

【專題二】



提升我國證券交易效率 - 從證券市場撮合方式及股價漲跌幅之變革 歷程說起

證券交易組（證期局）

壹、前言

撮合方式簡單來說，就是媒合投資人買賣委託單的方式。市場上的委託單，哪些可以成交、成交價格和數量如何決定，以及成交的時間，都受到撮合方式直接影響。股價漲跌幅限制，則規定了每日證券成交價格的最大變動幅度，在市場可能出現劇烈震盪時，透過抑制價格反應來降低波動。撮合方式與股價漲跌幅可說是對交易效率影響最為重大的制度，不僅攸關個別投資人的成交機會與交易結果，也與整體市場的流動性及價格發現功能息息相關。

臺灣證券市場撮合方式及股價漲跌幅的變革歷程，代表了不同時空的市場環境下，對於交易效率的共同追求。在人工撮合時期，即使沒有現代科技的協助，仍從口頭唱報進步到專櫃申報，並發展出價格優先與時間優先，這些沿用至今的撮合原則。在導入電腦輔助交易至全面電腦自動交易時期，則可發現科技無遠弗屆的影響力，使證券交易效率大幅提升，漲跌幅也在此時期，因應時代需求而放寬。

其後的交易制度持續改進與撮合間隔時間縮短，反映了市場發展更加成熟，以及外資參與度提高後，促成交易制度以國際標準進行改革。在逐筆交易從推動到全面實施的

歷程中，則顯現出面對資金快速移動以及全球化競爭加劇的挑戰，臺灣證券市場交易制度與國際接軌的勢在必行。這段期間也再度放寬了漲跌幅限制，因為市場的健全發展讓參與者深具信心，即使面對短期震盪依然能夠穩健有序的運作。

本文透過訪談臺灣證券交易所現任董事長許璋瑤、總經理簡立忠、副總經理陳麗卿、福邦證券董事長林火燈等 4 人，以瞭解不同時期撮合方式及股價漲跌幅的變革與影響。

貳、撮合方式及間隔時間之變革歷程

一、人工撮合時期到全面電腦自動交易（51 年 ~82 年）

訪談人物：證交所副總經理陳麗卿

證交所在尚未採行電腦自動化交易時，是如何進行交易？類似在美國電影裡看到交易大廳有很多交易員報價的場景嗎？

（一）人工交易時期以口頭唱報與專櫃申報進行交易

證交所在尚未採行電腦自動化交易的開業初期，上市股票分為正式上市股票與試行上市股票兩大類。正式上市股票採口頭唱報之分盤競價方式，試行上市股票則採專櫃申報競價方式。



圖一 證交所工作人員在交易大廳黑板上登載口頭唱報紀錄



圖二 證交所專櫃人員受理證券商申報委託，並使用人工撥動行情揭示買賣價格

所謂口頭唱報，就是每一種股票依次輪流口頭唱報競價，參加者為證券商代表人或代理人，除以手勢表示買進或賣出外，也同時口頭朗聲喊出價

格。當雙方價格一致時，即做出成交的表示，再依成交價格及數量由賣方填製場內成交單送買方簽字，完成買賣契約。至於專櫃申報，則是由證券商的代表人或代理人，分別依證券商代號、買進或賣出、證券商名稱、數量、買賣價格及交割日期等，填製申報單，送至證交所專櫃內的場務執行人員，辦理申報競價。

由於當時的口頭唱報是採用分盤競價交易，也就是各個股票依據核准上市的名單次序輪流進行，所以當某種股票在競價買賣時，其他股票的交易是暫停的，讓證券商及投資人感到很不方便，而且隨著上市股票不斷增加，不便之處更為明顯，所以民國 53 年起，證交所廢止分盤競價，改採全盤競價，即場務執行人員將各種股票的最高買價與最低賣價以及證券商代號，標示在報價揭示板上，證券商代表人或代理人再依照揭示板上牌價，隨時進行各種股票的交易。

至於試行上市股票的專櫃申報買賣，也由書面申報改為證券商的代表人或代理人進行口頭申報，再由證交所專櫃場務執行人員將買賣申報價格、數量及證券商代號等，登記於各股票別的專櫃申報紀錄表內，並依據價格優先及時間優先原則，將買賣申報予以撮合成交。此外，證交所也會將最高買進申報價格與最低賣出申報價格，隨時揭示於報價揭示板上。

然而，這樣的競價方式存在許多缺點，例如：證券商各自同時口頭唱報，使交易廳一片喧鬧，面對多種熱門股票時，證券商也很難同時對每筆委託進行多次高聲喊報；由於缺少類似專櫃申報的紀錄表，時間的優先順序不易嚴格執行；報價揭示板上僅標明最高買價與最低賣價，亦無數量之表示，資訊揭露不夠充分。

