

論著

蔡麗玲（證期會科長）

證券市場應用網際網路之管理研究

壹、前言

近年來網際網路（internet）廣泛應用到商務用途，電子商務（electronic commerce）已成為革命性的發展趨勢。其中，internet 在證券市場應用的普及速度更是驚人，據美國主計處（GAO）統計，一九九五年尚無網際網路證券交易，但截至一九九八年，網際網路交易已占證券交易總量的二十二%以上。

利用 Internet 不僅可單向傳輸訊息，亦得進行雙向或多方溝通，普遍使用的結果可謂利弊參半：投資人透過使用 internet，可利用低成本、高效率的方式取得必要資料並從事交易；此外，亦可使投資人的市場監督力量得以充分發揮。惟 internet 也提供意圖不法者一個新的而有效的犯罪工具：internet 可使他們以很低的成本，在很短的時間內與數以百萬計的投資人（潛在受害者）進行接觸；此外，亦可使不法者更易於以匿名方式從事犯罪並規避法律的制裁，進而助長犯罪的意圖。依據美國證券管理委員會（SEC）的統計，以 E-mail 方式檢舉交易詐欺的信函由一九九七年的每天十至十五封，至一九九九年初，已達到每日二百至三百封之多；隨著 internet 應用的普及，如何防範 internet 犯罪已成為各國證券主管機關迫切解決的議題。

本文之研究範圍包括 internet 在證券市場發行、交易、公開揭露，乃至於監理上的應用，全文除前言及結語外，共分四部分；首先說明目前 internet 的特性及其在證券市場應用範圍；次而探討 internet 在證券市場應用所引發之相關問題；其次彙整國際證券組織針對 internet 應用所提之規範原則；最後則概述我國對證券業者應用 internet 提供證券業務服務之相關規範，並提出相關政策建議。

貳、網際網路的特性及其在證券市場之應用

一、internet 的特性

internet 所提供的服務具有下列特性：

- 1.廣泛且立即性的溝通管道：internet 可提供數種不同的溝通方式，包括透過全球資訊網站（World Wide Web）、電子佈告欄（electronic bulletin boards）、電子郵件（e-mail）、及個人傳播網絡（personal broadcast networks）等方式與使用者進行廣泛及即時的溝通。

2.低成本的交易方式：目前網路設備幾乎是個人電腦的基本配備，而所需的通訊成本僅需與國內網路服務供應商連結的通訊費用及供應商收取的服務費，而發行公司及金融服務業者透過網路即可在瞬間與全球的消費者進行溝通。

3.交互性（interactive）的溝通方式：internet 可提供包括圖像、收音及書面的資訊，以及如立即下單交易等相互溝通的管道。

4.可建立網站間的超連結（hyperlinks）：透過網站間的相互連結，資訊的傳遞更為快速。惟超連結的濫用可能使不合法的資訊披上合法的面具，舉例而言，提供不合法資訊的網站可能與證券主管機關的網站相連結，而使投資人誤以為該網站提供的資訊是經過主管機關認可的。

5.分散化（decentralization）的交易模式：由於 internet 是「開放式」的網路，沒有集中式的控制機構，透過 internet 所傳送出去的訊息，就如同被打成散片般散到各個不同的系統中，網路中各系統的容量及品質不同，不良則可能造成連線時間的延遲甚或無法連線，使投資人失去投資的先機。

6.可作匿名式的溝通（anonymity）：internet 可提供數種匿名式的溝通方式，以保護使用者的隱私權：使用者只要利用「筆名」並透過「轉寄」（remailer）方式，即可模糊掉其本身的識別碼；或由 internet 下載「匿名化」軟體（anonymizer），經由該類軟體可掩飾傳送資料者的身分及資料的來源。惟此種溝通方式可能使不法者有機可乘，如「快客」（cracker）利用 anonymizer 假扮身分及中途攔截並竄改電子郵件內容。此外，並可利用 internet 進行資金移轉而很難追查其流向及投資人身分。

7.可提供彈性化（flexibility）的溝通方式：由於網站資料更新容易且更新成本低，提供的功能及服務可以很容易地加上，彈性相當高。惟因網站所提供的不實內容也可輕易抹去，增加調查不法行為的困難度。

二、internet 在證券產業的應用 目前 internet 在證券業的應用大致可分為下列數項：

（一）市場參與者方面

1.對投資人方面：

（1）資訊提供：利用 internet 投資人可取得來自監理機關所提供的發行公司財務資料、處分案件、投資應注意事項，並可向監理機關提出申訴。另亦可取得教育性資訊及發行公司所提供之財務業務資訊。

(2)線上開戶或下單交易：利用網路進行證券下單投資，由於其成本低，交易手續費常較傳統式下單為低。（估計約 20%）

(3)與其他投資人連絡：透過電子郵件、BBS 聊天室或新聞性網站亦可與快速與其他投資人交換訊息、互相討論。

2.發行公司（Issuers）許多發行公司利用 internet 直接與股東、潛在投資人及分析專家連繫，並提供產品資訊、股價的歷史性資料、評等、預期獲利、增資訊息等，使小額投資人也能輕易取得相關資料。

