【論著】

韓國資本市場流動性提升機制與退場機制整合規劃之探討

蔡德發（證交所業務委員）

壹、前言

國際諸多資本市場發展經驗均涵蓋股票流動性不足議題之處理，相關處理機制通常涉及流動性提升機制及退場機制之運用，流動性提升機制偏向興利屬性，退場機制則屬防範股票流動性偏低衍生弊端之機制，兩者可定位為資本市場監理政策之兩端。實證上，國際諸多資本市場監理機構往往必須在國內資本市場特性之前提下，妥善抉擇興利機制、防弊機制兩者相關方案。概括而言，國際某些資本市場著重退場機制，例如日本 Tokyo Stock Exchange 之 Main Markets 規定前一年之月平均成交量未達 10 個交易單位，或近期內連續三個月無成交量，即可強制下市。反觀國際某些資本市場則著重流動性提升機制，例如 Australian Securities Exchange 之強制下市機制不以成交量過低為啓動因素，對於流動性不足之中小型股，係採行中介型研究資源擴充機制，促成投資人獲得充分的中小型股研究報告，進而積極參與該等中小型股之交易。

進一步探討，亦有國際某些資本市場並未著重興利機制或防弊機制之任一端，而是在兩端之間尋求妥善的制度，例如韓國資本市場係採行流動性提升機制與退場機制之整合規劃。按韓國資本市場與我國資本市場係 MSCI Emerging Markets 諸多成員中，市場發展程度最接近 MSCI Developed Markets 的兩個資本市場，而且兩者之散戶投資人比

中華民國一〇七年十二月十六日出版

例也相近。因此，倘若未來我國資本市場處理股票流動性不足之監理政策，亦係在國內資本市場特性之前提下，於興利機制與防弊機制兩端之間尋求妥善的制度，則韓國資本市場相關制度非常值得參考。

韓國資本市場係於 2006 年 1 月在 Korea Exchange（KRX）之 KOSPI 市場開始實施流動量提供者（Liquidity Provider）機制，以期提升股票流動性。此一流動性提升機制係由上市公司自行決定是否需要 Liquidity Provider，再由 KRX 管理該等 Liquidity Provider。惟多年後 KRX 發現股票流動性不足之問題仍然未解決，且認定不宜完全依賴市場自主性機制。因此，除繼續實施 Liquidity Provider 機制外，KRX 於 2016 年開始實施具備市場監理強制性之造市者（Market Maker）機制，由 KRX 定期篩選需配置 Market Maker 之股票標的、安排妥適之 Market Maker、及給予經手費折讓，另 Market Maker 之 Market Making 交易依法得免除 Stamp Duty。至於韓國資本市場之兩階段退場機制，係於第一階段依多項標準之一，將相關股票標的認定為 Administrative Issue，及早提供警訊予上市公司及投資人，其多項認定標準之一係股票標的之成交量低於規定門檻。然後倘於第二階段認定第一階段之事由仍然屬實，則認定為應下市標的。

值得重視的是，韓國資本市場係就流動性提升機制與退場機制兩者予以整合規劃，例如 Market Making 標的股票篩選標準與應下市標的規定門檻兩者之整合規劃，兩者之間有充分的緩衝空間，以避免尚未盡力提升流動性，一年後就強制下市之狀況。此一整合規劃應可提供相關上市公司及投資人較充分的運作空間，有利於資本市場之健全發展。另一方面，未來我國資本市場於 2020 年 3 月開始實施盤中逐筆交易，將是標準型態之委託單驅動交易系統（Order-Driven System），屆時將較有利於採行 Market Maker 機制。是以，本文之宗旨係以韓國資本市場相關制度，闡明資本市場流動性提升機制與退場機制整合規劃之必要性，並建議我國資本市場就流動性提升機制與退場機制展開整合規劃，未來在第一階段先行推動流動性提升機制，俟其產生具體成效後，再於第二階段依整合規劃方案推動退場機制。

貳、韓國資本市場 Market Maker 制度之探討

一、韓國資本市場 Market Maker 制度之緣由及重點

韓國資本市場於 2005 年 1 月 27 日將 Korea Stock Exchange（KOSPI）、KOSDAQ Stock Market（KOSDAQ）及 Korea Futures Exchange 三家交易所合併為 Korea Exchange（KRX），並展開為期三年之市場改革計劃，當時其資本市場改革能量相當可觀，之後亦持續改革。前揭韓國資本市場改革之一係於 2006 年 1 月在 KOSPI 市場開始實施

