

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：研究)

美國股市穩定機制之研究

服務機關：中央銀行

出國人職稱：研究員

姓名：張炳耀

出國地區：美國

出國期間：民國 89 年 10 月 7 日至 16 日

報告日期：民國 89 年 1 月

E0 /
 / c089068 > 0

美國股市穩定機制之研究

目 錄

| | |
|---|----|
| 壹、前言 | 1 |
| 貳、美國證券管理委員會的組織與職責 | 3 |
| 一、設立緣起與組織結構 | 3 |
| 二、主要職責 | 3 |
| 參、美國主要證券市場的組織與交易制度 | 8 |
| 一、紐約證券交易所 | 8 |
| 二、那斯達克市場 | 11 |
| 肆、美國證券市場採行的主要的穩定機制 | 14 |
| 一、市場斷路設施(circuit-breaker)及暫停交易(trade halt) 的機制 | 14 |
| 二、平盤以下不准放空 | 17 |
| 三、與股票信用交易有關的保證金比率限制 | 19 |
| 四、庫藏股制度 | 21 |
| 五、重大資訊充分揭露，促進資訊透明化 | 23 |
| 六、防範不法行為，維護市場秩序及交易公平性 | 23 |
| 伍、結論與建議 | 25 |
| 參考資料 | 26 |

美國股市穩定機制之研究

壹、前言

1929年10月美國股市大崩盤及隨之而來的經濟大蕭條，促使美國政府決定加強證券市場的管理。美國國會於1933年制定證券法，於1934年制定證券交易法，並於1934年設立獨立的證券管理委員會（Securities Exchange Commission），負責證券市場的管理。其後美國國會相繼制定了多項法規，諸如1935年公用事業控股公司法，1936年信託保險法、1940年投資公司法及1940年投資顧問法、1970年證券投資人保護法及1978年破產改革法，使證券市場的管理制度趨於完備。

1987年10月美國股市再度出現崩盤，股價在短短3小時內暴跌20%，引起舉世震驚。1997年至1998年亞洲金融風暴期間，全球股市莫不受亞洲金融風暴的衝擊，而同時出現重挫，對全球金融市場的穩定更造成嚴重的打擊，各國政府更傾全力來穩定其金融市場。例如，香港政府於1998年8月至9月間動用約300億美元的財政準備來捍衛股市及匯市，並且成功地穩定香港的股匯市。又美國長期資本管理公司（LTCM）於1998年9月爆發財務危機，美國聯邦準備理事會更立即伸出援手，協調美國及歐洲的14家大銀行組成銀行團，提供36億美元融資，消弭了一場可能危及全球金融市場穩定的金融危

機。自 2000 年第四季以來，由於美國經濟明顯減緩，許多電子大廠紛紛發出獲利衰退警訊，以致美國那斯達克指數(NASDAQ)不斷重挫，而於 2001 年 1 月 2 日重挫 7%，跌至近一年來低點，市場悲觀氣氛濃厚，令人對美國股市的發展深以為憂。所幸，美國聯邦準備理事會於 2001 年 1 月 3 日即時採取降息行動，對股市提供強大的激勵，也使美國那斯達克指數大幅反彈，化解了美國那斯達克市場可能崩盤的危機。

近年來隨著國際通訊發達，各國資本帳大幅開放，全球金融市場密切連動，尤其美國股票市場交易規模執世界之牛耳，美國股市的任何風吹草動，勢必對其他國家的股市產生重大的影響。特別是台灣高科技產業景氣和美國高科技產業景氣有極密切的關係，以致台灣股市和美國那斯達克市場之間具有密切的關聯，美國股市的穩定與否對台股的穩定亦具有關鍵的地位。基於此種認識，吾人想要瞭解美國證券市場所具有的一些穩定機制。而為瞭解這些股市的穩定機制，吾人亦有必要瞭解美國證券市場的一些管理制度及交易制度。因此，本文章節安排如下：壹、為前言，貳、為美國證券管理委員會的組織與職責，參、為美國主要證券市場的組織與交易制度，肆、為美國證券市場採行的主要的穩定機制，伍、為結論與建議。

貳、美國證券管理委員會的組織與職責

美國證券市場管理架構，主要是由證券管理委員會、聯邦準備理事會及商品期貨交易委員會所構成（見圖一）。証管會主要管理證券市場、證券商、投資公司及投資顧問公司，聯邦準備理事會則掌管證券信用交易，商品期貨交易委員會主要管理期貨交易所、期貨結算機構及期貨商。以下擬說明証管會的組織與職責。

