

【專題二】

近期我國權證市場之發展概況



劉純斌 (證期局 稽核)

壹、前言

我國自 86 年 6 月開放證券商發行認購(售)權證業務，86 年 9 月第 1 檔權證上市交易迄今已第 13 年，初期由於投資人尚不瞭解本項新種商品及不熟悉相關交易策略，後因發行人發行權證相關避險費用不得扣抵等原因，權證市場並不活絡。96 年我國所得稅法增訂第 24 條之 2，規定權證避險損益應併計發行損益課稅，解決發行人發行權證相關避險費用不得扣抵問題，96 年後權證商品即大量發行，96 年度權證發行金額達過去 10 年發行金額之半，97 年及 98 年度合計權證發行金額更成長為 96 年度之 3 倍，足見所得稅法修正案對權證市場發展具重大影響。

近期臺灣證券交易所股份有限公司(以下簡稱證交所)及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(以下簡稱櫃檯買賣中心)參考其他國家權證市場發展現況，報經行政院金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)備查後，於 98 年 1 月 5 日起實施權證流動量提供者機制及取消上市櫃權證股權分散規定、於 99 年 4 月 1 日起實施流動量提供者當日沖銷交易，促進權證市場更蓬勃發展，上市櫃權證發行檔數及發行市值，均較 96、97 年度大幅成長，可見符合國際權證市場交易制度，對我國權證市場規模有正面助益。

另為活絡權證市場及鼓勵金融機構開發金融商品，金管會分別於 96 年 12 月 28 日開放發行人發行海外認購(售)權證、於 97 年 12 月 29 日開放發行人發行得以臺灣存託憑證及證交所或櫃檯買賣中心公告之指數作為權證連結標的、及於 99 年 4 月 7 日開放發行人得以外國證券或指數作為權證連結標的。

本文主要針對近期我國權證市場之發展概況、興革措施與重要工作推動情形予以說明，試圖使關心我國權證市場發展之先進，能有更進一步之瞭解，並就我國權證市場長期穩健發展，提供相關建議意見。

貳、我國權證市場概況

一、發行人家數

目前具有認購（售）權證發行人資格者計有 27 家，分別為台灣工銀證券股份有限公司、日盛證券股份有限公司、宏遠證券股份有限公司、法國興業銀行（法國興業證券代理）、荷蘭銀行、亞東證券股份有限公司、大展證券股份有限公司、群益證券股份有限公司、第一金證券股份有限公司、永豐金證券股份有限公司、大華證券股份有限公司、金鼎綜合證券股份有限公司、統一綜合證券股份有限公司、元富證券股份有限公司、中國信託綜合證券股份有限公司、大眾綜合證券股份有限公司、兆豐證券股份有限公司、國票綜合證券股份有限公司、康和綜合證券股份有限公司、花旗證券股份有限公司、玉山綜合證券股份有限公司、國泰綜合證券股份有限公司、凱基證券股份有限公司、華南永昌綜合證券股份有限公司、富邦綜合證券股份有限公司、寶來證券股份有限公司、元大證券股份有限公司等 27 家。

二、我國權證市場發展歷程

表一：我國權證市場發展歷程一覽表

重要事件	時間
認購權證市場開放	86.06.01
首檔權證上市交易	86.09.04
財政部證券暨期貨管理委員會訂定「發行人申請發行認購(售) 權證處理準則」	89.11.03
認售權證市場開放	92.01.02
開放上櫃認購(售)權證	92.03.31
開放發行人發行以 ETF 為連結標的之權證	93.05.26
開放議約型權證	94.07.29
開放發行人發行海外權證	96.12.28
開放發行人發行以臺灣存託憑證及證券交易所或櫃檯買賣中心公告之指數為連結標的之權證	97.12.29
取消權證發行之分散規定，引進流動量提供者制度、取消發行人發行權證時繳交保證金之規定	98.01.05
開放發行人發行以境外指數股票型基金為連結標的之權證	98.07.22
開放權證流動量提供者當沖交易	99.04.01
開放發行人發行以外國證券交易市場之外國證券（包括股票、ETF、存託憑證）及指數為連結標的之權證	99.04.07
權證盤中交易方式將由集合競價方式改採逐筆交易方式	99.06.28

