

題目：《論線上證券服務對金融消費者保護之挑戰——兼論美國法之發展經驗》

正文：

壹、前言

2020 年 3 月，國際股市因為新冠肺炎疫情面臨一次次的崩盤與熔斷，各國央行均端出低利率與提高購債規模等方式，希冀藉以振興各國之經濟。極低的資金成本帶來的結果是爆炸性的資本市場成長，而各國政府強硬的封城隔離措施也打破原先人們實體交易的習慣，虛擬經濟空前蓬勃。

在這種背景之下，券商的線上服務用戶數量也迎來飛速的成長。從線上券商諸如國際平台 Robinhood、Etoro，到國內平台例如基富通、好好證券等金融科技業者，乃至於傳統證券經紀商的線上服務，都利用了產品介面、動畫設計、社群功能、推送通知與排行榜等方式，因此降低了資本市場的進入門檻，促進資本市場的「民主化」。這樣的改變不僅促進交易市場的活絡而為各家證券商帶來創新高的獲利¹，同時也吸引了大量的用戶²，其中也包含欠缺投資專業與經驗的金融市場參與者。

上述日新月異的證券服務與技術，在吸引大量的投資新手的同時，也加劇了金融市場的若干爭議問題，為金融消費者保護埋下了諸多的不確定性。事實上，根據金融消費者評議中心之統計，2020 年第 4 季的申請評議案件所涉爭議中，期貨證券類年增 118 件，為所有的金融消費者保護爭議中年增率最高者³，可見隨著客戶與交易量的逐步上升，期貨證券業務相關的金融消費者爭議正在逐漸浮現。

其中例如許多證券商的 APP 會定期提供客戶特定產業甚或特定標的之研究報告，甚或透過人工智慧設定投資策略並列出相關金融商品，這些行為是否屬於「提供分析意見或推介建議」？此將極大程度影響證券商所需負擔的金融消費者保護義務內涵。倘若上開行為該當「提供分析意見或推介建議」，此際該 APP 可能已落入證券投資顧問之業務範疇，業者因此應負擔的金融消費者保護要求，恐非單純提供代為買進或賣出並從中抽取手續費之證券經紀商可比。

¹ 工商時報，22 家券商前 11 月 賺近 800 億元，二〇二一年十二月十五日，<https://ctee.com.tw/news/stocks/565471.html?fbclid=IwAR1eCS7AT0DStLJBZe1XPRAzGRSlr6Yr1aT6I-rsjXNpjyyYQGYNxLa4wc>，二〇二二年六月一日。

² 工商時報，台股去年新開戶大增 20~40 歲占比逾 7 成，二〇二二年三月一日，<https://ctee.com.tw/news/stocks/575094.html?fbclid=IwAR3bNe2qsNqBItdtVUW8DiP4AGEAgFN0q3KIXNTdHlxxtHvNtlm7cEJxWys>，二〇二二年六月一日；經濟日報，證交所促券商完善風控，二〇二一年十二月二十日，https://money.udn.com/money/story/5607/5975898?from=edn_search_result，二〇二二年六月一日。

³ ETtoday 財經雲，證券期貨業 Q4 遭「客訴」百餘件 居金融三業之冠，二〇二一年三月二日，<https://finance.ettoday.net/news/1929046>，二〇二二年六月一日。

我國金融消費者保護法第七條以下之金融服務業的金融消費者保護義務內涵，理論上亦應依照不同金融服務業之類型而有差異。例如金融服務業確保金融商品或服務適合金融消費者辦法第二條即規定，金融服務業應依照不同金融商品或服務之特性，建立差異化審查機制；該辦法所未規定者，亦應按業務類別，分別適用各該業務法令及自律規範之規定。由此可知，金融服務業間之業務類別劃分，於我國法下對於決定個別業者應負擔之金融消費者保護義務內涵，屬於決定性因素，而證券商線上服務的多元化，即可能模糊證券經紀商與證券投資顧問間之界線，進而產生不利金融消費者保護的結果。

因此，本文擬研究證券商線上服務此一新興商業模式對我國證券業監理帶來的金融消費者保護衝擊，並且比較美國法之發展經驗，試圖為我國當前的線上證券服務之監理困境提出解決之道。以下本文將於第二章回顧我國當前線上證券服務的發展現況，再於第三章整理我國當前的金融消費者保護法制，並檢視其可能對其產生之衝擊。第四章將回顧美國法於相關領域之發展經驗，第五章再參考美國法的相關經驗，嘗試提出本文認為我國法應對前開衝擊之因應之道，第六章則為結論。

貳、線上證券服務之發展現況

一、鳥瞰當代之線上證券服務

參考我國常見之證券商應用程式之使用說明⁴，我國證券經紀商常見之線上服務類型包括以下。

(一) 電子化交易服務

綜觀國內之證券商線上服務，普及性最廣者乃電子化交易服務。傳統證券經紀商提供服務需透過營業員接收客戶之指令，並依其指令代為操作，而所謂電子化交易服務，則係指客戶藉由移動式電子設備連線至證券商之線上系統，再將例如所欲買入或賣出之標的、股數及價格等指令傳輸至該系統中。證券商即可依系統所接受之指令，為客戶於集中市場中進行交易，從而減少營業員的人力需求。此外，在電子化交易服務的網頁或 APP 介面中，多數證券商亦會同時附上同一時期市場中數筆的委買或委賣的情形，以提供客戶在下單時作為參考。

(二) 提供產業研究報告

產業研究報告根據其內容大致可區分為二類：其一為概括性的針對特定產業之現況與產業發展方向及展望之研究。在此類報告中，多會專注在該產業之整體概括性論述，偶爾會提及該產業中較具代表性之公司。其二為針對特定公司所做之研究報告，此類報告則會著重特定公司進行分析，包含財務狀況、營收結構、未來展望等公司基本面之分析。

此外，產業研究報告的資訊來源在證券實務上亦有所區別，大部分證券經紀商所提供之產業報告均係為其旗下研究員所撰寫。然而部分券商所提供之報告亦

⁴ 元大證券〈投資先生使用手冊，二〇二一年，https://www.yuanta.com.tw/file-repository/content/mr_invest/mrinvestbook.pdf，二〇二一年十二月十四日；凱基證券隨身 e 策略操作手冊，二〇二一年，<https://www.kgieworld.com.tw/uploadfiles/euploadfile/%E9%9A%A8%E8%BA%ABe%E7%AD%96%E7%95%A5%E6%93%8D%E4%BD%9C%E6%89%8B%E5%86%8A.pdf>，二〇二一年十二月十四日；富邦證券，富邦 e 點通 Android Phone 操作手冊，二〇一九年，https://www.fbs.com.tw/wcm/new_web/operate_manual/operate_manual_02/Android_guide.pdf，二〇二一年十二月十四日；群益證券，群益掌中財神全球通 Android Phone 操作手冊，二〇一六年，<https://www.capital.com.tw/wealthgod/file/%E6%8E%8C%E4%B8%AD%E8%B2%A1%E7%A5%9E%E5%85%A8%E7%90%83%E9%80%9A-AndroidPhone-20161020.pdf>，二〇二一年十二月十四日；元富證券，元富智能行動選股 APP 操作簡介，二〇一八年，https://www.masterlink.com.tw/services/mitake/download/iStockPick_Manual.pdf，二〇二一年十二月十四日；華南永昌，華南永昌 (iPhone) 操作手冊，二〇一九年，https://www.entrust.com.tw/upload/entrust/software/iPhone_mitake.pdf，二〇二一年十二月十四日；國泰綜合證券網站，https://www.cathaysec.com.tw/exclude_al/quick.aspx，二〇二一年十二月十四日；永豐金證券網站，<https://www.sinotrade.com.tw/richclub/dawhotou/campaign/app>，二〇二一年十二月十四日；富果網站，<https://support.fugle.tw/fugle-member-account/7109/>，二〇二一年十二月十四日；基富通網站，<https://www.fundrich.com.tw/>，二〇二一年十二月十四日；好好基金網站，<https://www.fundswap.com.tw/>，二〇二一年十二月十四日。

可能係整理其他投資顧問或投資信託公司所出具之產業報告，此際報告之撰寫人即為其他投信投顧，券商僅係進行整理與分類。

(三) 協助選擇投資標的

設定投資策略以選擇投資標的係指由投資人選定一定選股條件，例如股價突破月線、股價創 20 日新高等，由系統透過前開條件，篩選當前市場上之標的，並且羅列供消費者參考。此外，部分券商除提供消費者自行設定策略外，尚提供數種策略以及基於該策略所選擇出的股票標的，以供消費者參考。券商亦會在應用程式中提供該策略之年化報酬率與回測等資訊，甚至有部分證券經紀商會標榜所提供之策略為某投資大師之投資策略，藉以吸引用戶。

部份券商亦提供所謂人工智慧(Artificial Intelligence, AI)推薦選股服務，此係指券商透過人工智慧與大數據協助消費者進行選股。然而具體協助的方式則有不同，例如永豐金證券所推出的大戶投 APP 係透過 AI 整理當前市場之熱門話題，進而根據該話題推薦相關之標的；國泰證券之股票快選擇則係透過 AI 分析用戶之喜好，推測其可能感興趣之股票標的。

最後，部分券商例如元富證券的智能選股 APP 有提供所謂股票健診服務，即系統會針對用戶現正持有之標的，進行籌碼面、基本面等分析，最終會在應用程式中針對每一檔股票下方附上簡短評語，以提供用戶對於自身持股之具體情形進行參考。例如「台積電：高獲利、法人疼、大戶愛」⁵。

(四) 即時投資標的排行榜

所謂即時投資標的排行榜，係指系統依照事先設定之條件，對於市場上的標的進行排序，並且羅列供用戶參考。此種服務普遍存在於我國的證券商線上服務中，常見作為排行榜的排行依據之條件例如成交量、漲幅排行、開盤強勢等。

二、線上證券服務與主體界線的模糊

綜合上述四項業務內容可知，當前證券經紀商線上服務之核心理念多在為客戶彙整資訊，使其得以較方便與迅速地掌握證券市場的狀況與標的。市場買賣資訊、產業研究報告、AI 推薦、策略選股以及熱門排行榜等服務，分別代表基本面產業資訊、股票標的資訊以及市場情緒資訊。這些資訊的整理對用戶而言可以幫助其更迅速地掌握資訊以及做成決策；對於證券經紀商而言，提供此類資訊亦會增加客戶的使用者黏著度，進而增加客戶利用證券經紀商下單的意願，從而抬高自身的獲利。以上現象看似是客戶與證券經紀商間互惠互利，然而在傳統的資本市場中也有專職彙整與提供資訊的業者——即證券投資顧問。證券經紀商提供上開線上服務，似乎會與傳統證券投資顧問之業務產生重疊。

