

論著

E時代證券商法律風險與規範探討（上）

馮震宇（中原大學財經法律系教授）

壹、前言

隨著網路的快速發展與電子商務的興起，網路券商也應運而生，並對傳統的有價證券交易產生了實質且深遠的影響。此種影響，不但及於證券市場，更對投資人與證券業者影響深遠，成為電子商務領域中成效最明顯的例證。

特別在對券商與投資人的互動關係方面，網路交易的出現，可說是顛覆了傳統投資人與券商或營業員的關係，透過網路上免費提供的大量投資理財資訊，投資人可以與法人或分析師一般獲得即時資訊與市場交易資訊（註一）。另外，透過網路券商或是理財網站所提供的各種理財分析工具，投資人可以更了解自己的投資情況與風險。而在了解市場資訊與個人情況後，投資人更可利用網路券商的服務，經由網路線上交易機制完成有價證券的交易。

不過，在網路提供投資人前所未有的便利與優勢之後，也對傳統券商帶來更大的衝擊，再加上各國證券主管機關紛紛採行手續費自由化的政策，使得傳統券商紛紛擁抱網路交易機制，加入網路券商的行列。

但是在傳統券商紛紛轉化為各種不同態樣的網路券商後，各種的後遺症與新興的法律風險也一一出現。在大量券商加入網路交易行列後，網路世界「大者恆大」的定律亦直接影響到所有的券商，其影響最明顯的就是手續費的殺價競爭（註二），而為爭取客戶亦使券商廣告費用的巨幅增加（註三），另外為充實網站內容與確保交易運作，亦造成設備與資訊投資的逐年成長（註四）。

另一方面，除了傳統的法律風險之外，網路交易亦使券商面臨許多與網路有關的新興法律問題，例如管轄權的問題、客戶隱私權的保護（註五）、如何防止線上詐欺等的出現，反而使得網路券商面臨不同類型的競爭風險。因此券商在網路時代應如何面對網路交易所帶來的各種挑戰，也成為券商必須考量的因素。因此，本文僅就網路時代券商所可能面臨的重要法律風險與相關問題加以探討，以提供業者一個基本的認識。

貳、網路券商的發展

網路有價證券交易的發展，雖然是始於發行市場，但是卻在交易市場發揚光大，並直接影響到各國廣大的投資

人，成為電子商務成功的典範。

一、美國網路券商發展情形

就網路有價證券交易的歷史而言，美國春天街道釀酒公司（Spring Street Brewing Co.）在一九九五年二月獲得美國證管會的核准，首開記錄透過網路進行公開發行（initial public offering，IPO）以來（註六），證券交易就與網路結下不解之緣。嗣後該公司為創造其股票的交易市場，採用網路下單方式，亦開啟了網路與證券交易相互結合的新紀元（註七）。

不過，早期的網路交易卻無法吸引各方的參與，主要是因為這些IPO案件，都是以發行市場為主，而且又以豁免登記的小型公司或新設公司為主要標的，不但涉及的投資人有限，所募集的資金亦有限。但是隨著次級交易市場逐漸開始擁抱網路之後，由於網路快速便捷、無遠弗屆的特性，再加上交易成本低廉，不受時間、地域拘束等優點，網路交易開始迅速的發展，並對傳統證券市場產生革命性的影響。至此，其他的市場參與者，例如證券商、證券投資信託事業、證券投資顧問事業、期貨商、以及虛擬證券交易所等紛紛加入，使得網路交易成為電子商務中發展最快，也最成功的類型（註八）。

網路證券交易的快速發展，最顯而易見的影響，就是對傳統券商經紀業務的影響。由於虛無券商建制與維護成本都相對低廉，再加上無時差、無國界、二十四小時都可交易的特色，使得網路券商透過低廉的手續費、便捷的交易管道、與提供其他加值服務（如盤勢分析、即時報價、相關財經數據與資訊的提供等），很快的就搶奪了傳統券商的經紀業務，使得一些傳統以完全服務為號召的大型券商，例如美林證券（Merrill Lynch）、Simth Barney、普天壽（Prudential）等都紛紛加入網路交易的行列（註九），到一九九九年底，美國已經有一百五十七家網路券商（註一〇）。美國虛無券商的發展經驗，對國內以散戶為主的我國證券市場而言，更具有指標的作用。因此自從大信證券首先開辦網路下單業務後，其他券商亦紛紛跟進。

而在一九九五年美國開始利用網路進行有價證券的線上交易以來，僅僅數年的時間，就徹底的改變了投資人與券商的態度。根據美國Gomez Advisors與Harris Interactive公司於一九九九年八月針對二萬名投資人所作的調查報告顯示，只要有適當的機會與誘因，有當時交易人口三倍的投資人（亦即一千六百萬）願意加入線上交易的行列（註一一）。而根據美國證券工業協會（Securities Industry Association, SIA）之研究，在一九九九年已有百分之十八的投資者利用網路進行交易，而在一九九八年該比例只有百分之十（註一二）。

另外，根據美國證管會所引述的資料顯示，網路券商於一九九八年底時所有的資產已經達到四千一百五十億美元。至於開戶人數，在一九九九年第二季就已經達到九百七十萬戶（註一三），至於交易筆數，也從一九九六年的每日不到一萬筆，成長到一九九九年第二季每日已超過五十萬筆，而線上交易占有所有資產交易之比率，亦在一九九九年第一季達到交易資產總額的15.9%（註一四），就證券交易歷史而言，從來沒有任何一個交易管道能在如此短暫的時間內造成如此廣泛的影響。

雖然在不到五年的時間內，證券的網路交易已經有驚人的成長，但是市場分析師與研究機構卻仍然對網路券商未來的成長性抱持樂觀的態度。例如著名的Forrester Research公司預測，到二〇〇三年，網路交易帳戶將可達二千零四十萬戶，網路券商所管理的資產將成長七倍以上，超過三兆美元（註一五）。

二、日本網路券商發展情形

而在日本，一九九六年七月，日本僅有一家證券公司從事網路交易服務，一九九七年底增加至五家，一九九八年成長到二十家，一九九九年四月增加到二十三家網路券商（註一六）。而在一九九九年十月一日，日本證券交易手續費自由化政策開始實施，傳統券商紛紛降低手續費，並推出線上交易服務，使得網路券商在二千年七月進一步成長到四十九家，網路券商在日本亦成為證券市場中的主要族群之一（註一七）。

而在手續費自由化與券商紛紛投入網路下單的行列後，有越來越多的日本投資人開始利用網路下單，使得網路交易開戶數也迅速成長，截至二千年七月，已經有一百一十七萬戶（註一八），為了爭食這個網路交易大餅，美國公司也紛紛進軍日本網路交易市場，例如E*Trade與軟體銀行、Charles Schwab與東京火災海上保險、微軟公司就與第一勸業銀行、Itochu與朝日產險等公司合作，成立網路券商（註一九）。

不過，網路券商大者恆大的情況在日本更為明顯。根據統計，前十大日本網路券商的開戶總數就超過一百萬戶，而日本最大的券商野村證券（Nomura Securities）與第二大的大和證券（Daiwa Securities）合計又超過這前十大券商的半數，可見日本網路下單集中化的趨勢（註二〇）。

