

論著

網路證券交易管理與投資人保護以美國為借鏡（上）

蘇秀玲（證基會研究員）

網際網路起源於美國，復以美國地大人稀之特性，以信函、電話、傳真方式郵購商品早已成為美國人生活中不可缺少之一部份，而網路所提供之「居家購物」環境，不用出門即可輕鬆購買所需物品，直接於線上以信用卡付款，更省去郵資寄件的不便，因而網路購物極為盛行。利用網路從事證券交易，不僅提供投資人便利下單之管道，更使證券商不須多費成本即可實質上增加比新設營業據點更多之交易量，於網站上更可提供投資人豐富的產業資訊與各類研究報告，使投資人對投資商品產生興趣，亦可達到促進投資的宣傳效果，美國網路證券交易之發展可謂一日千里。

根據美國證管會於 1999 年提出之 On-line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace 報告指出：1997 年第二季網路交易開戶數為三百七十萬戶，1998 年同時增為七百三十萬戶，1999 年同時又增為九百七十萬戶，至 1999 年底，據統計已有九百七十萬開戶數（註一）。而根據美國投資公司機構（Investment Company Institute）及證券業協會（Securities Industry Association）所作之統計指出：從事網路證券交易之投資人平均 41 歲以下，年收入約為七萬三千八百元，資產多達二十二萬九千元，多具有大學學歷；1998 年散戶交易股票金額僅佔股票總成交額 11%，至 1999 年已有 18% 投資人表示他們使用網路下單（註二）。以下試就美國網路交易之發展探討我國所面臨的相關問題。

一、美國網路交易發展現況與證管會之態度

(一)發行市場

自 1996 年春天街道釀酒公司（Spring Street Brewing Co.）利用美國 1933 年證券法 Regulation A 之豁免申報規定，於網路上為初次公開發行（Initial Public Offering）募集資金獲致成功後，許多公司亦因網路公開發行成本遠較傳統承銷方式為低，且募集資金程序簡便迅速，一時之間蔚為風潮（註三）。也連帶出現許多專門從事網路 IPO 的承銷公司，如 IPO.Com 或 IPOnet（註四）等。網路公開發行有二項特點：一是既有的投資銀行可利用網路宣傳承銷業務，使承銷工作得以直接推展給投資大眾；二是發行者得以利用網際網路直接向大眾募集資金，而無庸透過承銷商仲介，降低發行成本。

美國 Interactive 控股公司 (Interactive Holding Corporation, www.htevine.com/ihchome.html) 於 1996 年嘗試在網路上直接發行該公司股票以募集資金，投資人可直接在網路上下載發行要約格式，但該文件之提供方式卻不符合證管會規定 (註五)。又如另一從事直接發行之網站 Pyromid Inc 也將要約文件置於該公司網站供人下載，欲募集至少 3 百萬，至多 5 百萬的資金 (註六)。究竟證券市場上如契約類之重要文件可否在網路上以供人下載方式取得，在當時亦引發爭論。而有些網站則以提供連結 DPO (Direct Public offering) (註七) 公司的服務著稱，如使用者欲尋找欲進行公開發行之小型公司名單，只要連結至 www.directstockmarket.com，即可在該網站公佈欄上看到依州別排序的各公司公開說明書 (prospectus)，並提供虛擬 (virtual) 的說明會 (Road Show)、演講 (Seminar) 及開闢聊天室 (Chat room)，使發行人與應募的投資人可以享有如傳統承銷方式之雙向溝通機會 (註八)。此外，也有一些網站係以提供資料庫 (Data Bank) 予對私募或 DPO 有興趣的潛在投資人 (Potential Investors) 為主要業務之網站，如 International Financial Consultants, Ltd. (註九) 即係以「網路 IPO 的前哨市場」(premier on-line IPO market) 為其發展模式，主要業務係利用 Regulation A 及 Regulation D 之豁免規定，幫助小公司公開發行。瀏覽該網站者可以利用其瞭解私募規定 (註一〇)。

(二) 交易市場

目前雖有超過 160 家公司提供網路證券交易服務，但市場仍由少數公司所主導，這些公司多為最早進入此一領域之公司，顯見搶佔市場先機的確是電子商務中致勝的法門。根據 Pipe Jaaray 公司統計，目前市佔率最高為 Charles Schwab 23.8%，其次為 E*Trade 16.4%，第三為 Waterhouse 13.4%，三者共佔 53%。由於網路交易業務持續蓬勃發展，導致許多強調完整服務 (Full Service) 的大型券商，如美林 (Merrill Lynch)、Paine Webber，甚至非券商的美國運通 (American Express) 都投入此一市場。而網路交易的手續費也因競爭白熱化，有愈來愈低的趨勢：前十大網路券商手續費平均維持在 15.75 美元，但許多小型證券商為拓展業務，甚至提出更為優厚的費率 (註一一)，比起過去大型券商動則以百元計的手續費，網路證券交易也將美國由機構投資人為主的市場，轉變為散戶投資已足以影響市場波動的時代。

美國近年來前十大網路交易公司手續費平均值走勢圖 (1996-1999)

資料來源：CS First Boston, On-Line Trading Quarterly (註一二)

至於網路券商所提供之服務，主要仍為證券受託買賣業務 (即代客下單)，另外更有其他金融商品，如共同基金、選擇權、固定收益證券 (如債券) 等買賣業務。由於高科技業的蓬勃發展，擴大發行市場相關業務，許多網路券商提供線

