



逐筆交易新制 接軌國際市場

舉辦座談會邀集主管機關、學者專家，針對逐筆交易制度設計、交易習慣及操縱行為認定等議題深入探討

文/陳昱光

台灣證券市場即將實施盤中逐筆交易制度，包括股票、ETF等均適用，且交易制度變動幅度較大，因此，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心日前召開「108年度保護投資人權益系列座談會—盤中逐筆交易新制停看聽」，期望協助投資人在新制正式實施前能對相關議題更加了解。

座談會由投保中心總經理呂淑玲主持，並邀請專家學者與主管機關

代表，針對逐筆交易制度設計、交易習慣及操縱行為認定等議題深入探討。呂淑玲表示，主管機關在去年9月宣布2020年3月23日台灣證券交易所將採行逐筆交易新制，且在金管會及證交所、櫃買中心規劃下，先後已舉辦許多宣導活動，並於今年3月25日推出擬真交易平台，投保中心針對逐筆交易議題，也擬訂三大議題，希望能藉由集結專家學者各界意見，進一步探討及宣導即將實施的交易新制。



→「108年度保護投資人權益系列座談會—盤中逐筆交易新制停看聽」，邀請證交所組長張念祖（左起）、櫃買中心經理陳文彬、櫃買中心經理翁妙慈、金管會證期局簡任稽核黃超邦、政治大學教授暨公司治理法律研究中心執行長劉連煜、投保中心總經理呂淑玲、交通大學教授葉銀華、證交所副理林益田及副組長蔡佩雯等一同出席。圖/王德為

議題一、逐筆交易上線後，委託單種類搭配有效期別，委託方式將更多元，對於市場交易情形影響預估？交易人如何選擇委託方式？應注意那些風險？

新增委託類型 提升交易效率、擴大成交量能

劉連煜：因應臺指選擇權上市及期交所自行開發之選擇權交易系統完成，我國期貨市場於90年12月24日將臺指選擇權撮合方式改採逐筆交易（開盤仍維持集合競價，交易時段至收盤，採逐筆交易），自91年7月29日起，期貨商品亦改採逐筆交易。

另外，全球主要證券市場多已採逐筆交易，此為國際集中交易市場的主流，逐筆撮合隨到隨撮，交易更具效率，且所有成交資訊亦即時傳送市場，資訊更具透明度。

台股明年3月23日實施逐筆交易，除原有限價單，亦提供市價單，委託條件除原有ROD，也增加FOK、IOC，交易人可依照自己的策略及交易目的，如當沖、套利或投資等，選擇適合委託單種類，對交易人更為便利、交易量也會更大。

期貨市場長久以來採用逐筆交易，現貨市場如仍是集合競價，會有時間落差，反應時間不一致，會使交易人增加一定之風險。如兩個市場採用同一交易方式，投資人將更容易執行其策略（例如，對某證券個股及其個股期貨採跨市場套利策略的交易人很便利），故產生相乘

效果，兩個市場都會受益，對於現貨和期貨市場都有正面影響。

另由造市者的角度來看，新制對造市者的拋補更為快速、滑價成本會更低，避險會更有效率且成本會降低，也會因而縮小買賣報價價差，有利於其他市場參與者參與的誘因。

證券市場新制下，投資人共有6種選擇委託方式，易有疑義的是市價委託，成交價格可能會偏離投資人的預期，此為須注意之處，投資人應注意還是採用適合自己的委託方式。

葉銀華：台灣在30年前推出電腦輔助交易到電腦自動交易，當時制度在國際上是領先的，不過，近年雖然有陸續將集合競價撮合時間由20秒縮短至5秒，但相對其他主要市場，包括紐約、泛歐、德國、英國、日本、香港、新加坡、南韓、上海、深圳、泰國、馬來西亞、印尼等交易所之有價證券都已採取逐筆交易，卻變成相對落後，目前實施盤中逐筆交易已是國際主流，成為未來趨勢，證交所與櫃買中心在逐筆交易制度上也準備許久，決定實施後也還有一年的準備及適應期

