

金融商品銷售適合性原則之法制 分析－兼評台灣金融服務法草案 第三十一條及相關規定*

張冠群**

摘 要

二〇〇八年九月十五日，美國三大投資銀行之一之雷曼兄弟控股集團宣佈申請破產保護，引爆連串之金融海嘯。美國大型金融集團，咸因持有雷曼兄弟之連動債，而深陷一千餘億美元之暴險中。所幸於美國、歐洲或日本，連動債之銷售對象僅限於機構投資人或對金融商品具專門智識之投資人，且對每一投資單位，均有最低額度之限制，多少提高進入障礙，於投資風險發生時，該些投資人亦具備相當之風險承受能力。然於台灣，連動債之銷售對象為一般之散戶投資人，因其商品結構複雜，非一般投資人所易理解，縱銷售機構對投資人已善盡風險告知義務，並提供投資人產品說明書及風險預告書，其內容仍非一般投資人所得理解，使不具風險承擔或消化能力之散戶投資人於懵懂下對該投資商品趨之若鶩，致於類似雷曼兄弟事件發生時，蒙受極大損失。準此，問題為：金融商品之銷售者，於銷售特定金融商品時，倘已依法履行告知義務，就交易或投資標的之特性、風險及法令限制對投資人說明，是否即足保障投資人？抑或，於金融商品種類繁多結構複雜難懂，投資人縱受告知

* 本文承二匿名審稿委員惠賜卓見，使本文體例與論述更具完整性，特此申謝！

** 政治大學法學院專任助理教授，美國喬治城大學法學博士。

亦不足完全理解投資標的之特性與風險，或投資人無以判斷特定商品是否適合自己之今日，金融商品之銷售者，尚應對投資人負有評估其對特定金融商品之投資是否妥適之義務，亦即依所謂「適合性原則」，推介商品之義務？金融交易發達國家幾採後者。是故，於判斷特定金融商品是否適合特定投資人需要時，其所據為何，乃將適合性原則納入金融商品銷售者義務前所首須釐清者。本文主自比較法觀點對適合性原則之內涵及該義務履行時金融商品銷售者所依循之判斷基準為探討並復還檢視金融服務法草案第三十一條及相關法規之內容，最末略抒建言。

Legal Analyses on the Suitability Obligation in the Sale of Investment Products -- Additive Critiques on the Draft of Article 31 of the Financial Service Act in Taiwan

Chang, Kuan-Chun^{*}

Abstract

In September, 2008, one of the largest investment bank in the U.S.--the Lehman Brothers filed for bankruptcy protection. Major financial institutions possessing Lehman's structured notes have been entangled in the exposure of approximately 100 billion U.S. dollars. Fortunately, in U.S., Europe or Japan, structured notes, with the threshold regarding the minimum amount of purchase, are sold merely to institutional or sophisticated investors. This setting, more or less, restricts market entrance so as to ensure market participants' capability and capacity in risk assumption. In Taiwan, nevertheless, such complicated-in-nature products are permitted to market to unsophisticated individual investors whose proficiency and knowledge with respect to such products remains limited even though having read the prospectus and other disclosure documents related to risks involved. Without considering their own capacity of risk bearing, investment objectives and financial status, unsophisticated investors are likely to

^{*} Assistant Professor, College of Law, National Chengchi University.

suffer the loss beyond their maximum tolerance. Hence, the issue facing the financial regulators is: In the case of intricate investment subjects like the structures notes, does simply imposing the duty of risk disclosure suffice the protection of unsophisticated investors; or, in addition to the duty of disclosure, financial institutions marketing such labyrinthine products are of the obligation to assess and determine whether an investment subject is suitable for each particular investor in accordance with their financial status, experience of past investments, investment objectives and capability of risk bearing. Nations and Regions with relatively stable financial markets like the U.S. and the European Union both embrace the later position. Although Article 31 of the Draft of Financial Service Act in Taiwan contains also financial institutions' suitability obligation during the recommendation and marketing of investment products, its context is relatively rough and provides limited shelter for investors comparing to similar legislations in the U.S. and the European Union,. This paper attempts to propose recommendations for the supplement and amendments of Taiwanese Draft through the comparative legal studies.

金融商品銷售適合性原則之法制 分析－兼評台灣金融服務法草案 第三十一條及相關規定

張冠群

目次

壹、序論

貳、適合性原則之理論基礎與內涵

一、理論基礎

二、適合性原則之內涵

參、美國法關於適合性原則之規範內容

一、法律與行政規範

二、適合性原則適用之相關案例

三、自律規範

四、小結

肆、歐盟金融商品市場指令及英國相關法規

一、歐盟金融商品市場指令

二、英國法關於適合性原則之規範內容

三、小結

伍、金融監理聯合論壇「金融商品與服務顧客適合性原則報告書」

一、適合性要求（Suitability Requirement）之具體內容

二、監理官之角色與任務

陸、台灣金融服務法草案第三十一條及相關規定之內容及評述

一、現行金融商品銷售監理之法規環境

二、金融服務法草案第三十一條之內容

三、綜合評析

柒、結論與建議

關鍵字：適合性原則、適合性義務、金融商品、推介、金融服務法草案

Keywords: Suitability Obligation, Appropriateness, Suitability, Financial

Products

壹、序論

二〇〇八年九月十五日，美國三大投資銀行之一之雷曼兄弟控股集團（Lehman Brothers Holdings）宣佈申請破產保護，引爆連串之金融海嘯。含花旗集團（Citigroup）及紐約美倫集團（New York Mellon Corp.）在內之美國大型金融集團，咸因持有雷曼兄弟之連動債，而深陷一千三百八十億美元之暴險（exposure）中¹。所幸於美國、歐洲或日本，連動債之銷售對象僅限於機構投資人（institutional investors）或對金融商品具專門智識之投資人（sophisticated investors），且對每一投資單位，均有最低額度之限制（如十萬美金）²，多少提高進入障礙，於投資風險發生時，該些投資人亦具備相當之風險承受能力。然於台灣，連動債之銷售對象卻為一般之散戶投資人，因連動債的商品結構複雜，非一般投資人所易理解，縱銷售機構對投資人已善盡風險告知義務，並提供投資人產品說明書及風險預告書，其內容仍非一般投資人所得理解，加以理財專員於銷售時，多過度強調連動債之「保本」功能，使不具風險承擔或消化能力之散戶投之人於一知半解之情形下對該投資商品趨之若鶩，致於類似雷曼兄弟事件發生時，蒙受極大損失³。

由此衍生之問題為：金融商品之銷售者，於銷售特定金融商品時，倘已依法履行告知義務⁴，就交易或投資標的之特性、可能之風險及法令限制對投資人為說明，是否即足保障投資人？抑或，於金融商品種類繁多（尤其衍生性金融商品），結構複雜難懂，投資人縱受告知亦不足完全理解投資標的之特性與風險，或投資人仍無以判斷特定商品是否適合自身投資之今日，金融商品之銷售者，尚應對投資人負有依一定標準評估其對特定金

¹ Lehman Brothers Files for Bankruptcy, <http://www.ft.com/cms/s/52098fa2-82e3-11dd-907e-000077b07658> (last visited Sep. 28th 2008).

