

## 【專題三】



## 市場監視 - 公布注意及處置機制之 發展與變革

陳志新（證期局科長）

### 壹、前言

資本市場的健全發展，證券市場扮演重要的角色，而證券交易的公平、公正、公開則是推動證券市場良好發展的要素，為避免人為操作扭曲市場交易秩序，影響投資人持股信心及交易意願，世界各主要交易所均建立監視制度，藉由系統化的蒐集、分析股價的波動、交易人的買賣狀況等，發現異常交易並予以處理，其中，對市場投資人揭露相關資訊，可提升資訊透明度並強化投資人之風險意識，此即本文介紹之公布注意及處置機制。

### 貳、制度介紹

#### 一、公布注意及處置機制為監視制度一環

監視制度的目的在於維護市場交易秩序，一般而言，股票交易由買賣雙方決定，受到外在財經環境、發行公司財務業務狀況、投資展望等影響，股價走勢通常亦係反映上開情事的變化，故如出現股價異常波動，監視制度將從對市場澄清與公開資訊、提醒投資人注意異常情形及進行不法交易查核等著手，說明如下：

- (一) 澄清不實報導：因投資人接收之資訊影響其買賣決策判斷，故媒體報導的內容如有不當，應及時澄清以免誤解。目前證交所、櫃買中心已訂定對有價證券上市（櫃）公司重大訊息之查證暨公開處理程序，對於媒體報導如發現有任意發布尚未確定之消息或公開資料與事實不符，或其他對股東權益或證券價格有重大影響事項時，就會督促公司即時辦理相關訊息之說明澄清。
- (二) 公布財務資訊：針對價量變化異常之有價證券，證交所（櫃買中心）經綜合分析認為有必要時，則主動要求上市（櫃）公司於公開資訊觀測站公布近期財務業務相關資訊，使投資人瞭解。
- (三) 公布注意及處置股票：有價證券交易價量異常已達一定標準者，證交所（櫃買中心）即對市場公告有價證券名稱及相關交易資訊，或採取處置措施，以提醒投資人注意交易及交割安全，並加強自己對指標異常個股之風險意識。
- (四) 監視查核：證交所及櫃買中心依其所訂市場監視制度辦法，對有價證券執行監視查核，如分析個股異常波動之交易資料發現有不法情事，即依規定蒐集相關資料移送檢調參考，以維護投資大眾權益。

## 二、公布注意及處置股票機制

證券市場交易，股價異常波動的結果可能損及投資人權益、影響市場交易秩序及投資人信心，監視制度之目的在於及早發現異常，以利採取進一步行動，故監視制度的第一步即為預警機制。

以集中市場來說，證交所在每個交易日收盤後，運用電腦系統自動分析上市有價證券之交易，多方考量漲跌幅、成交量、週轉率、集中度、本益比、股價淨值比、券資比、折溢價百分比、借券賣出數量及當日沖銷交易數量占比等因素，因為著眼於市場交易狀況的變化，故考量的類型主要還是著重在價、量，即價格波動、數量集中，跟一般股票市場技術分析的原理接近，又這些預警機制的標準該如何設定，則是充分考量證券市場交易狀況，依過往一段期間之實際交易資料設算不同標準下的可能涵蓋範圍，設定範圍太大不易觸及會錯失真正的異常狀況，設定範圍太小將造成可疑交易訊號頻繁閃現，白噪音過多將影響執行，且股票達異常標準都會對外公告，過於頻繁的示警亦將使市場疲乏，失去提醒投資人的目的。

目前證交所（櫃買中心）訂有「公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」（以下簡稱注意及處置作業要點，並以證交所規定進行說明），該要點第四條針對各種價量變化訂有 14 款（類型）異常標準，其中第 1 至 8 款為價格異常，第 9 至 13 款主要是量的異常，第 14 款則是其他，又該等類型的具體計算方式及除外狀況，另外訂定於「公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點第四條異常標準之詳細數據及除外情形」（以下簡稱詳細數據及除外情形）。

