

【實務新知】

興櫃股票交易制度之改革措施



詹淑貞 (證期局
科 長)

壹、前言

興櫃股票市場自 91 年元月 2 日起正式交易，並由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心）規劃建置，臺灣集中保管結算所（以下簡稱集保公司）負責興櫃股票之交割結算作業，其建置之最初目的係在消彌未上市（櫃）股票地下盤商，並提供投資大眾合法、安全、透明的未上市（櫃）股票交易管道，惟為進一步保障投資人權益，近年來行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）亦責成櫃買中心將健全興櫃股票市場發展及提升交易效率列為重點工作項目，為達此目標，興櫃股票交易制度已歷經多次修正，金管會對於興櫃股票市場之管理亦由最初之低度管裡逐步提昇至目前之適度管理方式。本次係因觀察最近興櫃股票股價與其上市或上櫃後之股票交易情形，經研析發現興櫃股票交易制度尚有可再提昇之處，爰就興櫃股票交易制度研提相關改善措施，以強化興櫃股票價格之參考性。

貳、目前興櫃股票之交易方式及特徵

一、興櫃股票之交易方式

按興櫃股票交易係由推薦證券商擔任興櫃股票之造市商，其應對興櫃股票買賣進行報價以主導交易進行（即報價驅動之交易方式），因此推薦證券商於興櫃股票交易中應擔負履行造市商之義務；目前興櫃股票之成交方式分為電腦議價點選系統或系統外於證券商營業處所議價交易，其主要交易方式大多以電腦議價點選系統成交居多，該電腦系統係由櫃買中心所建置，供推薦證券商、證券自營商及證券經紀商在其營業處所透過電腦連線申報買賣資料，並提供推薦證券商進行議價點選成交之電腦議價交易系統，其功能包括推薦證券商自行點選成交及電腦輔助自動點選成

交。目前櫃買中心就推薦證券商應負義務之規範為：

(一) 認購一定數量股份之義務

為利推薦證券商進行造市，不論原始推薦或中途加入之推薦證券商均應持有發行公司一定比例或數量之股份，其應持有之數額為：

1. 原始推薦

發行公司申請其股票登錄為櫃檯買賣者，應提出股份由其輔導推薦證券商（指與發行人簽有輔導契約之推薦證券商）認購，其應提出之股份，除因公股股權轉讓所需且經櫃買中心專案核准者外，應達該發行公司擬櫃檯買賣股份總數之 3% 以上且不得低於 50 萬股；擬櫃檯買賣股份總數之 3% 若逾 150 萬股者，則應提出 150 萬股以上由輔導推薦證券商認購。有關股份總數之 3% 或 150 萬股乃全體輔導推薦證券商應認購之股份，若有多家輔導推薦證券商參與推薦者，則各應認購 10 萬股以上。

2. 中途加入之推薦證券商

推薦證券商若非發行公司之輔導證券商，亦得於發行公司股票開始興櫃買賣屆滿一個月後，以書面向櫃買中心申請加入為該股票之推薦證券商，但應持有發行人之股份 3 萬股以上。

(二) 報價義務

興櫃股票市場係報價驅動之市場，因此推薦證券商必須先為報價以引導興櫃股票交易之進行，有關其報價義務之內涵為：

1. 雙向報價

推薦證券商原則上應就其推薦之興櫃股票負「雙向」報價之義務，即必須分別為「買進報價」及「賣出報價」。但雙向報價義務僅為報價義務之原則性規定，例外狀況時，推薦證券商可僅為單向（僅為買進或僅為賣出）報價。推薦證券商豁免雙向報價義務之情形包括推薦證券商所持有之興櫃股票數量達原始認股數量之 3 倍以上者，得不負「報買」義務，以避免持有過多部位造成資金負擔；另一種情況則係當推薦證券商所持有之興櫃股票不足 2,000 股者，得不負連續「報賣」義務，其目的在避免推薦證券商申報賣出且成交之後無法履行交割義務。

2. 連續報價

推薦證券商每筆報價之最低報價數量為 2,000 股，當此 2,000 股數量經成交或取消以致不足 1,000 股時，推薦證券商即應於 5 分鐘內重新報價，新報價之報價數量仍必須為 2,000 股以上。換言之，推薦證券商除具有豁免報價義務之情形外，於興櫃股票交易時間之內必須持續進行報價，同向報價（買進報價與下一次買進報價之間，或賣出報價與下一次賣出報價之間）之猶豫時間為 5 分鐘，此即推薦證券商