(1)公開發行（public offerings）internet 在公開募資的應用包括利用 internet 舉辦電子說明會、經主管機關核准後可不經過承銷商而直接對投資人募集資金（註一），但此可引發監理上的問題——由於 internet 具無國界的特性，即使該等募資能豁免於某國的法令而不需登記，但理論上也應向其他募資國登記。此外，若無承銷商介入，則公開說明書資料的評估就必須由投資人自行負責。

(2)揭露及通訊 在某些國家，發行公司可利用 internet 發布公開說明書及財務資訊以履行公開揭露的義務（註二）。有關揭露內容的監理重點，有些國家在防範未確定（premature）或不當訊息的揭露；有些則著重建立最低揭露標準及那些資訊是強制必須提供給投資人或股東。另控制網站者是否必須對網站所揭露之公開說明書內容負責，而與該內容超連結的網站是否也要為該內容的適法性負責，都是監理機關必須思索的問題。

至於與投資人的通訊方面，部分國家已允許股東利用 internet 「即時出席」股東會，並透過電子郵件提出問題，或利用 internet 行使投票權。

(3)私募（private offerings）大部份國家對私募多給予豁免登記，但不允許刊登廣告，故私募資料的取得必須利用密碼限制，否則可能與法令相違背。我國則尚無私募之規定，然有關未公開發行之股票買賣在加用密碼限制後，可否即可利用 internet 進行交易，其中可能涉及入會或密碼取得的容易度等標準的訂定，恐需作進一步的討論。（註三）

(二)金融服務提供者

1.廣告：internet 已成為金融業者相當重要的商品廣告媒體（包括網站或電子郵件），但若廣告商品是在業務範圍之外，則可能產生適法上的問題。另與海外關係企業（母公司或子公司）的超連結，則監理機關就必須注意所連結關係企業所提供服務的適法性。

2.提供投資資訊及投資建議：部分金融服務業者在網站上提供研究報告給擁有密碼的消費者，並收取費用，則將可能引起一些監理上的問題：(1)由於透過 internet 與客戶並非面對面溝通，難以確保其所提供投資服務的適當性及合法性。(2)非法業者可能透過與監理機關或著名投資機構的超連結，使投資人誤以為合法。(3)不法投資服務之偵查不易。

3.承銷：目前 internet 已被使用作為承銷的工具，有些網路券商並配合初次公開發行之分銷辦理「電子聯貸」(e-syndicates)。可能發生的問題包括：國家管轄權問題、募資行為是否業經核准等。

4.與投資人連絡：投資人可透過網站或電子郵件與金融服務業者連繫、取得資訊、開戶或下單。惟大量利用電子郵件進行溝通，可能產生如何確保業者提供給客戶資訊之正確性及適當性問題。

5.客戶下單：證券商接受網路下單已愈來愈普遍，該類交易之客戶以散户為主（法人機構係透過 E-mail 下單）。一般下單之程序為客戶→證券商→集中交易所系統。然若證券商利用網路接受開戶，必須利用面對面溝通或一般郵件連繫，或第三者提供之電子認證（或數位簽章）等方式確認客戶的身分，以防止洗錢的發生。

證券業者通常必須確認客戶付款沒問題後，才會接受客戶的下單，其方式包括收取保證金、預收款項、設定交易額、取得客戶帳戶自動扣帳授權等。

此外，隨著交易量增加，業者網路介面及備援系統的能量及穩定度也是管理上必須注意的問題。

6.交易紀錄的保存 (record-keeping)

業者普遍利用電子郵件與投資人連繫後，將產生如何遵守現行交易紀錄保存規定的問題，應檢討現行規定有否修改之必要。

二、市場

(一)傳統的集中證券交易所及有組織的交易市場 目前 internet 已成為傳統的證券交易所發布資訊或產品行銷的重要管道，有些交易所並提供上市公司資料庫或模擬交易系統供投資人查詢及利用。部分交易所並已將 internet 納入作為市場基礎設備，如提供證券商間的連線、交易執行及結算交割等，甚至已有交易所發展出下單系統，允許會員透過 internet 直接下單等。（註四）

此外，紐約證交所、NASDAQ 等證交所亦利用 internet 進行盤後交易，使網路交易步入另一個新的里程。

(二)組織化的店頭市場 目前組織化的店頭市場（OTC）雖已利用 internet 作為傳播報價訊息的工具，然 市場參與者目前主要係利用專屬的交易網絡下之電子通訊系統進行交易(即所謂的「電子通訊網絡」(electronic communication network))，而非 internet。

(三)新的交易系統（New Trading Facilities）

1.利用 internet 的「另類交易系統」（Alternative Trading Systems，ATS）

市場分散化(Market Fragmentation)已成為證券暨期貨市場發展的趨勢，其中 ATS（註五）提供投資人傳統證券交易市場外的其他交易管道，目前正快速成長中。許多 ATS 系統具有價格發現、配對、交叉買賣等功能，投資人利用 ATS 進行交易不僅可降低交易成本，亦使投資之管道更為多元化。