上辦理公開發行（Online IPO）及線上承銷（註一三）。而網路二十四小時服務（24 hours service）的特性開拓了盤後交易及盤前交易的發展空間（註一四）。除受託買賣下單外，更提供免費理財諮詢，包括各類市場資料、歷史圖表、證券分析報告（如財務報告、產業報告、產值預測統計、製作各種分析圖表、新聞資料庫等）、每日證券及共同基金揭示看板、資產分佈、代銷基金、各類交互計算模型，及客戶專屬網頁等服務。甚至傳統上一一般人較少接觸的特殊資訊，如避險基金（hedge fund）介紹、委託書投票記錄（proxy voting records）、共同基金持股記錄（mutual fund's investment record）、公司內部人資訊，都可以利用電腦直接置於網頁上供投資人參考。而藉由在網頁上提供個人化的理財服務，證券商可培養客戶對券商的忠誠度，降低行政成本，增加收入，及交互運用各種功能以販賣各類不同商品與服務。如證券商由電腦紀錄得知，甲客戶傾向於購買電子績優股，以寄發 EMAIL 的方式通知該客戶有關該類型股最新報價，提供相關類股分析報告之連結（hyperlink）；或證券商可提供線上計算投資組合與利得計算的程式，使投資人得以自行評估其投資組合狀況，並視情況調整。

依 1934 年證交法之規定，證券商並不能交易未依該法第 12 (g) 規定註冊之有價證券，為使小型公司以 DPO 型態所發行之股票，得以藉由公開市場機制交易流通，遂有告示牌市場（Bulletin Board）之設。該市場係於網際網路（World Wide Web）架設網站之方式，讓欲參與買賣該類股票之買方與賣方得以在網頁上張貼其交易要約，在網上成交，該市場則由該類證券之發行人維持（註一五）。證管會則以發佈函令（No-Action Letter）的方式，只要不試圖影響任何交易行為，及不基於運作該交易系統之便，接受、轉讓或持有基金或證券，不主動通知使用者為要約買賣之行為等，允許此網站可不需先經證管會許可從事證券商業務。

(三)網路交易糾紛類型

網路理財網站除具宣傳價值外，已成為新興生財工具，也衍生許多新型違法或交易糾紛型態，挑戰美國傳統證券法規架構，介紹如下：

1. 小資本額公司股票（Microcap Stocks）糾紛

依前述美國發行市場之管理與我國並不相同，更有許多「豁免證券」之規定，因此有心人士利用網路非法募集資金的事件亦層出不窮。一般而言，此類案件多係小資本公司（a microcap company）（註一六），該類公司不須依證券法為申報登記，自無庸遵守證券法中有關公司財務揭露事項之規定，在資訊不足（不正確）之情形下，極易被有心人士利用為詐財工具。

Microcap 股票多以店頭市場交易方式（over-the-counter）報價交易（註一七），具有下列特點：

(1)由於不須向證管會申報，且因股本小，交易量不夠，相關研究之歷史性資料難以累積，缺乏公開資訊。

(2)此等公司既非上市（櫃）公司，並無掛牌最低門檻，也表示投資人難以期待該等公司以其資本為擔保。

(3)許多 Microcap 公司成立時間淺，並無長期公司財務記錄，甚至有些公司沒有真實資產，甚至從未營運，較佳者亦多半正在發展其商品及服務，或甚至未在意市場中販售其商品服務者。

甚至有發行公司利用投資人迷信新經濟的心裡，宣稱該公司從事高科技產業，正處於研發階段，以此吸引投資人購買該公司股票。而網路更助長此類消息的流通。「小資本公司股票交易」類似我國近來爭議不斷的未上市（櫃）股票交易，其詐欺類型可大致歸類為以下二種：

(1)拉抬價格（Pump and Dump Scheme）

利用網路張貼訊息，催促投資人在股價未上漲或下降前儘速買或賣某特定股，通常訊息中多宣稱其握有所謂的「內線消息」，或是其已利用一套由各種經濟數據及股票市場資料所作成的投資組合公式，詳加計算後所得之結論，以加強投資人的信任。事實上卻是有人勾結公司內部人，或以付費宣傳方式，販售股票，並逐步抬高股價（pump up）後，再高價賣出手中持股獲利（dump），詐欺取財。

(2)買賣國外股票（The Off-Shore Scam）

依規範 S（Regulation S）規定，美國境內之發行人，如於境外發行股票，或其股票賣與國外投資人，無須向證管會申報登記。因此發生某些不謹慎的 Microcap 公司將其依規範 S 規定毋須登記之股票，以折扣價賣與假外國投資人，再由該假外國投資人將股票以高價賣與美國投資人，如此低買高賣，最終造成市場行情大幅跌落，美國投資人即生損失。因此，美國證管會近來已修正加強規範 S 規定，以防範此種市場詐欺行為發生（註一八）。

由於小資本額公司符合證券法之豁免申報（登記）規定，反使證管會在管理此類股票交易時縛手縛腳，只好多加宣導呼籲投資人小心謹慎從事該等股票交易，尤其於投資前應先詢問相關機構【如聯邦證管會、州證券主管機關、其他商業主管機關，各種商情資料庫（commercial database, 如 Bloomberg、Dun & Bradstreet 等）】有關該公司之資訊（註一九）。

2. 利用網路操縱市場

根據美國證管會自一九九七年以來陸續接獲之申訴案件顯示，利用網路製造或散布不實消息，以影響個別公司股價，操縱市場價格以獲取不當利益的情形已愈來愈多。試舉一案例說明如下（註二〇）：

某甲為獲取不當利益，虛設 A 公司，宣稱該公司研發製造治療癌症之醫療藥品，並製作公司網頁以為宣傳。事實上該公司從未實際生產或製造任何商品，甚至未雇用人員，亦無銷貨收入，所有資訊均係某甲捏造，並利用網路之虛擬環境散布公司不實消息。為取得大眾之信任，利用美國證券法豁免申報規定，於店頭告示牌市場（OTC Bulletin）報價，同時向美國聯邦藥物管理局（FDA）申請藥物製造核准，申請程序仍在進行中，藉此拉抬公司股價，期以不合理之高價將股份賣與投資人。某甲只須利用一部電腦，即可從事上述之行為，甚至可為跨國交易。分析其進行步驟，主要為下列行為：