² Federal Reserve Bank of Chicago, Product Summary: Structured Notes 2 available at <http://www.chicagofed.org/publications/capitalmarketnews/structn.pdf>

³ 「800億連動債變壁紙」，商業週刊 1087 期，2008-09-22，<http://www.businessweekly.com.tw/webarticle.php?id=34383&p=1> (last visited Nov. 30 2008)。

⁴ 如「期貨經理事業管理規則」第 22 條；「證券投資信託事業管理規則」第 22 條。

融商品之投資是否妥適之義務，亦即依所謂「適合性原則」(suitability)，推介合適商品之義務？近年金融交易發達國家或區域如美國、歐盟及英國等幾採後者。台灣「證券投資信託事業管理規則」第二十二條之一即規定，「證券投資信託事業應充分知悉並評估客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況及其承受投資風險程度」⁵，亦為其例。惟因其未對違反規定之投信事業課予任何不利益效果，該條僅得解釋為注意規定。而金融監督管理委員會於 2007 年 7 月 12 日擬定之金融服務法草案第三十一條第一項則明文：「金融服務業從事金融商品銷售之推介時，應確保其適當性，並應事先訂定推介守則。」並於第一款中指陳「適合性」之認定標準為「推介對象之年齡、知識、經驗及財產狀況、風險承受能力、交易目的」，且於第四十二條對違反規定者，課予罰鍰，冀正式將適合性原則義務化。

然比較前開「證券投資信託事業管理規則」與「金融服務法草案」可發現，二者對適性之判斷標準實不一致。亦即，於判斷特定金融商品是否適合特定投資人需要時，其所據為何，適合性原則下金融商品銷售者之義務內容又若何，凡此均係將適合性原則納入金融商品銷售者義務前所首須釐清者。鑒於此，本他山之石得以供錯之理念，本文擬自比較法觀點對適合性原則之內涵及該義務履行時金融商品銷售者所依循之判斷基準為一探討。第二部份擬先自理論面檢視適合性原則之內涵及其理論基礎；第三部份則試自美國相關法令與案例之內容，詳述適合性原則之內容與「適性」之決定標準；第四部份及第五部份則分別就歐盟「歐盟金融商品銷售指令」(Directive on markets in financial instruments)及英國相關法規關於適合性原則之內容為探討；第六部份則針對代表性之國際金融監理組織如金融監理聯合論壇(The Joint Forum)發布之報告為論述。而於比較法之考察與交叉比對後，第七部份將復還檢視金融服務法草案第三十一條及相關法規之內容，最末於第八部分略抒淺見，冀對台灣關於金融商品銷售適合性原則及其義務內容之建構，得收拋磚引玉之效。

⁵ 行政院金融監督管理委員會，中華民國 97 年 1 月 15 日，金管證 4 字第 09700000071 號函。

貳、適合性原則之理論基礎與內涵

一、理論基礎

(一) 掛牌營業理論 (Shingle Theory)

適合性原則係由美國聯邦證券交易委員會 (Securities Exchange Commission, SEC) 於一九三〇年代依「掛牌理論」(Shingle Theory) 所發展⁶。該理論之內意涵為：一旦證券經紀商或交易商 (broker or dealer) 正式掛牌並對大眾公開進行證券業務，其即默示 (implied) 對大眾負有一公允交易 (fair dealing) 之義務，此一義務含有合理定價之義務及對顧客推介適合各該顧客有價證券之義務⁷。申言之，關於後者，經紀人對顧客進行證券推介時，其需已經評估，認該有價證券為適合該客戶者，否則，即屬違反其公允交易之義務，客戶得據為求償之基礎，並可能違反美國聯邦證券交易為原會訂定之規則 10b-5⁸。

「掛牌營業理論」之產生，乃本證券經紀商或交易商與顧客間之受託人關係 (fiduciary relationship) 而來。亦即，於證券經紀商或交易商對顧客之帳戶有法律上或事實上之控制管理能力 (actual or de facto control)，而該能力乃基於顧客對其之信賴而賦予時，即得認有受託人關係存在，證券經紀商或交易商即對顧客負受託人義務 (fiduciary duty)⁹。進一步言，於證券商出售自己所有之有價證券予相對人時，因交易之雙方均立於「本

⁶ Michael K. Wolensky, *Securities Law And The Internet Enforcement Issues: Application Of Suitability Obligations*, 1127 *PLI/Corp* 251, 254 (1999).

⁷ John H. Sturc et al., *Enforcement Of Suitability Requirements For Variable Annuities*, 902 *PLI/Comm* 535, 539 (2008).

⁸ 規則 10-5 乃對市場操縱行為，含欺罔行為、不實陳述等行為之禁止規定。其原文如下：“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, a. To employ any device, scheme, or artifice to defraud, b. To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or c. To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.” See 17 C.F.R. §270.10b-5 (1951). Also see Wolensky, *supra* note 6, at 254-255.

⁹ Roberta S. Karmel, *Is The Shingle Theory Dead?*, 52 *Wash. & Lee L. Rev.* 1271, 1273 (1995).