⁵ 風傳媒，2021 熱門證券商排名大公開！第一名手續費最低只要 1 元、手續費打 28 折，二〇二一年三月三十一日，<https://www.storm.mg/lifestyle/3572620?page=2>，二〇二二年六月一日。

具體而言，參照證券交易法第 15 條及第 16 條規定，「證券經紀商」係指於證券市場中經營行紀之業務者，即係依客戶指示代為買賣作為主要業務者。另一方面，依證券投資信託及顧問法(下稱「投信投顧法」)第 4 條規定，證券投資顧問係指直接或間接自委任人或第三人取得報酬，對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議。證券經紀商所提供的線上服務內容是否已超出證券經紀商的範疇，而進一步構成投信投顧法下的證券投資顧問？又或是僅是證券商推介有價證券之行為？對此，本文認為有必要進一步回顧我國現行法對證券投資顧問的定義以及現況下是如何監管證券商之推介行為。以下分述之：

(一) 釋字第 634 號解釋與證券投資顧問之推介行為

依釋字第 634 號解釋意旨，投信投顧法所稱的證券投資顧問，應排除僅提供一般性之證券投資資訊且並非以直接或間接從事個別有價證券價值分析或推介建議為目的者。換言之，釋字第 634 號解釋認為個案業者須同時具備「一般性之證券投資資訊」與「並非以直接或間接提供個別有價證券價值分析或推介為目的」二情狀，始不適用投信投顧法之規範。以下分述此二要件：

1. 一般性證券投資資訊

就「一般性之證券投資資訊」此一要件，我國最高法院認為僅需顧問內容或報告本身與特定證券、期貨商品相關，即不屬此種情形。最高法院分別舉例包含對市場趨勢之分析、提供如何選用投資顧問之意見、提供關於投資證券、期貨之優點等，均屬投資顧問之業務範疇。甚至倘若業者係提供一系列證券名單以供客戶從中選擇，即使該顧問並未在名單中作特定之推薦，仍可認為係屬提供關於證券、期貨之顧問形態⁶。故我國法院認定的「一般性之證券投資資訊」的範圍，相對較為狹窄，倘有針對特定標的之分析報告或提供名單供客戶選擇等行為，均非屬「一般性的證券資訊」。學說見解則有認為，一般性證券投資資訊應係指不特定人均得以無償取得之資訊、且該資訊未經過加工或改造者⁷。

此外，如前述提及，部分證券商的線上服務會涉及彙整其他證券投資顧問之報告。對此，部分實務見解認為即使傳播者的資訊係取自合法的投資顧問業者，該傳播者本身仍應構成投資顧問業者，故仍應取得主管機關許可經營投資顧問業務⁸。

2. 非以直接或間接提供個別有價證券價值分析或推介為目的

⁶ 最高法院 102 年台上字第 171 號刑事判決。

⁷ 郭土木，證券投資信託及顧問法理論及實務，初版，五南，二〇二〇年，頁 92。

⁸ 最高法院 100 年度台上字第 6943 號刑事判決；最高法院 101 年度的 2990 號刑事判決。

針對「非以直接或間接提供個別有價證券價值分析或推介為目的」要件，目前我國尚無相關實務判決可供參考。然而有學者指出，我國法或可參酌美國法下的 Wall Street Transcript、Lowe 等案，以提出建議者是否有「個人利益或利害關係」或提供「個人化服務」，作為進一步認定是否該當投資顧問之認定標準⁹。

3. 小結

綜上可知，我國法對於證券投資顧問之認定本身仍存有爭議。在各類線上證券服務所提供者多為資訊彙整功能的背景下，可以想見這對於證券商與證券投資顧問二主體間的區辨所產生的不確定性¹⁰。

此結果一方面係因釋字第 634 號與後續我國實務見解的發展仍停留在仰賴法院於個案中對於釋字文義之闡釋，並且缺乏較為一致之論述。

二方面也是因為各證券商所提供之資訊涵蓋範圍極廣，種類與方式均相當多元，本就難以一概而論。以線上證券商提供協助選股服務為例，倘若客戶可自行選擇選股策略的大方向、券商再依照該大方向為其選擇投資股票標的，此際是否該當投資顧問行為？又倘若選股策略自始係由證券商設定時，是否會產生不同的認定結果？除了協助選股服務外，線上證券商其餘例如排行榜與產業報告的提供，亦各有具體業務上的差異。

(二) 證券商推介行為監管

當前對於證券商向客戶推介有價證券之行為，係透過證券商管理規則第 36 條授權台灣證券交易所與證券櫃檯買賣中心訂立的「臺灣證券交易所股份有限公司證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」與「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」(下統稱「推介辦法」)規範之。

然而推介辦法所規範者係證券商之「推介」行為，並且投信投顧法也使用了「推介」二字來定義證券投資顧問業務，故此處即產生證券商之「推介」與證券投資顧問之「推介」是否同義之疑問。倘若認為二者應屬同義，而因為推介辦法之規定使證券商之推介行為可例外無須取得證券投資顧問許可之要求，則問題會出現在推介辦法何以得排除投信投顧法此類具有法律層級之規範？因為推介辦法

⁹ 張心悌，證券投資顧問事業之定義—兼論大法官會議釋字第 634 號解釋，月旦民商法雜誌，第 19 期，二〇〇八年三月，頁 177；郭土木，證券投資信託及顧問法理論及實務，前引註 7，頁 92。

¹⁰ 現今金融業者跨業經營風氣盛行，國內許多金融控股公司均同時經營證券商與證券投資顧問事業例如元大金控、兆豐金控、富邦金控與永豐金控等金控事業，旗下均同時經營證券商事業與證券投資顧問事業。詳參中華民國投資信託暨顧問商業同業公會網站，<https://www.sitca.org.tw/ROC/MemData/MD2001N.aspx?PGMID=AS0701>，二〇二一年十二月二十三日。投信投顧法第 66 條亦容許證券商跨業經營投信投顧事業。以上種種均加深相關行為認定上的不易，進而造成證券商與投資顧問之界線模糊。

僅是由台灣證券交易所與櫃台買賣中心訂定，本質上不具有法律或命令之層級；反之，如若認為推介辦法所稱之證券商推介無涉投信投顧法下的推介行為，則又應該如何區辨二種推介行為？

此外，在前述的推介之行為之外尚有一般性的資訊提供行為，此種行為與前述的證券商及證券投資顧問之推介行為間具體又應如何區別？換言之，對於推介行為之界線何在，現行法亦未有加以規範或解釋。綜合上述，本文以為推介辦法使用「推介」之用語，應有加以釐清之必要以避免後續法律適用時產生混淆。

三、 線上證券服務的特殊性

需補充說明者為，上述證券商與證券投資顧問的業務重疊導致主體界線模糊的問題，並非僅發生於證券商線上服務的情形。事實上，早於傳統電話下單時代，即有證券商營業員向客戶推介有價證券或產業分析等顧問服務。然而，與傳統電話推介僅存在於證券商及個別客戶間不同，線上證券服務提供的推介往往係向全體客戶為之，甚至部分的服務諸如交易排行榜等尚可能滲透至其他非客戶之不確定多數人，影響範圍相較傳統證券服務更為廣泛；而且相較於傳統的口頭或書面傳遞訊息，線上證券服務透過網路與 APP 通知推送等方式快速的將資訊推送至客戶處，亦具備較高的即時性，因而有較高的監管疑慮。

綜上，基於線上證券服務的「廣泛性」與「即時性」的特性，證券商可透過線上服務的提供而迅速影響不特定多數人，而使線上證券服務有其特殊的監管疑慮。加上我國法下固有關於證券商推介與證券投資顧問業務間界線模糊不清的爭議，在線上證券服務市場興起後似乎更顯模糊之趨勢，因此本文以為有將線上證券服務特別加以討論之必要。

參、我國之金融消費者保護法制

一、金融消費者保護義務之主體與保護對象

(一) 何謂「金融服務業」

金融消費者保護法(下稱「金消法」)第三條第一項規定：「本法所定金融服務業，包括銀行業、證券業、期貨業、保險業、電子票證業及其他經主管機關公告之金融服務業。」而目前我國金融監督管理委員會(下稱「金管會」)公告之金融服務業僅有「專營之電子支付機構」一種¹¹。此外，按本條之立法理由，金消法所稱之「金融服務業」應以該業務之執行將與金融消費者產生直接法律關係者為限¹²，因此金消法第三條第二項明確將證交所、櫃買中心與集保公司等事業排除於金融服務業之範疇之外。

所謂證券業，依照同條第二項規定，係參照金融監督管理委員會組織法第二條第三項第二款之定義，故指「證券交易所、證券櫃檯買賣中心、證券商、證券投資信託事業、證券金融事業、證券投資顧問事業、證券集中保管事業、都市更新投資信託事業與其他證券服務業之業務及機構。」故本文以下將重點討論之證券投資顧問與證券經紀商，均屬金消法下之證券業。

至於證券投資顧問與證券經紀商各自的服務對象，前者係提供委任人或第三人證券投資相關分析意見及推介建議；後者則係受託為客戶於集中交易市場進行交易，二者均分別將與投資人成立委任、受託、開戶等契約¹³，二者均係直接與金融消費者成立法律關係，故應屬於金消法上的金融服務事業。

(二) 金融消費者之定義

參照金融費法第四條第一項之規定，凡接受金融服務業提供之金融商品或服務者，均可稱之為「金融消費者」，然而同條但書另有排除特定條件者，包含「專業投資機構」或「符合一定財力或專業能力之自然人或法人」。依照金管會頒佈之函釋¹⁴，前者係指國內外之銀行、證券、期貨、保險業、基金管理公司、政府投資機構及各類基金或金融服務業依法受託管理之資產；後者則係指依照前開函釋列舉之規則及管理辦法之定義屬於專業投資人、專業客戶或高資產客戶者，例如證券商受託買賣外國有價證券管理規則第三條準用境外結構型商品管理規則第三條規定，資產總價值超過三千萬新台幣之自然人與最近一期經會計師查核或

¹¹ 金管會 104 年 5 月 1 日金管法字第 10400545920 號函。

¹² 林國全，金融消費者保護法之立法意旨，收錄於林國全(等著)，金融消費者保護法理論與實務，初版，財團法人金融消費者評議中心，二〇一九年，頁 11；陳國華，李珮瑄，卓家立，徐慧敏，金融消費者保護法解析，建業法律事務所，二〇一二年，頁 6。