(1)假網頁（The Phony Web Page）

某甲先在網路上設計 URL 網址，在其上公佈該公司研發成果（如附上研究人員辛勤工作之照片或影片下載，以堅大眾之信）以吸引潛在投資者，並捏造不實財務報告，膨脹股票價值；設計聊天室（chatting room），即時回答投資人疑問，甚至假造其他投資人推薦內容。

(2)郵件封包（Spam）

利用電子郵件主動寄發該公司及其產品的介紹資料檔案（attached file of presentation），甚至利用其他理財網站之聊天室或告示欄，或是各類新聞群組（Newsgroup）推薦該公司股票。

(3)開始製造"雜音"（Begin the Buzz）

為使該公司股票交易熱絡，某甲利用數種方法製造所謂的「雜音」（Buzz）（註二一），利用前述的郵件封包及市場工具，在各種新聞群組及網路討論室中張貼宣傳性資訊，鼓勵投資大眾認股。甚至自行設置網路論壇（Internet forum），假造推薦數支個股訊息，於其中一併提到該公司股價前景樂觀，使投資人誤以為市場人士正注意該檔股票。

(4)推薦個股或唆使專業人員推薦該公司（Tout or Bribe a touter）

所謂 Tout，係指宣傳、推薦特定股票，而 Touter 多半為公司發言人、公關公司、證券經紀商，或分析人員，為吸引投資人對個股之注意，而為特定公司進行宣傳。為加強效果，某甲自行設計投資快報（Investment Newsletter），利用網路

散發；更以付費方式，使不嚴謹的線上投資網站在其投資快報中稱 A 公司股票為「當月精選」。

事實上，傳統交易長期存有所謂的「市場謠言」（Rumor），本為證券交易之正常現象，起源於資訊取得之不對稱，或透明度不足；然因證券市場變化極快，過去此類謠言只能在少數族群間流傳，有時甚至可扮演增加市場「投機性」的角色，未必對市場有重大影響。但網路的出現已顛覆口耳相傳或傳統媒體的傳輸限制，網路散播消息的速度之快，費用之低廉，已遠非過去傳統交易模式所能相比。意圖在市場上不當獲利之人，只須花費非常低的成本，利用網路散播某公司或個人之負面消息，甚至假造證管會對某公司進行調查的訊息，以達到打擊股價的目的（註二二）。

3. 利用網路跨國詐欺（Offshore Cyber Fraud）

由於使用網路的設備費用逐年降低，愈來愈多人得以更低廉的價格上網，復以近幾年新興資本市場的蓬勃發展，美國投資人利用網路獲取海外資本市場訊息，甚至進而下單交易之行為有增加之趨勢。利用網頁、電子郵件、新聞群組、聊天室等方式，從事國際資訊交換，就如同在美國境內交換相關資訊一樣容易。過去因時差、傳統疆界領域，及不同貨幣等因素所造成的障礙，也因網路發展而逐漸消失。惟利用網路進行跨國證券交易詐欺之行為，不僅難以防範，更牽涉各國主權問題，使得美國執法單位（Law Enforcement）不得不重新思考修正其傳統法律管轄權之觀念。

4. 當日沖銷交易（Day Trading）

由於投資人可同時在不同電腦上對不同戶頭設定不同之買賣價格與時點，再利用網路下單可一次、大量下單方式進行交易，於是產生一個新的市場問題--當日沖銷（註二三）。此處所為之當日沖銷，並非僅限於信用交易所為之沖銷買賣，而係於當日對特定股為多筆交易，利用市場價格波動，以賺取差價，投資人持有該個股的期間，可能縮短至數分鐘，甚至數秒。尤其近二年來美國科技股股價逐步攀升，不僅法人於市場中競逐，散戶更是大量增加，散戶比例增加也代表市場波動的可預期性降低，更助長此一交易方式，遂使美國原以法人機構為主，強調長期投資之股票市場發生重大變化，而市場風險也隨之增加。

美國證管會鑑於此，於 1999 年數次對外發佈公開信表明其對 day trading 此一現象的憂慮，證管會前主委 Levitt 更於參議院所舉辦之聽證會中，表示：「Day trading 並不違法，亦非不道德（unethical），而是具高度風險（highly risky）之行為。」主要原因乃在於大多數投資人並未意識到一旦當日沖銷發生損失，可能非其現有財產，或以長時間所賺取之金錢所能填補的。

因市場競爭激烈，許多客戶進行當日沖銷交易之經紀商，給予客戶過大信用額度，以鼓勵投資人交易，甚至違反證券交易法規範 T 及交易所對信用交易之維持率規定。有些公司向其客戶介紹貸款管道，甚至與客戶簽約時，在契約條款中並未寫明貸款額度限制、借款利率，或利息計算方式。由於此種交易係於市場波動時賺取差價，多次進出市場必須扣除如手續費等之成本，投資人難以掌握其賺賠，尤其在快市（fast market）時，賺賠差異極大。有鑑於此，紐約證券交易所及那斯達克市場紛紛建議限制當沖交易額度，要求投資人帳戶須維持至少 25,000 元之現金或等值股權（一般帳戶為 2,000 元），回補天數也由七日縮為五日（註二四）。

美國證管會於 1998 年共接獲 37 件與當沖交易經紀商有關的申訴案件，但到 1999 年則升高至 73 件，申訴內容多為：未依客戶指示進行交易、未經客戶授權交易、錯帳等。

5. 投資人普遍存錯誤觀念致生糾紛

美國證管會前主委 Leviit 在 1999 年 12 月 9 日一場公開演講中指出：由於網路與通訊熱潮帶動投資熱，投資人搶購風險高的初次上市股票（IPO），卻忽略該類公司小資本高風險的事實。並對網路下單交易有下列錯誤觀念（註二五）：