為了改善這些缺點，證交所在民國 61 年廢除唱報競價，所有買賣一律採行專櫃口頭申報競價。民國 70 年更進一步將專櫃申報由口頭申報改為書面申報，以達成市場交易簡化、迅速、確實三原則。

（二）人工撮合時期的交易廳場景

1. 場地配置

證交所剛開業時的交易廳，面積僅約 80 坪，隨著證券市場規模逐漸成長，民國 60 年代交易廳面積擴大到 170 坪左右，民國 70 年代更擴建為 400 餘坪

無柱挑高大廳，交易廳設有 3 個專櫃，各上市股票分配於各櫃檯買賣。專櫃的一邊為各證券商派駐場內工作人員的席位及專線電話，方便派駐人員與所屬證券商營業處所直接聯絡。另一邊則裝置證券行情顯示板，隨時揭示各上市證券的買進價格、賣出價格及成交價格，並與證券商營業處所行情揭示板連線聯動。此外，也設有行情播報室，在交易進行期間，經由中廣公司向臺灣各地廣播證券行情。另設有參觀室，提供投資大眾參觀與瞭解場內狀況，或是取閱各上市證券資料。

2. 交易廳內的人員

在人工撮合時期，交易時間內可以進入交易廳人員，僅限證券商登記合格的場內代表人、代理人、電話員及場務員，證交所擔任場內職務人員，以及當時財政部證管會（即現在的金管會證期局）派駐市場的監理官。證券商的進場人員處理買賣申報、成交確認及回報等事宜；證交所場內職員負責受理申報、登記記錄表、撮合成交及揭示買賣價格等事宜；監理官則依據派駐證券交易所人員監理辦法規定，監督市場買賣作業程序。在人數最多時期，估計交易廳內約有 400 名人員。

3. 與美國交易大廳的比較

在美國電影裡或是新聞報導中的交易大廳，以紐約證券交易所為代表，總是擠滿了交易人員，手上揮舞紙條（當然，紙條現在已經由平板電腦或是手機取代），激動的大聲喊叫。與這樣充滿激情的場景相比，證交所在人工撮合時期的交易廳，多數時間是比較冷靜以及有秩序的。

其中原因，主要是美國交易大廳裡，係由指定造市商（Designated Market Maker, DMM）或是類似功能的造市商負責報價與撮合成交，DMM 通常由證券商擔任，除了撮合股票的買賣雙方，也有義務以自有資金進行應買應賣報價，為負責的個股提供流動性。由於買賣的價差代表 DMM 的利潤，報價的義務則是 DMM 需承擔的風險，所以當市場劇烈波動時，DMM 的情緒自然隨之起伏，激動的喊價場面也因此屢見不鮮。臺灣的交易廳內，則是由證交所的同仁負責撮合與受理買賣申報。一方面僅是受理證券商的買賣申報，並不會以自有資金進行應買與應賣，另一方面又是站在公正超然的市場經營立場，買賣價差亦無涉證交所的盈虧，所以即使面對行情波動，證交所同仁仍然可保持冷靜客觀的態度，從事交易工作。

此外，證交所的交易大廳內，還有證管會派駐的監理官在場，這也是臺灣的

特點。可能正因為主管機關坐鎮在場，證券商在進行交易時，即使內心情緒激動，通常也會表現得較為克制。

不過，人工撮合作業畢竟有很大的侷限性，遇上交易活絡的股票與市場大幅波動時，因為成交速度跟不上交易需求，仍會發生證券商搶填交易紀錄簿的混亂場面，這也突顯出證券市場要邁入下一個發展階段，交易電腦化勢必成為最重要的課題。

