證券交易所與有價證券借貸的成長

譯●張文毅　臺灣證券交易所結算部副組長

為釐清證券交易所對有價證券借貸的成長應有的認識與態度，世界交易所聯合會(World Federation of Exchanges；WFE)於2007年11月出版了「證券交易所與有價證券借貸的成長」（Stock Exchanges and the Growth of Securities Lending；全文詳http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE%20Vodia%20Exchanges%20and%20SecLending%20.19-11-07.pdf）足供國內市場管理者與參與者參考，爰將全文譯出。

壹、摘要

全球各個證券交易所與有價證券借貸的關係有各種不同的形式，交易所對證券借貸的控制、監督方式也不盡相同。在一些國家，交易所及保管機構負責受規管、正式的證券借貸市場的營運；在一些國家，交易所業務及證券借貸則幾乎完全分離。不管以往的狀況如何，全球各個證券交易所為了管理的目的及保護其上市公司，對有價證券借貸市場都表現出更多的興趣。

本報告的焦點，在於以證券交易所的觀點，探討證券借貸與公司治理、價格發現及市場監視間的關係。許多有關公司治理的報告業已發現，不管有意地或無意地，證券借貸都可以被作為扭曲公司投票的手段，有時甚至會對公司造成嚴重的後果。我們評估了非常短線的投資人用以影響公司投票的主要策略，並探討機構投資人的行為規範及實務作法。雖然交易所本身無法改變整個證券借貸產業的實務，但其卻可讓發行公司、市場管理者及資產持有者聽到它的聲音，從而降低可能的負面影響。

在價格發現及市場監視方面，我們發現到雖然無法證明借券費率及標的證券價格變動有直接相關，但有明顯的案例顯示，借券費率乃是標的證券價格變動的領先指標。不論其效果是良性的或顯示有市場濫行(market abuse)，交易所應該會希望將借券費率納入其市場監視活動。

最後，我們探討集中交易對手（central counter party；CCP）在資料蒐集及市場監視方面所扮演的角色。每一管理體系都必須決定是否要讓證券借貸市場活動集中化。集中化有助於對借券活動的監控；缺點則在於

加諸更多限制與成本給所有市場參與者，並可能使投資人表達對市場認知的機會減少。

貳、證券交易所與有價證券借貸市場

全球各個證券交易所與有價證券借貸的關係有各種不同的形式，交易所對證券借貸的控制、監督方式也不盡相同。在一些國家，交易所及保管機構負責受規管、正式的證券借貸市場的營運；在一些國家，交易所業務及證券借貸則幾乎完全分離。不管以往的狀況如何，全球各個證券交易所為了管理的目的及保護其上市公司，對有價證券借貸市場都表現出更多的興趣。

本報告的主要目的在於探討證券借貸市場與證券交易所互動的幾個面向，希望能夠鼓勵交易所、結算機構、保管機構及主管機關間的對話，並找到一個最能夠服務發行公司及投資人的途徑。本報告採用Vodia Group、交易所及其他私人組織的資料。

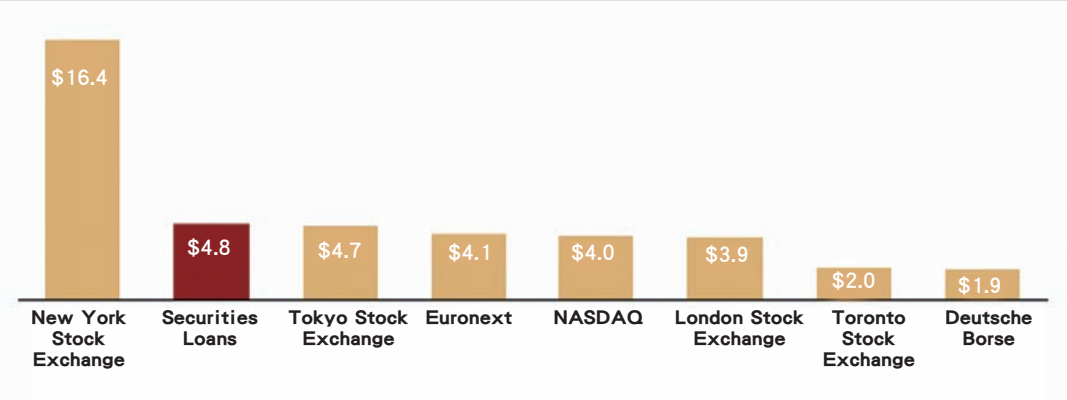
我們從兩個觀點探討證券借貸對交易所產業的影響，即公司治理、價格發現及市場監視。許多有關公司治理的報告業已發現，不管有意地或無意地，證券借貸都可以被作為扭曲公司投票的手段，有時甚至會對公司造成嚴重的後果。對於其持股的經濟利益與投票脫鉤感到疑慮的公司而言，較諸被私募基金購併，繼續在證券交易所上市掛牌可能變得較無吸引力。雖然交易所本身無法改變整個證券借貸產業的實務，但其卻可讓發行公司、市場管理者及資產持有者聽到它的聲音，從而降低可能的負面影響。