一、設立緣起與組織結構

美國証管會係依據 1934 年證券交易法，於 1934 年 7 月 2 日設立。由於 1929 年美國股市大崩盤，證券市場的舞弊及不當操作行為陸續被揭發，為強化證券交易之管理，美國國會於 1934 年通過証交法，將證券主管機關由聯邦貿易委員會改為証管會。

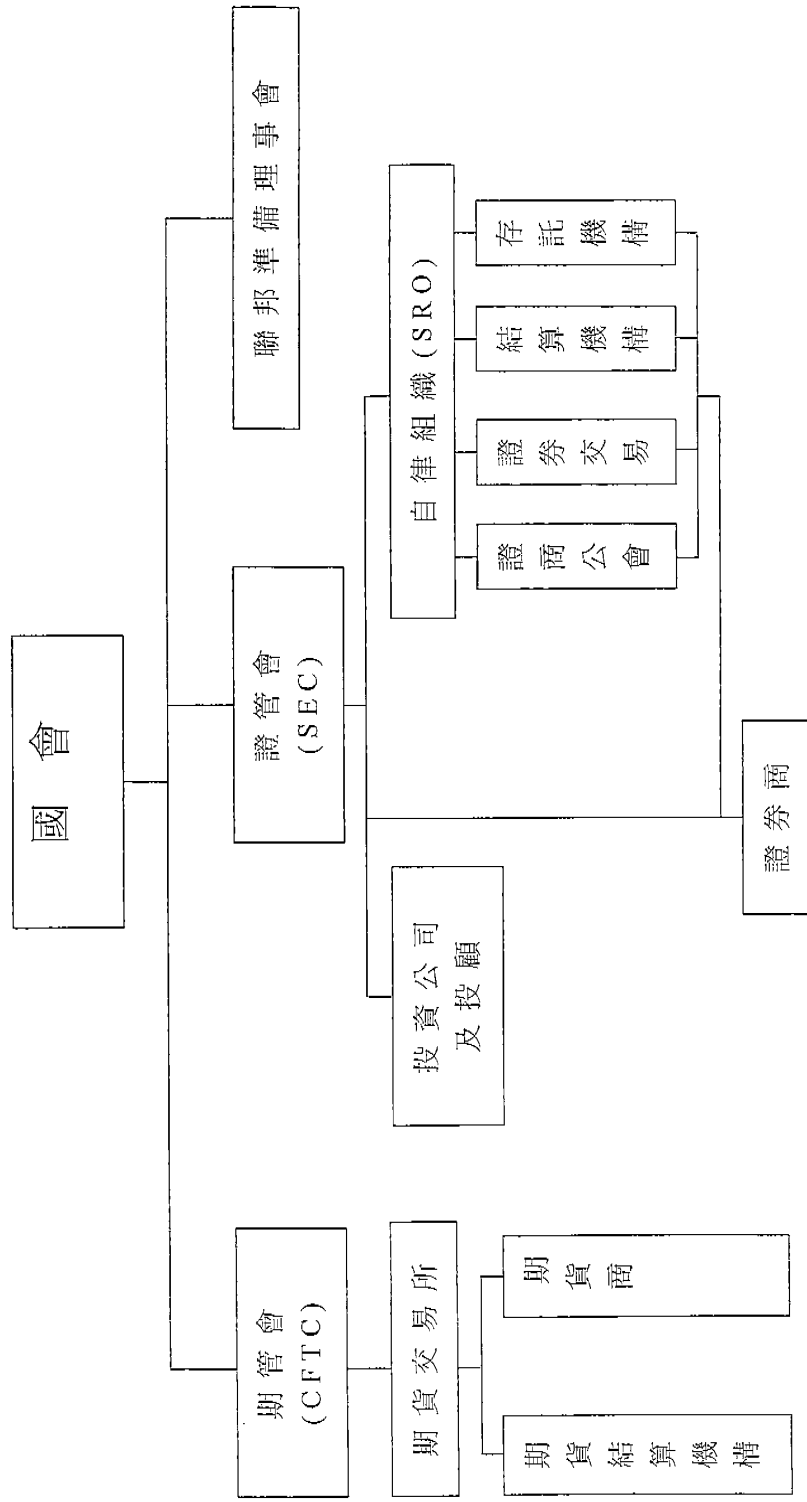
証管會係由五名委員組成，每位委員均由總統提名，經參議院同意後任命，任期 5 年，且每位委員任期屆滿的日期分散於不同年度，使証管會能維持超然的獨立性，較不會受現任總統的牽制。