證交所股票交易是從什麼時候開始導入電腦化？

（一）電腦輔助交易

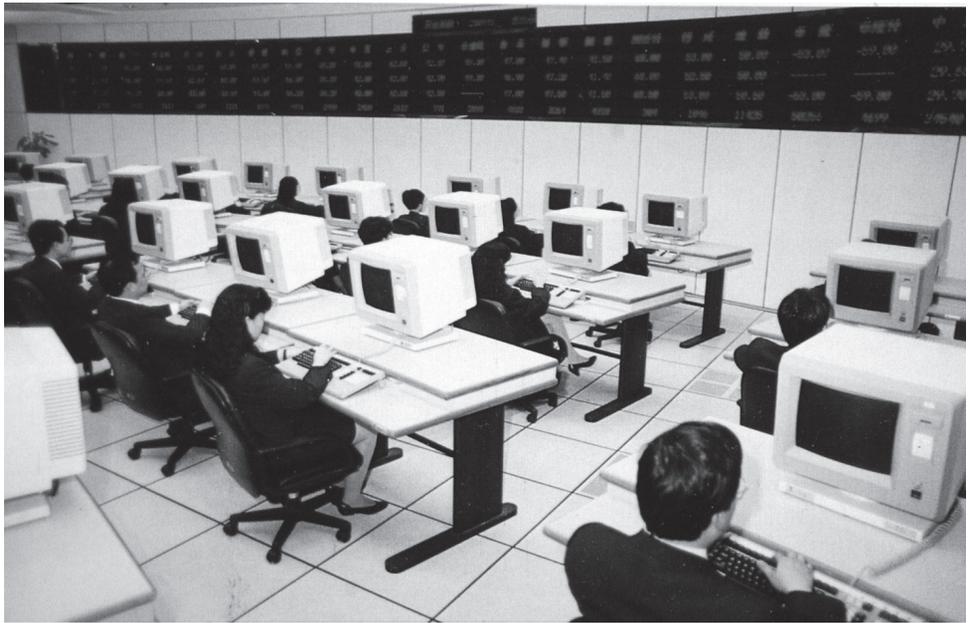
證交所股票交易導入電腦化，始於民國 70 年代初期，依據當時財政部證管會政策，推行證券交易電子作業。在人手一台智慧型手機，3C 產品隨處可見的今日，股票電腦交易看似不足為奇，但在 40 年前的時空背景下，電腦體積龐大且昂貴、系統設計複雜度高，全球也僅有少數交易所採用半自動交易。當時證管會毅然決定推動電腦化交易，讓我們不得不佩服其遠見，而證交所前輩在資源有限情況下，努力克服各種軟硬體建置上的困難，也讓臺灣證券市場的電腦化交易終能取得突破性進展。

民國 71 年證交所成立電腦作業小組，研擬證券市場整體電腦作業實施方案，並籌資增添電腦設備，規劃適用的軟體。在籌備過程中，證交所及證券商曾因為財力有限，無法負擔造價高昂的硬體設備成本，但幸而在證管會的協助下，提高證券商手續費費率，證券商增加的手續費收入及證交所增加的經手費收入，除證管會規定外，專款專用用於購置電腦設備，才解決相關財務問題。而在軟體開發上，也遇到國外類似系統售價過於昂貴的問題，只好選擇自主研發，在證交所與合作資訊廠商的努力下，最後不僅成功開發完成，也留下寶貴的技术經驗，奠定了往後交易系統不斷升級擴充的基礎。

民國 74 年起，證交所將第二類上市股票納入電腦輔助交易作業系統，由於成效良好，大幅提高交易效率，逐漸擴大適用範圍。至 77 年 9 月，證交所集中交易市場的有價證券買賣，已全數採行電腦輔助交易，人工撮合交易時代也正式落幕。

為實施電腦輔助交易作業，證交所將原交易廳進行改建，設立電腦輔助交易撮合室。撮合室採用活動字幕證券行情揭示板，除具備原先的證券行情

顯示板可隨時揭示各上市證券買進價格、賣出價格及成交價格等功能外，尚可在交易進行過程中，循環揭示各種股價指數、成交價量資訊、委託買賣筆數等項目。截至 80 年，撮合室裝有 40 台撮合終端機及 1 台管制終端機；撮合終端機中，除每天使用 26 台外，其餘做為備用，每台撮合終端機處理股票 11~15 種。



圖三 74 年起陸續採用「電腦輔助交易系統」撮合交易

(二) 全面電腦自動交易

在電腦輔助交易系統下，仍須以人工判斷決定成交價格，為使相關作業更有效率，避免人工撮合作業可能發生的疏失，證交所在多次研究後，將電腦輔助交易作業中，人工決定價格之方式予以自動化，自民國 82 年開始實施電腦全自動交易系統作業（FAST, Fully Automatic Securities Trading System）。自此，撮合作業改為由電腦自動價格決定及撮合成交，樹立證券交易全面自動化的里程碑，股票成交值也隨之起飛，從 74 年剛開始導入電腦輔助交易的 1,952 億元，大幅躍升至 83 年的 188,121 億元，成長達 95 倍。

二、撮合方式持續改進與間隔時間縮短（83 年~98 年）

訪談人物：福邦證券董事長林火燈

在全面採行電腦自動化交易後，證交所為了增進市場交易效率，撮合方式進行哪些調整呢？先前我國收盤係採 5 分鐘集合競價，係於何時調整及理由為何？

臺灣證券市場在民國 82 年採用全面電腦自動交易後，在 91 年進行了交易制度改革，包括：取消成交價兩檔限制、強化揭示資訊以及收盤改採 5 分鐘集合競價等，奠定我國證券市場交易制度的基礎架構，在此架構下逐步縮短撮合秒數。

