

論著

網路證券交易管理與投資人保護以美國為借鏡（下）

蘇秀玲（證基會研究員）

二、網路證券交易對我國現行證券相關法規之挑戰

（一）國內進行網路公開發行之困難

一般公司在初次公開發行股票時，常受限於公司知名度不高，設立時間與規模不如大型企業，財務規劃也較不為人信賴，故仰賴證券承銷商以其專業，協助公司進行發行募集相關程序。但承銷商收費高，幾場宣傳說明會（Road Shows）辦下來，花費成本不貲，尤其是美國所謂的完全服務券商（Full service，指美林、高盛等著名投資銀行）承銷費用更非一般小型公司所能負擔，因而美國小型公司利用證券法之豁免登記規定，自行於網路公開募集資金。依我國證券交易法第三十條第一項規定：「公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。」第三十一條又規定「募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書。違反規定者應對善意相對人因此所受損害負賠償責任。」因公開說明書須為「書面」，如為電子網頁文件內容須印出紙本方屬之。此外，確保公開說明書、財務報表之真實性，目前主管機關均要求公司所申報資料須經會計師、律師簽注意見書，並加蓋公司大小章，主協辦承銷商亦於書末蓋有公司大小章，此類簽章在電子簽章法未通過，法律未賦予電子簽章明確法效地位前，尚無法使電子化文件成為具法律效果之「書面」。至於「交付」，依民法解釋，必須有當事人一方「交出」及他方「收取」之具體行為，故投資人於網頁上瀏覽電子公開說明書是否即屬「交付」？由於我國並未對以電子郵件交付具法律性文件之行為加以立法，即使將公開說明書內容壓縮為文件檔，以電子郵件方式寄送相對人，如何證明相對人已經收受？亦為認定上的問題。再者，證券交易法第 19 條規定「凡依本法所訂立之契約，均應以書面為之。」則利用網路進行買賣締約活動，以電子訊號送出「同意」訊息，並不符合「書面」契約之要件，必須另行簽訂書面契約，如此則有違網路交易之便利性。因此，利用網路公開發行股票仍須先克服法令之限制。

現代法律行為應以「非要式」為原則，「要式」為例外，以符合日益頻繁之私法行為之往來，我國證券交易法實應檢討以「書面」為準此一不合時宜之規定。至於「交付」之定義：以美國為例，早在 1995 年美國證管會就明確表示，利用電子媒體交付公開說明書或是其他應交付文件，於符合下列三條件下，即可視為符合「交付」規定（註四五）：

1.通知交付（Notice of delivery）：基於網路為一種被動的交付系統，僅是在網上張貼通知或陳列公開說明書，並不足以構成合法通知，須另以電子郵件或信件告知。

2.接觸（access）：發行人應主動提供投資人，以與郵寄相當之方式，使投資人得以接觸資訊。

3.得以證明「已為交付」的證據（evidence to show delivery）：使用電子交付，發行人應有合理確信投資人可以接獲知悉該等資訊，並取得「已為交付」之證據。如投資人以電子郵件回函收到，或是在電子郵件中設定收信自動回應機制等足以證明投資人已接觸、下載或列印該等資訊之證據。

因此，主管機關或法院應對證券交易法有關「交付」之行為，採較為寬廣之認定，俾有利於國內網路交易業務之發展。

(二)外國發行人透過網路募集國內資金之問題

基於國內金融秩序的考量，我國向來對外國資金流入或國內資金流出相當敏感，因此對於外國發行人，另依證交法第 22 條第一項授權訂定「外國人募集與發行有價證券處理準則」，該規定對外國人於國內募集與發行，採較嚴格之申請核准制（註四六）。若外國發行人未經我國主管機關核准（註四七），雖依據其設立地國家法律合法透過網路在我國為募集資金之要約，國內大眾讀取外國網路券商所架設之網站內容為應募或交易行為，因外國網站上所揭露之內容因並非僅針對該國投資人，則形同在我國境內為類似廣告、宣傳之行為，是否須受我國法令之規範？又國內投資人直接在該外國網站上開戶進行交易，發生糾紛而有損害賠償爭議時，目前都以契約鎖定法院管轄，但對弱勢的投資者而言，未免失之公平，而跨國證券犯罪之管轄權問題亦為國際法學討論之焦點。

(三)利用網路詐欺或操縱市場

市場中最常見的詐欺類型，係意圖影響個股價格或行情，發佈不實消息或所謂的「內部消息」，使投資大眾競逐股價，或使用人頭戶大量購買或賣出個股，以「拉抬倒貨」或不繳券違約交割方式，賺取利差。如 89 年 1 月到 5 月陸續傳出多起證券商申報客戶未履行交割義務之事件，主要以網路下單方式進行，所交易之個股多為小型股或交易較清淡之冷門股，累計違約交割金額達 32 億 3 千 8 百萬元（註四八），且違約客戶多為新開戶頭。由於網路下單戶頭本有額度之限制，過去證券商以為額度不大，如在公司可控制範圍內，則以申報錯帳自行吸收損失，但反而使不法集團有機可趁，利用人頭戶方式，分別於不同證券商開立數個帳戶，再以網路下單此一隱匿方式買賣同一種股票，由人頭戶間彼此炒作拉抬股價，利用國內目前交割採之 T+2 日制的空隙，以惡意違約方式倒貨給券商套利。