人」(principal)之地位為交易，無代理關係(principal-agent relationship)之存在，意即雙方交易地位平等時(arm-length)，前開受託人義務並不存在¹⁰。反之，於證券商銷售非自己所有之有價證券與顧客時，本信賴而建立之代理關係即因而產生，經紀商或交易商之受託人即負有受託人義務，與顧客從事公允交易¹¹。證券商或交易商既經登記設立並開始營業，即對客戶負擔此一義務，亦即自掛牌時開始，此一默示之義務即已存在，故曰「掛牌理論」。本義務存在之主要論點為：證券商應本於其專家之智識提供建言，其有不利用投資大眾之「無知」(ignorance)之責任¹²。

本理論之重要性在於：其提供證券及其他金融監理機關對證券商銷售實務(sale practice)制訂監理工具之理論基礎，並提供一般及衍生性金融商品買受人保障且於證券商違反義務時對其求償之機會¹³。舉例言之，於證券商銷售人員縱未為任何不實說明，但推介客戶與其財務狀況顯不相當之商品或雖未有任何肯定之推介，但對客戶購買之商品明知為不適當卻仍為出售之情形，金融監理機關即得依本理論決定證券商對客戶之財務狀況未加調查或對客戶之非適當選擇未加提醒告知，是否有公允交易義務之違反¹⁴。

(二) 告知同意理論 (Informed Consent)

「告知同意理論」(Informed Consent)乃二十世紀發展出之理論，首適用於醫療行為時，然時至今已廣為延展適用至各領域，且此一理論亦被比附援引為適合性原則之論據，蓋證券業已由既往「貨物出售概不退换」(caveat emptor)之行業，轉型為高度透明性(Transparency)且於特定情形下負擔受託人義務者¹⁵。

¹⁰ Jerry W. Markham, Fiduciary Duties Under The Commodity Exchange Act, 68 Notre Dame L. Rev. 199, 227-34 & 232 (1992).

¹¹ Id.

¹² Allen D. Madison, Derivatives Regulation In The Context Of The Shingle Theory, 1999 Colum. Bus. L. Rev. 271, 280 (1999).

¹³ Id.

¹⁴ Karmel, supra note 9, at 1277.

¹⁵ John R. Boatright, Ethics in Finance 70 (1999).

此一理論於有價證券銷售之領域提出，乃因銷售過程中投資人因知識之匱乏，致所為之投資決定，多係「未告知同意」(Uninformed consent)之故¹⁶。質言之，經紀商之散戶投資人客戶亟賴經紀人提供投資建議(advice)，惟鮮有經紀人真正對投資人詳述財務管理之基礎原則及達成「告知同意」之判斷所需之知識，含對風險之忍受度(risk tolerance)及切實際之投資目標(realistic investment objectives)之解釋；反而，經紀人輒藉選擇性之資訊揭露，鼓勵投資人為高風險之投資，而從中牟取較高額之佣金¹⁷。此一情形，與投資人需求顯不相符。依美國證券業協會(Securities Industry Association)於二〇〇三年之調查，約百分之六十八之投資人冀獲得風險屬於平均水準或低於平均水準之投資標的，而約百分之五十八之受訪者於購買有價證券類投資標的時，賴專業之理財顧問之建議，並視之為主要資訊來源¹⁸。是故，於多數情形，投資人屬「理財文盲」(financial illiterates)，未具對其風險承擔能力及切實際投資目標之認識，自亦無以達成有告知同意之投資決定¹⁹。此際，經紀人即負一教育投資人，使之充分認識理財基本原則，以便於認識自我風險承擔能力及投資目標後，得為受告知同意之理財判斷²⁰。

此一理論之實踐，非僅經紀商對散戶投資人告知市場乃具不可預測性且存在固有風險即為已足，蓋此一陳述雖屬正確，卻欠缺完整性²¹。實則，「理財」此一概念本即含擁有管理市場不可預測性所伴隨風險之工具於其中，是故上開關於「市場乃具不可預測性」之陳述，並無意義²²。管理風險之能力，須先由經紀人移轉與散戶投資人，其始有因對自身風險承擔能

¹⁶ Bradley R. Stark & James S. H. Null, Suitability And Financial Informed Consent Brokers' Minimal Obligation to Inform Investors of Material Risks Prior to Generating Risk Tolerance and Investment Objective Forms, 1502 PLI/Corp 317, 321 (2005).

¹⁷ Id.

¹⁸ Securities Industry Association, Annual SIA Investor Survey Investor's Attitudes Towards the Securities Industry 2003, 58 (2003), <http://sia.com/publications/pdf/Investorsurvey2003.pdf>.

¹⁹ Stark & Null, supra note 16, at 323.

²⁰ Id.

²¹ For details, see B. Mark Smith, Towards Rational Exuberance: The Evolution of The Modern Stock Market 118-125 (2001).

²² Stark & Null, supra note 16, at 326.

力及切實際投資目標認識，並進而為受告知同意之決定之可能²³。否則，投資人不無追求不切實際投資報酬之可能，正如醫病關係中，病人追求無副作用之神蹟式治療一般。惟此些單基於無知而生之不切實際投資慾望，並不足為經紀人推介不適宜之高風險投資標的之授權，反而，經紀人對投資人負有為其利益計算之保護義務，投資人應被指導如何做成受告知同意之投資決策²⁴。

二、適合性原則之內涵

SEC 曾於數個關於證券經紀商行為之裁決中，揭示判斷適合性原則是否被遵守之二層次認定標準。茲分述如后：

（一）合理基礎原則（Reasonable Basis Test）

首先，SEC 於 *F. J. Kaufman & Co. of Virginia* 一案之裁決中指出：於適合性原則下，金融商品銷售人負有不論客戶之財富、風險承擔態度、年齡、教育程度或其他個別性格，決定某一金融商品是否適合於「任何」客戶之義務²⁵。此際，經紀商或交易商所為任何商品之推介，均應有「適切合理之基礎」(adequate and reasonable basis)²⁶。此之謂「適切合理基礎」，乃指金融商品銷售者有對其所推介之商品研究與瞭解之義務，此含對該商品潛在風險與可能報酬之認識²⁷。亦即，銷售者倘不能或未對其所推介之標的所生之結果—風險與報酬有認識，即屬違反適合性原則²⁸。舉例言之，倘一證券經紀商推介其客戶之商品結合兩種以上之投資標的，而客戶購買該商品所應付之交易費用，高於客戶分別單獨購買該商品中包含之個該投資標的所付出之各筆交易費用總和時，該組合型商品即不適於推介與任何客戶，經紀商或交易商若為之，即屬違反適合性原則²⁹。

²³ Id.

²⁴ Id. Also see Boatright, supra note 15, at 70.

²⁵ In re *F. J. Kaufman & Co. of Virginia*, 50 S.E.C. 164, 168 (1989).

²⁶ Id.

²⁷ Id.

²⁸ John H. Sturc et al., supra note 7, at 540.

²⁹ Kaufman, 50 S.E.C., at 168.