三、我國網路券商發展情形

至於我國，受到國外網路交易迅速發展所帶來的啟發，再加上國內上網人口早已超過「三年三百萬人」的政策目標（註二一），並在八十九年底可達到六百八十萬人，網路交易已經成為各個券商不可忽視的一個新興領域。另一方面，從國外網路券商的發展情況觀察，網路交易實際上亦有其競爭

的利基，例如證券商架設一個網站，費用僅為開設一個分公司所需成本的百分之二十（註二二），不但日後的維護成本亦相對的低廉，配合者網路無遠弗屆與全年無休的特色，以及交易便捷的優點（註二三），反而可以創造較高的營業額與利潤。

例如國內網路下單領先的寶來證券透露，該公司八十八年網路下單的交易量約等於十家分公司的業績，但是除了初期軟硬體投資較高與購買提供與投資人所需的資訊較花錢之外，其投資報酬率仍較傳統分公司為高（註二四）。

由於網路交易有其競爭的優勢，國內券商紛紛進軍網路交易（註二五），成立虛無券商，國內網路下單的發展也在網路券商的衝刺之下，大幅成長。從八十六年六家、八十七年二十八家、到八十八年底，國內已經有六十六家券商從事網路券商的交易（註二六），而完全以網路下單方式經營的網路券商，例如日盛證券網路公司亦在八十七年十月取得證期會設立許可正式開始營業（註二七），使得證券商的網站成為國內電子商務領域內發展最快的網站族群（註二八）。這些網路券商的網站，除了提供公司簡介、盤前建議、盤後分析、即時資訊、產業研究等靜態資訊外，亦開始互動（interactive）化，具有網路下單以及其他的功能。

另一方面，這種發展趨勢也表現在網路下單開戶數與交易金額方面。首先在開戶數方面，根據台灣證券交易所的統計，八十七年國內網路下單的開戶人數已經達七萬一千五百多戶，大幅成長到八十八年十二月的五十六萬戶，成長近七倍（註二九），而在網路券商手續費與贈品的刺激下，截至八十九年七月底，根據台灣證券交易所的統計，網路開戶帳戶已經達到一百三十二萬戶之多（註三〇）。至於在交易金額方面，八十六年網路成交金額為六十五億元，八十七年為一千一百四十七億元，八十八年則達到一兆一千一百七十二億元，成長達九倍，（註三一）已經占交易總額的3.3%，與美國的25%與韓國的50%而言，未來成長潛力仍大（註三二）。隨著電子商務的環境更趨成熟與國內網路人口的持續成長，國內網路交易將不可避免的會成為不可忽視的一種交易方式。

四、網路券商與網路交易的未來由於電子商務之市場趨勢已然成形，再加上電子商務的快速發展，電子商務不但可以降低交易成本，更可以加強對消費者的服務，建立消費者的忠誠度與提供更廣泛的加值型服務，使得不論是實體商品或是非實體商品（如金融商品）的交易，都已經朝向網路電子商務的方向發展。雖然網路股股價大幅下跌，但是由於此種趨勢已經確立，因此幾乎各國券商都紛紛加入網路交易的行列（註三三）。

不過，也由於加入的業者眾多，使得網路交易業務成為競爭最激烈的領域之一，各種促銷方式一波接著一波出現，從手續費折扣，到開戶送贈品、交易送紅利點數、免費電腦、投資競賽等活動（註

三四)，都有網路券商採行，美國甚至還出現免費交易網站（註三五）。這種大規模的促銷活動，也使得一般投資人逐漸轉向網路下單業者的懷抱。

另一方面，由於相關性質的網站大量增加，網路使用人已經無法記住多如繁星的網站，因此「大者恆大、強者恆強」的現象在網路電子商務環境中已日趨明顯，電子商務業者更有「不擴充就回家（expand or go home）」的說法，因此在經營策略方面，各個電子商務相關的網站雖然並不賺錢，但是卻仍然花下鉅資打廣告，搶市場與客戶，以擴充市場佔有率，並形成事實上的市場進入障礙（entry barriers）。

例如美國電子券商的前兩大，Charles Schwab 與E*Trade，雖然已經穩占網路券商的前兩大，但是仍然投注大量的廣告金額於建立該網站的知名度（註三六）。根據美國競爭力媒體報告公司（Competitive Media Report Inc.）在一九九九年十二月所公佈的調查報告顯示，一九九九年全美廣告最高的前三大網站中，Charles Schwab與E*Trade 分別位居第一名與第三名，而E*Trade在公元兩千年更計畫花費三億美元以上的廣告費用以搶占市場（註三七）。此種大者恆大的現象，不但出現在美日等國，也在國內開始出現，例如國內寶來證券在八十八年十一月網路交易成交金額就高達三百七十億美元，市場佔有率高達23.3%，較第二名公誠證券之一百六十八億（10.55%）與第三名之元富證券一百三十六億（8.54%）相比，已可顯示此種趨勢（註三八）。

由於手續費已經被殺得很低、贈品也把投資人胃口養大，因此要在此種競爭激烈的網路交易市場中增取客戶，並維持原有的客戶，網路券商可能無法再從已經殺低的手續費折扣與贈品著手，而必須從提供客戶更周延的服務著手，方能維繫客戶。也就是說，必須從提供客戶最需要的服務著手。目前許多的網路券商網站與投資理財網站已經開始提供券商的各種分析報告、即時資訊、基本分析與技術分析工具等以往大戶才能享受的資訊，甚至提供個人化的理財服務，以穩住客戶。

未來，隨著通訊技術進步與投資人之需求，在後PC時代，投資人將不會被PC所限制，而可以利用其他各種多元的下單方式，例如國內倚天公司的傳訊王就是一例，而韓國網路券商採行大哥大手機無線下單的方式，也是一個明證。因此，網路券商若欲吸引並維持客戶，就必須提供更多元、更迅速正確與更安全的交易方式。但是若欲滿足此種投資客戶的需求，就必須在技術上與安全方面不斷提升。如此一來，網路券商投資於硬體與技術方面的需求也不可避免的會大量增加。

此外，由於網路電子交易迅速普及，新種的交易模式紛紛出現，因此一些無法即時調整或是過於保守的公司，將可能會喪失競爭優勢，甚至退出。另一方面，由於電子交易已經逐步擴展到全球，透過網際網路與電子交易方式的結合，使得全球金融商品交易更在彈指之間得以完成。另一方面，網

路券商與網路銀行或其他證券服務結合的趨勢也逐漸形成（註三九），在此等快速變遷與大一統的國際金融商品交易環境中，政府是否能營造一個有助於國內業者從事電子交易競爭的環境，則將會決定此等業者之未來。此種情況，對金融證券業管制較多或開放較慢的國家而言，網路交易所可能帶來的衝擊與挑戰將會更形明顯。