由於該不法集團並不重複使用人頭戶，使得全國各券商一度以為屬於「個案」，而自認倒楣代墊違約款項了事，但因違約累計金額日益龐大，引起交易所與檢調單位注意而爆發（註四九）。此外，過去須透過營業員、承銷商或其他管道大量電話傳遞，並花費數星期才可能達到的詐欺行為，現在只要一個人透過一部家用電腦及網路連線，即可將訊息傳遞至全世界。而投機者最常使用的工具為電子郵件、設立網站、新聞群組、電子佈告欄及聊天室等，所炒作者多為股價低之公司；甚至有些不實做多消息來源便是公司內部人（註五〇）。此種詐欺交易或操縱市場（股價）之行為，主要違反證券交易法第二十條、第一五五條，並依第一七一條之規定科處刑罰。但實務上因詐欺案件，原告須舉證被告係基於故意，使原告陷於錯誤而受有財產利益損失，惟因證券市場特性，原告舉證不易，甚難獲得有罪判決；在民事求償上也因曠日廢時也不見得能獲得滿意的賠償。而操縱市場案件在過去法院實務上，也因舉證不易，而不具嚇阻犯罪之作用。

以電子郵件發佈投資快報，假借專業分析總體市場為掩護，建議個股買賣價位，投資人往往難辨真偽，或於此類郵件大量轟炸下逐漸受其影響，而依其建議操作。由於此一行為屬「證券投資顧問事業管理辦法」規定（註五一）之證券投資顧問業務範圍，未經核准之任何人不得為此種服務，依法須依證券交易法論處（註五二）。惟問題的主因乃在於我國除證券商推介股票行為外，另有證券投資顧問業務，而二者的功能有若干重疊之處。理財行為已成為現代人生活中普遍現象，對於證券市場各類訊息的分析意見本有其需求，並非所有投資人均使用投資顧問業務之服務。合法證券商在其設立之網頁提供各種不同的個股資訊或不同的投資組合，一般人均可任意點選所欲知道的訊息，甚受投資人的歡迎，是否屬逾越可得推介之範圍？關於推介股票行為，我國係以證券交易法授權訂定之「證券商管理規則」第三十五條之一規定（註五三），由證券交易所與櫃檯買賣中心另行訂定「證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法」為準，而依八十九年八月十一日證期會核准證券交易所修正之營業細則第八十五條第三項之規定：「證券經紀商直接對客戶或於網站上推介買賣有價證券，應依本公司訂之『證券商推介客戶買賣有價證券管理辦法』（簡稱「推介辦法」）之規定辦理，明確表明網路券商可對投資人推介個股。然而，證券交易所並未同步檢討「推介辦法」中若干使網路券商進行推介行為時所面臨之困擾，實為美中不足之處。

如「推介辦法」第二條規定證券商不得向不特定多數人推介買賣有價證券，並應充分知悉並評估客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況及承受投資風險程度是否適合該推介計畫。此等「推介妥當性」（Suitability）之規定，在證券商網頁得為不特定多數人所自由接觸使用之狀況下，如何用以規範並判斷網路推介行為是否逾越？標準難期一致。但對投資人而言，則可能係因信任該券商之商譽，瀏覽所提供之資訊，並進而為投資之行為；此外以電子郵件寄送「理財電子報」之方式也甚為普遍，這些直接或間接免費提供之資訊，如何判斷是否屬於推介行為？證券商如何評估上網之客戶（或潛在客戶）之投資知識、投資經驗、財務狀況，

及承受風險之程度，均存有很大的疑問。尤其八十九年八月修正之證交所「營業細則」，更准許買賣最高額度在一百萬元以下者可經由網路、書信，或其他方式辦理開戶，不須親自為之，預見在網路交易更為方便迅速之未來，證券市場的網路族將大幅增加，主管機關未來也將面臨「推介行為」如何界定之問題(註五四)。

此外，網路券商在其網站上所提供之「超連結」(Hyperlink)，亦因容易遭人濫用而成為網路詐欺之工具，為避免發生法律爭議，許多網站在提供此一服務時，會出現警示性畫面，提醒使用者所連結之網頁已非由其所提供，以規避可能發生之責任(註五五)。以國內目前情況而言，許多券商尚未意識此一問題之潛在法律風險，故投資人瀏覽證券商所提供之資訊，亦應注意所點選功能網址是否已變更，並對證券商所提供之資訊須有理性判斷之能力。此次證交所「營業細則」修正時已注意到此一問題，新修正之第八十五條第四項即規定：「證券經紀商應慎選超連結網站」，若以超連結方式引用其他網站之資訊，而有不實、虛偽、隱匿或足致他人誤信等情事，亦可能違反「推介辦法」第三條第一款之規定，惟違反此一規定之效果，難以解釋為係有證券交易法第六十六條「證券商違反本法或依本法發佈之命令，除依本法處罰外，主管機關並得為處分」規定之適用，因此其違反責任與法律效果並不明確。

(四)網路交易安全之風險

今年二月七日美國入口網站雅虎(Yahoo!)，新聞龍頭 CNN，與最大的網路書店亞馬遜(Amazon.com)受到電腦駭客以大量散發郵件封包方式攻擊電腦主機，二月八日更直接攻擊正進行初次公開發行的 Buy.com 網站，網路券商 eBay 也同受波及，使得這些網站均產生資料處理不及之當機現象，所提供之網路服務亦隨之停擺一日(註五六)。此種攻擊手法稱為拒絕服務(Deny of Service, DOS)，駭客以大量封包(package)的假訊息(使網站流量大增，使網站主機無法存取，造成傳輸停滯現象，使用者即誤以為電腦當機(見圖 6-1))。