中華民國一〇七年十二月十六日出版

Liquidity Provider 機制，以期提升股票流動性，並接續於 2008 年 1 月在 KOSDAQ 市場開始實施 Liquidity Provider 機制。此一流動性提升機制係由上市公司自行決定是否需要 Liquidity Provider，然後由上市公司與證券商簽約，證券商則依契約執行 Liquidity Provider 之功能。除契約之重點規範係由 KRX 訂定，並由 KRX 管理該等 Liquidity Provider 外，此一機制尚屬市場自主性機制。

惟多年後 KRX 發現股票流動性不足之問題仍然未解決，且認定不宜完全依賴市場自主性機制。因此，除繼續實施 Liquidity Provider 機制外，KRX 所擬 Market Maker 新制度於 2015 年 11 月 4 日獲致韓國資本市場監理機構核准，KRX 遂於 2016 年開始實施具備市場監理強制性之 Market Maker 機制，其架構係由 KRX 訂定流動性不足之認定標準，據以定期公布需配置 Market Maker 之股票標的，再由 KRX 依證券商之意願指定證券商擔任前揭股票標的之 Market Maker，且係由 KRX 與該等被指定之證券商簽約。再者，此一 Market Maker 機制採行國際資本市場主流思維，免除該等 Market Making 交易之 Stamp Duty，有效降低其交易成本。值得注意的是，經公布需配置 Market Maker 之股票標的，倘上市公司先行安排證券商執行 Liquidity Provider 之功能，則毋需配置 Market Maker。

二、韓國資本市場 Market Making 標的股票之篩選標準

按 KOSPI Market Business Regulation 第 20 之 9 條規定，經 KOSPI 依相關標準篩選低流動性股票標的（low-liquidity issues），並選定符合資格條件之 KOSPI 會員，雙方完成簽約程序後，該 KOSPI 會員即可對契約所訂低流動性股票標的執行盤中逐筆交易之 Market Making 報價、交易。再者，KOSPI 係依 Enforcement Rules of KOSPI Market Business Regulation 第 31 之 14 條規定之標準，以前一年 1 月 1 日至 12 月 31 日為一個資料評估期間，辦理前揭低流動性股票標的之認定作業，並於當年 3 月份公布結果，再於當年 4 月份生效。該認定標準係以個別股票之日平均成交量、買賣報價實質差距估算值之平均值及每筆成交時間間隔之平均值等三項指標構成 Market Making 標的股票之篩選標準：

