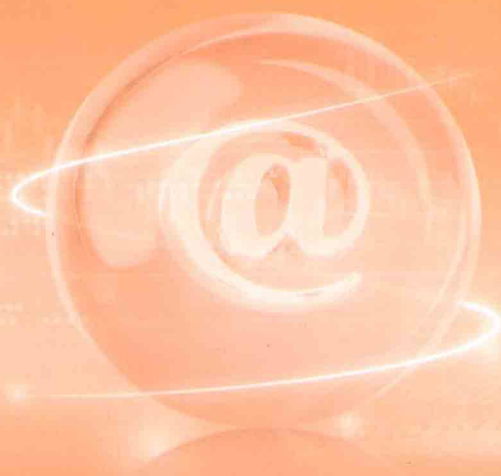


网上证券交易 法律监管问题研究

冯 果 等◎著

Research on the 
Legal Supervision over
Online Securities Transaction



人 民 大 学 出 版 社

网上证券交易 法律监管问题研究

冯 果 等◎著

 人 民 大 学 出 版 社

责任编辑:李春林 申 超(实习)

装帧设计:周涛勇

版式设计:程凤琴

责任校对:吕 飞

图书在版编目(CIP)数据

网上证券交易法律监管问题研究/冯果 等著. —北京:人民出版社,2011.8

ISBN 978-7-01-009967-5

I. ①网… II. ①冯… III. ①互联网络-应用-证券交易-金融监管-证券法-研究-中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 106854 号

网上证券交易法律监管问题研究

WANGSHANG ZHENGQUAN JIAOYI FALÜ JIANGUAN WENTI YANJIU

冯 果 等著

人民出版社 出版发行
(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京新魏印刷厂印刷 新华书店经销

2011 年 8 月第 1 版 2011 年 8 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:23.25

字数:366 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 978-7-01-009967-5 定价:50.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号
人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

目 录

第一章 网上证券交易对法律监管的挑战 / 1

第一节 网上证券交易的产生和发展状况 / 2

一、网上证券交易概述 / 2

二、境外网上交易发展概况及其特点 / 9

三、我国境内网上证券交易发展概况 / 16

第二节 网上证券交易的法律分析 / 22

一、网上证券交易活动主体的法律问题 / 22

二、网络证券的法律性质 / 25

三、关于如何规范网上证券交易行为的法律问题 / 27

第三节 网上证券交易给法律监管带来的挑战 / 27

一、网上证券交易活动的特殊性 / 29

二、网上证券交易对传统交易方式和监管体制的冲击和挑战 / 33

三、网上证券交易活动的技术性风险及法律监管面临的挑战 / 35

第二章 网上证券交易监管的目标、原则及监管体制 / 43

第一节 网上证券交易监管的意义和目标 / 44

一、网上证券交易监管的意义 / 44

二、网上证券交易监管的目标 / 47

第二节 网上证券交易的监管理念和原则 / 51

一、网上证券交易的监管理念 / 51

二、网上证券交易的监管原则 / 55

第三节 网上证券交易的监管体制 / 62

- 一、网上证券交易市场的基本结构 / 62
- 二、网上证券交易的监管主体 / 64
- 三、网上证券交易的监管内容 / 74
- 四、网上证券交易监管的新工具——互联网 / 78
- 五、网上证券交易的法律框架 / 80
- 六、网上证券交易监管机制 / 81

第三章 网上证券交易市场主体及其监管 / 88

第一节 网络证券经纪商市场准入及其监管 / 88

- 一、网络证券经纪商监管面临的新难题 / 88
- 二、市场准入制度及其完善 / 93
- 三、以净资本额为核心的券商流动性风险监管问题 / 106
- 四、券商在网上经纪业务中的信息披露行为及其规范 / 112
- 五、适合性原则在网络券商推介业务中的适用 / 115
- 六、网络券商的内部管理制度及其强化 / 119
- 七、其他必要的监管措施 / 122