參、網路券商所可能面臨的法律風險

由於網路技術的快速發展與投資理財網站大量出現，不但使得投資人得以更容易的獲取投資資訊，亦可更方面的透過網路券商進行投資，但是此等發展，也導致了許多網路券商必須面臨特殊的法律問題，有些是過去所不會面臨的新興法律問題（例如管轄權問題），有些則是過去已經存在，但是在網路的影響下，卻以不同的風貌出現（例如詐欺問題）。為了解網路券商所可能面對的問題所可能帶來的法律風險，美國證管會特別在一九九九年十月召集證券界人士就應對網路券商如何加以規範與網路券商所面臨的問題召開會議（註四〇）。而在我國，為了因應網路電子式交易時代的來臨，證期會亦在八十九年八月核准台灣證券交易對營業細則等相關規定所作的修正（詳後述）。雖然如此，就我國網路券商而言，目前仍可能面臨各種的問題，而其中主要問題則包括下列議題：

一、管轄權問題

透過無遠弗屆的網路連結，現在的投資人可以在彈指之間跨越國境，不但可至各國的網路券商或投資理財網站蒐集有價證券相關資訊，更可至不同國家的網路券商下單（註四一），例如國內民眾可以在台灣下單購買美國有價證券，但是旅美僑胞亦可在美國連上國內網路券商網站下單購買台灣有價證券。不過，由於各國證券法規有別，但網路交易可跨越國境的特性，卻使得各國證券管理機關面臨科技所衍生問題的挑戰，也使得網路券商亦可能受到其他國家證券主管機關的管轄，反而造成不可預期的法律風險。

事實上，利用網路所傳送的資訊可以為任何有網路連線裝置的投資人所接觸並取得，因此，利用網路所為的有價證券募集發行買賣等行為，在任何國家都必須符合各國相關的證券法規之規定。此外更由於網路之普及與利用，故不論是在發行市場或是交易市場中，利用網路以募集、發行或買賣有價證券都成為一種普遍的現象。因此，究竟哪一個國家可對網路交易行為加以管轄，就成為一個棘手的問題（註四二）。

（一）美國的見解

自從有價證券網路交易大行其道之後，相關網站也紛紛出現，但是此等交易方式若跨越國境時，亦

對各國的證券主管機關在適用與解釋法規時，帶來一定的困擾，美國證管會就利用解釋法令的方式，對於利用網路進行有價證券發行與交易等問題，作出適當的因應。

為了規範利用網路從事有價證券跨國交易的行為，美國證管會於一九九八年三月就發布了一個「利用網站在海外發行有價證券、引誘證券交易、或廣告投資服務」的解釋函令（註四三）（以下簡稱為SEC境外網站解釋函），對於利用在國外設立的網路散發募集發行有價證券的資訊時，是否構成在美國境內發生，是否應向美國證管會踐行登記義務，作出明確的解釋（註四四）。

原則上，對於向美國人民或在美国境內提供金融服務（例如投資顧問或經紀業務）或是募集發行有價證券之發行人或市場參與者，美國證券交易相關法規有嚴格的登記義務規定，例如根據美國一九三四年證券交易法(Exchange Act of 1934)，非經向美國證管會登記為證券經紀人

(broker/dealer)，不得以郵寄或其他州際商務方式去履行任何有價證券之交易，亦不得引誘或是企圖引誘他人為有價證券之購買或出賣（註四五）。

從美國證券法規的相關規定可以清楚的得知，若在網路上針對(targeted)美國人民或是美國境內人民提供有價證券相關時，就可能會被認為有美國證交法的適用（註四六）。事實上，美國證管會更進一步在其一九九五年十月六日所發布的證交法第7233號命令中，明確的指出，「在網路上張貼有價證券的募集資料，並不符合規則D第五〇二條(c)項所禁止之一般引誘或廣告的規定」（註四七）。是故，美國證管會認為，由於任何人只要能連上網路，就能夠進而接觸某一特定的網站。因此，除非在美國境外所設置的網站採取一定合理設計的措施，以確保該網站所公開的資訊並非以美國人民或是美國境內的人士為募集的目標，否則，美國證管會將視該網站為在美國境內募集或提供投資服務，故應踐行一定的登記程序，否則將會被視為違反美國證交法規的規定（註四八）。

為提供美國境外網站一個可以遵循的準則，並使外國網站了解何謂採取適當措施（註四九），美國證管會境外網站解釋函特別提出下列一般性的原則，凡符合下列任何情形之一，就不會被視為在美國境內發生，故亦無登記之要求，自然也不會為美國證管會所管轄。

- 1.該境外的網站以明顯的免責聲明(disclaimer)表示，該公開募集行為係針對其他國家或地區，而非美國。例如，境外網站可以聲明，該有價證券或投資服務並非針對美國人民，亦可以明確的載明其所欲募集的國家或地區（註五〇），即可不受美國證交法應依法註冊登記的規範。

- 2.該境外網站的發行人若採行合理設計的措施，以防止向美國人銷售境外發行的有價證券。例如，在銷售前向投資人要求提供住址、電話號碼等基本資料（註五一）。

相對的，若美國境外的發行人自己不設立網站，而將其募集的資料置於其他第三人所架構的網站中，若該網站並無特殊的行為以引起各方的重視，則採取上述的措施即已足。相反的，若該外國發行人所利用的第三人網站採取引誘投資人注意的行動，特別是在下面兩種情形下，則不論該發行人或該第三人網站都應該要採取更嚴格的措施，以防止將該未經核准登記的有價證券銷售給美國人民（註五二）：

1. 將有價證券的募集或發行資訊置於投資性質的第三人網站，而該網站有相當比例的美國人民利用，或是美國人民有利用該網站蒐尋投資機會或服務的可能者。
2. 在第三人網站中，直接或間接利用超連結的方式，連接到自己網站中有關募集有價證券的網頁中。

另外，外國券商若位於美國境內，或是其協助、引誘、或意圖引誘（effect, induce or attempt to induce）美國投資者從事有價證券的交易時，不論該經紀商實際位於何處，都必須向美國證管會登記，取得經紀商（broker-dealers）的核准登記。因此，外國券商若在網路上設站時，問題的重點就在於該網站是否意圖引誘美國人民為有價證券的交易行為（註五三）。

一般而言，券商的網站中，往往提供許多的市場資訊與投資工具，此外，即時或遲延報價資訊、市場分析、研究報告、投資組合建議亦是許多券商網站必備的資訊。另外，還有些券商的網站還包括了佣金與其他費用的費率、分支機構的資訊、開戶資料、以及如何與該券商或代表人員聯絡的資訊。這些資訊之所以出現在該券商的網站上，主要的目的，就是在於吸引潛在的投資者利用其服務進行有價證券之交易。因此，就解釋上而言，這些外國券商或相關機構所設立之投資理財性質網站，均有可能符合意圖引誘美國人民與其為有價證券交易行為之可能。

為避免打擊範圍擴大，對於外國券商的網站，美國證管會的態度還是與其他市場參與者一般，也就是若該券商採取合理計畫的措施，以確保其不會因為所提供的服務，而與美國人民進行有價證券的交易行為時，美國證管會並不會僅單純的認為外國券商在其網站上的廣告或其他資訊，即認為其企圖引誘美國人民與其進行有價證券的交易（註五四）。至於其所可能採行的合理設計措施則包括（註五五）：(1) 在其網站張貼明顯的免責聲明，明確的列出其所提供的國家或地區，或是明白的表示其服務提供的對象並不包括美國人民；(2) 若該券商有理由相信潛在的客戶係美國人民（註五六），或該客戶已表明其係美國人時，應拒絕對該潛在客戶提供經紀服務。