值得注意的是，我國目前雖未開放 ATS 的設立，但目前我國常見的未上市未上櫃盤商交易系統及部分網站似已具此類系統的特性。

2.電子公布欄（Electronic Bulletin Boards，E B B）

發行公司或第三者有時會設立電子公布欄作為交易之管道。舉例而言，某投資人在 E B B 上報價，另一投資人若覺得價位合理，即可與之進行私下議價（透過網路或電話）。而設立網站的發行公司或第三者為避免觸法，通常不涉入交易過程，也不收取任何費用。此種交易方式之交易成本較低，可作為流動性較低之未上市未上櫃公司股票的交易管道，惟由於交易過程並無金融中介機構參與，投資人之風險將大為增加。此外，E B B 可能引發之問題包括：該類交易並未受到任何市場規則所規範，資訊透明度較差；缺乏具公信力的交易確認設計及款券交割系統等。

(四)結算及交割

雖然證券的結算交割大部分是在封閉而專責的系統中運作，惟 internet 將很快被應用到結算交割之工作上。（註六）

三、監理機關

各國監理機關也已意識到 internet 對證券市場造成的衝擊，除積極研議法令以因應相關問題外，並利用 internet 強化監理的有效性。應用之用途包括：投資人教育宣導、接受投資人以電子郵件報怨或檢舉（投資人須填妥格式化的檢舉函）、部分國家並接受發行公司或證券服務事業的線上申請案件（註七）、法令修改或政策聲明、上網進行不法蒐證等。

參、相關問題之檢討

綜觀前述 internet 在證券市場上的應用，主管機關未來所應考量之問題及先進國家監理機關之管理重點為：

一、技術層面問題

(一)系統安全性問題

應用 internet 的前提為其安全性無虞，而電腦系統最常發生之問題為「駭客」(hacker)或「快客」(cracker)惡意侵入竊取、竄改資料等，此種問題涉及建立防火牆、防止密碼被竊、防毒系統安全設計等技術面的問題。

(二)系統容量問題

業者透過 internet 提供服務，系統容量是否足夠涉及服務品質良窳問題

(三)身分確認問題

包括身分冒認、身分資料保密等問題，此類問題在加強業者內控內稽及電子數位簽章法通過立法後，應可獲得解決。美國參、眾兩院業已通過電子簽章法，並經總統柯林頓簽署生效；我國亦積極研議推動立法中。

二、發行公司使用 internet 的管理 其主要重點包括：

(一)利用 internet 履行資訊揭露問題

1.於主管機關、交易所網站或自己網站披露相關資訊能否視為已履行公開揭露之義務——亦即「進入即視為送達」(Access Equals Delivery)

由於透過網路之揭露成本較低及鑒於報章的流通性有時並不大，及國際投資人的需要等因素。目前美國、香港、英國、澳洲等國多已同意發行公司得或須將網站揭露作為履行公開揭露義務之方法。

2.揭示內容是否適當，揭露事項是否已成熟之問題

由於網站揭露方式具有相當的彈性（容易修改），故以揭露至指定網站的方式較能控管揭露內容之品質。

(二)以 internet 進行股東連絡、開會、投票事項

國際化程度愈深，利用 internet 與股東連絡、開會、投票愈有必要，但前提 須能克服股東身分確認、投票權行使加密等技術性問題。

(三)發行公司網站資料內容的管理

1.超連結（hyperlink）資料不實之責任認定

為避免發行人利用超連結方式與他人勾結，取信投資人或規避責任，應對超連 結及責任認定作適當規範。

(2)發行期間網站資料適當性之管理 公開發行公司於募資期間可能利用網站與投資人、股東進行連絡：廣告、訊 息揭露、發布有關公司未來業務及財務發展消息、電話查詢解答及財務分析 等。其內容是否不實或誤導應予管理。（註八）

(四)發行人利用網路直接募資（public offering on line）

目前發行人（含基金公司）得利用 internet 發布募資之消息，其成本較低且成 效可能更大。部分國家，如美國，更允許（依 Regulation A）符合條件之發行 公司得不透過中介機構（承銷商），直接透過其本身網站進行公開募資，或依 Regulation D 進行私募（註九）。但此種募資行為涉及幾個問題：

1.國家管轄權。

2.募資行為是否業經主管機關核准。（不得於募資獲得核准或生效前，透過 internet 接受募資申請或預約申請。）

3.對於募資公開說明書內容的評估及判斷。

4.由於我國並無私募制度，若有非公開發行公司透過網站募集資金是否 涉及違法？另若該公司以密碼限制進入即可認定為私募（非特定人）等問題均亟待釐清。

三、證券服務事業使用 internet 的管理

(一)商業廣告

證券服務事業一般會利用 internet 進行廣告，尤其是金融集團，常會利用 internet 同時推出配套服務，使投資人一次購足。但此種行為可能引起下述 管理上的問題：