（二）客戶個別適當性（Customer-Specific Suitability）

其次，金融商品銷售者亦可能因其所為之推介縱適於其他投資人，卻不適於受推介之特定投資人而違適合性原則，易言之，銷售人負蒐集客戶資訊並針對各戶個別之財務狀況及投資目標，量身訂做適切之推介商品之義務³⁰。而決定對特定客戶所推介之商品是否具適當性，乃屬個案事實認定之範疇³¹。申言之，適當性之具備與否，最終乃繫於各戶之個別性格。此些得用以決定適當性之性格包括年齡、收入、教育程度、投資之智識、收入來源、財務狀況及投資目標等³²。另，於進行每一推介時，金融商品銷售人應針對其客戶每次之狀況與需要，以客戶之最大利益（in the best interest of the customer），為現實之評估。SEC 於 Paul F. Wickswat 一案之裁決中特別強調，此一義務，不應因客戶對特定種類商品之投資意願而有妥協；亦即，於客戶意欲進行與其財務狀況及投資目標不符之交易時，商品銷售人有建議其進行適當投資之義務³³。另，銷售人對每種交易之風險對客戶負注意及通知義務³⁴。如前述，客戶就高風險但高報酬投資標的交易之意願，除於客戶對風險狀況瞭解並願承擔之情形外，單純之「意願」不得為判斷適當性之理由³⁵。

參、美國法關於適合性原則之規範內容

美國法關於適合性原則之規範架構頗完整，茲分法律與行政規範、法院判決及自律規範三層面探討之。

³⁰ Id, at 169.

³¹ John H. Sturc et al., supra note 7, at 541.

³² Id.

³³ In re Paul F. Wickswat, 50 S.E.C. 785 (1991).

³⁴ John H. Sturc et al., supra note 7, at 541.

³⁵ Id, at 542. 值注意者，少數說認適合性原則乃要求證券公司等之投資勸誘，不得違反投資人意向與實情之原則。詳參杜怡靜，論對金融業者行銷行為之法律規範－以日本金融商品販賣法中關於說明義務及適合性原則為參考素材，《台北大學法學論叢》，57期，頁291，2005。

一、法律與行政規範

(一) 證券交易法 (Securities and Exchange Act of 1934) 及投資顧問法 (Investment Advisor's Act) 之「反詐欺條款」(Anti-Fraud Provisions)

1. 證券交易法

雖「適當性原則」一詞未曾於聯邦證券交易相關法規中明文，然一九六〇年代初期，聯邦證券交易委員會於國會聽證中確立適合性原則為證券交易法第 10(b)及 15(c)項衍生之法律上義務³⁶。此一原則，其後亦經法院判決而確定其法律效力³⁷，此些案例將於後述之。該法第 10(b)項規定，任何人以直接或間接之方法，於任何有關註冊或未註冊之有價證券或其他與有價證券相關之交換協定 (swap agreement) 之買賣，施加操縱性 (manipulative) 或欺罔性 (deceptive) 手段或計謀，而違反證券交易委員會所定有保障公共利益及投資人必要或適當之規範者，即屬違法³⁸。該些聯邦證券交易委員會所訂之規則含對詐欺行為、操縱行為及內線交易之禁止規定³⁹。另，同法第 15(c)項亦對證券經紀商或交易商以操縱、欺罔或其他詐術之方法引介或意圖引介一般級政府發行之有價證券之買賣行為予禁止⁴⁰。又，第 15(g)項關於證券經紀商與交易商於引介未於集中交易市場掛牌之低價股 (penny stock) 之交易中，課予經紀商及交易商就該些低價

³⁶ H.R. Doc. 95, 88th Cong., 1st Sess. (1963), cited in Daniel J. Kramer & Margaret A. Jacobs, *The Suitability Obligations Of Online Brokerage Firms*, 1211 PLI/Corp 221, 231 (2000).

³⁷ 美國之法院具造法功能，法院之對法律解釋之判決內容屬於「法源」之一，此與大陸法系以成文法為主要法源迥不相同。For details see Howard Abadinsky, *Law and Justice: An Introduction to The American Legal System* (6th ed. 2006), at 34.

³⁸ 原文為: "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement..., any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors". See 15 U.S.C. §78j (b) (2000).

³⁹ 15 U.S.C. §78j (2000).

⁴⁰ 15 U.S.C. §78o (c) (2006).

股本質、風險及經紀商與交易商對客戶之義務以及違反義務之責任等事項一揭露義務，並於由該項衍生之規則中，明定「適當性原則」之遵守為乃此處之義務之一⁴¹。

2.投資顧問法

一九四〇年投資顧問法第 206 項亦係對證券投資顧問事業於執行業務時，以直接或間接之方法從事操縱、欺罔及其他詐術行為之禁止規定。其並同時授權證券交易委員會於合於本項規範目的下制定相關規則以定義並防止前開行為⁴²。此一授權規定，亦予證券監理機關將適性原則之違反列於禁止行為行列之機會。

一九九四年，證券交易委員會擬提案修正第 206 項，將投資顧問對顧客進行不適合商品之推介，列為明文禁止事項，並課予投資顧問事業對客戶財務狀況、投資經驗與投資目標進行瞭解並依之為適切建議之義務⁴³。此一修正案雖未被採行，卻於其後制訂之國家證券商協會（National Association of Securities Dealers, NASD）之自律規範中明文落實⁴⁴。另，縱未有「適合性原則」之明文，於投資顧問事業客戶間存在受託人關係之前提下，因投資顧問負有對客戶之忠實義務（duty of loyalty）與最大誠信義務（duty of utmost good faith），並應為客戶最大利益計算，適合性原則長久來已經證券交易委員會肯認為此些附隨義務之一環⁴⁵。

⁴¹ 15 U.S.C. §78o (g) (2) (A)&(B) (2006).

⁴² 原文為：“It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly to engage in any act, practice, or course of business which is fraudulent, deceptive, or manipulative. The Commission shall, for the purposes of this paragraph (4) by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative”. See 15 U.S.C. §80b-6 (4) (1960).

⁴³ Release No. IA-1406 March 16, 1994, cited from Ross P. Tulman, The Suitability Obligations Of Brokers And Investment Advisors, 1399 PLI/Corp 257, 264 (2003).

⁴⁴ Tulman, id, at 265.

⁴⁵ Division of Investment Management: SEC Roundtable on Investment Adviser Regulatory Issues, <http://www.sec.gov/divisions/investment/roundtable/iadvrmdt.htm> (last visited Nov. 30 2008); also see Information for Newly-Registered Investment Advisors, <http://www.sec.gov/divisions/investment/advoverview.htm> (last visited Nov. 30 2008).