（一）各篩選指標之計算方式

1. 日平均成交量

本指標係以每日盤中逐筆交易之成交量為計算範圍，亦即排除開盤、收盤集合競價之成交量，計算該評估期間之日平均成交量。

2. 買賣報價實質差距估算值之平均值（以股票之升降單位計算）

(1) 本指標係以每日開盤、收盤之成交價及開盤後、收盤後之最佳買進報價、最佳賣出報價為計算範圍，估算買賣報價之實質差距。

(2) 以每日買賣報價實質差距估算值計算該評估期間之平均值。

3. 每筆成交時間間隔之平均值

(1) 本指標係以每日開盤、收盤集合競價之成交筆數為計算範圍，每日之每筆成交時間間隔＝每日交易總時數/每日開盤、收盤集合競價之總成交筆數。

(2) 以每日之每筆成交時間間隔計算該評估期間之平均值。

（二）篩選指標之綜合運用

倘股票標的之交易狀況符合以下三個篩選指標組合之任一者，且其價格波動指標未達過度劇烈門檻者，即被篩選為 Market Making 標的：

1.(1) 日平均成交量低於 50,000 股，或依日平均成交量由大到小排序，在全部股票標的，係位於前段 50% 之後。

(2) 買賣報價實質差距估算值之平均值未大於 3，且依該平均值由小到大排序，在全部股票標的，係位於前段 50% 內。

2.(1) 日平均成交量高於 50,000 股，且依日平均成交量由大到小排序，在全部股票標的，係位於前段 50% 內。

(2) 買賣報價實質差距估算值之平均值大於 3，或依該平均值由小到大排序，在全部股票標的，係位於前段 50% 之後。

3.(1) 日平均成交量低於 50,000 股，或依日平均成交量由大到小排序，在全部股票標的，係位於前段 50% 之後。

(2) 買賣報價實質差距估算值之平均值大於 3，或依該平均值由小到大排序，在全部股票標的，係位於前段 50% 之後。

(3) 每筆成交時間間隔之平均值在 10 分鐘以內。

（三）篩選標準之意旨

1.KRX 對於評估股票標的之流動性是否充足，係以日平均成交量為量化指標，並以買賣報價實質差距估算值之平均值為質化指標。

2. 於股票標的之量化指標及質化指標兩者，僅有一者經評估為不佳時，KRX

認為該股票標的之流動性尚有提升的機會，故宜配置 Market Maker。

3. 於股票標的之量化指標及質化指標兩者，經評估均為不佳時，KRX 認為倘該股票標的之每筆成交時間間隔之平均值尚未超逾 10 分鐘，則應把握提升其流動性之機會，故仍宜配置 Market Maker。

4. 至於股票標的之價格波動指標達過度劇烈門檻者，KRX 優先以交易狀況重大異常機制處理，故不納入 Market Making 標的股票之篩選範圍。

三、對 Market Maker 制度效能之合理期望

在前述二、（二）所列 Market Making 股票標的篩選範圍之外，仍可能存在一種流動性不足之標的類型，係既未獲得 Market Making 機制的支援，亦尚未被認定為流動性嚴重不足而適用退場機制。對於此一股票標的類型不提供流動性提升機制，係韓國資本市場監理機構及 KRX 均認定 Market Making 機制並非萬靈丹，亦即對 Market Maker 制度效能僅能秉持合理期望。

此一流動性不足之股票標的類型，依前述二、（二）篩選指標組合之歸納，其組合內容為：

1. 日平均成交量低於 50,000 股，或依日平均成交量由大到小排序，在全部股票標的，係位於前段 50% 之後。

2. 買賣報價實質差距估算值之平均值大於 3，或依該平均值由小到大排序，在全部股票標的，係位於前段 50% 之後。

3. 每筆成交時間間隔之平均值超逾 10 分鐘。

KRX 基於此一流動性明顯不足之股票標的類型已不宜採行盤中逐筆交易之考量，故於 Enforcement Rules of KOSPI Market Business Regulation 第 56 之 3 條，明訂採行盤中分盤集合競價之交易方法，分盤之時間間隔為 10 分鐘。

四、韓國資本市場 Market Making 機制與退場機制之整合規劃

（一）Market Making 標的股票篩選範圍與標的股票在退場機制內發展狀況之整合規劃

按 Enforcement Rules of KOSPI Market Business Regulation 第 31 之 14 條規定，係就以下三種狀況，落實 Market Making 標的股票篩選範圍與標的股票在退場機制內發展狀況之整合規劃：

中華民國一〇七年十二月十六日出版

1. 已有 Liquidity Provider 依規執行報價、交易者，不納入 Market Making 標的股票之篩選範圍：

於退場機制第一階段，股票標的之流動性嚴重不足時，該上市公司為避免其股票標的被認定為 Administrative Issue，便安排 Liquidity Provider 依規執行報價、交易者，亦可免除 MarketMaker 之配置，以節約市場資源之使用。

2. 在退場機制第一階段，經認定為 Administrative Issue 者，不納入 Market Making 標的股票之篩選範圍：

經認定為 Administrative Issue 者，倘係基於財務、業務嚴重不佳等因素，已無使用流動性提升機制之正當性；倘係基於流動性嚴重不足之因素，且該上市公司放棄其股票標的免除下市之機會，而不安排 Liquidity Provider，顯示其流動性提升之機率甚低，故宜免除 Market Maker 之配置，以避免浪費市場資源。