1.在網站上同時提供多元化的金融服務（如銀行、證券及保險服務）可能牽涉不同的管理範疇，如不同主管機關管轄重疊之問題。

2.透過超連結與國外子公司網站相連；或國內子公司與國外母公司網站相關，則勢必造成國內監理機關必須更注意管轄權是否及於海外母公司或子公司的問題。

3.應用超連結還可能產生另一問題，即資訊不實或詐欺的責任歸屬如何認定等問題。故應對業者超連結行為作適當規定，目前美國 NASDA 已發布證券商網站超連結準則，規定若證券商明知或有理由知道其網站內容有可能刊載不實或誤導性資訊時，不得與其進行超連結。

(二)在網站上提供投資訊息或投資建議

金融服務業者在網站上提供研究報告給擁有密碼的消費者，並收取費用，則將可能引起一些監理上的問題：

1.由於透過 internet 與客戶並非面對面溝通，如何確保所提供投資服務的適當性及合法性。

2.非法業者可能透過與監理機關或著名投資機構的超連結，使投資人誤以為本身為合法業者。

3.不法投資服務之偵查相當不易。

(三)承銷業務

包括透過 internet 進行承銷之促銷，或接受募資申請，亦可能產生跨國管轄權問題及募資案件是否為合法等問題。

(四)以電子郵件與投資人連絡 利用電子郵件與投資人進行連繫，則有連繫之內容是否妥當，及偵察不易等監理問題。

(五)連絡及交易紀錄的保存

業者普遍利用 internet 進行交易或業務往來（包括以電子郵件與投資人連繫），可能有如何遵守現行交易紀錄保存規定的問題，應檢討現行規定有否修改之必要。

(六)網路下單

1.在單純的經紀服務證券商所提供之服務必須符合「適當性」(suitability)原則及最佳執行原則(參見參考資料二),且對其從業人員所提供服務之適當與否亦須負起責任

2.系統容量的管理 為確保網路證券商對客戶所提供之服務,美國SEC業已發布二次「自動化檢討政策」(Automation Review Policy, ARP)聲明,定義何謂充分的運作容量。

(七)投資人教育宣導

一般認為提供投資人教育宣導資訊是主管機關或週邊單的責任,但其實若能透過證券商提供,其效果更為有效,故應逐步建立證券商教育投資人的觀念。此外,並可透藉由要求證券商網站與證券主管機關、公會等建立超連結,以提供投資人接受教育宣導的機會。

(八)線上論壇(on-line discussion forums)之管理

1.禁止證券商與從業人員於電子布告欄發布消息

部分業者會開闢聊天室、討論區及布告欄供投資人交換意見,這些園地在言論自由的保護下,一般並未受到明確的規範,即使提供證券商也常未訂定管理規則。由於這類園地的談話內容很有可能受到操縱,造成另一個監理上的死角(註十)。對此類行為,除以詐欺條款處分外,若散布消息則為證券商或其業務員,也應受到行政處罰。目前美國NASDA在行為準則中要求證券商必須約束其員工參與線上討論。

2.要求證券商妥善管理其談話園地,包括要求進入者註冊、揭露證券部位、隨時監測談話園地,提醒投資人勿信任園地中自稱掌握第一手資訊者的言論及揭露特殊事件主導者的身分及職業。

3.要求證券商所設立之談話園地最好放在其網站內,以利管理。

(九)對投資人隱私權的保護(註十一) 由於證券商通常會要求上網者留下個人資料(包括財產資料)或利用「cookies」(專門蒐集上網者資訊的text files)蒐集上網者資料(如e-mail address等),則該等資料的用途及保密應受到管理。對此,美國於Gramm-Leach-Bliley法案中要求金融機構(包括證券商)必須揭露對客戶個人資料的使用政策、不得將非公開的個人資料分享給第三者;此外,要求監理機關發布客戶資料保護準則及執行法令,並研究金融機構與其關係企業資訊共享的限制及適當性。

(十)利用internet進行申報及資訊公開的可行性

為簡化行政申請及申報程序，部分國家監理機關業已利用 internet 提供簡化的行政服務。如美國 SEC 委由 NASD 建立並運作 Adviser Registration Depository (IARD) (註十二) (該系統為 internet-based 之系統)，投資顧問公司 (包括聯邦及州立案) 可利用 internet 使用該系統，履行其申報及資訊公開之義務，此外，亦可利用該系統申請註冊、修正及取銷註冊；而投資人亦可透過該系統查詢相關資料。

四、電子郵件 (E-mail) 的管理 電子郵件最大的特點，即是可在成本非常低的情況下，一次將資料傳送給許多人。惟電子郵件之性質一般被視為「私人信函」，若藉由電子郵件傳送不實資料，是否構成對「公眾」(公開) 散布不實資訊？恐仍司法單位作進一步的解釋。

五、利用 internet 進行資訊造假以影響行情之管理

常見的資訊造假，包括利用網頁、公布欄、個人廣播網絡 (personal broadcast network) 或「強迫播放」(push media) 的技術，迅速、自動地散播，投資人只要在線上，不須作任何動作就會收到該等訊息。