之連續報價義務。

3. 報價數量及價差

推薦證券商每筆報買或報賣之數量最低為 2,000 股以上，且其買進與賣出報價間之差距 (spread) 不得逾賣出報價之 5%。

4. 報價性質為確定之報價

推薦證券商使用興櫃股票電腦議價點選系統所為之報價一律為「確定報價」，因此推薦證券商應按其所報賣出 (或買進) 價格及數量對相對應之買方 (或賣方) 負成交義務。

(三) 成交義務

1. 到價成交義務

推薦證券商對於自己推薦之興櫃股票所為之報價，於委託申報價格「到價」時有應買應賣之義務。所謂「到價」即投資人申報之買進價格高於或等於推薦證券商申報賣出之價格，或投資人申報之賣出價格低於或等於推薦證券商買進申報之價格。推薦證券商對於到價之委託，應於相對應之買方 (或賣方) 輸入興櫃股票電腦議價點選系統時起 5 分鐘內進行點選成交，推薦證券商於到價之數量全部成交前，不得變更報價。證券自營商及證券經紀商之單筆買賣申報數量為 1,000 股或其整倍數而未逾 10,000 股，且非屬即時逐筆交割之申報者，於輸入系統超過 30 秒後推薦證券商仍未自行點選成交者，電腦系統之輔助成交功能將就其買賣申報與到價之推薦證券商報價依價格優先及時間優先原則進行自動點選成交。

2. 合理價差成交義務

因推薦證券商為興櫃股票市場買賣雙方之共同交易相對人，具有中介交易之功能，故當市場上對於同一檔興櫃股票分別有買進及賣出之委託或申報，且其間存在合理價差時，推薦證券商即應分別予以成交。亦即推薦證券商對於相對應之買方及賣方輸入興櫃股票電腦議價點選系統之委託申報價格差距，達推薦證券商自行訂定之興櫃股票議價買賣內部作業辦法之價差比率者，在其買進與賣出委託可對應成交之數量範圍內，應進行點選成交。但推薦證券商持有之興櫃股票不足 2,000 股者，不在此限。現行之實務上，推薦證券商均將合理價差訂為 3%。

二、興櫃股票交易之特徵

興櫃股票係藉由推薦證券商報價而驅動股票交易，此等交易明顯與上市 (櫃) 股票市場以委託單驅動之競價自動撮合機制不同；有關興櫃股票交易與上市 (櫃) 股票相較，其特徵可歸納如下：

(一) 交易雙方當事人之中，至少必有一方為推薦證券商

推薦證券商為興櫃股票之造市商，其基本任務在於對所負責造市之興櫃股票連續報出買價和賣價；並以自有資金及庫存，按其所報出之買價或賣價履行成交義務，興櫃股票市場交易機制亦明文規定買賣雙方當事人至少必有一方為該興櫃股票之推薦證券商，確實符合造市商市場之本質。

（二）推薦證券商應進行報價及對到價或有合理價差之委託單予以成交

推薦證券商除具有豁免報價義務之情形外，應於交易時間內就其所推薦之興櫃股票，持續透過興櫃股票電腦議價點選系統為買進及賣出之報價以供應買應賣，並應於市場買方（或賣方）輸入電腦議價系統之委託價格達其申報賣出（或買進）價格以上（或以下）或投資人買進委託與賣出委託間具備一定合理價差時，履行應買應賣義務。

（三）投資人的委託價格為限價委託

依目前興櫃股票市場交易機制，投資人之委託一律為限價委託；委託資料經證券經紀商輸入點選系統後，系統立即將委託訊息傳送至推薦證券商處，推薦證券商僅能就委託單為點選與否之決定，並無權修改委託資料之內容。推薦證券商就其推薦之興櫃股票所為之確定報價，在法律上應歸類為一種要約之誘引（invitation to offer），是一種引誘他方對自己為要約之意思表示。當投資人看到推薦證券商之報價後，委託證券經紀商申報買賣委託資料，輸入興櫃股票電腦議價點選系統，該委託資料即為投資人對推薦證券商所為之買賣「要約」，推薦證券商透過點選系統執行點選成交，此一點選之行為即為「承諾」之意思表示，此時雙方意思表示合致，「買賣契約」成立。