第二节 电子通讯交易系统(ECNs)及其监管 / 125

- 一、电子通讯交易系统在海外的快速发展 / 125
- 二、问题与挑战:电子通讯交易系统所遭遇的现实与法律困境 / 131
- 三、艰难而有成效的探索:美国的监管思路与实践 / 135
- 四、欧盟《替代交易系统标准》 / 150
- 五、电子通讯网络交易系统在中国的前景展望 / 153

第三节 证券网上交易背景下的证券交易所变革与我国的选择 / 165

- 一、证券交易所的地位及自律监管功能的诞生 / 166
- 二、ECNs 竞争压力之下的证券交易所变革 / 168
- 三、证券交易所公司化改革带来的自律监管危机 / 171
- 四、公司化证券交易所监管利益冲突的化解 / 175
- 五、十字路口的徘徊:中国证券交易所的现状与变革 / 179

第四章 网上证券信息披露监管 / 187

第一节 网上证券信息披露监管的挑战 / 190

- 一、多样性的网上证券信息披露方式 / 190
- 二、网络时代证券信息披露的优势 / 196
- 三、网络时代证券信息披露监管所面临的挑战 / 199

第二节 “以网络为导向”的证券信息披露监管理念 / 204

- 一、“监管类推”的理论与实践 / 204
- 二、“监管类推”的反思——“监管类推”是一种最优的监管方式吗? / 207
- 三、采用一种新的方法:“以网络为导向”的监管 / 211

第三节 网上证券信息披露原则的变化与调适 / 213

- 一、国际证券委员会组织(IOSCO)对网上证券信息披露原则的提示和说明 / 213
- 二、网上证券信息披露基本原则的反思与重述 / 217

第四节 网上证券信息披露监管方式 / 226

- 一、传统证券信息披露监管方式的困难 / 226
- 二、网上证券信息披露监管方式的调整——以美国的电子信息搜集、分析和检索系统为例 / 227

第五节 网上证券信息披露监管主要法律制度 / 233

- 一、电子公开发行说明书的法律监管 / 234
- 二、网上路演及其监管 / 249
- 三、定期报告的网上披露监管——以可扩展商业报告语言(Extensible Business Reporting Language, XBRL)为中心 / 261
- 四、临时报告网上披露监管——以实时信息披露(Real Time Reporting)为中心 / 271

第五章 网络证券欺诈及法律监管 / 275

第一节 网络证券欺诈的界定、成因及对监管的挑战 / 275

- 一、网络证券欺诈的界定 / 275
- 二、网络证券欺诈的形成原因 / 277

三、网络证券欺诈对证券监管提出的挑战	/ 278
第二节 网络证券欺诈主要形态及其规制	/ 279
一、通过网络推销虚假证券	/ 281
二、操纵市场	/ 285
三、非法劝诱	/ 295
四、冒用名义	/ 301
五、内幕交易	/ 304
六、侵入他人计算机系统进行证券欺诈	/ 314
第三节 网络证券欺诈的民事责任及其承担	/ 317
一、网上证券争议有效解决的前提——证券欺诈民事责任的完善	/ 318
二、网络证券欺诈民事责任的归责原则	/ 320
三、网络证券欺诈民事责任的承担	/ 322
四、网络证券欺诈诉讼与执行制度改革	/ 338
结语:构筑网上证券交易的良好法治环境——电子化时代的资本市场监管及其创新	/ 346
一、互联网技术带给资本市场的深刻变革	/ 347
二、疏胜于堵:欧美各国应对变革的共识	/ 350
三、中国监管实践:谨慎有余,开放不足	/ 354
四、未雨绸缪:以开放的心态和务实的态度应对挑战	/ 356
主要参考文献	/ 360
一、中文部分	/ 360
二、英文部分	/ 363
三、主要参考网站	/ 365
后 记	/ 366