六、internet 交易課稅問題的探討

由於 internet 交易為無紙化交易，缺乏審計軌跡，查核困難度；且缺乏清楚的國界與疆界，若缺乏規範法令，易產生國際稅務爭議。而傳統的稅賦理論認為，唯有某種交易與某國或某地產生一定之聯繫 (nexus) 時，該地或該國之管轄單位才有權對該交易課稅。如在當地常設辦公室，或派駐銷售人員，就已經構成了課稅的要件，我國所得稅法第二條及三條即有類似之規定 (註十三)。然 internet 往往跨越疆界及實質的形式，使人無法認定交易真正發生的地點。政府雖可以針對提供服務的行為，或是使用電子資料 (digital content) 的授權行為，對居住在其境內的投資人進行課稅，問題在於如何確保稽徵執行的效率。面對這種困擾，有的政府直接要求業者向投資人收取稅金，然後再交給政府。然若業者不在境內，那麼如何決定是否課稅，就成了很大的問題。即是否課稅取決於這筆交易與該管轄區域是否有足夠的「聯繫」(nexus)，而證明「聯繫」之存在與否，正是線上交易最麻煩的部份。一般，即使無「實質存在」的事實，政府也可藉由網路公司的協力廠商 (affiliates)、代理人 (agents) 等的活動，而推論網路公司在當地有「實質存在」。

為因應電子商務時代來臨，關於電子商務稅制的未來定位，世界各國已經開始積極著手研究。電子商務與傳統商業行為間的最大不同，在於電子商務更凸顯了商業行為的無國界性，如此一來使得國際間稅務政策與課稅原則整合的迫切性，更加受到重視。唯有加強國際間租稅原則的一致性與平等性，才能夠避免發生

雙重課稅等阻礙電子商務發展的情況，也才能確保新的稅賦制度能夠有效 管理與執行。

七、資訊提供廠商的管理

資訊提供網站，如 Portal（如 AOL's Personal Finance、Yahoo!Finance 等蒐尋網 站，即 internet 的 gateway），常被利用來作為散布不實訊息的場所，應作妥善 的管理，然由於 Portal 一般並非由證券主管機關管理，對此，可能必須尋求其 他主管機關的合作。

綜言之，internet 使傳統的證券市場詐欺行為，包括價格操縱、不實及誤導 資訊的傳播更為容易，也更難查核、蒐證。此外，未經註冊的募資行為或非法 的場外交易可透過 internet 輕易地達成目的；而不法業者更可透過 internet 提供圖利自己的投資建議，internet 已成為不肖投資經理人隱藏利益衝突的 理想管道。internet 對傳統的監理方式已形成一種挑戰，監理機關必須正視 其所衍生之潛在問題。

肆、國際組織對 internet 在證券市場應用之管理原則 國際間目前對電子商務之管理趨勢，多半採取強調「自我規範」之原則。如美 國於 1997 年 7 月通過並發表全球電子商務綱領，其中包括了五大原則：

- (1)網際網路的發展，未來應繼續由私人企業主導。
- (2)政府應避免對於電子商務作不當的限制。
- (3)政府應瞭解並配合網際網路的特殊本質。
- (4)若政府有必要介入網際網路活動，仍應本於支持、實施單一可預測的、一致性的、簡單的電子商務法律環境的前提而為之。
- (5)政府必須以全球為基礎來促進網際網路電子商務。

由美國的這項全球電子商務綱領內容，可知多數國家對於電子商務發展所採取的態度，大致認同電子商務需要廣泛的國際合作，故而要求各國政府需以全球 為基礎，合作創造一個適合電子商務發展的環境。

有關 internet 在證券市場之應用管理，美國、英國、澳洲、香港等均有作詳 細之規範（本文已在文中陸續介紹），除該等國家外，為保障投資人權益，確保 證券市場的公平、效率及透明化，並降低系統性風險，IOSCO 也曾於一九九八 年提出下列原則性的建議，茲整理如下：

●本國主管機關對網路證券業務的管理（管理原則）

(一)傳統的證券基本管理原則仍不應改變。

(二)在與基本證券管理法令一致的精神，監理機關不應阻止 internet 在證券市場上的應用。

(三)監理機關應努力強化法規，以提升 internet 交易環境的透明性及一致性。

(四)應加強與各國監理機關的合作及資訊交流。

(五)監理機關對電子媒體及其未來之發展應有深入的瞭解。

此外，I O S C O 並提出下列監理原則：

◆適用國內網際網路證券業務之規定

◎發行及廣告

(一)監理機關及自律機構應提供有關網路發行及廣告之準則給所有市場參與者，其內容應包括主管機關現行規定中適用網路發行及廣告的登記、核可要件及程序。並提醒市場參與者可能涉及其他國家的相關規定。

(二)主管機關應修改或尋求其他相關主管機關或立法機關修改相關法規，以確保在 internet 環境下，仍能維持適當的監理水準。

(三)不管使用那一種媒體，或其准駁是否經主管機關或自律機構，與證券或金融服務有關的發行交易或廣告，均應適用一般性反詐欺條款。

(四)主管機關或自律機構應加強監測不法或詐欺之網上廣告及發行行為。

◎公開揭露文件及其他資訊的傳送

(五)主管機關應確認發行公司利用網際網路提供給股東或潛在投資人所有關業務、財務資訊及證券等資訊，需與其以書面作為媒介提供給投資人的資訊一樣，以利投資人進行風險及利弊評估。