3. 流通在外股數低於普通股發行股數之 20% 者，不納入 Market Making 標的股票之篩選範圍：

一般而言，流通在外股數占普通股發行股數之比率過低者，宜納入退場機制規劃之考量。例如臺灣證券交易所兩階段退場機制之第一階段係於其營業細則第 49 條，規定上市普通股股數未達普通股發行股數之 25%，且上市普通股股本未達 6 億元或上市普通股股數未達 3 千萬股以上者，得列為變更交易方法有價證券。如前所述，對 Market Maker 制度效能僅能秉持合理之期望。換言之，從 Market Making 方面衡量，已達退場機制之門檻者，及實質上已接近退場機制之門檻者，均無從事 Market Making 之可行性。因此，KRX 明訂流通在外股數低於普通股發行股數之 20% 者，不納入 Market Making 標的股票之篩選範圍。

（二）Market Making 標的股票篩選標準與退場機制流動性門檻之整合規劃

前述 Market Making 標的股票篩選標準以股票成交量判斷者，其門檻係日平均成交量低於 50,000 股，或依日平均成交量由大到小排序，在全部股票標的，係位於前段 50% 之後，顯示其運作基準係設定在日平均成交量 50,000 股。至於退場機制流動性門檻，按 KOSPI Market Listing Regulation 第 47 條規定，於月平均成交量低於流通在外股數之 1% 時，即展開 Administrative Issue 認定作業，惟月平均成交量達 20,000 股以上者，則

中華民國一〇七年十二月十六日出版

可免除被認定為 Administrative Issue，顯示其運作基準係設定在月平均成交量 20,000 股。相較而言，前者之日平均成交量 50,000 股，可設算為月平均成交量 1,000,000 股，係為後者之月平均成交量 20,000 股之 50 倍，可謂有充分的緩衝空間。因此，可推論 Market Maker 制度效能之確保，係在於與退場機制之整合規劃，亦即及早對低流動性股票標的進行 Market Making，以避免延誤時機，導致低流動性股票標的淪為流動性嚴重不足之股票標的。

五、韓國資本市場 Market Maker 之績效評等及獎勵措施

（一）Market Maker 之報價、交易義務

Market Maker 之報價、交易義務係 Market Maker 與 KOSPI 雙方所簽契約之內容，Market Maker 須在盤中逐筆交易時持續提供買進、賣出雙邊報價，並須將其買進報價與賣出報價之差距維持在一定範圍內；另 Market Maker 須就前揭買賣報價提供一定數量以上股票，避免報價與可交易股票數量發生脫節現象，以確實提升該股票標的之流動性。至於前揭買進報價與賣出報價差距之範圍，以及就前揭買賣報價負責交易之最小數量，則由 KOSPI 視各股票標的之狀況明訂之。

（二）Market Maker 之績效評等

1. 當日 Market Making 達成比率

當日履行前揭（一）所述 Market Making 義務之時間占該股票標的當日盤中逐筆交易時間之比率係 Market Maker 績效評等之基礎，倘該比率在 60% 以上，則當日可計入 Market Making 達成總天數。

2. 當季 Market Making 達成比率

KOSPI 係每季辦理 Market Maker 績效評等作業，倘 Market Making 達成總天數占當季交易總天數之比率在 70% 以上，則該 Market Maker 對該股票標的之當季績效合格。

3. 當季 Market Making 主動程度之比率

前揭當日 Market Making 達成比率愈高，固然有助於股票標的流動性之提升，但前揭當日 Market Making 達成比率之評核，對 Market Making 買賣報價係要求買進報價與賣出報價之差距維持在一定範圍內，然而該等報價未必能夠成為市場當時最佳買進報價或最佳賣出報價。實務上，資本市場之

中華民國一〇七年十二月十六日出版

交易系統大致可區分為委託單驅動交易系統（Order-Driven System）及報價驅動交易系統（Quote-Driven System），前者係以市場隨機產生的委託單，在交易系統內促成價格發現（Price Discovery），進而創造流動量；後者係以市場專業機構依市場監理機構核准之規範，主動進行報價，以達成價格發現及創造流動量之目標，故積極有效的最佳買進報價、最佳賣出報價才是 Quote-Driven System 的核心功能。是以，KOSPI 進一步規範當季 Market Making 主動程度之比率，藉以促進此一核心功能。

將當日 Market Making 報價成為市場當時最佳買進報價及最佳賣出報價的時間總數占當日 Market Making 達成的時間總數之比率，界定為當日 Market Making 主動程度之比率，再將其當季之日平均值界定為當季 Market Making 主動程度之比率。