（四）成交價格無漲跌幅度限制

興櫃股票市場被定位為議價交易市場。議價市場之特色在於買賣雙方當事人除了有決定交易標的、交易數量、交易價格之自由之外，尚有選擇交易對手之自由及決定給付結算方式之自由。因此興櫃股票之交易制度較上市（櫃）股票之交易方式具有彈性，基於議價市場當中當事人有決定交易價格之自由，倘設漲跌幅，遇股價漲停或跌停時，推薦證券商之中介交易功能可能無法發揮，因此興櫃股票市場，並未限制成交價格之漲跌幅度。

參、目前興櫃交易實務所產生之疑義

一、推薦證券商之中介交易功能受限

推薦證券商之基本任務在於對其所負責造市之興櫃股票連續報出買價和賣價；並以自有資金及庫存，按其所報出之買價或賣價履行成交義務，故興櫃股票交易係於投資人及推薦證券商之間完成，推薦證券商扮演著市場買方及賣方共同交易相對方之角色。故櫃買中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則規定，發行人申請其

股票登錄為櫃檯買賣時，應提出部分股份由其輔導推薦證券商認購，以建立庫存；但因認購數量原則上僅占發行公司股份總數之 3%，致推薦證券商單日所能提供之中介交易能量也僅止於其持股部位。考量推薦證券商認購發行公司一定數量股份，就交易面而言，係在提供推薦證券商履行造市義務因應中介交易發生賣超時所需要之週轉籌碼，並非消極性地充做賣出券源，由於現行給付結算制度尚不容許推薦證券商為買進與賣出相抵之交割，以致其興櫃股票庫存部位缺乏週轉效率，尚難有效發揮推薦證券商之積極造市效用。

二、推薦證券商單向報價致報價偏離

推薦證券商原則上應就其推薦之興櫃股票負連續雙向報價之義務，但其所持有之興櫃股票數量達原始認股數量之 3 倍以上者，得不負連續申報買進報價之義務；推薦證券商所持有之興櫃股票不足 2 千股者，則得不負連續申報賣出報價之義務；故推薦證券商僅為報買而未報賣（因持股不足 2 千股）時，如推薦證券商無買進之意願，其報買價格往往偏低；反之，在推薦證券商僅為報賣而未報買（因持股已達原始認股數量之 3 倍）時，如推薦證券商無賣出之意願，其報賣價格則有偏高情事，且因推薦證券商在僅為單向報價之情形下，即無從計算其買賣價差，致使藉由買賣價差限制推薦證券商報價合理性之規範功能未能有效發揮。

三、推薦證券商報價能量不足致股價波動劇烈

興櫃股票市場係屬「議價交易」之市場，交易雙方當事人得自由議定交易價格，因此櫃買中心相關規範並未限制興櫃股票成交价格之漲跌幅度，但因推薦證券商居於以報價主導交易並執行點選成交之關鍵地位，故其亦肩負抑制股價波動過大及滿足投資人交易需求之任務，爰此，實有進一步提昇現行推薦證券商報價義務規範之必要。

肆、解決方案及其分析

有關進一步提升興櫃股票交易制度方案，係經櫃買中心分析興櫃股票交易與其上市、櫃後之股票交易實務所產生之疑義，研提相關改革建議，並經與中華民國證券商業同業公會研商及於 99 年 12 月 22 日就研商「初次上市（櫃）承銷制度及興櫃交易制度改進方案」召開公聽會，同意研提改善興櫃股票交易制度－強化推薦證券商造市功能措施方案如下：

一、開放推薦證券商先買後賣互抵交割，強化其中介交易之功能

推薦證券商係興櫃股票市場買方投資人及賣方投資人之共同交易相對方，顯見推薦證券商具有居於買賣雙方間之中介交易角色。惟按現行興櫃股票之給付結算作

業方式，推薦證券商之持股部位僅能於交易當日提供一次之週轉，尚不容許推薦證券商為買進與賣出相抵之交割，致推薦證券商之造市能力受到侷限，爰研議開放推薦證券商得就其所推薦之興櫃股票採餘額交割（即 T+2 日交割）者，為先買後賣相抵之交割，俾利其庫存部位發揮調節供需之效用，以落實推薦證券商中介交易之功能。

