

前 言

一、趋势与问题

近年来，信息技术迅猛发展，英特网的出现给证券业带来了无限的商机。在线券商则站在信息革命的最前端，早已看好了这一商机对他们的意义所在。有报告预测 1999 年在线券商的资产到 2003 年将增长 7 倍以上（从 4150 亿美元到 3 万亿美元），1997 年开立的 370 万在线账户，到今年二季度约增长了两倍，达到 970 万。

最近几年在线交易量急剧增长。1996 年第二季度，在线交易量每日不超过 10 万，而 1999 年第二季度则超过 50 万。1999 年第一季度，在线交易的股票数量占全部股票交易量的 15.9%。

在线经纪的重要意义在于，它极大地改变了推动市场前进的动力，导致了电话发明以后个人投资者与其券商关系的重大转变。投资者第一次（而且以后将永远如此）能够从自己舒适的家中获得与市场专业人士同样多的金融信息：包括新闻与市场数据。其次，在线经纪可向投资者提供分析信息的工具，如分析报告、计算公式和投资组合分析。再次，在线经纪能够使投资者利用所

获信息对市场做出迅速反应。

总体来讲，市场变化的速度和强度使得投资者能够更为直接地参与这个市场。然而技术进步在给投资者带来便利的同时，也给市场、给监管者带来一系列的问题。这份报告所提出和讨论的问题有：

1. 证券经纪业的未来会是怎样的？它将朝何处发展？

报告就在线投资者和在线经纪公司的成长与活动提供了许多统计数字，报告还对当前在线经纪业务的各类产品与服务进行了描述。最后，报告综述了证券业的各种发展趋势，即：（a）在线投资不断增长，这将迫使传统的经纪公司提供在线服务；（b）在线经纪的增长如何影响服务性公司的业务开拓；（c）公司如何不断开发新技术以提供自动的，但富有特色的在线咨询。

2. 监管者在监管在线经纪适当性责任方面面临哪些挑战？

适当性责任是指经纪—交易商在向客户进行投资推荐时应尽的责任，即所推荐的产品对客户来说必须是适当。为履行适当性责任，注册代表必须对它的客户提供一项投资推荐。然而在在线环境中，明确推荐的内容是否适当是很困难的。由于数据挖掘技术使得在线公司可随意制作信息并提供给客户，在线经纪适当性的确定已成为急待解决的问题。

3. 信息技术对在线经纪公司的业绩有哪些影响？对经纪人是否按最优价格成交的影响又如何？

按最优价格成交要求券商在为客户交易时选择最有利的时机和条件。虽然市场结构与技术的变化影响着券商尽此义务的程度，但是美国证监会仍声称券商必须严格履行这一责任，券商必须根据价格的变化与市场的变化评价诚信义务的质量。过去的三年中，发生了这样一些重要事件：(a) 线上经纪不断增加；(b) 以十六分之一美元报价的趋势；(c) 指令处理规则的实施；(d) 指令传送技术的进步已影响了经纪公司按最优价格成交的质量。

4. 线上投资者对市场信息的需求如何影响着实时数据的价格？

联邦证券法赋予了证监会在证券报价信息和交易信息方面极大的监管权限。证监会必须确保市场参与者与公众能够公平地、合理地获得这些信息。当前，互联网络已能够将实时信息广泛地传播给公众，在线经纪的兴起也使得投资者对市场数据的需求量大增。由此而产生的问题是：(a) 散户是否为获得信息付价太高？(b) 应有多少数据资产该由自律组织操作？

5. 公司如何保证自己有能力满足在线交易的系统容量？

以往在线经纪公司都经历过系统迟滞或其它问题，这个问题影响了它们的客户输入指令。虽然证券业已在努力改进系统容量问题，证监会在接到的投诉中最多的还是在线交易的客户，他们抱怨不能进入公司的系统。在线公司都在以不同的方式增加，公司也开始针对其系

