

出國報告（出國類別：開會）

參加美國證管會 2019 年第 23 屆
「證券執法及市場監視國際研討會」
報告

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：黃科員慧中

派赴國家：美國

出國期間：108 年 10 月 26 日至 11 月 4 日

報告日期：108 年 1 月 21 日

摘 要

一、主辦單位：美國證券管理委員會

二、時間：2019年10月28日至11月1日

三、地點：美國證券管理委員會（首府華盛頓）

四、出席人員：本次研討會共計39個國家（或地區），共計81位主管機關代表參與，我國係由證券期貨局證券商管理組黃慧中科員代表出席。

五、研討會內容：

（一）美國證管會為提升各國證券監理單位的執法及市場監管能力，並加強相互合作往來，自1991年起每年於華府總部舉辦證券市場之國際執法訓練課程或研討會，邀請各國監理單位及自律組織派員參加，藉由此研討會之平臺，增加各國主管機關之交流機會，相互分享各國證券市場現況及執法經驗，成為未來跨國執法與合作監理一道重要的橋樑。

（二）本次研討重點包括美國證管會之證券市場執法現況、美國證管會對於不法案件之調查方式、內線交易、證券商不法態樣、龐式騙局與金字塔式騙局之調查、市場操縱、網路濫用（Cyber Abuse）等議題，研討會係透過專題演講、工作坊（Workshop）及個案研析等方式進行，會中參與成員於各議題中就各國監理經驗進行交流。

六、課程心得：學習美國證管會對於不法案件之調查方式，並研究美國證管會對ICO、虛擬貨幣之監理等規定，可作為我國執行證券相關監理機制時之借鏡。另藉本次研討會之機會，得與其他國家主管機關建立聯繫管道，將有助未來更密切之交流合作。

目 錄

壹、前言.....	3
貳、研討會議內容紀要	4
一、 美國證管會概述及執法程序	4
二、 內線交易之調查與案例.....	7
三、 龐式騙局與金字塔式騙局.....	9
四、 市場操縱之調查與案例.....	11
五、 投資顧問之管理.....	13
六、 證券商之調查與案例	16
七、 網路濫用之調查及案例.....	19
參、心得與建議	23
附件：證券市場發展國際研討會議程	24

壹、前言

美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission，下稱美國證管會）於2019年10月28日至11月1日在首府華盛頓舉辦第23屆「證券執法及市場監視國際研討會」，計有39個國家（或地區），共計81位主管機關代表（包含證券主管機關、交易所、證券公會及少數各國警察或檢調單位）參加。

美國證管會為提升各國證券監理單位的執法及市場監管能力，並加強相互合作往來，自1991年起每年於華府總部舉辦證券市場之國際執法訓練課程，除提供與會者瞭解美國證管會如何執行市場監視、偵查不法案件查核所面臨之問題及後續因應作為外，考量證券不法案件有時涉及跨國犯罪行為，單一國家不易有效調查，擬藉由此研討會之平臺，增加各國人員交流的機會，相互分享各國證券市場現況及執法經驗，成為未來跨國執法與合作監理一道重要的橋樑。

本次研討會講者包括美國證管會官員、FINRA（Financial Industry Regulatory Authority）人員，透過專題演講、工作坊（Workshop）及案例分享等方式進行，討論重點包括美國證管會之證券市場執法現況、美國證管會對於不法案件之調查方式、內線交易、證券商不法態樣、龐式騙局與金字塔式騙局、市場操縱、網路濫用（Cyber Abuse）等議題。

貳、研討會議內容紀要

一、美國證管會概述及執法程序

(一) 美國證管會概述

美國證管會總部設在華盛頓特區，經由總統提名並經參議會同意後任命之 5 位委員組成委員會，其下設有五大部門 (Division) 及 19 個專門辦公室 (office)，另在 11 個主要城市設有區域辦公室。五大部門主要負責業務說明如下：

- 1、交易及市場部門 (Trading and Markets Division)：負責監督證券市場主要參與者之活動，以維護公平且有效率之交易市場。
- 2、企業金融部門 (Corporation Finance Division)：負責監督有關公司及其發行證券之資訊揭露是否完整及真實。
- 3、投資管理部門 (Investment Management Division)：負責監督投資管理及投資顧問公司是否有詐欺、誤導或不完整揭露資訊等情事。
- 4、執法部門 (Enforcement Division)：為美國證管會最大部門，主要負責執法工作，透過不法案件之調查、對違規案件之處分建議、代表美國證管會提起民事訴訟、將違規者不當利益之返還受害之投資人。該部門另設有吹哨者辦公室，對於提供非法案件資訊且美國證管會成功採取執法行動，美國證管會將會對吹哨者予獎勵並採取匿名方式保障當事人權益。
- 5、經濟及風險分析部門 (Division of Economic and Risk Analysis)：以提供數據分析之方式，協助政策制定及檢視、協助其他部門執法業務。

(二) 美國證管會對於不法案件之執法程序

違反證券法令之行為，可能同時涉及民事及刑事責任，刑事部分會移送美國司法部負責，民事部分則由美國證管會負責，刑事訴訟並不會阻礙美國證管會採取民事執法，同樣地，美國證管會的民事執法行動亦不會妨礙刑事訴訟。一般而言，美國證管會調查過程是非公開的，在調