由美國證管會之上述規定可以清楚的了解，美國原則上係將責任置於國外之證券業者。若業者不採

取積極合理的措施，以排除美國證交法的適用時，就必須根據美國證交法之相關規定完成註冊登記。若外國業者未採取合理措施以避免與美國人民透過網路從事證券交易，又未在美國為必要的註冊登記時，美國證管會就可以因此而對外國網站行使管轄權。

(二) 英國 F S A 之見解

在美國對於網路交易管轄權的問題訂出準則之後，英國的證券管理機構 F S A

(Financial Services Authority, 金融服務機構) 雖然過去已對此有所規定 (註五七)，但亦跟隨美國的腳步，於一九九八年五月二十八日對網路證券交易的管轄權問題訂定準則以資遵循 (註五八)。

F S A 指出，網路只是一種新興的媒體，與其他傳統的媒體在法律適用上並無區別，因此 F S A 的基本立場，就是英國一九八六年的金融服務法 (Financial Services Act of 1986) 之規定不須修改即可適用於網路環境。是故，任何人士利用網路，在英國從事投資活動、提供投資業務或刊登投資廣告，若未經 FSA 或其授權的專業團體核准，即可課處以二年以下有期徒刑、拘役或罰金的刑事處分。

首先就在英國從事投資活動而言，除非符合一定的豁免規定，否則外國的投資機構若欲在英國境內從事投資活動，都必須獲得英國自律團體 (Self-Regulating Organisations, SROs) 或經 F S A 承認之專業團體 (Recognised Professional Bodies, PRBs) 的核准 (註五九)。同樣的，若在英國刊登投資廣告，亦應獲得核准 (註六〇)。

由於 F S A 認為利用網路所傳送的投資廣告，只要是在英國人民所使用的電腦螢幕中顯示出來，就相當於在英國境內刊登 (issuing) 投資廣告，若不符合豁免之規定，就必須事前得到許可 (註六一)。至於在英國境外刊登的投資廣告是否會被視為在英國境內刊登，F S A 則認為金融服務法第二〇七條第三項已有規定。根據該項規定，在英國境外所刊登的廣告如果係以英國人民為目標 (directed at people in the UK)，或是不屬於所明定的除外條款情形之一時 (註六二)，就會被視為在英國境內刊登。雖然 F S A 並不認為利用網際網路符合廣播或是電視傳送之規範，但是卻認為網路上出現的投資廣告可能該當於雜誌或其他期刊，而應向英國證券管理單位申請核可。

至於在何種情況之下，F S A 會對境外網站的投資廣告採取行動，F S A 亦列出其考慮的主要因素，包括：該等廣告對投資人是否構成特定的風險、是否會違反金融服務法的其他規定、有無針對潛在的英國投資者採取積極的行動 (positive steps) 以防止該等廣告為英國投資人所獲得或利用

(註六三)。而所謂積極的行動，則包括要求網路使用人必須先行向該網站註冊，方能接觸到該等投資廣告，或是採取措施確保只有註冊的網路使用人方可利用。

相反的，如果此種網路使用人可以輕易的迴避事前註冊的要求，或是該事前註冊徒具形式，則F S A仍然會認為該網站的投資廣告係在英國境內刊登。為了避免被認定為在英國境內刊登投資廣告，F S A建議各網站應該在其網頁中明白的標明免責的聲明 (disclaimer)，明確的指出該等投資資訊並非針對英國居民。縱使英國居民欲根據該投資資訊為交易，該網站亦應訂定其政策，拒絕與英國居民為交易 (註六四)。

根據此等原則，F S A在一九九八年就已經通知了一些利用網路販賣共同基金的美國的基金經理公司，要求除非此等公司採取適當的措施 (例如加註免責聲明 (disclaimer) 或警告標示，否則其等的行為可能構成在英國刊登投資廣告，若未獲得核可進行，就會違反該法的規定 (註六五)。除此之外，為了規範網站所提供的股票訊息，FSA在二〇〇〇年八月要求一些商業網站不得刊登股票訊息，因為其並未註冊為券商 (註六六)，可見其規範範圍仍在擴大。

(三) 澳洲A S I C之見解

繼美國與英國之後，澳洲的證券暨投資委員會 (The Australian Securities & Investment Commission, ASIC) 亦針對境外網站利用網路銷售有價證券是否可以主張管轄權的問題制定準則 (註六七)。根據A S I C準則的規定，只要網站的公開募集或引誘資訊不是針對澳洲居民，並以明確的聲明指出該公開募集的資訊所針對的特定國家，澳洲就不會對該網站主張管轄權。相反的，若外國網站未加註免責聲明，且該網站亦可為澳洲人民所輕易接觸時，澳洲A S I C即可對該網站主張管轄權。

(四) 我國的問題

就我國而言，公司依法公開募集及發行有價證券時，根據證交法第十七條之規定，「應先向主管機關申請核准或申報生效」。此外根據證交法第二十二條，有價證券的募集與發行，除政府債券或經財政部核定之其他有價證券外，非經主管機關核准或向主管機關申報生效後，不得為之 (註六八)。已依證交法發行股票之公司，於依公司法之規定，發行新股而可不公開發行者，仍應依第二十二條第一項之規定辦理 (第二十二條第二項參照)。若有違反，根據證交法第一百七十五條之規定，可處二年以下有期徒刑、拘役或科或併科十五萬元以下罰金。

不過，在國外的發行人利用網站向國內投資人公開募集或與國內投資人為有價證券之交易行為，是

否應向國內主管機關登記或申請核准，而於其未向主管機關登記或申請核准時，是否可根據證交法第一百七十五條之規定加以處罰，由於涉及複雜的管轄權問題，故仍有疑問，亦為國際間各國證券主管機關亟欲解決的問題。

事實上，除了發行市場有這種問題之外，在交易市場此種問題更為嚴重。根據證交法第二十二條第三項，第二十二條第一項規定於出售所持有之公司股票、公司債券或其價款繳納憑證、表明其權利之證書或新股認購權利證書、新股權利證書，而對非特定人公開募集者，準用之。因此，凡是對非特定人出售有價證券時，亦應向主管機關申報方得為之。而根據「發行人募集與發行有價證券處理準則」第三十八條有關公開募集的規定，有價證券持有人依證交法第二十二條第三項規定對非特定人公開募集者，應檢具「有價證券公開募集申報書」，載明其應記事項，連同應檢附書件，向證期會申報生效後，始得為之。未依證交法規定辦理公開發行之有價證券，其持有人擬申報對非特定人公開募集時，應先洽由發行人向證期會申報補辦公開發行審核程序，在未經申報生效前，不得為之。