交易制度的改革大體伴隨著市場環境與結構的變遷，而希望在價格發現、公平性以及效率性這 3 個核心目標上，能夠有所提升。但受限於種種因素，這 3 個目標有時無法一次全部達成，僅能選出在當時時空背景下重視程度最高者，優先予以加強，其它則待環境演變至相對有利條件下，再進行改善。所以每一次的交易制度改革，雖然重點各有不同，過程有快慢之分，但都是對價格發現、公平性以及效率性的持續前進。

在剛採用全面電腦自動交易的民國 80 年代初期，臺灣證券市場的規模雖相對不大，但散戶投資人參與度高，當時交易制度採用間隔時間較長的集合競價，主要考量應是在技術限制下，集合競價可滿足最大成交量成交，交易效率較高，而且顧及散戶投資人在接受到最新資訊後，下單或取消下單尚需時間反應，所以撮合間隔時間的設計也較長。但是相對的，集合競價有資訊不夠透明的缺點，在每一盤撮合的間隔期間內，投資人對委託簿內的資訊無從得知，只能以前一次撮合成交後的資訊做為參考，較有公平性的疑慮。

而隨著證券市場的發展，散戶投資人對於股票交易累積了更多經驗與知識，逐漸可適應較短的撮合循環。此外，主管機關逐步開放外資投資我國證券市場的相關限制，外資參與的比重日益增加，對於當時交易制度的兩檔限制、收盤價產生方式，也屢次提出改革建言，故證交所在 91 年取消兩檔限制，並將收盤價決定方式改為 5 分鐘集合競價，同時也進一步強化揭示資訊，讓交易制度的價格發現、公平性以及效率性，都再次大幅提升。以下我將簡單說明這個時期相關的交易制度改革與撮合間隔時間縮短狀況：

（一）取消兩檔限制，配套盤中價格穩定措施

證券集中交易市場的盤中撮合競價，自人工交易時代以來，皆以兩檔內連續競價為原則，也就是於最近成交價或揭示價的 2 個升降單位範圍內，以滿足最大成交量的價格為成交价格。但是在這樣的價格限制範圍內，常造成剩餘委託單中，有未被撮合成交的情形，對交易效率、公平性及價格發現功能，都有不利影響。

故為改善上述問題，證交所於 91 年取消兩檔限制，並配套實施盤中瞬間價格穩定措施。也就是在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比較，價格上、下波動超過 3.5% 時，電腦交易系統會暫緩該證券撮合 2 至 3 分鐘，並將訊息即時傳送至各資訊公司，資訊公司再將暫緩撮合的相關資訊提供給投資大眾參考。暫緩撮合期間投資人仍可新增、取消或修改委託，2 至 3 分鐘之後就直接依照集合競價的價格決定原則撮合，這次撮合將不再檢查股價波動是否超過 3.5%。

（二）揭露最佳五檔資訊

在前面提到的兩檔限制下，股票的揭示價格亦受到揭示參考價上下兩檔範圍的限制。也就是當剩餘未成交委託單中的最高買進或最低賣出申報價落在參考價上下兩檔範圍外時，這些擁有最佳價格的委託單資訊會被隱藏，並且依照行情揭示原則，以參考價上下二個升降單位揭示為最高買進及最低賣出價格，而產生揭示資訊不透明的現象。此外，亦僅揭示價格資訊，而無委託量的資訊。

為提升交易訊透明度，證交所在取消兩檔限制的同時，亦同步強化相關資訊揭露，初期先揭露最佳一檔買賣價量，並在電腦作業修改完成後，進一步揭露最佳五檔價量資訊。

（三）收盤採 5 分鐘集合競價

由於收盤價代表買賣雙方依據當天各項資訊，在交易時段中進行買賣的最後總結價格，具有相當的代表性，也因此以收盤價作為計算標準的運用，亦不勝枚舉，如證交所計算收盤股價指數、市場市值、開盤參考價格、個股漲跌停價格、證券商計算信用交易擔保維持率、基金公司計算共同基金之資產淨值、銀行業計算擔保抵押品價值等。

因為收盤價具有如此的重要性，各交易所均審慎制定收盤價之決定原則。我國證券集中交易市場成立以來，收盤價決定模式大致與盤中交易方式無異，以當日最後一筆成交价格作為收盤價。為使收盤價格更具代表性，並避免人為操縱，證交所於 91 年將原本由連續競價原則所決定收盤價，改為由 5 分鐘集合競價產生。

5 分鐘集合競價與連續競價相比，能夠藉助等待的時間，集合更多買賣

雙方的委託單，以滿足最大成交量的撮合方式，形成收盤價。除了可擴大成交，亦可避免有心人士操縱，有助於收盤價格的穩定與代表性。實施方式為集中市場在收盤前，撮合間隔延長為 5 分鐘，即自 13 時 25 分起至 13 時 30 分止暫停撮合，該期間電腦持續接受買賣申報的輸入、改量及取消作業，直至 13 時 30 分停止上述委託作業後，再依集合競價決定撮合成交。

