



# 因特网证券交易与投资者保护

——美国发生的争论及对中国的启示

□徐长青

1996年,美国瑞古得公司(Real Goods Trading Corp.)致信美国证券交易委员会,请求允许其为自己的公司普通股设立一个因特网证券交易系统,并免除相关登记义务。对其请求,后者以“不采取行动函”的形式予以批准。然而由此却在美国引发了一场争论,本文试从其争论中探寻中国证券业应用高科技与保护投资者的途径。

## 一、因特网证券交易系统的提出

自从20世纪50年代证券业开始应用电子技术以来,证券业经历了计算机单机使用、机构内部联机、证券机构之间联机以及最终与社会联机构成网络化时代四阶段。近年

来证券业正经历着从证券交易机构之间的电子化向证券交易网络化方向发展的阶段。1996年6月,美国瑞古得贸易公司致信美国证券交易委员会,请求为自己的普通股设立一因特网交易系统,并免除《1993年证券法》中对证券要约、出售进行登记的义务。其理由是瑞古得公司股票自1994年在太平洋交易所上市以来,由于交易量较低而一直难于流通,借助因特网交易系统有利于提高其交易量并降低成本。但是如果依法对系统上的买卖履行登记手续的话,则又会耗费大量时间和财力而导致成本增加。至于该交易系统,瑞古得公司则强调它将具有以下特点:1、它将发挥像公告牌

(bullet in board)一样的功能,在互联网上发布有关瑞古得公司股票预期交易方的信息(包括姓名、地址、电话号码、e-mail地址以及每个预期投资者所要买卖股票的日期、份额和价格)。有关各方可以通过因特网将其信息直接传送到瑞古得公司网址,也可以通过电话、传真或e-mail告知瑞古得公司,再由后者把这些资料输入系统;2、所有证券交易均由买卖双方直接接触实现,因特网本身并不执行任何交易;3、买卖双方达成协议后,既可以自行清算交割,也可以通过第三方股票过户代理人(通常为银行)来完成。

## 二、证券交易委员会“不采取行动”立场

对于瑞古得公司的请求,美国证券交易委员会负责执行证券法的三个独立部门回函说,如果公司确实按照其申请中所述方式运营该系统,他们将不会建议委员会采取执行措施,此即所谓“不采取行动函”(no-action letter)。一般认为,“不采取行动函”就是证券交易委员会对某些关于特定事项的私下问询所做的批准。但同时证券交易委员会也要求:1、瑞古得公司要保存有关进入系统的屏上通知,包括宣布“瑞古得公司不是经注册的全国证券交易所,也非证券分析人、交易员或投资顾问”的否认声明,以及“所有适用的联邦及州证券法(含反欺诈和反市场操纵规定)对利用本系统的要约和交易适用”的通告。2、瑞古得公司必须保存所有进入该系统的开价记录,以便必要时向证券交易委员会和瑞古

得公司证券上市的规范市场披露。3、瑞古得公司所作宣传必须符合其申请书中所作的陈述。4、除非法律另有规定,瑞古得公司及其附属机构不得利用因特网交易系统买卖本公司股票。5、瑞古得公司及其附属机构不得因为运营该系统或者提供有关买卖瑞古得或其他公司证券的信息而收取报酬。即在符合上述条件下,美国证券交易委员会不反对瑞古得公司依其申请运营因特网交易系统,也不要求瑞古得公司按《1933年证券法》规定对系统上买卖进行登记。

## 三、证券交易委员会立场引发的争论

美国证券交易委员会“不采取行动”的立场,使投资者得以借助因特网交易系统而绕过证券经纪人直接与其他投资者接触和交易,因而实际上是通过非正式同意因特网作为新的中介工具而迈出了淘汰证券经纪人的第一步。对此,在美国引发了较大的争论。

对因特网持批评态度的人认为,证券交易经纪人在保护投资者方面一直发挥着“缓冲器”的作用:一方面,经纪人处于证券市场与投资人之间,在很大程度上可以把证券市场与那些企图以非法手段操纵市场的投机者隔离开来;另一方面,经纪人比普通投资者要善于选择证券或进行投资组合,也能够把复杂的资料转换为可被理解的信息,从而帮助投资者做出需要专业知识的选择。因此,缺少经纪人参与的因特网交易不利于保护投资者。而且当投资者与其他个人投资者或

第三方股票过户代理人结束交易时仍存在潜在的风险,因为证券价格在较短的时间内就可能发生显著的变化,而一些不诚实投资者就可能在达成协议之后和寄出股票或价款之前,仍观望相关证券的价格以另谋私利。在实践中,利用因特网销售虚假证券或散布误导信息以抬升股价的事件也时有发生。所以,因特网证券交易严重削弱了对投资者的保护,而美国证券交易委员会的立场表明,它已放弃了保护缺乏经验的投资者这一首要任务。