二、限縮豁免報價義務範圍，減少單向報價導致價格偏離情事

考量推薦證券商擔任興櫃股票造市商，原負有進行合理報價並調節市場供需之責，對其履行造市所需之庫存部位控管，理應具備專業之判斷能力，因此當其持股部位過高時，自可透過調降價格、增加賣出數量申報等積極性作為以利釋出持股降低部位，似無必要免除其申報買進之義務，爰研議取消豁免「報買」義務之規定。至於免除推薦證券商連續「報賣」義務，係基於避免無法完成交割之考量，因此研議保留豁免推薦證券商連續「報賣」義務之規定，惟為避免推薦證券商刻意出清持股規避造市義務，故研議增訂管制措施，明文規定未履行報賣義務之推薦證券商，應於 3 個營業日內改善恢復至連續申報賣出狀態；未依期限改善者，櫃買中心將依興櫃股票買賣辦法相關規定予以處置。

伍、櫃買中心及集保公司爰因應前揭強化推薦證券商造市措施，配合修正之相關規章

一、櫃買中心修正該中心「興櫃股票買賣辦法」部分條文、「興櫃股票推薦證券商內部作業辦法應行記載事項要點」第 3 點及「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 92 條之 3，並訂定「興櫃股票推薦證券商辦理議價買賣業務考核要點」及「興櫃股票公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」等 5 項規章，其增修重點如下：（詳細條文請查詢：櫃買中心首頁-櫃買市場公告-100 年 2 月 11 日之公告資料下載）

（一）有關強化推薦證券商合理報價功能乙節：

1. 開放推薦證券商為先買後賣互抵交割，強化其中介交易之功能，以助其擺脫市場委託單牽引：
增訂興櫃股票買賣辦法第 34 條第 1 項但書，規範推薦證券商以成交日後第二營業日（T+2 日）為給付結算期之買賣，得以先買後賣相抵後之數額辦理給付結算。
2. 限縮豁免報價義務範圍，減少單向報價導致價格偏離情事：
修正興櫃股票買賣辦法第 21 條第 1 項、第 5 項及增訂第 6 項，取消推薦證券商豁免報買事由，並限縮其豁免報賣義務之適用範圍（應於 3 個營業日內改善），倘推薦證券商庫存數量不足且未於規定期限內

改善者，可依興櫃股票買賣辦法第 39 條至第 43 條罰則之規定處置。

3. 開立興櫃股票造市專戶，深化對推薦證券商造市行為之監理：
增訂興櫃股票買賣辦法第 14 條之 1，規範推薦證券商買賣其所推薦之興櫃股票應以專戶為之，並應授權集保公司每日向櫃買中心傳輸專戶之登帳餘額明細，俾利辦理推薦證券商先買後賣互抵交割及後續造市義務之監理作業。

(二) 有關提昇對推薦證券商報價合理性監督乙節：

1. 推薦證券商應建立制度化之報價決定依據：
修正興櫃股票推薦證券商內部作業辦法應行記載事項要點第 3 點，規範推薦證券商應明訂下列各項之報價決定依據：
 - (1) 報價核決權限及相關人員。
 - (2) 合理庫存部位決定方式。
 - (3) 報價政策參考因素及報價調整原則（包括調整時機、調整比例上限）。
 - (4) 報價與該股票之上櫃或上市承銷價差距 30% 以上時，應於當日收市後評估其報價之合理性及因應措施，出具書面報告陳報該公司總經理核定後留存備查。
2. 提昇推薦證券商內部作業辦法之核定層級：
修正興櫃股票買賣辦法第 7 條第 3 項，規範推薦證券商自行訂定之內部作業辦法，應經該公司董事長核定後向櫃買中心申報，修正時亦同。
3. 建立對推薦證券商之考核制度：
增訂「興櫃股票推薦證券商辦理議價買賣業務考核要點」，並修正興櫃股票買賣辦法第 40 條，訂定相關罰則。該考核要點主要係考核推薦證券商進行議價買賣作業之執行狀況，並按季彙總製作考核報告表，其項目包括：
 - (1) 是否於交易時間開始前報價及於交易時間內連續報價。
 - (2) 報價數量、報價價差是否符合規定。
 - (3) 委託單到價後是否依規定成交。
 - (4) 對於具有合理價差之委託單，是否依規定成交。
 - (5) 興櫃股票專戶內登帳餘額不足最低報價數量時，是否於規定時間內改善並履行報價義務。
 - (6) 內部作業辦法之記載內容及其修正程序是否符合規定。
 - (7) 報價決定及報價調整是否依其內部作業辦法之原則辦理。