(四) 縮短撮合間隔時間 120 秒→ 25 秒

在 82 年全面採用電腦自動交易初期，上市有價證券按各證券交易熱絡程度、競價方式、產業別分組，每組 8~10 種股票輪流循環撮合。最早之撮合間隔時間為 120 秒，其後縮短為 90 秒循環撮合一次。82 年證管會核定「每一股票在一循環內得連續撮合及揭示二次」，即每一循環撮合時間並不固定，平均約為 50 秒。91 年則調整為每一循環固定撮合及揭示一次，且隨著交易系統主機設備的擴充與升級，為提升交易效能，撮合秒數不斷縮短，至 94 年降至 25 秒。

時間	撮合循環時間縮短
82 年	120 秒→ 90 秒→ 50 秒
91 年	→ 47 秒→ 40 秒
93 年	→ 35 秒→ 30 秒
94 年	→ 25 秒

三、逐筆交易之準備與實施 (99 年~109 年)

訪談人物：證交所董事長許璋瑤

逐筆交易為各國交易所皆採行之撮合方式，我國證券市場也於 109 年 3 月 23 日推出，逐筆交易有哪些優點呢？

109 年是臺灣證券市場別具意義的一年，不僅適逢主管機關金管會證期局成立 60 周年，更在經歷多年努力後，證券市場開始實施全面逐筆交易，標誌著臺股交易制度與國際接軌，往前邁進了非常重要的一步。

60 年來，臺灣證券市場規模已從草創時期的 70 億市值，躍升至 33 兆市值，全球排名第 17，且上市公司投資價值、公司治理成效、市場穩健發展等，亦深獲國際肯定。

但不僅歐、美、日等排名領先的已開發市場，盤中均以逐筆交易方式撮合，名次落後於我國的東南亞、中東、南美等新興市場甚至邊境市場，也皆採用逐筆交易制度，唯有臺灣仍採盤中集合競價，在資本市場全球化的趨勢下，顯得相當特立獨行。

而隨著國際投資人日益重視臺股，外資持股比例近年穩定增加至 4 成以上。但外資在進行交易時，因早已習慣於國際市場的逐筆交易方式，面對盤中集合競價制度的差異，往往容易產生適應上的問題，阻礙了進一步投資臺灣的意願。另在資訊瞬息萬變、科技不斷進步的市場環境下，每 5 秒才撮合一次的集合競價，也逐漸成為提升資訊透明度與交易效率的瓶頸。故面對全球資金快速移動、資本市場競爭加劇的挑戰，不論從對外強化競爭優勢，以及對內促進市場發展等觀點，逐筆交易制度都有勢在必行的考量。

有關逐筆交易的優點，簡單說明如下：

- (一) 接軌國際制度：逐筆交易讓臺股交易制度進一步與國際接軌，不再自外於全球趨勢，從而可望吸引外資擴大參與，增加市場資金動能。
- (二) 提高交易效率：盤中集合競價係累積一段時間委託後才進行撮合，逐筆交易則為買賣委託隨到隨撮，投資人可享有立即成交之機會而無須等待，故逐筆交易之效率遠高於集合競價。
- (三) 增加資訊透明度在集合競價下，每次競價撮合成交後（post-trade），均提供成交價、量及最佳 5 檔資訊予投資人參考。但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，投資人無法即時掌握委託簿狀態。逐筆交易則除提供成交後（post-trade）資訊外，由於隨到隨撮的特性，亦能即時提供委託簿內最新委買、委賣（pre-trade）資訊，投資人於下單前可充分掌握委託情形，資訊透明度大幅提高。
- (四) 建構完整投資策略體系集合競價下僅接受限價委託，但逐筆交易實施後，新增了市價委託、立即成交或取消（IOC）及全部成交或取消（FOK）等多元委託種類。再加上股票市場與原已採用逐筆交易的權證、選擇權等衍生性商品市場制度同步，不僅擴大交易策略的可運用空間，對於專業投資人在不同市場間的交易，也可建構出更完整靈活的策略體系。

證交所早在 10 年前開始推動逐筆交易，但因為逐筆交易為重大變革，需要許多的準備工作，可以說明大致有哪些呢？

(一) 權證逐筆交易

如同前面提到的，逐筆交易不論對投資人或是證券市場整體發展，都有非常多的優點，但交易制度的改變也一定會對投資人造成影響，並增加證券商的電腦設備調整成本，而需要加以審慎規劃。在主管機關金管會證期局的政策決定下，證交所於民國 99 年起積極推動相關準備工作，初期考量逐筆交易與集合競價制度有一定差異，投資人需要較長的熟悉時間，加上市場參與者相關系統須配合調整的幅度也較大，故決定採漸進式推動。首先，因我國期貨市場已於 91 年實施逐筆交易，故選擇性質較為接近，同屬衍生性商品的認購（售）權證，於 99 年 6 月率先實施逐筆交易。