証管會下設若干處、室等業務單位，其主要辦公處所設於華盛頓，為便於執行業務，在全美各地區亦設有數個地區辦事處。美國証管會組織架構見圖二。

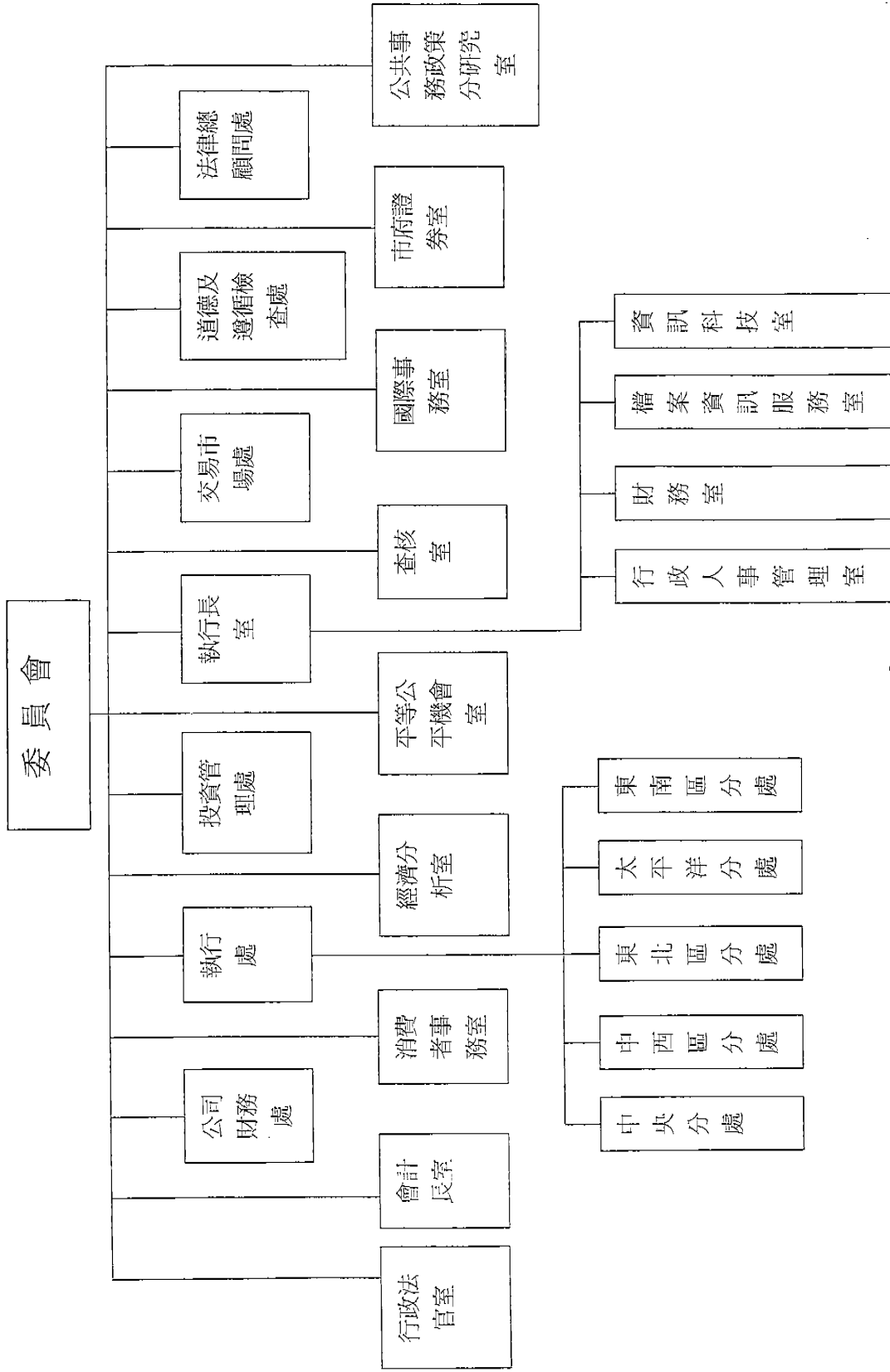
二、主要職責

証管會為美國政府及管理及執行聯邦證券法律之主管機關，主

圖一：美國證券市場管理架構



圖二：美國證管會組織架構圖



要職責包括：（1）調查違法行為權，（2）準司法權，（3）法規之執行及管理權，（4）民事強制執行權（刑事之強制執行權需轉給司法部），（5）提出訴訟之權，（6）防範有價証券買賣之詐欺行為，（7）發布禁制令權，（8）暫停或撤銷登錄權，（9）民事處罰核定權。下面擬進一步對調查權及不法行為處罰權加以說明：