三、98 年度權證發行及交易概況

(一) 發行概況：

1. 上市權證：98 年度計有 6,120 檔申請發行，發行市價總值為新臺幣（以下同）1,223 億元，較 97 年度 3,773 檔權證申請發行，發行市價總值 997 億元，分別增加 2,347 檔及 226 億元，或 62.21% 及 22.67%。
2. 上櫃權證：98 年度計有 1,116 檔申請發行，發行市價總值為 184 億元，較 97 年度 607 檔權證申請發行，發行市價總值 115 億元，分別增加 509 檔及 69 億元，或 83.86% 及 60%。

(二) 交易量值概況

1. 上市權證：98 年度成交量計有 93,589,745 張（即千單位，以下同），成交值 1,064 億元，較 97 年度成交量 300,077,746 張，成交值 2,758 億元，分別減少（206,488,001）張及（1,694）億元，或（68.81%）及（61.42%）。
2. 上櫃權證：98 年度成交量計有 13,917,634 張，成交值 206 億元，較 97 年度成交量 41,780,245 張，成交值 511 億元，分別減少（27,862,611）張及（305）億元，或（66.69%）及（59.69%）。

(三) 交易量值占市場比率概況

1. 上市權證：98 年度成交量及成交值分別占集中市場總成交量 1,198,462,450 張及總成交值 301,187 億元之 7.81% 及 0.35%。
2. 上櫃權證：98 年度成交量及成交值分別占上櫃股票總成交量 168,791,922 張及總成交值 52,390 億元之 8.25% 及 0.39%。

(四) 98 年成交量值較 97 年度減少原因

有關 98 年之成交量值較 97 年度減少，其原因為 98 年起取消每檔權證上市前股權分散須達 70% 規定，97 年度以前權證交易多屬發行人於權證上市後回收 70% 之交易及為造市而自行成交者，98 年度已不含上述性質之交易，反應市場交易面真實量值。

(五) 最近 5 年度（94~98 年度及 99 年 1~4 月）權證發行檔數、發行金額、交易金額及占全市場交易比率

最近 5 年度權證發行檔數、發行金額、交易金額及占全市場交易比率逐年成長，僅 98 年度權證交易金額及占全市場交易比率下降，係因自 98 年起取消每檔權證上市前股權分散須達 70% 規定，權證市場交易量值反應真實交易狀況所致，相信之後權證市場發展在此基礎下，將逐步穩健成長。

表二：權證發行檔數及發行金額一覽表 (金額：新臺幣億元)

年度	上市權證		上櫃權證		上市櫃權證合計數		上市櫃權證累積數	
	發行檔數	發行金額	發行檔數	發行金額	發行檔數	發行金額	發行檔數	發行金額
94	788	307	88	40	876	347	1,900	1,520
95	943	268	180	45	1,123	313	3,023	1,833
96	2,708	726	850	187	3,558	913	6,581	2,746
97	3,773	997	607	115	4,380	1,112	10,961	3,858
98	6,120	1,223	1,116	184	7,236	1,407	18,197	5,265
99年4月底	2,681	389	676	78	3,357	467	21,545	5,692

資料來源：證券交易所、櫃檯買賣中心及中華民國證券暨期貨市場重要指標

表三：權證交易金額及占全市場交易比率一覽表 (金額：新臺幣億元)

年度	權證成交金額			市場成交金額			權證商品成交值占全市場交易比率
	上市權證	上櫃權證	合計	證券交易所	櫃檯買賣中心	合計	
94	1,424	182	1,606	190,739	31,665	222,404	0.72%
95	1,751	323	2,074	242,053	51,291	293,344	0.71%
96	2,532	1,032	3,564	335,275	85,374	420,649	0.85%
97	2,758	511	3,269	266,662	32,855	299,517	1.09%
98	1,064	206	1,270	301,188	52,390	353,578	0.36%
99年4月底	420	103	523	93,635	20,856	114,491	0.46%

資料來源：證券交易所、櫃檯買賣中心及中華民國證券暨期貨市場重要指標

表四：上市(櫃)權證98年度與前一年度權證成交量、值比較

年度	98年度	97年度	增減情形	增減百分比(%)
上市權證				
成交量(千單位)	93,589,745	300,077,746	(206,488,001)	(68.81)
成交值(億元)	1,064	2,758	(1694)	(61.42)
上櫃權證				
成交量(千單位)	13,917,634	41,780,245	(27,862,611)	(66.69)
成交值(億元)	206	511	(305)	(59.69)