為了達到有效偵測異常，相關標準之設定已多方考量影響因素，舉例而言，公布注意股票最常出現之觸發標準「最近一段期間累積之收盤價漲跌百分比異常者」，不僅計算該股票之漲跌幅，同時與同類股、大盤相比較，該項標準訂為最近六個營業日（含當日）累積之收盤價漲跌超過 32%，且與大盤、同類股依同方式計算漲跌幅的差幅均超過 20%，以此認定個股確有異常波動。又訂定相關除外狀況，個股如有初次上市櫃首 5 日無漲跌幅限制、除權息等狀況，不納入波動異常之計算範圍。

觀察各類型異常標準的設計，可以看到價格異常標準部分，以一段期間累積之收盤價漲跌幅異常為基礎，搭配成交量異常放大、周轉率過高、交易集中度高、券資比明顯放大等合併使用，又臺灣存託憑證因與海外標的證券連動，

故以溢折價異常作為標準，成交量異常標準部分，除單純的成交量增幅放大，亦包括累積周轉率、借券賣出、當日沖銷百分比過高之狀況。

個股價量變動如有達到前述注意及處置作業要點等規定之標準，證交所（櫃買中心）就會公布注意股票，以提醒市場投資人注意個股之異常價量變化，如該異常情況持續發生，下一步就會進入處置。原則上，有價證券如連續 3 個營業日，符合注意及處置作業要點第 4 條第 1 項第 1 款，或連續 5 個營業日、最近 10 個營業日內有 6 個營業日或最近 30 個營業日內有 12 個營業日，因符合該要點第 4 條第 1 款至第 8 款而被公布為注意有價證券，證交所或櫃買中心就會對該有價證券採取處置措施。

被公布為處置股票，將從次一營業日起 10 日內採取「人工管制延長撮合時間」及「對委託買賣數量較大投資人預收款券」等處置措施，第一次處置為每五分鐘撮合一次，投資人每日委託買賣該有價證券達單筆十張或多筆累積達三十張須預收款券，如採行第一次處置措施後，價量變化再次達標，則採行再次處置措施，將撮合時間延長至 20 分鐘，及對委託買賣預收全額款券等，可持續採行以提醒投資人注意交易資訊。

進一步說明，個股雖經公布為注意股票數次，並不必然會公布為處置股票，列入處置股票主係以多次達到前述注意及處置作業要點第 4 條第 1 項第 1 款至 8 款價格異常者，係因證券市場 103 年至 104 年間擴大開放當日沖銷交易標的及放寬漲跌幅限制至 10%，經考量個股如僅有成交量、週轉率放大，但漲跌幅波動無異常，尚無施以處置措施之必要，所以仍依規定公布注意股票，提醒投資人注意，但不會進一步公布為處置股票。

另外，因市場交易狀況多變，前述明訂的價量異常標準未必能涵蓋所有狀況，所以另訂有特別處置措施，如個股經處置後仍持續異常，或發現個股異常情形有影響市場秩序及交易安全等情形，證交所 / 櫃買中心經提報內部監視業務督導會報決議，得採取特別處置措施，除延長撮合時間及預收全部款券外，尚可採取延長處置期間、限制各證券商每日買進或賣出該有價證券之申報金

額、暫停該有價證券融資融券交易及停止該有價證券一定期間之買賣等。例如 2020 年幾檔原油槓桿 ETF，因國際油價重挫，溢價幅度異常放大，經由「監視業務督導會報」決議被列為公布通知注意有價證券，並因連續被列為注意有價證券，而進一步被列為處置有價證券。

總而言之，公布注意及處置股票是一種提醒與限制措施，而且採取漸進式，就個股持續異常的程度，由多次公布注意到進一步採取處置措施，處置措施由第一次處置的延長撮合 5 分鐘、委託單量大才預收款券，到第二次延長撮合時間至 20 分鐘、全面預收款券等，除使投資人注意交易風險重新評估投資決策，亦可預防買賣違約。目前證交所與櫃買中心每日於官網「市場公告」項下，揭露被公布為注意或處置的有價證券，及公布注意累計次數異常資訊，方便投資人掌握所持有的證券是否達公布注意或處置標準，也可查詢相關歷史資訊。

