

## 【專題一】



## 逐筆交易的制度特色及對市場的影響

蔡佩雯（證交所副組長）

### 壹、推動緣由

我國集中交易市場於民國 70 年以前採人工方式撮合，人工撮合時期，無論開盤、盤中或收盤均以「逐筆方式」交易。74 年起分段實施電腦輔助撮合交易，並將撮合方式調整為「集合競價」。惟觀諸國外主要市場，如紐約、倫敦、德國、英國、日本、香港、新加坡等，或韓國、泰國、菲律賓、越南、印尼等鄰近新興市場，於電腦化的歷程中，盤中撮合方式均一貫保留採行逐筆交易，至馬來西亞與深圳等市場於電腦化初期曾採行集合競價，但僅短暫實施後即改回逐筆交易，現行臺灣可謂全世界唯一於盤中仍採行集合競價之市場。

為使市場參與者能漸次適應逐筆交易變革，除盤中撮合循環秒數已逐步調降外，認購（售）權證已於 99 年 6 月 28 日施行逐筆交易，觀察實證統計結果，集合競價改為逐筆交易後，波動性部分，單筆價格波動不變、每日股價波動變小；流動性部分，單張交易成本擴大、每日交易量提升；效率性部分，報酬率皆隨機跳動（集合與逐筆無差異），委託等候時間顯著減少，成交價與理論價二者差異變小，執行效率性較佳。

由於逐筆交易為市場交易制度之重大變革，臺灣證券交易所自 99 年起即積極規劃相關實施方式及配套措施，100 年起籌組全面逐筆交易專案小組，邀集證券櫃檯買賣中

心、集中保管結算所、證券商業同業公會等單位共同研議配套措施，並於 107 年就全面逐筆交易配套措施達成共識。金融監督管理委員會於 107 年宣布我國證券市場將於 109 年 3 月 23 日起採行逐筆交易，未來期貨、選擇權、權證、現貨等跨商品間之套利、避險、策略性等交易將更具效率，且全面逐筆交易後將增加新式委託種類，亦增加投資人交易策略之彈性與操作。

## 貳、制度特色

逐筆交易擁有交易效率高、資訊透明度佳、委託種類多及與國際接軌等優勢，其成交價格之決定也與集合競價不同：

### 一、交易效率不同

現行盤中集合競價係累積一段時間委託（約 5 秒）後進行撮合，投資人如於 5 秒間隔內委託，均必須等待撮合時間到，始可得知是否成交及成交價格；逐筆交易則為買賣委託隨到隨撮，任何時點，一旦投資人委託，交易所系統立刻啟動撮合，投資人可享有立即撮合成交之機會，無須等待，故逐筆交易之效率遠高於集合競價。

### 二、撮合原則（成交價決定方式）不同

集合競價與逐筆交易之成交價格決定方式有所不同，集合競價以滿足最大成交量為原則，由委託簿中所有委託共同決定一個成交價，即每次撮合後，僅會有一個成交價，例如某位投資人委託買進 101 元，而委託簿中共同決定之成交價為 100 元，則投資人以 100 元成交；或投資人以 99 元委託賣出，委託簿中共同決定之成交價為 100 元，則投資人最後成交價為 100 元。

逐筆交易則以對手方已存在委託簿中之價格依序成交，故一筆委託可能產生多筆成交價，例如投資人以 104 元委託買進 50 張，委託簿中已有委賣單 103 元 10 張、103.5 元 20 張、104 元 30 張，則投資人將以 103 元成交 10 張、103.5 元成交 20 張、104 元成交 20 張。

### 三、資訊透明度不同

現行證券交易所於每次集合競價撮合成交後（post-trade），均提供成交價、量及最佳 5 檔委買委賣資訊予投資人參考，惟因委託簿中委託單情形隨時可能改變，集合競價於每次撮合後公布之資訊至下一次撮合後公布資訊存有等待時間差（例如 5 秒），投資人無法即時掌握委託簿狀態，僅能參考前一次撮合後之交易資訊作為買賣依據，例如個