資料來源：證券交易所、櫃檯買賣中心及中華民國證券暨期貨市場重要指標

表五：98 年度上市（櫃）權證與市場總成交量、值比較

成交量值	認購（售）權證 成交量值	市場總成交量值	百分比(%)
上市權證			
成交量（千單位）	93,589,745	1,198,462,450	7.81
成交值（億元）	1,064	301,187	0.35
上櫃權證			
成交量（千單位）	13,917,634	168,791,922	8.25
成交值（億元）	206	52,390	0.39

資料來源：證券交易所、櫃檯買賣中心及中華民國證券暨期貨市場重要指標

參、近年我國權證市場興革措施與重要工作推動情形

一、96 年 12 月 28 日開放證券商得發行海外認購（售）權證（有關發行人發行海外認購（售）權證之證券交易市場應具備之評等條件、海外認購（售）權證之連結標的範圍及外匯規範，配合 99 年 4 月 7 日開放發行人發行以外國證券交易市場之外國證券及指數為連結標的之權證，酌做修正）

為進一步擴大證券商業務經營範圍並協助其業務國際化，金管會於 96 年 12 月 28 日發布修正「發行人申請發行認購（售）權證處理準則」（以下簡稱處理準則），開放證券商得發行海外認購（售）權證，以提昇我國證券商之經營效率及競爭力，並加速推動我國證券市場與國際接軌之進程。相關管理配套措施及修正重點臚列如下：

（一）發行資格條件：

發行人發行海外認購（售）權證，應依規定取得金管會核給發行國內認購（售）權證資格認可及取得交易當地主管機關或交易所核給發行認購（售）權證資格，並於取得前述兩項資格後，檢具相關書件報金管會備查。

（二）海外市場規範：

比照現行證券商自行買賣外國有價證券之相關海外市場規範，即明定發行海外認購（售）權證之交易市場需有組織且受當地證券主管機關管理之證券交易所或店頭市場，且交易當地之國家主權評等應有一定等級以上（A-級以上）。

（三）標的證券範圍：

1. 以國內證券為標的發行海外權證：發行人如以國內證券為標的發行海外權證，其標的證券範圍比照現行國內權證規定，即須符合證券交易所及櫃檯買賣中心每季公告得為上市（櫃）權證之標的證券或指數，惟標的證券發行公司如有併購之情事者，金管會得停止發行人以該標的證券發行認購（售）權證。

2. 以外國證券為標的發行海外權證：如發行海外權證之標的證券為外國證券或指數，其標的範圍應依交易當地主管機關或交易所規定辦理。但不得包括大陸地區股價指數暨大陸地區證券市場及大陸地區政府或公司發行或經理之有價證券。

(四) 證券商發行額度限制：

為有效控管發行人發行額度風險，規定發行人發行海外認購（售）權證之發行總額應與發行國內認購（售）權證之發行總額併計，並依證券交易所及櫃檯買賣中心之相關規定辦理。

現行證券交易所及櫃檯買賣中心對於發行人發行國內認購（售）權證訂有發行額度規範，即按發行人信評不同而給予合格自有資本百分之六十至百分之十計算發行總額度。

(五) 權證標的證券額度：

發行人發行海外認購（售）權證，以國內證券為標的證券者，其表彰同一標的證券之總數量，應依證券交易所及櫃檯買賣中心之相關規定辦理。（目前規定為不得超過該標的證券發行公司已發行股份總額之百分之三）

(六) 避險作業：

發行人發行海外權證，其避險操作應設立專戶，並依證券交易所及櫃檯買賣中心相關規定辦理。

(七) 履約結算方式：

發行人發行海外認購（售）權證，以國內證券、指數為連結標的者，其履約給付限以現金結算方式為之；以外國證券、指數為連結標的者，其履約給付方式應依交易當地主管機關或交易所規定辦理。

- 二、97年12月29日及98年7月22日分別開放發行人發行以臺灣存託憑證及證券交易所或櫃檯買賣中心公告之指數為連結標的之權證，及開放發行人發行以境外指數股票型基金為連結標的之權證