统的迟滞和停滞风险对客户进行了披露。

6. 在线客户需要接受怎样的投资者教育？

投资者教育是保护投资者的重要手段。由于在线经纪公司与其客户间越来越少的人工干预，提供投资者教育对公司来讲即成了具有挑战性的课题。现在的投资者可以无须券商的指导便可从网上取到大量的金融信息。对在线投资者进行教育主要应教给投资者如何进行在线交易，在线交易的最佳时间和地点。同时证监会应利用互联网这一重要资源广泛地向投资者传播投资者教育的材料。

7. “网络聊天室”或在线讨论组对监管的挑战如何？

在线讨论组具有教育投资者、凝聚投资者的功能，反过来讨论组也可能为欺诈行为提供场所。许多发行人监控着在线论坛，注意有关自己公司的消息，然而一旦谣言出现，他们一般不去澄清，怕由此会制造更多的麻烦。发行人常常是到法院揭开“匿名”传谣者的面具。

经纪—交易商通常不支持自己网站开设在线论坛，仅有少数交易商站点开设了讨论组。

8. 公司如何才能保护自己在在线客户的个人信息隐私权？

在线客户现在越来越关心他们的私人信息隐私权。由于在线公司的数据挖掘能力一增再增，也由于金融集团的数目也不断增加，客户们便开始担心这些机构会打他们个人信息的主意。于是，在金融现代化的法规辩论

中，控制客户个人信息的论题始终是一个热门话题。Gramm - Leach - Bliley 法案要求证监会和其它监管者采纳一些保护隐私权的特别条款。现在看来，如何保护客户隐私权的讨论还将持续相当长的时间。

9. 券商应该怎样补偿互联网上的金融门户网站？

被称之为门户网站的站点是通向互联网的通道。门户网站每天都吸引着数以百万计的读者。最著名的门户网站有：Yahoo!，Finance，America Online，Quicken.com 与 Microsoft Money Central，实际上门户网站已成为券商争相吸引在线投资者的角逐对象。此外，门户网站也已成为联接券商与客户间的重要中介。已有不少券商与门户网站站点签了付费协议，每当门户网站为券商联接上一位投资者，券商付连接费，或者提前付一笔费用。

二、结果与建议

1. 关于适当性责任问题

圆桌会议的代表们大都持有传统的适当性观念。但代表们建议有关责任的规定不能仅针对少数在线经纪，而应针对所有做经纪业务的券商。虽然未就此建议达成一致意见，但大多数代表希望监管者提供明确划分的分类表或有关指引。要解决这一问题涉及到几方面的考虑：第一，监管人员如何定义在线推荐的概念？网上推拉技术难以回答这一问题。第二，监管人员需要考虑定义在线经纪适当性行为可能会影响信息的流动和客户对

信息的检索。虽然一些人辩论到：互联网给投资者（通常称为客户）太多的信息，投资者也许不希望某类信息流受到限制，尽管他们可能接受一些不当的投资建议。

报告建议证监会：

(1) 就以下三方面在证券业内进行调研：

(a) 数据挖掘产品的作用与特点

(b) 数据挖掘产品会向经纪公司提供何种信息

(c) 客户是否明白公司向他们提供的信息是商业化信息

(2) 证监会或自律组织应研究经纪公司向客户提供的服务中哪些是来源于数据挖掘而得信息。

(3) 与自律组织协作，向业内提供在线适当性责任的指引。本报告在适当性一章有各种方案和相关的分析。

2. 关于按最优价格成交问题

在当前的市场结构中，技术已成为影响券商按最优价格成交的关键因素和具有重要意义竞争因素。事实上，技术为公司提供了传送指令，完全履行诚信义务的最佳机会。在圆桌讨论会上，许多在线经纪反复强调执行客户指令的速度和方式是券商尽诚信义务的重要因素，应得到重视。此外，一些代表提出疑问，即在线客户是否真正懂得他们的经纪人传送指令的决定影响着执行过程的总体成本。