證券借貸的第二個影響層面是在價格發現及市場監視方面。雖然無法證明借券費率及標的證券價格變動有直接相關，但有明顯的案例顯示，借券費率乃是標的證券價格變動的領先指標。此一關係可能純屬巧合，但對主管機關而言，其也可能是內線交易的結果。在其他時候，借券費率的變動，可能會對價格發現造成影響。不論其效果是良性的或顯示有市場濫行(market abuse)，交易所應該會希望將借券費率納入其市場監視活動。

證券借貸市場為證券交易所帶來了效益，但同時也帶來了一些副作用。從正面的觀點來看，證券借貸為市場提供了流動性。藉由放空股票，投資人可以提供更多的賣單，讓買方以充分反映市場多空意見的價格買進。證券借貸也可以促進衍生商品交易，確保已成交交易的交割能夠順利完成。此外，證券借貸也可以作為偵測、追蹤內線交易的手段。從負面的觀點來看，證券借貸有可能會戕害證券價格的適正性，並影響公司的經營方式。

在過去幾年，證券借貸的需求隨著避險基金資產規模擴大而成長。全球證券借貸餘額，包含政府債券及公司債，達到4.8兆美元。由於此一數字包含了世界各國不同證券的借券餘額，所以數字看起來不大，但卻與東京證交所、泛歐交易所或NASDAQ的總市值相當（詳Exhibit 1）。

Exhibit 1：
Capitalization of Selected Stock Exchanges vs. Global Securities Lending Market ($ Trillions)

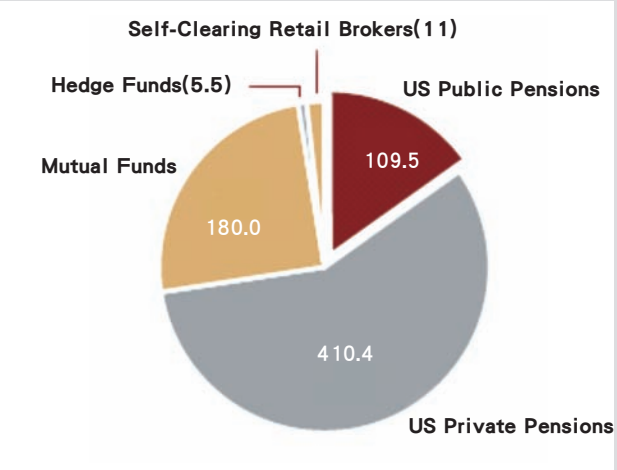


Source：World Federation of Exchange；Vodia Group

參、借貸市場業務

證券借貸一向被視為作業功能，其市場機制未被廣泛了解，借券費率的決定也不甚透明。尤有甚者，全球僅有少數一些制度化的證券借貸市場。大部分交易是在流動性欠佳的店頭市場進行，借貸雙方逕行議定借券費率，鮮少有外來資訊作為參考。現在的證券借貸市場和1990年代的信用衍生商品市場或採用集中報價系統之前的NASDAQ非常類似。

Exhibit 2：
Outstanding US Equity Securities Loans by Asset Holder($ Billions)



Source：Vodia Group

證券借貸合約中的出借人是資產的受益所有權人及/或持有客戶全額付清或融資買進證券的經紀自營商。借券方則是有放空需求者，如避險基金及作多130%、作空30%的基金（130/30 fund）。許多證券借貸會透過中介機構，如保管銀行及承擔借貸雙方信用風險的主要經紀商（prime broker）。就美國股票借貸而言，退休基金是最大的出借人，其他出借人尚包括避險基金、經紀自營商及零售投資人等。

證券借貸市場的風險管理主要係透過擔保品。當借貸合約成立時，借券人必須提供現金、政府債券或其他形式的資產給出借人或其代理人，以防範借券人違約的風險。擔保品的數額大約在借貸標的價值之102%至105%之間。