(六)主管機關應訂定適當的準則，作為金融服務業使用網路以滿足其資訊揭露義務之依循。

◎股東會投票

(七)為兼顧投資人權益及機密性，主管機關應研議在公司法下，允許發行公司、股務代理機構、存款機構及經紀商利用 internet 傳播股東會的投票資訊，以及將 internet 作為股東會投票方式之一的可行性。

◎通訊及客戶下單

(八)主管機關應要求金融服務業透過 internet 經營各項業務時，應符合「適當性」(suitability) 及一般行為準則。

(九)主管機關應要求金融服務業者確保其電腦網絡操作的完整性(包括安全性、可信賴性、容量足、備援系統及其他通訊方式等) 及足夠人員處理包括交易指令等網路通訊事宜。

(十)主管機關應研議要求金融服務業者就員工與民眾有關證券業務之電子通訊來龍去脈，建立書面覆審的程序。(通聯紀錄的留存)

(十一)主管機關應明確規範，那種情況可以使用科技認證(如數位簽名)；那些情況必須使用人工簽名(manual signatures)。

◎交易紀錄保存(recordkeeping)

(十二)適用金融服務業者之所有規範均應適用在網路交易。不管使用何種技術，主管機關所訂定有關交易紀錄保存之重要規定(如應製作及保存的紀錄、紀錄須能持久、監理機關隨時可取得)均應遵守。

(十三)交易紀錄保存政策及規定須及於與金融服務業者證券業務有關之電子郵件。

◆主管機關對網路跨國證券業務應行使監理權 由於 internet 無國界之性質，對主管機關的管轄權構成相當大的挑戰。主管機關應要求任何人若要向該國人民募資，即必須經登記或核准程序等方式予以管理。

(十四)主管機關對網路證券發行之條件應訂定明確規範，而不宜將該等權責交給發行公司所屬之國外監理機關。(主張管轄權)

(十五)若發行公司／金融服務業者於監理機關管轄權內，進行網上銷售行為，或發行公司／金融服務業者雖從事海外業務，但對國內投資人或市場有顯著影響，則主管機關均應對等業務訂定監理準則(如執照核准及登記準則等)。

(十六)主管機關應考量下列因素以決定是否必須堅持本國的管轄權：

1.所提供的資訊係針對該國人民（如在當地設立網站、在該國利用其他媒體廣告或公開、或該國貨幣或語言並非國際通用，但價格標示卻以該國貨幣為單位或使用該國語言）。

2.發行公司或金融服務業者接受該國人民購買，或對該國人民提供金融服務。（除非該國法令有豁免規定）

3.發行公司或金融服務業者利用電子郵件或其他媒體對該國人民「推銷」相關資訊。若有下述情況，則主管機關可考慮對網路證券交易不主張管轄權：

1.發行公司或金融服務業者明確宣示其業務提供對象，而不提供給其他國家人民。

2.於網站上明確聲明發行公司或金融服務業者已得到（或未得到）那些國家之授權（即明確的 disclaimer）。

3.發行公司或金融服務業者已作合理設計，以防範該國人民購買；如螢幕可列示應買人的住址或相關資訊等。

◆利用 internet 投資人教育宣導及提升市場透明度

(十七)監理機關及自律機構應充分利用網路教育投資人，並發布指導方針供證券業者遵循。

(十八)監理機關及自律機構應提供證券市場可能發生之詐欺行為等相關資訊以教育投資人，防範證券詐欺案件的發生。加強投資人教育宣導可以有效防範證券不法案件的發生，而 internet 所傳播的資訊可以到達眾多投資人，是有效的宣導管道。此外，監理機關及自律機構也可與投資人建立互動管道，並提供投資人查詢特定個人或企業是否合法之服務。

(十九)監理機關、自律機構及組織化的市場應利用網站，提供組織、法令等相關資料之介紹。

(二十)監理機關、自律機構及組織化的市場應發展電子資料庫，以提供投資人可上網查詢公司及市場相關資訊，以強化資訊之透明化。

◆加強對 internet 使用管理之跨國合作

(二一)各國監理或主管機關對 internet 異常或起訴之交易，應有蒐集及分享相關資訊的權力。

由於從事 internet 證券詐欺不法者，一旦遭遇困難，可以非常容易改變其網 上位址及詐欺計劃的目標區域，以逃避法律的制裁，而且他可以同時將相同的 資訊傳送給不同國家的人，欲查察該等不法，有賴各國監理機關的合作，故各 國監理機關應交流之資訊應包括網路證券詐欺起訴案之相關資料。

