

# 論公司內部人出借股票的法律問題

劉 連 煜\*

## 目 錄

壹、問題的說明	(一)交易所對有價證券借貸市場的參與
貳、證券借貸之定義	(二)證券借貸、價格發現及市場監視
參、證券借貸的功能	(三)投票與證券借貸方面的最佳實務之準則
一、證券借券不同於借券賣出	(四)證券借貸、公司治理及證券上市價值
二、我國證券借貸制度與信用交易融券制度之比較	伍、公司內部人出借股票法律問題
肆、證券借貸外國立法例及實務運用	一、禁止公司內部人出借股票並無法律依據
一、各國(地區)證券借貸制度介紹	二、證券借貸之事前申報及事後申報機制
(一)英 國	三、證券借貸如何適用證券交易法第二十六條
(二)美 國	四、證券借貸之資訊揭露
(三)日 本	五、在公司治理方面的考量
(四)韓 國	陸、結論與建議
(五)香 港	附 錄
(六)新加坡	
(七)中國大陸(擬成立證券借貸交易所)	
二、目前各國「證券交易所」應關切之證券借貸議題	

DOI : 10.3766/102398202014120139003

\*

政治大學法學院特聘教授，美國史丹福大學法學博士。

投稿日期：一〇二年一月二十三日；接受刊登日期：一〇二年五月二十三日

責任校對：蘇淑君

## 摘 要

目前我國證券主管機關禁止公司內部人出借自家證券。惟從各國（地區）有關證券借貸制度可知，各國（地區）並無明文禁止公司內部人出借證券之情形。對於我國禁止公司內部人出借證券之議題，本文研究結論認為，基於憲法上保護人民財產權，及有關財產權之使用、處分及收益，不應在法律無明文授權之情形下作不當限制之考量，我國法令似不宜禁止內部人之證券借貸行為，而應改採取開放之態度，對之輔以適當之管理措施，這樣才能與外國法制接軌，也才能配合我國證券市場國際化之目標。

總之，本文研究認為，我國禁止公司內部人出借股票此一法律問題之適當解禁，對我國相關業者及公司內部人權益至為重要，主管機關似有重新審思之必要。另外，本文一併研究如允許開放公司內部人出借其持股時相關申報等管理之措施，以供證券主管機關管理上的參考。

**關鍵詞：**公司內部人、出借股票、證券借貸、套利、信用交易融券制度、資訊揭露、短線交易、內線交易、證券衍生性商品、公司治理

## 壹、問題的說明

我國證券市場雖早於一九九六年即推出有價證券借貸制度，然而當時卻僅限於提供證券商因投資人錯帳、違約時所短缺之交割券源；而行之有年的信用交易制度，雖提供投資人融券放空的管道，但並未開放外資、自營商等特定機構法人參與，故有其侷限性。隨著我國證券市場與證券衍生性商品市場發展，機構法人參與程度可謂日益加深，其為執行套利、避險策略或金融商品履約所產生之借券需求日漸升高，建置一個支援交易需求之借券制度確屬必要。有鑑於此，在我國行政院金融改革專案的推動下，臺灣證券交易所（下稱「證交所」）乃參考韓國集保公司（KSD）的借券制度，規劃建置集中式借券平臺（下稱「證交所借券系統」），於二〇〇三年六月三十日上線實施，由證交所擔任中介人，借貸參加人限為特定機構法人，並以外資、自營商、投信等被限制從事信用交易者為主，以避免影響證券商信用交易業務<sup>1</sup>。因此，目前我國借券市場有證交所借券系統及證券商借券系統兩種，並且實施以來更以證交所借券系統為最大宗。

然而，根據金融監督管理委員會（下稱「金管會」）二〇〇九年十二月十八日金管證交字第〇九八〇〇六五九三二號函釋，以及金管會二〇〇六年八月二十三日金管證三字第〇九五〇〇〇三九八八號令規範，公開發行公司董事、監察人、經理人及持有公司股份超過10%之股東（即學理上所稱之公司內部人）（包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有之股票）不得依「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券借貸辦法」第五條及「證券商辦理有價證券借

---

<sup>1</sup> 參閱周允文，淺談證券商辦理有價證券借貸業務，證交資料，599期，頁62，2012年3月。

貸管理辦法」第十六條等規定，進行有價證券借貸交易，上開人員將股份交付信託後，該股份仍屬不得出借之股份<sup>2</sup>。

按上述禁止內部人出借自家證券之規定，金管會所持理由不外如下幾點：

一、為避免公司內部人出借有價證券予其關係人，再由關係人出售，藉以規避證券交易法（下稱「證交法」）相關歸入權與內線交易之適用。

二、公司內部人因借入後賣出，及為還券而買進，如果該賣出及買進時間在六個月內並獲有利益時，因有證交法第一五七條歸入權適用，致衍生相關股權管理之複雜問題。

三、證交法（第二十六條）對董事及監察人持股成數予以規定，其意旨在穩定公司經營權，而借入股票之目的係為交易性需要，非長期持有，如准許內部人借入股票將造成董事及監察人計算持股成數之法律適用疑義。

然而，以往銀行信託部券源有不少來自公司內部人，且許多熱門借券標的多集中於公司內部人所持有（例如太陽能類股過去曾經是如此情形），在前揭函令公布後，對於銀行信託部出借量及收益上便造成一定之衝擊。

其實，從全球各大保管銀行，例如，紐約梅隆銀行（The Bank of New York Mellon Corporation）及花旗銀行（Citibank）之經驗顯示，外國借券市場並無類似我國前述對內部人出借有價證券之限制，且研究有關英國、美國、日本、韓國、香港及新加坡等等外國證券市場相關規定時，亦未發現有禁止公司內部人出借股票之情事，而有些市場則僅規定內部人於出借其持股時應遵守相關申報程序而已。

---

<sup>2</sup> 臺灣證券交易所2011年12月9日臺證結字第1000302295號函。

準此，上述問題中，特別是關於公司內部人出借股票此一法律問題之適當釐清，對我國相關業者及公司內部人權益至為重要，主管機關似有重新審思之必要。此外，本文並擬一併研究如允許開放公司內部人出借其持股時相關申報等管理之措施，以供證券主管機關管理上參考。

## 貳、證券借貸之定義

按證券借貸，市場上一般簡稱借券。根據國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）的解釋，所謂證券借貸（securities lending），係指一方（即出借人）收取借券費用，暫時性移轉有價證券所有權予另一方（即借券人），並交換借券人所提供之現金或其他有價證券作為擔保品之行為。借券人並有義務於約定期間終了或出借人要求時，返還與借貸時同數量、同種類之借貸證券（我國民法第四七四條第一項有關消費借貸定義參照）<sup>3</sup>。

當然，借券人應依事先約定之借券費率支付借券費用，出借人於借券人還券並支付借券費用後，應即返還借券人提供之借券擔

---

<sup>3</sup> See Technical Committee of IOSCO, Securities Lending Transactions: Market Development and Implications—New Report by IOSCO and CPSS (12 July, 1999). <http://www.bis.org/press/p990712.htm>，最後瀏覽日：2013年6月30日。  
(Securities lending is a generic term used in the report to refer to various types of transaction—securities loans, repurchase agreements (repos) and sell-buyback agreements—involving the temporary exchange of securities, generally for cash or other securities of at least an equivalent value, with an obligation to redeliver a like quantity of the same securities on a future date.) 另外，我國民法第474條第1項：「稱消費借貸者，謂當事人一方移轉金錢或其他代替物之所有權於他方，而約定他方以種類、品質、數量相同之物返還之契約。」

保品<sup>4</sup>。

另外，在一般證券借貸基本法律架構下，於證券借貸的期間之內，借券人依法取得所借入證券之所有權，不僅可自行賣出或再出借所借入之證券，同時亦可享有該證券所衍生之權利，包含公司分派之股息、新股認購（承購）權，以及股東會投票權等。同樣地，出借人亦取得有價證券擔保品之所有權，可將其再投資運用，冀以獲得更大報酬。

一般而言，借貸雙方通常會在借貸契約內約定有關權益補償之條款。亦即對於借入證券所產生之經濟利益，借券人須返還給出借人等值之股息（*manufactured dividend*）。相同的，當出借人取得有價證券擔保品之衍生利益時，亦應返還給借券人。借貸期間若有召開股東會，出借人為行使股東會投票權，可向借券人要求提前還券；借券人亦可採行替換擔保品的方式取回原有擔保品股票之股東會投票權。然而，論者評論謂：為了影響股東會投票之特定目的而借入有價證券，並不被視為一種可接受的市場慣例<sup>5</sup>。

按，觀察歐、美證券借貸之發展，實係開始於證券市場之需求，即在自然之情況下所形成。這段歷史可追溯至一九六〇年代，當時證券借貸主要用於政府公債的交易以及協助市場完成交割之需要所形成<sup>6</sup>。

另應注意者，與一般的證券買賣相比較，證券借貸有一些技術上的特性。蓋證券借貸通常會比一般之證券買賣在更短的交割流程

---

<sup>4</sup> 參閱臺灣證券交易所彙編，臺灣證券交易所五十週年特刊，頁215，2011年10月。

<sup>5</sup> 參閱賴冠宇，全球有價證券借貸之發展沿革與趨勢，證交資料，599期，頁24，2012年3月。

<sup>6</sup> See MARK C. FAULKNER, AN INTRODUCTION TO SECURITIES LENDING 63 (4th ed. 2004).