DOS 攻擊手法示意圖

目前國內並未發生類似之攻擊事件，但過去也發生過不少傳輸電腦病毒，導致公司電腦當機的損害性事件。由於我國交易所與券商間之下單交易系統係屬封閉式，外界難以進入，除非有內控上的缺失，應不致發生駭客入侵事件；但目前證券商與投資人間之網路傳輸，係採開放式(投資人利用 World Wide Web 進入在證券商開立之帳戶)，證券商網路下單內容、張貼在網站上的訊息如得予竄改，對證券商的商譽更是嚴重的打擊，除影響業務發展外，更可能影響其股價。目前在技術上並無解決此一問題之完全解決方案(Total Solution)，故建立緊急應變計畫(contingency plan)與流程，加強公司內部控管，迅速應變的客服管道(Guest complains service)也許可將傷害降到最低。至於駭客所引起的損害，應如何訂權

利義務之歸屬？目前證券市場中之各種契約，均將此視為不可預料之因素，不論是交易所或證券商均排除其責任，未來如發生此類事件，投資人亦無力對證券商有無缺失舉證，求償成為空談。而 88 年財政部曾規劃「個人電腦銀行業務及網路銀行業務服務契約範本」，其中第十二條規定，銀行與客戶雙方應確保訊息安全，防止非法進入系統、竊取、竄改或損毀業務記錄及資料，若因第三人破解授權使用識別碼，而侵入網路系統所發生之損害，不可歸責於雙方當事人時應由銀行負責，銀行應就損害是否由駭客所致行為負舉證責任，以免造成客戶不必要之法律負擔；惟銀行公會就此頗有意見，認將使銀行經營風險無限大，舉證責任亦過重（註五七）。有關此一問題，因爭議性大，必須重新檢討目前市場上各種交易或使用設備契約，對其違反消費者保護法有關定型化契約部分之內容，建議主管機關邀集證券市場相關單位共同檢討修改。原則上，對於如駭客入侵紊亂交易系統，造成投資人損失之事件，不應將風險轉嫁投資人承受，交易所或證券商系統受到外來干擾影響，不論是否為可預料，均係因其系統上有漏洞或缺失，才使行為人有機可乘，仍應負善良管理人之注意義務（註五八）。

然而，依我國法規仍無法規範駭客使用 DOS 手法干擾電子系統之行為，且對於侵入他人網路擷取他人資料之行為，除依「電腦處理個人資料保護法」所定義之個人資料為人非法輸出、干擾等行為，而有該法之適用外（註五九），目前尚無完整規範。有鑑於網路犯罪目前並無專法規範，法務部也宣布將著手研擬刑法「電腦犯罪專章」，以規範網路服務提供業者（ISP），並訂定各類網路行為態樣所應付之刑事及民事賠償責任（註六〇）。尤其對利用電腦進行之犯罪行為加重刑責，使最高本刑比一般詐欺罪責更重，且為達到嚇阻犯罪之功能，更增訂追繳犯罪所得之規定。事實上如對國家安全、金融、證券、稅務、交通等機關電子設施為破壞行為（註六一），將使公共利益造成重大損失。

除了事後的賠償，事前的防備更值重視。90 年 7 月國內破獲首宗電腦駭客入侵股市電腦下單系統案件，嫌犯利用證券商系統安全控管之漏洞，輕易取得客戶帳號與密碼，並藉此交易獲取利益。本案暴露出國內證券商並未落實網路系統安全與電子憑證加密工作，證券商自身所設置之認證中心，亦未盡到查核認證之責（註六二）。為加強網路交易安全性與不可否認性，主管機關鼓勵成立中立之網路認證機構，除委託紀錄內容外，委託人的 IP 位址、來電號碼，及數位簽章之紀錄均需認證（註六三）。藉由網路認證，證券商可利用加密程式作為辨識及確認交易之方法，以降低惡意使用者進入之風險，惟「數位簽章法」尚未通過，應注意「營業細則」之規定是否與未來通過之「數位簽章法」之定義相符。

(五)理財網站的投資顧問行為

國內長久以來存有非法進行投資顧問業者（如股友社）利用電子媒體招攬會員，以提供發行公司資訊及市場預測收取佣金，在網路日益普及之今日，也出現

愈來愈多類似網站吸收會員，推薦個股，號召會員一同操作，藉以炒作股價。此一行為已違反證券交易法第十八條，及據以公佈之「證券投資顧問事業管理規則」第三條之規定，為未經核准經營證券投資顧問事業，並依證券交易法第一百七十五條規定得處二年以下有期徒刑、拘役或科或併科罰金。即使是合法投顧業者，也有利用媒體不當宣傳分析師操盤績效，引導投資人錯誤投資觀念，使其有「跟隨某老師操作，即可獲利」之錯誤印象。除加強掃蕩非法投顧業者，宣導投資大眾正確投資理財觀念外，投資顧問事業從業人員之考核與自律也相當重要。

以美國為例：美國證管會對在網路上暱稱為「東京喬」(Tokyo Joe)人士提起訴訟，這位「東京喬」在網路上提供及時投資顧問服務(real-time investment advice)對諮詢者收取每月\$100-\$200 美元不等的費用，並在自己設立之網站提供「每日精選個股」，以電子郵件寄送客戶，且在聊天室中討論股市發展。美國證管會接受投資人申訴後指出(1)「東京喬」往往在投資人進場前即先行進場，且未向投資人揭露；(2)在網路上公佈偽造的績效表現(false performance results) (3)再發行公司未為公開揭露前推薦投資人購買股票，但事實上其早已得到發行公司補償，致投資人於公司揭露後致股價下跌而生損失。「東京喬」援引美國最高法院在 Lowe 案中對 1940 年投資公司法有關投資顧問業務之解釋，主張一般商業或財務公司(business or financial)所提供之「非對個人」投資建議(impersonal investment advice)並不屬於投資顧問登記業務範圍。如其基於善意(bona fide)，內容為時事評論，並非以招徠客戶(tout)為目的所為之具宣傳性的資料分析，且其係定期發行流通者(regular and general circulation)，應被視為「出版行為」(Publication)，既然非針對特定市場活動，即不具有影響證券市場之能力(註六四)。

