剩餘的交易時間及次一交易日；而就可及的對象來說，僅適用於當日價格明顯下跌之證券，而這些證券仍可以用高於目前全國最佳買價的方式進行放空交易，故仍保留放空交易所帶來的流動性及價格效率。
- 二、磁吸效應 (magnet effect)：磁吸效應係指當證券當日價格下跌快達到前一營業日收盤價之 10% 的門檻時，可能引發放空者急於在達到門檻前進行放空，而使證券價格進一步下跌的效應。美國證管會認為依據許多學術研究之分析，皆說明無法證實有這樣的交易情形，而且大部分其他相關研究亦無法證明有磁吸效應。
- 三、證券價格下跌 10% 的門檻：美國證管會認為 10% 的門檻，既可以防止那些價格明顯下跌的證券進一步下跌，對大部分的證券又不會造成衝擊。該會說明，以 2001 年 4 月 9 日至 2009 年 9 月 30 日之期間觀之，每日會觸及符合 Rule 201 規定下 10% 門檻之證券者，約為所有範圍證券的 4%，以 2004 年 1 月 1 日至

<sup>11</sup> 詳見美國證管會 SHO 法規之 Rules 201(d)7。

2006年12月31日之（較低波動）期間觀之，每日約有1.3%之證券會觸及門檻，故大部分的時間對大部分的證券而言，並不會妨礙交易的進行。

四、當日剩餘的交易時間及次一交易日採行放空價格限制：美國證管會認為較長的實施期間，可以有較充裕的時間來減少證券價格下跌的壓力，而市場參與者將有合適的機會察覺到證券價格已明顯下跌的狀況，且可以重新評估市場環境以為因應。而個別證券也有適當的時間重新建立市場效率。另外，關於證券市場正常交易時間的最後30分鐘仍須適用10%的門檻規定，美國證管會認為證券價格下跌幅度一旦觸及10%門檻，除當日剩餘的交易時間採行放空價格限制，次一交易日也採行放空價格限制，而且證券市場最後30分鐘的交易時間內，也可能會發生證券價格明顯下跌的情形，故規定交易時間的最後30分鐘仍須適用此規定並無不妥。

## 伍、結語

我國對於證券市場投資人融券與借券賣出之行為，規定除臺灣五十、臺灣中型一百及臺灣資訊科技等指數成分股外，其餘賣出價格不得低於前一營業日收盤價（平盤以下不得放空）係有其歷史背景因素及證券市場管理之考量。與美國2010年2月24日發布之新規定相較，我國以「前一營業日之收盤價」為參考價格（參考價格為固定值），美國以「全國最佳買價」為參考價格（參考價格為變動值），因我國從事信用交易者多屬自然人，須注意到的情形包括：

- 一、因全國最佳買價的變化可能很迅速，投資人為掌握全國最佳買價之資訊，須隨時盯住盤面。
- 二、依美國發布之新規定，投資人於進行放空交易時，其放空價格須高於目前全國最佳買價，證券商在確認投資人之放空交易是否符合規定時，易衍生與投資人間之交易糾紛；另外，對於證券商來說也會增加系統及作業等成本。
- 三、我國股市當日漲跌幅限制為7%，若採特定證券價格下跌幅度達前一營業日收盤價一定比例（例如5%或3%），即對該證券執行放空價格限制措施，各種證券價格之每日跌幅很容易即觸及門檻，因我國市場仍以散戶為主，恐易造成投資人混淆及交易市場混亂。

尚且不論我國證券市場特性是否適合參採美國的新規定，因美國證管會給予其市場參與者2個月的調整時間，並以2010年11月10日為法規遵循之生效日，該項新規定實際執行後之情形及對美國證券市場的影響，仍值得觀察。