(二二)監理機關及自律機構應強化對未核准或不法詐欺行為之經常性監測。

(二三)監理機關及自律機構應培訓足夠的 internet 查核人才。

(二四)各國監理機關應互助合作，交換有關上網廣告、募資及提供金融服務 等資訊之監測技術，並彼此分享經驗。

伍、我國有關 internet 在證券市場應用之規範及建議 我國曾於 1998 年 11 月吉隆坡亞太經濟合作發展會議（APEC）經濟領袖會議中， 公布了中華民國電子商務政策綱領，其內容主要是依循國際標準，宣示維持明 確、一致、中立、無歧視的租稅制度。故而未來之電子商務管理規範大致上仍 將依循國際規範。

至網際網路在證券市場應用上的管理，我國目前主要係著重在網際網路交易方面的管理。我國於民國八十六年開始允許證券商從事 internet 委託業務，截至八十八年十二月止，計有六十七家證券商申辦該業務。民國八十八年三月並 正式核准國內共同基金可進行線上交易。

有關 internet 交易之規範，包括網路下單業務之申報、網站主機之設置、透 過 internet 推介買賣股票事宜、委託紀錄應有之內容及保存期限等，目前可 漸完備。惟有關下列交易爭議問題，則尚未有規範：

●利用 internet 下單所為委託錯誤之責任歸屬認定：

◎下單錯誤之責任認定。

◎網路券商電腦當機，使交易無法順利執行時之責任認定。

◎券商電腦系統遭到侵入之責任認定及責任負擔程度。

●設立網站或利用網路張貼有價證券之相關資訊，進而為有價證券之買賣， 及利用 internet 對非特定人出售有價證券之規範。

至於利用網路散播不實消息以操縱市場之問題規範，證券暨期貨管理委員會（以下簡稱證期會）已分別於八十七年十一月及八十八年一月核備台灣證券交 易所（以下簡稱證交所）及櫃買中心的「網際網路不實消息處理辦法」；此外， 證交所並已研議開發監測線上訊息發布之軟體中。

但有關發行公司、業者之網站內容管理、利用 internet 履行資訊公開義務、進行申報等相關應用（詳前述），則均尚未訂有相關規範。

為防範 internet 犯罪，主管機關或證交所等機構是否應仿 SEC 設立專責單位 協調處理網路詐欺案件，也是未來應考量的方向。另亦應充分利用 internet 加強投資人教育宣導，具體建議措施包括：

- 1.於證期會網站中提供投資人對合法證券商、期貨商、投信投顧業者、證金業者名單、公開發行公司已核准增資、募資案之查詢資訊及線上（關鍵字）查詢功能。或在查詢事項中透過與同業公會超連結方式，便利投資人對前述事項之查詢，以利投資人辨識不法業者。
- 2.要求所有證券商、期貨商、投信、投顧事業、證金業者等與證期會、證交所、期貨交易所、OTC、集保公司、證基會及各相關同業公會建立超連結，以擴大投資人網路教育宣導之功能。
- 3.請各相關周邊單位將編印之宣導手冊登載在網站中。並視實際需要摘錄於證期會網站或與各該周邊單位建立檔案超連結，供投資人查詢或參考。
- 4.督導各週邊單位利用網站提供各項法定事項查詢服務，並加強進行投資人教育宣導。

陸、結語

經濟學人情報中心（Economist Intelligence Unit - EIU）最近依據：(1) 各國五年內之總體經濟評估（國家經濟發展強度、政治前景與穩定度、稅制及貿易政策等）；(2)網路基礎建設，包括通訊的基礎建設等指標對各國網際網路發展情況進行評等。評等結果前十名分別為：美國、瑞典、芬蘭、挪威、荷蘭、英國、加拿大、新加坡、香港及比利時。而我國在六十個國家中僅排名第二十六名，並不理想。顯示我國在網路基本設施的建立上尚待加強。

事實上，隨著資訊科技的普及，internet 已對傳統資本市場的運作、管理造成系統性的衝擊，現有的制度及法規都須重新檢討其套用在 internet 相關交易的周延性。尤其有關法律規範之適用方面，尤須及早因應。此外，Internet 跨國界、虛擬化、彈性的特性，對不法監測、調查上的挑戰，如何在制度設計及查緝技巧上予以補強，也是未來必須考量的重點。

至於internet對業者的衝擊，乃至對整個市場結構的影響，業者也必須及早因應。未來網路證券商的成敗必須決定於其服務品質，包括上網的速度、所收取的手續費用及可提供的資訊品質等因素；此外，證券商必須能於網上提供研究資訊、

投資組合管理工具及財務規劃等功能，才能吸引投資人。此外，網上交易方式與傳統業務員接單方式將會有所衝突，一旦客戶習慣上網交易，則電話接單的業務就會受到影響。業務員所提供的服務將由原來以交易回報為主，轉型為提供客戶投資建議；市場所需的業務員人數也將大為減少，公會及從業人員都必須應及早因應（如加強教育訓練）。

事實上，各國政府對證券商利用 internet 提供業務服務均抱持開放的態度，且已釀成一股國際潮流，然如何兼顧交易效率及投資人權益保護，將是主管機關未來必須面臨的重大挑戰。