由於設立網站或利用網路張貼有價證券之相關資訊，進而為有價證券的交易，即有可能係屬於對非特定人公開募集之行為，特別是美國目前已經允許利用網路進行公開發行（註六九）、甚至有些公司採行「直接公開發行」（Direct Public Offering, DPO）的方式，亦即透過許多DPO網站直接向投資人提供資訊出售欲公開發行之股份（註七〇），因此理論上這些網路IPO或DPO網站若對我國民眾進行募集或發行之要約引誘、要約或我國民眾直接購買，似仍應受證交法第二十二條第三項與處理準則第三十八條的規範；若有違反，亦可根據證交法第一百七十五條規定處理。不過，透過網路的有價證券交易行為，其契約究竟在何處成立目前尚無定論，縱使在我國成立契約，我國是否可以對不特定我國投資人公開募集的外國發行人或外國網站加以規範處罰，亦有疑問。

另一方面，由於我國僑胞遍佈各國，特別是美國，這些僑胞中很多都是心繫於國內股票市場，透過網路，這些海外僑胞可以輕易的完成交易，但是若會發生此種情事，則國內網路券商由於多未遵照外國證券主管機關的要求，採行一定的合理措施，故即有可能會為外國證券主管機關認定為在該國境內為證券行為。由於管轄權問題複雜，最終可能仍需要國際合作或諮商方能解決（註七一）。而在有國際共同規範以前，為避免此等管轄權之風險，國內業者可以考慮在國外登記取得在當地執業的牌照或資格，若不欲如此大費周章，則可能必須考慮在其交易網頁中遵照上述各國證券主管機關的要求，加註適當的警語或是採行適當的措施，以防止觸犯外國法令。

* 作者現任中原大學財經法律系教授，美國康乃爾大學法律博士（J.D.），美國華盛頓特區、賓州、紐澤西州律師登錄。

註一：為使資訊的公開更公平，並考慮到網路在達成資訊對稱性的影響力，美國證管會SEC在二千年八月十日投票通過採行「公平揭露規則」（Regulation Fair Use, 簡稱為Regulation FD），要求發行人若欲透露可能影響股價的非公開資訊時，不能選擇性的先向法人機構透露，而必須同時向公眾公開，若是非故意的揭露，則應於得知後二十四小時向公眾公開。Security Law Release No.33-7881, August 10, 2000,

<http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>。不過，目前國內發行公司仍然熱衷召開法人說明會，並將相關資訊先行提供法人知悉，此種作法顯然會造成資訊不對稱的現象。

註二：在激烈的殺價競爭中，根據CS First Boston在一九九九年第二季的調查，美國前十大網路券商所收取的手續費，已經從一九九六年第一季的平均52.89美元，殺到一九九八年第三季平均15.53美元。不過，自從一九九八年第四季開始，前十大網路券商平均手續費均維持在15.75美元。為爭取客戶，我國網路券商也面臨同樣的手續費殺價競爭問題。

註三：根據統計。網路券商二千年所預算的廣告費用約達十五億美金，僅E*Trade就達三億伍千萬美元，請參見Joseph Kahn, Online Brokerages Use Advertising in a Battle For New Customers, October 4, 1999, <http://www.nytimes.com/library/tech/99/10/biztech/articles/04trad.html>。平均下來，每爭取一個客戶的成本，約在二百至三百美元之間，例如E*Trade為二百八十六美元，Ameritrade則為二百二十二美元。請參見Rachet Konrad, Ameritrade, E*Trade Debate Toolsof the Trade, <http://www.cnet.com/news/0-1007-202-2521449.html>。

註四：根據美國TowerGroup市場調查公司的調查，在一九九六年，網路券商只投資其設備費用的百分之三於網路相關的產品，但是到一九九八年，此項網路軟硬體相關的投資金額已達三十九億美元，占全美券商設備投資總額一百八十四億美元的21%，至二〇〇五年將會成長至37%。除了硬體設備之外，購買各種即時資訊的費用、建構交易系統與安全機制（如防火牆）之費用也日益高漲。

註五：有關隱私權的問題，在這兩年來已經受到國際間的重視，但是就我國而言，由於電腦處理個人資料保護法在第三條第七款中，已經明文將證券業者列為應受規範的非公務機關，而且證券業之主管機關財政部亦有相關的規範出現，因此本文並不就此問題特別加以討論。

註六：該公司以每股1.85美元的價格，成功獲得三千五百名投資者的青睞，募集到一百六十萬美元的資金，請參見Jeffrey Taylor, SEC Says Brewery May Use Internet to Offer Its Stock, Wall St. J., March 26,

1996, at C1。另請參見John C. Coffee, Jr., Brave New World? The Impacts of the Internet on Modern Securities Regulation, 52 The Business Lawyer 1195, August 1997。

註七：該公司為使其股票能有交易的管道，另外成立了一家線上行銷公司WitTrade，試圖提供股票交易與從事其他證券服務業務。不過，由於該公司並未取得broker-dealer資格，因此其交易為美國證管會所中止，該公司被迫將交易透過另外一家具有證券經紀商資格的業者。而真正的線上交易系統則由Ameritrade拔得頭籌，請參見Maura Kate Kilgore, Welcome to Web Street, <http://www.ljx.com/practice/securities/webst.htm>。

註八：雖然網路有價證券之交易可以涵蓋發行市場與交易市場，但是由於發行市場限制較為嚴格，再加上目前在發行市場准許利用網路之國家仍然有限（例如美國），我國則因為法規之限制、在發行市場利用網路仍屬法律上不能、故本文所探討的網路券商問題，主要以交易市場的經紀商為主。

註九：不過，由於此等完整服務券商加入較晚，因此已經無法動搖新興的網路券商之地位。為此，有些券商乃採不同的模式進行網路交易之服務。例如，美林公司就宣布，僅對具有十萬美元以上資力之現有客戶提供線上交易相關服務。請參見Frank Barnako CBS MarketWatch, March 5, 1999, <http://cbs.marketwatch.com/news/newsroom.htx?dist=ibeat>。

註一〇：請參見SEC, On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace, November 1999（以下簡稱為SEC網路券商報告）。

註一一：請參見CyberAtlas, 16 Million Investors Ready to Trade Online, August 16, 1999, http://cyberatlas.internet.com/big_picture/demographics/article/0,1323,5961_182941,00.html。根據該報告，每位網路交易投資人平均有2.2個線上交易帳戶，平均投資35,000美元。

註一二：請參見Yankelovich Partners, 1999 Annual SIA Investor Survey: Investors' Attitudes Towards the Securities Industry, Nov. 1999 at 33。

註一三：請參見前揭SEC網路券商報告。該報告引述U.S. Bancorp Piper Jaffray, On-Line Financial Services Update (September 1999)研究報告之數字。該報告指出，美國網路交易帳戶在一九九七年為三百七十萬戶，一九九八年成長到七百三十萬戶。

註一四：根據美國投資公司機構(Investment Company Institute)及證券業協會(Securities Industry Association)所作之統計指出：從事網路證券交易之投資人平均41歲以下，年收入約為七萬三千八百

元，資產多達二十二萬九千元，多具有大學學歷；1998年散戶（Individual）交易股票金額僅佔股票總成交額11%，至1999年已有18%投資人表示他們使用網路下單，成長約10%，請參見ICI and SIA, Equity Ownership in America, Fall 1999, at 29。相反的，由於我國上網人口多半較年輕，且年收入與所能掌控的資產有限，因此無法與美國相比。