內完成交割，從而會對處理這些交易的相關單位帶來較大的時間壓力。證券借貸的另一個特色，則是其有「新增」及「了結」的交易，而兩者都必須辦理交割。此外，在新增及了結交易之間，出借證券可能會產生利息或股利，而這通常必須由借券人對出借人作出權益補償加以處理，此點前已述及。這些證券借貸的特性對證券市場基礎設施的進一步改進需求，確實具有一些啟示與影響作用，值得關注。

## 參、證券借貸的功能

### 一、證券借券不同於借券賣出

在我國，儘管借券市場成立迄今已經逾十年，然而市場卻始終對其一知半解，認為借券就一定是放空，借券是導致市場下跌的主因。特別是空頭市場來臨時股市的重跌，市場誤解尤其深。事實上，借券人借券目的可說是包羅萬象，除從事避險、套利及放空等策略性交易外，還可用於返還借券或證券權益補償、融券賣出之現券償還、認購（售）權證、股票選擇權或其他具有股權性質金融商品之履約、因應ETF（Exchange Traded Fund; 指數股票型基金）之實物申購或買回等等用途。故實務論者指出：借券交易和融券交易有一個很顯著的差異，從而在解讀「借券餘額」和「融券餘額」所隱含意義時必須十分小心。在融券交易方面，投資人一方面向授信機構借入標的股票，一方面委託證券商賣出該股票，這兩個動作必須同時到位，兩者可謂單一不可分割之行為。而借券交易則是出借人和借券人之間成立證券借貸契約，借入股票除委託證券商賣出（包括用於投機、套利及避險）外，尚可用於前述返還借券或證券權益補償、融券賣出之現券償還、認購（售）權證、股票選擇權或其他具有股權性質金融商品之履約、因應ETF或境外指數股票型基

金之實物申購或買回等用途。換言之，「借券交易不等於借券賣出」。事實上，統計資料發現大約有40%左右的借入股票，在借貸存續期間內並未作任何運用<sup>7</sup>。故吾人可謂借券放空僅為借券目的之其中一項，與融券放空即為賣出股票，其實並不相同。只有當借券人在證券市場有賣出之行為時才是放空。以二〇一二年十二月之21個交易日為例，筆者自行加總相關數字後算出：當月21個交易日每日借券賣出成交值約占市場交易日平均市場成交值之1.5%<sup>8</sup>。故由此數字可知，借券成交與借券放空自不可以等量齊觀<sup>9</sup>。

如另以發行ETF商品為例，以理解證券借貸的功能，實務工作者曾回憶謂：回顧臺灣ETF市場發展的一個重要里程碑是借券市場的成立。二〇〇三年時，當時甫接任臺灣證券交易所董事長之陳沖先生（陳氏後來歷任金融監督管理委員會主委及行政院長等要職，二〇一三年二月因故辭去閣揆一職），為積極發展ETF新商品，並使ETF一籃子股票的實物申購贖回套利機制運作順暢，必須突破臺灣證券市場漲跌幅度、鉅額交易及零股交易制度等的限制，因此，其明快地指示交易所建立借券中心，以作為建置ETF市場的配套措

<sup>7</sup> 參閱林財福（張文毅整理），人物專訪——臺灣證券交易所結算部林財福經理，主題：我國有價證券借貸市場的過去、現況與未來，證交資料，599期，頁6-13，2012年3月。

<sup>8</sup> 參閱「2012年上市證券信用交易及借券交易概況表」，資料來源：臺灣證券交易所。為能讓讀者明瞭真實數據，筆者引用臺灣證券交易所2012年12月份之借券交易統計資料，製成一覽表附錄於本文之後，以供查對。此外，另有論者指出，在2012年，借券賣出金額僅占借券成交金額比率約26%，每日平均賣出金額約新臺幣8億元，約占市場日平均成交值約0.8%。此一統計數字雖未明指係何月份之統計數字，但亦可供參考。參閱陳欣昌，編輯室的話——借券市場面面觀，證交資料，599期，頁4，2012年3月。

<sup>9</sup> 有臺灣之實證研究者認為，臺灣之借券交易對股價影響有限。參閱陳建宏，借券交易對股價變化影響研究，臺灣大學經濟系在職專班碩士論文，頁39，2011年3月。



施。按證交所原本僅有應付交割需求的借券制度；然而，此種以「交易」為目的而進行之借券，儘管在國外行之有年，但在國內實為創舉<sup>10</sup>。由此可知，證券借貸的功能是多重的，並非融券放空的賣出股票（詳下述）之單項功能所能比擬，此點應能確認。

## 二、我國證券借貸制度與信用交易融券制度之比較

按我國引進證券借貸制度後，現行證券借貸制度與融券制度基本上仍各自維持其原有之法律架構不變，關於二者間之差異比較，列示如下表，以供比對查考：

業務類型 比較項目	證券借貸制度	融券制度
1. 參加人	<p><u>A. 證交所借券系統：</u> 出借人與借券人皆為特定機構法人。</p> <p><u>B. 證券商／證金公司辦理證券借貸業務：</u> 出借人為辦理借券業務之證券商／證金公司本身；除另有規定外，借券人係與證券商訂立委託買賣契約逾三個月以上的投資人。</p>	出借人為擔任授信機構之證金公司／證券商；借券人為開立受託買賣帳戶滿三個月且年滿二十歲有行為能力之中華民國國民，或依中華民國法律組織登記之法人。
2. 交易方式	<p><u>A. 證交所借券系統：</u> 借貸雙方分別委託證券商輸入借券系統，待完成借貸交易後，由集保公司撥券入借券人帳戶供其運用。本系統</p>	投資人向授信機構融券，同時委託證券商融券賣出，二者係單一不可分割之行為。

<sup>10</sup> 參閱陳欣昌，同註8。

業務類型 比較項目	證券借貸制度	融券制度
	<p>提供定價、競價及議借三種交易形態。</p> <p><u>B.證券商／證金公司辦理證券借貸業務：</u> 投資人須先向證券商／證金公司借入標的證券，待集保公司將標的證券撥入投資人帳戶後，投資人始得運用。性質屬議借形態。</p>	
3.用途	<p>除證券市場賣出外，尚得用於：</p> <p>(1)返還借券或證券權益補償； (2)融券賣出之現券償還； (3)認購（售）權證、股票選擇權或其他具有股權性質金融商品之履約； (4)因應ETF之實物申購或買回。</p>	<p>僅限證券市場賣出。</p>
4.擔保品種類及擔保比率	<p><u>A.證交所借券系統：</u> 定價、競價交易之擔保品種類以現金、得為信用交易之有價證券、銀行保證及中央登錄公債為限，原始擔保比率為140%；議借交易之擔保品條件及擔保品比率，則由借貸雙方自行議定。</p> <p><u>B.證券商／證金公司辦理證券借貸業務：</u> 擔保品種類以現金、中央登</p>	<p>(1)授信機構向客戶收取融券保證金，並以融券賣出之價款作為擔保品。 (2)融券保證金得以無記名政府債券及得為信用交易之上市（櫃）有價證券抵繳。 (3)融券保證金成數最低九成；原始擔保比率為190%。</p>

業務類型 比較項目	證券借貸制度	融券制度
	錄公債及得為信用交易之有價證券為限，並收取140%以上之擔保品。	
5. 權益補償	標的證券遇除權（息）事由，一律採權益補償方式處理，借券人毋須強制還券。	標的證券遇除權（息）事由，融券戶須強制回補。
6. 還券期限	(1)借券期間最長不得超過六個月，到期可申請續借，延長期間不得超過六個月，並以一次為限。 (2)出借人可要求提前還券，借券人亦得隨時提前還券； <u>惟證券商／證金公司辦理證券借貸業務下</u> ，出借人要求提前返還，應經借券人同意。	(1)融券期限為六個月，期限屆滿前，授信機構得斟酌客戶信用狀況，准允客戶展延六個月。一年融通期限屆滿前，授信機構得審視客戶信用狀況，再准允客戶展延六個月。 (2)客戶得於融券期限內隨時返還。
7. 費用	A. <u>證交所借券系統</u> ： 借券人須支付出借人借券費、證交所借貸服務費及證券商手續費。 B. <u>證券商／證金公司辦理證券借貸業務</u> ： 借券人須支付證券商／證金公司借券費及手續費。	(1)融券戶須支付授信機構融券手續費，融券手續費為賣出價金之萬分之八，每筆支付一次。 (2)產生券差時，須另分攤標借、議借與標購費用。

\*資料來源：林崇英，我國證券借貸與信用交易制度概述，證交資料，599期，頁49-50，2012年3月；臺灣證券交易所彙編，同註4，頁216-217。

## 肆、證券借貸外國立法例及實務運用

### 一、各國（地區）證券借貸制度介紹

基本上，臺灣之證券借貸制度架構及信用交易制度的規劃參考日本制度而來，至於臺灣證券交易所所有價證券借券系統之規劃則又參考韓國制度。茲以二〇〇五年臺灣證券交易所所出版之「因應證交法第六十條修正探討我國證券借貸市場之發展」之研究報告，以及臺灣證券交易所二〇一一年彙編之「世界主要證券市場相關制度」之文獻內容等等為依據，就英國、美國、日本、韓國及香港等國及地區之有價證券借貸業務概況，針對與本文較為相關之制度，摘錄其要點及特色，並說明實務規範如下，以供對證券借貸制度陌生者參考<sup>11</sup>。

#### (一) 英 國

英國證券借貸市場，係建構於證券市場與貨幣市場兩者之間。由於市場創造者負有雙向報價調節市場義務，且其買賣證券與借券均得免課徵印花稅，故借券主要係來自市場創造者業務需求。證券供給面上則涵蓋銀行、保險公司、投資信託公司、退休基金管理機構與證券商等法人機構。其目的為證券長期持有者，以出借證券方

---

<sup>11</sup> 以下請參閱下列文獻及法規：臺灣證券交易所，因應證交法第六十條修正探討我國證券借貸市場之發展方向，頁5-31，2005年12月；臺灣證券交易所彙編，2011年世界主要證券市場相關制度，頁英-73-79、美-102、日-75-79、韓-79-82、港-85-87、新-53-54、中國-82，2011年7月；林振東，臺灣有價證券借貸市場法制之研究，政治大學法學院碩士在職專班學位論文，頁122以下，2009年1月；Securities Borrowing & Lending Guidance, U.K. (July 2009), <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/giltstockborrowing.pdf>, 最後瀏覽日：2013年6月30日。

式取得現金，進而從貨幣市場賺取短期附加利潤。

在英國，中介人（intermediaries）係扮演借券當事人的角色，即中介人先與供給者進行證券借貸，再由中介人與需求者進行證券借貸。早期中介人多由貨幣市場經紀商壟斷，隨著市場自由化，已有大型證券商成為中介人，參與證券借券市場之競爭。以下介紹英國市場之實務，以明瞭其實務運作之概要：

#### 1. 市場參與者

英國證券借貸市場屬店頭形態之分散式架構，原則上由出借人、借券人及中介人三方構成，中介人在借券交易中主要擔任當事人（本人）（Principal）或代理人（Agent）的角色，用以區隔借券的需求面與供給面。

##### (1) 出借人（Lenders）

借券市場主要的券源供應者，來自長期持有具規模之多種投資組合的受益人（Beneficial Owners），例如退休基金（Pension Funds）、保險公司（Insurance and Life Companies）、共同基金與單位信託（Mutual Funds/Unit Trusts）等，以確保出借證券之品質。

出借人得直接或透過代理人間接參與市場。為達出借證券進入市場之目的，途徑有如下幾種：透過中介人安排出借計畫、直接將投資組合經競價方式出借予借券人、選擇一主要的借券人直接進行出借作業，或是結合部分投資策略。

##### (2) 借券人（Borrowers）

最根本的借券需求大部分來自於證券經紀商（Broker Dealers）、避險基金（Hedge Funds）、證券市場造市者（Market Makers）與投資銀行（Investment Banks）之交易活動。

##### (3) 中介人

中介人存在於出借人與借券人之間，扮演的角色分為代理人或

當事人（本人）兩種。擔任代理人之中介人，為選擇間接參與市場的受益所有人（Beneficial owners）安排證券出借事宜，主要包括保管銀行（Custodian Banks）、資產管理人（Asset Managers）與第三方代理人（Third-party agents，以下以英文稱之）。Third-party agents專作借券業務，保管銀行與資產管理人則除借券業務外，尚承作其他業務。借券收益可由代理人與出借人依所協議的條件拆帳，考量因素得視代理人提供之服務而定。