¹³ 王志誠，現代金融法，三版，新學林，二〇一七年，頁 719。

¹⁴ 金管會 109 年 10 月 16 日金管法字第 10901937381 號令。

二、金融服務業之金融消費者保護義務

(一) 受託人義務(fiduciary duty)

須強調者為，如立法理由所敘，受託人義務本係源於金融消費者與金融服務業間之信賴關係，而由英美衡平法衍生而來，故不同時代、不同之金融服務業主體與金融消費者間之信賴關係，存在本質上與程度上之差異¹⁹。因此，受託人義務之內涵不可一概而論，可能因主體之不同而有差異。

(三) 適合性義務

¹⁹ 徐化耿，信義義務的一般理論及其在中國法上的展開，中外法學，第 192 期，二〇二〇年十二月，頁 1576-1579；Tamar Frankel (著)，林鼎鈞、翁祖立、陳錦隆、張家祥 (譯)，忠實法，一版，新學林，二〇一六年，頁 5。

依照金消法第九條之立法理由²⁰，本條第一項包含二部分義務，分別為瞭解客戶（know your customer, KYC）與適合性義務。前者係指金融服務業與金融消費者訂立金融商品或服務契約前，應充分瞭解客戶之基本資料、財務背景、所得與資金來源、風險偏好及過往投資經驗等各種資料；後者則係指金融服務業基於前開資料，應考量銷售對象之年齡、知識、經驗、財產狀況、風險承受能力等，評估並表明該銷售之適當性，以避免金融服務業為自己之利益而浮濫推薦金融商品予消費者而造成消費者權益損害²¹。

值得注意者為，金融市場之投資行為屬於私法自治之一環，故投資人仍應自行判斷與做成決策，並自負盈虧。然而金消法第九條所欲防範者，乃係金融服務業濫用對金融消費者之資訊分析能力的優勢，而要求金融服務業分析並表明商品對於金融消費者之適合性。故適合性義務之落實為投資人自負投資盈虧之先決條件²²。

（四）說明義務

金融服務業與金融消費者間存有資訊分析能力之差異，因此二者對金融商品或服務的價值及風險評估等事項存有資訊不對稱。對金融服務業課予事前的說明義務，有助弭平此資訊不對稱、降低交易成本，進而創造當事人雙方的實質平等。

金消法下的說明義務要求包含二面向，包括說明之內容與說明之方法。前者依金消法第十條第三項，係指金融服務業需說明所提供之商品或服務之「重要內容」，至於何謂「重要內容」則會因所提供之商品或服務之內容與風險程度而有異²³；後者依金消法第十條與金融服務業提供金融商品或服務前說明契約重要內容及揭露風險辦法第三條，係指金融服務業應秉持誠實信用且以淺顯易懂之方式向金融消費者為說明，所說明之內容亦應正確並附註日期等。

觀諸金消法第十條之規定，金融服務業者應於訂定契約前項金融消費者說明之。故金消法下之說明義務性質上係要求金融服務業者於契約訂定前為之，屬一先契約義務²⁴。

三、線上證券服務對金融消費者保護的衝擊

前開所列舉的受託人義務、說明義務、適合性義務與廣告行為原則等，均為抽象的規範，具體內涵均有賴主管機關於訂立法規命令闡釋，以及法院及評議中心於個案中對系爭義務進一步解釋。而如前述，線上證券服務的出現，加深了證

²⁰ 立法院系統，前引註 17。

²¹ 邱錦添，胡勝益，林克憲，金融消費者保護法與案例分析，初版，元照，二〇一二年，頁 29。

²² 王志誠，金融消費者之保護，前引註 15，頁 81；廖大穎，論證券市場與投資人自己責任制度，法學叢刊，第 45 卷第 2 期，二〇〇〇 年四月，頁 120。

²³ 「重要內容」之定義可參金融服務業提供金融商品或服務前說明契約重要內容及揭露風險辦法第四條及第五條。

²⁴ 王志誠，金融消費者之保護，前引註 15，頁 83。

券商與證券投資顧問之間界線的模糊，可能造成法院或金融消費者評議中心於個案中不易特定消費者與金融服務業間之法律關係，進而於個案中難以適用現行法規。

舉例而言，關於金融服務業從事廣告招攬與業務促銷一事，金管會於 2011 年發布了「金融服務業從事廣告業務招攬及營業促銷活動辦法」，其中第二條即明揭關於廣告及業務招攬的行為規範應依業務類別之不同，分別適用各該業務法令與自律規則。因此，關於證券投資顧問的業務推廣相關的規範，除了金融消費者保護法與前開辦法外，尚應遵守中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會會員自律公約第七條與第十六條等行為規範；另一方面，證券商除金融消費者保護法與前開辦法外，尚應遵守中華民國證券商同業公會會員自律公約第七條與第十條第六款等規範。這二套規範因應業務特性的不同，各自設有相對應之行為規範，也因此，釐清線上證券服務屬於何種證券業者，將有助於釐清其具體應適用何種金融消費者保護的規範架構。

又比如上述金消法第七條之受託人義務，將因個案中所涉主體間之信賴關係不同，而有內涵與本質上之差異。如不能清楚界定上述線上證券服務係屬證券經紀或證券投資顧問服務，則法院與金融消費者評議中心將更難於個案中決定該金融服務業者所應負注意義務與忠實義務的具體內涵。

退步言之，即使認為主體仍為證券商，惟於證券商向客戶推介有價證券或僅提供一般性的資訊時，其應負擔何種內容的受託人義務亦會有所區別。蓋因證券商在向客戶推介有價證券時，其與客戶間將存在有專業能力差異，進而使客戶對於證券商所產生的信賴應與傳統證券經紀業務或一般資訊提供服務下的信賴將有所不同。是以，在這種情況下證券商所應負擔之受託人義務之內涵應與傳統證券經紀業務有所不同。

至此，本文認為當前證券市場主體界線模糊所造成的金融消費者保護的衝擊主要會體現在行為規範的選擇上，蓋因行為規範的選擇須以確認主體作為前提，而無法清楚確認主體則難以選擇所欲施加的行為規範。又回顧本文第二章所述，前開四種常見的線上證券服務類型本質上多係在為客戶彙整與提供相關的證券資訊，因此證券推介行為與一般性證券資訊提供的監管會是行為規範選擇議題的核心而應著重加以討論與區辨。

綜合以上，本文以為解決證券經紀商與投資顧問間主體界線模糊的問題，為解決線上證券服務所造成的金融消費者保護問題的核心議題。以下本文將回顧並比較美國法上關於證券商與證券投資顧問間的主體界線劃分與相關行為規範的發展歷程，並嘗試對於前開提出本文的解決之道。

肆、 比較美國法上的發展經驗

美國法對於證券業者例如證券商與證券投資顧問的金融消費者保護規範，大致有三個較為重要之時間節點。其中包含第一、1990 年代後因應證券市場環境變遷所導致的證券商業務重心移轉、第二、2008 年因為次貸危機所引發的全球金融風暴以及後續的立法因應，以及第三、因為 2020 年新冠疫情導致線上證券服務的興盛與爭議。這三個時點分別都對近代美國的證券市場監管帶來不同面向的思考，以下分別整理個別時點的事件脈絡，以及美國監管者的因應之道。

一、 美國證券商與證券投資顧問的發展經驗

(一) 1990 年代——證券商與證券投資顧問的首次交錯

1930 年代前後，當時美國證券市場的交易模式包含大量複雜的手續與流程，市場上的證券商所主打的服務也多半是依客戶指示執行交易，使客戶得以免於處理複雜的交易流程。然而 1990 年代起，隨著自動化電子交易系統的引進與證券市場的電子化，原先複雜的交易手續變得簡單，證券商主打的服務也逐漸從執行交易指令轉向推廣投資建議的提供²⁵，1995 年美國的證券交易委員會(U.S. Security and Exchange Commission, SEC)甚至形容當時美國證券商的主要業務是提供客戶投資事務諮詢、而非為其執行交易指令²⁶。

除了自動化交易系統的引進外，另一個可能導致證券商轉而推廣投資建議服務的因素，是 1940 年投資顧問法(the Investment Advisor Act of 1940)。該法第 202 條(a)項 11 款明文規定，在特定情況下，證券商投資建議可以例外豁免適用該法所定的各項證券投資顧問監管措施²⁷。換言之，立法者於前開條文中明定，倘若證券商所提供的建議純屬偶然(solely incidental)，並且未因該建議取得其他特殊的報酬(special compensation)，則該證券商得免於適用證券投資顧問之監管。

在上述兩個因素的交互作用下，1990 年代後證券商搖身一變將自己包裝為客戶的財務規劃者，導致美國的金融消費者對於證券商與證券投資顧問的主體認知產生相當程度的模糊。根據 2006 年的統計²⁸，約三成的美國投資人認為證券商的核心業務之一是給予客戶投資建議；此外有超過九成的美國投資人無法清楚辨

²⁵ Arthur B. Laby, *Selling Advice and Creating Expectations: Why Brokers Should Be Fiduciaries*, 87(4) WASH. L. REV. 706, 730 (2012).

²⁶ DANIEL P. TULLY ET. AL., REPORT OF THE COMMITTEE ON COMPENSATION PRACTICES (Apr. 10, 1995), available at www.sec.gov/news/studies/bkrcomp.txt.

²⁷ Thomas Lee Hazen, *Are Existing Stock Broker Standards Sufficient - Principles, Rules, and Fiduciary Duties*, COLUM. BUS. L. REV. 710 (2010).

²⁸ Angela A. Hung, Noreen Clancy, Jeff Dominitz, *Investor Knowledge and Experience with Investment Advisers and Broker-Dealer*, SSRN(Nov. 4, 2010), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707651.