本案主要爭點，在於「東京喬」是否提供個人化投資建議(personalized investment advice)？聊天室的通訊方式，是否足以構成具個人性、專屬性之投資顧問行為？此外，如此一散布資訊行為並非「無利益」，且有誤導他人與錯誤之可能，是否仍可稱為「善意」？如認定其屬「出版行為」，則是否即可主張迴避投資顧問法「反詐欺法」之規範？觀諸國內各類理財網站、搜尋引擎所設置的聊天室、佈告欄，充斥各類推薦個股，預測股價之訊息，如何判斷就否屬非法進行投資顧問業務之行為，仍有許多有待解釋的灰色地帶，宜即早訂定判斷標準，以利主管機關市場管理，及受移送之司法機關引為判斷標準。

(六)網路證券犯罪之偵察與防免

網路犯罪偵察工作的困難，在於難以迅速掌握案情內容、偵察重點與方向，尤其是證據的蒐集與認定上，法界尚難有一致認定之標準。台灣證券交易所與櫃檯買賣中心均訂有如「網際網路不實消息處理辦法」等處理程序，但係私人自行訂定之處理機制，所蒐集之證據或所為之處置的法效性仍有疑義。根據證期會

89 年考察報告所提建議，欲參考美國方面的作法，將網路犯罪偵防粗分為三個步驟：1.確認犯罪內容；2.確認犯罪者身份；3.移請司法檢調偵辦。

證期會報告更建議，除目前已公佈之「電腦處理個人資料保護法」及刑法已修正新增相關電腦犯罪條文可供運用外，財政金融主管機關應予司法警察機關之專責單位緊密合作，並培育資訊調查專才，才能有效打擊犯罪。在投資人教育方面，證期會與證券暨期貨相關單位，亦積極建立投資人教育、申訴與資訊查詢中心，網站內容應包含：網路詐欺類型介紹、如何辨別訊息真偽、利用網路詐欺或操縱市場所應負之刑責、相關疑義之解釋，投資人申訴表格，及歷來投資人申訴案件類型及處理狀況之資料庫等（註六五）。並建議各證券商、投資信託、投資顧問業者及資訊提供業者應於網站上建立與上開查詢中心網站之連結，加強該網站的知名度，以達到教育宣導之最大成效，使網路不只是負面行為的工具，而具有正面的意義。

惟目前各證券商所提供之服務良莠不齊，並非所有券商在開辦網路服務時，就同時備有應變計畫（contingency plan）；或設置立即處理客戶申訴的客服中心，接受客戶申訴（complains），立即提出解決問題措施。依據證券暨期貨市場發展基金會投資人服務與保護中心所接受之投資人申訴案件顯示，網路交易投資人對證券商最為不滿者，係當客戶對成交內容提出疑問時，證券商並未即時告知可能原因，或提供該公司處理蓋類狀況時之處理流程；投資人也抱怨，由於網路交易並無專屬營業員服務，以證券商手冊上所載之服務專線聯絡時，常有各部門互踢皮球，電話轉來轉去的情形發生。

因此，本文建議參考美國證管會設立「投資人保護網站」，提供「投資人須知」（Investor Tips），將一般投資人容易忽略，或因專業知識不足而造成的誤解，及過去曾發生之糾紛與解決方法，以更為淺顯易懂之方式提供給投資人（註六六）。針對「網路交易」部份，本文試提出「投資人須知」（Learn about Investing）如下：

1. 高風險投資標的--未公開發行（Pre-IPO）公司

此類公司因正在募集資金而尚未辦理，或已募集資金未補辦公開發行，股票僅在少數人間流通，未依證券交易法規定揭露相關資訊，財務業務不透明。甚至公司仍在發起階段，依公司法第 163 條第二項規定，發起人股票於公司設立登記一年後方得轉讓，則投資人所購得之「認股憑證」（俗稱股條）可能面臨「一股多賣」的窘境。投資人如欲投資此類公司，事前須考慮下列事項：

(1)此類投資之要約（offering）可能是非法行為；

(2)可能買到未經主管機關核准發行之有價證券；

- (3)此類公司可能是空頭公司，或永不公開發行；
- (4)應瞭解該公司之經營業務為何；
- (5)是否可取得該公司財務業務狀況之資訊；
- (6)公司管理階層之背景，是否曾有違反證券交易法之前科（此部份須主管機關協助）；
- (7)協助該公司募集、發行有價證券之承銷商為何？及其過去記錄。
- (8)今年初由於網路通訊熱潮，及美國科技股大漲的影響，許多投資人看好「網路產業」前景，紛紛投資此類標的，投資人欲投資此類標的者，應注意所取得者必須為公司股票；如為發起設立未滿一年者，須俟期間屆至方取得所有權。如所取得者並非經核准設立之公司所發行之有價證券，則恐難保障自身之權益。