至於擔任當事人（本人）之中介人主要包括證券經紀商（Broker Dealers）、貨幣經紀商（Money Brokers）與主要經紀商（Prime Brokers）。中介人在此可因承受擔保品風險、交易對手信用與流動性風險等因素而收取報酬。例如，當借入證券採開放式（open basis），但卻將此證券出借予某客戶以一約定之期間時，必須承擔出借人要求提前還券，而需買回該部分以供還券的風險。

## 2. 證券借貸交易相關規則

### (1) 借券形態及需求

借入證券最普通的理由係用以應付賣出之交割需求短缺部分；借券人亦因臆測未來某證券價格將下跌，得借入證券放空賺取利差，當出借人察覺到相關證券之價格偏差，亦會利用借券操作獲取價差利潤。借券形態有提供證券或其他資產為擔保品者，亦有提供現金者。

應注意者，並非所有的借券需求均因放空行為所致，融資需求亦引發許多借券交易，例如有融資需求者得利用附買回條件交易（repo、buy/sell backs）或收取現金擔保品之借券交易取得所需資金。另一大部分的借券交易與放空行為無關，主要係因暫時性移轉所有權而致，此所有權移轉的安排對出借人與借券人均屬有利。

### (2) 借券契約

英國證券借貸制度，除以政府相關法令為依歸外，其運作重點

是借貸雙方之契約規範。按倫敦交易所法規明定，倫敦交易所會員（下稱「會員」）在辦理證券借貸之前，原則上必先與交易之另一方當事人簽訂符合倫敦交易所核准之標準化證券借貸契約。以下為經倫敦交易所核准之標準化契約名稱：

① Global Master Securities Lending Agreement

② Master Equity & Fixed Interest Stock Lending Agreement (1996)

③ PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement as Extended by Supplemental Terms and Conditions for Equity Repo Forming Part 2 of Annex 1 of the Agreement

(3) 標的證券

所有可於證券交易所中交易的證券，均可為證券借貸交易之標的。

(4) 擔保品

目前擔保品包含現金與非現金形式之政府債券、公司債、轉換公司債、股票、擔保信用狀及其他貨幣市場工具等。但是仍須經過借貸雙方評估，取得雙方合意者，始為合法之擔保品。

至於擔保品則應存入出借人或中介人或指定第三者帳戶中。所提交的擔保品價值應涵蓋出借證券價值及一定比率之保證金；此「一定比率」應由借貸雙方協議並明訂於借貸契約內。擔保品市值與借券標的市值應維持契約所訂比率，並依前一營業日收盤價每日洗價，若有必要，亦得於盤中進行洗價。

多年來，現金擔保品的再投資利用已成為英國證券借貸交易之一環，這種可以將現金擔保品再投資利用的機制，是促使英國證券借貸交易的重要因素。

(5) 借券費率

借券費率由借貸雙方協議訂之，通常會考量標的證券之供需情

形、擔保品的可供利用之彈性、權益補償金額多寡，以及出借人提前召回證券可能性等因素。

大多數的證券借貸活動是有提供擔保品的交易，通常是提供其他證券或現金。當出借人收取證券擔保品時，借券人會給付出借人借券費用。相較之下，當出借人收取現金擔保品時，出借人將給付借券人一定比率之利息（rebate rate，通常低於市場利率），出借人可將此現金擔保品再投資利用，以獲取更多利益。

#### (6) 借券期間及還券

借貸期間可採開放式或封閉式，開放式借貸表示雖無到期日，但可隨時召回。蓋基本上出借人希望替基金經理人保留即使出借，仍可以隨時賣出的彈性；封閉式借貸則表示借貸交易有一定期間之約定。

證券借貸雙方必須對借貸天期為一特定期間，或是無特定期間但可隨時召回出借之證券，取得合意。若是借貸期間為一特定期間者，出借人得不接受提前還券，借券人亦得不理會出借人之提前召回要求。惟當借貸交易無特定期間者，通常表示借券人有長期的借券需求，因此出借人保留必要時可召回所出借證券之權利。

#### (7) 權益補償

依據證券借貸契約約定，出借人在借貸期間內所可能享有之任何股息紅利，借券人必須以等值現金或股票之形式償還，此即所謂「權益補償」；同樣的情形，當借券人提供有價證券擔保品時，出借人亦應對借券人權益加以補償。

#### (8) 投票權

在英國，藉由借入股票故意影響股東會投票而取得公司經營控制權的作法，仍是合法的方法，但機構法人之出借人通常並不希望這種作法成為借入股票的合法用途之一。



### (9) 違約處理

有關違約處理程序並應納入證券借貸契約之規定。當借券人未能依出借人要求如期歸還證券或出借人未能依約返還擔保品時，應作財務上之補償（financial redress），補償金額計算包含下列項目：

- ① 產生的利息或透支數額；
- ② 由於借券人違約應支付出借人賣出交割義務之成本；
- ③ 因借券人違約致使出借人必須自公開市場買回股票所需之總成本費用。

### (10) 稅賦問題

#### ① 印花稅（UK Stamp Duty/Stamp Duty Reserve Tax, SDRT）

當證券借貸交易係根據交易所之規定成交且依規定向交易所申報者，同時所借貸之標的證券係屬經常於交易所交易者（例如上市公司股票），並且借貸雙方當事人至少有一方屬倫敦交易所會員等符合上述條件時，可豁免繳納英國賦稅署稅法規定下之印花稅。非倫敦交易所會員若透過倫敦交易所會員從事有價證券借貸業務者，亦得免納印花稅。向倫敦交易所申報之證券借貸交易，係以借貸雙方意思合致之當天收盤後，由會員透過CREST集中保管機構<sup>12</sup>傳送至倫敦交易所之報表為準。

#### ② 權益補償課稅

根據經濟實質，權益補償代表的意義如同標的證券並未移轉。按原則上，英國國內稅法規定應對英國居民之出借人與借券人課稅。亦即對其出借之英國股票的權益補償課稅，如同針對出借人未出借而持有該股票所生之股息課稅，然而當借券人有實際支付權益

---

<sup>12</sup> CREST Co.係英國證券市場集中保管機構。在2002年，CREST Co.併入Euroclear之下。

補償的事實，且符合一定資格條件者，其支付之權益補償得於所得稅申報中扣減。

### (二)美 國

在美國現行之制度下，客戶從事賣空（Short Sale<sup>13</sup>）交易時，必須向機構投資人或證券經紀商借入所賣出之證券以供交割之用，但是並非所有的證券經紀商均持有該客戶賣出之證券，或是本身該證券之庫存量不足，故在此情況下，證券經紀商彼此間之證券借貸行為便應運而生。此外，當證券經紀商發生錯帳時，亦須有足夠之證券以完成交割，此時若能向同業或其他擁有該證券之單位商借，即可彌補此一錯帳問題。然而，並非所有證券商均可順利自行調借證券，因此在證券借貸制度發展的同時，滿足借券人與出借人雙方需求之中介機構（Agent）便因應而生。

美國證券市場之借券機制是由中介機構與客戶簽定借券契約，成為借券之主要券源，證券商經常透過此借券制度以完成交割、賣空等行為。借券之範圍除股票外，尚有債券、政府之有價證券等。借券發生時，當借入方提供擔保品之價值低於市價某一標準時，則借入方需於期限內補足擔保品，以確保借券之存續。借券之收入則由中介機構及其客戶依原議定之比例分配之。

按美國證券借貸市場係因實際需要而自然形成，乃典型之分散式證券借貸制度，原則上係由出借人、借券人及中介人三方所構成。亦即由中介人集合出借人之證券組合後，對已受徵信之借券人

---

<sup>13</sup> “A short sale is the sale of a security that the seller does not own or that the seller owns but does not deliver. In order to deliver the security to the purchaser, the short seller will borrow the security, typically from a broker-dealer or an institutional investor.”, <http://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm>（美國SEC發布之Concept Release有關Short Sales。），最後瀏覽日：2013年6月30日。

辦理證券融通，可稱是出借人、借券人及中介人三方所構成之證券借貸制度。茲說明此制度運作如下：

#### 1. 市場參與者

在美國，證券借貸交易之參與者，包括出借人、借券人及中介人三者，且大多為機構法人。茲再細述如下：

##### (1) 出借人

由於機構法人大多擁有較多的庫存證券，且此等機構法人之資金充裕，並多半以長期持有之方式投資於金融（證券）市場，故機構法人成為借券市場主要券源供給者。主要出借人包含：保險公司（Insurance Companies）、退休基金（Pension Funds）、共同基金（Mutual Funds）、金融機構（Financial Institutions）、大學捐款基金（College & University Endowments）、公共基金（Public Funds）與政府機構（Government Agencies）等。

##### (2) 借券人

即需要借券以履行交割義務或其他目的之單位或個人，但由於美國之證券交易以機構法人為主體，因此，借券人大多仍為機構法人，主要包含國內外證券經紀商或自營商（Domestic & Foreign Brokers/Dealers）、市場創造者（Market Maker）、金融機構（Financial Institutions）與避險基金（Hedge Funds）。

##### (3) 中介人

一般而言，證券借貸交易之中介人係集合出借人之證券組合，對借券人進行信用評等、借券風險評估，提供給出借人作參考依據，同時需要即時正確傳遞借券人之需求與出借人之借貸條件等訊息，故中介人仍以金融市場之專業機構為主。目前，美國證券借貸交易之中介人，係以保管銀行（Custodian Banks）或專業之證券借貸機構，如證券經紀商為主。中介人係出借人的代理人，負責安排、管理證券借貸各項事宜，及擔保品之保管與洗價等，並依約定

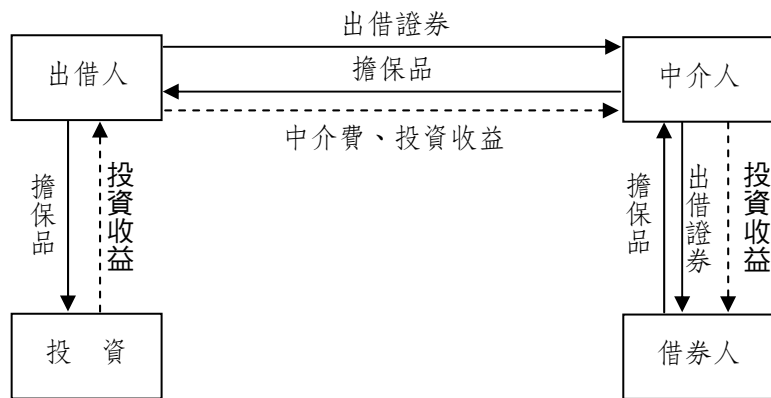
收取中介費或分享擔保品中現金部分之投資收益。

## 2. 證券借貸交易流程

基本上，證券借貸交易可以透過借券之中介人進行，惟借券人若能直接尋覓得到券源，則不當然必須透過中介人的協助，亦可向出借人自行洽借。由於出借人與借券人多屬機構法人，故由此兩者直接借貸證券尚能順利進行，但如能透過專業之中介人從事交易，將使有價證券借貸交易之運作更具效率。