## 參、近期公布注意及處置措施的變革

### 一、將當沖異常有價證券納入公布注意範圍，增訂「當沖警示標準」

2021 年因國際資金寬鬆，上市櫃公司基本面良好等因素，台股價量俱揚，部分類股成交量及當沖占比急速提高，造成外界有當沖過熱等評論，因原有公布注意標準未納入當沖交易比率過高個股，為適時提醒投資人注意交易風險，證交所及櫃買中心於同年 7 月 26 日修正注意及處置作業要點等規定，自 8 月 27 日起實施。

本次修正重點係將當沖異常有價證券納入公布注意範圍，增訂「當沖警示標準」，納入公布注意範圍。另對當沖異常之警示有價證券採取適當之管制性措施，如該檔個股同時有價量異常情事，調整處置期間為 12 個營業日（較原有之 10 日處置期間延長 2 日），修正重點如下：

（一）將當沖異常納入警示（公布注意）範圍：修正「注意及處置作業要

點」第 4 條第 1 項第 13 款，增訂「當日沖銷警示標準」，對於「最近一段期間之當日沖銷成交量占總成交量比率明顯過高者」之有價證券，納入公布注意交易資訊異常標準範圍。

- (二) 明定當沖異常的認定：於「詳細數據及除外情形」明定「當日沖銷警示標準」為「最近 6 個營業日 ( 從當日之前一個營業日起 ) 之當日沖銷成交量占最近 6 個營業日 ( 從當日之前一個營業日起 ) 總成交量比率超過 60%，且當日之前一個營業日當日沖銷成交量占該日總成交量比率超過 60%」。
- (三) 對於當沖異常之警示有價證券採取適當之管制性措施：修訂「注意及處置作業要點」第 6 條規定，增訂對連續 3 個營業日或連續 5 個營業日發布注意交易資訊，經採處置措施有價證券，其在計算發布處置基數期間，曾依新增當沖警示標準公布注意交易資訊者，調整該有價證券處置期間為 12 個營業日 ( 亦即較原有之 10 日處置期間延長 2 日 )。

為瞭解標準訂定後對市場公布之頻率及可能影響，本次修正經證交所及櫃買中心使用 110/1/1~110/6/30 期間 ( 共 116 個營業日 ) 資料進行實證分析，經試算上市有價證券日平均公布注意次數增加 1.67 次 / 天 ( 上櫃 0.66 次 / 天 )；961 檔上市有價證券中，計有 9 家次達延長 2 日之處置措施 (787 檔上櫃有價證券中計有 4 家次)，整體新增公布注意次數及延長處置期間次數尚屬溫和。

本次新標準實施前先以新聞方式對外宣導，期間一度有外界傳言認為個股如有當沖較高情形就會直接列為處置股票，其實個股因當沖成交量因素達「當沖警示標準」，若無同時出現股價異常，不會列入處置股票，惟如個股出現價格異常波動或同時出現價量異常，經連續數個營業日公布為注意股票，已達處置標準，且同時達當沖異常之警示者，才會採取延長 2 日之處置措施，也就是說，當沖比過高只會被列注意股票，不會直接被列處置股，被列處置 12 天的前提是：「因連續 3 個營業日 ( 例如：因近 6 個交易日累計漲跌逾 32% ) 或

連續 5 個營業日（例如：因近 6 個交易日累計漲跌逾 25% 等條件）列注意股後，進一步被列處置股票。

本項措施主要目的在強化預警效果，提醒投資人注意價量異常且當沖比率明顯過高個股之交易風險。

## 二、有價證券處置期間增加資訊揭露

本項措施實施前，有價證券於處置期間（含監視處置及發行面之分盤交易，下稱處置等有價證券）之資訊揭露不會揭露模擬成交價、量及最佳 5 檔買賣價量等資訊，亦即於各次撮合之間隔時間中，即使買（賣）單已取消或增加，但投資人皆無法得知，僅能看到前次撮合後剩下的未成交最佳五檔委託單資訊。