报告建议证监会：

(1) 鼓励证券业明确表达出今天的市场环境中券商

尽诚信义务的那些较重要的因素（如速度与方式）。

(2) 考虑要求市场中心将券商尽诚信义务的不同因素做为统一的信息。

(3) 考虑要求券商以浅白语言向客户提供如下信息：

(a) 有关不同市场中心的执行指令的质量

(b) 券商执行、处理指令的实际情况

(c) 引导客户接收券商才能收到的指令信息流

(4) 评估指令传送技术对券商尽诚信义务、对投资者及市场的潜在影响。

3. 有关市场数据的问题

报告简要叙述了散户使用市场数据的价格现状。圆桌会议代表们大都赞同可以用互联网重新评价传递实时数据的价格模式。然而代表们意识到证券业必需投入一定成本来进行收集与传播市场数据的基础建设，并维护其基础建设。

报告对证监会的建议是：必须鼓励市场以最广泛的形式向投资者传送实时市场数据，还必须评价市场数据当前的价格模式是否符合联邦证券法的精神。报告还建议证监会在发布的市场数据概念性公告中专门论及这一问题。

4. 关于系统容量的问题

在圆桌讨论会中，代表们认识到系统偶然失效是不可避免的，但他们表示已在采取对策，保证系统正常运转。报告提议证监会应关注券商采取何种方式以保证系

统的容量和能力。报告建议证监会考虑要求券商：

- (1) 制定并定期测试应急计划
- (2) 保留主要系统的输出纪录
- (3) 定期检测系统并加以评估
- (4) 在新的会计文件中用浅白语言披露系统迟滞和停滞的风险

报告还鼓励证监会重新制定券商操业能力的规定。

5. 关于投资者教育的问题

报告对投资者教育的现状做了综述，对改进现状提出了一些建议，反映了圆桌代表们的意愿，即希望以自己的站点吸引客户，在网站上对投资者进行教育。报告指出，了解在线经纪客户的行为将有助于找到向投资者传递教育资料的最有效方式。

报告建议到：

- (1) 券商应与证监会协同进行投资者教育
- (2) 证监会应研究在线投资者的行为，以决定在互联网上进行投资者教育的最佳时间和地址

6. 关于在线讨论组的问题

报告对在线讨论组进行了描述，对在线讨论组给发行人、市场参与者和监管者带来的挑战进行了描述。圆桌会议围绕两大问题进行了讨论：(1) 在线讨论组的传言问题；(2) 券商网站是否应设在线讨论组。

报告建议：

- (1) 证监会应鼓励研究人员研究与分析在线聊天室关于公司报价的讨论

(2) 开设了在线讨论组的券商应考虑采纳某些好的措施以防止投资者误导。

7. 关于隐私权的问题

报告主要简述了 3 方面问题：(1) 近年来人们对在线隐私权的关注；(2) Gramm - Leach - Bliley 法案对隐私权的规定；(3) 关于在线隐私权政策的调查。圆桌会议主要讨论了在线经纪公司如何保护投资者隐私权的问题。

报告建议证监会：

- (1) 对在线经纪公司的信息收集活动进行评价
- (2) 确定某些因素，用以进行隐私权的研究

8. 关于门户网站的问题

圆桌讨论会议集中讨论了向门户网站付费方式的问题。特别需指出的是：代表们表示他们想在开户数额基础上向门户网站付费，因为这些客户是通过门户网站连接进券商站点的，此种计费方式是典型的其它商业机构向门户网站付费的方式。但联邦证券法禁止那些未注册的券商收取证券交易费用。报告建议证监会考虑一个替代的办法，使那些未注册的券商或实体得到适当的收益。

三、结论

信息技术为证券业、为证监会开创了一个令人振奋、令人面对挑战的时代。如报告所论及：互网络上网上交易已无处不在。报告向证监会全面评价了信息时

代所存在的主要问题。虽然在这个领域处处立规还为时过早，但报告已向证监会突出展示了投资者与证券业所面临的关键性问题，报告对如何解决这个问题提出了建议。

证监会的工作人员已行动起来，想方设法地帮助经纪公司履行对客户的责任，使经纪公司（无论是在线或离线的）能够提供有效的客户服务，尽诚信义务，提供高质量的信息披露和尽责的投资咨询。证监会人员将通过检查、监控、稽查和投资者教育的方式，对不断进步的技术挑战作出迅速的反应和果断决策。这表明：信息技术在进步，美国证监会的监管模式也将跟进。