查權限上美國證管會與負責刑事案件之聯邦調查局有所差異，如：聯邦調查局對於可疑通訊，可進行監聽得知通話內容，而美國證管會僅能調閱通訊紀錄得知通話時間、聯絡對象等，在舉證效力上不及聯邦調查局，但在法令許可範圍內，就證據資料美國證管會與美國司法部得相互分享，以提高調查執法之效率。

美國證管會各部門或辦公室如發現涉及違反證券相關法規之行為，會交由執法部門進行調查，其調查暨執法程序可分為下列階段：

- 1、 案件來源蒐集：吹哨者檢舉、投資人、股東或潛在投資人的申訴、大眾傳播媒體之報導、國內外其他執法單位、自律組織移送之案件移送之案件、美國證管會員工所發現涉違規案件等。
- 2、 詢問機制：執行 Matters under inquiry 程序，初步檢視當事人行為是否違反證券法令之虞，期間約為60天。此階段係仰賴當事人自願配合，透過非正式詢問、與證人會面等方式進行；另美國證管會亦可請證券商、投資顧問公司提交留存記錄、交易數據等資訊，該等註冊機構則應配合提交資料。

囿於資源有限，是否進入下一階段展開調查，美國證管會會考量下列因素：

- (1) 行為：不當行為之嚴重性和潛在的違法行為，是否屬於證管會之職權。
- (2) 嫌疑人：是否屬累犯或調查期間仍繼續犯案、是否有證管會管轄之個人或組織涉案、是否有專業人士（律師、會計師等）涉案。
- (3) 損害程度：受害人範圍及損失金額、如果不採取行動，可能對投資者造成傷害之程度等。
- (4) 其他：本案件之偵辦是否能對大眾傳遞美國證管會之立場、是否為美國證管會重點工作項目、本案證據充分性，以及調查或執法中可能面臨的問題、是否會對其它偵辦中的案件產生不利的影響

等。

- 3、正式展開調查：依據非正式調查結果，考量是否採取正式調查（例如：對於一些不願合作之個人或機構，即需採取正式調查，強制取得證據），倘決定進一步展開調查，需經委員會同意核發正式調查命令（Formal Order of Investigation），被授權人員據此將可發出傳票傳喚證人作證及提供證詞、強制要求當事人或機構遞交文件。

證人倘對美國證管會為虛偽陳述，縱使是未經宣誓（under oath）所為之陳述，亦構成偽證罪（perjury），美國證管會得將相關事證移送美國司法部進行刑事訴追。

- 4、威爾斯程序（Wells Process）：經審視調查後之相關證據，倘決定再採行下一步行動，美國證管會將會發出威爾斯通知信函（Wells Notice），告知當事人或機構擬對其採取民事訴訟或行政執法行動。自威爾斯通知信函送達兩周內，提供當事人或機構陳述意見之機會，說明其不應該被列為執法或起訴對象、或得要求與更高級別官員會面說明。

法律上並未要求美國證管會須進行通知程序，但美國證管會慣例仍會提供此通知。在多數威爾斯程序中，涉不法行為之當事人或機構會選擇和解（settlement），美國證管會執法部門會考量當事人或機構是否屬非故意、非重大違規或舉證困難者，以及進入訴訟程序美國證管會可支應之資源等因素，決定是否同意和解，但當事人如不法行為之動機及犯罪事證明確，且屬大眾關切之重大案件，美國證管會通常會採取刑事及民事並行之執法方式處理，一方面移送司法部進一步調查或起訴，另一方面進行民事求償（如損害賠償、繳回不法獲利等）。

- 5、執法行動備忘錄（Action Memo）：在委員會授權範圍內，倘美國證管會執法部與當事人採行和解，和解條件採行政程序發布即生效，事後再送交委員會備查，少部分和解條件則需經法院審查批准。因執法部要採行任何執法行動前需經委員會授權，如果雙方未達成和解，或者執法部調查人員在威爾斯程序中未接納當事人陳述意見，執法部會向委員會提交行動備忘錄，在備忘錄上除載明案件來源、法律分析外，亦會建議採取之求償或行政法官建議之處分行動。委員會據此將召開

會議進行投票表決，採多數決之方式決定是否參採；倘決議採取民事訴訟，在提起訴訟後當事人亦可與美國證管會申請和解。

(三) 美國證管會執法情形

美國證管會其主要職責係為保護投資者、維持公平有序且具效率之市場、促進資本形成，為實現該等目標，美國證管會執法部門有權對美國國內企業及個人採取執法行動，除此之外，對於國外企業及個人，倘其行為對美國證券市場有重大影響，或其行為中主要程序是在美國領土實施，美國證管會執法部門亦得透過國際間合作對其採行執法行動。

2017 年美國證管會執法部制訂五大核心指引原則，聚焦一般投資者保護、個人義務之履行、技術變革保持同步、採用補償之方式達成有效執法目標及持續評估最適資源之配置。2018 年美國證管會採取了 821 項執法行動，並返還約 8 億美元予受害投資人。該等案件主要涉及投資諮詢、證券發行、發行人報告或會計和審計等違規事項，約占美國證管會訴訟案件之 6 成比重，其次為市場操縱、內線交易、證券商不當行為等約占 1 成比重。

二、內線交易之調查與案例

(一) 內線交易法源

美國 1934 年證券交易法 10(b)(Securities Exchange Act of 1934 Section 10 (b)) 規定，任何人直接或間接利用州際商務工具、郵件，或全國性證券交易所設備之人，買賣上市或非上市有價證券時，不得使用操縱或詐欺之手段、計謀等而違反美國證管會為維護公共利益及保護投資人所制定之規定。