第一章 网上证券交易对 法律监管的挑战

网上证券交易是伴随着互联网技术的发展而产生的一种新兴的证券交易方式。这种交易方式改变了传统的证券交易模式,将计算机网络技术广泛应用于证券交易的各个环节,为证券市场参与者带来了各种便利和好处。自其诞生以来,迅速在世界范围内广泛传播开来,甚至已经有人预言网上交易将在不远的将来替代传统的纸质证券交易方式,成为证券交易的基本手段,虚拟的网上证券交易市场最终也将替代物质性的传统证券交易市场。当然,这毕竟还仅仅是预言,现阶段受各种条件和因素的影响,通过互联网进行的证券活动除了在美国、韩国等少数国家的证券交易市场中占据了显著的地位外,在其他国家,尤其是网络技术不够普及和发达的国家,还处于刚刚起步的阶段。各国对网上证券交易的监管也是随着网上交易的发展亦步亦趋,小心而谨慎。

虽然网上证券交易的最终发展态势并不明朗,但网上交易给证券监管部门带来的挑战却是不言而喻的。监管部门不得不为应对这种新型证券交易方式而对原有的基于传统证券交易方式的法律监管制度给予修改。从世界范围内看,鉴于各国网上证券交易发展程度的不同,各国证券市场监管机构的应对方式和手段各不相同,应变水平也各有高低。比较而言,美国因为其网上证券交易发展得早,普及程度高,其证券监管水平也相对更高,为各国所争相借鉴和效仿;包括我国在内的大部分国家的网上证券交易发展层次并不高,相应的监管也相对滞后。但无论如何,市场监管的方式和手段是随着监管对象的变化而改变的,网上证券交易给证券立法及证券市场监管带来的挑战是世界各国证券监管部门和立法机构所共同面临的问题。

第一节 网上证券交易的产生和发展状况

一、网上证券交易概述

(一) 网上证券交易的概念和基本分类

网上证券交易或称在线证券交易,是指证券交易当事人通过互联网开展的证券交易活动及其他相关活动。^①具体说来,是指投资者通过因特网、局域网、专网等各种网络资源,进行与证券交易相关的活动,如获取即时资讯,分析市场行情,投资咨询,网上委托并利用网络下单到实物证券交易所或网上虚拟交易所,从而实现支付、交割和清算等实时证券交易的买卖过程。网上证券交易有广义和狭义之分,广义上的证券交易包括初级市场(证券发行市场)和次级市场(二级交易市场),狭义的网上证券交易主要是指二级交易市场的证券买卖行为。基于网上证券交易影响的全方位性,本书并非单纯地立足于狭义的交易行为,而是就发行市场和交易市场的交易行为一并纳入考察的范围。

除此之外,网上证券交易参照不同的标准,可以有不同的划分方法,常见的划分标准主要有以下三类:(1)按照电子化的程度不同,分为完全的网上证券交易和不完全的网上证券交易。前者是指证券交易的各个环节全部在网络上进行,投资者足不出户即可完成证券交易的整个过程,目前只有美国等个别发达市场经济国家采取了此种模式,但因其充分的便利性,代表着未来证券交易的方向;后者是指在证券交易的开户、委托、清算和交割等环节中只有其中一部分环节是通过网络进行的证券交易。我国目前实行的是不完全的网上证券交易,其在一定程度上限制了网上证券交易优势的发挥。(2)按照是否需要借助经纪商或做市商等中介机构,网上证券交易可以分为网上直接证券交易和网上间接证券交易。前者指不借助经纪商或做市商等中介机构而直接通过网络下达交易指令给证券交易所或其他交易系统而完成的证券交易;而后者则是指必须借助或委托经纪商或做市商才能完成的网上证券交易。我国目前实行的是间接的网上证券交易。(3)依照进行证券交易的地域范围划分,

网上证券交易可以分为国内网上证券交易和全球性网上证券交易。前者指在本国范围内进行的网上交易,后者指在全球范围内进行的网上交易,由于法律制度上的差异及有关国际清算和交割技术的不成熟,全球性的网上证券交易现在尚未形成。^①