肆、借貸市場的定價

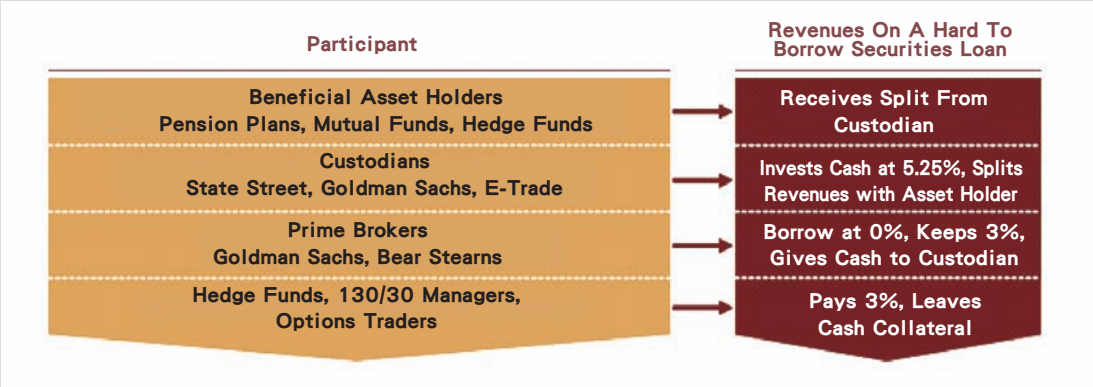
證券借貸的收益乃是無風險利率（risk free rate；如美國聯邦資金利率或LIBOR）與支付給借券人的退還率（rebate rate）間的利差。對一容易借到的證券而言，其退還率約是聯邦資金利率減10個基點（basis point）。這表示借券人提供給出借人的擔保品可以收到聯邦資金利率減10個基點的利息。出借人會以聯邦資金利率將擔保品進行投資。因此，出借人可以賺取擔保品價值的10個基點之利差。

對一不容易借到的證券而言，其退還率很容易就會變成負的。在此一狀況下，借券人提供擔保品，並且要支付出借人利息。假如退還率是-3%，出借人可以賺取之利差為聯邦資金利率+3%（如Exhibit 3）。

正如所有議價市場的環境，一個市場參與者應該分配到多少比例的收入經常會被提出來討論。我們的研究顯示，避險基金是最不關切證券借貸市場定價的一個族群。有73%的避險基金受訪者對其主要經紀商證券借貸的收費表示滿意。在主要經紀商、保管銀行及第三方出借代理（third party lending agent）之間，時常會針對出借費率、證券的專屬性及可用性有複雜的磋商。

證券借貸及與其密切相關的信用交易每年為主要經紀商帶來80億到100億美元的收入。這些收入主要來自向保管銀行借入證券後借給避險基金，及將可用資金借給避

Exhibit 3：
Basic Revenue Model For a Hard To Borrow Securities Loan
Federal Funds Rate = 5.25%；Rebate Rate = -3%；Total Spread = 8.25%



Source：Vodia Group

險基金融資買進股票。整個產業的預估則顯示，有價證券借貸每年為所有的市場參與者帶來高達160億美元的收入。

以最大的主要經紀商高盛證券為例，其證券服務部門（Securities Services Division；證券借貸是其很重要的業務）在2006年第3季至2007年第2季間創造了23億美元的收入（如Exhibit 4）。雖然只占了高盛證券公司整體收入的7.4%，但其絕對金額還是很引人注意。

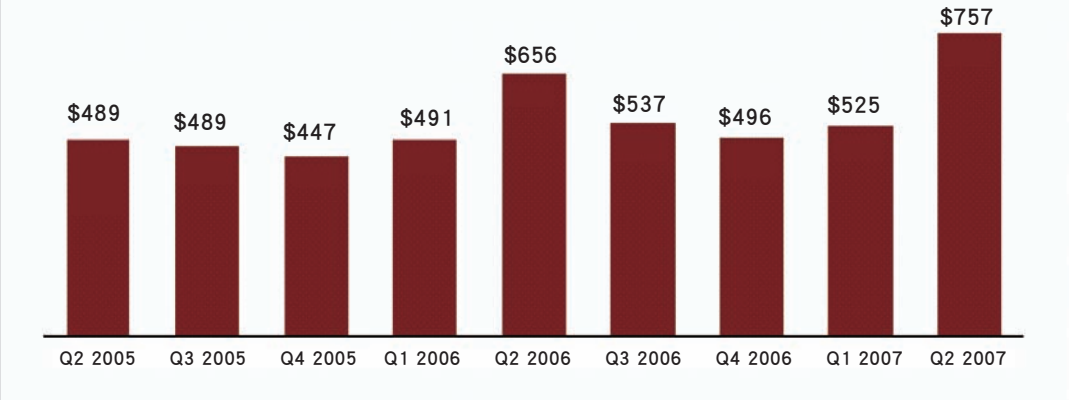
伍、證券借貸、公司治理及證券上市

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。雖然此一結果鮮少發生，但其確實可能會發生。控制投票權的波動性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或短期資產持有者影響者，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。