(二) 相關規則

聯邦證券交易委員會依證券交易法第10(b)及15(c)項分別頒定規則10b-5及15c。依規則10b-5，於證券之買賣中，任何人以直接或間接之方法從事下列之行爲，均屬違法：1.使用任何裝置、計畫或手段而爲欺罔者；2.對重要事實爲不真實之陳述或故意省略，使該陳述依當時情況不具誤導性者；3.藉從事任何業務或交易並對任何人進行詐欺或欺罔者⁴⁶。其中，就證券商品之不適當性對投資人未爲告知，應屬前開第二款之非具誤導性之不告知之範疇。至於規則15c乃對操縱、欺罔與詐欺行爲之禁止，並重身與規則10b-5類似之內容，於此不再贅述⁴⁷。

另，規則15g-9於(b)項中復明文揭櫫證券交易商關於適合性原則所負擔之義務內容。依該項，證券商於審酌是否接受投資人開立低價股交易之帳戶時，負擔下列義務：1.取得投資人財務狀況、投資經驗與投資目標相關資訊；2.藉前開取得資訊合理判斷各該投資人對低價股投資之適合性，並決定各該投資人於財務管理之經驗是否足以評估低價股交易之風險；3.取得投資人之同意書，並於同意書中以醒目字體載明：「若證券商所爲之前開判斷與投資人之財務狀況、投資經驗與目標不符者，投資人得拒絕簽署」之字樣⁴⁸。

⁴⁶ 原文爲：“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.” See 17 C.F.R. §240.10b-5 (1951).

⁴⁷ For details, see 17 C.F.R. §240.15c1-2 (1948).

⁴⁸ 原文爲：“In order to approve a person’s account for transactions in penny stocks, the broker or dealer must: (1) Obtain from the person information concerning the person’s financial situation, investment experience, and investment objectives; (2) Reasonably determine, based on the information required by paragraph (b)(1) of this section and any other information known by the broker-dealer, that transactions in penny stocks are suitable for the person, and that the person...has sufficient knowledge and experience in financial matters that the person...reasonably may be expected to be capable of evaluating the risks of transactions in penny stocks; (3) Deliver to the person a written statement...Stating in a highlighted format immediately

至於一九四〇年投資顧問法之相關規則，如規則 206(4)-8 關於基金之建議與銷售中欺罔、操縱、詐欺行為及故意不告知或遺漏重要事實之禁止諸事，其內容與前開規則 10b-5 類似，於此不擬複述⁴⁹。值注意者，規則 206(4)-4 課予投資顧問對曾受聯邦證券交易委員會及自律機構因違反詐欺條款而受懲戒事實之揭露義務⁵⁰。蓋聯邦證券交易委員會則既已肯認適合性原則之違反為詐欺條款違反之類型⁵¹，而自律機構於其自律規則中明揭適合性原則（後述），則此應接露之事實中，當含括因違反適合性原則遭懲戒之場合。

二、適合性原則適用之相關案例

（一）違反證券交易法第 10(b)項及規則 10b-5—Clark v. John Lumina Investors, Inc.⁵²

本案被上訴人 Ricard Clark 為 Grupe 女士之遺產管理人，對上訴人 John Lumina Investors, Inc. (JLI) 此一證券商及其負責人 John Lumina 提起違反證券交易法之訴訟。一審判決原告 Clark 勝訴，被告上訴。

本家中上訴人 JLI 與 Lumina 對推薦與 Grupe 女士之債券並未有不實陳述，亦未對 Grupe 女士隱瞞其出售受債券乃為自己獲利計算之事實，然其利用 Grupe 女士對其投資建議之依賴，又明知或至少合理相信（reasonably believe）所推介之債券並不適合 Grupe 女士，且無法到 Grupe 女士之投資目標，卻仍為推介，且未告知有其他可符其投資目標之投資標的存在，聯邦第二巡審法院認為此舉違反聯邦證券交易法第 10(b)項及規則 10b-5 之反詐欺條款⁵³。

preceding the customer signature line that...The person should not sign and return the written statement to the broker or dealer if it does not accurately reflect the person's financial situation, investment experience, and investment objectives". See 17 C.F.R. §240.15g-9 (1992).

⁴⁹ 17 C.F.R. §275.206(4)-8 (2007).

⁵⁰ For details, see 17 C.F.R. §275.206(4)-4(b) (1997).

⁵¹ Arnold S. Jacobs, Disclosure and Remedies under The Securities Laws §18:12 (2008).

⁵² 583 F.2d. 594 (2d Cir. 1978).

⁵³ Id, at 597.

法院就事實部分發現：Lumina 本人雖明知或合理相信標的債券不適合於 Grupe 女士之需求，卻執意推薦，且對下列事項未加告知：1.主要信用評等機構對標的債券之評等；2.除購買高風險且高不投機性之有價證券外，被上訴人每年獲利 12000 美元之目標屬不可期待；3.證券投資之各類風險⁵⁴。準此，法院認定上訴人 JLI 與 Lumina 對 Grupe 女士所為者，乃詐欺或欺罔之商業實務，復以故意隱匿欠缺適當性（unsuitability）之事實，且有主觀之意圖，被上訴人依證券交易法第 10(b)項及規則 10b-5，起訴請求損害賠償，自有理由⁵⁵。

（二）適合性原則違反之要件—O'Connor v. R. F. Lafferty & Company, Inc.⁵⁶

一九七五年，本案上訴人 O'Connor 女士將其離婚贍養費二十萬美金全數存入於 R.F. Lafferty & Company, Inc. (RFLI) 處開立之投資帳戶中，並全權委託本案另一被上訴人 Foulke 管理⁵⁷。Foulke 明知 O'Connor 女士非一有經驗之投資人，蓋此之前其僅有之投資經驗為儲蓄存款帳戶⁵⁸。O'Connor 女士告知 Foulke 其每月至少需實現美金 700 元之投資收益以支應其生活所需，並繳付相關稅金及會計師之服務費等⁵⁹。及至一九八五年，因其帳戶產生相當之投資收益之故，其前夫乃因而免除給付贍養費之義務，此導致 O'Connor 女士每月需有 2,100 美元之收入以負擔其生活所需⁶⁰。

O'Connor 女士主張：RFLI 與 Foulke 於一九八二至一九八七年間為其帳戶所為之投資及有價證券交易，屬不適合於帳戶之投資目標者，此含投資於瓦斯及油氣之合夥事業、購買醫療器材公司股票、購買印刷廠股

⁵⁴ Id, at 600.

⁵⁵ Id, at 601.

⁵⁶ 965 F.2d 893 (10th Cir. 1992).

⁵⁷ Id, at 895.

⁵⁸ Id.

⁵⁹ Id.

⁶⁰ Id.