(一) 為進一步擴大證券商業務經營範圍並協助其業務國際化，及滿足投資人多元化交易需求，金管會於97年12月29日發布修正處理準則，開放發行人發行認購（售）權證得以臺灣存託憑證及證券交易所或櫃檯買賣中心公告之指數為連結標的；同時開放發行人發行海外認購（售）權證亦得以上開標的及符合規定之外國指數為連結標的，以提昇我國證券商業務競爭力，並加速推動我國證券市場與國際接軌之進程。

(二) 為配合境外基金管理辦法開放境外指數股票型基金於我國證券交易市場上市（櫃）交易，金管會比照國內證券投資信託基金規定，於98年7月22日發布修正處理準則，開放境外指數股票型基金得為發行人發行認購（售）權證之連結標的範圍。

- 三、98年1月5日起取消上市櫃權證股權分散規定、取消發行人發行權證時繳交保證金規定及實施權證流動量提供者機制

(一) 理由：

1. 98 年 1 月 5 日前權證持有人分散規定係參照當時香港權證市場制度：

考量國內權證於 86 年開放之初，具發行權證資格之證券商不多，為避免籌碼過度集中，造成價格失真及人為操縱，並為增加權證之流動性，爰訂定權證持有人分散規定。依證券交易所及櫃檯買賣中心修正前認購（售）權證審查準則規定，申請上市（櫃）之權證，應符合權證持有人分散之相關規定，原規定說明如下：

- (1) 須持有人數 100 人以上；持有 1 千至 5 萬單位之持有人，不少於 80 人，且其所持有單位合計逾上市單位 20%。
- (2) 須單一持有人所持有單位，不超過上市（櫃）單位 10%，若其為發行人則不得超過上市（櫃）單位 30%；惟發行人採委託其他機構避險者，其委託之風險管理機構不得持有所發行之權證。
- (3) 須發行人及其關係人、受僱人持有單位數，不得逾上市（櫃）單位 35%。
- (4) 發行人於認購（售）權證銷售時，除標的證券為臺灣 50、臺灣中型 100 及臺灣科技等指數股票型證券投資信託基金外，應限制標的證券公司之董事、監察人、經理人及持股 10% 以上大股東持有之認購（售）權證得認購股數不得超過該等人員本身之持有該標的證券數量。

2. 香港目前已取消權證持有人分散規定並實施流動量提供者制度：

香港於 2001 年底對權證市場進行檢討時，發現發行人有刻意安排經紀、銷售代理人及投資人認購權證，並約定於權證上市後之短期間內進行回購之情形，爰於 2002 年取消持有人分散規定，並參酌選擇權市場之造市制度，同時規範流動量提供者制度，其後權證市場蓬勃發展，除大幅改善以前權證不易成交之現象外，交易量亦屢創新高，於 2003 年至 2006 年交易金額已晉身為全球前二大，2007 年及 2008 年更為全球第一大權證交易市場。

3. 權證商品屬性與一般公司股票不同：

審酌權證商品屬性與一般公司股票不同，且權證市場已發展十餘年，相對成熟，相關資訊亦透明公開，故權證持有人分散之目的隨著投資人對權證屬性之了解及各主要權證市場之變革已不復存在。

4. 權證造市制度有助於交易活絡：

權證性質類似選擇權，選擇權市場需有造市制度才能活絡，同理，要活絡權證市場亦需有造市制度，例如發行人發行一檔價外型認購權證，其履約價格遠高於標的證券市價，由於未具履約價值，往往無法吸引投資人參與買賣，其交易必然清淡，若能引進造市制度，由造市者進行應買應賣之報價，投資人會樂於買賣權證，進而促進權證市場之活絡，故引進權證造市制度應有助於市場交易之活絡。

5. 有關研擬修正取消權證發行人繳交履約保證金規定乙節：

考量現行權證發行人繳交之履約保證金對於權證持有人並無法定優先受償權，履約保證效果有限，徒增發行人之發行成本，再者目前世界主要權證市場均無履約保證金規範，又依據證券交易法第 55 條規定，證券商經濟業務應提存營業保證金，因證券商特許業務所生債務之債權人（包括權證持有人），對於該營業保證金有優先受償權，考量權證持有人之權益，不因取消權證發行人繳交履約保證金規定而有重大影響。

