【專題一】

我國證券交易市場開（收）盤資訊揭露的未來發展方向

鄭曜昌（證期局專員）

林啟忠（證期局專員）

壹、前言

目前我國證券集中交易市場交易時間為上午 9：00 至下午 1：30 分，開盤自交易時間開始前 30 分鐘（上午 8：30 分）起接受委託，至上午 9：00 撮合，累積 30 分鐘之買賣委託，其委託之優先順序係依電腦隨機排列方式決定，此段開盤前期間僅接受委託，不撮合亦不揭露任何價量資訊。

至於收盤於 91 年 7 月 1 日改採 5 分鐘集合競價，自下午 1：25 分起至 1：30 分接受委託並採集合競價，惟最後 5 分鐘的接受委託期間，並不揭露任何資訊，至下午 1：30 分集合競價成交後，始揭露撮合後之收盤成交價量及最佳 5 檔買賣價量等資訊[1]。然而，前述收盤的集合競價機制雖可匯集更多量的買賣委託，共同決定較具公正、代表性之收盤價格，惟因最後 5 分鐘並未揭露任何買賣價量資訊，導致最後收盤價可能與前一盤差距過大而為人詬病。為改善此一缺點並使交易資訊透明化，於 101 年 2 月 20 日起，於收盤前 5 分鐘揭露模擬撮合後最佳 1 檔買賣價（詳後

[1] 揭露最佳 5 檔買賣價量資訊部分，因臺灣證交所交易系統需規劃、設計至測試上線，資訊公司尚需進行用戶端線路更換或升級，爰 91 年 7 月 1 日先行實施揭露最佳 1 檔買賣價量，並於 6 個月後（92 年 1 月 2 日）再實施揭露最佳 5 檔買賣價量。

述）。

臺灣股市投資人交易結構，個人投資者占全體股市的交易比重較高，由於散戶較有可能發生追價、殺價等從眾行為，若驟然比照國外揭露制度，完全公開開（收）盤委託資訊，是否有利於價格形成的合理性、降低價格波動度，尚待釐清。因此，臺灣證券交易所（以下簡稱臺灣證交所）規劃揭露開（收）盤資訊制度時，採取循序漸進方式，逐步推動。經臺灣證交所蒐集國外主要市場制度運作，並考量臺灣股市結構的特性，決定先行推動收盤資訊揭露，並俟適當時機續行推動揭露開盤資訊[2]。

金管會爰督導臺灣證交所於 101 年 2 月 20 日起，實施收盤前 5 分鐘（下午 1：25 分起）約每 20 秒揭露模擬撮合後最佳 1 檔買賣價（於 102 年 7 月 1 日起，配合盤中集合競價撮合循環秒數調整，由每 20 秒揭露模擬撮合後最佳 1 檔買賣價，縮短為每 15 秒揭露 1 次），並經過觀察半年實施情況後，臺灣證交所發現前述收盤部分資訊揭露的施行成效頗佳，且中華民國證券商業同業公會亦建議進一步揭露開盤相關資訊。因此，金管會督導臺灣證交所參考國外制度續行規劃。

本文主要分為五大部分。首先介紹我國股市開（收）盤資訊揭露的緣由，其次，介紹國外主要證券交易市場開（收）盤資訊揭露方式，第三部分則闡述我國目前實施情形與成效，第四部分說明未來制度的推動方向，最後為結論，以利讀者明白其始末。

貳、國外主要證券交易市場開（收）盤資訊揭露方式：

全球各主要交易所採行集合競價開盤或收盤者，多於開（收）盤採取集合競價接受委託時段，揭露「模擬撮合之參考價格」供投資人作為下單決策參考，如：NYSE Arca、新加坡、德國、韓國、澳洲及東京交易所，於開（收）盤接受委託期間均揭露參考價格及參考成交量；另香港因僅開盤採集合競價，於開盤接受委託期間亦揭露參考價格及參考成交量，EURONEXT、倫敦及馬來西亞交易所則僅揭露參考價格而未揭露參考成交量。另為防止有心人士混淆資訊，NYSE Arca、新加坡及香港交易所均採行於撮合前一段時間不得取消及更改委託之配套措施，EURONEXT、倫敦、德國、韓國及澳洲交易所，則採取隨機開（收）盤之配套措施。經蒐集相關實證文獻及各交易所之實行經驗結果顯示，交易前透明度（