美國證管會依據上開證券交易法 10 (b) 發布 Rule 10b-5，任何人直接或間接利用州際商務工具、郵件，或全國性證券交易所設備之人，買賣上市或非上市有價證券時，不得直接或間接地為下列各款行為：

- 1、利用任何方法、手段或詭計從事詐欺行為。
- 2、對重要事實作不實陳述，或省略某些重要事實陳述，以致在當時之情境下，能使他人產生誤導之效果。

- 3、從事任何會對他人產生詐欺或詐欺之情事的行為、業務、商業活動等。

美國內線交易法制源自反詐欺條款，法院及美國證管會均認為市場上內線交易屬詐欺行為之一，因與公司股價有關之重大消息，係屬公司之資產，對於因職務而知悉重大消息之「內部人」(insider)，認定應在資訊公開對外揭露前，負有不得利用該資訊進行交易之義務，否則將涉違反包括美國 1934 年證券交易法 Section 10b、美國證管會發布 Rule 10b-5 之虞。

(二) 內部人之定義範圍

對於內部人之定義範圍，美國法院的認定及判決或有不同，但大致可依據下開理論來認定：

- 1、傳統內線交易理論 (Classical theory)：公司董事、經理人或員工之內部人員，在具獲利意圖的情況下，以所擁有之重大非公開資訊進行證券交易操作，該等行為即構成內線交易。
- 2、私取理論 (Misappropriation Theory)：將前開傳統內線交易之內部人員範圍擴大到外部人員，如公司聘僱之律師、會計師、顧問等其直接、間接或衍生所負有之信託或保密義務即屬之，倘其利用因業務往來所取得之重大非公開資訊進行證券交易操作，該等行為亦構成內線交易。
- 3、消息傳遞理論 (Tipper Liability)：傳統內線交易理論之內部人或私取理論之外部人 (tipper)，其將所擁有之重大非公開資訊提供給朋友、親戚或其他人員 (tippee)，消息接收者 (tippee) 於知悉或應知悉消息傳遞者 (tipper) 違背其保密及忠實義務下，卻仍進行證券交易進而獲得利益或減少損失；消息傳遞者本身雖無進行證券交易，但透過消息傳遞獲得直接或間接利益 (如：獲得現金、旅遊招待、小孩獲得同意進入明星學校等)。

(三) 內線交易案例分享

目前法院對於利益的認定及判決並未獲一致共識，如：1999 年 10 月 1 日 Kellogg Company's (下稱 Kellogg 公司) 宣布收購 Worthington

Foods, Inc. (下稱 Worthington 公司) 前，擔任高階經理人 Maxwell 因職務知悉此非公開訊息，並瞭解其自身屬公司內部人，不得利用非公開訊息進行交易並附有保密義務，惟 Maxwell 最終仍將該收購訊息透露予服務其 15 年之理髮師，該名理髮師利用該訊息於市場上執行交易，並獲利約 191,000 美元。美國證管會向法院提起訴訟，惟最終未被認定涉及內線交易，美國證管會分析主係本案所提證據未能舉證該理髮師有對 Maxwell 提供直接或間接利益；且縱使該理髮師有對 Maxwell 提供好處，但雙方經濟、地位懸殊情況下，該好處不一定會被法院認定係因消息傳遞所產生。

另一案例係具親屬關係之利益認定，Salman 向法院上訴 (Salman v. United States, 137 S.Ct. 420 (2016))，其自同住之姊夫得知非公開重大消息並進行交易，Salman 主張他的姐夫 (消息傳遞者 tipper) 並未收取任何金錢或財物，作為告知消息之對價，爰其亦無需負擔消息接收者 (tippee) 之責任，亦即不得利用非公開資訊進行證券交易操作。美國證管會表示法院並不參採 Salman 意見，主係法院認為利益亦可包括為增進人際關係 (to a meaningfully close personal relationship)，而將傳遞之消息視為禮物。爰未來在依據消息傳遞理論上，美國證管會針對親屬間之訊息傳遞涉及內線交易者，無須證明消息傳遞者透過消息傳遞獲得消息接收者提供直接或間接利益，僅需證明雙方具有親屬關係即可。

三、龐式騙局與金字塔式騙局

(一) 龐式騙局與金字塔式騙局之異同處

龐式騙局 (Ponzi scheme) 與金字塔騙局 (Pyramid Schemes) 架構十分類似，兩者均係以低風險、高報酬的承諾誘使投資人投入資金，並保證短期間內所投資的金額即可獲利。詐騙者通常以慈善捐款、奢華生活方式包裝自身財富，藉由數位媒體宣傳之模式招募投資者，並以偽造之財報或數據欺騙既有投資者投入更多資金或招募新投資者。

龐氏騙局通常係以投資管理服務名號招募投資者，投資者會認為他

們取得之報酬均係合法投資的成果，實際上該騙局係以新投資者或既有投資者再投資之資金流入，用以支付既有承諾第一批投資人之報酬，才能維持該機制運行；而金字塔騙局通常係以多層次傳銷公司（Multi-level Marketing）名號招募參與者，號稱繳交一定入會費或購買一定數量商品成為會員後，之後可藉由銷售產品及服務給消費者獲得零售獎金、另招募新人可獲取獎金且之後直屬下線及其再下線的商品或服務銷售額中可另抽取一定比例之佣金等，實際上所獲取得報酬大部分源自招募新人獎金，該獎金之發放均係以新投資者或既有投資者再投資之資金流入，用以支付之前承諾之報酬。兩者騙局一旦新投入資金不足以支付原有投資人之承諾，騙局就會被揭穿。