（三）Market Maker 之獎勵措施

KOSPI 給付 Market Maker 經手費（KOSPI 收取之 trading fee 及 clearing fee 合計）折讓，以形成 Market Maker 提升股票標的流動性之誘因。該經手費折讓金額係由下列三項因素決定，其計算方式為第一個因素數額乘上第二個因素數額，然後再乘上第三個因素數額，即為當季經手費折讓金額：

1. 該 Market Making 標的股票當季經手費總額
2. 該 Market Maker 對該標的股票 Market Making 之當季交易量占該標的股票當季總交易量之比率：

   該標的股票當季總交易量之計算範圍，除普通交易外，尚包括鉅額交易、盤後交易等。

3. 該 Market Maker 收取經手費折讓之比率：

   該 Market Maker 就該標的股票收取經手費折讓之比率之計算，係以前揭當季 Market Making 達成比率，加計當季 Market Making 主動程度之比率，顯示本機制有效獎勵 Market Maker 積極、主動提升股票標的流動性之作為。

參、韓國資本市場 Liquidity Provider 制度之探討

一、韓國資本市場 Liquidity Provider 制度屬上市公司高度自主性機制

韓國資本市場在 2016 年開始實施 Market Maker 制度前，其流動性提升機制僅有

Liquidity Provider 制度，該制度係屬市場自主性機制，市場監理機構及交易所均無主導該機制運作的法規依據，反而是上市公司與證券商共同運作的空間較大，此一屬性符合其在 2006 年開始實施時之政策意旨，且在 2016 年開始同步實施 Market Maker 制度後，亦未改變。進一步探討，從以下三項特點看來，該制度實為上市公司高度自主性機制：

（一）上市公司自行決定其股票標的是否需要 Liquidity Provider

由於 Liquidity Provider 制度屬市場自主性機制，KOSPI 並無篩選需配置 Liquidity Provider 之股票標的相關作業，而是由上市公司自行衡量其股票標的配置 Liquidity Provider 之必要性。

（二）上市公司自行挑選擔任 Liquidity Provider 之證券商

KOSPI 並無替上市公司挑選將擔任 Liquidity Provider 之證券商之法規依據，而是由上市公司自行挑選，再由上市公司與該證券商簽訂契約，最後才是由 KOSPI 管理該等 Liquidity Provider，且於 Liquidity Provider 績效評等不佳時，KOSPI 得請相關上市公司更換其 Liquidity Provider，俾促成 Liquidity Provider 之市場功能。

（三）上市公司自行支付 Liquidity Provision 費用予 Liquidity Provider

Liquidity Provision 交易並不能免除 Stamp Duty，故由上市公司自行支付 Liquidity Provision 費用予 Liquidity Provider，以形成有效誘因。該費用之金額，則明訂於上市公司與 Liquidity Provider 雙方所簽契約，且該金額之高低與 KOSPI 無涉。

二、Liquidity Provider 制度提供上市公司在退場機制之運作空間

韓國資本市場於退場機制之第一階段 Administrative Issue 認定作業時，按 KOSPI Market Listing Regulation 第 47 條有關成交量嚴重不足之認定條款，倘上市公司及時備妥 Liquidity Provider，且與 Liquidity Provider 所簽契約有效期間在 6 個月以上者，亦即在下一次認定作業前，每一個交易日均有 Liquidity Provider 執行報價、交易功能，則可免除被認定為 Administrative Issue。再者，於退場機制之第二階段，因成交量嚴重不足而進行應下市標的認定作業時，上市公司亦可運用前揭 Liquidity Provider 機制，以期暫可免除被認定為應下市標的。換言之，Liquidity Provider 制度有效提供上市公司在退場機制之運作空間。