1. 調查權

美國証管會依法對於涉嫌違法之案件可行使調查權。但其調查須限於必要之情況，若欲命被調查人提供簿冊、文件等資料，須以與調查事項有相當關連者為限。

關於調查之處理，經調查結果屬實，証管會通常會採行下列方式處理：

（1）民事禁制令

証管會得向該管聯邦地方法院請求發出禁止其違法行為之命令。

（2）刑事訴追

由於証管會主要負責民事的強制執行及行政命令，如發現有故意違法之情事，証管會得將事實通知司法部請其追訴。

（3）行政救濟

經公聽會程序後，停止或取消交易所會員，証券商公會會員、

證券商等之資格。

2. 不法行為處罰權

美國證券管理法令對證券市場不法行為訂有嚴格的處罰規定，美國証管會並擁有不法行為的處罰權。和證券交易有關的不法行為主要包括內線交易（insider trading）、操縱市場（manipulation）及詐欺（Fraud）。

參、美國主要證券市場的組織與交易制度

美國規模最大的證券集中市場為紐約證券交易所（NYSE），而店頭市場則以那斯達克市場（NASDAQ）為代表。下面擬說明這兩個市場的組織及交易制度。

一、紐約證券交易所

1. 組織

紐約証交所是一非營利性公司，董事會負責公司重大決策及業務運作的監督。董事會由 27 位董事，其成員包括 12 個會員及由會員推選的 12 個非屬會員的公益董事。紐約証交所設有各種委員會，直屬董事會，並設有各種諮詢委員會。

紐約証交所的會員包括二類，一為擁有或租賃會員權（一般稱為席位）的個人，另一為持有席位之會員公司指定之人。自 1953 年起，交易所席位固定為 1,366 席，可以自由租賃及買賣。在交易廳內交易之會員包括專業會員（Specialist），經紀商經紀人（Commission-House Broker），二元經紀人（Two-dollar Broker）、競價交易商（Competitive trader）及登記的競價造市商（Registered Competitive market-maker）。

2. 主要市場參與者

(1) 專業會員

專業會員的功能包含自營商及經紀商兩者。作為自營商，專業會員必須為自己的帳戶持有有價証券，並調節供需，以維持市場流動性與繼續性，以及避免股價過度波動。作為經紀商，專業會員僅接受經紀商交來的限價委託及停止委託代為執行。

(2) 經紀商經紀人

受雇於經紀商，經紀商經紀人負責經紀商營業處所及專業會員櫃台間的連繫。經紀商經紀人所收到的客戶委託，可與專業會員成交，與其他經紀人成交，或逕行撮合該交易。

(3) 二元經紀人

二元經紀人與經紀商經紀人的功能相仿，但不受雇於經紀商，而是為賺取手續費（以前每筆委託的手續費為2元，因此得名），他替代經紀商經紀人執行委託。

(4) 競價交易商

競價交易商主要係為其本身的帳戶交易，亦可擔任二元經紀人，甚至專業會員。但是在同一個營業日內，他們不得同時擔任同一種股票交易的當事人及代理人。

(5) 登記的競價造市商

與競價交易商相同，他們可以為本身的帳戶交易，且不得在同一營業日內，同時擔任同一種股票交易的當事人或代理人，也不得擔任專業會員。

3. 交易時間與交易方式

紐約証交所交易時間為週一至週五上午 9 時 30 分至下午 4 時，盤後交易時間為下午 4 時至 5 時 15 分。

交易單位通常以 100 股為一交易單位。

競價方法有集合競價及連續競價，集合競價適用於開盤價格的決定，即開盤前所有委託都視為同時委託，以集合競價方式決定開盤價。連續競價適用於開盤後價格的決定。股價以點為報價單位，一點相當於一美元，股價升降單位為 8 分之 1 點。

紐約証交所並無股價漲跌幅限制，但有交易斷路設施及交易暫停的機制。

4. 對外資投資的限制

証管會及紐約証交所並未對於外國自然人或法人之投資總額及單一股票持股比例，在法令規章上作限制。

二、那斯達克市場

1. 成立經過

美國全國証券商公會 (National Association of Securities Dealers', 簡稱 NASD) 轄下的自動報價市場 (The NASDAQ stock market, 簡稱 NASDAQ), 於 1971 年成立之初, 僅是為了幫助一些零星散佈在各地、流通性不足、效率低落, 而無法在紐約証交所或美國証交所 (AMEX) 上市的股票, 提供交易的小市場。但經過 30 年的發展, NASDAQ 上櫃公司的家數已突破 5 千家, 在 1997 年達 5,487 家。NASDAQ 的建立大幅提高店頭市場的交易效率。其所採取的主要措施包括: (1) 將所有自營商的報價全部揭示, (2) 建立即時交易申報系統, (3) 揭示自營商報價之數量, (4) 推出自動交易確認系統。