權證由集合競價改為逐筆交易後，證交所也密切觀察相關實施成效，發現在波動性部分，單筆價格波動不變、每日股價波動變小；流動性部分，每日交易量提升；效率性部分，報酬率皆隨機跳動，顯示集合與逐筆無差異，委託等候時間顯著減少，成交價與理論價二者差異也變小，顯示執行效率性佳。

（二）縮短集合競價撮合循環秒數

在權證市場實施逐筆交易獲得良好成效後，為循序漸進讓投資人適應逐筆交易下資訊變化速度，證交所共分 3 次縮短集合競價的撮合循環秒數，102 年 7 月由 20 秒縮短至 15 秒，103 年 2 月縮短至 10 秒，103 年底進一步縮短至 5 秒。

由於證交所準備工作大致完備，金管會在與證交所、櫃買中心及證券商公會協調溝通後，於 107 年 9 月 3 日宣布推動逐筆交易，並給予 1 年半的時間準備，及提供相關配套措施，可以說明有哪些配套嗎？

（一）宣布實施全面逐筆交易後的準備及相關配套措施

在經過多年的準備工作及積極與業者溝通協調後，市場參與者對全面實施逐筆交易逐漸取得共識，金管會認為實施時機及各項必要條件已成熟，遂在 107 年 9 月政策性宣布，逐筆交易制度於 109 年 3 月 23 日正式上線。

由於逐筆交易制度屬市場重大變革，所涉及的層面甚廣，金管會請證交所從宣布到實施的 1 年半時間內，審慎辦理系統建置及測試，並與證券商公會加強辦理證券商從業人員及投資人宣導，以利該制度順利推動。證交所也配合上述政策性指示，提出了完整的配套措施如下：

1. 逐筆交易擬真平台

為使投資人於逐筆交易上線前，熟悉逐筆交易之運作，以及新增委託種類、新制瞬間價格穩定措施等，證交所與櫃買中心特別建置了「逐筆交易擬真平台」，於 108 年 3 月上線。投資人可利用模擬下單介面輸入委託，經由擬真平台撮合主機進行逐筆撮合，及回報委託與成交狀況。擬真平台亦會即時將成交價量及最佳五檔委託買賣價量等擬真行傳資訊透過證券商與資訊廠商，再傳送予投資人。此外，擬真平台除可讓投資人進行模擬下單，也提供測試環境予證券商與資訊公司，進行委託下單與行傳資訊接收之測試，測試期間共計 14 個月。

為鼓勵投資人利用擬真平台體驗逐筆交易，證交所也分別對證券商及投資人辦理獎勵參與措施，獲得熱烈回響。擬真平台從上線到逐筆交易制度正式實施後的約一個月，共吸引超過 600 萬人次參與，讓投資人預先熟悉新制的重大任務，可說是圓滿達成。



圖四 108 年 3 月 25 日時任金管會主委顧立雄出席逐筆交易擬真平台啟用記者會

2. 市場宣導

在市場宣導方面，證交所的同仁也是費盡心力，宣導方式除了舉辦大量場次的說明會、講習，以及製作宣導手冊、海報、網站專區、短片、微電影等協

助投資人瞭解外，為了讓更多數民眾注意到此一重大交易制度變革，證交所也有不少的創新突破的做法，例如：

- (1) 特別與網紅「這群人」合作，透過輕鬆有趣的方式，介紹逐筆交易實施後新增的委託種類，網路影片點閱次數近 70 萬人次。
- (2) 為了吸引國內外對於臺灣即將實施逐筆交易的目光，特別選在迎接 2020 年跨年倒數的最後 5 分鐘，於 101 大樓投放「逐筆交易有效率、更透明」、「逐筆接軌國際·逐筆交易新時代」等兩支動畫短片，點亮新制度實施。

3. 證券商系統測試

證券商資訊系統的配合調整，對於逐筆交易能否順利上線，投資人在新制度下是否能順暢交易，實有關鍵性地位。為確保各證券商資訊系統能夠接軌，證交所與證券商共同對系統測試做了非常多努力，力求每個環節滴水不漏。相關測試措施如下：