註釋：

註一：美國允許(Regulation A)符合條件之發行公司得不透過中介機構(承銷商)，直接（透過本身網站）公開募資，或依 Regulation D 進行私募。

註二：目前許多國家，如美國、香港、英國、澳洲等國已同意發行公司於主管機關、交易所網站或自己網站披露相關資訊視為已履行資訊公開揭露之義務。

註三：美國 SEC 就 IPO Net 利用密碼控管公開募集有價證券的資訊問題，以私人解釋函方式說明，IPO Net 除應對這些資訊設定密碼外，並應要求申請密碼的投資人應填具調查表，以確定該投資人屬於美國證交法 Regulation D 所稱的 Sophisticated investor，才能適用豁免法規。

註四：新加坡在一九九八年十月准許投資人可透過兩家線上系統直接以 internet 向新加坡交易所下單。

註五：另類交易系統為自動化的系統，能將所有交易集中處理、展示、配對、交叉買賣或以其他方式執行交易，並提供成交後的資訊。舉凡專營交易系統、經紀/交易商交易系統、買賣盤管理系統及電子通訊網絡（ECN）均統稱為「另類交易系統」。

註六：美國 National Securities Clearing Corporation, NSCC, 已宣稱將利用 internet 進行資訊傳遞。

註七：美國 SEC 委請 NASD 建立 Adviser Registration Depository (IARD)，要求投資顧問公司（包括聯邦及州立案）以 internet 利用該系統履行申報及資訊公開之義務，投資顧問公司亦可利用該系統申請註冊、修正及取銷註冊。

註八：美國 SEC 針對各類發行人（包括發行公司、投資信託公司等）網際網路應用，已於二〇〇〇年五月四日發布「電子媒體使用」（Use of Electronic Media）法令解釋。

註九：美國 Spring Street Brewing Co.依 Regulation D(豁免登記)首度於一九九六年三月利用網路完成公開發行。

註十：美國已出現許多透過此種管道進行的違法案件，最著名的為 PairGain 科技公司員工將一則「PariGain 將被 Israeli 公司併購」的不實訊息公布到 Yahoo 的財務訊息公布欄去，而該公布欄透過與 Bloomberg News Service 的連結傳到各地，使 PairGain 的股價漲了 31%。

註十一：美國參議院正著手進行一項「網際網路完整及關鍵性基礎設施保護法」(Internet Integrity and Critical Infrastructure Protection Act)之修訂。

註十二：SEC 於今年六月卅日宣布 IARD 業已建立完成，其網址為 WWW.SEC.GOV/IARD

註十三：所得稅法第二條（直接稅之課徵）：凡有中華民國來源所得之個人，應就其中華民國來源之所得，依本法規定，課徵綜合所得稅。非中華民國境內居住之個人，而有中華民國來源所得者，除本法另有規定外，其應納稅額，分別就源扣繳。同法第三條（間接稅之課徵）：凡在中華民國境內經營之營利事業，應依本法規定，課徵營利事業所得稅。營利事業之總機構在中華民國境內者，應就其中華民國境內外全部營利事業所得，合併課徵營利事業所得稅。但其來自中華民國境外之所得，已依所得來源國稅法規定繳納之所得稅，得由納稅義務人提出所得來源國稅務機關發給之同一年度納稅憑證，並取得所在地中華民國使領館或其他經中華民國政府認許機構之簽證後，自其全部營利事業所得結算應納稅額中扣抵。扣抵之數，不得超過因加計其國外所得，而依國內適用稅率計算增加之結算應納稅額。營利事業之總機構在中華民國境外，而有中華民國來源所得者，應就其中華民國境內之營利事業所得，依本法規定課徵營利事業所得稅。

參考資料：

1.Boros, Elizabeth, "The Online Corporation: Electronic Corporate Communications", CCLSR, Dec., 1999.

2.FSA, "Treatment of material on overseas Internet World Wide Web sites accessible in the UK but not intended for investors in the UK", FEB., 1998.

3.IOSCO, "Securities Activity on the Internet", Report by the Technical Committee, September 1998.

4.SEC(2000), "Use of Electronic Media", SEC Interpretation.

- 5.SEC (2000), "Electronic Submission of Securities Trading Data by Exchange Members, Brokers and Dealers", Proposed Rule.
- 6.SIA(1999), www.ONLIN_TRDING.com, vol.XXV., NO.4, May, 1999.
- 7.Unger Laura(1999), "On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace", Securities and Exchange report.
- 8.王文宇，「電子銀行與網路交易相關法律問題」，萬國法律，四月，一九九九年。
- 9.香港聯交所，"有關上市發行人透過聯交所網頁發布所有公告以取代在報章上刊登付費公告的諮詢文件"，四月，二〇〇〇年。
- 10.香港金融基礎設施督導委員會，"為邁向卓越的電子化經濟體系建立電子化金融基礎設施"，九月，一九九九年。
- 11.陳銘祥，「網際網路之規範上定位——從通信之法規體系談起」，經社法制論叢，七月，一九九九年。
- 12.馮震宇，「論有價證券線上交易的發展與其衍生的法律問題」，月旦法學雜誌，三月，二〇〇〇年。