票……等等，並向被上訴人求償美金 329,000 元之損害加計若未有不適合投資所本可獲得之合理收益⁶¹。

下級審以 Foulke 未有欺罔之惡意 (Scienter) 故未違反證券交易法第 10(b)項及規則 10b-5 為由判決被告 (即本案被上訴人) 勝訴，蓋標的證券縱或不適合於原告 (即本案上訴人)，O'Connor 女士仍無法證明其對 Foulke 提供資訊之依賴性，且亦無法證明 Foulke 有故意造成其損害之意圖或有隱匿任何資訊⁶²。

上訴人之請求乃本於證券交易法第 10(b)項及規則 10b-5 中之「使用詐欺或欺罔行為」而非以「不實告知或遺漏重要事實」為由，而因過往判決並未對以詐欺或欺罔行為遂行違反適合性原則之事實之要件有建構，第十巡審法院乃對照已有構成要件建立之不符合投資人目標之「過量交易」案件 (churning deals)，蓋其與違反適合性原則之差別，僅在前者為「量」之不適合，而後者為「質」之不適合而已⁶³。依成例，過量交易之要件有三：第一為帳戶之交易量過多，超逾投資目標；第二，經紀人對投資人帳戶有控制力；及第三，經紀人有欺詐投資人之故意，且未為投資人之利益計算並不違經紀人之本意⁶⁴。法院並據此建立違反適合性原則之三要件，即：1.經紀人推介之證券不適合於投資人之投資目標；2.經紀人推介投資標的或代為買賣時有欺詐投資人之意圖或因重大過失 (recklessness) 未計算投資人利益；3.經紀人對投資人帳戶有控制權⁶⁵。準此，本案中，O'Connor 雖可證明其投資目標保守，Foulke 所代為之買賣與其投資目標未盡相符，然 Foulke 亦可證明其為每次投資前，均已就各種投資機會進行調查，並得對 O'Connor 反對之各種證券之投資提供充足理由，且其對 O'Connor 之財務狀況含無業狀態亦已充分聊解，實難認定 Foulke 有故意欺詐 O'Connor 或因重大過失罔顧上訴人利益之情事，故判決被上訴人勝訴⁶⁶。

⁶¹ Id. at 895-896.

⁶² Id. at 896.

⁶³ Id. at 898.

⁶⁴ Id.

⁶⁵ Id.

⁶⁶ Id. at 899-900.

(三) 證券經紀人免責之場合—Robert N. Clemens Trust, Et Al. v. Morgan Stanley DW, Inc.⁶⁷

本案投資人多人對被告 Morgan Stanley 以其推介之不適合共同基金受益權 (share) 而違反證券交易法及規則 10b-5 為由，提起集體訴訟⁶⁸。

被告旗下之摩根史坦利基金 (Morgan Stanley Fund, MSF)，將其受益權分為 A、B 與 C 三類，各類之請求權順位相同，但費用結構 (expense structure) 有異，亦即其含括之一次性費用，稱為「負擔」(load) 及每年之管理費及其他服務費等之交付及計算方式皆不相同。經查，A 類之受益權倘持有超過 50,000 元美金以上時，其費用即較 B 類節省，且此節省之優勢，於持有金額達 100,000 元美金以上但低於 249,999 美元時，益加明顯。唯一不同者，A 類之「負擔」需於購買時交付，但 B 類之「負擔」則於贖回或再轉讓時交付即可⁶⁹。

本家中，被告仍將 B 類受益權推介與投資金額超過美金 50,000 元之個人或機構投資人，使投資人需支付較高之費用而相對獲較少之獲利，投資人因而主張被告違反依法所應負之「僅推介適合性投資標的」(obligation to recommend only suitable investments) 之義務⁷⁰。

承審之第六上訴巡審法院指出，於依違反證券交易法詐欺條款求償之場合，原告負提出一定事證，使一般人均得依該事證強烈推知 (strong inference) 被告有違反該條款之心理狀態 (state of mind) 之舉證責任⁷¹。此所稱之心理狀態證明，除故意外，「明顯重大之過失」(recklessness) 亦足當之⁷²。亦即，若原告得舉一定事實證明被告有高度不合理之作爲而極端偏離一般注意之程度 (extreme departure from the standard of ordinary care)

⁶⁷ 485 F.3d 840 (2007).

⁶⁸ Id. at 840

⁶⁹ Id. at 843-844.

⁷⁰ Id. at 844.

⁷¹ Id. at 847.

⁷² Id.

者，即構成明顯重大之過失⁷³。本案中，法院認原告對被告 Morgan Stanley 或其營業員已知或因明顯重大之過失而不知 B 類受益權於特定情形下較 A 類為劣之事實無以證明⁷⁴。蓋被告對適合性之判斷，有賴原告對經紀商提供關於其財務狀況、投資目標及其他相關資訊⁷⁵。惟此集體訴訟中，原告就個別投資人與被告關於適合性判斷資訊之溝通內容未加證明，亦即原告無法就每一個人或機構投資人之投資目標予證明，使每一原告具個別特殊性之事實爭議無從被審酌，使本案僅剩單純之結論性指控（naked conclusory allegation），無足成立證券交易法之違反⁷⁶。

由本案可得知結論有二：其一，投資人苟不能以具體事實證明證券商之詐欺之故意過明顯重大之過失而為不適合之推介，證券商即得免責⁷⁷。其二，證券商關於適合性之判斷乃依投資人提供之資訊，其對告別投資人之真實財務狀況不負積極調查義務⁷⁸，倘因投資人告知不實而肇生不具適合性之推介者，證券商應得免責。

三、自律規範

（一）國家證券商協會（NASD）自律規範

國家證券商協會（National Association of Securities Dealers, NASD）乃一自律組織職司那斯達克（NASDAQ）及櫃檯買賣市場（OTC）之營運及自律監理，亦對投資專業人員（如投資顧問）有檢查權⁷⁹。其發布之規則（The NASD Rule）對其組織成員具拘束力。其中，規則第 2310 號乃關於推介之規範，於適合性原則著墨甚深，頗值參酌。茲詳言如下：

⁷³ Id. Recklessness, as a mental standard, falls somewhere between intent and negligence.

⁷⁴ Id. at 848.

⁷⁵ Id.

⁷⁶ Id. at 849-851.

⁷⁷ Parsons v. Hornblower & Weeks-Hemphill et. al, 447 F.Supp. 482,489 (1977).

⁷⁸ For details, see id. at 493-494.

⁷⁹ What Does National Association Of Securities Dealers - NASD Mean?, <http://www.investopedia.com/terms/n/nasd.asp?viewed=1> (last visited Dec. 5th 2008). NASD 業已於 2007 年十月更名為 Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)，然原 NASD 自律規範仍繼續沿用。For details, see About the Financial Industry Regulatory Authority, <http://www.finra.org/AboutFINRA/index.htm> (last visited Dec. 15th 2008).