[2] 由於臺灣現行開盤前委託係採取隨機排列方式決定優先順序，投資人無須為取得時間優先順序而於盤前接受委託期間之始即下單買賣，恐將使得模擬試算之價格參考性降低，故臺灣證交所建議由收盤資訊揭露先行實施，以符國際趨勢。

transparency）增加，將可使得資訊不對稱（symmetry）情形下降，增加資訊效率性（efficiency），定價效率及成交量略提升，買賣價差減少且波動度（volatility）降低。

為利讀者瞭解，茲就前述交易所開（收）盤資訊揭露方式，大略說明如下[3]：

一、NYSE Arca

NYSE Arca 開（收）盤均採集合競價方式，且揭露參考價格及參考成交量，並揭露未撮合成交之剩餘量。

開盤自上午 4：00 至 9：30 分接受委託，9：30 分撮合，9：29 分起至 9：30 分，可輸入與模擬試算未撮合成交之剩餘買（賣）方反方向委託，但不得取消或更改委託。收盤委託自上午 9：30 分至下午 4：00 均可輸入，下午 3：00 起公告模擬未撮合成交之剩餘買賣資訊，下午 4：00 撮合，3：59 分起至 4：00 可輸入與模擬試算未撮合成交之剩餘買（賣）方反方向委託，但不得取消或更改委託。

二、新加坡

新加坡交易所開（收）盤均採集合競價方式，且揭露參考價格及參考成交量，並揭露全部買賣委託之價量資訊。

開盤自上午 8：30 分起至 8：59 分為接受委託時段，9：00 撮合，8：59 分至 9：00 不得輸入、取消或更改委託。收盤自下午 5：00 至 5：05 分為接受委託時段，5：06 分撮合，5：05 分至 5：06 分同樣為不得輸入、取消或更改委託時段。

三、Euronext

Euronext 交易所開（收）盤均採集合競價方式，僅揭露參考價格，未揭露參考成交量及未撮合成交之剩餘量。

開盤自上午 7：15 分至 9：00 為接受委託時段，9：00 撮合，並於 9：00 至 9：02 分隨機開盤。收盤則自下午 5：30 分起至 5：35 分為接受委託時段，5：35 分左右採隨機收盤。

四、倫敦

倫敦交易所開（收）盤均採集合競價方式，投資人若為 Level 2 的資訊使用者

[3] 本章相關內容，可參考蔡佩雯（2010），"我國證券集中交易市場開盤及收盤資訊揭露之規劃建議"，證交資料，第 576 期，頁 8-20。

（透過證券商或資訊公司購買），則於接受委託期間，均可得知參考價格及全部買賣委託之價量資訊，但未揭露參考成交量。

開盤自上午 7：50 分至 8：00 為接受委託時段，8：00 撮合，並設有 30 秒隨機開盤。收盤自下午 4：30 分至 4：35 分為接受委託時段，4：35 分撮合，並設有 30 秒隨機收盤。

五、德國

德國交易所開（收）盤均採集合競價方式，且揭露參考價格及參考成交量，並揭露未撮合成交之剩餘量。

開盤自 8：50 分至 9：00 為接受委託時段，可輸入、更改或刪除委託，9：00 起，採 30 秒隨機開盤。收盤則自下午 5：30 分至 5：35 分為接受委託時段，5：35 分起，採 30 秒隨機收盤。