中華民國一〇七年十二月十六日出版

三、韓國資本市場 Liquidity Provider 制度與 Market Maker 制度之差異

（一）流動量提供者被動式報價、交易與造市者主動式報價、交易之差異

韓國資本市場 Liquidity Provider（流動量提供者）係從事被動式報價、交易，而其 Market Maker（造市者）則從事主動式報價、交易，兩者之屬性有所差異，且兩者之效能相去甚遠。按 KOSPI Market Business Regulation 第 20 之 4 條規定，在盤中逐筆交易時間內，當最佳買進報價與最佳賣出報價之價差占最佳買進報價之比率（買賣報價差距比率）大於 3% 時，Liquidity Provider 須在 5 分鐘內依規報價。換言之，一旦買賣報價差距比率下降到 3% 以下，Liquidity Provider 便可撤回報價，毋庸參與盤中交易，即使再次依規報價，間隔時間必將在 5 分鐘以上。反觀 Market Maker 則依規持續主動報價，並非等待特定情境。再者，即使 Market Maker 的報價未必持續成為最佳買賣報價，但該等報價的股票數量總計需依相關規範進行績效評等。相較而言，韓國資本市場之 Market Maker 較符合 Quote-Driven System 的需求。

（二）得否免除 Stamp Duty 之差異

韓國資本市場 Market Making 交易得免除 Stamp Duty，以降低其交易成本，而 Liquidity Provision 交易則不能免除 Stamp Duty，此一差異之意義甚大。韓國資本市場 Market Making 交易得免除 Stamp Duty 之理由之一，係其運作方式較符合 Quote-Driven System 的需求，故可採行國際資本市場主流思維，予以免稅。其理由之二，係 Market Maker 受韓國資本市場監理機構監理的程度較嚴密，較具公信力，故予以免稅。

肆、韓國資本市場退場機制之探討

一、韓國資本市場退場機制之啓動因素

國際資本市場退場機制之啓動因素項目雖多，惟大致可歸納為四個類別，而韓國資本市場退場機制之啓動因素係明訂於 KOSPI Market Listing Regulation 第 47 條，亦可依該等類別予以區分如下：

（一）上市公司經營狀況：上市公司嚴重虧損致淨值低於實收資本額 50%、上市公司財務報告經簽證會計師出具保留意見之查核報告等。

（二）上市公司資訊透明度：上市公司未依規定日期申報其財務報告、上市公司最

近一年內多次違反重大訊息揭露規定且未能改善等。

（三）公司治理：上司公司董事會未設置審計委員會、Outside Director（其定義未完全等同國內資本市場之獨立董事）人數未達規定門檻等。按 KOSPI Market Listing Regulation 第 77 條規定，上市公司 Outside Director 人數須達其董事總人數之四分之一，另外總資產在 KRW 2 trillion 以上之上市公司，其 Outside Director 人數至少須有 3 人，且在董事會係超過半數。

（四）股票標的市場狀況：流動性嚴重不足、公眾持股不足、市價大幅低於股票面額、總市值低於 KRW 5 billion 達 30 個交易日等。相較而言，此一類別之監理項目並未少於前述上市公司經營狀況類別，充分顯示此一類別之必要性。

前述上市公司經營狀況及上市公司資訊透明度兩個類別係較單純、較通用之啓動因素，國際各資本市場退場機制大致都包括該兩個類別之啓動因素，甚至其規定門檻也大致雷同，例如臺灣證券交易所營業細則第 49 條之退場門檻，亦有上市公司嚴重虧損致淨值低於實收資本額 50% 之規定。反觀前述股票標的市場狀況之類別則較複雜，宜在國內資本市場特性之前提下，妥善予以規劃。

例如在 KOSPI 市場之公眾持股不足規定門檻，其一係公眾持股人數不足 200 人；其二係該股票標的之公眾持股低於流通在外股數之 10%，且公眾持股總數低於 2,000,000 股。另例如流動性嚴重不足之規定門檻，KOSPI 市場係於月平均成交量低於流通在外股數之 1% 時，即展開該股票標的流動性嚴重不足之認定作業，惟需進一步衡量相關基準，以決定該股票標的得免除被認定為流動性嚴重不足，其相關基準之一係月平均成交量達 20,000 股以上者，另相關基準之二係該股票標的之公眾持股占流通在外股數之 20% 以上，且公眾持股之人數在 500 人以上，顯示流動性是否嚴重不足之議題得與公眾持股是否充分之議題連結處理。