證券會在投票日附近被借入的原因有許多。最溫和無害的狀況是其乃係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股票。第二，投票日可能與除權除息日綁在一起，而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，證券的出借本身就是為了在過戶日時改變股東，俾將投票權自出借人移轉給借券人。

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

Exhibit 4：
Goldman Sachs Securities Services Division Revenues - Q2 2005 to Q2 2007($ Millions)



Source：Goldman Sachs

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，如果證券的受益所有權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有的低價買進相當數量的股票。這乃是合法、正常的市場實務作法，惟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持有者的重要性。

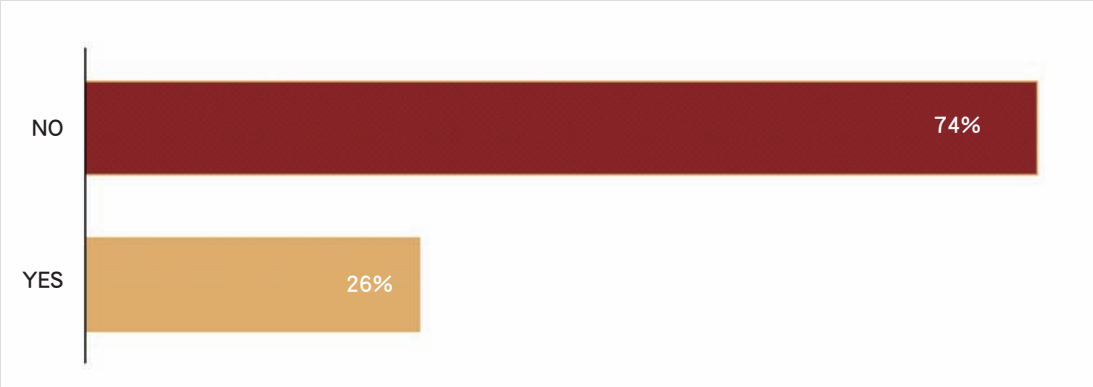
一、股利剝離/再得 (dividend stripping/ recapture)

採行股利剝離/再得(dividend stripping/ recapture)策略時，股票會在投票日附近被出借，以套取投資人間不同適用稅率的利益。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。借券人在借入證券上市的國家，常是享有稅賦優勢的公司或個人。當股利發放時，借券人將股票返還給出借人，再加上比出借人原來課稅後可收到股利更多（但比借券人實際收到的課稅後股利少）的金額，從而使出借人及借券人雙方均可進行稅負套利。

在其2004年調查，國際公司治理網絡（International Corporate Governance Network）發現，股利剝離/再得策略經常（26%）被採用，但仍有74%的機構投資人未採行此一作法。

許多國家的市場管理者業已注意到股利剝離/再得的策略，並採取必要的措施來防範其發生。荷蘭於2002年立法強烈阻卻此一作法，實質上將股利剝離/再得視為違法。2007年更修改其一般股利預扣稅率，使其與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

Exhibit 5：
Institutional Investor Responses to the Question：
"Do You Lend Shares in Order to Recapture Part of a Dividend or the Effect of a Scrip Issue？"



Source：International Corporate Governance Network(ICGN), 2004

不具投票權股份10%以上，則不支付該出借股票之股利。德國稅務機關一直亟思修改該國有關容許股利剝離/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/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/再得仍是一個普遍的市場作法，並導致在除權除息日附近證券借貸券源的短缺。

當兩種情況發生時，股利剝離/再得便會對公司治理造成問題。第一，當除權除息日與公司投票日在同一天；第二，當股利剝離/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。如果證券上市國的機構為了剝離股利而將股票出借給持股本來就很多的外國機構投資人時，其可能會擁有極高的投票權，且其對行使投票權的意見可能不同於出借人，從而對投票結果有重大的影響。

股利剝離/再得對公司治理造成的影響可以透過強制要求除權除息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日與投票日定為同一日的法規來解決此一問題。

二、空白投票及脫鉤(empty voting and decoupling)