2. 主要市場參與者

NASDAQ 市場參與者包括造市商、証券商、金融機構法人、財務專業人員及個人投資者。其中造市商在 NASDAQ 市場扮演極為重要的功能。

(1) 造市商 (market maker) 的功能

NASDAQ 是自營商交易的市場, 有許多身兼經紀及自營身份的証券商在 NASDAQ 創造市場, 這些自營商即為造市商。

造市商之主要工作, 在於以自營商身份自行買賣相關之有價証

券，使市場交易可以順利進行。投資人在店頭市場之交易對象主要為造市商。每家在 NASDAQ 上櫃的公司至少有兩家造市商，造市商家數總共約 480 家，其中包括國際知名的券商，如美林、摩根史坦利、高盛及雷曼兄弟等。

造市商分別揭示買進報價 (bid) 及賣出報價 (Ask) 兩種價位，分別代表其意欲買進或賣出同一種股票之價位，然後藉買低賣高方式賺取利差。基於買方及賣方不見得會同時在市場出現，或願意交易同一數量的同一股票，此時便需要造市商居間調節買賣間差距。因此，造市商負有維持市場運作的責任。

(2) 造市商的義務

每家造市商依據聯邦証券法令、証管會與 NASD 之規則，必須遵守下列數項：嚴密的紀錄保存，良好的財務結構，創造連續性的買賣市場，接受並以最好價格執行規定數量的買賣委託。

3. 交易時間及交易方式

NASDAQ 開盤前之 SelectNet 系統交易時間 (Early Select Net Session) 為美國東區時間上午 9 時至 9 時 30 分。一般交易開盤時間為美國東區時間上午 9 時 30 分。一般交易收盤時間為美國東區時間下午 4 時。收盤後 SelectNet 系統交易時間為美國東區時間下午 4 時至 5 時 15 分。

NASDAQ 本身僅是一套報價與資訊傳送系統，証券商透過終端機可以立即獲得各項市場資料，實際交易之進行，主要仍依賴証券商彼此間的聯絡。目前 NASD 有二套不同之電腦交易系統，一為先進電腦交易系統（ACES）；一為小額委託自動交易系統（SDES）。在店頭市場中，除採用 ACES 及 SDES 為交易者外，大部份交易均必須由証券商透過 NASDAQ 之報價系統的報價，分別向各個造市商詢價之後來完成。

4. 交易限制

美國全國証券商協會（NASD）對於 NASDAQ 市場設有一些暫停市場交易之相關規定，包括市場斷路設施、重大訊息公開前之暫停交易以及與投資人保護及公共利益有關之暫停交易。

5. 對外資投資限制

NASDAQ 對於外國人投資股票並無特別限制。

肆、美國證券市場採行的主要的穩定機制

經歷 1929 年股市大崩盤及經濟大蕭條的慘痛教訓之後，為維持股市的穩定及健全的發展，美國政府建立多項股市的穩定機制，包括建立市場斷路設施及暫停交易的機制、平盤以下不准放空、與股票信用交易有關的保證金比率限制，實施庫藏股制度，嚴格防範不法交易行為等。

一、市場斷路設施（circuit-breaker）及暫停交易（trade halt）的機制

1. 市場斷路設施

美國証管會自 1987 年 10 月美國股市大崩盤後，統合的斷路設施已在所有美國證券市場實施。所謂「斷路設施」意指，當市場波動逾一預設係數值時，所必須採取的交易中斷或暫停之措施。

NASD 自 1998 年 4 月起，比照紐約証交所的市場斷路設施標準（按道瓊工業指數的跌幅 10%、20% 及 30%）分別實施不同時間的暫停交易措施。為了能較精確反映實際市場情況，市場斷路設施之實施標準每季依實際道瓊工業指數之高低重新計算並對外公告。

NASD 公告之 1999 年第二季市場斷路設施之標準，列表於下：

| | 下午 1 點以前 | 下午 1 點～ 下午 1 點 59 分 | 下午 2 點～ 下午 2 點 29 分 | 下午 2 點 30 分 及以後 |
|------------------------|--------------|------------------------|------------------------|--------------------|
| 道瓊指數下跌 1,000 點(10%) | 暫停交易 1 小時 | 暫停交易 1 小時 | 暫停交易 30 分 | 交易不暫停 |
| 道瓊指數下跌 1,950 點(20%) | 暫停交易 2 小時 | 暫停交易 1 小時 | 當日市場立即 休市 | 當日市場立即 休市 |
| 道瓊指數下跌 2,950 點(30%) | 當日市場立即 休市 | 當日市場立即 休市 | 當日市場立即 休市 | 當日市場立即 休市 |