六、韓國

韓國交易所開（收）盤均採集合競價方式，且揭露參考價格及參考成交量，並揭露 3 檔最佳買賣報價資訊。

開盤自 8：00 至 9：00 為接受委託時段，自 8：10 分即時揭露上述參考價量資訊，9：00 撮合。收盤則自下午 2：50 分至 3：00 為接受委託時段，並於 3：00 撮合。

值得一提的是，韓國交易所建立隨機開（收）盤制度（自 2004 年 1 月 26 日起實施）。若開（收）盤價格與前 5 分鐘之參考價格相距超過 5%，則延長 5 分鐘隨機開（收）盤，開盤於 9：00 至 9：05 分隨機開盤，收盤則下午 3：00 至 3：05 分隨機收盤。而自 2006 年起，KOSPI 市場更將隨機開（收）盤之標準縮小，當開（收）盤價格與前 5 分鐘之參考價格相距超過 1%，則延長 5 分鐘隨機開（收）盤。

七、澳洲

澳洲交易所開（收）盤均採集合競價方式，且揭露參考價格及參考成交量，並揭露全部買賣委託之價量資訊。

開盤上午 7：00 至 10：00 為接受委託時段，10：00 至 10：01 分隨機開盤。收盤自下午 4：00 至 4：10 分為接受委託時段，4：10 分至 4：12 分隨機收盤。

八、東京

東京交易所開（收）盤均採集合競價方式，且揭露參考價格及參考成交量，並揭露 8 檔最佳買賣報價資訊。

開盤於 8：00 至 9：00 為接受委託時段，9：00 撮合，收盤則於下午 3：00 撮合。

九、馬來西亞

馬來西亞交易所開（收）盤均採集合競價方式，且於接受委託期間，揭露參考價格及全部買賣委託之價量資訊，但未揭露參考成交量。

開盤於上午 8：30 分至 9：00 為接受委託時段，9：00 撮合，收盤則自下午 4：45 分至 4：50 為接受委託時段，4：50 分撮合。

十、香港

香港交易所開盤採集合競價方式，收盤則採逐筆交易方式，於接受委託期間，揭露參考價格及參考成交量，並揭露 10 檔最佳買賣報價資訊。

開盤於上午 9：00 分起至 9：20 分為接受委託時段，其中 9：15 分至 9：20 分不得取消或更改委託，且只能輸入競價盤(未指定價格之委託，類似市價單)，9：20 分至 9：28 分依據最後的參考價格及參考成交量撮合，未成交之限價委託且其價格不超過成交價 9 倍以上者，將轉至 10：00 後之交易時段。

參、目前臺灣股市收盤資訊揭露內容與實施成效：

一、臺灣股市收盤資訊揭露內容：

考量臺灣散戶投資者的交易習性，臺灣證交所就前述國外揭露制度內容，予以調整，其中以「防止股價操弄之配套措施」最為至要，畢竟「收盤價格」的合理性直接影響金融商品的「每日部位損益」（Daily Profits and Losses）、會計入帳的金額，甚至影響金融監理的法定比率的計算。依前述國外資訊揭露的配套措施，可歸納為「開（收）盤前一段時間不得取消、更改委託」、「隨機開（收）盤」及「暫緩開（收）盤」等三類，其中以「暫緩開（收）盤」方式，較能符合臺灣散戶的交易習性[4]，茲就目前臺灣股市收盤資訊揭露內容，略述如下：

[4] 現行盤中交易並未禁止取消或更改委託，若於收盤前 5 分鐘，禁止投資人取消或更改委託，顯然與盤中交易習慣未符，容易引發證券商與投資人間之買賣糾紛；另外，若採隨機收盤措施，則容易使每檔股票收盤時間不定，恐造成投資人來不及下單，或證券商來不及接單之困擾，亦未符合多數散戶投資人的交易習慣。因此，前述二種方式，皆未採納。