基於上述理由，證券交易所及櫃買中心於 97 年 12 月 31 日公告「認購（售）權證流動量提供者作業要點」及配合修正該公司及該中心相關市場管規章，取消上市認購（售）權證持有人分散規定以及取消發行人發行權證時繳交保證金規定，並自 98 年元月 5 日起實施。

（二）「認購（售）權證流動量提供者」機制主要內容：

1. 主要功能

流動量提供者制度是為了提升權證之流動性而設計的一種制度，由流動量提供者提供應買及應賣之報價，解決目前投資人想買買不到，想賣賣不掉等流動性不足之現象，使投資買賣更有效率，進而增加交易量並活絡權證市場。

2. 流動量提供者資格

認購（售）權證發行人得自行擔任或委任其他證券商擔任流動量提供者為其所發行之權證提供流動量，每檔權證僅能委任一家流動量提供者。發行人每次發行權證得委任不同之流動量提供者。

3. 報價方式

流動量提供者須在交易市場開盤後五分鐘至收盤期間，以「回應報價要求」或「主動報價」方式擇一採行履行報價之責任。

(1) 回應報價要求：

- ① 流動量提供者於接獲投資人詢價後五分鐘內回應報價，而此報價至少須維持一分鐘。
- ② 權證每單位委託價格未滿十元者，每筆報價不得低於十交易單位；權證每單位委託價格十元到二十元者，每筆報價不得低於五交易單位；權證每單位委託價格超過二十元者，每筆報價不得低於一交易單位。

(2) 主動報價：

- ① 流動量提供者申報之價格應包含買進價格及賣出價格。流動量提供者報價須規範最高申報買進價格與最低申報賣出價格間之最大升降單位。
- ② 流動量提供者主動每隔五分鐘至少報價一次，而此報價應至少維持三十秒，但因標的證券價格變動而更新報價者，則不受應維持三十秒之限制。
- ③ 流動量提供者應訂定最高申報買進價格與最低申報賣出價格間之最大升降單位。

- ④權證每單位委託價格未滿十元者，每筆報價不得低於十交易單位；權證每單位委託價格十元至二十元者，每筆報價不得低於五交易單位；權證每單位委託價格超過二十元者，每筆報價不得低於一交易單位。

(3) 流動量提供者於下列時機得不提供報價：

- ①交易市場開盤後五分鐘內。
②權證之標的證券暫停交易。
③當流動量提供者專戶內之權證數量無法滿足每筆報價最低賣出單位時，流動量提供者得僅申報買價。
④發行人自行訂定之其他時機。

4. 應行揭露事項

發行人應於銷售公告、公開銷售說明書及上市（櫃）公告中載明流動量提供者之名稱、履行報價責任之方式暨不提供報價之時機等事項，若流動量提供者以「回應報價要求」方式履行報價責任，另應載明流動量提供者電話號碼。

5. 違規處理

對於未遵循報價規定之交易員，證券交易所或櫃檯買賣中心得視情節輕重予以流動量提供者記點、限期改善或限制其未來一個月至三個月內不得發行權證等處分。另證券交易所或櫃檯買賣中心亦得通知發行人更換流動量提供者。

上開措施業促進權證市場更蓬勃發展，上市櫃權證發行檔數及發行市值，均較 97 年度大幅成長，惟也由於取消上市櫃權證股權分散規定，98 年度上市櫃權證之成交量及成交值均較 97 年度減少，其主要原因為 97 年度權證交易多屬發行人上市櫃前股權分散 70%之回收交易及為造市而自行成交所致，98 年度之成交量及成交值已不含上開性質之交易。

四、99 年 4 月 1 日起實施流動量提供者當日沖銷交易

考量權證流動量提供者應善盡「回應報價要求及主動報價」責任，開放證券商因擔任權證流動量提供者得就當日買賣權證淨部位交割，應可減輕其交割成本，增進其提供流動量之意願，爰金管會同意開放權證流動量提供者對該權證得當日沖銷，並自 99 年 4 月 1 日起實施。