- (1) 逐筆交易擬真平台上線後，除可提供投資人模擬下單外，證交所與資訊廠商亦可透過該平台進行功能性測試、造市商驗證布單策略、行情接收用戶功能性測試。
- (2) 108 年 7 月起進行 6 次逐筆行情流量壓力測試，協助資訊用戶確認傳輸品質，及證券商與資訊廠商進行主機硬體或資訊設備更新升級後之效能測試。
- (3) 逐筆交易上線前密集進行 3 次逐筆交易系統全市場會測，使證券商可模擬逐筆交易流程，以確保逐筆交易制度的順利上線。

4. 證券商資訊換版補助款

考量逐筆交易為市場重大制度變革，為降低證券商資訊換版之成本負荷，證交所與櫃買中心共同補助「逐筆交易資訊換版費用」，並協助證券商向固網業者爭取到網路傳輸費用的調降，估計全體證券商 1 年可省下 1.4 億元。

(二) 感謝主管機關與各界協助，逐筆交易順利上線

在逐筆交易上線前兩周，適逢新冠肺炎疫情造成全球股市劇烈震盪，嚴重衝擊投資人信心，市場對於這樣的時機是否仍要進行交易制度重大改變，陸續傳出不同聲音。但承蒙時任金管會主委顧立雄站在市場長遠發展高度，面對種種壓力仍毅然決定如期實施，更在逐筆交易上線首日，親赴證交所第

一資訊中心視察，關切撮合系統運作情形。顧主委的關心，和實施當天交易系統的順利運行、市場秩序良好，也終於讓證交所和所有證券商，從緊繃的心情中放鬆下來，臺灣證券市場交易制度至此宣告全面接軌國際。



圖五 盤中全面逐筆交易於 109 年 3 月 23 日實施首日，時任金管會主委顧立雄、證期局局長王詠心局長在證交所董事長許璋瑤、總經理簡立忠陪同下，視察證交所第一資訊中心。

逐筆交易從 99 年起積極推動，到 109 年 3 月 23 日正式實施，每一項準備工作都至關重要，每一個配套環節都缺一不可，每一步背後更是無數努力與心血的結晶。值得欣慰的是，「十年磨一劍」的辛勤，在逐筆交易順利上線後有了令人滿意的成果：證券商及交易所系統順利更新，集中交易市場成交值較去年同期略有成長，撮合方式之改變，使證券市場運作更有效率，資訊更為透明。

故藉此機會，再次衷心感謝長期以來主管機關的協助、證券商的配合、投資人的認同、以及證交所所有同仁的努力。相信藉由逐筆交易制度與國際接軌、提高資訊透明度與交易效率，必能讓臺灣證券市場的優勢，如優質上市公司、良好公司治理、高殖利率與穩健的基本面、以及堅強的產業基礎等，更讓全球注目。不僅吸引國內外資金投資臺灣，也讓臺灣證券市場為投資人創造長期永續的投資價值。

參、股價漲跌幅之之變革歷程

訪談人物：證交所總經理簡立忠

我國證券市場兩次放寬漲跌幅度間隔均超過 25 年，可見對該項政策的謹慎考量。在放寬漲跌幅時是否會擔憂增加市場的波動度？對市場又有哪些效益呢？

一、開放漲跌幅之背景

證交所在開業初期，因投資人少有參與市場交易經驗，故站在保護投資人立場，最早的漲跌幅度訂為 5%，以避免股價劇烈波動可能造成重大損失。至民國 78 年，當時的主管機關財政部證管會考量散戶投資人對於股票交易已累積了一定的經驗與知識，也較具備風險承擔能力，對於放寬漲跌幅度的需求日益提高，決定順應投資人需求並讓價格機制能夠進一步發揮，將漲跌幅度由 5% 放寬為 7%。

漲跌幅訂定為 7% 後，雖實施逾 25 年未調整，但這段期間內，證券市場的價格限制實際上已逐步走向開放，例如：86 年推出認購（售）權證，漲跌幅度係依標的證券之漲跌停價格計算；94 年開放新上市股票首 5 個交易日不限漲跌幅；98 年境外 ETF 問市，以及其後推出之國外成分證券 ETF、槓桿型 ETF，漲跌幅皆不再侷限於 7%。

嗣後金管會考量我國證券市場機構投資人比重已大幅提高，散戶投資人對於漲跌幅較大商品亦有一定熟悉度，各項風險管理機制也相對健全。此外，歐美已開發市場多已無漲跌幅限制，與鄰近亞洲市場馬來西亞、韓國等相較，我國股價漲跌幅相對較小，故為營造更有效率交易市場、與國際制度接軌，金管會宣布自 104 年 6 月 1 日起，將漲跌幅度由 7% 放寬為 10%。

二、放寬漲跌幅度對市場波動度影響與效益分析

在金管會宣布漲跌幅調整為 10% 之前，市場上確實曾出現擔心股價波動加劇的疑慮。但實施後至今超過 5 年，實際上整體市場的平均波動度，較漲跌幅 7% 的年代明顯下降，且交易效率及市場流動性皆有所提升。