認證券商與證券投資顧問間的差異，受訪者們甚至相信證券商與證券投資顧問既然提供相同服務，自然也應該負擔相同程度的消費者保護義務。

(二) 2008 年次貸危機引發之金融海嘯

2008 年次級貸款的大量違約引發了一系列的金融危機，大量的華爾街金融機構倒閉或被收購，造成美國投資人大量的財產損失。這樣的事件也促使當時的歐巴馬政府及國會重新檢視美國的金融市場監理規範。在 2009 年美國財政部公布的報告²⁹中就提到，為了強化證券市場中的金融消費者保護，現有的證券商監管與投資顧問監管制有加以協調之必要，該報告並建議應對於有提供客戶投資建議的證券商課予受託人義務。

美國國會嗣後於 2010 年通過 2010 年華爾街改革及消費者保護法案（以下簡稱 Dodd-Frank Act）。依 Dodd-Frank Act 第 913 條的規定，SEC 應針對當時的證券投資顧問及證券商之規範狀況進行調查，並對可能的規範調整進行影響與效益評估。此外第 913 條也授權 SEC 對於提供投資建議服務之證券商制定規範，以提高其注意義務或規範程度。

綜上，無論從 2009 年的財政部報告或 2010 年的 Dodd-Frank Act 來看，美國的國會與政府均已注意證券商與證券投資顧問間的主體界線模糊，並且均將此現象認定為應予調整的問題之一。

(三) 2020 年線上證券服務的興盛與爭議

2020 年因應新冠疫情的大流行，各國採取強力的封鎖管控措施與經濟刺激措施，美國的線上證券服務也因此迎來大規模的使用者成長³⁰。然而快速的發展下，線上證券服務在美國同樣產生了一些爭議事件，包括 GME 的禁止交易事件³¹、證券交易遊戲化³²、訂單流回饋(payment for order flow, PFOF)收益模式³³等。

²⁹ U.S. DEP'T OF THE TREASURY, A NEW FOUNDATION: REBUILDING FINANCIAL SUPERVISION AND REGULATION 71 (2009), available at http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf.

³⁰ see Declan Harty, *Pandemic retail trading boom remakes brokerage landscape*, S&P Global Market Intelligence (April 14, 2021), <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/pandemic-retail-trading-boom-remakes-brokerage-landscape-63482952>.

³¹ Maggie Fitzgerald, *Robinhood restricts trading in GameStop, other names involved in frenzy*, CNBC, Jan. 28, 2021.

³² 中時新聞網，投資平台涉嫌將交易遊戲化 美政府展開調查，二〇二一年九月五日，https://www.chinatimes.com/realtimenews/20210905003236260410?chdtv&fbclid=IwAR3GWi4dr0_AJotVpCJBMtaoHPqTse7J2J1Uy4XbKccLColatYIgVWtGJA，二〇二二年六月一日；see also Thomas Franck, Maggie Fitzgerald, *SEC steps up research into brokers' 'gamification' of trades*, Chair Gary Gensler says, CNBC, Aug. 27, 2021.

³³ 訂單流回饋係指券商平台透過將用戶指示之交易交予高頻交易商執行，而後者給予一定程度之回饋。使用此種商業模式的券商包含嘉信理財集團(Charles Schwab Corporation)與 Robinhood 等。當前包含加拿大、英國與澳洲等國家均明確禁止系爭商業模式。see John Mccrank, *Explainer:*

2020 年麻州政府指控 Robinhood 利用排行榜、社群機制與 APP 通知等方法提高用戶的交易頻率進而藉此獲利。此外，麻州政府亦指出 Robinhood 針對經濟上較為弱勢且對於證券市場較為陌生之年輕族群投放廣告，且廣告內容過度強調證券市場致富的情節，這種廣告方式可能利用目標客群對於財富追求的心態吸引該族群進行開戶與交易，進而提升公司的獲利；最後，麻州政府還主張 Robinhood 對於申請交易選擇權等高風險金融產品的客戶，並未落實適合性的查核。綜合以上指控，麻州政府認為 Robinhood 之行為違反麻州州法下之受託人義務，且經督促後仍未改善，應撤銷其證券商之執照³⁴。

在州政府層級，除了麻州政府的指控外，加州司法部門也於 2021 年 4 月針對 Robinhood 的平台運營、交易進行與商品法規相關法令遵循文件等事項展開調查；紐約州的執法單位也對 Robinhood 的網路安全與反洗錢等問題進行調查³⁵。此外在聯邦層級，SEC 與 FINRA 也對於 Robinhood 在 GME 股票大漲期間禁止用戶進行交易一事發起調查³⁶。

可以說疫情時代下興起的線上證券服務，為美國金融監理所帶來的衝擊係跨領域並且是多面向的，涵蓋議題包含金融消費者保護、證券市場穩定、反洗錢與網路安全等。然而，本文受限於篇幅及研究主題，後續將專注於金融消費者保護相關的議題進行探討。

二、美國證券服務監管的變革與反思

(一) 1990 年代的回應

在 1940 年投資顧問法案第 202 條(a)項 11 款的基礎之上，SEC 於 1999 年提出提案，認為單純根據兩階段收費或固定費用等方式即認為證券商應適用 1940 年投資顧問法案監管有欠妥適。如此適用的結果將使證券商在面對 1940 年投資顧問法案第 202 條(a)項 11 款關於「特殊的補償」的要件判斷，毋庸過於受限而有更高的收費靈活性³⁷。相關提案在 2005 年 4 月 19 日經 SEC 徵求意見並調整內容後正式發布。

Robinhood makes most of its money from PFOF. What is it?, REUTERS, July 29, 2021 ; see also U.S. SEC. EXCH. COMM'N, <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-321> (last visited: Feb. 27, 2022).

³⁴ 中時新聞網，麻州擬吊銷羅賓漢經紀商執照，二〇二一年四月十四日，<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20210416005229-260410?chdtv>，二〇二二六月一日。

³⁵ see Chris Prentice, Michelle Price, *Explainer: The regulatory and legal headwinds facing Robinhood*, REUTERS, Jan. 29, 2022.

³⁶ See Danny Nelson, *Robinhood Under Investigation for FINRA Registration Violation*, yahoo! Finance, July 28, 2021 ; see also Kenny Anne Smith, *GameStop Post-Game: Congress, Regulators Probe Robinhood And Reddit*, Forbes, Feb. 18, 2021.

³⁷ Arthur B. Laby, *supra* note 25, at 731.

依該規則³⁸，SEC 對於前開條文的闡釋大致有三點結論：

1. 對「純屬偶然」採取較為寬鬆的解釋

所謂的純屬偶然係指該建議與證券商所提供予客戶的服務間具有合理關聯性者。SEC 指出，部分學者將所謂純屬偶然解釋為係指建議在證券商與客戶的服務中是不具重要性且低頻率的，可能導致現有的服務均落入 1940 年投資顧問法的規範中，進而過於擴張該法的適用範圍，與立法者的原意有所違背³⁹。如此適用的結果會極度限縮消費者可以從證券商處取得的資訊，也會極大程度地削弱證券商於當今證券市場中可扮演的角色。

SEC 也例示了數個非屬「純屬偶然」的情形⁴⁰，包含：1.當證券商與客戶間針對該建議服務另行訂定契約與收費；2.證券商所提供的建議屬於其財務規劃服務的一環，並且對外著重宣傳自身的財務規劃形象或所提供的財務規劃服務；3.客戶授權證券商為自己進行全權資產管理；4.將投資建議服務與他服務為包裹式收費。

2. 單純固定比例的收費模式不屬於「特殊報酬」

部分學者認為倘若證券商依管理的資產總額收取一定比例的報酬，將使其在收費模式上與傳統的證券投資顧問相類似，因此應認為這種收費方式就構成 1940 年投資顧問法中所稱的「特殊報酬」。然而 SEC 認為，這樣的收費模式在 2000 年代已經廣為證券商所採納，不宜認為其當然構成特殊報酬；此外細究 1940 年投資顧問法的立法歷程與立法者的原意，SEC 認為立法者應該無意根據收費方式認定個案是否構成證券投資顧問業務，也無意以交易金額比例以及資產總額比例作為主體劃分的標準⁴¹。

3. 法律關係揭露

根據 SEC 的觀察，當時的市場發展脈絡下，證券商與證券投資顧問二者在主體上已經產生了模糊。然而 SEC 也強調，單純將所有的證券商與客戶之間的建議都認定屬於投資顧問行為並責其受到相同程度的監管，並不足以解決此主體模糊的問題，這樣的適用結果應該也非立法者的本意。因此 SEC 認為，要求證券商對於自身與客戶間的權利義務關係進行清楚的揭露，毋寧具有更好的效果，

³⁸ Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers, 70 Fed. Reg. 20424, (April 19, 2005) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 275).

³⁹ Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers, 70 Fed. Reg. at 20431.

⁴⁰ Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers, 70 Fed. Reg. at 20438-20440.

⁴¹ Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers, 70 Fed. Reg. at 20431.

例如在推廣業務時附上相關的說明、向客戶說明受託人義務程度與服務內容的差異等⁴²。

(二) 對 08 年金融海嘯之反思

1. Dodd-Frank Act 訂立前——財政部的檢討報告⁴³

2009 年美國財政部發布了一份報告，針對 2008 年的金融危機進行全盤的檢討。報告中財政部提到，傳統的金融消費者保護僅強調反詐欺，然而 2008 年的金融海嘯體現了美國法對金融機構其他不當行為的監管有所不足。因此對於金融消費者保護面向，美國財政部提出以下數點建議：

- (1). 建立聯邦層級的金融消費者保護機構(Consumer Financial Protection Agency, CFPA)專責金融消費者保護規範的制定、落實監理，以及協調州政府間及州政府與聯邦政府間之消費者保護措施。
- (2). 在金融消費關係中，聯邦貿易委員會(Federal Trade Commission, FTC)應扮演 CFPA 的補充地位。主要的金融消費者保護問題應改由 CFPA 執掌，FTC 則可針對金融商品銷售的反詐欺部分與個人資料保護領域加以監理。
- (3). 重塑金融消費者保護法制，著重強調透明性(transparency)、簡單性(simplicity)、公平性(fairness)、可歸責性(accountability)與普通性(access for all)。
- (4). 強化 SEC 的職權。財政部認為金融危機的發生，凸顯了證券商與投資顧問間界線不明確的問題。尤其在 2008 年的時空背景下，二者所提供之服務相似度極高，且客戶也給予類似的信任程度，然而二者所受到的監管與法律上的地位均大不相同。對此財政部認為應該允許 SEC 調整金融中介者所負擔之義務，尤其是證券商所應負擔之受託人義務。此外財政部也建議立法者可以考慮明文要求提供投資建議的證券商與投資顧問負擔相同程度的受託人義務、統一要求金融服務機構對其客戶進行清楚簡單的法律關係揭露，並列舉特定態樣的利害關係衝突。

2. Dodd-Frank Act 訂立後——SEC 獨立研究團隊的調查報告

如上述，美國國會嗣後於 Dodd-Frank Act 的第 913 條中，明文授權 SEC 要求特定提供投資建議服務之證券商負擔與投資顧問相同程度之受託人義務，並且要求 SEC 針對當時的證券投資顧問及證券商之規範狀況進行調查，並對可能的規範調整進行影響與效益評估。

⁴² Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers, 70 Fed. Reg. at 20434.