五、99 年 4 月 7 日開放發行人得以外國證券交易市場之外國證券或指數為連結標的發行國內認購（售）權證

- (一) 考量臺港 ETF 相互掛牌與證券商業務開放之衡平，以及目前國內募集及銷售之境外基金，得投資一定比率之大陸地區證券市場上市有價證券。另為擴大證券商業務經營範圍並協助其業務國際化，及滿足投資人多元化交易需求，金管會於 99 年 4 月 7 日發布修正處理準則部分條文，開放發行人得以外國證券交易市場之外國證券【包括股票（含香港紅籌股）、ETF（含香港紅籌股及國企股 ETF）、存託憑證】或指數為連結標的發行國內認購（售）權證，並規定其履約給付限以現金結算方式為之。

- (二) 該外國證券交易市場之外國證券或指數，應符合下列條件：
1. 外國證券交易市場應具備之條件及範圍如下：
 - ① 須有組織且受當地證券主管機關管理之證券交易所及店頭市場。
 - ② 交易當地之國家主權評等，應符合附表六所列信用評等機構評定達一定等級以上。
 - ③ 外國證券交易市場之範圍如附表七。
 2. 前揭外國證券交易市場之外國證券或指數，不得包括下列項目：
 - ① 大陸地區政府或公司發行或經理之有價證券。
 - ② 本國企業於外國證券交易市場交易之有價證券。但本國企業赴海外發行之存託憑證，不在此限。
 - ③ 國內外機構編製之臺股指數及其相關金融商品。但如該指數係由證券交易所或櫃檯買賣中心與國外機構合作編製非以臺股為主要成分股之指數，不在此限。
 3. 符合證券交易所或櫃檯買賣中心所定條件之外國證券或指數。

表六：國家主權評等

信用評等機構名稱	信用評等等級
DBRS Ltd.	AL
Fitch, Inc.	A-
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	A-
Moody's Investor Services, Inc.	A3
Rating and Investment Information, Inc.	A-
Standard & Poor's Rating Services	A-
Egan-Jones Rating Company	A-
LACE Financial Corp.	A-

表七：外國證券交易市場之範圍

國家	市 場
日本	大阪證券交易所 Osaka Securities Exchange (OSE) 東京證券交易所 Tokyo Stock Exchange (TSE)
韓國	韓國證券交易所 Korea Stock Exchange (KSE)
美國	美國證交所 American Stock Exchange (AMEX) 芝加哥證交所 (Chicago Stock Exchange) 那斯達克證交所 (NASDAQ) 紐約證交所 New York Stock Exchange (NYSE) 太平洋證交所 (Pacific Exchange) 國際證券交易所 International Securities Exchange (ISE) 費城證交所 (Philadelphia Stock Exchange)
加拿大	加拿大蒙特婁交易所 Montreal Exchange (ME)
英國	倫敦證券交易所 London Stock Exchange (LSE)

國家	市場
德國	法蘭克福證券交易所 (Frankfurt Stock Exchange)
法國	泛歐交易所-巴黎 (Euronext Paris)
瑞典	斯德哥爾摩交易所 (Stockholm Exchange)
澳洲	澳洲證券交易所 Australian Stock Exchange(ASX)
香港	香港交易所 Hong Kong Exchange and Clearing Limited (HKEX)
新加坡	新加坡證券交易所 Singapore Stock Exchange (SGX)

六、預訂於 99 年 6 月 28 日起權證盤中交易方式由現行集合競價交易方式改採逐筆競價交易方式，開盤及收盤則續維持現行集合競價交易方式

- (一) 我國證券交易市場盤中原採一定時間集合競價一次，觀諸世界各主要證券市場如：美國、英國、Euronext、香港均採逐筆交易，為推動我國交易市場躋身已開發市場之林，及使投資人享有交易更有效率、交易資訊更即時透明，金管會同意證券交易所所有權證商品盤中交易方式由現行「集合競價交易方式」改採「逐筆競價交易方式」，開盤及收盤則續維持現行集合競價交易方式。
- (二) 考量逐筆交易於撮合頻率、成交價決定原則等多項規則與集合競價制度並不相同，市場參與者系統調整幅度較大，故採漸進式進行，以權證商品先推行，並辦理證券商與投資人宣導作業，預訂於 99 年 6 月 28 日起實施。
- (三) 集合競價與逐筆交易比較