股揭示時間為 9:00:00、9:00:05、9:00:10...，投資人 9:00:00~9:00:05 間下單，參考的是 9:00:00 公布之資訊，惟市場上隨時有投資人新增取消或修改委託，若該 5 秒內有大量委託新增或刪除，其餘投資人無從得知，仍依據 9:00:00 資訊下單，易因資訊落差而無法順利成交或價格不如預期。

逐筆交易除可提供成交後（post-trade）資訊外，由於隨到隨撮的特性，可不斷即時提供投資人委託簿內最新委買、委賣（pre-trade）資訊，例如 9:00:01 交易所收到委託，立即啟動撮合並公布成交資訊，9:00:02 下單之投資人於下單前即可得知最即時委託狀態及下單後可能成交之價量。若有大單進入委託簿，隨時公布，投資人於下單前均可充分了解委託簿內之委託情形，資訊透明度大幅提高。

#### 四、可提供委託種類不同

目前臺灣股票市場僅接受限價委託，經分析比較國外主要市場，大多提供多種不同委託，除一般最常見之市價委託及限價委託外，尚有多種不同限制條件之委託，例如市價及限價委託可附加條件，如「立即成交或取消（Immediate or Cancel, IOC）」及「全部成交或取消（Fill or Kill, FOK）」等功能。未來實施逐筆交易後，委託價格除限價外，將新增市價；委託有效期別除當日有效外，新增「立即成交否則取消（IOC）」、「立即全部成交否則取消（FOK）」，委託價格與有效期別組合後，共計有 6 種類委託單，提供投資人選擇運用。

除限價 ROD 為原集合競價下即有的委託外，其餘 5 種為新增之委託種類，而未來開盤（8:30~9:00 第一次撮合）及收盤（13:25~13:30 或延後收盤至 13:33）仍採集合競價，故僅得採用限價 ROD 委託，其餘 5 種委託則僅得於盤中（9:00 第一次撮合後~13:25 前）逐筆交易時段使用。

## 參、新式委託介紹

### 一、市價委託

#### （一）市價委託之撮合原則

1. 市價委託撮合順序優先於限價委託：市價委託若留存於委託簿，將於未成交最佳 5 檔買賣價量中，揭示為最佳 1 檔（即便委託簿中有漲停買進或跌停賣出之限價委託，市價委託仍列為最佳 1 檔）。
2. 市價委託「每次撮合前」，須依下列原則計算「轉換參考價格」：

- (1) 市價委託買進時，以該有價證券最近一次成交價格（如無最近一次成交價，以開盤競價基準為準）、委託簿內最高限價買進價格、委託簿內最高限價賣出價格，取最高者為轉換參考價格。
- (2) 市價委託賣出時，以該有價證券最近一次成交價（如無最近一次成交價，以開盤競價基準為準）、委託簿內最低限價買進價格、委託簿內最低限價賣出價格，取最低者為轉換參考價格。

## （二）市價委託使用方式

1. 適用時間：僅適用於逐筆交易時段，開盤、收盤及盤中瞬間價格穩定措施等集合競價期間不得新增市價委託，遇盤中瞬間價格穩定措施或收盤等集合競價時段，留存於委託簿之市價委託將自動刪除，並回報證券商。
2. 投資人以市價委託無須指定價格。
3. 使用限制：
  - (1) 平盤以下不得融券或借券賣出之證券，不得使用市價委託融券或借券賣出（豁免平盤以下融券或借券限制之避險帳號，不受此限）。
  - (2) 新股上市首五日及無漲跌幅之有價證券不得使用市價委託：因該二類證券無漲跌幅限制，投資人使用市價委託因無須指定價格，即可能成交於任何價位，為避免成交價格超出投資人預期，爰規範不得使用市價委託。
  - (3) 列為處置及變更交易方法之有價證券：因該等證券採行集合競價交易方式，不適用市價委託。

## 二、立即成交否則取消委託（IOC）

IOC 委託係指若不能於這盤立即成交之部位將自動取消，例如委託 10 張，這盤僅能成交 5 張，則 5 張成交，剩餘 5 張自動取消。由於 IOC 委託屬「立即」成交與否概念，與集合競價須等待邏輯本質上有所衝突，因此僅適於逐筆交易時段，於開盤、收盤或盤中瞬間價格穩定措施期間之集合競價期間無法接受 IOC 委託。