⁴³ U.S. DEP'T OF THE TREASURY, *supra* note 29.

嗣後 SEC 建立了跨領域的獨立研究團隊，並於 2011 年 1 月提出相關的調查報告⁴⁴。研究團隊認為 SEC 應該利用立法者賦予之職權，課予提供投資建議之證券商與投資顧問相同程度之受託人義務。其並提出數點建議：

- (1). 立法者原本設定的立法選項，僅有刪除豁免證券商適用投資顧問監管規定刪除，以及逕將投資顧問的部分規範套用於證券商。然而研究團隊認為這樣的修法過於欠缺彈性，而顯得不務實⁴⁵。
- (2). 研究團隊認為課予證券商與證券投資顧問統一的受託人義務，會有以下益處：
 - a. 提高金融消費者保護的程度與金融消費者意識；
 - b. 較為彈性而得適用於各種商業模式；
 - c. 不影響金融消費者對於市場上商品的可取得性；
 - d. 有助於金融消費者保留自主決定權；
 - e. 證券商與投資顧問仍得各自適用既有的法規。
- (3). SEC 應該利用法律的授權，明確化證券商受託人義務的內涵。具體而言，針對忠實義務部分，研究小組認為應該專注在建構清晰的利害衝突避免與揭露規則。研究小組於報告中也提供準則規範之方向，包括：(1)究竟是事前的概括揭露？還是當證券商提供個人化投資建議時，才需要揭露？(2)直接禁止特定的利害關係衝突？或要求揭露特定利害關係衝突？(3)在設計揭露報告中的揭露事項時，應該考量該事項的揭露對於報告實用性及可行性的影響⁴⁶。此外針對善良管理人注意義務部分，研究小組則認為明確化的重點應在劃定「專業能力」的最低標準。例如證券商給予客戶建議時，應具備何種程度的認知基礎⁴⁷。
- (4). 最後研究團隊認為，針對證券商提供個人化建議服務、進行自營交易(principle trading)以及金融服務業應如何為客戶最佳利益，SEC 均應額外訂立準則或函釋加以規範⁴⁸。

(三) 麻州政府的法律見解

於上述麻州政府對於 Robinhood 提起的控訴中，麻州政府具體指明 Robinhood 針對欠缺金融經驗的市場參與者投放廣告、利用 APP 的各項功能吸引前開人群提高交易頻率、在未考慮適合性的前提下對客戶投放各式排行榜、以及

⁴⁴ U.S. SEC. EXCH. COMM'N, STUDY ON INVESTMENT ADVISORS AND BROKER-DEALERS (2011).

⁴⁵ *Id.* at 140-141.

⁴⁶ *Id.* at 116-117.

⁴⁷ *Id.* at 123.

⁴⁸ *Id.* at 118.

未經相當程度的查核即允許客戶交易選擇權等高風險金融產品，進而主張 Robinhood 上述行為違反麻州州法下作為證券商之受託人義務⁴⁹。

麻州政府也指出，前開受託人義務尚得區分為忠實義務和善良管理人注意義務。在證券商與客戶的法律關係中，忠實義務的內涵包含揭露所有的利害關係衝突，並盡合理的努力防止前開衝突的發生，以及在給予投資建議時應以客戶之利益為唯一衡量基礎；注意義務之內涵則係指證券商應該與熟悉同類事務者盡相同程度的努力及審慎，並對有關的事務與狀況均盡相同程度的注意。

麻州政府認為 Robinhood 利用 APP 的功能吸引客戶提高交易頻率，以及針對性的廣告投放，均係以自身之獲利為考量，而非為客戶之獲利著想，因此與其所應負擔之忠實義務有違。此外 Robinhood 向客戶提供排行榜藉以提高其交易的意願，過程中均未調查客戶過往的投資經驗與其他客觀條件，顯未充分考量該有價證券之於客戶的適合度，亦與其對於客戶之忠實義務與善良管理人義務有違。

綜上，麻州政府主張根據 General Law of Massachusetts section 204(a)(2)(G)⁵⁰ 的規定，州務卿倘若發現證券商或投資顧問涉入任何證券或保險領域的不道德或不誠實的行為，可對其裁以罰鍰、撤銷執照或註冊申請或其他適當處分。所謂不道德或不誠實行為，依照 950 Code of Massachusetts Regulations 12.207(1)(a)⁵¹ 的規定，係指在提供投資建議、推薦投資策略、交易有價證券等服務時，未能遵守其受託人義務之行為。因此，麻州州政府主張其可依上述規定，對 Robinhood 前開違反受託人義務之行為進行裁罰。

當前訴訟程序仍在進行中，Robinhood 曾請求法院在做出最終決定前應暫停前開行政裁罰的執行。然而 2021 年 5 月 27 日法院以 Robinhood 尚未窮盡其行政救濟手段為由駁回了其請求⁵²。此外，關於雙方爭執受託人義務存否一事法院則認為涉及純粹的法律問題，故毋庸等待證券主管機關做出最終的行政裁決，法院得續行審理⁵³。

三、 小結

從美國證券商實務的發展經歷來看，美國早在 1990 年代就出現了證券商以「金融規劃」、「投資策略」作為推廣業務的主要口號，且實際上也經常性地提供客戶各式各樣的投資建議與金融商品推介，因此衍生證券商與證券投資顧問間主

⁴⁹ William Francis Galvin Secretary of the Commonwealth of Massachusetts, *Secretary Galvin Charges Robinhood over Gamification and Options Trading*, William Francis Galvin Secretary of the Commonwealth of Massachusetts (Dec. 16, 2020), <https://www.sec.state.ma.us/sct/current/sctrobinhood/robinhoodidx.htm>.

⁵⁰ General Law of Massachusetts, MASS. GEN. LAW 110A §204(a)(2)(G) (2020).

⁵¹ Code of Massachusetts Regulations, MASS. CODE REGS. §12.207(1)(a).

⁵² Robinhood Fin., LLC v. Galvin, 2021 Mass. Super. 493 (May 27, 2021).

⁵³ Robinhood Fin., LLC v. Galvin, 2021 Mass. Super. 387 (June 14, 2021).

體界線模糊的問題。然而觀察 2000 年前後 SEC 對於 1940 年投資顧問法案第 202 條(a)項 11 款的解釋，當時監管者並未留意該問題可能衍生的金融消費者保護漏洞，甚至有意放寬對於除外條款的解釋。直至 2008 年金融海嘯發生後，SEC、立法者與美國財政部才逐漸開始考慮對推介有價證券的證券商課予較高程度或與投資顧問相同程度的受託人義務。

此後一段時間內美國法對於證券商之監管仍以適合性義務作為核心開展，然而具體義務的內涵卻已經出現了變更。美國金融業監管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)於 2014 年修正的 Rule 2111⁵⁴要求證券商在給予客戶交易建議時應該合理的相信所給予的建議對於接受建議的客戶而言具備適合性。FINRA 進一步於其規則中解釋適合性義務，認為其係由三個部分組成⁵⁵：1. 了解客戶並形成合理基礎；2. 基於該合理基礎相信建議適合被推薦之客戶；3. 除了個案適合度之外亦應考量客戶整體的財務及投資狀況以判斷其整體的適合度。

此外，2018 年 SEC 也發布了一份對於要求證券商在提供投資建議時應為客戶之最大利益計算的意見徵求稿⁵⁶。其中 SEC 提到了為了在不影響一般投資人取得資訊的前提下保障其自主形成投資決策的權利，SEC 計畫調整現有規範並對證券商課予最佳利益義務，包含注意義務⁵⁷、揭露義務⁵⁸與利害關係衝突義務⁵⁹。這樣的規範模式依照論者的解讀顯然已經與投資顧問程度的受託人義務相差無幾⁶⁰。嗣後，SEC 參考了各方的意見後並於 2019 年出台了關於證券商應以客戶的最佳利益義務作為行為規範的 Final Rule⁶¹。在 Final Rule 中，SEC 除維持原先徵求意見稿所架構的最佳利益義務外，另外增加了法令遵循義務⁶²並對徵求意見

⁵⁴ FINRA Rule 2111(a) (2014).

⁵⁵ FINRA Rule 2111(5) (2014).

⁵⁶ See Regulation Best Interest, 83 Fed. Reg. 21,574 (proposed May 9, 2018) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 240).

⁵⁷ 注意義務的內涵要求證券商在給與投資建議時需要注意三點：(1)了解客戶可能的風險與獲利；(2)從該客戶的投資組合來看有合理基礎相信自己係為客戶的最佳利益；(3)從該客戶的投資組合以及總和所給予的一系列投資建議均有合理基礎相信係為客戶的最佳利益。See Regulation Best Interest, 83 Fed. Reg. 21 at 133.

⁵⁸ 揭露義務的內涵係在證券商給予建議前或給予建議時應以書面向客戶說明交易的重要事項，該書面 SEC 稱之為 form CRS。See Regulation Best Interest, 83 Fed. Reg. 21 at 97.

⁵⁹ 利害關係衝突義務的內涵係要求證券商應該建立相關內控機制以確保消除與該建議有關之利害關係衝突。See Regulation Best Interest, 83 Fed. Reg. 21 at 167.

⁶⁰ Daniel P. Guernsey Jr., *Requiring Broker-Dealers to Disclose Conflict of Interest: A Solution Protecting and Empowering Investors*, 73 U. MIAMI L. REV. 1029, 1044 (2019).

⁶¹ Regulation Best Interest: The Broker Dealer Standard of Conduct, 84 Fed. Reg. 33318, (July 12, 2019) (to be codified at 17 C.F.R. pt. 240).

⁶² 法令遵循義務係脫胎於利害關係衝突義務，原於意見徵求稿中係 SEC 認為證券商應遵循利害關係衝突防止程序的建立義務。經外界向 SEC 建議後調整，將義務的內涵擴大為證券商應遵守任何關於應保障客戶最佳利益之規範。See Regulation Best Interest: The Broker Dealer Standard of Conduct, 84 Fed. Reg. at 33397.