1. 集合競價

現行證券交易市場盤中採集合競價，集合競價是集合一段時間之委託再依價格優先順序進行撮合成交，而同價格則依時間優先原則成交（盤前輸入之委託仍依電腦隨機序號排序），成交價格需滿足最大成交量，當盤僅有一個成交價量。撮合後除揭示成交價格及數量外，同時揭露未成交最高五檔買進申報價格與數量及最低五檔賣出申報價格與數量，故投資人所看到的最佳五檔買賣價量資訊是當盤撮合後未成交委託的資訊，然而在當盤撮合後至下一盤撮合前，將有其他委託陸續輸入，參與下一盤集合競價，但在下一盤撮合前，委託價格、數量狀態並未揭露，故對投資人而言，集合競價下揭露的未成交五檔價量資訊，較不具即時性。

2. 逐筆交易

逐筆交易，委託隨到隨撮，當證券商輸入一筆買進委託申報，將依委託簿中已輸入尚未成交之賣出申報價格由低至高依序成交，反之，如果證券商輸入一筆賣出委託申報，將依委託簿中已輸入尚未成交之買進申報價格由高至低依序成交。投資人一筆委託，可立即與不同價位的對手方委託成交，產生一個以上不同成交價量，交易較集合競價快速，價格較具連續性。投資人的委託輸入後不需等候一段時間才能於本公司電腦系統進行撮合，交易效率較集合競價高。

表八：集合競價與逐筆交易比較表

比較項目	集合競價	逐筆交易
撮合時間	集合一段時間委託進行撮合	委託隨到隨撮
成交價決定原則	1.滿足最大成交量之價位。 2.高於決定價格之買進申報與低於決定價格之賣出申報須全部滿足。 3.決定價格之買進申報與賣出申報至少一方須全部滿足。 4.合乎前二款原則之價位有二個以上時，採接近當市最近一次成交價格之價位。	1.當筆輸入之買進申報，依委託簿中賣出申報價格由低至高依序成交。 2.當筆輸入之賣出申報，依委託簿中買進申報價格由高至低依序成交。
優先順序決定原則	價格優先、時間優先（盤前輸入之委託仍依電腦隨機序號排序）	同左
成交價量	一次撮合僅有一個成交價量	一筆委託可能有多個成交價量

3. 逐筆交易效益

① 交易效率高、增加市場流動性

逐筆交易委託隨到隨撮，大幅降低委託等候交易時間，撮合頻率較集合競價高，相對帶動投資人委託積極度，活絡市場交易，進而提升整體市場流動性。

② 未成交委託價量資訊之參考性較高

逐筆交易於每次證券商輸入委託後立即以相對方委託價格撮合成交，並即時揭示當筆撮合後未成交之價量資訊，故對投資人而言，資訊內容更具參考性。

③ 成交價格較具連續性

逐筆交易依相對方委託價格依序撮合成交，成交價格形成較集合競價透明且具連續性。

④ 交易制度具擴充性

未來無論是推行其他交易方法（如演算法交易）、新增委託方式、或是便利基金經理人之靈活交易策略，逐筆交易制度是不可或缺的條件之一。

七、權證課稅爭議問題：

（一）我國權證市場自 86 年 9 月第 1 檔權證上市交易迄今已第 13 年，自 86 年至 96 年上半年所得稅法修正前之 10 年間，權證市場發行金額合計 1,833 億元，初期由於投資人尚不瞭解本項新種商品及不熟悉相關交易策略，後因發行人發行權證相關避險費用不得扣抵等原因，權證市場並不活絡。惟 96 年我國所得稅法增訂第 24 條之 2，規定權證避險損益應併計發行損益課稅，解決

發行人發行權證相關避險費用不得扣抵問題，96 年後權證商品即大量發行，96 年度權證發行金額即達過去 10 年發行金額之一半，97 年及 98 年度合計權證發行金額更成長為 96 年度之 3 倍，足見所得稅法修正案對權證市場發展具重大影響。

(二) 另以近 10 年證券商平均每年稅後盈餘約 224 億元觀之，證券商發行權證業務若依臺北市國稅局核課主張，將超越其實質稅負承擔能力，對證券商營運造成重大衝擊，並嚴重影響權證市場之發展。有關日前報載臺北市國稅局對部分證券商權證商品課稅爭議問題，金管會已擬具說帖函請財政部協助處理，期能儘速彌平權證商品課稅爭議問題，俾利權證發行市場回復正常運作。