(二) 网上证券交易的兴起

随着各项新技术的发展与应用,人类社会也在不断地发生着改变,人们的生活方式、物质生产和提供服务的模式也随着科学技术的不断进步而日新月异。这其中,计算机网络技术的产生与发展对我们的生活影响尤其巨大。自20世纪70年代开始,互联网对人类社会生活的影响经历了三个阶段,分别是电子邮件阶段、信息发布阶段和电子商务阶段。^② 尽管第三个阶段即电子商务阶段兴起的时间并不长,但其发展非常迅猛。如果说电子邮件和信息公告牌给人们日常的人际交流和信息获取方式带来了革命性的变化,那么,借助于互联网的在线交易则给我们传统的商业活动带来了新的活力和前所未有的冲击。网上证券交易正是在互联网大范围地渗入人类社会商业活动而产生的电子商务交易模式中的一种,是电子商务在证券交易领域中的集中体现,因此,网上证券交易也被称为证券电子商务。在美国,网上交易称为在线证券交易(Securities Trading Online),国际证券委员会组织(IOSCO)的报告则表述为互联网上证券活动(Securities Activity On the Internet)。

网上证券交易最早出现于美国。自20世纪90年代初开始,美国的一些证券公司提出对其证券经纪服务实施全面改善,逐步在其证券经纪业务当中引入网络技术,大大提高了证券经纪服务的效率,为广大的证券投资者所接受。此后规模不断扩大,网络技术的运用也进一步拓展到证券市场的各个领域,运用网络技术的方式也更加多样化。现如今,网络技术在证券市场中的应用不仅表现在证券市场行情信息和上市公司信息的发布和传播,还表现在通过网络提供证券投资咨询服务、在网上直接开设证券交易账户、证券买卖成交

^① 参见齐爱民、冯兴俊、周平、崔聪聪:《网上证券交易法律问题研究》,武汉大学出版社2004年版,第5~7页。

^② 参见孔翔:《网上证券交易与监管》,深圳证券交易所综合研究所2000年研究报告,第18页。

后直接在网上交割等,甚至于证券发行企业可以直接在网络上招募股份开展证券发行活动,并且其在证券市场中适用的领域还在不断扩展,适用的技术更是越来越先进,市场上接受这种交易方式的投资者和证券商也越来越多,市场管理者也基本上认可了这种突破传统媒介技术手段的证券交易方式。

网上证券交易的兴起是券商积极参与市场竞争的结果,最终给投资者带来莫大的好处。网上证券交易能够在世界范围内迅速发展起来,主要是因为其具有一般的证券交易方式不可比拟的优势:首先,网上证券交易代理费用低廉。尤其在互联网普及程度比较高的国家,网上证券交易的交易成本相比于传统的证券交易方式而言要低得多,这一点吸引了大批的个人投资者。第二,基于互联网技术的信息及交易指令传递得更快速、便捷、公平和自由。利用互联网传递证券信息具有覆盖面广、信息量大、种类丰富、速度更快的优势,大大加快证券市场的信息流通速度,缩短证券投资者之间获取证券信息的时间差,提高信息的完备性和有效性;加之互联网的信息传递的特性,使得证券交易在 24 小时内全天候、全地区展开成为可能,实际上延长了市场交易的时间,扩充了市场的容量。第三,券商通过网络向投资者提供的中介服务更好、更具个性化。网上交易在现阶段本身就是提高券商服务质量的重要手段,互联网在为客户提供信息资讯服务方面具有独特、鲜明的优势,它可以为客户提供全面、周到、高效、优质的专业化信息服务,以满足那些不同层面、不同信息偏好的客户的需求。