註一五：Forrester Research, Net Investing Goes Mainstream, <http://www.forrester.com/ER/Research/Report/Analysis/0,1338,5876,FF.html>。另外Jupiter公司也有類似結果的發現，請參見Jupiter Communications: ¥3 Trillion in Assets by 2003 in Online Brokerage Accounts, But Customer Service Still Lacking, September 1, 1999, <http://www.com/jupiter/press/releases/1999/0901.html>。

註一六：請參見1999 Daiwa Institute of Research Ltd. 研究報告。

註一七：請參見Bloomberg News, Japanese Online Stock Trading Accounts Rise 8.3% in July, August 15, 2000, <http://www.nytimes.com/library/tech/00/08/biztech/articles/15.japan-trade.html>。

註一八：同前註，而根據日本證券業協會於一九九九年十二月所公佈的「網路證券交易相關問題調查結果」，在當時日本二百八十四家券商中，有四十七家採行網路交易，網路交易帳戶約二十九萬七千個，而一九九九年十一月當月網路交易金額約二千二百二十八億日元，約站交易總額的2.2%，而在短短半年後，日本網路開戶數即達到一百一十七萬戶，可見網路電子交易成長幅度之大。

註一九：請參見Martyn Williams, Microsoft, Others To Lanch Japan Online Brokerage, <http://cnnfn.com/news/technology/newsbytes/133692.html>；經濟日報，八十八年六月四日九版。

註二〇：例如野村證券二千年七月的網路交易開戶數為307,578，大和證券之網路交易戶則為252,092，二者合計達五十六萬戶，已經超過前十大一百萬戶的半數。請參見前揭Bloomberg News有關日本網路券商之報導。

註二一：我國N I I三年三百萬人上網的計畫較原計畫時程提前半年以上達成。請參見IS.net資訊電子報，八十七年五月二十一日，<http://www.is.net.tw/index.html>。

註二二：請參見賴麗秋，虛擬券商投資人的新管道，統領雜誌，一九九七年十二月，頁四十六。此項分析，係以大信證券為例，因為整個網路交易系統的裝設，總經費約一千多萬元，但員工人數少（僅有七人），其所發揮的功能和一家券商的分公司不相上下，但所需成本尚不及一家分公司的二十%。

註二三：根據台灣第一家網路證券公司與交易所連線測試的結果，該公司下單至交易所，到確定委託完成只需

要一秒，而委託人與該公司之間的傳輸時間，因為涉及首頁的傳輸，因此約需四秒的時間，再加上人工監視時間，其全部所需的時間僅有數秒而已。請參見工商時報，八十七年九月十九日，第十四版。不過，投資人應注意此種結果是一切順利的情況之下才可能發生，若碰到市場波動或是塞單、斷訊時，此等優點就可能完全消失，甚至會出現無法取消下單的結果，因此主管機關與券商亦必須教育投資人了解此種可能的缺點。

註二四：根據該公司董事長白文正於八十八年十二月十四日於文化大學研討會之說明，該公司所訂購之線上資料庫共有五種：包括中央社即時新聞、鑫報資料庫、矽谷時報、中時電子報與金融電子方面之資料庫。

註二五：根據證期會八十八年十一月之統計，國內共有二百十二家券商，其中專業經紀券商共有一百八十四家，承銷商共有八十四家，已上櫃的券商則有十八家，因此在網路交易的影響下，為數眾多的專業經紀券商的未來值得憂心。

註二六：根據台灣證券交易所八十八年十二月之統計，請參見中時晚報，八十九年一月十七日，二十二版。

註二七：該公司係於八十七年九月十五日正式得到證期會之核准函。相關報導請參見八十七年六月二十三日，中國時報第二十二版，工商時報八十七年九月十九日，十四版。至於其他券商，例如公誠證券，亦逐步由傳統靠營業員接單的交易方式，轉型為全面電子交易的網路交易券商。

註二八：國內網路券商之經營模式可以分為三個類型，分別是利潤中心制（例如大信證券與公誠證券），成本中心制（例如寶來證券與元大證券）以及獨立公司制（例如日盛網路券商）。

註二九：根據台灣證券交易所八十七年之估計，到公元兩千年時，國內將有五十八萬多的網際網路戶頭，佔全國八十七年前十月有交易戶數的18%，而網路下單佔全市場成交值屆時亦可達15%-20%，約五兆的交易額，請參見吳光雄，網路交易對整體交易市場之影響與未來可能造成之衝擊，發表於一九九八年證券暨期貨市場發展研討會，八十七年十二月十八日。

註三〇：請參見<http://asia.internet.com/2000/8/1803-taiwan.html>。

註三一：請參見八十九年二月一日電子時報。而成交金額超過五百億者，就有寶來、公誠、大信、元富、群益、元大等六家，前兩大市場占有率分別為23%、13%，其餘四家之占有率相去不遠，大信、元富、群益均為7%、元大則為6.5%。

註三二：有業界估計，公元兩千年我國網路下單金額應可成長到股市總交易金額的7%-8%，月成交金額將可達3800億元。不過受制於股市下跌的大環境因素，此項預測並未實現，雖然八十九年股市行情不佳影響網路下單交易量的成長，但是網路交易的趨勢已經不會被改變。

註三三：就一般綜合券商之所以發展網路券商之觀點而言，根據建弘投顧董事長黃文治的看法，主要在於不流失既有的客源、提供客戶更佳的服務、爭取市場占有率以及輸人不輸陣等原因。但是由於從事電子交易，券商多半提供手續費打折或贈品之優惠，以致侵蝕傳統券商的主要獲利來源（也就是手續費），因此電子交易就長期財務面而言，並不利於券商。

註三四：從統一證券以免費電腦方案掀起證券業網路交易的促銷戰起，各券商紛紛絞盡腦汁提出許多看似優惠的方案，然所有券商的優惠活動幾乎都是在手續費的部分競爭高下。日前金華信銀證券與華信銀行共同提出的MMA理財方案，更因手續費低至二折，且涉及含有「交叉補貼」的情形，遭證期會發函糾正。請參見工商時報八十九年八月二十七日，第三版。

註三五：由Ameritrade所轉投資的一個網站www.freetrade.com就准許具有兩年以上投資經驗的投資者，若交易金額在五千美元以上，就可以免費交易。請參見Rachet Konrad, Ameritrade, E*Trade Debate Tools of the Trade, <http://www.cnet.com/news/0-1007-202-2521449.html>。

註三六：不過，大量投資於廣告的結果也造成E*Trade因為廣告內容有虛偽不實而遭到投資人控訴，請參見Bloomberg News, E*Trade Advertising Being Investigated By SEC and NASD, August 26, 2000, <http://www.nytimes.com/library/tech/00/08/biztech/articles/26etrade-ads.html>。

註三七：其中，E*Trade在一九九九年一月至九月所支出的廣告費用高達八千九百餘萬元，平均每月支出近一千萬美元拔得頭籌，第二名為Value America Store，前三季廣告支出為四千六百五十萬美元，第三名則為Charles Schwab，前三季廣告金額為四千零九十萬美元。請參見，工商時報，八十八年十二月二十二日，五版。