在美國多層次傳銷公司係屬合法商業行銷方式，其目標係銷售商品予客戶以賺取獲利，參與者雖依據自身及下線總銷售額可獲得一定比例作為獎勵，但整體運作機制之維持，主要仍繫於產品之銷售，而非係招募新投資者所獲得之資金，以多層次傳銷公司安麗（Amway）為例，其70%營收仍源自於產品之銷售。因此許多以多層次傳銷公司名號招募參與者，要求參與者持續專注於招募新會員，而非專注銷售相關產品或服務，多屬詐欺之型態。

（二）案例分享- TelexFree

Merrill 及 Wanzerler 於 2002 年建立 CC 通訊公司，該公司係以出售預付電話卡為主要業務，並於 2012 年 2 月時將公司名稱改為 TelexFree，其業務主力放在 VoIP 業務（Voice over IP 網路電話，係將語音訊號壓縮成數據資料封包後，在 IP 網路基礎上傳送的語音服務，即網際網路傳送語音的電信應用服務），並推出收取 49 美元之 99 TelexFree 產品，但類似之 Skype 及 Vonage 網路通信商品每月僅收取 15 美元。

2012 年 3 月 TelexFree 公司在巴西開始推行公司會員制並提供招募新會員之獎金，宣稱加入會員後，每周於網頁固定張貼指定廣告即可獲得獎金，TelexFree 公司迅速在巴西獲得成功並募集數百萬元之資金，2012 年 11 月 TelexFree 公司將此運作模式在美國推行。

2014年3月TelexFree宣布改變其獎勵機制，新機制要求投資者實際銷售VoIP產品始能領取獎金，此一改變立即引起投資者反彈，投資人開始向公司總部申訴，美國證管會之Massachusetts區域辦公室也開始啟動調查，TelexFree公司於2014年4月14日宣布破產。

TelexFree公司向美國證管會聲稱其係多層次傳銷公司(MLM)，但其說法並不被接受，2014年4月15日美國證管會對該公司發起人暫時禁制令(temporary restrained order)及對該公司資產凍結，TelexFree公司創辦人Wanzerler於當日晚上潛逃至加拿大，並於4月17日潛逃至巴西，但其妻子在接受調查期間卻提出Wanzerler仍在美國之虛委不實陳述，且查獲其已購買飛往巴西之機票，2014年5月美國證管會指控該公司係金字塔式騙局，Wanzerler其妻子也因作偽證遭到逮捕，2016年10月Merrill被判6年有期徒刑並沒入約140百萬美元，Wanzerler潛逃至巴西，最終遭巴西法院撤銷其公民身份，並被引渡回美國接受審判。

四、市場操縱之調查與案例

市場操縱(Market Manipulation)係指藉故意使用或散播錯誤或誤導的資訊(如發布併購、公司營運狀況、新發明或取得專利等訊息)，影響市場上股票之供需，進而影響或達到控制股票之價格。該等不法行為除導致市場上的資金將轉而流入犯罪所得外，誠實之投資人因此受害而失去信賴，將不利整體資本市場穩健運作。

常見的市場操縱態樣如下：

- (一) 發布不實公開收購資訊(False Tender Offer)：當事人先持有公開發行公司之股票部位，之後對外公開散播錯誤收購資訊，並在此資訊被證實是虛偽詐欺之前，當事人將手上持股出清獲利。

美國證管會相關執法案例，如：2012年12月PTS Capital Group Ltd表示將公開收購Rocky Mountain Chocolate Factory, Inc.、2014年5月Euroins保險公司發布新聞稿表示該公司將收購Tower Group International, Ltd.、2015年5月PTG Capital Partners

Ltd.表示將公開收購 Avon Products, Inc. (雅芳公司)。

- (二) 虛掛委託單 (Spoofing/Layering)：當事人透過交易員所掛的委託單完全無成交意圖 (Non-bona fide orders)，該等委託單用來改變市場及其他投資人對該檔股票價格的看法，吸引其他投資人以這些委託單所設定之特定價格買賣該檔股票，並在最終刪除委託單，達到操縱股價之目的。
- (三) 沖洗買賣 (Wash Sale)：交易雙方事先約定好，委託同一證券經紀商或不同證券經紀商於同一證券交易所申報買進或賣出，作為該檔股票相互應買與應賣方，但實際上對該等股票之具實質控制權係屬同一人，藉由雙方買賣之方式，創造該檔股票交易活絡之假象，但最終並未改變股票實質所有權，此種沖洗買賣交易方式最常發生在股票市場收盤前。
- (四) 第三方推廣 (Third Party Promoters)：當事人支付第三方費用，讓其對外宣傳及吹捧特定股票，影響特定股票價格。

美國證管會相關執法案例，如：First Choice Healthcare Solutions Inc.之執行長 Christian Romandetti 與其他四人操縱該公司的股票，從 2013 年 9 月到 2016 年 6 月使用多個帳戶來掩飾自身從事操縱交易，並僱用了被告人 Anthony Vassallo 經營之 Elite Stock Research 向其他投資者推薦 First Choice 股票，使 First Choice 的股票價格從每股不足 1 美元升至每股 3.40 美元，為 Romandetti 獲取超過 330 萬美元之非法利益。