（一）資訊揭露方式：

自 101 年 2 月 20 日起，收盤前 5 分鐘（13：25 起）約每 20 秒揭露模擬撮合後最佳 1 檔買賣價（自 102 年 7 月 1 日起，縮短為每 15 秒揭露模擬撮合後最佳 1 檔買賣價）。

（二）配套措施－暫緩收盤：

若個股收盤前 1 分鐘（13：29） 任一次模擬撮合價漲跌超逾前一次模擬撮合成交價格 3.5%時（如無前一次模擬撮合成交價，則以最近一次成交價為準，如仍無最近一次成交價，則以開盤競價基準為準），該證券 13：30 不進行收盤撮合，於 13：31 起暫緩 2 分鐘收盤，該 2 分鐘內接受新增、取消或更改委託，至 13：33 停止接受委託並收盤，該段時間內持續揭露模擬撮合後最高 1 檔買進價格及最低 1 檔賣出價格資訊。

二、收盤前資訊揭露實施成效：

（一）資訊揭露部分：

經臺灣證交所比較收盤前資訊揭露實施前 3 個月（100 年 11 月起至 101 年 2 月 17 日）及實施後 3 個月（101 年 2 月 20 日起至 101 年 5 月 31 日）之收盤前 5 分鐘委託及成交概況，結果顯示實施收盤前資訊揭露後， 13：25 起投資人新增委託筆數占全日新增委託筆數比率較未實施前增加，取消筆數比率及改量筆數比率亦增加。另觀察收盤成交情形，顯示實施收盤前資訊揭露後，收盤成交金額占全日總成交金額之比率較未實施前增加，惟收盤成交金額占未成交買賣委託金額之比率則無明顯變化，推測主因為收盤成交金額雖增加，而分母新增委託數亦增加所致。

前述結果顯示實施收盤前資訊揭露後，提供買賣資訊增加投資人委託之資訊來源，進而增加投資人於收盤時段委託之意願，而提供投資人買賣價參考資訊後，確可增加收盤時段之成交機會。

而觀察收盤價與 13：25 前最後一次成交價，結果顯示，未實施收盤資訊揭露前，收盤價與 13：25 前最後一次成交價之波動度約介於 1.69%至 2.99%間，而實施收盤前資訊揭露後，未達暫緩收盤個股之波動比率下降至 1.5%至 1.64%間，該項比率之下降顯示實施收盤前資訊揭露後，確可提供投資人於收盤時段買賣下單價格之參考，進而降低收盤價與 13：25 前最後一筆成交價波動之情形。

（二）暫緩收盤部分：

經臺灣證交所統計達暫緩收盤之個股多為價格相對較低及較冷門之個股，每日

達暫緩收盤標準之個股平均約介於 2.67 至 6.45 檔間。而觀察 13：29 起達暫緩收盤標準之模擬撮合成交價較前一次模擬撮合價格之波動比率約介於 5.65%至 6.36%間，顯示該類個股確實波動較劇烈，而自 13：31 起增加 2 分鐘時間予投資人調整委託後，至 13：33 實際收盤之價格與 13：25 前最後一次實際成交價相較，波動降低至 0.62%至 2.03%間，顯見資訊揭露後，給予波動較大個股額外 2 分鐘調整委託時間，確可降低原收盤前波動較劇之個股，其收盤價與 13：25 前最後一筆成交價差距較大之疑慮。

肆、開盤及收盤資訊揭露全面規劃

鑒於 101 年 2 月 20 日起實施收盤前 5 分鐘每 20 秒揭露模擬撮合後最佳 1 檔買賣價後，委託價格偏離收盤價程度遞減，顯見資訊揭露可改善投資人對收盤價之預測，另暫緩收盤之配套措施則有助於股票波動回歸正常收盤水準，實施成效頗佳。為提高交易資訊透明度並提供更多訊息予投資人參考，爰進一步規劃推動增加開盤資訊揭露及調整收盤資訊揭露範圍，規劃內容如下：