證券可以在投票日附近出借或借入，以刻意影響公司行動（corporate action）的結果。此一被稱為「空白投票及脫鉤」(empty voting and decoupling）的作法，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。

德州大學奧斯汀分校的Henry Hu及Bernard Black博士針對空白投票及脫鉤行為，於2006年發表了「新投票買進：空白投票及隱藏所有權」（The New Vote Buying：Empty Voting and Hidden Ownership）報告，論及避險基金借入股票，而不像市場實務賣出這些股票，反而在股東大會行使投票權的作法。作者也介紹了其他使長期經濟利益與投票權脫鉤的機制，包括在市場買進股票、然後使用權益交換（equity swap）或其他衍生商品來規避其部位風險。然而，就我們的目的而言，我們將僅討論涉及證券借貸的空白投票。

兩位作者引用了兩個透過證券借貸惡意行使投票權的真實案例。在第一個案例，Laxey Partners大量借入British Land的股票，俾影響投票結果，從而導致後者的分裂。第二個案例則是幾個避險基金導致Henderson Investment的子公司購併企圖失敗，結果Henderson Investment的股價狂瀉了17%。從作者所提供的背景資料中我們得知，兩個案例皆牽涉到證券借貸。然而，我們並不認同如華爾街日報等所斷言的，此一作法被廣泛採行。

其他的「脫鈎」策略也會導致相同的經濟影響。實際上，吾人可以很容易地建構此一「合成的僅有投票權部位」（synthetic voting-only position）。舉例而言，避險基金可以大量買進一股票，並以個股期貨、選擇權、權益交換或其組合來規避現貨股票的風險。對證券交易所而言，可能沒有辦法完全消弭以合成的方式，擷取投票權的作法，但其卻可能阻卻藉由借入股票來影響投票結果的行徑，而此已越來越重要。

攸關空白投票的兩個面向是公司體質的健全及投資人的欲望。雖然法律授與股東名簿上的股東投票權，但渠等的意見常與公司經營階層相左。在空白投票的情形下，長期及短期投資人的差異使此一狀況更形惡化。如果投票結果向非常短期的投資人傾斜，可能會被認為是維持公司公開掛牌交易的顯著成本。

證券借貸並不必然意味著資產持有者的投票權必須與經濟利益分離，但其確實是目前全球法規的實際情況。對此一問題的合理解決方案是兩層次的交易與借貸市場：A股具有投票權，B股則無。借入A股的投資人將取得投票權，借入B股者則無。然而，這兩種股份卻都無法滿足大部分大額投資人的需求，蓋渠等買入股票多希望在未來能夠影響投票結果，且希望藉由出借股票產生收益。

三、投票與證券借貸方面的主要措施

對公司治理業界而言，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。渠等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。

國際公司治理網絡（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。該協會針對出借人、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。此一最佳實務頗不尋常，蓋其他有關證券借貸的文件多聚焦於借券人及中介機構，而很少論及發行人及出借人。

ICGN的報告源自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。2005年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的董事，Andrew Clearfield博士負責監督證券借貸與投票的議題。

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不說自明的，但ICGN的問卷調查卻顯示其並未被實際採行。這七個原則包括：

（一）所有證券借貸活動，必須建立在一個基礎上：了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。

（二）在證券借貸期間，出借人僅得向借券人主張其權利，因渠等就已出借證券，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擔保品。出借人有責任確保借券人所提擔保品足以保護出借證券的價值。

（三）機構投資人股東對證券借貸應有明確政策，尤其是牽涉到投票者。

如果沒有書面的明確政策，當股票業已出借或可以出借時，借人可能會喪失投票的機會或對投票權的行使產生疑惑。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。

（四）一機構持股的出借政策，應由其受益所有權人決定，不論其係另一機構、公司或個人。

不應由中介機構，包括資產經理人、保管銀行或第三方出借人提供出借政策給受益所有權人。渠等不應對不明確的指導原則作出解釋。

第三人應可很容易地執行受益所有權人的出借政策時。

（五）鑒於出借活動會改變投資組合的風險特性，出借政策應明定所被准許的範圍。

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。

（六）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摻雜在一起。

（七）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，避免涉入或促進此一狀況的發生，蓋其扭曲了公司治理及股份有限公司的精神。

ICGN準則的落實尚待出借人、保管銀行及證券商的配合。代理投票公司Institutional Shareholder Services(ISS)於2007年針對297位機構投資人所做的問卷調查顯示：