另隨著虛擬貨幣之興起，2018 年美國證管會指控職業拳擊手 Floyd Mayweather Jr.和音樂製作人 Khaled Khaled 對外吹捧推薦 ICO，但卻未對外揭露其對外宣傳 ICO 而自三家（包括來自 Centra Tech Inc.）ICO 發行者所收受之報酬，該起案件也是美國證管會首次指控推介 ICO 之不法行為，2018 年 4 月，美國證管會亦對 Centra 的創辦人也提起民事訴訟，指控其 ICO 是係屬欺詐，美國檢察官辦公室也對其提起刑事指控。

美國證管會提醒在社交媒體平臺上具有影響力之人士通常非投資專業人士，通常係在接受發行者或特定人士給予之好處，才會在主動推介傳統證券或新興區塊鏈技術之虛擬貨幣，因此投資人應該對發布在社交媒體平台上的投資建議持懷疑態度，並且不應基於名人代言做出投資決定。

美國證管會在調查市場操縱案件時，會檢視網路系統，確認交易及報價集中度、比對相關新聞報導及研究報告等重大訊息發布時機對股價之影響，倘有可疑交易，會進一步自證券商取得股票交易部位記錄等資訊，並約談券商、發行人及投資人等人員，以及比對訊息發布者與股票下單者之網路 IP 位址。美國證管會坦言市場操縱之手法不斷地翻新，跨市場操縱不斷增多，且衍生性金融商品的發展使其追查市場操縱之困難度增加，爰需持續強化國際合作監管，以維持市場之公平交易。

五、投資顧問之管理

(一) 資產管理規模及受規範對象

目前已向美國證管會註冊之投資顧問計 13,200 個，管理約 84 兆美元之資產。在美國投資顧問係指個人或公司以顧問之身份，提供他人證券投資及買賣之建議，並以此獲得酬勞者，但下列人員則不適用：

- 1、銀行或持有銀行之公司
- 2、信用評等機構 (credit rating agencies)
- 3、家庭辦公室 (family offices)
- 4、提供非個人顧問或評論之新聞報紙、雜誌出版者 (publisher of impersonal advices or commentary)
- 5、證券商：倘證券商提供之顧問服務係附屬於其業務 (solely incidental to the conduct of the business as a broker-dealer) 並且未收取特別報酬 (no special compensation for providing investing advice) 者，即不屬投資顧問法所稱之投資顧問範圍。
- 6、其他專業人士：提供建議係與其職業相關之行為，如律師、會計師、工程師、老師等。

(二) 投資顧問規範

所有投資顧問均屬信託行為之受託人，投資顧問應基於客戶之利益來提供客觀之顧問建議，並盡可能避免或應完整揭露利益衝突情事。投資顧問在信託行為下之相關義務包括：

- 1、重要事實之充分揭露：包括所有已存在或潛在之利益衝突、財務狀況、自律缺失事項等。
- 2、依據客戶目標、財務狀況等，提供合適之顧問建議，且該等顧問建議應有合理之基礎。
- 3、基於客戶交易之最佳執行決策：不得從事任何與客戶利益相衝突的活動，並採取相當措施以確保滿足此項義務。

法令亦給予投資顧問相關規範，包括應保留完整的帳冊及紀錄 (Advisers Act Rule 204-2)、法令遵循 (Advisers Act Rule 206 (4) -7)、職業道德規範及其他行為之限制 (如：支付轉介費、績效費、得刊登廣告範圍、保管、以激勵為基礎的酬金、代理投票行為 (Proxy voting) 等之限制)。

美國證管會對投資顧問係以原則為基礎的監管，縱使係以自動化工具提供證券投資顧問服務 (Robo-Advisor) 仍須適用傳統投資顧問法規，並應向美國證管會註冊，但 Robo-Advisor 如何符合信託行為下之相關義務，美國證管會表示目前尚未明確規範，相關議題仍在研議中。

(三) 投資顧問之客戶及面臨風險

客戶態樣	資金池規模	相關投資可能存在之問題或風險
個人或獨立帳戶	<ul style="list-style-type: none">● 儲蓄及退休計畫 (401k and Roth) 約 29.76 兆美元● 高等教育儲蓄計畫 (529 plan) 約 3111 億美元	<ul style="list-style-type: none">● 資金遭挪用● 重要資訊未被揭露 (如：符合條件的帳戶可免除共同基金費用、採包裹型收費方式而未揭露內含之隱藏費用、偏好建議選擇關係企業或專屬之產品等)● 交易面部分 (如：顧問或基

	<ul style="list-style-type: none"> ● 其他具可支配收入並尋求投資收益之個人資金 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金經理人選擇對自己有利的交易配置、未落實客戶交易之最佳執行、提前交易等) ● 顧問或管理者未落實法令遵循
投資公司	<ul style="list-style-type: none"> ● 共同基金約 19.93 兆美元 ● ETF約 3.94 兆美元 ● 封閉式基金 (Close-end Funds) 約 2701.7 億美元 	<ul style="list-style-type: none"> ● 資產未合理評價 ● 投資決策時引用錯誤資訊 ● 在未經基金持有人批准下，改變基金之投資政策、管理模式 ● 採取偏好投資關係企業或不合適之交叉盤交易 (cross trades) ● 未揭露利害衝突
私募基金	<ul style="list-style-type: none"> ● 避險基金約 3.79 兆美元 ● 私募股權基金約 2.81 兆美元 	<ul style="list-style-type: none"> ● 資金遭挪用 ● 投資決策時引用錯誤資訊 ● 在未經基金持有人批准下，改變基金之投資政策、管理模式 ● 未經授權下支付相關費用 (如：顧問費、廣告費等) ● 未揭露利害衝突 ● 贖回順序之偏好 ● 法令遵循問題