一、揭露時間：

目前臺灣股市於開盤前並未揭露委託參考資訊，經參考紐約、倫敦、東京、香港、韓國等國外主要交易所，均於開盤前初始接收委託之時點，即開始揭露參考訊息，故規劃開盤前資訊揭露自 8：30 分起即揭露，收盤維持現行做法自 13：25 起揭露。

二、揭露範圍：

國外主要交易所，有揭露委託簿使投資人可得知全部委託之價量資訊者，有揭露部分最佳買賣報價者，亦有揭露未成交之剩餘數量者。為使開、收盤揭露範圍與盤中一致，故規劃揭露範圍為模擬成交價量及最佳 5 檔買賣價量。

三、開盤撮合成交順序：

94 年起新股上市首 5 日已改採無漲跌幅限制，故新股上市時委託過度集中情形已趨緩。考量未來開盤前若仍採隨機排列，恐使投資人因等待資訊，將委託時間延後至接近開盤時，致較早揭露之資訊參考價值降低，故同價格者由採隨機排列改採時間優先。

四、揭露頻率：

經蒐集國外主要交易所作法，係比照盤中撮合頻率，故現行收盤資訊揭露亦比

照盤中集合競價撮合循環數秒數，採 15 秒揭露 1 次模擬撮合後最佳 1 檔買賣價，未來將配合盤中縮短集合競價撮合循環秒數（臺灣證交所目前規劃於 103 年 2 月及 103 年下半年分別調整至 10 秒及 5 秒）同步調整揭露頻率。未來盤中若採逐筆交易，開（收）盤前揭露頻率亦將調整為逐筆更新。

五、暫緩個股開、收盤配套措施：

參考國外主要交易所之配套措施，有採一段時間不得取消委託者，如：NYSE Arca、新加坡、香港等；有採延後一段時間隨機開（收）盤者，如：倫敦、德國、韓國等。前於實施收盤前資訊揭露時，考量臺灣散戶的交易習性，採暫緩收盤之配套措施，經分析實施成效確有降低個股收盤價波動之效果，故規劃開盤前資訊揭露亦採相同之配套措施，即當個股開盤前最後 1 分鐘波動達 3.5%時，暫緩該個股 2 分鐘開盤，以降低波動性，並提供投資人於個股波動較大時，調整委託機會。

六、實施時程：

預計於 103 年下半年，盤中集合競價撮合循環秒數調整至 5 秒時一併調整實施。

伍、結論

交易資訊透明度之提升，為全球各主要交易所遵行之發展趨勢，金管會亦督導臺灣證交所及證券櫃檯買賣中心持續提升交易資訊透明度，由原本僅揭露委託價格（未提供委託數量訊息），自 91 年 7 月 1 日、92 年 1 月 2 日起，盤中開始提供個股最佳 1 檔及 5 檔委託買賣價量，101 年 2 月 20 日起，更增加收盤前 5 分鐘約每 20 秒揭露模擬撮合後最佳 1 檔買賣價，以逐步營造交易資訊公開化與公平化的交易環境。

經臺灣證交所比較收盤前資訊揭露實施前後 3 個月之交易情形，結果顯示，每 20 秒提供模擬撮合後最佳 1 檔買賣價之參考資訊後，投資人於收盤時段之新增委託筆數、取消筆數比率及改量筆數比率均增加，且委託價格偏離收盤價程度遞減，顯見資訊揭露確可改善投資人對收盤價之預測，進而降低收盤價與 13：25 前最後一筆成交價波動之情形。

鑒於收盤前資訊揭露實施後成效頗佳，臺灣證交所目前規劃於 103 年下半年調整收盤前資訊揭露範圍至揭露模擬撮合後最佳 5 檔買賣價量與盤中一致，並增加開盤前資訊揭露，以進一步提高交易資訊透明度，符合國際證券市場之發展趨勢並可達保障投資人之目標。

買賣有價證券應先至公開資訊觀測站（http://mops.twse.com.tw/）查詢公司財務業務資訊，以維權益。