稿中的文字做了微調。本文以為，前開最佳利益義務的內涵相較於傳統依客戶指示進行交易為主的法律關係所衍生的忠實義務，毋寧更接近為客戶之利益計算而提供投資建議的法律關係所衍生者，而與投資顧問所應負擔之忠實義務內涵更為類似。

近期的麻州政府與 Robinhood 間的案例，麻州政府的主張關於 Robinhood 應負擔受託人義務，背後所依據的法律基礎即係 2020 年 2 月麻州為了配合 SEC 的 Final Rule 所制定⁶³。至此，或許可以認為現況下 SEC 其實更傾向於對證券商課予較高度的義務，以解決主體界線模糊以及其所衍生的相關金融消費者保護問題。這樣的規範轉變也逐漸落實到州監管的等級，且可能逐漸成為未來規範發展之趨勢。

⁶³ Faegre Drinker Biddle & Reath LLP, *Robinhood vs. Massachusetts' Secretary of the Commonwealth: A Battle for the Ages over Massachusetts' New Strict Fiduciary Duty Rule*, JDSUPRA (May 25, 2021), <https://www.jdsupra.com/legalnews/robinhood-vs-massachusetts-secretary-of-8955842/>.

伍、我國法的因應之道

參照上述美國法的發展經驗，對於美國法如何解決證券商與證券投資顧問間的主體界線模糊的同時保障金融消費者，本文觀察後認為重點有二：一是強化現有證券商的金融消費者保護義務；二是逐漸走出機構監理(institutional regulation)的框架而採取功能監理(functional regulation)的思維。前者可以體現在 FINRA 的規定及 2018 年的 Final Rule 中，不斷在現有證券商的適合性義務框架下，透過解釋法律或函令等方式增加證券商應負擔之義務。後者則可體現在美國財政部的檢討報告與 2010 年 SEC 的研究報告中。二者均強調了課予提供投資建議的證券商與投資顧問相同程度的受託人義務，展現以證券商之實際行動作為行為規範的選擇標準，屬於標準的功能監管思維。

回歸我國法的討論，針對我國證券服務機構的主體界線模糊所造成的金融消費者保護上的問題，本文以為亦可參照美國法的經驗進行監管上與規範上的調整。本文將前開美國法因應之道區分討論：針對加強證券商金融消費者保護義務部分，因我國現行法已設有金融服務業者一般性的受託人義務規定，故相較於美國法證券上已負擔較高度的金融消費者保護義務⁶⁴進而使此部分於我國法下較不具有參考意義；然針對採取功能監理思維的採用，本文則以為在我國法下或可參考並進一步將之落實我國證券經紀商線上服務監管，以下分述之：

一、從機構監管至功能監管之演變

傳統的金融監管多採取所謂機構監管，此係指以機構種類做為決定適用規範的依據。這樣的監管模式具有簡單易操作的優點，僅需觀察機構所領有的金融牌照即可迅速依照該牌照主體所應適用之法規對其進行監管。

然而，這樣的思維在我國乃至於當代世界金融市場逐漸邁向多元跨業經營、異業結合⁶⁵與金控公司林立的今天，遭遇了諸多挑戰，而其中最大的困難之一即為「主體界線的模糊」⁶⁶。如同本文所欲探討的證券商與證券投資顧問間因為服務內容的重疊導致的主體與監管界線的模糊一般，在機構監管的框架下可能會出現同一商業行為並且對市場或消費者產生相似的結果，卻因為主體的不同導致所

⁶⁴ 我國現行金消法第七條第三項之規定與實務運作等面向仍有待改進之處，惟囿於篇幅因素，本文在此不為贅述。

⁶⁵ 曾宛如，從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合-以律師所受之規範為例，政大法學評論，第 96 期，二〇〇七年四月，頁 101；林育廷，證券從業人員之專業責任—Brokers or Advisers?，月旦民商法雜誌，第 22 期，二〇〇八年十二月，頁 78。

⁶⁶ See generally Aulana L. Peters & David N. Powers, *Functional Regulation: Looking Ahead*, 18 LOY. L. A. L. REV. 1075 (1985).

應受到的規範程度不同。這樣的情況無論在美國⁶⁷或我國的傳統金融監管均屢見不鮮。

對於這樣的困難，美國在 1984 年由行政部門的調查小組發布的報告⁶⁸以及 1999 年的金融服務現代化法案(Gramm Leach Bliley Act, GLBA)⁶⁹均提出了功能監管做為因應。功能監管將監管的焦點放在行為而非主體上，當業者做了應受監管之行為時，則無論其主體為何，均一律受相關法規之拘束。以證券推介行為為例，倘若所為的證券推介行為構成投信投顧法下之證券推介，則從功能監管的觀點，無論主體為證券商或證券投資顧問，均應受相同程度之監管。

事實上，我國近年的金融監管發展歷史中也有引進相當程度的功能監管思維，金管會的設立即為適例。2001 年 6 月通過「金融控股公司法」後，有鑑於國內金融集團間的跨行合併或與異業結盟者日漸增多，財政部即向立法院提案設立金管會，期使金融監理制度由原來的多元化改變成垂直整合的一元化監理⁷⁰。此一元化監理體制的本質即係在主管機關一端打破不同金融業別間的藩籬，不再專注於金融主體的種類，而使監管者在面對混業經營時得以較為全面的視角檢視金融服務行為或金融商品的功能，避免多元監管機關下可能出現的疊床架屋或監管真空的情形。

二、功能監管與證券推介行為

承接前段，本文以為我國法既已有採納了功能監管的思維，或許可以進一步將之落實於證券商線上證券服務的行為規範上。具體而言，執法機關或許不應執著於推介證券的主體為何，而毋寧可以更專注在服務本身的性質，觀察其在程度上是否足以該當投信投顧法下的證券推介行為、或僅應受證交所或櫃買中心之推介辦法所拘束，甚或僅單純為一般的證券資訊提供行為。

對於具體應如何區辨不同的推介行為與證券資訊提供行為，承接本節建議落實功能監管的脈絡，本文以認為可從行為在證券市場所扮演的功能切入，以所提供的推介是否個人化以及資訊是否具一般性作為判準：

(一) 證券投資顧問之推介行為判定

參照釋字第 634 號解釋，證交法第 18 條第一項及管理規則第五條第一項第四款規定之證券投資顧問事業，就經營或提供有價證券價值分析、投資判斷建議

⁶⁷ *Id.*

⁶⁸ TASK GROUP ON REGULATION OF FINANCIAL SERVICES, BLUEPRINT FOR REFORM (July 1984); *see also Id.*, at 1076.

⁶⁹ James F. Bauerle, *Seeking via Media: Disruptive Technology and Functional Regulation of Financial Institutions*, 123 BANKING L.J. 751, 753 (2006).

⁷⁰ 金管會網站，<https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=17&parentpath=0,1,11>，二〇二二年四月二十四日。

之業務而言，係在建立證券投資顧問之專業性，保障投資人於投資個別有價證券時，獲得忠實及專業之服務品質。

在釋字第 634 號解釋文中，大法官會議明確提到了證交法與相關規則中的投資顧問業務，均係在描述投資個別有價證券的情形，並且於後續的舉例中，大法官會議也明確地將一般性的證券資訊提供排除於投資顧問之界線之外。因此，本文以為大法官會議係將投資顧問的推介行為，限定於特定一個或數個標的之推介，換言之係以「資訊之一般性」作為認定個案行為是否構成投資顧問行為之要件之一。

另外從大法官解釋中可以發現，大法官會議所認定之證券投資顧問服務包含了「忠實及專業之服務品質」，對照 *Lowe v. SEC* 中美國聯邦最高法院強調的投顧與客戶間的忠實關係(fiduciary relationship)⁷¹，並以之發展出「個人化服務」作為投資顧問認定之標準。本文認為大法官會議應有意將忠實關係以及其所本的信賴關係納入成為投顧功能的核心，並且有意於解釋所謂忠實關係時參照美國法之解釋，以推介行為之「個人化程度」作為判準。

值得注意的是，*Lowe* 案中多數見解提到，規範投資顧問之核心目的乃在避免投顧濫用客戶之信任，且該種信任係源於較為密切之個人聯繫與保密關係。基此，於解釋前開個人化程度時，本文以為應達到一對一的個人性建議⁷²或為該客戶單獨量身訂作之程度，始足當之。

綜上，從功能監管的角度，本文認為參照美國法與釋字第 634 號解釋之意旨，適用投信投顧法之證券推介行為應著重判斷該推介行為之「個人化程度」以及「所提供的資訊是否具一般性」，倘該推介具備高度個人化且所提供之資訊內容亦具較高之特定性，則該推介行為即屬於證券投資顧問行為，而應受到與證券投資顧問業相同程度之監管。

(二) 證券商推介行為與一般資訊提供

另一方面，本文亦從功能監管的角度，指出區辨證券推介行為與一般的證券資訊提供時，仍得以「個人化程度」作為區分標準。

參酌證交所與櫃買中心頒布之「證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」第二條與「證券商推介客戶買賣有價證券契約應行記載事項準則」第三條第四款之規定，證券商一方面不得向不特定多數人推介有價證券，且應額外以專員向客戶針對推介行為之風險進行說明與簽約；另一方面，證券商尚需於推介契約中明文其對客戶應負忠實義務與善良管理人注意義務。

⁷¹ 張心悌，前引註 9，頁 175。

⁷² 彭冰，證券投資顧問言論監管與言論自由，月旦民商法雜誌，第 19 期，二〇〇八年三月，頁 189。

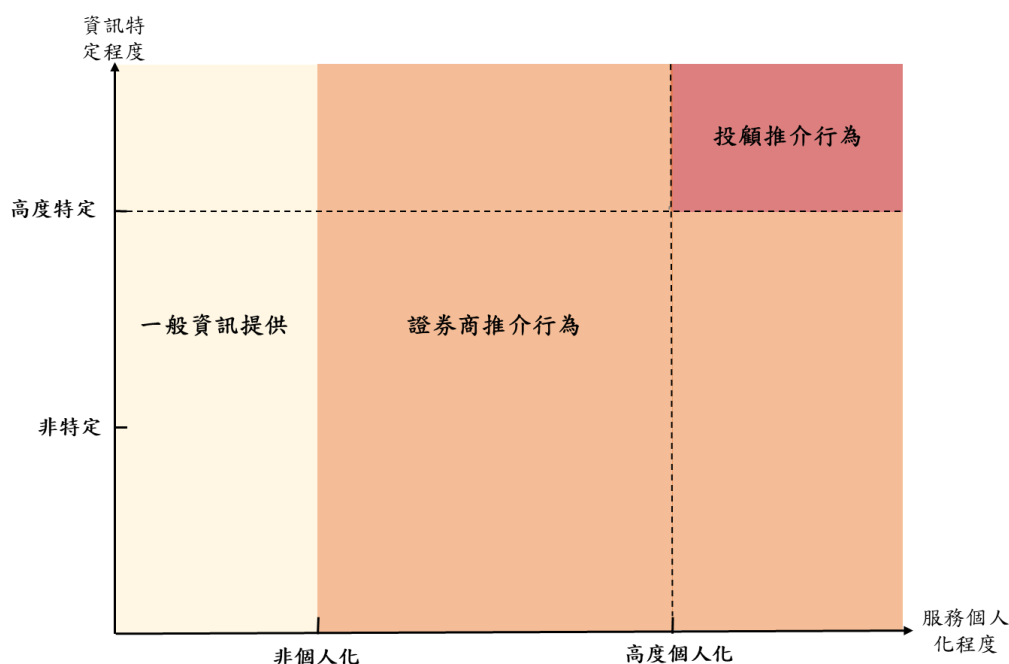
從上述規定要求額外簽訂契約、說明以及負擔忠實義務等措施來看，可以發現證交所與櫃買中心所想像之證券商推介行為，係以證券商與客戶間具有一定程度之信賴關係的前提下所為之證券推介。既涉及信賴關係之認定，本文以為尚可藉前開「個人化」之判斷為界分，倘該推介行為未達到證券投資顧問之推介程度——亦即未達到一對一個人性建議的程度、但仍具有相當之個人化特性時，則提供該推介服務之證券商至少仍應遵守證券商管理規則與證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法之規範。