在线经纪的发展趋势

电子经纪加快了个人投资者进入互联网 (Internet) 的步伐。20 世纪 80 年代中期, 一些券商向客户提供软件和直接拨号方式, 使他们能够通过个人电脑提交指令^①。90 年代初, 少数券商教会客户通过专用电脑网络发出指令。到 1995 年, 券商开始引入第一套系统使客户能够通过因特网提交指令。目前美国大约有 160 家券商提供在线交易^②。不到 5 年的时间, 在线经纪已成为零售经纪交易的一个重要渠道。

一、目前状况

1. 统计概况

a. 在线投资人

根据投资公司学会 (ICI -- Investment Company Institute) 及证券业协会 (Securities Industry Association) 对美国证券所有权的一项调查, 进行在线证券交易的投

^① In response to the development of such systems, the Commission issued a release that anticipated many of the issues facing on-line firms and investors today, such as suitability and access to market data. Exchange Act Release No. 21, 383 (Oct. 9, 1984), 49 Fed. Reg. 40, 159 (1984). [hereinafter Computer Brokerage Release].

^② See Appendix 1 for a list of on-line broker-dealers

投资者比运用公司传统服务的投资者更年青并更富有^①。在线投资者平均年龄为 41 岁，平均家庭收入为 73,800 美元，平均家庭金融资产 229,000 美元。与其它投资者相比，他们大多受过大学教育，典型的在线投资者拥有 127,600 美元的证券资产^②。ICI 和 SIA 估计 1998 年只有 11% 的个人证券交易（或占有所有证券持有人的 5%）是在网上完成的^③，而 1999 年 SIA 年度调查中，18% 的投资者回答他们在 1999 年利用因特网买卖证券，这个数字较 1998 年上涨了 10%。^④

b. 在线账户

美国 Bancorp Piper Jaffray 估计 1999 年 2 季度末有 970 万在线账户，较 1997 年的 370 万和 1998 年的 730 万大大增加。若减去重复账户，Piper Jaffray 估计约有 580 万在线交易者^⑤。Jupiter Communications 估算，1998

^① ICI and SIA, *Equity Ownership in America*, Fall 1999 at 29 [hereinafter ICI/SIA Survey].

^② These statistics generally concur with the on-line customer demographics offered by several roundtable participants.

^③ ICI/SIA Survey, *supra* note 3, at 31.

^④ Yankelovich Partners, *1999 Annual SIA Investor Survey: Investors' Attitudes Towards the Securities Industry* Nov. 1999 at 33 [hereinafter 1999 Annual SIA Investor Survey].

^⑤ U. S. Bancorp Piper Jaffray, *On-line Financial Services Update* (Sept. 1999) at 11. See also Rebecca Buckman, *Firm Pegs Accounts in On-line Trading* at 3.7 Million, *WALL ST. J.*, Mar. 25, 1999, at B10 (discusses discrepancy between Forrester Research and Gomez Advisors, which reported 3.7 million and 7.3 million on-line brokerage accounts, respectively).

年在线账户上的资产已达 4150 亿^①。

c. 在线交易额

在过去的几年里，在线证券交易额大幅增长，Piper Jaffray 报告显示 1999 年 2 季度日均在线交易 547,500 个。然而 1999 年 2 季度在线证券交易额增长明显放慢。随后，3 季度在线交易额第一次降低^②，而 4 季度则再一次增加^③。