(三) 网上证券交易发展的层次和类别

目前,在美国,基于互联网的网上证券交易活动包含了三个层次:互联网股票交易经纪、互联网上直接公开发行股票(即 DPO, Direct Public Offer)和网上直接撮合证券买卖(相当于网上股票交易所的电子通讯网络,即 ECNs, Electronic Communications Networks)。^① 其中,基于互联网的股票经纪是现阶段比较常见的网上证券交易形式,其实质就是券商以互联网作为工具向客户提供股票经纪服务,也是我们一般理解的狭义的网上证券交易活动;网上直接公开发行股票这一形式是由美国的一家名为“春街”(Spring Street Brewing)的啤酒公司首创的,1995 年该公司的老板 Andrew Klein 绕过投资银行和证券公

^① 参见孔翔:《网上证券交易与监管》,深圳证券交易所综合研究所 2000 年研究报告,第

司而直接在该公司网站上向社会公众发行公司股票,起初该行为受到了美国证券交易委员会(SEC)的干预,在作了一些技术上的修改之后最终得以完成。此后,相继又有几起成功的互联网网上直接公开发售活动,奠定了网上直接公开发行股票市场的基础,在此基础上还出现了专门提供网上直接公开发行股票服务的中介公司。如今,此种网上证券交易形式在美国已经不算少见。网上直接撮合证券买卖是最具革命性的网上证券交易形式,因为这种形式使互联网站直接替代证券交易所作为证券交易市场的载体,只需有一个网站作为虚拟的证券交易场所来撮合证券交易双方的买卖就可以替代整个证券市场的功能,而不像现今的证券交易所需要巨大物质空间和庞大人力资源支持。这种网上证券交易形式也正是互联网网上证券交易发展的最高层次,但这种形式还没有发展起来,在美国也仅有为数不多的几个私营性的网上交易所。目前,除美国与欧盟部分国家和地区外,网上证券交易主要还是指互联网股票经纪服务形式,这种方式也是世界范围内发展最快、规模最大的网上证券交易形式,我们一般所说的网上证券交易指的也就是互联网股票经纪业务,我们称之为狭义的网上证券交易活动。

依据网上交易佣金管制制度的不同,网上交易可以划分为两种基本交易模式,即自由佣金制度模式和固定佣金制度模式。自由佣金制度模式的特点是以尽可能低的费用折扣来吸引投资者进行网上交易,同时配备实时信息、在线咨询服务等全方位的投资顾问服务。美国在1975年放开了证券经纪的固定费率制而采取浮动佣金制。这就刺激经纪公司必须选择最高效、最经济的服务手段:一方面努力降低运营成本从而可以为客户提供更加优惠的折扣;另一方面努力寻求技术上的支持以提高服务水准来吸引客户。到了20世纪90年代,信息技术得到空前的发展,一些“折价经纪商”通过引进网络技术为客户提供更廉价的经纪服务,于是“超折价经纪商”应运而生。目前,网上交易费用大约是普通证券交易费用的10%~20%,这也是网上证券交易在美国迅猛发展的原因之一。但是在实行固定佣金制的国家,这种低成本优势却因为监管者实行固定佣金费率制度无法显现出来,券商无法自主决定代理价格,网上证券交易在这些国家无法发展起来。日本就曾是一个明显的例子。日本的网络普及程度及相应的技术水平都不逊于美国,但因为很长时间一直都没有放开交易佣金费率,网上交易与一般交易没有佣金费用上的比较优势,这使得

日本的网上交易一直没有发展起来。直到 21 世纪初,日本政府放开证券交易佣金费率之后,网上证券交易才迅速发展起来。目前,世界各国的佣金制度呈现出由固定佣金制向自由佣金制转变的趋势,绝大多数的国家都实行了自由佣金制。而单从网上证券交易的发展角度看,放开网上交易的佣金费率也势在必行。因为网上交易成本远比传统的证券交易要低,建立在一般的纸质交易基础上的固定佣金标准显然不适于网上交易。包括日本、泰国等原本实行固定佣金制度的国家都已经放开了证券交易的佣金费率,一些仍在实施固定佣金制的国家也纷纷准备放开佣金管制。我国已放弃证券交易固定佣金制,于 2002 年 5 月 1 日起开始实行有上下限的浮动佣金制。佣金制度的放开,有利于发挥网上证券交易的低成本优势,促进网上证券交易市场的成长,相信不久之后,固定佣金制下的网上证券交易模式将成为历史。