2. 如何避免網路投資陷阱

至於合法之理財標的，亦可能為有心人利用，作為在市場炒作股價之工具。如利用網路散播不實消息，鼓吹買賣特定公司股票，或非主管機關核准設立之投顧業者利用網路招募投資理財會員、傳送各類分析報告與建議等，以股友社之運作方式炒作個股股價，為市場中常見之詐欺與操縱市場手法。由於主管機關僅能對違反證券交易法行為加以管理或移送，對於投資人因錯誤判斷所導致之損失，並無法代為求償；投資人在網路上接受各種理財訊息與廣告時，應先為如下之判斷：

- (1)目前公開發行公司均需依證券交易法之規定，揭露其財務業務狀況，投資人在投資前可先行查閱各公司之公開說明書、財務報表，及年報等，以瞭解公司概況。投資人更可利用證券暨期貨市場發展基金會網址 <http://www.sfi.org.tw>，查詢公開發行公司之相關資料，包含電子檔與影像檔，更可查閱證券暨期貨專業剪報，以全文檢索方式查出與該公司有關之新聞與資訊，以瞭解該公司過去之經營記錄。
- (2)投資人須確認出賣人係經主管機關核准從事證券業務者，目前依證券交易法之規定，僅經核准之證券商得從事募集、發行、受託買賣有價證券業務，所有證券商均需登記為公會會員，故投資人可連結至公會網站 www.csa.org.tw 查詢會員名錄。國內由於禁止場外交易，未上市（櫃）股票之流通限由特定人間轉讓，造成未上市盤商仲介該市場股票之特殊現象。目前一些較具規模盤商共同成立撮合中心，但無履約保證，且仍屬違法行為，投資人在未上市盤商尚未納入合法管道之前，須考慮自身風險接受程度。

(3)對網路上所流傳之各類產業訊息或理財建議，投資人須有判斷其真實性高低之能力，如所提供之資訊卻為真實，投資人亦應體認，報酬率愈高之股票，風險愈高；股價本益比高低必須反應其基本面。絕對不要投資任何宣稱其「保證獲利」或「零風險」之投資標的。尤其對於海外投資標的或所謂的「新金融商品」之本質必須要有基本瞭解，否則不要輕易投資。

3. 投資人對證券商執行受託買賣業務應有之認識

(1)交易並非立即發生

許多投資人認為一旦他們在網上下了單，證券商的電腦就會直接執行，並向交易所下單，但事實上這一流程必須花費一定的時間，在市場價格快速變動時，證券商並不能保證下單撮合結果與投資人預期者相符。證券法規亦未規定從下單至成交須在多少時間內完成，故證券商如宣稱其下單系統迅速，可以在第一時間內依客戶想要買賣的交易價格成交，則未向其客戶盡告知之義務，證券商最好在客戶開戶時以書面或於下單網頁上提醒投資人可能發生交易延遲之現象。

(2)投資人應主動瞭解其下單情形與回報狀況

網路下單與傳統下單之最大不同，在於一切行為均以電子方式進行，並無法與特定相對人接觸並確認。然而，從事網路交易之投資人多具有不喜與營業員接觸之特性，如投資人於非交易時間經由網路下單，依現行各證券受託買賣契約均將延至次一營業日交易，何謂「次一營業日」，「證交所營業細則」並未載明，但解釋上均以下單日次日有營業者，但如次日非上班日，則遞延至下一營業日。因此，投資人下單後務必查閱其委託回報，確定成交與否，否則如發生類似 921 集集大震等之不可預料之狀況，致無法於次日正常營業時，在解釋上即生疑義。

(七)跨國交易問題

當今全球資本市場受兩股力量影響：一是電子化，電腦功能日益強大與網際網路的漸趨普及，使得股票交易更方便也更便宜；迫使證券經紀商及交易所必須削減成本，全面採用電子化交易以增強競爭力。其二是來自投資人、發行公司、投資銀行的需求，他們希望股票交易及資金募集可以跨越國界，以追求更便宜的持有或發行成本，並達到風險分散的目的。尤其在歐洲共同貨幣市場成立後，歐元的發行使得歐洲各國各保有其交易所已失其意義（註六七）。2000 年 5 月初，倫敦證券交易所及德意志證交所合併成立國際證券交易所（International Exchange，簡稱 ix），並與美國那斯達克市場結盟，更使得其他交易所倍感壓力，後雖因二交易所對結合範圍為達成共識，致宣告暫時停擺，但策略聯盟已為未來市場發展趨勢。而東京證券交易所（TSE）、紐約證券交易所（NYSE）及由阿姆斯特丹、布魯塞爾與巴黎三家交易所合併成立的 EURONEXT 共同成立全球電子交易市場，

提供二十四小時交易服務（註六八）。足見世界各主要證券市場，均體認到證券業務已不侷限於本國，未來加入 WTO 後，我國各行業均將面臨與外國產業平等競爭的衝擊，再也無法仰賴本國保護，未來國際間資金流動更為便利頻繁，預料跨國證券交易量必大為增加，必加劇未來金融業競爭。

各國主管機關對跨國交易之管轄權問題，雖歷經國際證券主管機關組織（IOSCO）多次討論，尚無法獲有一致之結論，目前各國國際私法通例，只要該案件涉及本國人、地、物，而於境內法院涉訟者，均盡量朝本國有管轄權之方向解釋（註六九）。而跨國網路交易可能牽涉二以上之國家，可能發生凡牽涉該交易之各國均宣稱其有司法管轄權之管轄衝突問題，此種不可預期之法律與訴訟風險，也會影響證券業跨國發展的前景。美國證管會於一九九八年三月公佈「利用網站在海外發行有價證券、誘引證券交易，或廣告投資服務」的解釋函（註七〇），針對美國司法管轄權是否及於境外網站之行為，提出參考標準。凡符合下列情形之一，就不會被視為受美國管轄：