針對資產未合理評價，美國證管會建議對此類商品可瞭解商品評價基礎暨頻率、投資績效、佣金及管理費用計算基礎、檢視內部評價委員會的議事錄等方式進行查核；針對投資顧問與客戶間利益衝突之型態，美國證管會建議先辨識與投資公司有利益衝突的關係人和關係人交易、比較不同投資人之投資狀況及所收取之費用、檢查電子通訊紀錄，辨認有無不當信息來源、瞭解對特定證券商或基金公司所給予的物品與所從

事交易活動的相關性、瞭解對關係投資人或一般投資人投資分配的狀況及時間點。

六、證券商之調查與案例

(一) 證券商之角色

證券商擔任客戶於證券交易所及櫃檯買賣交易之守門員，受美國證管會及 FINRA 之監理並應遵循下列規範：

- 1、註冊登記 (Registration Requirements)
- 2、行為規範 (Conduct Regulation)
- 3、財務規定 (Financial Responsibilities)
- 4、帳冊及記錄規定 (Books and Records)

(二) 啟動調查原因

針對 OCIE (The Office of Compliance Inspections and Examinations) 查核報告、自律組織查核報告、資料分析、新聞報導、吹哨者檢舉、其他申訴或證券商檢舉等資訊來源，美國證管會發現可疑問題時會啟動調查及採取執法行動，美國證管會列舉證券商違規態樣如下：

- 1、詐欺：包括當證券商推介客戶非屬其適合度之商品、提供錯誤資訊、資金挪用或不實陳述、過度交易以賺取佣金等。

是否達到過度交易，可由下開兩項指標予以衡量，若達到特定的水準即為過度交易：

- (1) 周轉率 (Turnover Ratio)：投資人每年於證券商帳戶買進交易之總金額除以其帳戶內平均權益資產之比例。當周轉率達6以上時，即會被認定為過度交易。
- (2) 損益兩平比率 (Cost-to-Equity Ratio)：投資人每年支付之所有費用 (包括傭金、利息費用等) 除以其帳戶內平均權益資

產之比例。當損益兩平比率達20%以上時，即會被認定為過度交易。

- 2、 未建立或未落實客戶保護政策。
- 3、 對非公開資訊管理不足。

(三) 證券商執法案例分享

- 1、 不實陳述：2019年9月27日美國證管會指控GFI證券商違反證券法第17(a)條反詐欺規定，GFI證券商是一家interdealer broker(客戶主要為大型金融機構)，該證券商向客戶聲明及推銷其在經紀交易時會保持客戶身分匿名之能力，惟美國證管會查到至少從2014年1月到2016年6月至少3名從事衍生性商品之交易員定期將客戶身分給予交易對手。美國證管會表示GFI未將其保密及匿名政策告知其衍生產品之交易員，且內部未實施其保密和匿名政策之程序，對於GFI之衍生產品部門客戶，其身分之保密是非常重要的，因為其身份遭公開，可能會使其他市場參與者受益，最終GFI支付430萬美元罰款。

2018年6月19日美國證管會指控Merrill Lynch違反證券法第17(a)條反詐欺規定，誤導客戶認知Merrill Lynch處理其交易指示。美國證管會表示Merrill Lynch錯誤告知客戶其在內部執行數百萬筆訂單，但實際上Merrill Lynch卻是將該等訂單轉由其他證券商執行，該公司稱此運作模式為“masking”，並重新改寫系統程式，使其呈現不實之交易場所並更改相關紀錄及報告。Merrill Lynch於2013年5月停止執行masking，但該公司未將其過去執行模式告知客戶，而係採取其他措施掩蓋其不當行為。最終Merrill Lynch承認其不當行為並支付4200萬美元罰款。

- 2、 推介客戶非屬其適合度之商品：證券商應根據合理且適當之基礎，推介客戶其適合之證券或交易策略。

2019年9月17日美國證管會指控Raymond James & Associates, Inc. 和 Raymond James Financial Services Advisors, Inc. 違反證券法第17(a)條反詐欺規定，其未能證明其係根據合理且適當之基礎下，

建議其證券客戶在單位信託基金 (Unit investment trusts) 到期前贖回又申購新的單位信託基金, 且其收取之轉換備金較單位信託基金到期申購新的單位信託基金之備金來得高。

(四) 系統合規性和完整性之規範

美國證管會針對證券市場越來越依賴技術和自動化系統, 於 2015 年發布系統合規性和完整性之規範 (Regulation Systems Compliance and Integrity, 簡稱 SCI 規範), 訂定 SCI 規範之目的係致力減少系統問題的發生 (如: 系統中斷、非法入侵系統等)、當確實出現系統問題時加快恢復速度、以及加強美國證管會對證券市場技術基礎設施的監督和執行。

應遵循 SCI 規範之對象包括: 自律組織、plan processors、結算機構及一些替代交易系統 (Alternative Trading Systems, ATs), 其受規範之主要系統包括交易系統、清結算系統 (clearance and settlement)、交易單指示傳送系統 (order routing)、市場資料系統 (market data)、市場法規系統 (market regulation)、市場監視系統 (market surveillance)。前開受 SCI 規範之對象必須對其 IT 系統之容量、完整性、彈性、可用性、安全性訂定相關之制定、執行、測試、維護的政策及程序, 且須每年就該等程序進行年度審查, 並提交報告予美國證管會。