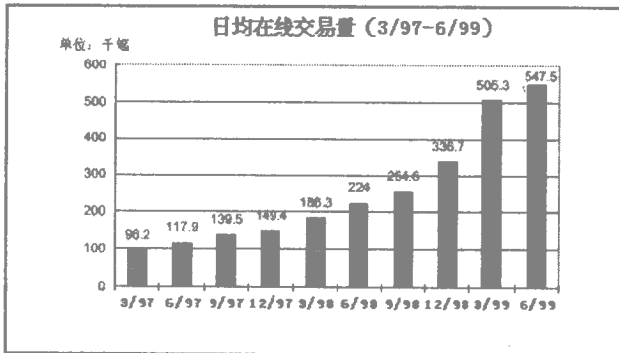


图 1-1

不仅在线证券交易额增长，其在证券交易总额中的比重也在日益增加。CS First Boston 报告显示，1999 年

^① Jupiter Communications: \$ 3 Trillion in Assets by 2003 in Online Brokerage Accounts, But Customer Service Still Lacking, Sept. 1, 1999 < <http://www.com/jupiter/press/releases/1999/0901.html> > [hereinafter Jupiter Report]

^② See Credit Suisse First Boston (“CS First Boston”), On-line Trading Update: Volumes Weak in July (Aug. 3, 1999).

^③ See Online Brokers Jump as Analyst Points to Higher Trading Volumes (Nov. 12, 1999) < <http://www.dowjones.wsj.com/archive/gx.cgi/AppLogic+retrieve?id=ON-CO-19991112-000601.djml&d2> >

1 季度近 1/6 (15.91%) 的证券交易是在线进行的^①。在过去的三年中，在线交易额增加了两倍。

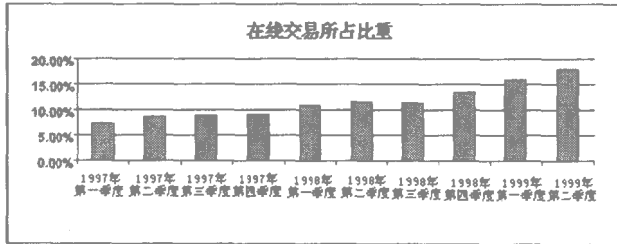


图 1-2

在线交易在零售投资者的全部证券及期权交易中所占百分比更大。Piper Jaffray 估测 1998 年在线公司处理了证券和期权零售交易总数的 37%。^②

d. 在线市场份额

虽然 160 多家公司提供在线交易，但目前仅有少数公司占据市场。市场新人者，有 Merrill Lynch, Paine Webber 及美国快递。它们的进入，毫无疑问地，将改变

^① CS FIRST BOSTON, ON-LINE TRADING QUARTERLY; 1ST QUARTER 1999, June 1999 at 4 [hereinafter CS First Boston On-Line Trading Quarterly]

^② U. S. Bancorp Piper Jaffray, On-line Financial Services Update (Mar. 1999) at 1.

目前在线交易市场的份额^①。

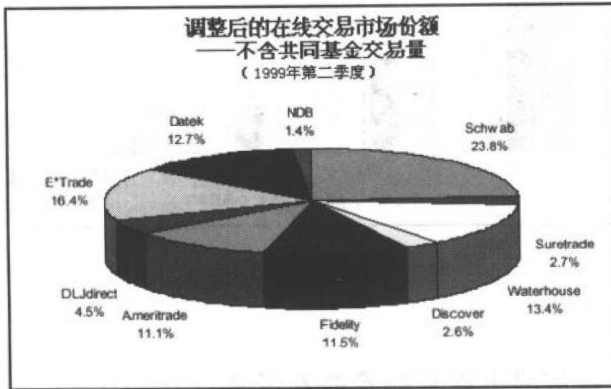


图 1-3

e. 在线交易费率

在线交易的头几年，在线公司间的竞争使交易费率大幅降低。排名在前十位的在线公司收取的平均交易费目前稳定在每笔交易 15.75 美元，一些在线公司甚至将交易费率降得更低，特别是对那些交易最频繁的客户。