（一）該境外網頁上有明顯的免責聲明（disclaimer），聲明中表示其公開募集行為係除美國以外之其他國家或地區。如聲明所提供之有價證券或投資服務並非針對美國人民，或明確載明所欲募集之國家或地區，均可不受美國證交法有關註冊登記之規範。

（二）該境外網站之發行人已採行合理設計的措施，以防止向美國人銷售境外發行之有價證券。如在銷售前像投資人要求提供住所、電話號碼等基本資料，並進行篩選。

若外國券商位於美國境內，或是非於美國境內，卻主動協助、引誘、或意圖引誘美國投資者從事有價證券交易時，即視為在美國境內從事證券經紀業務，必須向美國證管會登記，取得經紀業務之核准（註七一）。

基於此，如國內投資人利用美國網路券商戶頭，購買美國境內股票，美國當然有管轄權。反之，美國人民如因使用我國網路券商所提供之投資建議，下單買入我國股票，如我國業者不預先聲明其網頁係提供國內投資人參考，可能會被美國視為係對該國人民為誘引之行為，具有管轄權，即容易引起紛爭。總而言之，不僅我國投資人利用跨國網路投資外國股票時必須注意各外國網路券商網頁上各種聲明，瞭解開戶交易可能發生之法律風險與狀況，及是否為外國管轄權所及。我國證券商亦應注意其網頁上所提供之各類投資消息與建議服務，必要時應為聲明。

事實上跨國網路交易行為（cross-border trading）之管轄權歸屬乃是現今法律界熱烈探討的問題，在網路尚未興起前，投資人欲投資外國股票市場，須透過國內之證券商下單，由證券商扮演中介角色，與外國合作證券商進行交易執行工作，

一旦發生紛爭，依證券商間之契約關係解決，證券商亦有能力進行跨國訴訟；但是在網路興起後，投資人可直接對外國證券商下單，投資人在開戶之定型化契約必居於弱勢，一般契約中明訂以該外國券商所在地法院為管轄，對國內投資人而言不盡公平。美國司法界傳統上將民事管轄權限於：(1)必須是法院管轄範圍內之居民；(2)被告承認，或以行為表示受該法院管轄（註七二）；對於非法院管轄地之居民涉訟者，則有所謂的「長臂條款」（long-arm statutes）（註七三），以被告與管轄法庭地間是否有「充分接觸」（Sufficient Contacts），且管轄權及於被告將不會「違背實質司法之公平性」並以被告是否「對於被提出於法院之行為合理預見其發生」（should reasonably anticipate being haled into court in the forum state），或被告明知於法庭地法為該行為將有被訴之危險而仍為謀自身利益為該行為」（Purposefully avail himself of the privilege of conducting activities in the forum state that he should be on notice that he could be subject to suit there）（註七四）。

過去美國也將此原則引入國際司法管轄權概念，惟在國際合作日益緊密之今日，如各國一味以本國標準來判斷管轄權之歸屬，管轄權衝突將會不斷發生（註七五）。因此，利用訂立條約，或由國際公正組織制訂模範法（model laws）性質之判斷標準（註七六），由各國引為司法判決，似可加強當事人間權益之保護。

隨著國際商務來往頻繁，愈來愈多國際貿易商業行為採用商務仲裁作為紛爭解決途徑，而各國仲裁法也朝建立一受國際肯認知專業仲裁機制努力，專業仲裁機構的公信力也逐漸獲得肯定。由於各國仲裁法多係援引國際上重要之仲裁協定或條約內容所制訂，對契約與法律行為之判斷有較為一致之標準，也較為跨國交易往來雙方所接受。網路跨國交易之糾紛解決應可考慮採行仲裁制度，以求得較內國司法判決更為合理、迅速之判斷。

三、結論與建議

根據網際網路調查公司朱比特所發表的預測報告指出，截至 1999 年底，美國利用網路從事金融交易的人口為 4561 萬人，到 2005 年時估計將擴大到 8020 萬人，透過網路交易的金融資產將達到 5 兆 4 千億美元，每年約增加 6 千億到 9 千億美元左右，使美國全體金融資產約三分之一將轉為網路交易（註七七）。雖然近來網路科技業因虧損頻傳，導致股價下跌，但全球商務電子化乃是一不可避免之趨勢；今年 9 月我國股市價跌量縮，但網路下單成交金額仍然成長，已佔總成交比重 6.92%（註七八）。而國內除證券交易已網路化外，債券交易也開始進行網路化的發展（註七九），足見網路交易持續發展與擴大之趨勢。

目前證券市場對網路交易問題，一直由主管機關發佈行政函令要求修改證券交易所與櫃檯買賣中心營業細則，與市場中各類定型化契約相關條文方式作為因應。對於影響人民財產權如此重要之事項，以發佈行政函令要求私人以契約關係

加以約束並不妥適，主管機關實應全面積極檢討證券交易法在網路時代窒礙難行的部分，並明訂證券業網路服務之權利與義務歸屬及所應付之責任。如前章節所述之「書面」、「交付」、「簽章」等問題，及擴大公司法中「公告」之定義（註八〇），提供各類網路服務與其相對應之責任問題，都有待行政、立法部門共同研議訂定相關法律，以改善證券市場交易制度，並提高市場機制運作效率。有關網路詐欺問題，除需政府積極管理與司法機關執法外，尚須提昇投資人對市場各類消息的警覺心與基礎判斷能力，以減少詐欺與操縱市場案件之發生（註八一）。

