

【專題一】

「放寬股市漲跌幅度及 擴大當沖範圍」措施之介紹

證交所
蔡佩雯（專員）

證券市場之活絡與整體經濟發展息息相關，2015年2月金融監督管理委員會（下稱金管會）推出證券市場揚升計畫，總計有八項策略，共十五項措施，內容涵蓋發行面、交易面、商品面及服務面之開放及提升，希望使證券市場更加蓬勃發展。

金管會規劃之揚升方案，期望創造透明、公正、效率的資本市場，與世界接軌，活絡我國之證券市場，其中最受矚目的莫過於放寬股市漲跌幅度及擴大當沖標的範圍，漲跌幅度自1989年以來即維持7%逾25年，此次放寬自然備受市場關注。而現股當日沖銷則自2014年開放以來，成交值逐漸成長，對整體市場流動性有不小助益，放寬現股當日沖銷標的亦為投資人、證券商之高度期待項目。證券交易所於金管會宣布啟動證券市場揚升計畫後，積極配合研議規劃實施細節，本文即針對放寬漲跌幅度、擴大現股當日沖銷交易標的之進行內容介紹與效益說明。

壹、放寬漲跌幅度

一、背景說明

集中交易市場自1962年正式開業，草創期投資人少有參與市場交易經驗，為保護投資人免因股價劇烈波動而遭受鉅額損失，漲跌幅度初始訂定為5%。爾後雖曾因股價

波動過大、石油危機、中美斷交及全球股市崩盤而暫將漲跌幅縮小，但其餘期間漲跌幅一直維持 5%。1989 年 10 月 11 日起為順應投資人及輿情要求，漲跌幅始由 5% 調整為 7%，漲跌幅度放寬後也曾因天然災害及國內外政經因素，為維護市場穩定多次將跌幅由 7% 暫時縮小為 3.5%，以維持市場穩定，時至今日市場參與者越趨成熟，上市交易商品日益多元，亦已不受限於單一漲跌幅度，如權證係依其標的證券之漲跌停價格計算權證之漲跌幅，初次上市普通股首五日、境外指數型受益憑證及外國企業來台以股票（非存託憑證）第二上市者，均無漲跌幅度限制，投資人已有逐步買賣漲跌幅度較寬商品之機會；此外，拜當今科技發達及市場不斷自由化及國際化之賜，投資人交易標的早已擺脫國籍疆界束縛，可自行赴國外投資或透過國內券商複委託買賣漲跌幅度較寬之外國證券。於全球資金得以自由流通之狀態下，為尊重市場、與國際制度接軌，金管會宣布自 2015 年 6 月 1 日起，將漲跌幅度由 7% 放寬為 10%，2015 年 5 月 4 日起信用交易整戶擔保維持率 120% 提高至 130%。

二、方案內容

交易機制中，由於許多參數係根據當時 7% 漲跌幅度設計，放寬漲跌幅度至 10% 後，除普通交易時段股票漲跌幅度放寬為 10% 外，其餘商品及交易方式亦須同步調整，因此將相關措施區分為適度調整漲跌幅度連動項目、強化風險控管項目及維持市場穩定項目三大類。

類別	項目
適度調整漲跌幅度連動項目	1. 所有商品漲跌幅度同步調整。 <ul style="list-style-type: none"> (1) 第一上市外國股票、證券投資信託封閉式基金受益憑證、受益證券、存託憑證（TDR）、轉換公司債暨債券換股權利證書、國內成分證券指數股票型基金受益憑證（ETF）、國內槓桿反向 ETF 及附認股權有價證券漲跌幅度等商品，由 7% 調整為 10%。 (2) 認購售權證之漲跌幅度依標的證券計算，標的證券漲跌幅度由 7% 調整為 10%，認購售權證漲跌幅度亦同步調整。 (3) 無漲跌幅度之商品，如外國股票第二上市、新上市普通股首五日、國外成分證券指數股票型基金受益憑證（ETF）、境外指數股票型基金受益憑證（ETF）、指數股票型期貨信託基金受益憑證（ETF）及國外槓桿反向 ETF 維持無漲跌幅度。 2. 零股交易、鉅額交易漲跌幅度由 7% 調為 10%。 3. 證券金融事業標購價格上限由 7%~15% 調高為 10%~20%。