當證券借貸交易由出借人與借券人自行洽借時，在美國係將此視為一種民間私人的法律行為，雙方自行議定借貸條件等，亦自行負擔交易之風險。相對且更重要的係透過中介人進行借貸，以下以簡圖說明證券借貸交易透過借券之中介人進行時之交易流程。

美國證券借貸交易流程簡圖



資料來源：王建民，證券信用交易法制之研究，國防管理學院法律學研究所碩士論文，頁192，2000年6月。

當借券人有借券需求時，即透過中介人代為尋覓擁有其所需證券之出借人，俟出借人確定，中介人即通知借券人繳交現金或是其

他經雙方認可之證券作為擔保品，而中介人收足擔保品後，將借券人所需之證券劃撥至借券人帳戶，借券人即得以所借入之證券滿足其需求。中介人將所收取借券人繳交之擔保品轉至出借人帳戶，出借人可以在證券借貸期間內，自由運用該擔保品以獲得投資收益。

按借券費率原則上由市場供需情況決定，亦即依借貸標的種類及數量、市場需求狀況、借貸期間長短、擔保品形式等作為考量因素。出借之證券與擔保品的各項稅賦、手續費則應由借券人負擔之。

有關證券借貸之期間，得為開放式或固定式。大多採行開放式，即還券之日期並未確定，借貸雙方可隨時要求或於事前雙方約定之一至三天的通知期限內，在通知對方之情形下提前還券、提前召回或終止交易後再開始一筆新的交易。實務上，典型的開放式證券借貸期間，為一至兩個月。

在借券人透過中介人借券時，可由中介人與出借人洽談應繳交之擔保品數量與金額，而出借人得利用該擔保品，如現金、證券與信用狀等從事投資，中介人可要求出借人於運用該擔保品進行投資時，應將一定比例之投資收益分配予借券人及中介人。當借貸期限屆至時，出借人除應退還前述約定之投資收益外，尚應支付中介人中介費用後，才透過中介人將證券歸還出借人。

### (三)日本

日本證券借貸之法源依據為其民法第五八七條之消費借貸契約，所謂消費借貸契約係指，一方將現金或物品交付他方，而他方同意以相同種類、品質、數量之現金或物品返還前者（出借方）而生效力之契約。

再者，日本金融商品交易法第一五六條之二十六設有借貸交易之規範。除此之外，證券商可從事證券借貸之相關行為，包括證券

商本身可成為借貸當事人，或是成為借貸交易之中介人、代理人，則規範於金融商品交易法第三十五條第一項第一款。按日本金融商品交易法第三十五條第一項第一款規定：

「金融商品交易業者（以經營第一種金融商品交易業或投資運用業者為限。以下於本條同），除金融商品交易業外，得經營下列金融商品交易業之附隨業務。

一、有價證券之借貸，或其居間或代理。……」

又依同條第四項：「金融商品交易業者，除金融商品交易業及依第一項與第二項規定所營業務外，得經營經內閣總理大臣承認之業務。」之規定觀之，金融商品交易業者經營有價證券借券業務，似毋須另經承認。日本學說上亦認為此係金融商品交易業之「附隨業務」，毋須另經承認。不過，文獻上也說，實務上仍多以之為「兼業業務」而依第三十五條第四項規定經總理大臣承認<sup>14</sup>。

按在一九九八年日本借券市場研究小組的規劃下，在原有的證券金融公司單軌信用交易制度之下，維持證券金融公司對證券商的「貸借交易」（即轉融通）不變，但證券商對客戶的信用交易之融券，重新定義為「標準信用交易」（Standardized Margin Transaction）；另開放證券商對個人投資人融券之「議借信用交易」（Negotiable Margin Transaction），及對機構投資人之「議借借券制度」（Negotiable Securities Borrowing and Lending）。

在一九九八年借券市場研究小組規劃之前，原本證券商的主要借入券源，是以透過「貸借交易」的方式向證券金融公司轉融通而來，但由於「貸借交易」與原信用交易融券的借券費用係於融券交易成交後一天才可競價產生，因此交易成本無法預知，非常不利於

<sup>14</sup> 參閱岸田雅雄，金融商品取引法，頁100，2010年3月。作者感謝政治大學法學院同事林國全教授協助確認此處相關之日文資料。

需要事前預估借券成本之有套利需求等操作之投資人的需要。同時，部分持有大量股票的機構投資人亦明示欲出借股票賺取出借收益的意願；因此，規劃新種借券制度，就「議借信用交易」與「議借借券制度」開放證券商得直接向信託銀行、保險公司或其他證券商等主要機構投資人借入股票。借券交易採雙方協議方式為之，借貸合約條款自行議定，例如借券期間、借券費用、現金擔保品之利率等。證券商必須提交等同於借入股票市值100%之現金擔保品給出借人，擔保品每日洗價，不足時有追繳的機制。

在證券商這一方出借券源無虞之下，基於原有之信用交易融券之彈性不足以支應客戶多樣化的交易需求，增加「議借信用交易」，即證券商將取借自機構投資人的股票，以議借形態對個人投資人融券之新種信用交易制度，給予個人投資人除標準信用交易外，多一種選擇。交易方式採雙方協議為之，借貸合約條款自行議定，例如借券期間、借券費用、現金擔保品之利率等。在證券商協助客戶融券賣出之前，客戶應先繳納三成之現金或股票為保證金，賣出價金留於證券商處作為擔保品，擔保品每日洗價，不足時有追繳機制。此種議借信用交易可滿足想事前控制交易成本的個人投資者之需求，且借券期間亦可不受限於三至六個月，而可自行約定。

此外，為避免機構投資人因借券賣出的券量較多，需提交大筆保證金，造成降低機構投資人參與市場的意願，並考量機構投資人之違約風險較個人投資人為低的事實，於是在日本信用交易融券賣出的機制之外，新增「議借借券制度」，即證券商得將向機構投資人借入之股票，出借予機構投資人之借券制度。在此制度下，借券人只需要提供出借人等同於借入股票市值100%之現金或股票作為擔保品，擔保品每日洗價，不足時並有追繳機制。借券交易採雙方協議方式為之，借貸合約條款自行議定，例如借券期間、借券費用、現金擔保品之利率等。

#### (四) 韓 國

韓國證券借貸直接定義成一種消費借貸行為，規定於韓國民法第五九八條。亦即當雙方當事人接受返還證券和出借證券之種類及數量相同之意思表示一致時，證券借貸契約成立，性質上屬於諾成消費借貸契約。

按韓國中介證券借貸業務的機構有：韓國證券集中保管公司（Korea Securities Depository, KSD）、韓國證券金融公司（Korea Securities Finance Corporation, KSFC），以及韓國金融監督委員會核准發照之證券經紀商。其中以韓國證券集中保管公司最為活絡，此制亦曾為規劃我國臺灣證券交易所證券借貸系統參考之對象。韓國相關制度說明如下：

##### 1. KSD市場參與者

(1) 出借人：由所有參與證券市場的機構投資人組成，包括：保管銀行、商業銀行、保險公司、投資信託公司、共同基金、退休基金、證券商、外資等。

(2) 借券人：所有買賣證券之機構法人都有可能成為借券人，主要為國內與外國證券公司、機構投資人等。

(3) 中介機構：KSD以集中證券保管機構身分，將證券借貸服務與證券集中保管功能結合，增強作業效率。服務項目包括：交易中介協調、撮合，交付、返還證券，股票出借庫資訊及擔保品管理等。KSD以帳簿劃撥方式處理參與人透過證券借貸系統的借貸交易。

##### 2. KSD交易形態

KSD的借券交易形態共分下列四種<sup>15</sup>：

---

<sup>15</sup> See Regulation on Intermediation of Securities Lending & Borrowing Transactions, ARTICLE 2 DEFINITIONS (July 2011), <http://www.ksd.or.kr/eng/html/services/lhb>.



交易形態	費率訂定	擔保品維持率	擔保品之質權人	借貸期間	提前還券
Customized Transaction (議借交易)	雙方協議	雙方協議 (亦准許為0%)	出借人	一年 可續借	可
Bid-Offer Transaction (競價交易)	競價	100%~110%	KSD	一年 可續借	可
Arranged Transaction (協商交易)	雙方協議	100%~110%	KSD	一年 可續借	可
Settlement-Coverage Transaction (交割需求交易)	競價	100%~110%	KSD	T+2日 不可續借	不可

\*資料來源：韓國證券集中保管公司；轉引自林振東，同註11，頁139。

#### (1) 議借交易 (Customized Transaction)

本形態多為外資採用，出借人與借券人彼此知曉交易相對方，並自行議定交易條件，例如：標的證券、數量、費率、擔保品水準（允許無擔保品的交易）及借貸期間等。出借人為所提交之擔保品的質權人。

#### (2) 競價交易 (Bid-Offer Transaction)

當一參與人欲參與借券業務，但是沒有交易相對方時，可以採用此種交易方法，此時KSD扮演集中交易對手的角色，雙方均不知交易相對人為何，可以減少尋覓交易對象之時間與成本。此類交易根據競價進行，最為韓國機構投資人所歡迎。KSD為所提交之擔保

品的質權人，收受與管理擔保品，保證出借證券之返還，並負損害賠償之責任。

### (3) 協商交易 (Arranged Transaction)

通常國內參加人欲借入標的成分股以創造ETF時，會選用此種交易方式。交易的相對方已事先決定好，並自行議定交易條件，例如：標的證券、數量、費率等。KSD為所提交之擔保品的質權人。

### (4) 交割需求交易 (Settlement-Coverage Transaction)

此為因應證券市場T+2日交割需求所需之借券交易，僅供交割用途，採競價方式，作為預防與證券市場交易有關的違約交割，KSD為所提交之擔保品的質權人。

## 3. 擔保品管理

### (1) 擔保品洗價作業與保證金追繳

按前述所交付擔保品的價值，由KSD依據市價或前一日收盤價進行洗價作業（即marked-to-market），如果擔保品價值低於必要水準，借券人應提供額外擔保品，否則KSD會通知補繳。然而，在議借交易的情況下，只要出借人同意，借券人可不需補繳額外擔保品。當額外擔保品交付後，借券人有權領回超額擔保品。KSD管理所有類型交易的現金擔保品，並按月支付借券人利息（rebate）。