证券交易委员会及其他主张推广因特网证券交易的人则予以反驳,认为批评者高估了因特网交易的负面影响。理由是:1、因特网交易系统淘汰的是传统经纪人,即凭其证交所会员资格帮助投资者买卖证券并收取佣金的经纪人。而随着证券交易的网络化,网上经纪人也必然出现,投资者仍可以借助其建议做出投资决定。2、因特网使大量信息资源得以即时共享,从而有利于提高市场的透明度和交易的公平性。3、不断革新的金融安全技术使证券监管部门的监控能力不断增强,证券欺诈及市场操纵行为并不会因因特网交易系统的应用而大量增多。更重要的是,即使在保护投资者方面可能会面临不少问题,因特网交易也将有助于资本市场的两大转变:其一,资本市场将更容易进入。这对小企业来说尤为重要,因为小企业股票之所以难以进入资本市场,很大程度上是由于它们在人们印象中缺乏流动性、难于兑现造成的。而网络交易将增加证券流动性的预期

会使小企业股票对投资者更具有吸引力,至少可以部分缓解围绕小企业的资本压力。其二,市场运行会更高效率。有序市场机制的目标在于尽可能高效地撮合买卖双方,并不断降低交易成本。而在传统交易模式下,投资者必须接受经纪人的中间服务才能实现交易目的。在20世纪90年代初期,美国机构投资者买卖证券所承担的交易成本达每股0.09美元(占总本金的0.24%),而其中经纪人佣金竟占每股0.07美元(占总本金的0.18%),构成交易成本的主要项目之一。因特网证券交易正是要通过让交易者直接接触而免除此项开支,所以较早推广因特网证券交易系统最终会使投资人受益,也有利于保持美国在证券业的国际领先地位。

#### 四、美国发生的争论对中国的启示

因特网证券交易在美国引发的争论,反映了高科技手段应用于金融领域所具有的两面性:一方面,利用因特网改革金融业务的传统处理方式能够降低成本、提高效率,从而促进一国金融业的成熟与发展;另一方面,金融业的脆弱性与金融业的发达程度成正比,如果金融监管不能随着因特网的应用而加强,也必然会危及金融业的健康发展。因此,我国既要大胆进行金融革新又要扎实地加强金融监管,以迎接网络化时代的挑战。

具体到我国证券业而言,我国必须顺应国际证券业的发展趋势,加快网络化建设进程。从美

国春街公司1996年在因特网上发行股票,到瑞典Scarab公司让投资者在其网址上登记、开户,从日本大阪证交所、经济新闻社与(美)奥普蒂马克公司合资在日本推广网络交易系统,到法国期货交易电子化后关闭交易大厅,都表明瑞典得公司设立的因特网证券交易系统将得到广泛应用。然而,由于我国技术上没有全面采用广域网络的TCP/IP协议,也没有利用互联网管理方式和网地分配体系,我国目前使用的证券交易及清算管理系统只是将原手工方式的操作进行电子计算机化处理(投资者只不过是利用因特网通过券商网上交易系统进入实物交易所进行交易),加上我国因特网的国际出口宽带较窄且上网速度慢、费用高等不足,都使我国全面实现因特网证券交易面临困难。因此,加快我国电信基础设施建设刻不容缓。

然而我们也应看到,网上证券交易使证券市场的属性差别和地域间隔逐渐模糊,证券业的非中介化特征也日益明显,这使投资者保护方面面临许多新问题。相应地,加强因特网证券交易监管、树立投资者信心就成为我国的必然选择。对此,笔者认为应着手解决好以下几方面问题:1、金融主管部门和各金融机构间的分工协作、互相配合。在世界金融机构向混业经营方向发展的趋势下,我国商业银行、保险公司等金融机构也终将获准开展证券业务,而因特网证券交易又会形成全球性的交易市场,由此引发的

跨国金融犯罪也势必增多。因而我国金融主管部门既要与各国主管部门加强合作,又要与国内各金融机构彼此支持,探寻防范因特网证券交易风险的有效途径。

2、网络信息安全技术的应用与革新。因特网的全球性、开放性、共享性和动态发展使其很容易遭受黑客、病毒以及商业对手的入侵,其信息也易于被中断、修改和删除。而为确保信息的保密性、完整性、真实性和不可否认性,就必须采用和提高数据加密、数字签名、安全认证、防火墙及网络反病毒技术。否则,因特网证券交易就无法顺利进行。3、相关法律、法规的完善。由于我国合同法、证券法等对设立“虚拟交易所”以因特网为中介进行证券交易缺乏明确规定,因而使因特网证券交易本身的合法性存在疑问,而由其产生的跨国证券交易纠纷的管辖权问题、法律适用问题也非现行法律可以完全解决,因此加快这方面的立法工作势在必行。4、社会监督作用的发挥。随着网上上市公司、交易证券及投资者的数量增多和网上犯罪手段向技术化、智能化方向的发展,完全依靠证券监管部门有限的人力就显得力不从心,所以群众和新闻媒体的监督作用仍不容忽视。在这方面美国证券交易委员会在其网址上设立一“执法投诉中心”,以帮助投资者鉴别、避免和检举网上欺诈行为的做法,就很值得我国借鉴。

(作者单位:厦门大学国际经济法研究所)