(四) 网上证券交易商的业务模式

网上交易的诞生从某种意义上说就是证券商为改善服务而在证券经纪服务中引入互联网技术的结果。在网上证券交易发展的早期,网上交易的发展主要是由证券商推动的,监管者对网上证券市场基本上主要还是以被动监管为主,并没有起到引导推动的作用(当然在网上交易发展到一定阶段,监管机构在对网上交易有了一定的了解和认识之后,采取了一些措施和手段,在对网上交易进行监管的同时也在推进网上交易的正常发展)。即便是网上证券交易市场发展到相对比较成熟的阶段,证券商仍然是推动互联网技术在证券市场领域更深和更广泛使用的主要力量之一。证券商的发展往往决定着整个市场的发展,说证券商是网上交易市场的核心并不为过。

市场上提供网上交易服务的证券商的类型各有不同,其利用网络技术提供服务的形式也是彼此有别。整体而言,其使用网络技术主要应用在两个方面,即网上交易平台的建设和网上交易数据的传递。在网上交易系统平台的建设方面,证券商根据自身情况和实际需要可以分别选择三种不同的模式:(1)公共平台模式或接入模式。券商与 IT 公司合作,IT 公司负责建立网上交易的公共平台,多家证券公司接入该平台进行交易。(2)券商与 IT 公司战略联盟模式。券商与 IT 公司一对一的紧密合作。(3)券商自有平台模式。一是券商自建平台模式,即有实力的券商自己建立网上交易网站,提供经纪服务。另一种是券商整体收购 IT 网站模式,该模式下券商整体收购 IT 网站,迅

速构建自己的网上交易平台。^① 这三种模式当中,第一种适合于一些小型的证券商,相当于几个小的证券商和一个 IT 公司结成联盟共同提供网上证券交易。证券商在网络技术方面的投入很低,可以利用其有限的资源集中投入到业务拓展方面去。第二种模式比较适合一些中型的证券商,其本身虽然没有足够的实力自建网上交易平台,或者并不想在网上交易领域投入太多的精力,但可以凭借其在传统证券领域的业务优势将之用于网上的发展。也就是以网络作为其拓展业务的工具。但是这两种模式的缺陷在于券商对证券交易信息和数据的控制非常少,主要的技术控制在与之合作的 IT 公司手中,券商不掌握核心技术,在网上交易市场中也缺乏其核心竞争力。最后一种模式往往为一些大型的证券商所采用,他们也是网上证券交易市场的主要竞争者。拥有自己的网上交易平台,可以自主地开发一系列网上交易的服务内容,吸引更多的客户,他们提供的网上交易服务也会更加专业化,也更加具有竞争力。自主建立网上交易平台的证券商在网上交易的数据流程模式选择方面,主要有两种选择:(1)分散模式。即“营业部+网上交易平台模式”。基于营业部的分散模式是网上交易的初级阶段被普遍采用的交易模式,其最大的缺陷是仍以营业部为主营销渠道,网上交易模式受营业部数量及分布的影响,无法拓展非营业部覆盖地区的网上交易业务。另外,因其发展以营业部为依托,所以也无法大规模减少营业部,降低经营成本。(2)集中模式。即“券商总部+虚拟的网上证券营业部模式”。由券商总部单独设立一个虚拟的网上证券营业部,对网上交易业务实行集中管理。集中式管理,不仅可以对客户保证金进行有效控制,降低经营风险,还可以避免营业部各自为政,搞“小而全”的低水平重复建设造成的投资浪费。集中模式下可根据实际情况形成一个或几个接口统一对交易所。^② 不同模式的选择与证券商自身的需要及市场的发展程度有很大的关系,应该说,伴随着网络技术的进步,证券商利用网络开展证券交易服务的形式还会有所创新,同时也进一步推动网上证券交易市场的发展。