(1) 投資人利用網路下單時，以為按了 ENTER 鍵就代表成交，實際上必須證券商接到投資人下單指令後，再轉到交易所的場內操作員，由操作員鍵入交易所系統，由於過程中可能因占線、系統當機，或交易量過大而無法即時成交。

(2) 投資人不明瞭股市快速變化可能導致巨大損失，如投資人購買初次上市股票，以市價下單時每股才九美元，但因市場熱衷炒作新上市股票，至買到時竟然已漲至八十元（註二六）。

(3) 投資人有時會在下單後從新考慮，在網路上下「取消交易」指令，雖然券商會寄出電子信表示已收到指令，但投資人並不知道此非表示上筆交易已經取消，或前筆交易已執行，「取消交易」指令卻因網路塞車遲延或失敗，此時投資人如不續為確認，即可能遭受損失。

(4) 投資人向證券商融資融券買賣股票，但投資人並不注意（或不知道），如果有任何違約情事，或保證金成數不足，網路券商可不經通知逕行賣斷客戶持有的股票，因賣出的價格多半不理想，投資人也會因此遭受損失。

(四) 證管會之投資人保護工作

美國證券交易管理主要以「資訊公開」、「尊重市場機制」為兩大管理主軸，以此為前提規劃投資人保護之相關法規與作法。傳統上美國證券管理以 1933 年證券法與 1934 年證券交易法作為法源依據，分別管理發行面與交易面，對於違法行為，主要管理重點為詐欺、操縱市場，與內線交易。為因應網路時代的來臨，除持續打擊違法交易外，並認投資人保護最為有效之方法，就是喚起投資人的覺醒，故證管會亦於各種場合，多次以演講或發佈公開信之方式，表明投資人不應因網際網路的發達而忽略對公司的基本面、營運情形，及產品與服務水準的考量，投資人應知悉買賣標的的內容、自己可承擔之風險也極進行交易之規範，更應瞭解證券商網路下單系統可能出現當機、遲延交易的風險（註二七）。

茲將美國證管會發表之 On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace 報告，對當前美國網路交易種種問題與現象加以分析並提出投資人保護工作之建議，簡要敘述如下：

1. 推薦行為之妥當性（Suitability of Recommendation）

證券商為拓展其業務，並不以接單賺取手續費為其主要業務，而係提供各種便利、專業的投資理財服務吸引客戶，以提高客戶對其品牌的忠誠度，是以證券經紀商的推介股票業務，在過去對其經紀業務有著相輔相成之重要地位。由於推介股票之行為仰賴於客戶與公司、從業員間之信賴關係，推薦股票買入、賣出之價位亦影響市場行情波動；因此不僅是證交法對推薦行為之合法與否應有所規範（註二八），自律機構（如交易所（註二九）、全國證券商協會（註三〇）等市場管理機構）與證券商基於自律應對該行為道德性與妥當性有所規範，否則不足以維持市場秩序，並保護大多數投資人。

然而券商網站上所提供之各類資訊，究係單純的提供？抑或屬於推薦行為？因網路券商除在其網頁上提供下單服務外，更提供各類商情分析、投資資訊，其所應負的責任自與僅提供純下單交易之券商不同；而資訊服務的提供，亦因資訊內容的程度、是否經過分析、與所使用的語句是否足以引發投資人投資意願，而有不同的責任範圍。該報告歸納如下：

- (1) 在何種情況下證券商必須為其客戶的線上下單負妥當性責任（Suitability obligations）？
- (2) 證券商在網上所提供之資訊服務，在何時才屬線上推薦行為？何時屬利用科技，超越單純資訊提供界線而為推薦行為？利用電子郵件或轉送新聞方式提供消息（如在信中標明：「看這裡」或「請您考慮」）是否屬推薦行為？
- (3) 是否可以所提供之服務「個人化」（personalization）程度作為判斷標準？

(4) 投資人對證券商網頁所提供的服務有其主觀上的期望，是否也應將此一因素納入判斷標準？

證管會認為：線上推薦行為標準必須先對下列事項加以釐清，一是主管機關如何定義「線上推薦行為」；其次是應對線上券商所發展或考慮發展的商品，及線上投資人所需要的資訊或推薦加以定義；其三是主管機關應適時對線上推薦行為的責任判斷標準提供何種指引（guidance）。而該報告即以假設案例方式，說明其判斷標準：

(1) 線上經紀商只提供下單服務

證券商於此僅單純執行客戶下單，與目前之電話或傳真下單並無不同，因此服務並未涉及推薦行為，自無妥當性問題。

(2) 除下單外，更提供市場新聞、研究報告（Virtual Library）予投資人此僅屬單純資訊提供，並未有任何價值判斷，不屬推薦股票行為，亦無妥當性問題。

(3) 除提供 2 所指之服務外，更提供具選股功能的個人理財服務如證券商網站上將所提供之資訊、各類研究報告利用具選股功能的軟體，投資人可依其需要作個人投資組合安排（如將投資人區分為積極型、穩健型、成長型，由投資人選取）；或針對某一產業甚至個股深入分析，或提供警訊，即屬推薦行為，應受推薦行為妥當性相關規定之拘束。

(4) 網路券商自行將客戶區分為各類型，提供不同資訊服務有些券商利用客戶過去交易記錄、帳戶存款額、持股種類與股數等資訊，加以分析後，區分為數種類型，並依不同類型分送（以個人網頁或電子郵件等方式）所需之投資資訊（又稱 Push information）與各投資人，推薦意味明顯，自應受妥當性原則拘束。若該等分類係由客戶各自依其需要選擇，利用網頁設定寄送特定資訊的功能，以期獲得所需資訊，則因證券商並非主動，較無責任問題，應認其非屬推薦行為。