1. 一般原則

NASD 規則第 2130 號規定，會員證券商於推介客戶為有價證券之買賣或其他交易行為時，應有合理之基礎相信其依客戶接露之財務資訊、其他證券持有狀況及實際需求等事實資訊而為之推介，係適合於該客戶者⁸⁰。

另，於為執行對非機構投資人推介之交易前，除該些交易之投資標的現於短期債券市場基金（money market mutual funds）外，會員證券商應以合理之努力取得下列資訊：(1)客戶之財務狀況；(2)客戶之賦稅資料；(3)客戶之投資目標；及(4)其他會券商或其使用人於推介時認為合理之資訊⁸¹。

準此，本規則於適合性原則下，非惟課予會員證券商依該原則為推介之義務，復對證券商積極調查完成推介所需之客戶資訊有其要求。

2. 個別適用規範

(1) 對客戶之公平交易（Fair Dealing with Customers）

前開規則第 2310 號係註冊會員對客戶負擔之一公平交易之基本責任（Fundamental Responsibility for Fair Dealing）⁸²。悉數之銷售行為，均應於被認為符 NASD 規則所訂之專業倫理（ethical standards）前提下行之⁸³。然此非謂合法之銷售行為不應被鼓勵，乃係指為銷售行為時應計算各情況之變異性與多樣性，而予每一被推介者合理公平之對待，至於客戶最終獲利情形則非所問⁸⁴。

⁸⁰ 其原文為：“In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs.” NASD Rule §2310(a) (1996).

⁸¹ 原文為：“Prior to the execution of a transaction recommended to a non-institutional customer, other than transactions with customers where investments are limited to money market mutual funds, a member shall make reasonable efforts to obtain information concerning: (1) the customer's financial status; (2) the customer's tax status; (3) the customer's investment objectives; and (4) such other information used or considered to be reasonable by such member or registered representative in making recommendations to the customer.” NASD Rule §2310(b) (1996).

⁸² NASD Rule IM-2310-2 (a) (1) (2006).

⁸³ Id.

⁸⁴ NASD Rule IM-2310-2 (a) (2) (2006).

自具體場合之實踐面言，當推介之標的為低價高投機性證券（*Speculative Low-priced securities*）之場合，睽諸該些證券之性質，倘證券商對客戶之其他證券持有狀況、財務狀況及其他必要資訊有欠缺或未以真實之努力取得者，該證券商即有因而向客戶推介不適合證券之高度可能⁸⁵。同理，推介客戶購買或繼續購買超逾其財力合理負擔範圍之有價證券，亦違反適合性原則⁸⁶。又，推介衍生性金融商品時，因該商品推陳出新之特性，證券商應以最大之努力熟悉各種商品並認識各客戶之投資經驗、財務狀況及對個別商品之風險承擔能力，且應努力使客戶瞭解該商品之重要資訊⁸⁷。最末，關於佣金（*Commission*）之合理性亦屬公平交易義務下適合性原則之適用範圍⁸⁸。

(2)適合性原則於機構投資人之適用

依 NASD 規則，適合性原則亦適用於機構投資人，惟其義務內容稍有不同。

任何會員證券商均應依其可獲之資訊判斷其客戶之投資風險評估能力（*capability to evaluate investment risk*）⁸⁹。於某些場合，其客戶可能欠缺一般之投資風險評估能力，抑或，客戶縱具一般風險評估能力，然欠缺對特定投資標的及其風險之認識，此於某新種投資標的甫被開發，或特定投資標的與特定客戶過往投資標的之風險結構與揮發性（*volatility*）明顯不同之場合亦然⁹⁰。就前者言，證券商於適合性原則下之義務，不因該客戶為機構投資人而與一般散戶投資人有別；至若後者，則證券商之義務可能於可能於客戶得為獨立判斷（*independent judgment*）時視為履行完成⁹¹。此之謂獨立判斷乃指客戶得獨立估計潛在投資標的之風險與投資機會及

⁸⁵ NASD Rule IM-2310-2 (b) (1) (2006).

⁸⁶ NASD Rule IM-2310-2 (b) (5) (2006).

⁸⁷ NASD Rule IM-2310-2 (e) (2006).

⁸⁸ NASD Rule IM-2310-2 (d) (2006).

⁸⁹ NASD Rule IM-2310-3 (1996).

⁹⁰ *Id.*

⁹¹ *Id.*

其他市場因素，而證券商有合理之基礎相信該客戶具此能力者⁹²。相關用以判斷客戶獨立風險評估能力具備與否之因素含：使用一個貨多個財務或投資顧問、客戶於金融市場之經驗、客戶對影響特定證券經紀因素之瞭解、對市場發展與證券價格變動之掌握能力、投資標的之複雜性、過去對推介之接受與拒絕程度及現有之投資組合等⁹³。然需注意者，其義務是否已完成，仍應就個案為綜合判斷⁹⁴。

（二）紐約證券交易所（NYSE）自律規範

紐約證券交易所（New York Stock Exchange）自律規則第 405 號係所謂之「認識客戶」（Know Your Customer）之規則，其不論經紀人有無實際進行有價證券之推介，皆有適用⁹⁵。依該規則，各會員券商均須以適當之努力（due diligence）對與每一顧客、每一交易、每一現金交易或融資帳戶（margin account）及受顧客全權委託管理帳戶之人（power of attorney）相關之必要事實，進行了解⁹⁶。此自亦含對適合性判斷資訊之取得。另，規則第 472 號關於推介之規定中則明文任一推介，均須有構成該推介之合理基礎，且為有價證券買賣或轉換之推介時，關於該證券之資訊應予提供，俾受推介之投資人達成判斷⁹⁷。

四、小結

綜上，美國對適合性原則之規範系統分三層次。首先，證券交易法及相關規則，除規則 15g-9 對適合性原則之義務內容有明文外，縱對適合性原則未有明文，然透過聯邦證券交易委員會之解釋，確認適合性原則之違反，乃屬證券交易法第 10(b)項之反詐欺條款違反之樣態之一。其次，上開法則於聯邦法院之判決中屢因法官造法而獲確認與補充，使適合性原則

⁹² Id.

⁹³ Id.

⁹⁴ Id.

⁹⁵ Kramer & Jacobs, supra note 36, at 235.

⁹⁶ NYSE Rule §405 (1) (2008).

⁹⁷ NYSE Rule §472 (j) (2008).