須強調者係，此處證券商推介與前段證券投資顧問不同的是，此處須具備的個人化程度，僅須有個人化之特性即足，而毋庸達到極高程度例如一對一個人性建議的程度。換言之，倘若個案中證券商所為的資訊提供具有任何個人化之色彩、但未該當前開證券投資顧問行為之要件，則應屬於證券商推介有價證券而非單純證券資訊提供。例如僅向特定「屬性」之客戶提供該種資訊、而非針對特定客戶提供量身訂做的資訊，即屬此處的情形。

(三) 小結

綜上，本文從功能監管的角度出發，並結合釋字第 634 號解釋之意旨，指出所謂的證券投資顧問之推介行為應係高度個人化且所提供資訊高度特定之行為(即下圖紅色區域)。至於證交所與櫃買中心所訂之「證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」與「證券商推介客戶買賣有價證券契約應行記載事項準則」中之證券商之推介行為，應係指非屬證券投資顧問之推介惟仍具一定程度個人化之推介行為(即下圖橘色區域)。最後，倘非證券投資顧問或證券商之推介，則應僅為一般資訊提供行為(即下圖黃色區域)。

本文對於以上之建議圖示如下：



圖一:推介行為之界分⁷³

然而本文以上之見解係以證券商之線上服務作為探討之背景事實。關於非證券商或非投資顧問所為之推介行為因所涉範圍極廣且所需考慮之產業現況亦多有不同，已逾越本文原設之研究範圍而仍有待後續之研究。

三、 線上證券服務與證券推介行為

本文以下將嘗試將前開標準適用於線上證券服務中，以具體化前開判準的實際運作情形。

(一) 電子化交易

單純電子化交易本身，其實不具有資訊整理與提供之特性。然而觀察各家證券商 APP 與網頁的頁面，多會在下單介面顯示該檔標的之最近數筆委買及委賣之資訊。此種資訊的提供對象係所有點進該頁面之客戶，使其均得掌握該時點下所欲交易的標的市況。

有鑑於此種資訊的提供本身並不會因為客戶人別之不同而有差異，因此本文認為其應不具備任何個人化之特色，而僅應屬於一般資訊之提供，尚無構成證券商推介或證券投資建議的問題。

(二) 產業研究報告

如第二章所敘，產業研究報告的內容及來源多有不同。然而觀察市面上多數證券商於線上服務所提供之產業研究報告，多係定期向全體客戶提供，或公開於

⁷³ 作者自繪。

其網站供客戶閱覽，故本文認為此類產業報告本身應不具個人化之特性，而僅為一般資訊之提供。我國當前的線上證券服務所提供的產業研究報告多屬於此類，例如：富果證券、基富通、永豐證券等線上證券服務所提供的各種研究報告。

惟倘若證券商係針對不同客戶群體之特性而提供不同內容之產業研究報告，此時即可能有個人化之問題。但另一方面，此種產業研究報告因為是以群體為單位，並未達到投顧推介下一對一的情形，故本文認為此種情形應僅達到低度個人化的程度，而應屬於證券商之推介。

相對而言，倘若證券商係針對個別客戶依據其特性而提供不同內容的產業研究報告，本文認為仍應視報告之內容而定。倘若報告之內容僅針對特定產業為介紹、或廣泛針對當前經濟狀況為分析，則或許尚可因其內容的特定性較低，而認為其僅構成證券商推介行為；反之，倘若該報告中涉及對特定一檔或數檔有價證券之分析或整理，則可能因為其內容的特定性較高、加上較高度之個人化，而認為屬於投資顧問之推介行為。

(三) 即時排行榜

即時排行榜亦可能視其排行所依據標準而有不同的認定結果。倘若如第二章所例示之成交量、漲幅排行等，因此類標準屬於市場中投資人較容易取得之標準，而非針對特定群體或個人所設計之標準，其個人化程度較低，故此種排行榜本質上應僅為一般資訊之提供。此類排行榜的提供較為普遍，且當前我國的線上證券服務均有提供，例如華南永昌證券、群益證券等。

然而部分線上證券服務所使用之標準並非市場中投資人容易取得之標準，如個別客戶最愛、依證券商之公式計算當日熱門標的等，富果證券的熱門主題排行即屬此類排行榜。此時對於此類服務則應視進一步審查該標準之個人化程度。

倘若該標準係針對個別客戶為之，例如個別客戶最愛等，則此時該標準應已具有高度個人化之特性，有鑑於排行榜中所蒐集的標的數量較多造成資訊之特定程度較低，故本文以為此種行為應屬於證券商之推介；反之，倘係證券商自行設計之標準，且其最終結果不因客戶人別而有異，則此種標準應不具備任何個人化之要素，而應僅為一般資訊之提供，前述的富果證券熱門主題即應屬於此類。

(四) 協助選擇投資標的

協助選擇投資標的在具體服務內容上較為多元，必須區別檢視。部分選股服務會由客戶自行勾選標準並展示符合客戶勾選標準之標的，例如凱基證券之隨身 E 策略 APP 以及群益證券的新股神贏家即有提供此類服務。此種服務雖表面上看似為客戶量身訂做而具類似一對一程度之個人化。然而，實際上相較於投資顧問係基於對客戶之整體資產狀況與投資配置進行調查理解後所作的推介不同，此

種服務僅係由客戶依照自己的需求自行設定參數，證券商僅僅依照其指示為其蒐集符合指示之標的，個人化程度相較前者為低，性質上應較類似證券商之推介。

部分證券商，例如富邦證券之大師選股服務或是永豐證券的大戶投 iLeader，也會主打依照個別投資大師之投資策略進行選股，例如毛利率三年平均大於 00、股價淨值比小於 00 等，並列出符合該標準之標的。此處參考過往對於投資軟體的判決，法院多會以「軟體參數是否係由投資人自行輸入」以及「呈現的標的是否特定」作為認定投資軟體是否該當投資顧問之標準⁷⁴。

詳言之，法院認為如若個案中參數係由軟體設計者或金融業者先行設定或由服務人員協助客戶設定而非交由投資人自行設定，所推介的也是特定標的，則系爭軟體的銷售或服務的提供就會該當投資顧問之定義。另外，個案中投資人的投資經驗與知識水準也是重要的參考因素之一，法院會用以佐證參數係由何人所設置⁷⁵。將前開實務見解涵攝於此處將發現因為此類大師策略服務從參數設定乃至於參數組合均係由證券商設定後交由客戶自行選擇與參考，加之最終推介之標的數量通常較為限縮而應屬特定，有極大的可能被認定為投資顧問之推介行為。

然而，本文以為前開法院之判準有欠妥適，蓋因其以「參數設置者」作為判斷是否屬於證券投資顧問的依據根本上忽略了大法官對於投資顧問與客戶間忠實關係之闡述；退步言之，縱然法院企圖透過參數設置者作為決定忠實關係存在之客觀依據，然而單以設定參數之人即欲斷定忠實關係之存否似過於狹隘，忽略了其他可能作為觀察忠實關係存否之因素。此外，前述法院見解運作之結果亦極有可能使此類服務之用途受到限縮而無從為大多數一般投資人所取得，進而可能不利普惠金融(Financial Inclusion)之達成⁷⁶。

因此，本文以為在論理上仍宜貫徹功能監理思維較為妥適。針對大師策略分析選股，雖說其多係向所有客戶提供服務，客觀上顯然非屬於一對一的個人化服務而不宜逕認為屬於投資顧問之推介；然而實際上，此種策略內含的各項指標均係由證券商自行設計與分類，並且證券商也多會於網頁標題或廣告行為中強調係參考特定投資大師的投資策略。如此設計顯然是藉專業人士之盛名吸引金融資訊管道或知識較為缺乏而須尋求參考之投資人群體，具有針對特定屬性投資人群體之性質。因此本文認為此種服務具相當程度之個人化，而應認為屬於證券商之推介行為。

⁷⁴ 最高法院 101 年台上字第 6562 號刑事判決；高等法院 104 年度金上訴字第 1 號刑事判決。

⁷⁵ 楊岳平，由投資軟體銷售之違法經投資顧問罪論金融科技時代下法院的角色，月旦裁判時報，第 107 期，二〇二一年五月，頁 52。

⁷⁶ 楊岳平，前引註 75，頁 52。

最後則為第二章所提到以 AI 協助客戶選股之服務。以國泰證券之智能選股服務為例，此種服務係透過 AI 學習客戶之選股模式與喜好，進而依照學習所得之結果推介股票。此種模式下，倘若證券商係透過 AI 學習「個別」客戶的喜好並以之回饋至該名客戶的推介內容中，則因其一對一的特性，性質上屬於高度個人化，此外加上推介個股顯然具高度特定性，故應屬於投資顧問之推介行為。反之，倘若所學習的是所有客戶的喜好，並據此對客戶進行大數據分類與分析進而依據不同的客戶屬性進行推介，此時因證券商仍具有對特定客群為推介之事實，故本文認為應具有相當程度之個人化而應屬於證券商之推介。

陸、 結論

隨著線上證券服務的興盛，當代的證券商開始為客戶提供大量的資訊整理服務，這使的證券商與證券投資顧問間原已漸趨模糊的主體界線更加難以辨認。從而，這樣的主體界線模糊將又會造成監管機關或法院難以決定其是否須加以監管以及應適用何種行為規範，進而對我國的金融消費者保護產生衝擊。