### (2) 擔保品水準

針對不同交易類型有不同之擔保品水準要求：

#### ① 議借交易

出借人與借券人協商擔保品水準，且允許無擔保品的證券借貸交易。

#### ② 競價交易、協商交易及交割需求交易

視借券人信用狀況的標準，KSD在擔保品價值的100%至110%間，決定保證金維持率，一旦借券人違約，質權人KSD即運用所交付的擔保品購入證券，然後代表借券人交還證券予出借人。

#### 4. 還券與續借

##### (1) 到期還券與提前還券

① 到期時，相同種類及數量的借貸證券必須返還予出借人。

② 借券人得在借貸有效期間內的任何時間返還所借之證券。除了交割需求交易外，出借人可在任意時間要求借券人提前還券。只要出借人提出還券之請求，借券人必須在T+2日內提前將所借證券返還予出借人。

③ 除了交割需求交易外，借券人得在到期日前，取得出借人同意，只返還部分證券。

##### (2) 續借

① 除了交割需求交易外，均可申請續借延長借貸證券時間。

② 議借交易中，借券人可在借貸到期日前申請續借，只要出借人在到期日前接受，即可進行續借。

③ 競價及協商交易中，借券人可在借貸到期日（含到期日當天）前四個營業日申請續借，只要出借人在到期日前（含到期日當天）三個營業日接受，即可進行續借。

#### (五) 香 港

根據香港證券與期貨條例第三七七條證券借貸之授權規定，二〇〇二年「證券及期貨事務監察委員會」（SFC）制定「香港證券及期貨（權益披露—證券借貸）規則」（下稱「香港證券借貸規則」），以規範證券借貸行為。其中香港證券借貸最有特色的是，經由核准借出代理人（**approved lending agent**）借出股份的人可獲得豁免申報義務。按香港證券借貸規則第三條規定，基本上任何人根據香港證券及期貨條例之規定負有證券借貸之披露責任（**duty of disclosure**），僅在例外時不負此責任。例外的情形是必須符合下面的條件：

1. 該等股份只是為借出之目的而非為其他目的，而由該核准借出代理人作為該人之代理人而持有；及該等股份只可根據有關協議借出；

2. 某核准借出代理人根據有關協議，將合資格股份（qualified share）<sup>16</sup>借出予某借用人；

3. 某核准借出代理人將由他所借出的合資格股份交還該人；或

4. 某借用人根據有關協議，將某核准借出代理人借出的合資格股份交還該代理人。

#### （六）新加坡

從二〇〇四年四月起生效，新加坡公司法豁免任何大股東（substantial shareholders）從事證券借貸時依該公司法所規定之大股東通知義務。然而，如果是公司董事，則根據同法第一六五條及第一六六條，董事必須於權益變動二日內，揭露有關公司權益變動之情形。簡言之，證券借貸時，大股東有豁免通知義務，董事則無。

另外，依據新加坡法制<sup>17</sup>，證券借貸之出借人，雖然有移轉借出證券之法律上權利給借券人的事實，但因出借人仍為該借出股份之實質受益所有權人，因而仍享有股利分派等經濟上利益的權利。但出借人在取回所借出證券前，則不再享有該證券之表決權<sup>18</sup>。

---

<sup>16</sup> 所謂合資格股份，依據香港證券借貸規則第2條規定，基本上是指擁有股份權益的人，將其股份透過核准借出代理人借出該等股份者謂之。

<sup>17</sup> See Phillip Securities Borrowing & Lending, [http://www.phillipsbl.com/pages/view/securities\\_lending\\_faq](http://www.phillipsbl.com/pages/view/securities_lending_faq) (SBL website, Securities Lending FAQ), 最後瀏覽日：2013年6月30日。

<sup>18</sup> 依新加坡現制，借出證券人任何時刻均可取回，並於T+3日返還出借人。See, *id.*

### (七) 中國大陸（擬成立證券借貸交易所）

根據中國大陸證券管理機關官員及基金經理人表示，中國大陸政府將逐步扶植放空交易（short-selling）產業，其中最重要的一步為成立「中央證券借貸交易所」（Centralized Securities Lending Exchange, CSLE）。按照規劃，原預計該證券借貸交易所最快於二〇一二年第一季正式營運，而中國大陸證券市場主管機關「證監會」將為主要股東，其他可能的公司股東包括上海及深圳證交所、證券經紀商與其他金融機構等<sup>19</sup>。藉由證券借貸制度，看空後市的投資者可先借入股票並出售，期望未來以更低價格購入相同股票返還出借者，藉此獲利。此類放空交易在某些市場受到限制，例如中國大陸在二〇一〇年以前並不開放；反對借券交易者認為其可能加劇價格波動，而贊同者則認為此種操作有助於提高流動性，並且也可提供有意願出借股票的股東另一種收入。

按中國大陸在二〇一〇年開始推行實驗性質的證券借貸市場，允許25家證券經紀商借入與借出特定的90支股票；二〇一一年中國大陸官方進一步開放可借貸共278支股票與7支指數股票型基金（ETF）。截至目前為止中國大陸證券借貸政策的實行被認為是「部分成功」，雖然運作順利，但也存在下面許多挑戰。首先，目前符合借券資格的投資人不包括「合格境外機構投資者」（QFII）；其次，借貸人必須透過中國國務院認可之金融機構作為「中介人」；第三，合格的25家借券券商不得借出非自己基金擁有

---

<sup>19</sup> 筆者按，經查後來中國大陸係成立中國證券金融公司，從事此類業務。未來是否仍成立證券借貸交易所，尚未可知。不過，後來中國證監會也澄清所謂中國大陸擬成立證券借貸交易所一事係不實報導。參閱<http://www.sina.com.cn>（2012年01月06日證券日報），最後瀏覽日：2013年6月30日。

之任何股票<sup>20</sup>。由於符合規定能借出的股票數量有限，且借貸雙方皆需要達到較高的資產要求標準，因此交易活動目前並不發達。

按依規劃，新成立的中央證券借貸交易所將提供有意借入股票的境內合格投資人股票，並收取費用。借貸交易所的股票來源包括中國大陸境內的銀行、保險公司及資產管理公司等機構。投資人普遍認為中國大陸官方此舉將有助於中國大陸證券交易市場的健全發展，並逐漸邁向現代化且成熟的道路<sup>21</sup>。

此一新措施也被認為將有助於中國避險基金（Hedge Fund）產業的發展。截至二〇一〇年底，全中國大陸大約有400個透過信託公司（信託公司本身受到監管）設立的「陽光基金」（Sunshine Fund），募資對象為高資產個人；除此之外，也存在有許多不受監管、暗中經營的私募基金公司。對於中國大陸眾多潛在的避險基金管理公司來說，最主要的問題是缺乏工具。因此，普遍認為在官方開放並設立借貸交易所後，將提供更多可運用的策略與手段供基金經理人使用。中國大陸此次計畫成立中央證券借貸交易所，被認為有意將股市發展導入更健全之體制。中國大陸股市在二〇一一年名列全球表現最差的市場之一，上證綜指二〇一一年全年下跌近22%。此項新政策也被視為中國大陸官方因應時局而生的考量。一般認為，未來隨證券借貸制度更加健全化，投資人與基金經理人將可以在操作獲利與規避風險上更具彈性<sup>22</sup>。

---

<sup>20</sup> See Christine Senior, *Asia Goes Short on Stock Lending*, FINANCIAL TIMES (March 15, 2012). <http://www.efinancialnews.com/story/.../securities-lending-in-asia>, 最後瀏覽日：2013年6月30日。

<sup>21</sup> See *id.*

<sup>22</sup> See Henny Sender, *China Set to Bolster Short Selling*, FINANCIAL TIMES (January 4, 2012). <http://www.ft.com/.../f9356138-36aa-11e1-9ca3-00144feabdc0>, 最後瀏覽日：2013年6月30日。另請參閱陳彥睿，中國擬成立證券借貸交易所，證交資

## 二、目前各國「證券交易所」應關切之證券借貸議題

從上面世界主要國家證券借貸制度的介紹中可知，各國證券借貸制度大同小異，差別不大。其實，世界交易所聯合會（World Federation of Exchanges, WFE）為釐清各國「證券交易所」對有價證券借貸的成長應有的認識與態度，於二〇〇七年十一月出版「證券交易所與有價證券借貸的成長」報告（Stock Exchanges and the Growth of Securities Lending<sup>23</sup>，下稱「WFE研究報告」），其分析與建議足供國內各界參考，分述摘錄如下（(一)~(四)項目）：

### (一)交易所對有價證券借貸市場的參與

按證券交易所在證券借貸方面有兩個不同的挑戰：第一，也可能是最大的挑戰，是在公司治理程序中如何兼顧投資人的利益及發行人的需要；第二則是運用證券借貸費率資料，執行市場監視。在公司治理及市場監視這兩方面，證券交易所均須作出許多實際上及思考上的選擇。

由於證券借貸會被作為影響股東投票的工具，發行公司會開始質疑作為上市公司的價值所在。雖然此一疑慮目前尚不足以對交易所構成威脅，但是隨著避險基金及其他放空策略對證券借貸的需求越來越大，交易所必須開始正視此一議題。

在公司治理方面，證券交易所可以把握機會鼓勵資產持有者及中介機構，在公司股東會投票日（或股利分派基準日）附近時日進行證券借貸交易時，應審慎作出判斷。當證券交易所參與此事時，

---

料，598期，頁94-95，2012年2月。

23 JOSH GALPER, A STUDY PREPARED FOR WFE, WORKING COMMITTEE (Nov. 2007). 全文詳閱 <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE%20Vodia%20Exchanges%20and%20SecLending%20.19-11-07.pdf>，最後瀏覽日：2013年6月30日。

會被認為是幫上市公司發聲，從而贏得發行公司之信任。但是，就實務上來說，交易所實在很難判斷一筆交易究係牽涉到投票權轉讓或是單純的「股利剝離／股利再得」策略。

按所謂「股利剝離／股利再得」(dividend stripping/dividend recapture)策略，是指股票會在投票日(或股利分派基準日)附近時日被出借，以套取投資人間適用不同稅率的利益。長期資產持有者將股票出借給另一股利稅率較低的個體，俾使雙方均能夠獲取額外的收益。借券人在借入證券所上市的國家，常是享有稅賦優勢的公司或個人。當股利發放後，借券人將股票返還給出借人，同時加上比應課稅主體原來課稅後可收到股利更多的金額，從而使出借人及借券人雙方均可依其租稅身分而進行稅負套利。

國際公司治理網絡組織(International Corporate Governance Network, ICGN)在其二〇〇四年調查<sup>24</sup>，發現股利剝離／股利再得策略經常(有26%)被採用，但仍有74%的機構投資人未採行此一作法。其實，已有許多國家的市場管理者業已注意到股利剝離／股利再得的策略，並採取必要的措施來防範其發生。荷蘭於二〇〇二年立法強烈防阻此一作法，實質上將股利剝離／股利再得視為違法。二〇〇七年更修改其一般股利預扣稅率，使其與和大部分國家簽定的稅務協定稅率相當。英國則規定如果出借人持有具投票權及不具投票權股份10%以上，則公司不需支付該出借股票之股利。德國稅務機關一直亟思如何修改該國有關容許股利剝離／股利再得的法律，但目前為止仍遭聯邦稅務法庭(Federal Tax Court)反對。上述這些案例，其目標皆在於降低或移除股利剝離／股利再得的經濟利益，並降低稅法及稅率的複雜性。然而，在國際間，股利剝離