(五) 違反SCI規範之案例分享

期權結算公司 (Option Clearing Corp.) 係美國唯一在交易所掛牌之已註冊的期權合約清算機構, 於2012年被指定為具市場重要性之機構 (systemically important financial market utility, SIFMU)。2019年9月4日美國證管會及美國證管會及商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 指控期權結算公司 (Option Clearing Corp.) 未能有效建立及實施管理金融風險、營運要求及資訊系統安全, 且該期權結算公司在未經美國證管會核准情況下, 更改核心風險之管理政策, 最終OCC支付總計2,000萬美元的罰款, 並聘請獨立第

三方檢視其違規行為改善情形。

七、網路濫用 (Cyber Abuse) 之調查及案例

鑑於網路相關不法行為對證券市場威脅日增且漸趨複雜，2017年9月美國證管會成立 Cyber Unit，目前計有 27 位成員，主要負責調查虛擬貨幣及首次代幣發行 (Initial Coin Offering; ICO) 不法行為、駭客非法取得非公開資訊、受規管機構網路安全等，並要求受規管機構應執行防護機制。

(一) ICO簡介及認定有價證券方式

ICO (Initial Coin Offering) 是指以密碼學技術下 (區塊鏈技術) 發行代幣 (coin/token)，並以該虛擬貨幣向投資人的募資活動。但這些發行之代幣，應被視為支付工具 (Payment token) 功能或是具有投資 (Investment) 性質之有價證券？目前全球監管者在認定標準上及監管法制上目前並未有一致之共識。

投資契約在美國係屬有價證券，應受1933年的證券法以及1934年的證券交易法等相關法規所規範，而Howey Test是美國法院用來確定系爭交易是否符合「投資契約」，其中判斷的標準分為下列四項要件：(An investment contract is an investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others.)

- 1、投資係以金錢為標的；
- 2、是針對共同事業之投資；
- 3、對於該投資具有獲利之期望；
- 4、獲利係源於第三方努力所取得。

The DAO 係由Slock.it公司及其共同發起人所創立之「去中心化自治組織 (Decentralized Autonomous Organization, DAO)」，其以營利

為目的藉由出售DAO代幣（DAO Token）給投資人以籌資，然後將募集的資金用來作為後續投資資產之基金來源，DAO代幣持有者可享受該等投資所產之預期收益。此外，投資人亦可將所持有之DAO代幣透過The DAO支援的網路交易平台再次轉讓出賣給其他投資人，創造其次級流通市場。2017年7月25日美國證管會發布The DAO Report，最後調查結果美國證管會雖作成不訴諸法律行動之決定，但該報告明確表示即使使用區塊鏈技術發行之數位代幣在通過Howey Test之檢測條件下，將仍被視為有價證券。相關數位代幣一旦被認定為「證券」，在美國從事該數位代幣之發行與買賣均應符合美國聯邦證券法相關規定，包括須向美國證管會申請登記，或符合豁免條件始得免予登記，並要求發行人揭露投資必要之重要資訊，以使投資人得在資訊充分揭露之情形下作成投資決定；另對於從事交易所活動之（如：提供使用人電子系統，以媒合多方投資人之訂單）個人或實體，除有豁免登記外，亦須申請登記為全國性之證券交易所。

（二） 虛擬貨幣執法案例分享

- 1、 涉及詐欺：Recoin（2017年9月）、PlexCorps（2017年12月）、AriseBank（2018年1月）、Centra Tech（2018年4月）、Titanium Blockchain（2018年5月）、Tomahawk Exploration（2018年8月）、Blockvest（2018年10月）、Natual Diamonds Investment Co.（2019年5月）、Varitaseum（2019年8月）、Bitqyck（2019年8月）、Lucas（Fantasy Market）（2019年9月）。

以 Bitqyck 案例而言，美國證管會指控 Bitqyck 公司及其 2 位創始人向投資人出售未經註冊之 Bitqy 及 BitqyM 有價證券，募集約美金 13 百萬元，該公司並以不實資訊告知投資者其技術及虛擬挖礦設備（如：該公司表示其發展虛擬貨幣之挖礦設備，可獲得低於市價電費之使用權，但實際上並無法取得優惠電價及該公司並無挖礦設備），以及非法經營未經註冊 TradeBQ，提供以單一證券 Bitqy 進行交易。本案最終取得和解，除接受禁令，並應返還不當收益約 9 百萬

美元及民事罰款。

- 2、違反反推銷 (Anti-Touting) 條款，未揭露其所收取之推銷佣金：如前述美國證管會指控職業拳擊手 Floyd Mayweather Jr. 和音樂製作人 Khaled Khaled 對推銷 ICO 但未揭露其所收取佣金之案例。
- 3、發行前未依法註冊：Munchee (2017 年 12 月)、Paragon Coin and Airfox (2018 年 11 月)、Gladius (2018 年 11 月)、Kik Interactive (2019 年 6 月)、Simply Vital (2019 年 8 月)、Block.one (2019 年 9 月)、Telegram (2019 年 10 月)。
- 4、未經註冊之證券商/交易所/投資公司辦理銷售或交易媒介：TokenLot (2018 年 9 月)、Burnner (2018 年 9 月)、ICOBOX (2019 年 9 月)、Bitfunder (2018 年 2 月)、Zachary (2018 年 11 月)、Bitqyck (2019 年 8 月)、Crypto Asset Management (2018 年 9 月)。