亦即，處置有價證券雖已採取預收款券、延長撮合時間等冷卻機制，但處置期間不揭露資訊，使投資人於摸黑狀況下交易，無法獲取足夠之資訊以作為投資決策之參考，反而可能產生較不理性的追漲殺跌等交易行為。經證交所就「未揭露交易資訊之 10 個營業日處置期間」與「揭露交易資訊之處置期間前 10 個營業日」等兩段期間實證分析，就投資人下單變化導致價格振幅變動之日均值進行比較，亦顯示現行上市及上櫃有價證券於處置期間均有振幅相對較高之情形。

為提升交易資訊透明度及投資人風險控管，證交所及櫃買中心就處置期間增加資訊揭露之可行性及相關配套措施，蒐集整理國內外資料，考量處置期間之交易，亦為「集合競價」方式之一，為使有價證券於「集合競價」期間之「交易資訊揭露」與「配套措施」可達一致性與完整性，比照現行一般有價證券於「集合競價」期間之作法，揭露模擬撮合成交價、量及最佳 5 檔買賣價量，並於價格有劇烈波動時，設延緩撮合機制作為配套措施，以提醒投資人注意交易風險，自 2022 年 9 月 26 日起實施，內容說明如下：

- （一）範圍：處置有價證券、變更交易方法且採行分盤集合競價交易方式有價證券。

(二) 交易資訊揭露：

1. 一般交易：08:30 至收盤 (含暫緩開收盤期間) 及盤中價格穩定措施暫緩撮合期間，均「每 5 秒揭露模擬撮合成交價、量及最佳 5 檔買賣價量」。
2. 盤中零股交易：9:00 至 13:30 及盤中價格穩定措施暫緩撮合期間，「每 10 秒揭露模擬撮合成交價、量及最佳 5 檔買賣價量」。

(三) 處置等有價證券交易資訊揭露之相關配套措施：

1. 在有價證券價格有劇烈波動時，為提醒投資人注意交易風險，設延緩撮合機制，如每次撮合前經試算成交價格漲跌逾前一次之模擬撮合成交價格 (開收盤期間) 或成交價格 (盤中期間) 上下 3.5% 時，即暫緩開 (收) 盤或延緩撮合。
2. 一般交易：於開 (收) 盤前最後 1 分鐘，如模擬撮合成交價較前一次模擬撮合成交價漲跌超過 3.5% 時，暫緩開 (收) 盤 2 分鐘；盤中時段如每次撮合前試算成交價漲跌超過前一次成交價 3.5% 時，撮合延緩 2 分鐘。
3. 盤中零股交易 (現行無暫緩開收盤相關機制)：自 9:10 第一次撮合成交後至 13:25 期間亦採「盤中價格穩定措施撮合延緩 2 分鐘」機制。

本項措施可減少資訊不對稱情形，有效提升市場交易資訊透明度，且相關配套措施亦可有助於異常價格之收斂及提醒投資人注意價格劇波動風險之效果。

### 三、增加有價證券達處置標準之資訊揭示內容

為加強對公布處置有價證券之資訊揭露，證交所 (櫃買中心) 自今 (112) 年 3 月 1 日起，於官網公布處置有價證券之相關欄位，增加超連結提供下列資

訊，以利投資人參考：

1. 「處置原因」資訊：提供該處置有價證券公布處置日期近一個月之「公布注意交易資訊」數據標準資料。
2. 「公開資訊觀測站」資訊：提供該處置有價證券財務業務與重大訊息之相關資訊。

## 肆、未來挑戰及因應

2020 年新冠疫情發生以來，因股價反彈持續走揚及防疫居隔使網路使用熱絡，許多以股票討論為題材之社群媒體（網路論壇、臉書、LINE、股市爆料同學會等）興起，各種股票訊息以心得分享及網路流言方式流竄，影響投資人股票買賣決策，亦可能造成股價波動。

2021 年初的美國遊戲零售商 GameStop 股票價格暴漲即是一例，該公司以實體店面模式經營，受疫情打擊 2020 年收入大減，2021 年初更有放空機構宣布做空該檔股票，聲稱股價會從 40 美元跌至 20 美元，引發網路社群上的散戶投資人不滿，進而於網路熱門論壇發文號召散戶買進 GameStop 股票，致股價大幅上漲，2021/1/29 單日漲幅即達 67.87%，且回溯過去 1 個月漲幅超過 1,500%，逼使放空機構認賠回補。