---

<sup>24</sup> <https://www.icgn.org/best-practice> ICGN study of share lending vis-à-vis voting, 最後瀏覽日：2013年6月30日。



／股利再得仍是一個普遍的市場實務作法，並導致在除權除息基準日附近證券借貸券源的短缺<sup>25</sup>。

當兩種情況發生時，股利剝離／股利再得便會對公司治理造成問題：第一，當除權除息基準日與公司投票日在同一天；第二，當股利剝離／股利再得的股份大到足以影響投票。當投票日剝離股利時，出借人事實上已經選擇了將收入極大化，而放棄了投票權。如果一個機構為了剝離股利而將股票出借給持股本來就很多的國際機構投資人時，後者可能會因此在股東會時擁有極高的投票權，且其對行使投票權的意見可能不同於出借人，而且對投票結果也會有重大的影響。

關此，WFE研究報告認為，股利剝離／股利再得對公司治理造成的影響可以透過強制要求除權除息基準日不得與投票日為同一日來解決。雖然這看似直截了當的作法，在一些國家卻因為文化的因素而無法落實。證券交易所可透過支持要求發行公司不得將除權除息基準日與投票日定為同一日的法規來解決此一問題。按這一問題由於我國上市櫃公司實務上投票日與除權除息基準日通常不同，故問題應不大。

## (二)證券借貸、價格發現及市場監視

按借券費率為價格發現及市場監視提供了獨特的線索。就價格發現而言，借券費率的顯著變動可能意味著標的股價也即將隨之變動。因此，藉由追蹤證券借貸費率及掌握借券人身份，市場管理者可以在市場監視方面更加深入。

---

<sup>25</sup> 國內相關中文文獻，可參閱張文毅譯，證券交易所與有價證券借貸的成長，證交資料，599期，頁38-39，2012年3月。

### (三)投票與證券借貸方面的最佳實務之準則

對鼓吹公司治理之業界而言，證券借貸對投票權造成的影響一直是一個受到關切的議題。他們指認出一些行為就算沒有違反明文規定，至少已經背離了公平有秩序市場的精神。就此而言，公司治理的鼓吹者是與證券交易所站在同一陣線。

前已提及之國際公司治理網絡組織（International Corporate Governance Network, ICGN）是由國際間關切公司治理者所組成的非營利組織。該組織針對出借人、借券人、中介機構及發行人等，發布了證券借貸交易的最佳實務。此一最佳實務之準則建議頗為特殊，因為其有關證券借貸的文件內容多聚焦於借券人及中介機構之間，而很少論及發行人及出借人的問題。

ICGN的報告事實上源自Andrew Clearfield博士所領導的證券借貸工作委員會。該委員會被要求制訂一行為準則。委員會針對證券借貸及投票進行了一份問卷調查。二〇〇五年最佳實務準則（下稱「ICGN最佳實務準則」）出版後，委員會被賦予監督準則落實的責任。作為ICGN的一位董事，Andrew Clearfield博士負責監督證券借貸與投票的議題研究。

最佳實務準則揭櫫公司治理的一些原則。雖然其中有一些原則是自明而不待說明的（self-evident），但ICGN的問卷調查卻顯示很多原則並未被實際採行。這七個原則包括：

1. 所有證券借貸活動，必須建立在一個基礎上：瞭解到在借貸存續期間，證券的所有權會從出借人移轉至借券人。當證券被出借時，出借人便喪失了投票權，並無市場機制讓出借人仍能保有投票權。

2. 在證券借貸期間，出借人僅得向借券人主張其權利，因出借人就已出借之證券，無法向發行人主張其權利。出借人向借券人收

取現金或有價證券作為出借證券之擔保品。確保借券人所提擔保品足以保護出借證券的價值是出借人的責任。

3. 機構投資人股東對證券借貸應有明確政策，尤其是牽涉到投票權之行使。如果沒有書面的明確政策，當股票業已出借或得以出借時，出借人可能會喪失投票的機會或對投票權的行使產生困惑。尤有甚者，如果沒有書面的明確政策，會導致客戶或受益所有權人對投資組合中股票投票權行使投票權的時機及頻率產生誤解。

4. 一個機構持股的出借政策，應由其受益所有權人決定，不論其受益所有權人係另一機構、公司或個人的組合。不應由中介機構，包括資產管理人、保管銀行或第三方出借人提供出借政策給受益所有權人。這些人也不應對不明確的指導原則作出解釋。而且，第三人也應可很容易地執行受益所有權人所訂的出借政策。

5. 由於證券出借活動可能會改變投資組合的風險特性，出借政策應明定被准許的範圍。出借政策應明定可供出借股票的種類及數量、適格擔保品種類，及投資組合願意承擔或明確拒絕的風險。

6. 在向客戶或受益所有權人揭露時，應將借券收益與其他投資收益分開。雖然有一些退休基金已經分開揭露，但一些共同基金仍將出借收入、投資收益及保管費用混雜在一起。

7. 為了取得投票權而借入股票是不好的作法。出借人及其代理人應盡合理的努力，避免涉入或造成此一狀況的發生，因為其扭曲了公司治理及股份有限公司的精神。

前述ICGN準則的落實尚待出借人、保管銀行及證券商的配合。機構投資人服務公司（Institutional Shareholder Services, ISS）於二〇〇七年針對297位機構投資人所做的問卷調查顯示下面結果：

出借股票的機構中的72%，有書面的明確出借政策。然而，其中只有49%有規範到委託書投票（proxy voting）。出借股票的機構

中的59%，與保管銀行間，並未針對投票有明確的召回政策。出借股票的機構中的70%並未提供其客戶有關投票及出借股票的資訊。

#### ④證券借貸、公司治理及證券上市價值

此外，證券借貸也可能有「空洞投票及脫鉤」（empty voting and decoupling）的問題。亦即，證券可以在投票日附近出借或借入，以刻意影響公司行為或作為（corporate action）的結果。此一被稱為「空洞投票及脫鉤」（empty voting and decoupling）的作法，可能會導致投票權行使的方式，有意或無意地損及公司或其股東的長期利益。

全球的證券交易所均須面對圍繞著證券借貸與公司治理及證券在交易所上市的價值間的複雜問題。隨著證券被出借，藉由賦予短期資產持有者比長期持有者更多的投票權，其可能會改變公司投票的結果。雖然此一結果過去鮮少發生，但其確實可能會發生。操弄投票權的波動性（volatility）會減損作為上市公司的價值，進而影響公司是否上市的決策，尤其是在目前私募基金購併風潮方興未艾之際。雖然證券借貸並非唯一會讓公司投票結果受到有限的或短期的資產持有人影響者，但證券交易所確實需要對此一領域有一明確的政策宣示，以落實對公司治理的支持。

證券之所以會在投票日附近被借入的原因有許多。首先，最溫和無害的狀況是屬現有借券放空策略的一部分，出借人認為沒有必要為了行使投票權而提前召回所出借之股票。第二，如前所述，投票日可能與除權除息日綑綁在一起，而其證券借貸的原來目的即係在出借人與借券人的稅負狀況間進行套利。最後一個情形是，證券的出借本身就是為了在基準日時改變股東資格，俾將投票權自出借人移轉給借券人。

其實，吾人以為，作為放空策略的一部分而借入證券乃是大部

分避險基金及作空者的普遍市場實務作法。藉由放空，市場參與者可以表達其認為一證券價格將下跌的看法。由於有人賣出該證券，買方投資人可以用更低的價格買進。在投票時，如果證券的受益資產所有人對投票不感興趣而將股票出借，將使買方以平常不太可能的低價買進相當數量的股票。這乃是公平且正常的市場實務作法。唯一的問題在於資產持有者為什麼選擇不行使投票權，而這又取決於投票的性質及該等資產對持有者的重要性而定。

## 伍、公司內部人出借股票法律問題

### 一、禁止公司內部人出借股票並無法律依據

從上述各外國及地區有關證券借貸之立法例與實務以及我國證券交易法現行規定觀察，並無明文禁止公司內部人出借證券之情形。另外，如上所述，公司內部人得否出借證券，更不是目前各國「證券交易所」關切之證券借貸議題之一。但是我國證券主管機關卻基於證券交易之管理，為避免內部人內線交易等因素，如本文之前所述，發函規定公司內部人不得出借有價證券，其理由略以：「一、為避免內部人出借有價證券予其關係人，再由關係人出售，藉以規避歸入權與內線交易之適用。二、內部人因借入後賣出，及為還券而買進，如果該賣出及買進時間在六個月內獲有利益時，因有證券交易法第157條歸入權適用，衍生相關股權管理問題。三、證券交易法對董事及監察人持股成數予以規定，主要為穩定公司經營權，而借入股票目的是為了交易需要，非長期持有，如准許內部人借入股票將造成董事及監察人計算持股成數的法律適用疑義。」

其次，禁止內部人出借有價證券，依司法實務可能之見解，亦可能僅為取締規定，而非效力規定，在法律無明文法律效果下，證券主管機關如何制裁違反者？誠是一個值得玩味的執行成本問題。

至於政策上，是否須嚴格禁止內部人出借證券，剝奪內部人使用、收益、處分其證券財產權，深值深究。本文基於憲法上人民財產權保護，及財產權之使用、處分及收益不應有不當限制之考量，認為我國法令不宜任意加以禁止<sup>26</sup>，而應輔以適當之管理，採取開放之態度。

至於內部人以信託方式出借證券之情形，由於內部人之證券所有權已移轉於受託人（如銀行信託部門），故可謂內部人已與證券所有權分離；再者，受託人具有運用決定權，委託人對於借券人之選定及出借費率等交易條件均無置喙餘地，此時受託人將該證券再為出借更無禁止之理。

## 二、證券借貸之事前申報及事後申報機制

我國證券交易法第二十二條之二第一項第二款規定所稱之內部人「轉讓」規範，究應以「買賣」作為法律上原因之股份轉讓行為為限，抑或是兼及包括以「消費借貸」或其他法律行為，例如「贈與」為原因之股份轉讓行為在內？值得在學理上進行探究。

按現行我國證券交易法第二十二條之二及第二十五條兩條文，係針對內部人持股轉讓之事前及事後申報加以規範。對此，論者就綜合考量證券借貸與買賣兩者在法律效果、經濟實質及其對市場之