^① 参见贺金凌:《网上证券交易及其发展模式研究(内容提要)》,深圳证券交易所综合研究所 2002 年研究报告。

^② 参见贺金凌:《网上证券交易及其发展模式研究(内容提要)》,深圳证券交易所综合研究所 2002 年研究报告。

(五)我国的网上证券交易活动的界定

中国证监会2000年发布的《网上证券委托暂行管理办法》(以下简称《暂行办法》)是我国目前唯一调整网上证券交易活动的专门规则,规范的是证券商的网上股票委托业务,也就是所谓的互联网股票经纪服务,对其他的网上交易活动形式没有涉及。

《暂行办法》中网上委托具体是指:证券公司通过互联网,向在本机构开户的投资者提供用于下达证券交易指令、获取成交结果的一种服务方式。《暂行办法》的第三条还对“互联网”作了明确的限定,即“本办法中的互联网是指因特网或其他类似技术形式的通用性公共计算机通信网络,不包括证券公司租用公共通信设施建设的专门用于委托业务的电话拨号网或其他形式的计算机网络”。监管机构通过对业务范围和网络形式的限制将我国的网上证券交易界定在一个比较狭窄的范畴内,这其中固然有立法技术的考虑。我国的网上证券交易还处于起步阶段,交易的形式主要还是网上股票委托买卖,监管机构如此规范无可厚非,但显然这仅仅是一个“暂行”的规定。证券市场中出现的互联网上证券活动内容要比监管者规定的“网上证券委托”丰富得多。

《暂行办法》作为我国目前唯一的直接规范网上证券活动的法律依据还显得比较简单,主要只是证券公司就其开展网上委托业务的资格的审查标准,开展网上委托业务应当遵守的基本准则以及一些比较简易的监管措施等加以规定。可以看出就目前状况而言,无论是我们的网上交易市场、证券公司提供的网上交易服务的内容和形式,还是监管机构的监管措施都处于一个初级阶段。但是网上证券交易市场的发展伴随着互联网技术的进步而一日千里,目前市场上出现的大量的网上证券交易活动,远远超过了监管机构的规则约束的范畴,对网上交易活动进行重新界定显得非常迫切。

一般来说,在网上股票经纪业务层次上,广义的网上证券交易不仅包括通过互联网实现证券交易活动本身,还包括通过互联网提供证券信息服务、投资咨询服务、个性化的投资理财服务等等,也就是说在网上委托业务基础上出来的一系列信息增值服务都可以被认为是网上证券交易活动的一部分。但网上交易的内涵从来就不是一成不变的,网络技术的不断发展决定了网上证券交易活动的内容会越来越丰富,作为市场的监管者,证券监管机构应该对网上证券交易的发展给予适时的关注。

（六）国外对网上证券交易活动的关注

目前,随着网上证券交易在世界范围内的蔓延发展,各国监管机构对网上证券交易活动大多有了相当充分的认识,尤其是那些网上证券交易比较发达的国家,已经逐渐发展出一套相对完善的网上交易监管体系。而这是建立在对网上证券交易活动的认识基础之上的。

各国对网上证券交易问题的关注主要集中在互联网对证券市场的发展前景的影响、网上交易的欺诈问题、互联网上的信息管制问题、在网上交易环境中对投资者的教育问题和跨国网上交易服务问题等。国际上对网上证券交易的认识不仅仅局限于互联网上的证券交易行为方面,而是包括一切在互联网上进行的与证券有关的活动。因此,国际证券委员会组织(IOSCO)称之为互联网上证券活动。