二、韓國資本市場退場機制之交易規範

韓國資本市場退場機制在第一階段，係將達到規定門檻之股票標的認定為 Administrative Issue，但仍維持其常態之交易方法，亦即其普通交易仍有開盤、收盤集合競價，盤中則是逐筆連續競價。其考量係 Administrative Issue 認定作業之目的在於及早提供警訊予投資人及上市公司，該標的未來是否被強制下市，尚有待退場機制第二階段之認定，而維持其常態之交易方法，可謂在避免降低流動性與維持交易秩序兩者之間，採行衡平原則。至於在退場機制第二階段被認定為應強制下市股票，在 KRX 正式公告之下市日期前，則先改採分盤集合競價，亦屬合理之規劃。

另有關韓國資本市場退場機制之其他交易限制，係指第一階段被認定為 Administrative Issue 及在第二階段被認定為應下市股票均不可採行例行交易時間內之非議價鉅額交易（Auction-Based Block Trade），以避免降低例行交易時間普通交易之成交量。按韓國資本市場鉅額交易制度之發展，係先實施盤後鉅額交易，然後再增加盤中鉅額交易，亦即於 2005 年 3 月在 KOSPI 市場增加盤中鉅額交易（即例行交易時間內鉅額交易），然後於 2006 年 4 月在 KOSDAQ 市場增加盤中鉅額交易。

伍、結論

我國資本市場為數甚多之股票標的多年來已陷入流動性明顯不足之困境，難免專家學者為防範流動性偏低衍生之弊端，而主張簡易、迅速之退場機制，例如日本 Tokyo Stock Exchange 之 Main Markets 規定前一年之月平均成交量未達 10 個交易單位，或近期內連續三個月無成交量，即可強制下市。然而考量國內資本市場之特性，倘未先行盡力提升股票標的之流動性，即迅速展開退場機制，恐不易獲得投資人及上市公司的認同，亦不利於資本市場之健全發展。因此，建議我國資本市場在興利與除弊兩端之間尋求妥善的制度，就流動性提升機制與退場機制展開整合規劃，未來在第一階段先行推動流動性提升機制，俟其產生具體成效後，再於第二階段依整合規劃方案推動退場機制。

如前所述，韓國資本市場流動性提升機制與退場機制之整合規劃非常值得參考。在流動性提升機制方面，其 Market Making 標的股票之篩選標準、Market Maker 之績效評等、Market Maker 之獎勵措施、Market Making 交易得免除 Stamp Duty 等，均值得參考。至於流動性提升機制與退場機制之整合規劃，可謂相當周全，例如 Market Making 標的股票篩選範圍與標的股票在退場機制內發展狀況之整合規劃，其項目之一係在退場機制第一階段經認定為 Administrative Issue 者，不納入 Market Making 標的股票篩選範圍；另例如 Market Making 標的股票篩選標準與退場機制流動性門檻之整合規劃，其中退場機制之流動性嚴重不足基準之一係設定在月平均成交量 20,000 股，而 Market Making 標的股票篩選標準之相關基準係設定在月平均成交量 1,000,000 股，後者是前者的 50 倍，其意旨係及早對低流動性股票標的進行 Market Making，以避免延誤時機，導致低流動性股票標的淪為退場機制標的股票。

韓國資本市場之交易制度係屬委託單驅動交易系統（Order-Driven System），為提升相關股票標的之流動性，而採行 Market Maker 制度，強化報價驅動（Quotation-Driven）功能後，對相關股票標的而言，可謂已採行委託單、報價混合驅動交易系統（Hybrid System）。至於我國資本市場現行交易制度採行盤中 5 秒鐘集合競價，直接採

中華民國一〇七年十二月十六日出版

行 Market Maker 制度之效能恐甚低，另未來於 2020 年 3 月採行盤中逐筆交易後，將屬標準型態之 Order-Driven System，屆時將較有利於採行 Market Maker 制度，此乃國內交易制度改革契機之考量。另一方面，流動性較佳之股票標的，該等上市公司之籌資能力通常較佳，故宜積極推動流動性提升機制，此乃國內資本市場長期發展之考量。總之，無論是考量未來交易制度改革契機，或是未來資本市場長期發展，我國資本市場均宜展開 Market Maker 制度之研議，而且是流動性提升機制與退場機制兩者之整合規劃、分階段先後推動。

~ 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。

中華民國一〇七年十二月十六日出版