類別	項目
強化風險控管項目	<ol style="list-style-type: none"> 1. 證券商交割借券擔保金由 114% 調高為 120%。 2. 信用交易整戶擔保維持率由 120% 提高至 130%，為使投資人及早適應，提前 1 個月先行調整，本項自 2015 年 5 月 4 日實施。 3. 證券商及證券金融事業辦理有價證券借貸原始擔保比率及擔保維持率，一般投資人維持 140% 及 120%，專業機構投資人客戶則與證券商另行議定，可不受該等比率限制。 4. T+5 型有價證券借貸款項業務之擔保價值維持率，由 100%~125% 調整為 100%~130%。 5. 半年型有價證券借貸款項業務之擔保價值維持率由 120% 提高至 130%。
維持市場穩定項目	<ol style="list-style-type: none"> 1. 瞬間價格穩定措施執行標準維持 3.5%。 2. 暫緩收盤標準維持 3.5%，另自 2015 年 6 月 29 日起實施之開收盤前資訊揭露措施之暫緩開盤標準亦為 3.5%。 3. 拍賣、一般標購底價範圍維持為 15%。 4. 證券金融事業標借擔保金為得標證券金額之 120% 維持不變。 5. 證券交易所借券系統擔保維持率為 120% 維持不變。 6. 信用交易標借單價上限維持 7% 不變、議借單價上限維持為 10% 不變。 7. 應付當日沖銷券差借券費率維持 7% 不變。 8. 證券商交割借券擔保金最低維持率維持 107% 不變；出借費率自訂上限維持 7% 不變。

三、實施效益

(一) 漲跌幅度之規範，逐步與國際接軌

綜觀歐美主要市場多無漲跌幅度限制，馬來西亞、泰國、上海等新興市場之漲跌幅度亦達 10%~30%，其中泰國自然人比重達 50% 以上，上海交易所更高達 8 成以上均為自然人，韓國原漲跌幅度為 15%，亦於 2015 年 6 月份放寬為 30%。原臺灣市場 7% 漲跌幅度為主要市場中最窄，漲跌幅度之放寬可逐步與國際接軌。

(二) 促使市場波動性更趨穩定

文獻研究顯示，漲跌幅度限制未必能降低市場波動性，卻可能降低市場效率性及流動性。臺灣漲跌幅度限制原 7% 於亞洲國家中屬相對緊縮，但波動性於亞洲國家中相對較高，因此較窄的漲跌幅度限制不代表能降低市場波動性，相對而言，放寬漲跌幅度限制，也不意謂增加股市波動性。目前市場交易機制已趨於健全，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，獲利可期時，投資人不必然等到 10% 漲跌停板，即會反向賣出或買進，使得整體市場波動性維持穩定。

若觀察 1987 年著名的美國黑色星期一事件，各主要市場如香港、美國、日本、英國及韓國等，由於其漲跌幅度均較我國為高，多僅下跌 1 日便可即時反應股價價值，至第 2 日起回穩，反觀我國市場當時漲跌幅度僅 5%，導致連續下跌長達 5 日，其累計下跌幅度甚較其於主要市場為高，故漲跌幅度之限制，實未必能達降低市場波動性之效。

另 2001 年 911 恐怖攻擊事件顯示，9 月 12 日除韓國下跌 13.64% 最高外，其他主要市場如香港下跌 8.87%、日本下跌 6.63%、新加坡下跌 5.63%，臺灣股市則因 911 事件休市一天，9 月 13 日開盤亦下跌 5.37%，顯見各主要市場雖漲跌幅較我國為寬，甚無漲跌幅度，惟其下跌幅度仍介於 0.6% 至 8.87%，並未因漲跌幅度較寬即導致市場指數大幅度下跌。而各主要市場亦因漲跌幅度較寬，其下跌日數多一日即回穩，反觀臺灣市場則因漲跌幅度較低，連跌多日。

另觀察 2008 年金融海嘯，該段期間連跌 3 日之個股，若當時漲跌幅度為 10%，臺灣 50 成分股可於第 2 日即完全反應其價值，中型 100 成分股及其餘股票則高達 9 成可於第 2 日完全反應價值，過窄之漲跌幅度限制僅遞延其反應時間，使股價達漲跌停板後，無法於當日完全反應利多或利空消息，須待隔日後始能續漲或續跌，股價價格發現效果遲延，傷害市場效率性，且未必能達防止股價下跌之效果，並影響市場流動性。