(5) 券商網頁除下單外，另有協助客戶管理資產組合之服務目前有些券商網頁相當人性化，提供線上資產管理軟體，使投資人可直接於線上針對自己的證券戶頭做資產管理，分配投資比例，並設定停損；更可設定指標股走勢分析，作為參考依據，證券商自應負推薦責任。

(6) 證券商以電話方式推薦個股，客戶再以網路下單此種情形乃是以傳統的服務客戶方式，結合網路下單功能，如營業員於電話中推薦個股買賣，當然須符合推薦行為妥當性原則。

2. 網路提供市場資訊的管理（Market Data）

過去證管會依證券交易法第 11 條 A 款之規定管理證券掛牌與交易之資訊揭露，以確保市場參與者係在「公平與合理」（fair and reasonable）及「無不合理之差別待遇」（not unreasonably discriminatory）的條件下取得資訊。基於網路的特性，越來越多證券商與財金資訊公司利用網路提供投資人更便捷的市場即時資訊服務，民眾即使未開立證券戶頭，也可免費由各類網站中獲取個股歷史資料、過去走勢等分析資料，甚至包括即時資訊。但也有網站採取收費會員制，並依不同資訊品質，分類收費，是以市場上收費標準參差不齊，甚至有利用資訊提供行詐欺取財之實的案例。市場資料收費（Market Data Pricing）問題如未加以管理，不僅影響投資人對市場資訊的信任，更使證券市場中資訊公開原則受到傷害。

NASDAQ 專業及非專業使用者使用資訊金額比較圖

*以千美元為單位資料來源：1998 NASD Annual Report

由上圖可看出，1998 年非專業資訊使用者（non-professional users）已較 1994 年成長，根據 NASD 統計，1994 年非專業使用者支出金額僅佔市場 2.1%，至 1998 年已成長至 14%（註三一），此與網路交易發展鼓勵散戶投資人進入市場交易有關，該報告並認為證管會應特別注意下列發展方向：

- (1) CTA 及 NASD（NASDAQ 之管理者）（註三二）應定期依其成本評定收費標準。
- (2) 應將各種收費標準應含有之內容要件（elements）標準化。
- (3) 自律機構應考慮將盈餘回饋（rebate and share revenue）會員。
- (4) 應考慮對專業使用者及非專業使用者施以不同之收費標準，以期費用標準達到「公平、合理」，俾令市場資訊使用達到「無差別待遇」。
- (5) 應評估目前市場即時資訊的收費是否已影響鼓勵資訊公開政策，是否因收價過高影響投資人使用意願，或是收費不足以支應資訊持續提供，或提高服務技術水準。
- (6) 如何使新收費標準符合投資人需要，且有助於網路券商的業務發展。

市場資訊收費制原則上仍應採私法自治原則，主管機關不應過度干涉，惟證券交易有其社會責任，為使付費資訊提供者重視資訊品質與其責任範圍，立法部門也針對此一問題有所著墨，眾議院於 106 次會期舉行「消費者及投資人接觸資訊法」（Consumer and Investor Access to Information Act 1999）（註三三）草案公聽會，提出編號 H.R. 1858 提案，禁止濫用即時市場資訊（Misappropriation of real-time market data），就因此所生之損害提供聯邦法規範，已獲得美國證管會、

紐約證交所、全國證券協會、彭博財金資訊服務公司，及其他三家網路券商（Ameritrade, DLJdirect, Charles Schwab）於會中作證支持該項法案。

3. 系統能力問題（System Capacity）

證券交易系統（不限於資訊系統，包括運作系統、一定期間內可容納之交易量等）為現代證券業務發展重要一環，但目前針對交易系統承載能力並無一套衡量標準，證券商多以不同方向衡量其交易系統能力效率：有的以交易量與獲利能力的大小為之，有的是以網站在一定時期內的使用者總數為之等。許多證券商為掌握其系統承載能力，採用連續監視系統（continuous monitoring systems），在系統負荷過重（overload）時預先提出警示（alerting），並定期（以週或月為單位）報告，但亦有某些公司從不測試其系統的負載能力（註三四）。

網路券商的交易系統承載能力應屬揭露事項，以便投資人於選擇網路券商時作為參考指標，並應使投資人瞭解交易過程中可能有延誤或障礙發生，及發生時的因應之道。

4. 投資人教育宣導（Investor Education）

在網路交易時代，投資人可以由網路上各種管道獲知所需之投資與相關財金資訊，投資人與證券商營業員間之關係將不若過去密切，但也因此出現許多新型態的交易爭議：如欲取消下單卻無法如願，發現信用交易戶頭出現投資人無法負擔的交易，或是在快市（fast market）時進入市場交易，卻因此發生鉅額損失等。證管會統計 1998 年所接獲的投資人申訴中發現，有關網路券商的申訴由 259 件成長至 1207 件，至 1999 年又增至 3290 件（註三五）。

最常見的申訴案類型包括：

(1)無法連線至其證券帳戶下單；(2)交易（下單）延遲或失敗；(3)執行交易過程中發生錯誤；(4)其他執行狀況（best execution problems）。

證管會也呼籲投資人，應瞭解自己所購買的股票，知悉買賣股票或債券之相關法規，並瞭解買賣股票的潛在風險（註三六）。而證券商應予客戶充分溝通，所有文件應採用易懂文句（Plain language），並為其廣告行為負責。為使教育投資人工作順利進行，利用網際網路為宣導工作亦為重要途徑：

(1)證管會投資人保護網站

有鑑於網路傳播的效率，證管會於 1995 年九月在其網站上設立投資人教育網（investor education section），提供投資人「如何投資」（how to invest）、「網路詐欺警示」（cyberfraud alerts）、及如何使用證管會所提供之各類資訊、線上