建立市場斷路設施的理由如下：在市場上交易商係按由其他交易商及廣大投資者所指定的價格來買賣股票，但送達市場的交易需求分配得並不均勻，潛在買者不能隨時充分配合潛在的賣者，反之亦然。此時交易商便須出面調節兩者的差距，交易商也因此須要承擔庫存股票價值波動的風險，此種風險則由其買賣價差來補償。在正常交易的情況下，市場競爭力量及交易規則足以保證交易商買賣價差較小。但當所交易的股票的未來基本價值面臨高度不確定性時，交易商承擔的風險將大幅提高，買賣價差亦可能激升，以致市場可能出現失序。在這種情況下，市場管理當局便可啟動斷路設施來因應，以維護市場交易秩序。

2. 暫停交易機制

除了市場斷路設施之外，NASD 對於 NASDAQ 市場亦訂有其他兩項

暫停交易的機制，一項為與重大訊息公開有關之暫停交易，另一項為與投資人保護及公共利益有關之暫停交易。

(1) 與重大訊息公開有關之暫停交易

依 NASD 制定之規則，在公司發布重大訊息期間，NASD 得視情況實施有價証券暫停交易措施，以供投資大眾冷靜思考評估該訊息對其投資判斷之影響。在暫停交易時間內，所有會員均不得報價或執行該有價証券之任何交易。

所謂重大訊息包括下列事項：

- (a) 購併案或合資案
- (b) 股票分割或分發股利
- (c) 非屬營業常態產生之盈餘或股利
- (d) 推出新產品或成功開發新技術
- (e) 經營權之重大變更
- (f) 制定買回自家公司股票之計畫

(2) 與投資人保護及公共利益有關之暫停交易

NASD 亦得就下列情況，認為有必要保護投資人權益及維持公共利益時，採取暫停交易的處理。

- (a) 在店頭市場交易的有價証券因重大訊息散佈而暫停交易，同時該有價証券也在 NASDAQ 交易。

(b) 在店頭市場交易的有價証券，且同時在一個全國性証交所上市，被該交易所以重大訊息的散布為由作暫停交易的處置中，致在店頭市場也受暫停交易處置。

二、平盤以下不准放空

美國証管會訂有「平盤以下不准放空」的規則(即 uptick rule)，來限制投資人的放空行為，以維持股市穩定。所謂「平盤以下不准放空」係指，在同一個交易日內，一旦一種股票的價格和前一筆交易的價格比較下跌時不准放空。只有該筆交易價格和前一筆交易價格比較上漲，或前一筆交易價格上漲而現在該筆交易價格持平時，才能放空。

所謂「放空」係指投資人賣出所借股票，並承諾在未來某一日期買回之行為。為進行放空，投資人須透過經紀商向持有股票者借來股票。放空者在經紀商必須維持保證金，融資與融券之保證金比率目前俱為 50%。為瞭解所謂 uptick rule，吾人需要對 uptick 及其相關的 downtick、zero-tick 及 zero plus tick 等名詞加以說明：

1. uptick, downtick, zero-tick 及 zero plus tick 之定義

uptick 指在同一個交易日內，同一種股票連續兩筆交易的價格作比較，後一筆交易價格高於前一筆交易價格（即指股價上漲）。

downtick 指後一筆交易價格低於前一筆交易價格（即指股價下

跌)。

zero-tick 指前後兩筆交易價格相同 (即指股價持平)。

zero plus tick 指先前一筆交易股價上漲, 但後一筆交易股價和前一筆交易股價相同。下面舉例說明如下:

甲股票連續五筆交易的價格如下:

| 交易次序 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|------|-----|-----------------|-----------------|-----|-----|
| 交易價格 | 35 | $34\frac{7}{8}$ | $34\frac{7}{8}$ | 35 | 35 |

第二筆交易為 downtick (股價下跌), 第三筆交易為 zero-tick (股價持平), 第四筆交易為 uptick (股價上漲), 第五筆交易為 zero plus tick。

2. 「平盤以下不准放空」規定的效果

投資人所以要從事放空, 其目的主要為 (1) 防範股價下跌而進行避險, (2) 從股價下跌中獲利, (3) 套利。因此, 放空讓投資人能夠衡量其風險暴露程度, 並且可增加市場流動性及讓其所掌握的市場資訊可以反映到股價上, 此將有助於提高市場效率。

另一方面, 許多人批評放空變成投資人操縱股價的一種工具, 並且是引發 1929 年及 1987 年股市崩盤的一個重要因素。若干研究(如

Brady, N. 1988) 指出，指數套利及資產組合避險操作係引發股市崩盤的重要因素，而放空則為這兩種操作的一個不可分割的部份。因此，為預防放空對股市可能產生的不利影響，美國証管會乃實施 uptick rule，來限制放空行為。