間，讓投資人透過擬真平台熟悉新制，實施盤中逐筆交易前是應該要走的。

針對台灣證券市場是否足以採行逐筆交易制度，目前集合競價已縮短至5秒，雖然已相當快速，但這5秒內相對逐筆交易還是一個黑盒子的概念，且台股網路下單成交量及成交金額都已超過6成，往7成邁進，配合期貨交易制度之風險承擔、資訊透明接軌，都是需要逐筆交易制度。

另外，逐筆交易新制會不會造成自然人跟法人交易不公，是引發市場擔憂的一大問題，從國外市場案例來看，很多都是以自然人為主要交易對象，也都採取盤中逐筆交易；其次，目前自然人已不像先前一般普遍認為的菜籃族，投資知識或經驗尚佳，實施逐筆交易後，投資地位不見得會比先前更差。

目前台灣證券市場交易方式是限價、當日有效，一般投資人最常使用的是以市價單（即以漲跌停掛單）交易，現行市價單與新制下的市價單有所不同。未來逐筆交易的市價委託單具最優先之撮合順序，投資人下單不用指定價格，而由系

統帶入轉換參考價，其為最近一次成交價、限價買價、限價賣價三者最高或最低價，交易效率提高、資訊透明是新制的優點。新制施行後，投資人有更多的選擇，不因新制對自然人有不公情形。我國現有漲跌停幅度10%的限制，已經較國際市場縮短；且盤中瞬間價格穩定措施（模擬成交價偏離前5分鐘加權平均價格3.5%即啟動，且市價單將自動被刪除），該措施使價格波動不致於過大，因此支持逐筆交易制度採行。

黃超邦：逐筆交易是台灣證券市場今明兩年重要議題，也是交易制度上的重大改變，符合世界潮流，台灣逐筆交易制度也採循序漸進方式，先從選擇權、期貨陸續開始實施，且去年在券商公會支持下，台灣證券市場也將在明年3月23日實施盤中逐筆交易。

對於逐筆交易制度宣導，主管機關跟周邊單位共分成五大構面來執行，第一，規章修正在去年底完成公告，制度面上已準備就緒；第二、擬真平台實施，今年3月25日正式上線，除了證交所外，還有16家券商開發平台提供投資人下單，並

提供券商作測試；第三、資訊系統建置與測試，包含證交所、期交所、集保結算所系統修正，以及券商設備升級更新，頻寬加大，在頻寬收費也與電信業者協調，讓市場參與者能更容易接受新制；第四、強化證券商培訓輔導，券商種子教師要能夠充分向投資人解釋逐筆交易制度，另將進行至少三次市場會測，包括行情傳輸的壓力測試等；第五、加強市場宣導，藉由證交所、櫃買中心透過不同方式，如社群廣告、微電影、官網等宣導，投保中心等周邊單位也全力配合。

林益田：投資人過去大多有以講市價買進、賣出的交易習慣，而證交所在民國74年7月後採電腦輔助撮合，改為集合競價後，因實際已無市價委託，就持續宣導投資人下單時不要以市價委託，營業員也不可以接受所謂市價委託，因為容易因成交價格問題產生糾紛，不過，採行逐筆交易就有新增市價單的委託方式，交易順序優先於限價單，當然也優先於漲跌停委託。

蔡佩雯：逐筆交易具有有效降低成本，用最佳價格即時撮合成交等優點，對投資人而言，逐筆交易可

提供即時交易揭露，資訊透明度相對提高，證交所建置之擬真平台目前已突破百萬人次體驗，投資人可透過擬真平台來累積經驗，了解逐筆交易。

而針對委託種類部分，其實一般投資人，特別是人工下單的投資人，多為價值型、中長期交易者，仍可按照現行下單習慣使用限價（ROD）委託，不需要改變交易習慣；其他新種委託單則可供策略型投資人更多委託選擇，當然一般投資人亦可靈活運用。