★有出借股票的機構中的72%有書面的明確政策。然而，其中只有49%有規範到代理投票（proxy voting）。

★有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。

★有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。

陸、證券借貸、價格發現及市場監視

證券借貸與放空賣出（short selling）並不相同。證券借貸是借貸雙方協議以一定費率出借、借入證券；放空賣出則是對證券價格下跌下注。在證券借貸中，證券商可能向受益所有權人借入股票，並將該等股票借給放空者，或基於某一需要將其留在庫存中。放空賣出必須依靠證券借貸以有效運作，但其係一個獨立的動作。

證券交易所一向都有對上市股票的放空賣出活動進行追蹤。放空賣出資料可用以追蹤市場情緒，且可能有助於預測未來價格走勢。這些資訊透過資訊廠商廣泛發布。然而，這些資訊卻被市場認為可能並不正確，而僅為機構放空者所參採。

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。如果有內部人消息，顯示價格變動即將發生，也可能先反應在借券費率上。

我們檢視了不同交易所在不同狀況下的借券費率。雖然我們並未發現借券費率與股票價格間存有明顯的因果關係，但我們卻發現諸多跡象，顯示證券交易所應持續關注借券費率變動。以下兩個案例，一個來自NASDAQ，一個來自伊斯坦堡證交所，顯示了證券借貸費率與標的股票價格的不同樣態。

一、個案分析：NASDAQ及TELK

在美國，證券借貸是透過投資銀行進行的店頭市場活動。這些投資銀行都是證券集中保管公司（Depository Trust Company；DTC）的會員。只有彼此簽有信用協定的相對方可以互相借貸。而有集中交易對手（central counter party；CCP）介入的證券借貸僅占整體市場的極小比例。我們係透過在DTC開設借貸帳戶的證券經紀商取得以下的證券借貸費率資訊。

Telik（代號：TELK）係在NASDAQ上市交易的生物製藥公司。其案例顯示，借券費率的變化可以是標的股票價格的先行指標。2006年12月22日，TELK股票收在16.26美元。12月26日當該公司宣布新藥測試失敗後，股票收盤為4.77美元，下跌11.49美元。

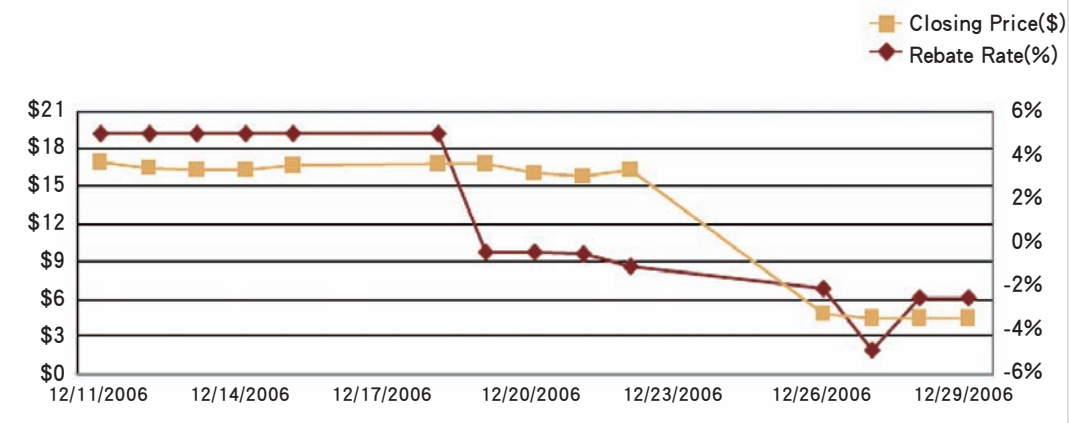
在12月19日，TELK的借券費率從一般擔保品等級（General Collateral；GC；即最容易借到的費率等級）飆至-0.44%。退還率的下降表示投資人預期股價即將下跌。借入股票的大量需求相對於有限的供給，迫使退還率下降。種種跡象顯示，在12月26日以前，市場上即有耳語或疑慮，知道測試失敗的消息。

12月27日，TELK成了眾人注目的焦點。借券費率達到-4.88%，12月29日則為-2.5%（詳Exhibit 6）。在12月19日之前放空的投資人業已大獲全勝，可以安然退場。渠等並以最優惠的費率借到股票。仍未回補的投資人則可繼續獲利，因為TELK股票後來在2007年更跌至2.96美元。只要觀察公司宣布重大訊息前後期間，投資人獲利的差異是至為明顯的（詳Table 1）。