註三八：請參見經濟日報，八十八年十二月二十二日，第二十一版。

註三九：未來網路券商的另一個發展趨勢，就是朝結合網路銀行與證券業務。例如E*Trade首先在一九九九年一月併購Telebank，並將其改名為E*TradeBank後，跨入了網路銀行領域，並積極展開全面金融理財服務的商業模式，透過網路提供證券、銀行、保險、基金等各種金融商品的交易。而Ameritrade的母公司亦與網路銀行NetBank則達成協議，相互提供對方客戶金融與證券服務，此舉將進一步促使網路券商與網路銀行的界限逐漸消失。Wall Street Journal, Ameritrade NetBank Agree To Link Services For Users, <http://www.wsj.com/articles/SB965165627643421704.htm>。

註四〇：根據該次研討會結論，美國網路券商所面臨的重要問題包括網路券商未來何去何從，傳統的適當推介

原則 (suitability doctrine, 也就是券商利用網站提供各種的投資建議、研究報告等, 應考慮投資人的年齡、收入、投資目標與對風險的容忍度, 而做適當的推薦) 與最佳執行義務 (best execution obligation) 是否在網路交易時代仍然對網路券商適用與如何適用, 投資人對線上即時資訊的需求是否會影響市場資訊的價格, 網路券商如何確保具有充分的系統容量以因應線上交易的需求, 線上投資人所需要的投資人教育為何, 線上論壇 (on-line discussion forum) 對證管機關的影響, 網路券商如何保護投資人的隱私權, 網路券商提供入門網站所引介客戶之費用是否合理等問題。請參見NASAA, Online Brokerage Regulation Roundtable, <http://www.nasaa.org/whoeweare/media/suitability.htm>。該會議結論亦反應在SEC委員LauraUnger所提出的報告On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace 中。不過, 由於中美兩國規範與實務不同, 故本文僅就管轄權、網路券商交易系統之充分承載量與網路詐欺等問題加以討論。相對的, 大陸則於二千年四月十四日公佈「網上證券委託暫行管理辦法」以規範網路線上交易。

註四一：美國已於二千年六月正式通過電子簽章法 (E-SIGN), 並於十月一日正式生效。根據該法規定, 簽名可以用電子簽章的方式為之, 因此日後利用電子方式所成立的契約都將與紙本方式成立的契約有相同的效力, 而其最明顯的影響, 就是對於金融服務業。未來, 銀行、保險、證券等金融業者都將可以直接利用電子方式與消費者締約, 消費者將可以直接利用網路開戶 (包括銀行戶頭與理財戶頭)、進行資金移轉、買保險、辦理貸款等法律行為。許多美國金融機構都已經摩拳擦掌準備利用該法的規定, 不只是證券業者, 許多基金業者例如Fidelity, Vanguard與AmericanCentury Investments等公司都計畫在該法正式生效後, 准許投資人線上開戶, 而不需要像現在必須填妥申請書後寄回公司才能完成開戶手續。請參見New York Times, Making E-Signatures anInvestment Reality, <http://www.nytimes.com/2000/09/10/business/101DIG.html>。

註四二：美國第三巡迴上訴法院早在一九九七年於SEC v. Kasser, 548 F.2d 109 (3rd Cir. 1977)一案中判決, 若涉及美國人民或行為在美國境內發生, 則美國反詐欺條款 (10b-5) 的規定亦有域外效力。

註四三：SEC Interpretation, Re: Use of Internet Web Sites To Offer Securities, Solicit SecuritiesTransactions, or Advertise Investment Services Offshore。

註四四：Release Nos. 33-7516, 34-19779, IA-1710, IC-2371, . March 23, 1998。在該解釋函中, 美國證管會將單純的在網站中張貼 (web site postings) 與針對特定目標的網路通訊方法 (more targetedInternet communication methods) 作明確的劃分。原則上, 單純的在網路上張貼, 由於並非主動的傳遞與特定的投資人, 故不當然屬於應受美國證交法規規範的行為。但是, 外國網站若使用針對特定目標的網路通信方式, 例如電子郵件或是其他對特定人傳遞且技術上可行之方式時, 若相對人為美國人或是美國境內的人士, 此時該外國發行人或網站就必須充分履行美國證券法規的要求。

註四五：請參見Exchange Act, Sec. 15(a), 15 U.S.C. 80o(a)。除此之外，美國一九三三年證券法（Securities Act of 1933）第五條、美國投資公司法第七條(d), 15 U.S.C. 80a-7(d)、美國投資顧問法（Advisers Act）,第二〇三條（a）項（Sec. 203(a), 15 U.S.C. 80b-3(a)）、與美國一九三四年證券交易法第六條（Exchange Act, Sec. 6, 15 U.S.C. 78f）等都有類似的規定，禁止外國人或法人在未經美國證管會核准前，不得在美國從事證券業務。

註四六：請參見SEC境外網站解釋函 Sec. IV。事實上，SEC認為若無適當的防止措施，外國網站所出現的有價證券招募資訊，可能違反的美國證交法規，包括構成Securities Act, Sec. 5(c)與Regulation S之招募（offer）；構成Securities Act, Sec. 4(2)所規定之公開發行（public offering）,構成Regulation D第502(c)條之一般引誘或一般廣告（general solicitation and general advertising），亦違反Regulation S所禁止之導向式銷售努力（directed selling effort）等規定。

註四七：請參見Securities Act Release No. 7233, Question 20 (Oct.6, 1995) (60 CFR 53458, 1996)。其原文為"The placing of the offering materials on the Internet would not be consistent with the prohibition against general solicitation or advertising in Rule 502(c) of Regulation D."

註四八：請參見前揭SEC境外網站解釋函Sec. III B。

註四九：例如若招募資料內特別指出若投資人投資該有價證券可以規避美國所得稅時，就會視為在美國境內發行，應先履行登記義務。

註五〇：在該解釋函的註二十一中，美國證管會特別提出一些較明確的免責聲明文字的例子。例如，網站若標明"This offering is intended only to be available to residents of countries within the European Union."則可以被視為已採取適當的措施。相對的，如果該網站只是簡單的表示，"The offer is not being made in any jurisdiction in which the offer would or could be illegal."就尚有不足。另外，該函中亦要求，免責聲明或警告標示若未與招募資料出現在同一頁或同一個銀幕上，或是在投資人閱讀招募資料以前提供與投資人閱讀，亦無法滿足該會的要求。

註五一：美國證管會認為，採行此等措施後，可以有效的防止向具有美國境內地址或電話號碼的人士為違反美國證交法之行為。請參見美國證管會境外網站解釋函IIIB。另一方面，如果美國人提供不實的個人資訊（例如自己或他人在國外的地址、電話號碼），縱使外國網站有因此而向美國人為招募等行為，亦不會違反規定。不過，利用網站的外國發行人應注意其他的資訊，例如是否以美國銀行的支票付款、是否有提供美國人民的社會安全碼或稅籍資料、投資人是否表明其係美國人。若有此等資訊出現，而發行人仍然對該美國人從事有價證券