肆、結語

一、我國權證市場尚有成長空間

香港權證市場自 1989 年於香港證交所上市交易一般權證及於 2006 年開始發行牛（熊）證以來，成交值在 2007 年及 2008 年分別為 6,108.30 億美元及 5,747.81 億美元，連續 2 年勇冠全球，而我國在該 2 年成交值則分別為 87.52 億美元及 77.13 億美元，均為全球第 9 名。

我國權證市場自 86 年上市交易迄今，權證成交值占整體市場成交值，除 97 年度逾 1% 外，其他年度均未達 1%，98 年度該比例尚不足 0.5%。相較鄰近香港近 30%，我國權證占證券市場整體成交比重明顯偏低，尚有成長空間，金管會將督促證券交易所及櫃檯買賣中心持續研議相關活絡權證市場措施，包括研議認購（售）權證交易人進行當日沖銷及發行人避險專戶之權證標的證券得進行當日沖銷等相關交易制度興革措施。

二、發行牛熊證商品，為我國權證市場注入一股新動能

香港交易所於 2006 年 6 月 12 日推出牛證（下限型認購權證）及熊證（上限型認售權證）商品，由於該權證價格變動與相關資產價格變動比率幾近 1 比 1，定價簡單易懂，且因投資損失設有停損點，故深受投資人喜愛，在短短 3 年內成長快速。經統計 2007 年香港市場全年牛熊證之成交金額為 71,380 百萬港元，占香港市場全年成交金額之比率為 0.33%，其新上市之牛熊證數目為 391 檔，至 2008 年香港市場全年牛熊證之成交金額增為 1,039,557 百萬港元，占香港市場全年成交金額之比率提高為 5.91%，新上市之牛熊證數目增至 4,231 檔，2009 年香港市場全年牛熊證之成交金額增為 1,676,065 百萬港元，占香港市場全年成交金額之比率提高為 10.86%，且新上市之牛熊證數目增至 8,072 檔，牛熊證商品市場交易量持續快速成長。

證券交易所期能進一步引進在國外已為投資人熟悉之新型態權證，為我國權證

市場注入一股新動能，擬參考香港交易所之牛證及熊證商品，規劃在我國推出此二類新型態權證，以增加權證發行種類（現行權證發行人發行之限制型權證係屬上限型認購權證及下限型認售權證），提供投資人多樣化的選擇，提昇資金運用效率。

鑑於香港權證市場雖已連續 2 年居全球之冠，但香港牛熊證市場係在一般權證（即國內目前之認購售權證）商品發展相對成熟之後才推出，雖然香港在 2009 年牛熊證成交金額首度超越一般權證，但香港牛熊證剛開始推出時，投資人因為不熟悉牛熊證商品設有強制收回機制與平常買賣一般權證方式不相同，常發生投資人陳情情事，我國如擬推出牛熊證，尚須先做好相關投資人教育宣導工作，以避免發生交易糾紛案件，影響投資人權益。

三、持續進行權證教育宣導，活絡權證交易市場

目前參與權證投資人占參與股票投資人比率仍低，可能係投資人對於權證商品之認識及瞭解不足或不熟悉相關交易策略所致，而最直接面對投資人的證券商業務人員通常也是最知道客戶問題所在，為增進證券商業務人員對權證商品之認識及相關交易策略之熟悉，正確回答投資人所詢問題，證券交易所及櫃檯買賣中心持續與證券商公會辦理證券商業務員權證商品專業訓練課程。

其次為積極宣導權證商品並教育投資人，證券交易所與各家權證發行人，自 98 年起開始進行多項宣導活動，利用平面媒體、網際網路、廣告、宣導手冊及舉辦座談會等方式進行權證商品宣導、說明風險種類、權證投資心法及如何評估權證合理價格等內容，期使投資人對權證商品有一定之認識及瞭解相關交易策略。另為更進一步活絡權證交易市場，由經濟日報主辦、證券交易所協辦，六家證券商聯合舉辦，為期 1 年，總獎金 500 萬元的「權民鬥陣搶百萬」競賽活動於 99 年 3 月 15 日正式開展，希望藉由此一為期 1 年之競賽活動，帶動一股認識權證風潮，使權證市場有更長遠之發展。