二、個案分析：伊斯坦堡證交所及ISCTR

在土耳其，所有的證券借貸皆係透過證券集中保管機構Takasbank進行。與一般股票交易不同，一會員要向另一會員借入股票，必須先簽訂雙邊信用協議，Takasbank在證券借貸交易並不扮演集中交易對手的角色。然而，作為證券借貸交易系統的營運者，其提供了很高的資訊透明度。我們的研究顯示，在證券集中保管

Exhibit 6：
Telik Inc. (TELK) Closing Price and Rebate Rates (12/11-12/29 2006)



Source：Thomson Financial；Vodia Group

Table 1：
Earnings on TELK, December 19 to December 29, 2006 - Initial Purchase of 1,000,000 Shares

Period	Rebate Rate Range	Initial Investment Value	Closing Investment Value	Return
Bought December 19, Sold December 26	-0.44% to -1.1%	US$16.83MM	US$4.77MM	72%
Bought December 26, Sold December 29	-2.1% to -4.88%	US$4.77MM	US$4.43MM	7%

Source：Thomson Financial；Vodia Group

機構扮演證券借貸集中交易對手的國家，證券借貸費率比較不會成為標的股票價格變化的先行指標。下文所述及的統計資料來自伊斯坦堡證交所。

ISCTR，Turkiye Is Bankasi A.S.（以下簡稱Isbank）的案例在土耳其證券借貸是很典型的例子。Isbank在土國金融市場占有相當的地位。依據標準普爾的評估，該銀行有很廣大的客戶存款基礎，是土耳其最穩定的企業之一。

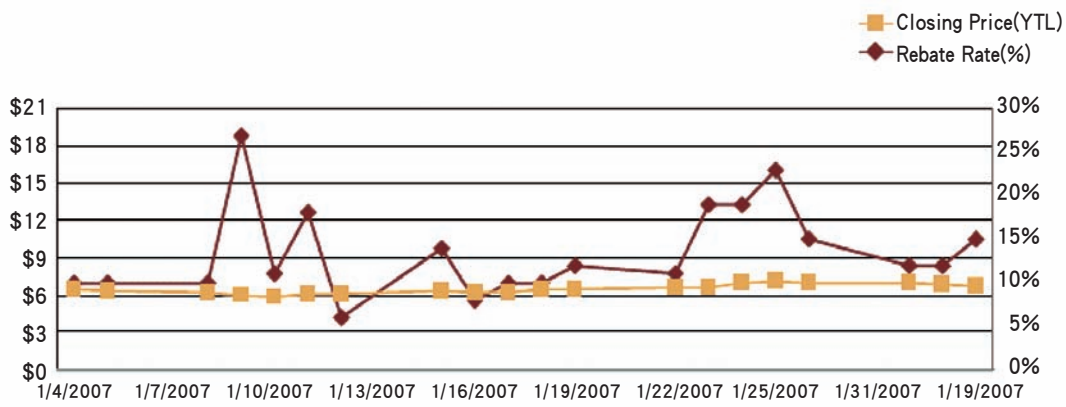
我們評估了2007年元月Isbank的資料、新聞稿、一般新聞及其向伊斯坦堡證交所所作的資訊揭露。除了其一家子公司按原訂計畫要進行IPO外，並無特殊情事足以說明為什麼該股票的借券費率會在一日之間飆升，及其是否會影響標的股票價格。觀察期間內每日數量最大的借貸費率，約落在6%至27%的區間內，尚屬正常。就算該股票的借券費率在一日之間飆升，也並未影響標的股票的價格（詳Exhibit 7）。

在有集中交易對手在證券借貸市場扮演積極角色的國家，由於所有的資料都齊備，所以市場管理者具有監控投資人活動的能力。在管理者沒有集中資料的市場，我們的分析認為，這些資料可能是重大價格移動的重要線索。

藉由追蹤證券借貸費率及掌握借券人身分，市場管理者可以在市場監視方面更深入，問題是並非所有市場參與者都安於這方面的資訊揭露，從而決定不涉足這個市場。

放空數量（short interest）有時會被當作證券借貸的替代（proxy），如果放空數量高，可能意味著股票價格即將下跌。我們認為放空數量是一個有用的指標，但交易所也可以從證券借貸費率資料獲益，畢竟我們對放空數量資料的可信度抱持一

Exhibit 7：
Isbank (ISCTR) Closing Price and Rebate Rates (1/4 to 1/31 2007)