此外，在漲跌幅 7% 的年代，臺灣漲跌幅限制雖然在亞洲國家中屬於較為嚴格者，波動度卻也相對較高，顯示較緊縮的漲跌幅，並不能降低市場波動度，同樣的，較寬鬆的漲跌幅，也不意謂著增加股市波動度。股票價格的決定因素，仍在於公司的基本面、未來前景、當時市場情況以及買賣雙方認知價格等。放寬漲跌幅度僅加速股價對相關資訊的反應，對市場的長期波動度並不必然造成影響，反而因價格發現功能的提升，對市

場可產生更多的效益如下

（一）提高交易效率與流動性

放寬漲跌幅度限制後，因為價格機能有更大的發揮空間，股價能加速反應當時利多或利空消息，不用因觸及相關限制，必須等到次日才能達到買賣雙方願意成交的價格，不僅可增加成交機率，也可降低股價延遲反應的不確定性，進而提高交易效率與市場流動性。

此外，在現行交易制度下，除信用交易資券互抵外，投資人亦可使用雙向現股當沖，當股價上升或下跌而出現獲利機會時，投資人不必然等到漲跌停板，即會反向賣出或買進，使得整體市場波動度維持穩定，也同時挹注更多的流動性。

（二）減少投資人追漲殺跌造成損失之機率

由於投資人行為常出現追漲殺跌之習性，較小漲跌幅度易產生負面的磁吸效果。即當股價接近漲跌幅限制時，投資因擔心一旦觸及漲跌停板後，會因流動性不足而失去成交機會，故提前買賣，反使股價加速到達漲跌幅之上限。因此，若漲跌幅限制放寬，觸碰漲跌停板機率下降，投資人追漲殺跌之造成損失的機率，將可有效降低。

交易制度中許多機制的控管標準係根據漲跌幅所設計，放寬漲跌幅度後證交所做了哪些配套調整？這些調整有哪些考量？

漲跌幅度由 7% 放寬為 10% 後，需配套調整的交易機制大致可分為漲跌幅連動項目、強化風險控管項目及維持市場穩定項目三大類，其中漲跌幅連動項目的調整較為單純，主要就是讓所有上市櫃證券，以及零股交易與鉅額交易漲跌幅同步調整。

強化風險控管項目主要為信用交易、借券相關之擔保維持率、原始擔保比率以及擔保金等。這一部分的配套措施，則是在維持有效風險控管的前提下，配合主管機關差異化管理政策，依據參與對象屬性與風險承擔能力不同，以及實務上作業日程，而進行相對應的調整。例如信用交易整戶擔保維持率不足時，從追繳通知送達到券商處分共有 3 日，考量放寬漲跌幅後連續 3 天價格變動最大風險約 30%，故將整戶擔保維持率由 120% 提高至 130%。但是借券的原始擔保比率及擔保維持率，則考慮到參與對象以機構法人為主，在差異化管理原則下，一般投資人維持 140% 及 120%，專業機構投資人客戶則可與證券商另行議定，不受該等比率限制。

最後，維持市場穩定項目主要係瞬間價格穩定措施與暫緩開收盤標準，考量兩者目的皆是在股票價格出現劇烈波動時，提醒投資人注意，並透過暫緩撮合，讓每一位市場參與者能公平得到最新資訊，並較有時間在理性評估後做出投資決策，故二項措施仍將繼續實施，以保護投資人。

肆、未來展望

證券市場全面逐筆交易制度在 109 年 3 月 23 日實施，立下與國際接軌的重大里程碑後，金管會證期局將持續關注逐筆交易實施狀況，並請證交所與櫃買中心蒐集各界意見，適時檢討實施成效，使逐筆交易制度更臻完善。此外，盤中零股交易新制即將於 109 年 10 月實施，以便利小資族群進行小額投資，並培養年輕族群參與市場的興趣，達成普惠金融目的。另亦將持續請證交所針對營運狀況良好但交易較不活絡的公司，研議股票造市者制度，以增進整體股市動能。

建置更公平、有效率、多元化與國際化之證券交易市場，一直是主管機關的使命與目標。臺灣證券市場 60 年來，每一次的撮合方式變革，都展現了適應環境變遷的努力與智慧；每一次的漲跌幅度放寬，都代表了對投資人與市場成熟度的信心；每一次的改革經驗，也都為市場發展帶來不斷前進的動力。未來將持續以更開放與積極的態度，回應改變並持续提升交易效率，以吸引更多投資人參與，讓臺灣的資本市場能朝向更公平、更有效率的目標邁進。

~ 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。