(8)系統外議價交易之成交价格與其於興櫃股票電腦議價點選系統報價之價格差距是否合理。

(9)所推薦之興櫃股票是否未經櫃買中心採取通知、公布注意交易資訊或處置措施。

(三)有關建立興櫃股票市場之監視制度乙節：

1.明訂興櫃股票監視制度法源：

為防範興櫃市場有濫用市場機制之行為，增訂櫃買中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第 92 條之 3，明訂興櫃股票監視作業要點之法源。

2.建立興櫃股票市場監視機制：

增訂「興櫃股票公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」，其主要內容為：

(1)每日分析興櫃股票電腦議價點選系統之交易，發現其有下列情形之一時，即於收盤後以書面通知該股票推薦證券商內部稽核主管或業務部門主管注意其報價，並副知該推薦證券商總經理：

A.當日交易時間內加權平均成交价振幅超過 20% 以上者。(推薦證券商有此情事時，櫃買中心應於交易時間內先以電話通知該證券商之前揭人員注意報價)

B.最近 5 個營業日(含當日)累積之最後加權平均成交价漲跌百分比超過 50% 以上者。

C.當加權平均成交价達 200 元以上之興櫃股票，最近 5 個營業日(含當日)累積之最後加權平均成交价漲跌百分比超過 30% 以上者。

D.最近 30 個營業日(含當日)起、迄兩個營業日之最後加權平均成交价漲跌百分比超過 100% 以上者。

當日最後加權平均成交价漲跌方向與前述 B、C、D 標準相反者，排除適用之。

(2)興櫃股票之交易，連續 3 個營業日或最近 6 個營業日內有 4 個營業日達前揭情形時，為提醒投資人注意，櫃買中心將即公告其名稱及注意交易資訊之內容，同時採行下列措施：

A.通知推薦證券商於次一營業日起 5 個營業日提高單筆報價數量為 10 仟股。

B.通知興櫃公司對外公告說明該公司財務業務狀況。

(3)經依規定公告注意交易資訊內容後仍未改善，經櫃買中心認為其交

易異常有嚴重影響市場秩序之虞，或有其他必要情形時，得依櫃檯買賣有價證券監視制度辦法第 2 條規定，召開監視業務督導會報，議定並即公告採行預收款券、停止交易或其他處置措施。

二、集保公司亦配合興櫃股票交易之改善措施，陳報修正該公司業務操作辦法，修正重點如下：

集保公司為配合興櫃股票買賣辦法買賣互抵交割相關規定之修正，於該公司業務操作辦法第 61 條之 8，就辦理興櫃股票買賣帳簿劃撥及登載作業增訂屬推薦證券商自行買賣興櫃股票部分，得依相抵差額辦理帳簿劃撥及登載之程序。

陸、結語

興櫃股票市場成立迄今已 9 年有餘，實施以來已有效遏止盤商交易並消除未上市（櫃）假股票等情事，其建置之階段性任務已初步達成。惟考量興櫃股票市場為以報價驅動之股票議價交易市場，為避免該市場交易機制被不當濫用或操縱，金管會及櫃買中心未來亦將持續檢討興櫃股票制度，以持續健全興櫃股票市場發展為目標，本次修正係規範推薦證券商報價妥適性及強化興櫃股票監視制度，採取通知、公布注意或相關處置措施，以遏止興櫃股票價格偏離等不當、不法交易情事，全案經櫃買中心、集保公司及證券商配合修正相關電腦系統，已自 100 年 3 月 1 日起實施。

另考量實務上投資人及證券商業務人員長期以來熟悉於上市（櫃）股票之交易方式，故經常以上市（櫃）市場之交易機制套用於興櫃股票交易，因而未能完全瞭解興櫃股票市場之議價交易方式，復考量證券商業務人員係於第一線直接面對投資人，若證券商之業務人員能於第一時間給予投資人正確的觀念，將有益於興櫃股票市場往下紮根之基礎建設工作，爰未來亦將持續由櫃買中心針對興櫃股票之相關制度規範進行教育宣導，以加強從業人員對興櫃股票市場之瞭解，並進而由證券從業人員教育投資人建立正確之興櫃交易觀念。

**投資人若有全權委託投資之需求，
應委託合格之證券服務事業辦理，
以保障投資權益。**