以Crypto Asset Management 案例而言，Crypto Asset Management LP 為基金管理公司，其中負責一檔避險基金，其基金規模達3.6百萬美元，其中40%均投入數位資產，並對外不實宣稱該基金係受美國證管會監管。最終該公司及負責人接受美國證管會的譴責並支付20萬美金之罰款，本案亦是首件避險基金與數位資產有關之執法案件。

(三) 保障 (維護) 客戶資訊規範

美國公平與正確信用交易法 (Fair and Accurate Credit Transactions Act) 修正公平信用報告法 (Fair Credit Reporting Act)，對於因商業目的而取得或保存消費者資訊者，規範其應適當管理該等資訊，以保護消費者免受他人未經授權接觸該等資訊所衍生之風險。美國證管會據前開規定發布 Safeguards Rule，要求證券商、投資顧問、投資公司應以書面形式訂有保護客戶資訊及記錄之政策及措施，該等政策及措施應合理設計以保護客戶資訊及記錄之安全，防止可預期之威脅、未經授權之接觸及使用造成對客戶之危害或不便。

另鑑於身分盜用情形嚴重，預估每年約900萬美國人的身份被盜，

其產生社會成本代價甚高，The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act於2010年修正公平信用報告法，授權美國證管會及商品期貨交易委員會（CFTC）規範其受監管之金融機構（包括：證券商、投資顧問、投資公司）應建立防止身分盜用之機制（簡稱紅旗規範 Identity Theft Flag Rule），該機制之相關政策及程序應包含：

- 1、 辨識身份盜竊類型
- 2、 身份盜竊之偵測並予以示警
- 3、 針對示警項目採取適當之處理
- 4、 定期更新辨識身分盜用之機制

（四） 案例分享-違反保障客戶資訊規範

犯罪者在2016年假裝是Voya Financial Advisors Inc. (VFA) 之獨立承包商，並致電該公司要求重設密碼，犯罪者利用新密碼獲取5,600位VFA客戶的個人信息。美國證管會指出VFA無法防範犯罪者接觸客戶個人資訊是由於其網絡安全程序的缺陷，其未將防止身分盜用及保護客戶資訊之政策及措施適用到承包商，VFA未能定期審查和更新程序，以應對所面臨風險的變化，最終VFA支付100萬美金罰款，本案亦是美國證管會就違反紅旗規則之首件執法行動。

參、心得與建議

一、加強跨國合作與司法單位之合作聯繫

美國證管會係一獨立政府機構，法律賦予美國證管會擁有調查權、檢查權、民事起訴權之執法手段，針對不法行為之當事人及機構可直接提起民事訴訟，可充分與法院溝通並蒐集判決所需之證據，爰經美國證管會指控涉違反證券相關法令之案件，當事人多數會在威爾斯程序中即申請和解，除可避免訴訟時程過長，並藉由付出高額之和解條件，提醒當事人或市場參與者應強化法令遵循之重要性，並嚇阻潛在犯罪者之意圖。

我國金融監督管理委員會（以下稱本會）並非準司法機關，僅有行政調查權，發現涉及刑事責任之不法案件時，需將行政上所查獲涉不法資料移送檢調單位進行調查起訴，為加速不法案件之調查與審理，本會自 94 年起協調法務部支援駐會檢察官，並定期與司法單位舉辦聯繫會議，強化與司法部門間之溝通。考量跨境交易、金融商品及操作策略之變化快速發展，且美國證管會表示查核證券不法案件最重要是掌握時效，以避免涉案當事人潛逃或脫產，爰建議未來除保持與司法單位之密切合作聯繫外，類似證券執法及市場監視國際研討會建議亦得邀請檢調單位共同參與，瞭解國際上不法案件態樣及執法方式，將有助未來不法案件之偵辦及跨國間之合作。

二、強化市場監視技術

美國證券市場參與者眾多，美國證管會表示依其現有人力，其工作量仍難以負荷，爰需仰賴自律組織及利用大數據分析等監視系統之協助，例如偵辦內線交易時，利用關聯性分析，檢視當事人曾經聯絡或嘗試搜尋之對象，進而建立當事人與第三者間之關聯性；利用文字探勘或自然語意之技術搜尋受監管之機構或公司其相關新聞報導，並就報導內容之關鍵字給予分數，判斷係屬正面評價或負面評價，倘受監管之機構或公司其分數過高或過低，即係一警訊，需進一步分析是否有異常，並得及早蒐集不法事證採取相應之作為。面對各國逐步推動金融科技創新同時，

金融市場不法行為之態樣亦日趨複雜，建議我國監理機關宜持續提升監理人員之科技專業知識及技能，並深化產官學合作，持續推動新科技輔助金融監理，並得以減輕業者遵法之負擔。

三、虛擬資產（貨幣）之管理

對於監理機關來說，交易追蹤困難，不容易落實洗錢防制、法律責任之認定等均係虛擬資產監理上之挑戰，目前各國監理機關均在發展有效監理機制控管虛擬資產業務之風險。金融監督管理委員會 2019 年 7 月 3 日發布金管證發字第 1080321164 號令，將具證券性質之虛擬通貨核定為證券交易法所稱之有價證券，其定義主係參照美國 Howey Test 之認定方式，建議宜持續關注美國證管會未來推出之監理規定及裁罰不法案件之發展，以參酌其發展審慎評估及研議國內監理制度。

附件：證券市場發展國際研討會議程