交易策略建議(online trading tips)等。為使內容更為活潑，更提供理財小測驗(Test Your Money Smarts Quiz)，並提供共同基金績效統計等資訊。

(2)證券相關單位網站

證券業內某些機構亦於其網站上提供非商業性，具教育意味的宣導內容，例如：美國投資公司機構(Investment Companies Institute)的網站中有一「出版項目」(publication section)提供投資人互動式問答，共同基金小百科，相關宣導小冊，投資人並可連結至其他網站，以取得個股數據統計資料(註三七)。

(3)線上公司網站

美國前十大網路券商網站除提供基本投資資訊外，更提供一些幫助投資人謹慎判斷的內容：如投資原則(the principles of investing)，建立分析資產組合的工具(asset allocation tools)，市場管理機構對外發表的意見與演說(letters and speech by regulators)，其他個人理財網站連結(links to guides on personal investing)等。事實上，公司對其客戶為市場現狀的教育與宣導，不僅有助於雙方間的瞭解與互動，減少不必要的糾紛，更可在業內建立專業形象，提昇業務發展。

網路交易不可避免的減少投資人與其營業員間之聯繫與互動，因而對投資人教育宣導工作日益重要。但因線上交易首重快速，故投資人多不會留意證券商所提供之投資注意事項，甚至是交易契約內容，更遑論投資人主動瞭解所有交易程序中之權利義務關係。因此，證管會應對投資人教育宣導工作投注更多心血，On-line Brokerage 報告更提出下列建議：

(1)證管會應提供充足資源供投資人利用，尤其是在技術分析及個人服務方面，以確保投資人保護工作能吸引投資人興趣與互動。例如在其網站上舉辦猜謎遊戲(quizzes)，使投資人在遊戲中瞭解其權利。

(2)證管會應儘速進行下列研究，項目包括：加強投資人所賴以判斷的各類財務資訊提供，宣導相關證券商及公開發行公司應遵守揭示要求，投資人對網路證券商與傳統證券商應否有不同期待(expectations)，一般線上交易戶具備何種知識與經驗，目前網路券商與傳統券商的交易量比較，投資人如何分析風險，及檢討目前揭露制度與申訴模式是否完整。

(3)證管會應檢討下列措施：a.如何協助投資公司、市場監管機構，及證券經紀商進行幫助投資人認識線上交易的相關工作；b.對投資人應如何取得特定資訊提出建議；c.決定須提供投資人教育宣導資訊之地點；d.決定提供投資人教育資訊之適當時點。

(4)證管會應更新投資人教育宣導資料並定期通知媒體與入口網站。

5. 網路聊天室相關問題 (On-line Discussion Forums)

由於網際網路的開放性與自由性，使得聊天室(chatting room)或論壇(forum)相當盛行，上網者在以各式各樣主題所開闢的園地中暢所欲言，並可以使用匿名(註三八)。此類聊天室多由入口網站，如 Yahoo!或 America Online 所設置，但證券業也多與之結合提供財金資訊聊天室，利用入口網站的高知名度與高流量，一方面宣傳公司，另一方面也鼓勵大眾投資風氣。有些「網路論壇」也提供與證券商間之「超連結」(hyperlink)，使投資人可以在發表言論同時，參考專業證券商所提供之各類市場資訊與報告(註三九)。至於專業網路券商更是不假他人之手，於其網頁中提供討論園地，供其客戶或線上會員交流投資理財資訊，並針對個股分類，使欲討論個股的會員，得以利用資訊整合，直接點選察看各類技術分析、重大訊息(註四〇)。

惟網路各類訊息充斥，亦難以辨識其真假，過去數年美國證管會陸續發現大量利用網路聊天室散播虛偽不實，足致他人誤信之資訊，更有為數甚多的投資大眾因此蒙受損失。此類案件違反證券交易法 10(b)及規則(Rule) 10b-5 等規範，並由證管會依法執行。其中最著名的案例為 PairGain 一案：PairGain Technologies 公司員工在雅虎財金網留言板中張貼假消息，該消息指 PairGain 公司將收購 Israeli 公司，由於該消息另設有一超連結聯至一彭博(Bloomberg)新聞服務網頁，該網頁有關於收購訊息的相關報導，惟網頁係由該員工所假造，致使投資人誤信為真，PairGain 股價隨即上漲達 31%，而在案發後又巨量下跌 20%(註四一)。該案經法院審理後，被告被判處有期徒刑，但緩刑五年，並課九萬三千元罰金，而證管會也打算以其違反證交法反詐欺條款提起民事賠償訴訟(註四二)。

問題的最大癥結在於各網站無法確認使用者真實身份，雖然有些網站採會員制，要求參與者須先行登錄基本資料，經網站授與密碼後方能使用，但登錄資料之真假亦難以判斷，致為有心人士利用，實施犯罪行為，損害投資人權益。此外，發行公司員工利用聊天室或討論群組，揭露公司內部資訊(material non-public information)，對發行公司股價影響甚鉅，如何預先控制，證管會報告中表示，除平日及應注意員工利用電子文件傳送訊息之行為外，公司應對員工說明其對下列事項之態度：(1)在網路上張貼有關發行人的訊息是否須先經公司核准？(2)張貼文件類型的限制；(3)違反上述公司政策所應負之責任與懲處。

報告也指出，證管會應鼓勵證券商對其網站中所設置聊天室或討論群組為如下之管理：(1)要求進入者須先註冊方可於其上留言或張貼訊息；(2)鼓勵張貼訊息者應揭露其持股部位(stock position)；(3)隨時監控線上聊天室；(4)在網頁中以「注意」標示，提醒投資人切勿仰賴線上聊天室內容作為判斷投資方向的唯一

資訊；(5)聊天室中「版主」(event leader)(註四三)應揭露其身份及專業背景或經驗。

6. 隱私權保護 (Privacy)