的交易行為，則仍會違反登記的規定。請參見該解釋函IIIC。

註五二：請參見前揭美國證管會境外網站解釋函，III D。

註五三：值得注意的是，根據美國證券法規的規定，僅有外國券商主動引誘美國人民進行有價證券的交易時，方始需要向美國證管會登記。相反的，若是美國人民在外國券商無任何引誘的情況下，主動與該外國券商接觸，並進行有價證券的交易時，現行美國證券交易法規則第15a-6(a)(1) (Exchange Act Rule 15a-6(a)(1), 17 CFR 240.15a-6(a)(1)) 中，就明白的免除該外國券商的登記義務。不過，由於美國證管會原則上認為券商所設置的網站就是一種引誘 (solicitation)，因此外國券商必須證明該美國投資人並不是因為進入其網站後才主動與其聯絡。為證明其符合豁免登記的要求，外國券商可以考慮要求美國投資人簽署適當的聲明，表示其在與該券商接觸前，從未拜訪過該券商所設置的網站。另外，亦可以利用保存網站交通資料的方式，以證明該客戶並非係接觸其網站後，方始與其聯絡。

註五四：請參見SEC海外網站解釋函VI。

註五五：券商可以採取其他與此等合理設計措施相當或是更嚴格的措施，以證明其並未因為其網路活動，而與美國人民進行有價證券的交易。

註五六：此等資訊可以透過該潛在客戶的地址、居住地、付款方式或其他情況證據得知。為獲得此等資訊，該設置網站的外國券商應要求潛在的客戶提供詳細的居住與個人資訊。

註五七：請參見Securities and Futures Authority, Board Notice 416, April 25, 1997; IMRO, Notice to Regulated Firms, May 1997。不過，值得注意之處，在於英國的規範重點在於規範投資公司，而非有價證券之公開發行。

註五八：該準則之介紹，請參見<http://www.fsa.gov.uk/enf/els.htm>。有關FSA宣佈該準則之新聞資料，請參見<http://www.coi.gov.uk/coi/depts/GSI/coi202e.ok>。

註五九：由於英國有超過二萬三千家與投資有關的法人機構，因此FSA為管理上的需要，乃授權各種的專業組織以自律的方式加以規範。目前，FSA所承認的專業組織團體一共有四類（稱之為Recognises），其中包括三個自律組織SRO，九個專業團體RPB，六個投資交易所組織，（Recognised Investment Exchanges, RIEs），以及二個交換機構（Recognised Clearing Houses, RCHs）。這些專業組織都被賦予相當的權力，可以訂定規章規範其會員或是成員。其中，SROs所規範的投資法人最多，約有6,250家，欲在英國，甚至歐洲經濟體從事投資行為，均需要向SROs申請並獲得

核可。請參見Regulatory Structure Under the FS Act 1986, <http://www.fsa.gov.uk/frontreg.htm>。

註六〇：根據英國金融服務法第五十七條第二項規定，所謂的投資廣告（investment advertisement），包括「邀請任何人締結或是提出締結投資協定要約，或是根據投資契約所賦予的任何權利去取得、處分、承銷或轉換投資，或是包含某些特定的資訊，以促使任何人直接或間接從事此等行為者，均屬之。」（"...an advertisement inviting persons to enter into or to offer to enter into an investment agreement or to exercise any rights conferred by an investment to acquire, dispose of, underwrite or convert, an investment or containing information calculated to lead directly or indirectly to persons doing so."）

註六一：F S A的此種立場，請參見FSA, Investment advertising over the Internet, <http://www.fsa.gov.uk/enf/els7.htm>。根據F S A，這些所謂的投資廣告，包括引誘或是促使英國人民買賣投資商品或是提供投資服務的所有契約，因此買賣有價證券亦包括在內。

註六二：這些例外規定包括：刊登在英國境外發行、並主要在英國境外流通的雜誌或期刊，或是出現在以英國以外地區為主要接收目標的廣播或電視傳送中。

註六三：請參見FSA, Investment advertising over the Internet, <http://www.fsa.gov.uk/enf/els7.htm>。

註六四：同前註，請參見F S A對Disclaimers的說明。

註六五：例如F S A就對美國投資公司機構（Investment Corporation Institute, I C I）發函，表明英國證券期貨主管機關對外國公司利用網路銷售基金等金融商品，英國是否會主張管轄權的問題。F S A解釋英國財金服務法之見解，置於<http://www.fsa.gov.uk>。F S A表示，若外國基金公司在網路上設立網站銷售基金，將可能會因為其內容可為英國投資人所接觸，構成該法所禁止的投資廣告（investment advertisement）行為，英國將可對此等行為主張管轄權。除非外國基金公司的網站踐行一定的措施，例如在其網站加註免責聲明（disclaimer）或是警告文字，F S A才不會對此等基金公司主張管轄權。

註六六：請參見Net News, FSA Orders Net Blackout on Share Tips, <http://www.guardian.co.uk/Print/0,3858,4053945.00.html>。這些被FSA接觸的網站如sharepages.com, digitallook.com均係在美國註冊的網站。

註六七：請參見<http://www.cnnfn.com/digitalfam/newsbytes/118034.html>。

註六八：請參見證交法第二十二條第二項。根據證交法第二十二條授權，證期會特別訂定了「發行人募集與發行有價證券處理準則」，明文採取申報生效與申請核准制（該處理準則第三條參照）。而對於外國發行人，證管會亦根據第二十二條之授權，訂定有「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，要求外國發行人在中華民國境內募集與發行有價證券，應依該準則規定辦理。此外，根據該準則第四十五條，外國發行人募集與發行股票，應委託證券承銷商辦理公開承銷，並應向應募人交付公開說明書。

註六九：例如IPO.com, IPO.net等。IPO.net還宣稱其為「唯一經美國證管會公佈，利用網路交易新公開發行公司股票及私募證券之網站」，並連帶提供各類公開發行與私募資訊。見IPO.net, SEC No-Action Letter 1996, WL 431821 (SEC), July 1996.

註七〇：根據美國證管會Regulation A之規定，資本額在五百萬美元以下的公開發行，或僅在各州州境內流通之證券，可豁免1933年證券法之完全申報規定。因此，大部份直接公開發行之小型公司均依Regulation A以及Form SB-2及Form 1-A表格申報，但是數量有限，在網路普及後，此種情況已經大幅改變，更有許多所謂的DPO網站出現，例如<http://www.directstockmarket.com>；<http://www.ipodata.com/dpo.html>；<http://www.ipoexchange.com> 等都是例證。

註七一：例如為了解決網路世界管轄權的問題，各國早在一九六八年就通過「民事與商務案件管轄權與判決執行公約」（Convention on Jurisdiction and the Enforcement of Judgements in Civil and Commercial Matters, done at Brussels, September 27, 1968），但是由於該公約並無法規範日益成長的網路交易，因此國際間已經在積極推動「民事與商務事件國際管轄權與判決效力海牙公約」（Hague Convention on International Jurisdiction and the Effects of Judgments in Civil and Commercial Matters）的締結，該公約草案請參見<http://www.hcch.net/e/conventions/draft36e.html>.

《[回目錄](#)》