此外，我國以資訊整理與提供為主的線上證券服務態樣，使得證券推介行為之區分在前開主體界分與線上證券服務監理議題中扮演具足輕重的地位。詳言之，現行法下證券商對於有價證券之推介係應遵守證券商管理規則與證交所及櫃買中心所頒佈之推介辦法，而證券投資顧問則應適用投信投顧法與證券投資顧問事業管理規則等相關規定，二者對於人員資格要求等事項存有差異。然而究竟甚麼是屬於證券商得為之證券推介，甚麼是證券投資顧問所得為之推介，又前兩者與一般性的資訊提供差異何在等問題，現行法均未能清楚區別。這樣的模糊在線上證券服務多具資訊整理與提供特性的背景下，將使金融消費者保護漏洞被更加凸顯。

本文回顧美國法上的發展經驗，發現美國自 1990 年代開始因為自動化交易系統的引進，原先複雜的證券交易業務不再需要透過證券經紀商為之，因而使證券商服務模式從傳統的證券經紀業務逐漸轉向提供各類金融建議。加上 SEC 對於 1940 年投資顧問法的第 202 條(a)項 11 款的例外規定的寬認，兩因素的交互作用下，證券商與證券投資顧問間的主體界線逐漸產生模糊。在 2008 年金融海嘯後，財政部與 SEC 的研究報告均提出將提供投資建議之證券商課予與投資顧問相同程度之受託人義務的建議，顯現美國法在此領域的監管逐漸走向功能監管的思維。此後 2014 年的 FINRA rule 2111 與 2018 年的 SEC 的 Best Interest Regulation，亦在適合度義務的基礎之上強化證券商應負的消費者保護義務。總結美國法的發展經驗，本文認為其主要係透過強化現有的義務內涵與採納功能監管等方法，嘗試解決主體界線模糊以及其所衍生的金融消費者保護問題。

本文參照美國法的發展經驗，針對我國的線上證券服務監管，建議落實 2001 年金管會設立時所採行之功能監管思維，以證券服務業者的具體行為作為適用監管措施的核心依據。對於證券商所為的各種推介行為應如何區分，本文則認為應於個案中分析所為之證券推介行為是否具「個人化程度」與「證券資訊之一般性」二特性，倘該當此二要件，則應屬於證券投資顧問之推介行為而適用投信投顧法相關規定；倘推介行為本身具備一定個人化特徵卻仍不具備前開證券投資顧問行為之特徵者，則應適用證券商推介之規範。最後，倘係不具任何個人化特性之資訊提供，則僅為單純之資訊提供，而無庸受到特別監管。

隨著金融科技的不斷革新，傳統證券市場參與者的監管已經出現不敷使用的情形。本文透過呈現一部分的問題並嘗試對之提出解決之道，期望對我國的證券市場的監管得有所貢獻。

參考文獻

一、 中文文獻(按作者姓氏筆畫排列)

(一) 專書

王志誠 (編) (2017), 《現代金融法》, 三版, 新學林。

李珮瑄、卓家立、徐慧敏(編)(2012), 《金融消費者保護法解析》, 建業法律事務所。

邱錦添、胡勝益、林克憲, 《金融費者保護法與案例分析》, 初版, 元照。

郭土木 (編) (2020), 《證券投資信託及顧問法理論及實務》, 初版, 五南。

(二) 書之篇章

王志誠 (2020), 〈信託受託人之義務、責任風險控制及界線〉, 收於:新學林公司(編), 《二十一世紀財經法潮流:林國全教授榮退祝賀論文集》, 一版, 頁 5-24, 新學林。

王志誠 (2019), 〈金融消費者之保護〉, 收於:林國全 (編), 《金融消費者保護法理論與實務》, 初版, 頁 57-104, 財團法人金融消費者評議中心。

林國全 (2019), 〈金融消費者保護法之立法意旨〉, 收於:林國全 (編), 《金融消費者保護法理論與實務》, 初版, 頁 1-56, 財團法人金融消費者評議中心。

(三) 期刊論文

林育廷 (2008), 〈證券從業人員之專業責任—Brokers or Advisers?〉, 《月旦民商法雜誌》, 22 期, 頁 77-95。

徐化耿 (2020), 〈信義義務的一般理論及其在中國法上的展開〉, 《中外法學》, 192 期, 頁 1573-1595。

張心悌 (2008), 〈證券投資顧問事業之定義—兼論大法官會議釋字第634號解釋〉, 《月旦民商法雜誌》, 19 期, 頁 168-178。

曾宛如 (2007), 〈從英國金融服務暨市場法論金融服務之整合-以律師所受之規範為例〉, 《政大法學評論》, 96 期, 頁 99-145。

彭冰 (2008), 〈證券投資顧問言論監管與言論自由〉, 《月旦民商法雜誌》, 19 期, 頁 179-196。

楊岳平 (2021), 〈由投資軟體銷售之違法經投資顧問罪論金融科技時代下法院的角色〉, 《月旦裁判時報》, 107 期, 頁 48-57。

廖大穎 (2000), 〈論證券市場與投資人自己責任制度〉, 《法學叢刊》, 45 卷 2 期, 頁 111-123。

(四) 翻譯著作

Tamar Frankel (著), 林鼎鈞、翁祖立、陳錦隆、張家祥 (譯) (2016), 《忠實法》, 一版, 新學林。

(五) 網路資料及其他

元大證券 (2021), 《投資先生使用手冊》, 載於: https://www.yuanta.com.tw/file-repository/content/mr_invest/mrinvestbook.pdf。

元富證券 (2018), 《元富智能行動選股 APP 操作簡介》, 載於: https://www.masterlink.com.tw/services/mitake/download/iStockPick_Manual.pdf。

華南永昌 (2019), 《華南永昌 (iPhone) 操作手冊》, 載於: https://www.entrust.com.tw/upload/entrust/software/iPhone_mitake.pdf。

富邦證券 (2019), 《富邦 e 點通 Android Phone 操作手冊》, 載於: https://www.fbs.com.tw/wcm/new_web/operate_manual/operate_manual_02/Android_guide.pdf。

群益證券 (2016), 《群益掌中財神全球通 Android Phone 操作手冊》, 載於: <https://www.capital.com.tw/wealthgod/file/%E6%8E%8C%E4%B8%AD%E8%B2%A1%E7%A5%9E%E5%85%A8%E7%90%83%E9%80%9A-AndroidPhone-20161020.pdf>。

凱基證券 (2021), 《隨身 e 策略操作手冊》, 載於: <https://www.kgieworld.com.tw/uploadfiles/euploadfile/%E9%9A%A8%E8%BA%ABe%E7%AD%96%E7%95%A5%E6%93%8D%E4%BD%9C%E6%89%8B%E5%86%8A.pdf>。

二、英文文獻(按字母順序排列)

(一) 期刊論文

Bauerle, J. F. (2006), *Seeking via media: disruptive technology and functional regulation of financial institutions*, 123(8) BANKING LAW JOURNAL 751.

Guernsey, D. (2019), *Requiring broker-dealers to disclose conflict of interest: solution protecting and empowering investors*, 73(3) UNIVERSITY OF MIAMI LAW REVIEW 1029.

Hazen, T. (2010), *Are existing stock broker standards sufficient principles, rules, and fiduciary duties*, 2010(3) COLUMBIA BUSINESS LAW REVIEW 710.

Laby, A. B. (2012), *Selling advice and creating expectations: why brokers should be fiduciaries*, 87(3) WASHINGTON LAW REVIEW 707.

Peters, A. L., & Powers, D. N. (1985), *Functional regulation: looking ahead*, 18(4) LOYOLA OF LOS ANGELES LAW REVIEW 1075.

(二) 官方文獻

Department of the Treasury. (2009). *A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*.

Task Group on Regulation of Financial Services. (1984). *Blueprint for Reform*.

Security Exchange Commission. (2011). *Study on Investment Advisors and Broker-Dealers*.

Security Exchange Commission. (1995). *Report of the Committee on Compensation Practice*.

(三) 判決案例

Robinhood Fin., LLC v. Galvin, 2021 Mass. Super. 493 (2021).

Robinhood Fin., LLC v. Galvin, 2021 Mass. Super. 387 (2021).

(四) 網路資料及其他

Franck, T., & Fitzgerald, M., *SEC steps up research into brokers' 'gamification' of trades, Chair Gary Gensler says*, CNBC (August 27, 2021, 12:30 PM), <https://www.cnbc.com/2021/08/27/sec-steps-up-research-into-gamification-of-trading-with-online-brokers-gary-gensler-says.html>.

Faegre Drinker Biddle & Reath LLP, *Robinhood vs. Massachusetts' Secretary of the Commonwealth: A Battle for the Ages over Massachusetts' New Strict Fiduciary Duty Rule*, JDSUPRA (May 25, 2021), <https://www.jdsupra.com/legalnews/robinhood-vs-massachusetts-secretary-of-8955842/> .

Galvin, W. F., *Secretary Galvin Charges Robinhood over Gamification and Options Trading*, WILLIAM FRANCIS GALVIN SECRETARY OF THE COMMONWEALTH OF THE MASSACHUSETTS (December 16, 2020) , <https://www.sec.state.ma.us/sct/current/sctrobinhood/robinhoodidx.htm>.

Harty, D.,. *Pandemic retail trading boom remakes brokerage landscape*, S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE (April 14, 2021), <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/pandemic-retail-trading-boom-remakes-brokerage-landscape-63482952> .

Hung, A. et al., *Investor Knowledge and Experience with Investment Advisers and Broker-Dealers*, SSRN (November 14, 2010), <https://ssrn.com/abstract=1707651>.

Mccrank, J., *Explainer: Robinhood makes most of its money from PFOF. What is it?*, REUTERS (July 29, 2021, 11:59 PM), <https://www.reuters.com/business/finance/robinhood-makes-most-its-money-pfof-what-is-it-2021-07-29/>.

Nelson, D, *Robinhood Under Investigation for FINRA Registration Violation*, YAHOO ! FINANCE (July 28, 2021), <https://finance.yahoo.com/news/robinhood-under-investigation-finra-registration-194953190.html>.

Prentice, C., & Price, M., *Explainer: The regulatory and legal headwinds facing Robinhood*, REUTERS (January 29, 2022, 1:22 AM), <https://www.reuters.com/technology/regulatory-legal-headwinds-facing-robinhood-2022-01-28/>.

Smith, K. A., *GameStop Post-Game: Congress, Regulators Probe Robinhood And Reddit*, FORBES (February 18, 2021), <https://forbes.com.trem.media/advisor/investing/gamestop-robinhood-investigations/>.

Security Exchange Commission, *SEC Charges Robinhood Financial With Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (March 21, 2021), <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-321>.