一九九九年美國國會通過的 Gramm-Leach-Bliley 法案，也對金融業如何保護客戶隱私權有所闡述，並規定限制金融業揭露「非公開個人資訊」給非關係人之第三人(註四四)。目前不論是傳統券商或電子券商，均利用電腦儲存客戶交易資料與帳戶往來記錄，並利用程式分析客戶交易傾向，作為為特定客戶個人理財服務之依據。有些電子券商網站上更開放非該公司客戶之流覽者加入免費網上會員，藉此取得電子郵件地址，每逢公司促銷即可送出各類金融服務訊息。由於金融業所取得之個人資訊有別於一般，涉及個人信用與財產，稍有不慎即可能遭人濫用，危害個人財產甚至社會金融秩序，故網路上隱私權保護實乃金融主管機關所應正視之問題。而依 Gramm-Leach-Bliley 法案，證管會應針對未依規定揭露隱私權政策之公司之懲處要件與違反效果訂定相關規則，以維護金融資訊秘密性。

註 釋

* 作者台灣大學法律系畢業，美國威斯康辛大學麥迪遜分校 (University of Wisconsin, Madison) 法學碩士，現為 (財) 中華民國證券暨期貨市場發展基金會研究員。

註一：此係由 U.S. Bancorp Piper Jaffray 公司所做之統計。U.S. Bancorp Piper Jaffray, On-line Financial Services Update (Sept.1999), at11.

註二：ICI and SIA, Equity Ownership in America, fall 1999, at 29.

註三：Mark J. Astarita, Esq., Internet Offering - Is Spring Street the Start of Something Big? 1997, <http://www.seclaw.com/docs/wwwipo.html>.

註四：IPOnet 宣稱其為「唯一經美國證管會公佈，利用網路交易新公開發行公司股票及私募證券之網站」，並連帶提供各類公開發行與私募資訊。見 IPOnet, SEC No-Action Letter 1996, WL 431821 (SEC), July 1996.

註五：該案例可參考 IPO DataSystems (www.ipodata.com/dpo.html) 網站，依美國證管會規定，發行要約文書應以下列方式為之：投資人請求 (by request)、傳真、電話、電子郵件或一般郵件。

註六：Denis T. Rice, The Internet, and the Cybersecurities Marketplace, <http://www.cyberlaw.com/secur1297.html>, 1997.

註七：多為小型公司 (small business) 依 Regulation A 公佈之 Form SB-2 及 Form 1-A 表格申報，依該規範 A 之規定，資本額未過五百萬美元之發行公司或在州內流通之證券可豁免 1933 證券法之完全申報規定，直接向投資大眾公開募集。

註八：同註 6。

註九：網址: www.ipoexchange.com/index.html.

註一〇：同註 6。

註一一：Securities Exchange Commission, on-line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace, 1999, at 16.

註一二：CS First Boston, On-Line Trading Quarterly: 1st Quarter 1999, June 1999, at 4.

註一三：1996 年 3 月，春天街道釀酒公司 (Spring Street Brewing Co.) 利用美國證券法 Regulation D 的豁免登記規定。直接於網路上辦理其初次公開發行 (Initial Public offering)，並成功募集資金。由於省下大筆證券承銷商手續費用，對小型公司籌資頗具吸引力，故線上公開發行興盛一時，而各種為線上公開發行所設立之網站亦如雨後春筍般出現，如 IPO.com、DirectIPO、IPOnet 等公司。Constance E. Bagley & Robert J. Tomkinson, Internet is seeing Its Shares of Securities Offerings, National Law Journal, Feb. 2, 1998, at C03.

註一四：由於美國並不禁止場外交易，店頭交易型態亦甚為活絡，故大型券商亦有能力代為撮合。過去紐約證交所 (NYSE) 於開盤前與收盤後僅提供機構投資人電子交易網路 (Electronic Communications Networks, ECN) 撮合交易，但交易時間受到限制。因網路技術的進步，有愈來愈多的業者自行擴展盤後交易市場。如 Datek 就已將其 Island ECN 系統延長交易時間；高盛公司 (Goldman Sachs) 與 E*Trade 投資的群島交易網路系統 (Archipelago ECN) 也於一九九九年年初開始進行 NYSE 與 NASDAQ 二市場的盤前交易。見馮震宇，網際網路與證券市場，一九九九年證券暨期貨市場發展研討會論文集，證券暨期貨市場發展基金會，二千年一月，頁 188。

註一五：Grand and Lloyd, Internet IPOs-A Potential Oasis for Small Companies, UPSIDE, July 1996, at 91.

註一六：所謂 Microcap Stock，依美國證管會之定義，為一公司資本額低 (或微小 micro)，是以其所發行之股票總價亦低。由於該等公司資產價值低 (資產淨值平均約 6 百萬美元)，甚至有半數以上不到 125 萬美元者，故其交易價格與交

易量均甚低。見 Microcap Stock: A Guide for Investors,
<http://www.sec.gov/consumer/microbro.htm>, January 13, 20000.

註一七：美國店頭市場與我國櫃檯買賣交易中心交易方式不同，係以自營商對自營商或自營商對顧客於證券商櫃檯買賣交易，美國目前有二市場供其報價，一為 OTC Bulletin Board，一為 Pink Sheets。前者為電子即時報價系統，所報價者為未於 Nasdaq 市場或全國性證券交易所上市（櫃）之公司股票，每天更新報價，證券商向該市場報備，即可取得市場作手（Market Maker）名單，證券商即可與市場作手自行撮合股價，一般人卻難以交易。見簡淑芬等，證券暨期貨市場發展基金會，世界主要國家未上市（櫃）股票交易制度之研究，八十九年，頁 25。

註一八：見 <http://www.sec.gov/consumer/microbro.htm>, at page 6.