至於市場中各類定型化契約條款中顯不合理，或不合乎消費者保護法等法規之情形者，相關單位不應以未生重大爭議而有鸵鳥心態。可考慮由公會出面，與證券交易所、櫃買中心，就使用交易設備契約條款中不合理部分先作修改，公會可提供「模範契約條款」供各證券公司受託買賣契約參考使用。須知提高對消費者之保障，可鼓勵消費者持續使用金融服務，投資人認為網路交易風險更低，對網路交易的信賴程度就愈高，才會有更多人樂於使用此一交易型態，國內證券商電子化業務才會有更多元化的發展，而投資人也能享受更為安全、便捷、迅速的服務。

鑑於國際資金流通在金融網路化後將更為迅速，如我國交易制度不能與時俱進，與國際證券市場趨勢接軌，在投資人紛紛轉向國際其他市場投資之情形下，我國證券市場將會逐漸萎縮，故主管機關應對網路交易為來發展投注更多的心力，並提供前瞻的政策規劃與投資人保護政策，期使我國能面對證券交易網路化後更激烈的國際競爭。

註 釋

註四五：Securities and Exchange Commission, Use of Electronic Media for Delivery Purposes, SEC Release, No.33-7233, 34-36345, Oct.6, 1995. 引自馮震宇，網際網路與證券市場，1999 證券暨期貨市場發展研討會論文集，證券暨期貨市場發展基金會，一九九九年十二月，頁 200-201。

註四六：依該準則第 30 條與第 38 條，外國人募集與發行債券或股票，應檢具「外國發行人募集與發行債券申請書」或「外國發行人募集與發行股票申請書」，載明應記載事項，連同應檢附書件，申請證期會核准，始得為之。

註四七：由於資金流出涉及外匯與國際收支問題，主管機關除證期會外，尚牽涉銀行與外匯主管機關如金融局及中央銀行等不同政府部門。

註四八：89 年 6 月 1 日，工商時報 18 版，「網路下單違約交割，逾 40 家券商受害」。

註四九：89 年 6 月 1 日，工商時報 18 版，「網路下單違約交割，逾 40 家券商受害」。

註五〇：如美國證管會曾指出：生產冷凍罐頭公司 Chill Tech.其營運部門主管 Lee Gahr 便利用網站、新聞傳真等方式發佈消息指稱，該公司所研發之北極牌罐頭具有自我冷卻效果，並有益環境保育，藉此炒作該公司股價獲利達二十七萬美元，事實上該產品因使用禁用之 Freon 冷媒劑，公司已決定將放棄生產。該案中證管會提起民事訴訟要求行為人繳回不當獲利並加計利息，另科以罰鍰。參見 89 年 9 月 8 日，中國時報第二十一版。

註五一：「證券投資顧問事業管理規則」第三條規定：「經營證券投資顧問事業，應經財政部證券暨期貨管理委員會核准。證期會得視證券投資顧問業務及證券市場之狀況，限制證券投資顧問事業之設立。」

註五二：依證券交易法第一七五條規定，違反證券交易法第十八條有關證券投資顧問業務需經主管機關核准之規範者，處二年以下有期徒刑、拘役或科或並科十五萬元以下罰金。

註五三：「證券商管理規則」第三十五之一條規定：「證券經紀商推介客戶買賣有價證券，應先評估客戶之投資能力及具備合理之資訊，並不得保證所推介有價證券之價值。證券經紀商推介客戶買賣有價證券，屬在集中交易市場受託買賣者，應依證券交易所訂定之管理辦法辦理，屬在證券商營業處所受託買賣者，依櫃檯買賣中心訂定之管理辦法辦理，上開管理辦法應函報本會核定。」

註五四：以美國為例，美國證管會並未對「推介」（recommendation）下定義，在網路興起之後也造成一些困擾。Charles Schwab 就曾建議美國證管會：向一般投資人提供之非個人化（impersonal）資訊，應非推介，亦無違反妥當性原則之虞，應將券商所提供之研究報告、一般銷售或行銷資訊認定為要約之誘引，以免動輒違反美國證交法 10（b）、10（c）及其規則 10b-5 與 10c 反詐欺條款之規定⁵⁴。另參考美國證管會 Online Brokerage 報告之建議，證券商在網路上提供加值型服務，依其所提供之服務內容程度，劃分等級，如採會員制個人投資組合試算服務，如僅單純提供試算結果予會員，並不屬推介行為，但如以試算結果另將會員之理財狀況歸類為積極型（或保守型），並建議可再加買某些個股，此種行為即涉及推介。為使證券商在網路世代未來發展之需要，我國主管機關、交易所或櫃檯買賣中心，均應正視此一問題，訂定較為明確之判斷標準，並應明訂違反推介行為規範之法律效果⁵⁴。同時，主管機關也應一併對投資顧問業務範圍橫跨投資信託業務與證券商推介業務之情形考量，將投資顧問業務獨立界定是否有其必要。

註五五：美國全國券商公會（NASD）早在 1996 年即敦促券商注意，應避免連結到其他名之含有誤導或錯誤資訊之網站，而證券商若因明知或可得而知該其他超連結網站所提供之服務與產品有引人錯誤或虛偽不實之問題，而仍然設置超連結者，可能須負詐欺責任。