美國之 Gamestop 事件之後，針對社群媒體儼然成為散布股市訊息新管道，網路言論可能影響股價之現象，美國證管會 (SEC)、香港證監會、馬來西亞證券委員會 (SC) 等證券主管機關，陸續發布新聞稿提醒投資人，呼籲投資人若聽信社群媒體推介訊息而買賣股票，恐有高度風險導致投資損失，金管會亦於臉書提醒投資人應慎防網路引介投資話術，注意交易風險，決策前應多方查證網路社群所發表之國內、國外股票訊息真實性，並確實瞭解公司營運狀況，透過公開資訊觀測站瞭解公司營收獲利、公司治理、重大訊息公告等財務業務情形，審慎判斷進行投資。

針對社群媒體可能影響股價，目前證交所 / 櫃買中心已在盤中交易時段加強注意有價證券之即時交易情形，並辦理下列事項：

- (一) 執行公布注意及處置措施：對價量異常達一定標準之有價證券，依規定公布注意及處置，提醒投資人注意交易風險與交割安全。
- (二) 即時公告澄清，提升市場透明度：針對當日媒體報導涉及預測營收獲利且個股出現價量異常，而有澄清必要之新聞，通知公司進行澄清。
- (三) 於監視發現個股異常時，回溯分析交易人行為：每日盤中透過監視系統檢視上市櫃有價證券交易狀況，如偵測發現有任何異常之價量變化，將會就買賣投資人、關聯戶、受託買賣之證券商及內部人進行分析，調查是否有交易集中及明顯影響股價，如發現明顯異常，亦會將整併相關新聞報導、論壇社群貼文等，移送檢調偵辦。
- (四) 藉由監理科技提升監理能力：異常交易識別與監測，主要是採取自動化程式與人工判斷相結合的方式，利用自動化程式對海量交易行為進行篩選辨別，隨後通過人工判定鎖定異常交易。為因應社群媒體興起帶來的監理挑戰，證交所及櫃買中心已積極導入監理科技，以強化監視及查核作業。針對大數據時代網路資訊巨量增生與快速傳遞，開發建置新聞資料庫、搜尋引擎及語意分析技術等，可即時監視有價證券之即時新聞、社群論壇貼文與重大訊息，除發掘風險較高或需進一步分析處理的個股或貼文 / 作者，並以大數據及人工智慧技術識別網路文章對個股的正反面評價，彙整成網路聲量的變化，可向監視人員提供線索，結合個股的股價漲跌幅異常情況進行判斷，並可以進一步開發預警指標，以提升監視效率及監理即時性，朝向自動化目標邁進。

## 伍、結論

監視制度的運作仰賴異常交易的識別與監測，藉由自動化程式與人工判斷相結合，利用自動化程式對市場上各種有價證券的價量變化進行篩選，再結合投資人交易行為等資料，經由人工判定確認異常交易，公布注意及處置股票機制扮演提供線索的角色，且藉由逐步加大異常交易的資訊揭露及處置力度，提醒投資人注意股票異常情形，重新審視自身投資決策及可能風險，以避免交易失序擴大。

為使資訊能有效達到投資人端，目前已建立多重資訊管道，可供國內投資人取得相關資訊，證交所及櫃買中心除於公司網站及基本市況報導網站 (MIS) 有揭示外，亦傳送予各資訊廠商，以利顯示於股票行情或交易軟體；另傳送各證券商，於營業據點之營業大廳張貼處置股票資訊，及於下單系統、對帳單中揭露資訊，並提供資料予新聞媒體刊載或播報。

另對於公布注意股票，證交所 / 櫃買中心經分析認為有必要時，亦要求上市（櫃）公司於公開資訊觀測站公布近期財務業務相關資訊，上述各種方式都為增進投資人瞭解。投資人於委託買賣前，如能充分明瞭交易狀況及相關資訊，對於自身權益才更有保障。

### ~ 期貨交易提醒 ~

**期貨交易具保證金或權利金交易之槓桿特性，風險較高，開戶前應審慎考慮本身的財務能力及經濟狀況是否適合從事，並應詳讀相關風險預告書。**