（三）降低追漲殺跌之可能性

另依研究顯示，投資人易有追漲殺跌之習性，限制漲跌幅度反可能增加追漲殺跌之磁吸效果，即漲停板發生前，投資人更易於以比上一筆最佳買價高的委託價買；跌停板發生前更易於以比上一筆最佳賣價低的委託價賣出，因此當股價越接近漲跌幅限制時，股票價格會以越快的速度逼近漲跌停板。因此若漲跌幅度限制較窄，觸碰漲跌停板之機率較大，容易增加散戶追漲殺跌之機率，造成損失。若漲跌幅度限制放寬，觸碰漲跌停板機率下降，散戶追漲殺跌之機率反而可能降低。

（四）小結

漲跌幅度限制提高為 10%，可加速股價反應，增加市場效率性，為尊重市場、回歸市場，以利接軌國際之機制。

貳、放寬現股當日沖銷交易標的

一、背景說明

以往僅得為信用交易之有價證券，才能從事資券互抵沖銷交易，投資人如以一般方式買入股票後，最快需等隔日才能賣出，當市場行情走勢不確定性升高時，投資人可能選擇退場觀望不進行交易，造成市場成交量萎縮，並增加投資人持有風險。且信用交易僅國內自然人及法人得以使用，三大法人含自營商、投信及外資，無法以信用交易進行資券互抵當沖。

二、方案內容

為提高市場流動性及降低投資人隔夜風險，集中交易市場自 2014 年 1 月 6 日起開放投資人得從事先買後賣當日沖銷交易，由於實施成效良好，6 月 30 日起再進一步開放得從事先賣後買當日沖銷交易。有價證券當日沖銷交易，係指投資人與證券經紀商約定就其同一受託買賣帳戶於同一營業日，對主管機關指定之上市（櫃）有價證券，委託現款買進與現券賣出同種類有價證券成交後，就同種類有價證券相同數量部分相抵之普通交割買賣，按買賣沖銷後差價辦理款項交割。投資人可於普通交易時段（9 點至 13 點 30 分）先買進後賣出或先賣出後買進同種類、數量之有價證券進行當日沖銷交易，或可於普通交易時段買進後，於盤後定價交易時段賣出，或於普通交易時段賣出後，於盤後定價交易時段買進，進行當日沖銷交易。

另考量現股當日沖銷交易具一定風險性，故開放具一定交易經驗之投資人從事當日沖銷交易，投資人應符合下列條件：

- （一）開立受託買賣帳戶滿三個月且最近一年內委託買賣成交達十筆（含）以上，但已開立信用交易帳戶者、專業機構投資人、證券投資信託事業所經理之私募證券投資信託基金及證券投資信託事業或證券投資顧問事業、證券經紀商兼營證券投資顧問事業、期貨經理事業等所經理之全權委託投資帳戶不在此限。委託人亦得採足以確認委託人為本人及其意思表示之通信或電子化方式向證券商申請。
- （二）投資人應事先與證券經紀商簽訂概括授權同意書，約定委託現款買進與現券賣出同種類有價證券成交後，就相同數量部分相抵之普通交割買賣，按買賣沖銷後差價辦理款項交割。除專業機構投資人外，並應簽訂風險預告書，證券經紀商始得接受其當日沖銷交易委託。

開放初期投資人僅得就臺灣 50 指數成分股、中型 100 指數成分股及富櫃 50 指數成分股等 200 檔個股，進行當沖。而自 2015 年 6 月 1 日起新增當日沖銷交易標的，考

量個股流動性等因素，目前得當日沖銷交易之標的已放寬如下，證券交易所並每日於網頁公告隔日可當日沖銷交易標的並傳送證券商：

- (一) 證券交易所「臺灣 50 指數」成分股股票、「臺灣中型 100 指數」成分股股票及證券櫃檯買賣中心「富櫃五十指數」成分股股票。
- (二) 認購(售)權證標的股票：得為發行認購(售)權證標的(含獎勵 A 級發行人可發行標的)，並經證券交易所或證券櫃檯買賣中心公告之股票。
- (三) ETF：證券投資信託事業發行之指數股票型證券投資信託基金受益憑證、期貨信託事業發行之指數股票型期貨信託基金受益憑證及境外基金管理機構或其指定機構依境外基金管理辦法規定在國內募集及銷售之境外指數股票型基金受益憑證、基金股份或投資單位，並於上市當日納入當日沖銷交易標的。
- (四) 經證券交易所或證券櫃檯買賣中心公告為變更交易方法或處置者，不得列入。