不過，有些學者則對 uptick rule 提出質疑，他們認為此項規定可能擴大股市跌勢而非阻止股市下挫。Macey, Mitchell and Netter (1989) 便主張，在 1987 年 10 月股市崩盤期間，uptick rule 不但增加指數套利的成本，而且促使股票現貨市場與期貨市場脫節，以致在股市極不穩定時期增加市場不確定性，此進一步擴大股市的下挫。

三、與股票信用交易有關的保證金比率限制

依 1934 年證券交易法，投資人利用信用交易買賣股票須受保證金比率規定的限制，聯邦準備理事會依証交法之授權得調整原始保證金比率。美國政府所以對股票信用交易實施保證金比率規定，主要目的即要控制股票市場信用交易的投機行為，以避免股價不合理的波動，並保護小額投資人。

自 1934 年以至 1974 年間，美國聯邦準備理事會因應股市的變化總共調整原始保證金比率 22 次。隨後，由於學者研究（如 Largay and West 1993）認為，保證金比率之調整並無法降低股市投機，或刺激

and West 1993) 認為，保證金比率之調整並無法降低股市投機，或刺激股價上升，以致原始保證金比率自 1974 年以來便不再調整，而將其固定於 50%。而保證金比率規定原僅適用於交易所交易的股票，後來於 1969 年擴及於店頭市場交易的股票。

1. 保證金比率之相關規定

(1) 美國保證金分維持保證金與原始保證金

維持保證金指信用交易之資金帳戶中，不論交易與否所必須維持的最低金額，目前為 2,000 美元。

原始保證金指投資人以信用交易帳戶進行交易時，應按其交易總金額的一定比率繳交的保證金，目前該比率固定於 50%。

(2) 融資或融券擔保維持率

根據聯邦準備理事會所制定之規則 T，僅規定原始保證金比率，融資（或融券）擔保維持率則由各全國性證券交易所訂定之。紐約証交所所定之融資擔保維持率為市價之 25%，融券擔保維持率則為市價之 30%。

(3) 對交易異常股票之管制措施

紐約証交所訂有特別原始保證金之規定，對於紐約証交所上市之普通股，在任一週交易量超過 200,000 股，且價格變動超過 10%，則在次一營業週中，其原始保證金比率規定如下：

或超過其流通在外股數之 25%，原始保證金比率為 75%。

(b) 如果該股票週交易量超過前一年平均每週交易量之 100 倍，或超過其流通在外股數之 35%，原始保證金比率為 100%。

2. 保證金比率調整對股市的效果

美國實施保證金比率規定的目的是限制不穩定性投機者的行為，藉以減低股價不合理的程度，讓股市較不易遭受崩盤的打擊。Luckett (1982) 及 Hardouvelis (1990) 的研究均支持這種論點，其理由即在於保證金比率之提高可能限制偏愛風險的投資者，而這些投資者可能是導致不穩定性投機的禍首。Hardouvelis (1990) 的研究也提出歷史資料來支持這種論點。

另一方面，有些學者（如 Seguin, P. J. 1990）則認為，保證金比率之提高卻具有相反的效果，因為此將限制理性投資者參與市場，降低市場流動性，反而造成股價不合理及擴大股價波動幅度。

四、庫藏股制度

美國政府依據 1934 年証交法制定一項規則 (rule 10b-18)，用來規範上市公司買回自家股票。公司所以買回自家股票，最主要的理由即是公司認為自家公司股票市價嚴重偏低，為拉抬自家股票而要買回自家股票，同時也向市場上投資大眾表達其對公司營運之信心。因

為公司本身對自己公司營運及獲利情況最為瞭解，公司本身所掌握到的該公司營運資訊通常遠遠優於一般投資者所擁有的該公司資訊，因此一旦該公司宣佈買回自家股票，通常會得到一般投資人的認同而跟隨買進，此將有效地促使該公司股票價格上漲，而達到穩定股價之目的。例如，在 1987 年 10 月 19 日美國股市突然暴跌 20% 以上，許多公司均認為自家股票市價偏低，以致隨後許多上市公司均宣佈買回自家股票。在 1987 年第四季，共有 473 家上市公司宣佈要買回自家股票，其中大多數公司均係在股價暴跌後的那一週內宣佈買回自家股票。

1. 有關上市公司買回自家股票的相關規定如下：

(1) 關於購買時間的規定

上市公司通常不能在開盤時及收盤前 30 分以內買回自家股票。

(2) 關於購買價格的規定

上市公司買回自家股票的價格通常不得高於下面兩個交易價格中較高者：(a) 目前自主性的買價，(b) 最後一筆自主性賣價。

(3) 關於購買數量的規定

上市公司買回自家股票的數量通常不得高於該股票成交量的 25 %。

五、重大資訊充分揭露，促進資訊透明化

美國証管會的一項重要職責為管理有關証券承銷、買進及賣出之資訊揭露，其目的是要促進市場資訊透明化，使投資人有充分資訊來評估上市股票價值，達成公平交易原則，並維持市場交易秩序。