註一九：美國證管會在其投資人保護網上，一再呼籲投資人如認其受證券市場各類行為之侵害，或發現無法取得某些公司資訊者，均可利用網站信箱，以電子郵件為申訴或檢舉管道。

註二〇：本案例取材自 INSIGHTS-The Corporate & Securities Law Advisor, Aspen Law & Business, Vol.12, Number 2, February 1998, at10.

註二一：由於此種行為係以投資人為目標，進行人海戰術般的鼓吹、慫恿，宛如蜜蜂群集所發出的嗡嗡聲，因而名之。

註二二：此種手法又稱之為虛擬毀謗 (cyber-defamation of character and corporation)，前註 20, At 12. 如美國一男子於 3 月 22 日在 Yahoo 理財網站聊天室張貼假消息，宣稱朗訊科技第二季財測盈餘將低於分析師預期，由於該文稿係依朗訊公司發佈的第一季盈餘警訊新聞稿形式寫成，使許多投資人誤以為真，紛紛拋出持股，造成當日股票大跌 3.6%，而該男子卻乘機買入六千股，美國證管會會同警方迅速由網路上追蹤該男子所使用之 ISP，將之逮捕到案，即為一例。見 <http://news.yam.com.tw>，中央社，89 年 3 月 31 日。

註二三：有關 day trading 定義："Day traders rapidly buy and sell stocks throughout the day in the hope that their stocks will continue climbing or falling in value for the seconds to minutes they own the stocks, allowing them to lock in quick profits through leverage, but running the risk of higher losses too." 見美國證管會網站，<http://www.sec.gov/consumer/daytips.htm>。

註二四：見前註，at page 5.

註二五：「新上市股可能讓人賠光光」，中時晚報 88 年 12 月 10 日四版。

註二六：如我國和信電訊於 2000 年初在美國 NASDAQ 市場以 GIGA 寬頻之名上市，上市當天即創下收盤價八十二元的天價，顯示初次上市科技股在多頭行情時，投資人購買的熱潮。對於此類高風險股票，應以限價下單方式購買，以免發生意外買賣到價格差距過大的股票。

註二七：Statement by Chairman Arthur Levitt, Securities Exchange Commission On-line Trading, January 27, 1999.

註二八：美國證券主管機關對推薦行為適當性之管理，係依證券交易法第 10(b) 條及第 15c 條與規則 10b-5 及 15c1-2 所謂之「反詐欺條款」(Anti-fraud Provisions)，但前提須證券商之行為符合詐欺要件，而無法規範偏向違反忠實義務的行為。

註二九：如紐約證券交易所 NYSE 規則 405 要求交易所會員（即證券商）應依勤勉原則，盡量瞭解客戶之重要資訊，並掌握各客戶所下的每一筆訂單之款、券數目與流向，及各該客戶證券戶頭之管理狀態。見 NYSE Rule 405 及 Know Your Customer Rule。

註三〇：美國證券商公會於 1939 年將「妥當性規則」(Suitability Rule) 納入其「公平執業規則」(Rules of Fair Practice)，該規則 2310 規定：「對客戶為任何股票買賣、交易之推薦行為，會員公司應對及所為之推薦係基於該客戶所提供之持股資料、財務狀況及財務規劃需求所做之判斷，且對該推薦行為確係適合該客戶之理財規劃具合理的確信。見 SEC, On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace, 1999, at 24.

註三一：1998 NASD Annual Report, at 35.

註三二：CTA 與 NASDAQ 目前為美國即時資訊二大提供者。

註三三：S.95, 106th Cong. (1999) (the "Trading Information Act"); H.R. 354, 106th, Cong. (1999) (the "Collections of Information Antipiracy Act"; and H.R. 1858, 106TH Cong. (1999) (the "Consumer and Investor Access Information Act").

註三四：Exchange Act Release No.27, 445 (Nov.1989) .

註三五：Online Brokerage and trading Apace , at 68. Note 186, OIEA statistics.

註三六：Arthur Levitt, Statement by SEC Chairman: Concerning On-Line Trading (Jan. 27, 1999) <http://www.sec.gov/news/press/99-9txt>.

註三七：其他如證券投資協會（SIA）網站也提供類似功能，債券市場協會（The Bond Market Association）也提供檢查表（checklist），幫助投資人選擇於投資之債券標的，建立債券投資組合。

註三八：目前「網路論壇」的形式，有下列三種：1.網站中設立「聊天室」或討論群組，不限制討論主題，提供一即時（real-time）張貼消息之園地，也供不特定人上網瀏覽所張貼之資訊；2.部份網站以設立留言版（bulletin boards）作為網路訊息中心，所刊載的各類留言與資訊在一定期限後即遭刪除；3.許多網站也提供由專家或特定人士所主持的「講座」，並即時回答網友提問。

註三九：如雅虎（Yahoo!）網站設有投資理財項目，直接點選即可瀏覽已整理過的各類資訊，並可加入雅虎會員，使用其個人投資組合功能。又如 Raging Bull 及 Silicon 的投資人可直接連線至 Datek 網路券商。

註四〇：瀏覽 E*Trade 網頁不須為其客戶，任何人只要於網頁輸入個人基本資料即可成為基本會員，無庸開戶即可取得投資資訊，如欲利用網路下單，再進行網路開戶程序即可。參見 <http://www.etrade.com>。

註四一：SEC v. Gary D. Hole, Jr., Litigation Release No. 16117, 1999 Lexis 781（Apr.21, 1999）。

註四二：Reuters, PairGain Employee Gets Probation, August 31, 1999.

註四三：「版主」為網路討論群組中開闢特定言論專區，並設計特定主題，以供各參與者見此主題發抒己見者。

註四四：該法案主要是修改一九三九年金融服務法中之 Glass-Steagall 法案，打破證券與銀行不得兼業之規定，並對證券、保險、銀行等不同金融行業之資訊流通，訂立資訊防火牆。