三、實施效益

現股當沖自實施迄今約 2 年，制度剛實施時，投資人尚不熟悉此交易制度，因此交易戶數較少，實施一段時間後，參與人數逐漸增加。觀察整體當日沖銷交易實施成效，2014 年 6 月 30 日起開放雙向當日沖銷，2015 年 6 月 1 日起將標的由 200 檔增加至超過 400 檔證券，當沖累積開戶數逐漸增加，2014 年 7 月當沖累積開戶數為 530,537 戶，2015 年 10 月已增加至 832,242 戶，平均每日當沖戶數則由 6,586 戶逐漸增加至 13,372 戶(表一)。

另觀察日平均當沖買賣金額，結果顯示，2014 年全年度平均當沖約占大盤 3.67%~3.68%，2015 年 6 月放寬標的後，明顯增加，最高峰為 2015 年 9 月已占 11.57%~11.59%(表二)。

表一：當沖累積開戶數及平均每日當沖戶數

	當沖累積開戶數	平均每日當沖戶數
2014/7 月	530,537	6,586
/8 月	554,259	6,401
/9 月	574,647	5,220
/10 月	594,724	6,740

	當沖累積開戶數	平均每日當沖戶數
/11月	610,549	6,761
/12月	632,743	6,103
2015/1月	652,075	6,463
/2月	662,978	5,170
/3月	682,903	5,209
/4月	703,434	5,939
/5月	720,827	6,398
/6月	744,299	11,560
/7月	767,292	13,675
/8月	789,891	17,074
/9月	811,156	17,402
/10月	832,242	13,372

表二：日平均當沖買賣金額（億元）

年	日平均當沖買進成交金額 (占大盤比率)		日平均當沖賣出成交金額 (占大盤比率)	
	2014年	34.34	3.67%	34.36
2015/1月	43.04	4.52%	43.08	4.53%
/2月	34.49	4.11%	34.56	4.12%
/3月	34.46	3.48%	34.49	3.49%
/4月	42.11	3.90%	42.17	3.91%
/5月	40.63	4.21%	40.70	4.21%
/6月	68.58	7.23%	68.66	7.23%
/7月	81.18	8.81%	81.29	8.82%
/8月	102.85	10.64%	103.08	10.67%
/9月	95.86	11.57%	95.98	11.59%
/10月	80.76	9.10%	80.85	9.11%

而 2015 年 8 月起現股當沖之比重占市場超過 10%，至 9 月份更達高峰，除顯見開放現股當日沖銷確實提供投資人避險管道，並明顯帶動整體市場流動性，尚包含以下幾項因素：

(一) 放寬現股當日沖銷交易標的，投資人偏好 ETF、當沖新增之權證標的，使得當沖成交值明顯增加：

集中市場由原臺灣 50、中型 100 指數成分股共 150 檔，增加權證標的股票及 ETF，104 年 9 月可當沖標的約 274 檔，可當沖標的增加使得當沖成交值增加。

以 2015 年 9 月底觀察(表三)，臺灣 50、中型 100 指數成分股交易成交值約占大盤比重 54.24%、ETF 占 6.03%、權證標的股票占 9.62%、其他股票為 30.11%；若排除其他股票，即投資人僅得交易可當沖標的情形下，其交易比重分配，臺灣 50、中型 100 指數成分股交易成交值約占整體成交值之 77.61%、ETF 占 8.63%、權證標的股票占 13.76%。

再觀察實際當沖成交值顯示，臺灣 50、中型 100 指數成分股當沖成交值約占整體當沖成交值 73.91%，ETF 占 10.97%，權證標的股票占 15.12%，對照上述一般交易比重，投資人較偏好此次新開放之 ETF 及當沖權證標的股票，因此放寬標的後，當沖成交值比重增加。

表三：2015 年 9 月底各類證券一般交易及當沖比

	臺灣 50 及 中型 100 指 數成分股	ETF	權證標的 股票	其他股票
成交值占大盤比重	54.24%	6.03%	9.62%	30.11%
成交值占可當沖標的成交值比重	77.61%	8.63%	13.76%	-
當沖交易成交值占整體當沖比重	73.91%	10.97%	15.12%	-