翁妙慈：新制下，市價一定會優先於限價，推廣逐筆交易制度以來，櫃買中心目前已跟券商合作辦理20場投資人講座，也陸續感受到投資人對於逐筆交易方式已有所了解，穩健型的投資人可以採取原來的限價單交易模式，而IOC市價單也是滿有效的交易方式，同時具有優先成交機會，會比以漲跌停板的下單方式有更好的價格，若有餘單就會取消，不會造成風險更大的狀況。將持續進行投資人教育，期望逐筆交易上線後，只要投資人下單時多加留意市場行情，市場波動應該不會有大幅變化的情形。

議題二、逐筆交易新制實行後，交易活絡標的資訊量預估將大幅增加，投資人可取得那些參考資訊？又如何解讀相關資訊？

行情揭露促跨市場策略執行 擬真平台先暖身

劉連煜：因期貨市場已採逐筆撮合，當證券市場改採逐筆撮合後，有利跨市場交易策略的執行。且配合這次證券市場採逐筆行情揭示，期貨市場未來亦將提供逐筆行情揭示，（期交所現行8分之1秒揭露一次），有助於兩市場的資訊反應更為即時，對於兩市場參與者應都有正面的助益。

未來逐筆撮合後，證交所及櫃買中心除了會傳送逐筆行情交易資訊，也會傳送5秒快照資訊，再加入

及時成交資訊，交易人可考量自己的交易策略以及下單工具，有效運用此等交易資訊。

葉銀華：逐筆交易實施後，共有6種委託種類，重點在於如何提供全面性的資訊，讓投資人盡快習慣新增的下單方式，不必設限在投資人現有的交易習慣，投資人可以依自身需要採用委託方式，相對沒有接觸到的投資人則要仰賴券商加強推廣。

在資訊部分，逐筆交易仍保留現

行5秒快照資訊，加上提供即時交易資訊，對於資訊揭露增加抱持正向看法，而由擬真平台8月23日公布數字來看，參加交易共約98.6萬人次，建議要採模擬分析，針對測試交易狀況及資訊揭露，觀察不同下單策略，頻寬交易系統承擔速度等，對明年逐筆交易正式上路後可能預見發生的情況提早因應。

黃超邦：擬真平台的交易時段是2點半到5點，目前每天平均登入人

數已有9千多人，採新式委託單撮合，分析目前還是以當日有效限價單占比較高，證交所並用抽獎方式引導投資人嘗試不同下單方式，讓參與擬真平台的投資人積極熟悉交易新制。

林益田：就交易面而言，回顧過去台股交易制度由電腦輔助轉成全自動時，正式實施後的成果、成效都非常好，對於逐筆交易新制，主管機關與交易所會全方位的進行壓力測試，持續努力，在資訊揭露上

，也希望投資人能到擬真平台嘗試交易，5秒快照資訊及即時資訊都能夠正常運作，針對市場較擔心的中小型股部分，也有特別找出一些成交量較低的個股，在擬真平台前一日的真實委託單導入後，分析比較在5秒盤撮合或逐筆撮合的價格波動度，兩者成交狀況都相當穩定，價格穩定措施在逐筆撮合時也只增加一次，顯示在成交量相對平穩的股票中，兩種交易方式都不會造成股價大幅波動。

翁妙慈：櫃買中心持續在擬真

議題三、操縱股價不法行為與市場交易制度有關，逐筆交易新制對於操縱行為認定是否有所影響？

市價單轉換參考價 可認定操縱行為主觀意圖

黃超邦：逐筆交易制度是一個中性制度，並不會對特定族群有利或不利，其次，監視制度及技術將隨著交易態樣及投資人下單特性調整，目前對於操縱股價的證交法第155條各款規定中，都有一定構成要件，只要操縱股價，主管機關就會強力取締。