## 三、立即全部成交否則取消委託（FOK）

FOK 委託係指若委託不能全部成交，則全數取消，例如委託 10 張，這盤僅能成交 5 張，則全數 10 張均取消不成交。由於 FOK 委託須判斷是否可全部成交或取消，集合競價下無法先將 FOK 委託納入撮合，再視該委託是否全數滿足再予以取消，因一旦取



消又須重新計算該盤成交價及成交量，因此僅適於逐筆交易時段，於開盤、收盤或盤中瞬間價格穩定措施期間之集合競價期間無法接受 FOK 委託。

## 肆、瞬間價格穩定措施

我國股票市場自 91 年起於盤中設有瞬間價格穩定措施，每盤撮合前會先試算成交價，當試算的成交價與前一次成交價上、下波動超過 3.5% 時，暫緩該證券撮合，避免股價瞬間波動過劇，暫緩撮合期間投資人仍可新增、取消或修改委託，2 至 3 分鐘後再依照集合競價的價格決定原則撮合。

未來實施逐筆交易後，考量交易頻率增加，不再有每 5 秒鐘一盤概念，經參考紐約證券交易所（NYSE）之個股斷路措施機制，並以台股統計數據實證後，實施標準調整為可能成交價超過「參考價」之 3.5% 時，暫緩 2 分鐘撮合，2 分鐘後當盤以集合競價方式成交，其後恢復逐筆交易。

### 一、「參考價」計算方式如下

- （一）第一次撮合 5 分鐘內：以集合競價產生之開盤價作為基準，第一次撮合無開盤價，則以開盤競價基準為準。
- （二）第一次撮合 5 分鐘後：每筆委託往前 5 分鐘計算加權平均價（僅包含逐筆交易成交價，不含集合競價產生之開盤價）。若 5 分鐘內無任何一次成交價，以最近一次成交價為標準，若無最近一次成交價，則以開盤競價基準為準。
- （三）盤中遇瞬間價格穩定措施：自第一次撮合後，若遇實施瞬間價格穩定措施，瞬間價格穩定措施後 5 分鐘，均以該次瞬間價格穩定措施之集合競價成交價（若無則以最近一次成交價）為準，5 分鐘後恢復滾動式計算加權平均價。

### 二、各類委託遇瞬間價格穩定措施情形

逐筆交易後委託種類增加，且一筆委託可能有多個成交價，考量委託特性，若可能成交價遇瞬間價格穩定措施標準時，分述如下：

- （一）ROD 限價委託：若一筆委託有多個可能成交價時，部分達瞬間價格穩定措施標準、部分未達，則未達瞬間價格穩定措施標準之部分先行成交，其餘進入瞬間價格穩定措施。惟若第一個可能成交價即超逾瞬間價格穩定措施標準，則整筆委託均進入瞬間價格穩定措施。

- (二) ROD 市價委託：當可能成交價觸碰瞬間價格穩定措施標準時，該筆委託就瞬間價格穩定措施標準內之部分先行成交，其餘超逾標準之部分不成交並取消，且因市價委託不會參與集合競價，不會進入瞬間價格穩定措施。惟若第一個可能成交價即超逾瞬間價格穩定措施標準，則整筆取消。
- (三) IOC 委託：當可能成交價觸碰瞬間價格穩定措施標準時，該筆委託就瞬間價格穩定措施標準內部分先行成交，其餘超逾標準部分不成交，且因 IOC 剩餘委託將立即取消，不參與集合競價，故不會進入瞬間價格穩定措施。惟若第一個可能成交價即超逾瞬間價格穩定措施標準，則整筆取消。
- (四) FOK 委託：當 FOK 委託之任一可能成交價觸碰瞬間價格穩定措施標準時，該筆委託整筆不成交，且將立即取消，不參與集合競價，故不會進入瞬間價格穩定措施。