(二) 2015 年 8、9 月份大盤受國際影響走勢不明確，投資人使用當沖以避免隔日風險：

現股當沖之開放原即為提供投資人避險工具，當行情走勢不確定時，投資人可提早沖銷，避免隔日風險，或可提早實現獲利，增加投資人進場之意願，避免於市場走勢不明確時，降低投資人交易意願。

觀察近期大盤走勢，8、9 月部分交易日震盪較劇，例如 8 月 24 日美股崩跌震盪，台股盤中亦波動較劇，自然使得投資人更欲於當日將風險沖銷，避免隔日風險，進而增加使用當日沖銷誘因，當日沖銷交易比重因而明顯增加。

(三) 實施暫停平盤以下放空期間，影響投資人資券互抵之使用，部分轉從事現股當沖

2015年8月24日至9月18日曾因股市走勢不甚穩定而實施暫停平盤以下放空，以8月份當沖成交比重觀察，8月24日起現股當沖比重明顯增加，平均當沖交易戶數更大增6成以上，其主要原因應為8月24日起暫停平盤以下放空，但8月24日受美股影響，大盤開盤便下挫，由於多數個股之股價盤中均在平盤下，原欲從事資券互抵投資人，若融資買進後，便無法融券賣出以從事資券互抵，因此多數投資人轉而從事現股當沖，8月24日至28日資券互抵成交值占市場比重下降至3.35%，同時現股當沖成交值則增加，顯示部分原從事資券互抵交易之投資人轉移至現股當沖，致現股當沖比重增加。現股當沖原即為提供投資人避險，於此時明顯發揮作用。

四、小結

現股當沖之開放原即為提供投資人避險工具，避免隔日風險。自2014年開放當日沖銷以來，當沖成交值占大盤比重便逐步增加，由2014年平均3.67%至近期之超過10%，顯示當沖機制已廣受投資人使用，且近期市場走勢不明朗，投資人更可使用當沖以規避風險，避免投資人怯不進場，致市場流動性受阻。因此當日沖銷交易明顯增加整體市場流動性，更可帶動非當沖投資人交易，對活絡整體市場具一定貢獻。

而以國外市場觀察，雖國外並未統計公布當日沖銷交易資訊，惟因歐美高頻交易者興起，高頻交易除速度快、頻繁改單外，並具當日平倉特色，以規避隔夜風險，因此若觀察高頻交易者占市場之比重，美國2014年約占市場49%、歐洲2012年約占39%、日本高頻交易2013年約占45%、澳洲占27%、香港占20%，此統計尚不包含非高頻交易者之當日沖銷交易，顯示已開發市場均有一定比例之當沖者存在。

另市場中原即存在長期投資、避險與套利交易者，各類交易者均有其市場角色，除增加流動性外，亦可落實價格發現功能。其中避險、套利僅一線之隔，避險者「不願意承擔價格變動風險」，套利者則是「買進價值低估的商品，賣出價值高估的商品」，以當日沖銷交易投資人為例，投資人可能是不願承擔隔日風險之避險者、亦可能是當股價一時不平衡於價格較高時賣出、待價格較低時買入之套利者，無論當沖交易投資人屬何種角色，對市場流動性、價格發現功能均具一定存在意義。

參、結論

證券市場揚升計畫期藉由多方面之開放與提升並結合各界力量，共同創造透明、公正、效率的資本市場，與世界接軌，活絡我國之證券市場。相信在金管會之領導下，將可營造更有效率之市場，並吸引國內外更多投資人參與市場，以提升市場流動性及國際競爭力，達到流通證券、活絡經濟之願景。

而上開計畫中最受矚目的放寬漲跌幅度，自 7% 放寬至 10% 並同步調整相關機制，以使市場發揮應有之價格發現功能，避免股價於過窄的漲跌停版區間而無法真實反映其價值。另開放現股當日沖銷標的，則於 2015 年 8、9 月受國際股市影響，台股震盪較劇時，明顯發揮功效，提供投資人避險工具，並促進整體市場流動性。

～ 價購股東會委託書是違法行為 ～

以現金或其他利益價購股東會委託書，屬於違法行為！如發現違法取得及使用委託書，可檢附具體事證向集保結算所檢舉，經查證屬實者，最高給予檢舉獎金五萬元，檢舉電話：(02) 2547-3733