---

<sup>26</sup> 司法院釋字第672號解釋理由書謂：「憲法第十五條規定人民財產權應予保障，旨在確保個人依財產之存續狀態行使其自由使用、收益及處分之權能，並免於遭受公權力或第三人之侵害，俾能實現個人自由、發展人格及維護尊嚴（本院釋字第400號解釋參照）。立法機關對人民財產權之限制，如合於憲法第二十三條所定必要程度，並以法律定之或明確授權行政機關訂定法規命令者，即與上開憲法意旨無違，迭經本院解釋在案（本院釋字第三一三號、第四八八號、第六00號解釋參照）。」另外，司法院釋字第709號解釋理由書亦再度明示同旨。

實際影響諸方面之差異因素加以比較，得到下面有建設性之觀點<sup>27</sup>：

(一)內部人股權異動申報之立法目的，在於透過強制公司內部人公開資訊，避免因資訊不對稱誘發利益衝突之代理問題，並防範公司內部人濫用其資訊優勢地位，進行內部人短線交易或內線交易。

(二)證券借貸，因其「出借」所生股份轉讓效果，致持股減少之變動狀態，僅係暫定性變動，且借券人是否違約，及是否將因其標的證券之流動性不足而無法自市場買回返還，均非出借之內部人所得預知或任意控制。又證券出借行為之本身，對於標的證券市場價格之形成，並無影響之作用力，僅其借券費用之決定，依存於同種證券當日收盤價，應屬對市場沒有影響力的中性活動，無被內部人利用為出脫持股或遂行短線交易、內線交易手段之虞，故內部人出借持股，似不須納入證券交易法第二十二條之二規定範圍內。

(三)至於內部人因出借股票致其持股減少之變動狀態，有可能因借用人違約及該標的證券流動性因素，無法自市場買進返還，而終局地確定不能回復原狀之情形，基於內部人股權管理之需要，仍應適用證券交易法第二十五條之事後申報。

基本上，本文贊同上述論者見解。惟本文以為，基於內部人出借證券，仍有所有權之移轉行為，雖其性質上係屬於暫時性之移轉，但在證券借貸期間，借券人仍取得借入證券之所有權，因此，似均應認為合致證券交易法第二十二條之二第一項第三款所稱「轉讓」股票予特定人，以及同法第二十五條之事後必須持股申報之情形。

至於短線交易認定之問題，在內部人以信託方式出借證券之情形，基於經濟實質，應認信託之股票及其受分配股票股利或認購之

---

<sup>27</sup> 參閱林振東，同註11，頁155-156。

現金增資股票之返還不是證券交易法第一五七條之一所稱之「取得」，於信託返還時並不會啟動短線交易歸入權之適用。

此外，如有人企圖透過證券借貸逃避內線交易規範之適用，則基於現行證券交易法第一五七條之一第一項已明定：以「本人或他人名義」進行內線交易之行為均屬於內線交易行為，故此種行為無法迴避應有之內線交易法律責任，此點應無疑義。

### 三、證券借貸如何適用證券交易法第二十六條

按我國證券交易法第二十六條對於全體董事、監察人持股最低成數之法定限制，雖於立法政策上備受學者批評<sup>28</sup>，但鑑於其立法目的係為增強董、監經營信念，健全公司資本結構，並防止其對本公司股票做投機性買賣，致影響證券交易及投資人利益<sup>29</sup>。故公司內部人進行證券借貸於證券交易法第二十六條適用上，如其全體董、監持股數低於法定持股最低成數之情形，從證券交易法本條之立法目的觀察，似不得以其董事、監察人借入之股數，加入認列計算。惟有論者以為，具有董事、監察人身分之出借股份，在發生借券人違約，而經借券中心依規定處分其擔保品後，因其標的證券流動性不足，無法買進足額標的證券返還，而改以等值之現金償還，致其出借證券所表彰之股東權終局地移轉之前，計算上亦不得以其

---

<sup>28</sup> 參閱賴英照，最新證券交易法解析，頁202-208，2011年2月，2版；郭大維，論公開發行公司董監最低持股之規範——兼評大法官釋字第六三八號解釋，載：判解研究彙編(五)，頁117-142，2009年12月；以及劉連煜，新證券交易法實例研習，頁197-207，2014年9月，增訂12版。至於外國有關「企業所有權與經營權分離」議題探討之經典文獻，請參閱ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY, 1932 ED. (Jan. 1991), at 1 et. seq.

<sup>29</sup> 參閱立法院秘書處編印，證券交易法案，上冊，頁32、202，1968年7月。



出借股數作為全體董事、監察人之持股數之減少。是其董事、監察人原持有股數減去具有董事、監察人身分之出借股數之餘額，低於董事、監察人法定持股最低成數時，亦不宜認定違反證券交易法第二十六條之規定<sup>30</sup>。

對此法律適用問題，本文以為，從出借股票具有所有權移轉之事實而言，似應在計算證券交易法第二十六條之持股成數時，就應扣除董、監之出借股數；加上，因司法院釋字第六三八號解釋宣告「董事、監察人股權成數及查核實施規則」有關處罰全體董事（或監察人）及處罰法人代表人的規定，逾越證券交易法第二十六條及第一七八條的授權，違反法律保留原則，應屬無效。再者，目前主管機關對董、監持股不足者，不再科處罰鍰，只是對違反者，加強有關之資訊揭露而已<sup>31</sup>。在此情形下，似仍應認為計算證券交易法第二十六條董、監持股成數時，應扣除董、監出借之股數，並配合本文下述證券借貸資訊揭露制度，以健全內部人借貸證券之管理。

當然，如果證券主管機關願意面對證券借貸之**經濟實質**，如同我國稅務稽徵機關財政部之前所作解釋：「……借券人發生有價證券借貸交易違約情事，而以現金代替實物返還出借人時，視同出借人實質賣出借貸標的證券行為，應課徵證券交易稅<sup>32</sup>」之精神，在計算證券交易法第二十六條之公司內部人持股成數時，採取計入董、監之出借股數的見解，亦無不可支持之理由。

---

<sup>30</sup> 林振東，同註11，頁156-157。

<sup>31</sup> 參閱劉連煜，同註28，頁195-198；以及劉連煜，強制公開發行公司董監持股規定之檢討，月旦法學雜誌，156期，頁221-227，2008年4月。

<sup>32</sup> 財政部2007年8月20日臺財稅字第09600210970號令。

#### 四、證券借貸之資訊揭露

有論者以為，證券之借貸交易，涉及賣出所借入股票或買進標的股票返還之後續交易行為，具有傳遞借券人將透過市場賣出或買入標的證券之交易資訊，以及公司內部人對該公司股票價格變動所持態度等訊息之功能。從而，具有公司內部人身分從事證券借貸交易資訊，對市場投資人之投資決策，有其不可漠視之參考價值。為增進證券市場之效率與公平性，若考量同意內部人出借或借入證券，建議應要求即時公開揭露此一訊息，藉此可間接達到防止內線交易之目的<sup>33</sup>。關此，本文亦持相同見解，蓋藉由揭露內部人證券借貸資訊，似可強化公司內部人借貸證券所衍生問題之管理。

#### 五、在公司治理方面的考量

按前述ICGN最佳實務準則第七點建議：「為了取得投票權而借入股票是不好的作法。出借人及其代理應盡合理的努力，避免涉入或造成此一狀況的發生，因為其扭曲了公司治理及股份有限公司的精神。」此點特別值得我國證券主管機關及證券交易所參考，並應於相關法令中明訂其旨趣，以貫徹公司治理鼓勵股東積極參與公司事務決定的精神。否則，如允許透過證券借貸行使投票權<sup>34</sup>，則表面上雖似合法但實質上可能會因此違反我國證券法制中有關公開發行公司委託書使用規則第十一條所明白揭示：「委託書徵求不得有對價」之明文規定的精神<sup>35</sup>。

---

<sup>33</sup> 林振東，同註11，頁157。

<sup>34</sup> Henry T. C. Hu & Bernard S. Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CALIF. L. REV. 811, 811-908 (2006), SSRN: <http://ssrn.com/abstract=904004>，最後瀏覽日：2013年6月30日。

<sup>35</sup> 公開發行公司出席股東會使用委託書規則第11條規定：「出席股東會委託書

此外，我國上市櫃公司中家族企業較多，家族企業的特色是股權較集中，而且為了維持繼續控制公司，家族企業的大股東似較不可能為微薄小利在股東會需要行使投票權時出借股票造成其喪失經營權或控制權的不利情況。因此之故，如法令鬆綁禁止公司內部人出借持股的規定，對前述證券借貸所造成的公司治理上疑慮，應不致雪上加霜。其實，證券主管機關及證券交易所只要實施對整體市場借券賣出總量管制措施即可，而不需考量券源來自公司內部人與否。

## 陸、結論與建議

隨著我國證券市場與證券衍生性商品市場發展，機構法人參與程度日益加深，其為執行套利、避險策略或金融商品履約所產生之借券需求亦日漸提高，建置一個支援交易需求之借券制度已屬必要。但市場卻始終對其一知半解，認為借券就一定是放空，借券是導致證券市場下跌的主因。事實上，借券人借券目的可說是包羅萬象，除從事避險、套利及放空等策略性交易外，還可為用於返還借券或證券權益補償、融券賣出之現券償還、認購（售）權證、股票選擇權或其他具有股權性質金融商品之履約、因應ETF之實物申購或買回等等用途，故證券借券實不等同於借券賣出。

從各國（地區）有關證券借貸制度可知，各國（地區）並無明文禁止公司內部人出借證券之情形。而且，目前各國（地區）「證券交易所」最關切之證券借貸議題，亦不是如同我國此方面之議題。世界交易所聯合會（World Federation of Exchanges, WFE）為

---

之取得，除本規則另有規定者外，限制如下：一、不得以給付金錢或其他利益為條件。……」

釐清各國（地區）證券交易所對有價證券借貸的成長應有的認識與態度，而於二〇〇七年十一月出版之「證券交易所與有價證券借貸的成長」報告（*Stock Exchanges and the Growth of Securities Lending*）特別指出，全球的證券交易所均須面對圍繞著證券借貸與公司治理及證券在交易所上市的價值間之複雜問題。簡言之，隨著證券被出借，藉由賦予「短期資產持有者」比「長期持有者」更多的投票權，是有可能會改變公司投票的結果。雖然此一結果過去鮮少發生，但確實有可能會發生。這點我國證券主管機關及證券交易所也應持續密切注意。其次，我國證券主管機關及證券交易所應於相關法令明文呼應國際公司治理網絡組織（*International Corporate Governance Network, ICGN*）最佳實務準則第7點之建議：「為了取得投票權而借入股票是不好的作法。出借人及其代理人應盡合理的努力，避免涉入或造成此一狀況的發生，因為其扭曲了公司治理及股份有限公司的精神。」以貫徹公司治理鼓勵股東積極參與公司事務決定的精神。