各国在考察了网上证券活动的诸种表现之后,得出互联网对证券市场的影响不像人们最先设想的那样带有极强的颠覆性,监管机构在经历了最初的恐慌之后认识到互联网引入证券市场是社会发展的必然,而只要很好地监管和利用,互联网会给投资者、证券行业甚至证券监管带来莫大的益处。在这个认识的基础上,各国已经普遍将关注的重点放在如何防范和降低网上交易环境中的证券风险方面。根据IOSCO的报告,称网上证券交易环境中的风险可以分为两种,一种是证券市场中固有的但是被互联网提升的风险包括操作风险等;另一种是互联网带来的风险。而从监管者的角度看,风险主要在于网上欺诈方面,包括投资者接受网上的欺诈性信息等。学术界也比较关注这个问题。另外,就是跨国交易问题,互联网作为一种便捷而廉价的工具使得券商在全球范围内提供证券服务更加容易,而如何推动和监管此类活动成为各国监管机构非常头疼的问题,尤其是关于统一市场标准方面,尽管方案繁多,却很难获得统一。

二、境外网上交易发展概况及其特点

（一）美国

美国是世界上最早发展网上证券交易的国家。1995年,客户首次通过互联网完成交易委托,短短5年时间,网上交易发展迅速,已经成为美国市场上一种重要的交易方式。1996年全美国大约有330万个网上金融交易账户,此后3年每年的增长速度达到61%,2000年达1400万个。1997年网上股票交易

额占全美股票交易额的14%,是前两年的2倍以上。2000年初SEC一项研究表明:美国大约有160家经纪商提供网上交易服务,网上交易量每天超过50万笔,网上交易的客户超过730万,网上经纪的资产超过10000亿美元。

美国的券商是推动网上证券交易发展的主要动力。摩根斯坦利添惠(Morgan Stanley dean witter)控股的Discover Brokerage Direct公司,从1995年8月开始提供网上证券经纪业务,是全美最早提供互联网经纪服务的券商之一。美国最大的互联网券商嘉信理财(Charles Schwab),在1995年对计算机网络的了解几乎为零,1997年秋才开始涉足互联网经纪,1998年末其每周的互联网经纪额超过2000亿美元,占其总经纪量的一半以上,占美国互联网日经纪量的30%,其客户总数高达550万,客户总资产为1443亿美元。美国传统的证券商美林(Merrill Lynch),于1999年6月宣布开启其互联网经纪业务,而此前美林在1998年还曾抨击说网上交易将对“美国人的财经活动构成严重威胁”。继美林之后,摩根、所罗门联邦(Salomon Smith Barney)、潘思·韦伯(Pain Webber)等传统大型券商相继开展互联网经纪业务。如今美国券商网上经营模式主要有三种,即传统经纪商兼网上经纪商模式(如美林)、折扣经纪商提供的网上经纪业务(如嘉信)以及纯粹网上经纪商模式(E-trade)等三种模式。“美林模式”主要特点在于传统的老牌证券商凭借其专业化的经纪队伍和庞大的市场研究力量,在占据传统证券交易市场巨大份额的同时,介入新兴网上交易市场,为客户提供多种理财服务和交易手段;“嘉信模式”特点在于公司以网上交易为突破,同时为投资者提供网上交易、电话委托及店头交易服务,其没有美林等老牌券商的庞大的传统业务资源,就把发展的重点放在通过技术手段创新服务模式,有效降低成本,提高服务质量上面;“E-Trade模式”实质就是纯粹的网上券商,所有的证券的交易都在网上进行,以Web的方式提供纯虚拟的投资与服务,公司自身没有有形的营业网点存在。其特点是用比较低的折扣佣金吸引对价格在意而对服务要求不高的自助投资者。因为其没有营业网点,运营成本非常低,价格成为这类公司的主要竞争手段。^①

^① 参见《美国网上证券交易发展现状与启示》, <http://www.ebo.net.cn/list.asp?Unid=>