委託種類	未達瞬間價格穩定措施部分	達瞬間價格穩定措施部分	是否進入瞬間價格穩定措施	備註
ROD 限價	成交	留存委託簿	是	若第一個價格即觸碰瞬間價格穩定措施，則直接進入瞬間價格穩定措施。
ROD 市價	成交	自動取消	否	若第一個價格即觸碰瞬間價格穩定措施，則整筆直接取消，不會進入瞬間價格穩定措施。
IOC 委託	成交	自動取消	否	
FOK 委託	整筆委託取消不成交		否	

### 三、進入瞬間價格穩定措施之委託及資訊揭露

- (一) 僅接受一般限價委託，不接受市價委託、IOC 委託、FOK 委託。
- (二) 若尚有市價委託 (ROD) 留存於委託簿中，將自動刪除並回報證券商。
- (三) 瞬間價格穩定措施期間，比照開收盤，每 5 秒揭露模擬撮合成交價、量及最佳 5 檔買賣價量之訊息供投資人參考。

#### 四、不執行瞬間價格穩定措施例外情形

- (一) 上午 9:00 後第一次撮合。
- (二) 下午 13:20 至 13:25。
- (三) 開盤競價基準為低於一元之證券：開盤競價基準低於 1 元之證券，當價格上升或下降一、二檔時，價格波動幅度即超過 3.5%，為避免經常執行瞬間價格穩定措施，影響撮合效率，故不予執行本項措施。
- (四) 處置證券或變更交易證券採分盤集合競價者：該證券處以延長每盤撮合間隔時間，較其他有價證券之撮合間隔時間長，投資人已有較多充裕時間進行下單決策，故無執行本項措施之必要。
- (五) 認購（售）權證及認股權憑證：因商品特性，其每日升降幅度係依標的證券之漲跌幅度為計算基礎，甚至可能為數倍，為符合該商品交易之特性，故不予執行本項措施。
- (六) 適用新上市首五日無漲跌幅度限制之股票：為使初次上市普通股票價格能充分反應其合理價值並符合市場需求，初次上市普通股票（不含上櫃轉上市者及其他非普通股票之有價證券），自上市日起五個交易日無漲跌幅限制，該段無漲跌幅限制期間不予執行本項措施。

#### 伍、對投資人影響

逐筆交易為證券市場重大變革，資訊透明度提高有助於投資人交易的公平性，且逐筆交易係依對手方最佳價格依序成交，其交易成本可較集合競價下降。另對於中長期投資人，主要以公司基本面作為投資決策，逐筆交易後，仍可依評估之個股價值，按現行委託方式，以 ROD 限價方式委託下單即可，故影響不大。

至從事短線交易、波段交易、套利交易之投資人，因交易環境瞬息萬變，原即必須時常調整交易策略以切合市場環境。逐筆交易後，可能須投入較高成本研發交易策略與提升電腦設備，並重新思考交易策略。針對該類投資人，建議視其策略需要，妥善運用市價單、IOC 及 FOK 等新種委託，俾達其策略目的。另市價委託係依對手方價格成交，可能發生成交價格未如投資人預期，故投資人應謹慎利用。

#### 陸、結語

現行集中市場除權證外，其餘有價證券於盤中均採集合競價方式撮合，集合競價與逐筆交易隨到隨撮性質有所不同，逐筆交易無需等待，交易效率高，且相較於集合競價僅能提供交易後（Post-trade）資訊，逐筆交易則可同時提供交易前（Pre-trade）及交易後（Post-trade）資訊，對一般投資人而言，資訊透明度提高。此外，逐筆交易下可提供多樣化委託種類，如不指定價格之市價委託、IOC 及 FOK 委託，投資人未來交易策略可更靈活多元運用。

為使投資人能充分了解新式委託之成交方式、逐筆交易後之資訊揭示，臺灣證券交易所已於 108 年 3 月 25 日提供擬真平台，供投資人熟悉並可預先規劃其未來交易方式，期許交易制度之變革可為證券市場帶來新氣象。

## ~ 投資權證小提醒 ~

認購（售）權證具有存續期間，不能享有股票特定的權利，它的高槓桿功能及以小博大的特性，風險較高，投資人投資前應先瞭解權證的商品特性及相關風險。