對於我國禁止公司內部人出借證券之議題，本文研究結論認為，基於憲法上保護人民財產權，及有關財產權之使用、處分及收益，不應在法律無明文授權之情形下作不當限制之考量，我國法令似不宜禁止內部人之證券借貸行為，而應改採取開放之態度，對之輔以適當之管理措施，這樣才能與外國法制接軌，也才能配合我國證券市場國際化之目標。至於內部人以信託方式出借證券之情形，由於內部人之證券所有權已移轉於受託人（如銀行信託部門），故可說內部人已與證券所有權分離；再者，受託人具運用決定權，委託人對於借券人之選定及出借費率等交易條件均無置喙餘地，此時受託人將該證券再為出借更無禁止之理。一言以蔽之，證券主管機關及證券交易所只要實施對整體市場借券賣出總量管制措施即可，而不需考量出借之券源究竟來自公司內部人與否。

關於主管機關所最擔心內部人有可能藉由證券借貸規避內線交易等規範之問題，依照二〇一〇年新修正之證交法第一五七條之一第一項規定，「利用他人名義」從事內線交易者仍在法律禁止之列，故此一疑慮似應不會再是問題。

另外，本文以為，基於公司內部人出借證券，仍有所有權之移轉行為，雖其性質上係屬於暫時性之移轉，但在證券借貸期間，借券人仍取得借入證券之所有權，因此，似均應構成證券交易法第二十二條之二第一項第二款所稱「轉讓」股票，以及同法第二十五條之事後必須持股申報之情形。

至於證券借貸如何適用證券交易法第二十六條之問題，本文基本上認為，似仍應於計算證券交易法第二十六條董、監持股成數時，扣除董、監出借之股數，以符合原來法令之目的。

再者，具有公司內部人身分從事證券借貸交易之資訊，對市場投資人之投資決定，有其不可漠視之參考價值。為增進證券市場之效率與公平性，若證券主管機關考量同意內部人出借或借入證券，建議應一併要求其即時公開揭露此一資訊，藉此或可間接達到防止內線交易之目的。

總之，本文建議，金管會二〇〇九年十二月十八日金管證交字第〇九八〇〇六五九三二號函釋，以及同會二〇〇六年八月二十三日金管證三字第〇九五〇〇〇三九八八號令，有關公開發行公司董事、監察人、經理人及持有公司股份超過10%之股東（即學理上所稱之公司內部人）（包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有之股票）不得進行有價證券借貸交易，且上開人員將股份交付信託後，該股份仍屬不得出借之股份之命令，似應重新檢討其妥適性及合憲性。此外，由於借券通常會有返還證券之問題，因此，本文亦建議證券主管機關似可比照其二〇〇七年十一月二十一日函釋（二〇〇七年十一月二十一日金管證四字第〇九六〇〇六二二六八號

函)之說明四<sup>36</sup>，透過「純借券無涉買賣交易者，非屬全權委託範圍」之相同推理意旨，從而似可釋示：純出借之信託財產返還受益人(內部人)時，不視為證交法第一五七條短線交易之「取得」，故不適用內部人短線交易歸入權之相關規定，以符合證券借貸之經濟實質。

---

<sup>36</sup> 2007年11月21日金管證四字第0960062268號函之說明四謂：有關兼營信託業務之銀行辦理委託人未保留運用決定權之有價證券信託業務，並約定受託人運用方式僅得辦理有價證券出借，「無涉及買賣等其他交易行為」，是否屬信託業兼營全權委託投資業務範圍乙節：受託人運用方式僅為辦理有價證券出借，因無涉及運用於證券交易法第6條之有價證券之行為，非屬信託業兼營全權委託投資業務範圍。

## 附 錄

民國101年12月份上市證券信用交易及借券交易概況表

日 期	借券成交 (張)	借券餘額 (張)	當日借券 賣出數量 (張)	借券賣出 餘額 (張)	當日借券賣出 占當日市場成交 比重		當日融券賣出 占當日市場成 交比重 (不含資券互 抵交易之融券 賣出)	
					借券 賣出 成交值 /市場 成交值 (%)	借券 賣出量 /市場 成交量 (%)	融券 賣出 成交值 /市場 成交值 (%)	融券 賣出量 /市場 成交量 (%)
101/12/28	47,748	6,348,037	14,677	4,410,139	1.33	0.46	1.64	1.02
101/12/27	19,934	6,396,044	18,204	4,448,255	1.15	0.60	1.87	1.00
101/12/26	15,388	6,433,215	8,801	4,473,743	0.48	0.27	1.64	0.90
101/12/25	23,016	6,469,280	9,277	4,482,435	0.49	0.29	2.5	1.51
101/12/24	15,988	6,495,831	12,754	4,487,112	0.58	0.49	1.99	1.22
101/12/22	22,912	6,532,601	3,615	4,513,370	1.02	0.17	2.9	1.51
101/12/21	56,112	6,524,843	30,594	4,511,991	2.38	0.79	2.32	1.21
101/12/20	55,806	6,548,934	28,295	4,517,011	1.37	0.77	2.12	1.20
101/12/19	55,013	6,563,616	28,596	4,525,655	1.50	0.73	2.13	1.19
101/12/18	59,582	6,673,821	32,980	4,588,175	1.86	1.00	2.49	1.13
101/12/17	63,140	6,691,013	36,162	4,572,181	1.90	0.95	1.72	1.02
101/12/14	64,860	6,708,084	27,798	4,560,681	1.74	0.67	1.69	0.96
101/12/13	94,830	6,725,076	49,336	4,561,855	1.49	1.09	2.01	1.40
101/12/12	37,555	6,736,399	40,728	4,526,013	1.45	1.12	2.78	1.66

日期	借券成交 (張)	借券餘額 (張)	當日借券 賣出數量 (張)	借券賣出 餘額 (張)	當日借券賣出 占當日市場成交 比重		當日融券賣出 占當日市場成 交比重 (不含資券互 抵交易之融券 賣出)	
					借券 賣出 成交值 /市場 成交值 (%)	借券 賣出量 /市場 成交量 (%)	融券 賣出 成交值 /市場 成交值 (%)	融券 賣出量 /市場 成交量 (%)
101/12/11	91,831	6,803,814	43,016	4,530,224	1.95	1.19	2.08	1.22
101/12/10	59,165	6,759,380	30,570	4,489,498	2.72	0.94	1.97	1.03
101/12/07	108,779	6,778,844	33,814	4,483,973	1.67	0.87	2.03	1.21
101/12/06	211,779	6,757,867	42,037	4,474,269	2.08	0.96	1.78	0.79
101/12/05	84,153	6,665,579	48,490	4,451,067	1.71	1.00	1.87	1.04
101/12/04	114,795	6,700,051	42,222	4,461,540	1.45	1.07	2.36	1.54
101/12/03	47,124	6,665,359	41,019	4,439,300	1.19	1.11	2.04	1.51

資料來源：臺灣證券交易所。



## 參考文獻

### 一、中 文

1. 王建民，證券信用交易法制之研究，國防管理學院法律學研究所碩士論文，2000年6月。
2. 立法院秘書處編印，證券交易法案，上冊，1968年7月。
3. 周允文，淺談證券商辦理有價證券借貸業務，證交資料，599期，頁62-67，2012年3月。
4. 林振東，臺灣有價證券借貸市場法制之研究，政治大學法學院碩士在職專班學位論文，2009年1月。
5. 林財福（張文毅整理），人物專訪——臺灣證券交易所結算部林財福經理，主題：我國有價證券借貸市場的過去、現況與未來，證交資料，599期，頁6-13，2012年3月。
6. 林崇英，我國證券借貸與信用交易制度概述，證交資料，599期，頁47-51，2012年3月。
7. 張文毅譯，證券交易所與有價證券借貸的成長，證交資料，599期，頁33-46，2012年3月。
8. 郭大維，論公開發行公司董監最低持股之規範——兼評大法官釋字第六三八號解釋，載：判解研究彙編(五)，頁117-142，2009年12月。
9. 陳欣昌，編輯室的話——借券市場面面觀，證交資料，599期，頁4-5，2012年3月。
10. 陳建宏，借券交易對股價變化影響研究，臺灣大學經濟系在職專班碩士論文，2011年3月。
11. 陳彥睿，中國擬成立證券借貸交易所，證交資料，598期，頁94-95，2012年2月。
12. 臺灣證券交易所，因應證交法第六十條修正探討我國證券借貸市場之發展方向，2005年12月。
13. 臺灣證券交易所彙編，2011年世界主要證券市場相關制度，2011年7月。
14. 臺灣證券交易所彙編，臺灣證券交易所五十週年特刊，2011年10月。

15. 劉連煜，強制公開發行公司董監持股規定之檢討，月旦法學雜誌，156期，頁221-227，2008年4月。
16. 劉連煜，新證券交易法實例研習，增訂12版，2014年9月。
17. 賴冠宇，全球有價證券借貸之發展沿革與趨勢，證交資料，599期，頁24-32，2012年3月。
18. 賴英照，最新證券交易法解析，2版，2011年2月。

## 二、日 文

- ◎岸田雅雄，金融商品取引法，2010年3月。

## 三、外 文

1. BERLE, ADOLF A. & MEANS, GARDINER C., THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY, 1932 ED. (Jan. 1991).
2. Senior, Christine, *Asia Goes Short on Stock Lending*, FINANCIAL TIMES (2012).
3. Sender, Henny, *China Set to Bolster Short Selling*, FINANCIAL TIMES (2012).
4. FAULKNER, MARK C., AN INTRODUCTION TO SECURITIES LENDING (4th ed. 2004).
5. Hu, Henry T. C. & Black, Bernard S., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CALIF. L. REV. 811 (2006).
6. GALPER, JOSH, A STUDY PREPARED FOR WFE, WORKING COMMITTEE (2007).
7. Regulation on Intermediation of Securities Lending & Borrowing Transactions, ARTICLE 2 DEFINITIONS (2011).
8. Securities Borrowing & Lending Guidance, U.K. (2009).
9. Technical Committee of IOSCO, Securities Lending Transactions: Market Development and Implications—New Report by IOSCO and CPSS (1999).

# A Study of Legal Problems Arising from Securities Lending of Corporate Insiders

Len-Yu Liu \*

## Abstract

Taiwan's securities regulators currently forbid corporate insiders from lending out their own corporate securities to others. After a thorough study, this article concludes that an appropriate and timely lifting of the abovementioned ban will be of direct relevance to the securities industry as well as the rights and interests of corporate insiders. It appears that there is a need for the securities regulators to reconsider the above de-regulation. In addition, this article also investigates what applicable rules are to be adopted by regulators once corporate insiders are permitted to lend out their own corporate securities.

**Keywords:** Corporate Insiders, Stock Lending, Securities Lending, Arbitrage, Short Trading, Information Disclosure, Short-Swing Trading, Insider Trading, Securities Derivatives, Corporate Governance.

---

\* Distinguished Professor of Law, National Chengchi University, College of Law; J.S.D., Stanford University, Law School.

Received: January 23, 2013; accepted: May 23, 2013