^① See, e. g., Rebecca Buckman, American Express Plans to Overhaul, Relaunch On-line Brokerage Operations, WALL ST. J., Oct. 6, 1999, at C7; Joseph Kahn and Patrick McGeehan, Morgan Stanley to Offer On-line Trading to All its Customers, N. Y. TIMES, Oct. 18, 1999, at C1; Ruth Simon and Charles Gasparino, Full-Service Brokers Complicate On-line World, WALL ST. J., Oct. 19, 1999, at C1; Charles Gasparino and Rebecca Buckman, Horning In: Facing Internet Threat, Merrill to Offer Trading On-line for Low Fees, WALL ST. J., June 1, 1999, at A1; Walter Hamilton, Rivals' Ranks Grow in On-line Trading Field, L. A. TIMES, Oct. 21, 1999

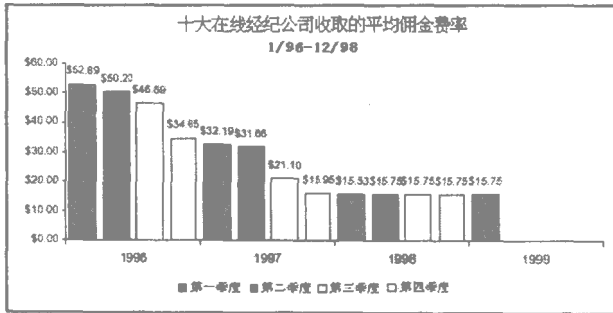


图 1-4

2. 目前网上提供的产品及服务

在线投资者可以点击公司网址，一般来说，可以免费找到市场数据，历史曲线图，证券分析（如分析报告、行业报告、收益估算、综合图表、新闻故事），股票及互助基金视窗、资产分配、互助基金超级市场产品、互动计算器以及定制的网页。

在线公司提供的交易品种包括证券、互助基金、上市期权、固定收入证券。许多在线公司还提供接驳 IPO、闭市后交易及开市前交易的服务，投资者可通过个人电脑，也可通过无线通讯工具（如 BP 机或个人数字助理）接收这些信息。另外，投资者可以在线获得以前得不到

或很难获得的信息，如有关对冲基金^①，代理人授权记录^②，互助基金投资记录^③，固定收益证券的日常价格信息及公司发行人^⑤的信息。

二、在线经纪的趋势

1. 不断发展的在线通道

行业分析认为在线经纪账户及账户资产将持续增长。Forrester Research 预测到 2003 年 970 万美国家庭将通过 2040 万在线账户处理 3 万亿美元的交易^⑥。Jupiter Communications 预测 2003 年，2030 万家庭将在线交易，使整个在线账户资产达到 3 万亿美元^⑦。根据 1999 年 SIA 投资者调查报告，28% 的回答表示他们很可能或有

① Site Offers Research on Hedge Funds, AM. BANKER, Sept. 22, 1999, at 9 (discussing www.hedgeworld.com, which intends to be clearing house for data and discussion for hedge funds).

② See Patrick S. McGum, CalPERS Unveils New Governance Web Page, ISSUE ALERT, Feb. 1999, at 5.

③ Jeffrey M. Laderman, A Mutual Fund that Lets it all Hang Out, BUS. WK., Sept. 27, 1999, at 126 (Open Fund posts on its website every trade that it makes).

④ See, e. g., The Bond Market Association <<http://www.investinginbonds.com>> (visited November 15, 1999); Toddi Gurtner, The E - Bond Revolution, BUS. WK., Nov. 15, 1999, at 270.

⑤ See National Investor Relations Institute (NIRI) Releases Follow - Up Survey on the Growing Use of Communications Technology in the Practice of Investor Relations (visited Nov. 1, 1999) <<http://www.niri.org/publications/alerts/ea051898.cfm>>.

⑥ Forrester Research, Net Investing Goes Mainstream (visited Nov. 1, 1999) <<http://www.forrester.com/ER/Research/Report/Analysis/0,1338,5876,FF.html>>.

⑦ Jupiter Report, supra note 8. In this same report, Jupiter Communications predicts that 80 percent of revenue will come from interest, fees, and non - transaction services by 2003, up from 36 percent in 1998. It expects the number of trades and resulting commission revenues generated per household to drop by 2003. Id.