一般而言，對高頻交易的印象是藉由高速優勢剝削散戶，透過快速委託、刪單對股價造成影響，但其實也有學者研究指出，高頻交易對於市場具有增加流動性、價格發現、促進交易量的優點。台灣證交稅率為千分之三，相對其他國家有抑制高頻交易者進入市場的作用，且證交所對超過基本委託量的證券商也會增加收取連線處理

費，抑制頻繁委託及刪單的效果，未來在逐筆交易實施後，一定會再做統計分析，適時提出精進措施，另證交所、櫃買中心及金管會將加強與檢調司法機關聯繫，讓檢調單位儘快熟悉逐筆交易制度。

劉連煜：逐筆交易新制實施之後，根據證交所營業細則規定，市價買單是參照最高買單限價、最高賣單限價及最近一次成交價孰高決定，市價賣單則是以最低買單限價、最低賣單限價及最近一次成交價孰低決定，故市價單系統都會有一個「轉換參考價」，因此，法院在「意圖抬高或壓低某種證券價格」之認定上，應是足夠協助認定行為人的主觀意圖。現在國際上採用逐筆

交易的國家，在新制導入並未有修正相關法令可知並無困難，此部分主要應向法院說明清楚，並由投保中心積極參與司法實務界的溝通。

葉銀華：高頻交易對市場的影響也有其正面，具有價格發現、提高流動性的優點，市價單具有轉換參考價，下單時等同意以該轉換價格委託，應可適用證交法155條相關規定，不必因委託單方式改變而影響證交法認定方式，另建議擬真平台可以多對中小型股測試是否較容易觸及穩定價格機制。

張念祖：在推動股票盤中交易採逐筆撮合之前，認購（售）權證已自2010年6月實施盤中逐筆交易，因此，對於權證之逐筆交易早已依

「實施股市監視制度辦法」進行監視。對於明年3月23日將實施之盤中逐筆交易，有關市價委託價格認定的部分，依據配合增修訂之本公司營業細則第58條之8的規定：市價買賣申報會轉換參考價格，並視為申報價格，而買進之市價委託以最近一次成交價格、最高限價買進申報、最高限價賣出申報，三者中取最高者為轉換價格，而賣出之市價委託則以最近一次成交價格、最低限價買進申報、最低限價賣出申報，三者中取最低者為轉換價格。依此規定看來，買進市價委託係為當市之最高價，賣出市價委託則為當市之最低價，市價委託有以高價委託買進，低價委託賣出之情形。至於影響股價的認定，這個部分

未來將配合逐筆交易「每筆委託隨到隨撮」之交易特性，按每筆委託逐一分析是否有以高價委託買進，或以低價委託賣出，併同考量是否有散布流言、相對成交等狀況，綜合判斷是否有股價操縱情事，如投資人疑涉有不法交易，將會移請有關機關依法辦理。而逐筆交易新制實施後，對操縱行為的認定亦不會有影響。

維護證券市場的公正、公平及公開是臺灣證券交易所的重要工作，因此，現有市場監視措施絕不會因為實施逐筆交易而有所折扣，且將會因應市場制度及交易習慣的改變，與日俱進，讓守法的市場參與者都能安心交易。

陳文彬：目前司法機關對股價操

縱的判決係以由投資人指定價格的限價委託，再搭配有無其他異常交易態樣來認定。未來實施逐筆交易新制的市價委託之轉換價格雖由交易系統賦予，惟逐筆交易係採隨到隨撮，且及時提供交易前、後揭示資訊，投資人委託時即有市場資訊可參考，亦應當知其市價單轉換參考價為當時高（低）價，且市價委託單有優先成交權，即隱含其委託價格優於現行委託簿所有委託之價格。若其市價委託成交後有影響股價，併其他異常交易行為檢視，判斷是否涉及證交法第155條。另逐筆交易制度新增IOC、FOK不同有效期別的委託方式，下單完後不會留存在委託簿，反而能夠減少虛掛單情況發生。