依規定，每一上市公司均必須編製期中報告及年度盈餘報告分送股東，年報必須包括會計師依一般公認會計準則簽證之財務報表。此外，上市公司應隨時將重大資訊告知交易所和股東，並依規定的表格填具資料向証管會報告。

六、防範不法行為，維護市場秩序及交易公平性

為防範不法行為，美國証管會擁有不法行為處罰權，不法行為主要包括內線交易、操縱市場、詐欺，有關的處罰規定如下：

1. 內線交易

美國對內線交易規範主要係以嚴刑峻罰及高額之金錢性制裁來嚇阻此種不法行為。依 1934 年証交法之規定，公司之董事、經理人或持股達 10% 以上之大股東如於 6 個月內先買進後賣出或先賣出後買進，不論該等交易是否曾濫用公司之內部資訊，該等內部人應將所獲得之利益或所避免之損失歸入公司，此即內部人短線交易歸入權規

定。此外，任何持有重大非公開資訊者，因買進或賣出證券而違反證券交易法或相關規則與規章之規定時，對於與之同時為相反交易之人應負損害賠償之責任。

2. 操縱市場

美國對操縱市場行為者主要係賦予受損害之人，得對違法者提起損害賠償之訴訟。依 1934 年証交法之規定，禁止利用州際商務工具或全國證券交易所設備及証券商，對市場價格實施操縱之行為，影響市場價格。

3. 詐欺

依 1934 年証交法之規定，任何人於買賣證券時，不得透過任何方式，使用欺騙之手段或設計，違反証管會所制定之有關維護投資大眾權益及公共利益之原則。証管會規範的詐欺行為包括：

(1) 運用任何措施、計劃或技巧從事詐欺；

(2) 對任何重要事實為不實之陳述，或對必須陳述之事實不為陳述；

(3) 於買賣任一證券時，從事對任何人造成任何詐欺效果之任何行為、業務或商業活動。

違反該規定者，需對該違法行為而受有損害之人，負擔損害賠償之責任。

伍、結論與建議

美國股市雖沒有股價漲跌幅度的限制，但由於美國證券管理法規完備，証管會獨立行使職權，美國證券業界充分發揮自律的功能，以及證券市場的穩定機制有效地運作，以致美國股市能維持穩定的發展，對美國經濟持續的發展具有一定的貢獻。

由於台灣股市散戶的比重偏高，且証期會尚無法獨立行使職權且無調查權，對股市不法交易難以有效防止，而國內證券業界本身的自律功能亦有所不足，以致台灣股市容易發生人為炒作及違約交割等弊端，且即使台灣股市實施漲跌幅的限制，但股市波動性仍相當大。因此，為使台灣股市健全發展，對經濟的發展帶來正面的貢獻，謹提出以下的建議：

1. 証期會的功能宜進一步強化，賦予其獨立行使職權，並具有調查權，以有效嚇阻股市不法行為，維持市場交易的秩序與公平性。
2. 證券業界宜加強自律的功能，使股市具有內在的穩定機制。
3. 股價漲跌幅限制宜逐步放寬，讓股價能迅速反映市場供需的變化，並仿照美國的作法，建立一套市場斷路設施的機制。一旦股市出現異常波動時，即可啟動此機制，讓投資人情緒冷卻下來，使其能理性地評估股票價值，避免市場失序。

參考資料

1. 台灣證券交易所(1999年9月), "世界主要證券市場相關制度"。
2. Largay, J. A., III and West, R. R. (1973), "Margin changes and stock price behavior", *Journal of Political Economy* 81, March-April, pp. 328-339
3. Hardouvelis, G. A. (1990), "Margin requirements, volatility, and the transitory component of stock prices", *American Economic Review* 80, September, pp. 736-762。
4. Seguin, P. J. (1990), "Stock volatility and margin trading", *Journal of Monetary Economics* 26, August, pp. 101-121。
5. Macey, J. R., Mitchell, M. and Netter, J. (1989), "Restrictions on short sales: an analysis of the uptick rule and its role in view of the October 1987 stock market crash", *Cornell Law Review* 74 (5), pp. 799-835.
6. Brady, N. (1988), "Report of the Presidential Task Force on Market Mechanism" ('Brady Commission Report'), Washington DC: US Government Printing Office.
7. Lockett, D. G. (1982), "On the effectiveness of the Federal Reserve's margin requirement", *Journal of Finance* 37 (3), June, pp. 783-795.