註五六：89 年 2 月 10 日，工商時報六版，「駭人聽聞，美國主要網站一度癱瘓」。

註五七：88 年 5 月 1 日，工商二版，「駭客入侵網路交易客戶受損，銀行須賠償」。

註五八：或如信用卡也有不可預料的失卡風險問題，一般銀行均在定型化契約中訂明，如使用戶未於失卡後 24 小時內向銀行掛失，必須承擔所有刷卡損失；但近來因銀行信用卡業務空前競爭，不採「免年費」政策的銀行，更提供不論何時申請掛失，掛失前的刷卡風險一律由銀行負擔之服務。足見藉由商業多元競爭，可提供消費者更多的服務、更公平的契約條件。

註五九：見「電腦處理個人資料保護法」第 3 條、第 34 條之規定，最重本刑為三年以下，並非重罪。

註六〇：89 年 10 月 22 日，經濟 6 版，「刑法將增訂電腦犯罪專章」。

註六一：如非法入侵他人電腦系統，破壞或竄改資料，或常見之侵入網路金融體系，攔截他人傳輸的資料，造成金融秩序的混亂，或散佈病毒影響正常交易等。

註六二：90 年 7 月 2 日，聯合晚報第 4 版，「駭客入侵股市，來去無蹤」。

註六三：89 年 5 月 15 日國內首家網路認證公司-台灣網路認證公司成立，該公司係於財政部授權下，由 15 家法人股東合資成立，發展電子交易憑證統一化業務。

註六四：Commissioner Laura S. Unger, Securities Law and the Internet, Speech at Practicing Law Institute, San Francisco, CA, July 28, 2000.

註六五：參考證券暨期貨市場發展基金會網址 <http://www.sfi.org.tw>。

註六六：目前證券暨期貨市場發展基金會在其網站 www.sfi.org.tw 上「投資人服務與保護中心」也有教育宣導機制，但多為一般性、文字性敘述，且部份有內容重複現象。似可考慮在對所提供之「問題諮詢」中之各類問題，再予細部分門別類，使投資人更易閱讀；或可歸納整理各類糾紛類型，改寫為「投資人須知」，以列要點之方式提醒投資人。

註六七：見 2000 年 6 月 19 日中時電子報股市理財版，
<http://www.chinatimes.com.tw/news/papers/online/money/c8961920.htm>.

註六八：見 2000 年 6 月 8 號工商時報，國際新聞版，
<http://www.chinatimes.com.tw/news/papers/online/world/m8960801.htm>.

註六九：依據我國法之規定，證券交易行為屬契約行為部份，依涉外民事法律適用法第六條之規定適用法律，除依當事人自行約定適用法外，另以國籍、行為地、要約通知地、要約人住所地或履行地法律。設若我國人甲於設立在美國之乙網路券商開立帳戶交易，甲在台灣家中下單，行為地為台灣，甲之下單係要約，券商之受託買賣是承諾，似應依我國法；惟乙可主張依該國法律，凡涉及美國人民或行為在美國境內發生（本案履行地為美國），美國證券法令亦有域外效力，雙方即生法律衝突。

註七〇：SEC Interpretation, Re: Use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions, or Advertise Investment Services Offshore.

註七一：美國一九三四年證券交易法規則第 15a-6 (a) (1) 中規定，外國證券商如非主動誘引美國人民進行有價證券交易，及非在美國境內從事證券業務，無須登記。

註七二：(1) Be a resident of the state in which the court is located, (2) have submitted him or herself, or itself, to the jurisdiction of courts in that state by his or her, or its, actions.
見 Thomas T, Smedinghoff, Editor, Online Law, The SPA's Legal Guide to Doing Business on the Internet, page 366, 1995.

註七三：「長臂條款」之內容或定義各州有所不同，但均受美國憲法中兩條「正當法律原則」(Due Process of Law)之限制，如各州已此過度擴大其管轄權範圍，將因此而失效。

註七四：Id., 367.

註七五：有關跨國交易之管轄衝突問題相關學說見解，可參見余雪明，證券交易法，證券暨期貨市場發展基金會出版，2000 年 11 月，頁 655 以下。

註七六：如國際證券管理機構組織 IOSCO，即致力於建立國際證券市場中各類原則性、標準性之規定，以期各國證券市場均能對市場管理採行較一致之標準，以利跨市場間之交易與交流。

註七七：89 年 10 月 12 日，工商七版，「金融資產網路交易規模愈來愈大」。

註七八：根據台灣證券交易所統計，9月證券網路下單金額為2,641億元，較8月成長266億元，成長11.12%。

註七九：國際票券公司與中國國際商業銀行合作，規劃債券附買回業務網路下單，但其他票券商則持保留態度，認債券的議價方式與集中市場撮合不同，故不跟進。見89年8月7日，工商9版「債券網路交易，國票百米衝刺」。

註八〇：89年10月31日，經濟19版，「公司資訊揭露你網路化」報導：證期會要求證交所與櫃買中心儘速研擬上市(櫃)公司利用電子郵件或張貼網站方式，提供簡版公開說明書與投資人，以提高資訊揭露之充分性與便利性。

註八一：根據89年11月21日奇摩網站新聞版，刑事警察局破獲首宗海外基金公司涉嫌冒用美國知名基金公司之子公司名義，透過網站向國內往有銷售假基金，其以老鼠會方式吸金，並與國內2家小投顧公司合作詐騙金額達300多萬元，每張假基金100股售價8萬元，投顧公司抽其中6000元利潤。由於網站設於外國，行為人亦在國外，我國無管轄權，警方僅能協調關閉該網站畫面，並無法傳喚相關嫌犯。