Source：Istanbul Stock Exchange

定程度的保留。在我們的研究中，數個避險基金提及對交易所統計的放空數量之正確性表示疑慮。作為主要的放空者，避險基金，尤其是資產規模龐大者，可將其本身的放空數量與交易所公布的數字加以比較。渠等發現有時其本身的放空數量即超越交易所公布的數字。不論問題出在交易所、證券商或資訊廠商，結論是如果能夠在此一市場增加額外的資料蒐集，將會有很大的效益。

對沒有集中化證券借貸市場的交易所而言，資料的蒐集必須來自證券商。資料可購自願意的證券商，且見於全球大部分國家。資料的蒐集亦可從管理的角度著眼。不管採用哪一種方式，交易所可能都需增添設備及人力，來管理作業程序及資訊。

柒、交易所對有價證券借貸市場的參與

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，是管理公司治理程序中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，交易所均需做出許多實務上及思考上的選擇。

乍看之下，證券交易所似乎與證券借貸關係不大。證券交易所為了投資人及發行公司的利益，負責受規範市場的營運，而在大多數國家，證券借貸市場則是未受規範的。證券交易所提供證券的上市地點及投資人買賣的場所，證券借貸則是店頭市場的活動，提供投資人，尤其是避險基金對證券價格走勢下注的機會。證券交易所的價格較具透明性，而證券借貸費率則較不具透明性。鑒於證券借貸越來越重要，證券交易所更應專注此一市場的演進及發展。

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、130/30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，在公司投票日附近進行證券借貸交易時，應審慎作出判斷。當證券交易所投身於此時，會被認為是幫上市公司發聲，從而贏得渠等之信任。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/再得。

交易所也可藉由納入證券借貸資料，來深化市場監視業務。雖然我們發現證券借貸費率與標的股票價格間並無顯著相關，但是我們所提出的案例亦顯示，證券借貸費率在分析對一股票的市場情緒及可能的價格走勢上，可以是一個有用的工具。資料的蒐集可以是自願的或強制的，但均須交易所投入相對的資源。

捌、集中交易對手

在證券借貸係由集保機構等所辦理的國家，對證券借貸運作會有較強的控制，從而會有較強的市場監視。從這些國家看來，證券借貸市場可以存在於受規範的市場，同時讓市場情緒相當程度地被表達出來。在證券借貸係在店頭市場進行的活動的國家，交易所在評估其對價格發現及市場監視可能的影響上，所擁有的工具相對較少。我們對兩個作法孰優孰劣並無定見，但仍認為有集中交易對手存在時，最利於價格發現及市場監視資料的蒐集。以下謹就巴西、日本及英國的實務做法作一簡介供參：

一、巴西

巴西結算暨集保公司（Brazilian Clearing and Depository Corporation；CBLC）是巴西唯一負責證券借貸交易的結算、交割之集中交易對手。其證券借貸市場是透明的，CBLC並將未了結的放空部位揭露於其網站上。CBLC接受來自出借人及借券人的借貸需求，並要求借券人（包括銀行中介機構）揭露最終借券相對方之身分。所有最終借券人的借券上限為發行股數的3%。巴西證券借貸市場自2002年起每年成長1倍，2007年的借券餘額約900億美元。證券借貸系統與CBLC結算交割系統直接連線，以降低交割失敗的可能性。土耳其也採行類似的模式。

二、日本

東京證券交易所支持雙軌的證券借貸系統，一些證券係向日本證券金融公司（Japan Securities Finance Co.；JSF）借入，一些則是透過雙邊信用協議進行。JSF是專營證券金融的公開上市公司，JSF系統的參加人可以借入證券，並由JSF作為集中交易對手。另一方面，雙邊系統則類似美國模式，銀行及證券商可以彼此借貸證券，如果渠等簽有信用協議的話。

三、英國

英國准許銀行及證券商簽訂雙邊借貸協議。雖然有一些集中交易對手系統，如美國選擇權結算公司（US Options Clearing Corporation；OCC）系統存在，但這些系統並非集中化市場，亦不監督借貸活動。OCC系統主要係擔保出借人及借券人的履約。雖然英國目前並無類似的系統存在，但有一些機構正在評估市場機會。

市場管理者是否選擇採行集中交易對手模式，並無對錯可言。巴西、土耳其模式的好處在於資訊透明度提升、及便於執行各項管理措施（如每一市場參與者可借券放空的數額限制）。此外，市場資訊也可以集中化，甚至對外發布。另一方面，集中交易對手模式可能會使市場參與者活動及公開市場行為受到限制。證券交易所應衡量自身市場特性，選擇其欲採行的架構。