所本之條文、構成要件及排除適用之場合漸次建構。最末，則賴自律組織之規範，將適合性原則之義務內容為具體之明文，使此三層次之法制架構趨於完整。

肆、歐盟金融商品市場指令及英國相關法規

歐盟議會與執委會於二〇〇四年頒佈「金融市場指令」(DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on markets in financial instruments, MiFID)，其中對從事金融商品推介者於適合性原則下之義務內容，有通盤之規定。至於該原則之實踐，則由各會員國於內國法中訂之。此些內國法，以英國法尤為詳盡。

一、歐盟金融商品市場指令

首先，MiFID 第 4 條明文，帳戶之經理人，應依客戶指示，並以個別客戶之基礎 (client-by-client basis) 管理客戶財產⁹⁸。同條並明確區分客戶為「散戶型客戶」(retail client) 及「專業型客戶」(professional client) 二種，依其性格不同，享有不同程度之保障⁹⁹。其中，依監理法規准許於金融市場內唯一定營業或買賣行為者，始足認為專業型客戶，包括：銀行、投資公司、保險公司、集合型之投資計畫及其經理機構 (collective investment scheme & the management companies of such schemes)、退休基金 (pension fund) 及其經理機構、日用品相關衍生性金融商品之交易商 (Commodity and commodity derivatives dealers)、其他機構投資人及法人其總資產規模達二千萬歐元以上者與政府¹⁰⁰。而凡非屬專業型客戶者，均認為係一般型客戶。

⁹⁸ DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 4-1(9) (2004).

⁹⁹ DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 4-1(11)-(12) (2004).

¹⁰⁰ DIRECTIVE 2004/39/EC, Annex II.

MiFID 第 19 條規定，會員國應要求提供投資服務或其他附隨服務者，應以誠實、公平及專業之作爲，爲投資人利益計算並符本指令所揭之相關原則¹⁰¹。同條進一步規定，於提供投資顧問（investment advice）或帳戶管理（portfolio management）服務時，服務機構應取得客戶或潛在客戶之對特定商品或服務之知識與經驗、財務狀況及投資目標等相關必要資訊，俾該機構得推薦適合於客戶之商品或服務¹⁰²。會員國亦應確認投資服務提供者對其客戶提供足判斷商品或服務適合性之相關資訊有要求¹⁰³。另，本條亦課予投資服務者一「警告義務」，即投資服務機構本客戶所提供之上開相關資訊，認某商品或服務不適合於某投資人或潛在投資人時，該機構對該特定投資人，應以制式之形式爲警告（warn）¹⁰⁴。而既本適合性原則課予投資服務者相關義務，本條亦相對設有免責規定，即於客戶或其客戶所提供之資訊不足致無以爲適合性判斷時，投資服務者僅需以制式之警告，載明無以達成判斷之理由即爲已足¹⁰⁵。又，投資服務機構倘僅係單純執行客戶之指示（execution）或僅係轉介（transmission），而客戶相關資訊取得非係必要之場合，該機構亦得以通知載明「不負適合性評估之義務」（not required to assess the suitability）後免責¹⁰⁶。

此外，MiFID 對適合性原則下義務之承擔者亦有規定。依 MiFID 第 20 條，會員國對一投資服務機構接受他機構轉介而爲服務時，前者應可倚賴後者提供之客戶資訊爲適合性之判斷，換言之，後者對所資訊傳遞之完

¹⁰¹ DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 19(1) (2004).

¹⁰² 其原文爲：“When providing investment advice or portfolio management the investment firm shall obtain the necessary information regarding the client's or potential client's knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service, his financial situation and his investment objectives so as to enable the firm to recommend to the client or potential client the investment services and financial instruments that are suitable for him.” DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 19(4) (2004).

¹⁰³ For details, see DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 19 (5) (2004).

¹⁰⁴ 其原文爲：“In case the investment firm considers, on the basis of the information received under the previous subparagraph, that the product or service is not appropriate to the client or potential client, the investment firm shall warn the client or potential client. This warning may be provided in a standardised format.” DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 19(5) (2004).

¹⁰⁵ DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 19 (5) (2004).

¹⁰⁶ DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 19 (6) (2004).

整性（completeness）與精確性（accuracy）負注意義務¹⁰⁷。準此，中介投資服務之機構，因客戶對其關於服務機構之推介仍有信賴，其對客戶最終取得之商品推介或投資建議之適合性，仍應負責¹⁰⁸。

又，MiFID 第 21 條再重申投資人最佳利益原則（terms most favorable to the client）亦屬適合性原則之基礎¹⁰⁹。依該條，會員國應要求各投資機構於執行投資人之指示時，採任何必要之步驟，綜合考量價格、成本、速度、交易達成之可能性、標的性質、數量及其他任何相關資訊，以取得對投資人最有利之結果，會員國並應要求各投資機構建立服膺此義務之一切有效措施¹¹⁰。

二、英國法關於適合性原則之規範內容

（一）金融服務及市場法（Financial Service and Market Act 1999）

金融服務及市場法為規範英國金融服務業之基本法，亦係對英國金融服務總署（Financial Service Authority, FSC）規範制訂之授權規定。FSA 依該法第 138、156 及 157 項之授權¹¹¹，於二〇〇七年頒訂全新「業務進行規則」（Conduct of Business Sourcebook, COBS）與全新「保險業務進行規則」（Insurance: New Conduct of Business Sourcebook, ICOBS）¹¹²，以實踐前開歐盟之金融商品市場指令。

¹⁰⁷ DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 20 (2004).

¹⁰⁸ Id.

¹⁰⁹ Financial Service Commission, Guidance Note: Suitability, Appropriateness and Best Execution 18 (2007), <http://www.fsc.gi/download/adobe/Investment/MiFID%20Guidance%20Note2-Suitability%20Appropriateness%20and%20Best%20Execution.pdf>.

¹¹⁰ DIRECTIVE 2004/39/EC, art. 21 (2004).

¹¹¹ 此些條文，乃關於 FSA 就受規範之業務活動（regulated activities）之一般規範制訂權（General rule making power）及針對個案制訂不同規則之輔助性規範制訂權（General supplementary powers）之相關規定。For details, see Deborah A. Sabalot & Richard J. C. Everett, *The Financial Services Services and Market Act 2000* 20-22 (2004).

¹¹² FSA, *Suitability Standards for Advice on Personal Pensions*, Appendix 1 (2005), http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/CP/2005/05_08.shtml.

(二) FSA 相關規則

1. 業務進行規則 (COBS)

COBS 第九部份 (COBS) 乃適合性原則之專章，其適用範圍及於對任何散戶投資人所為之任何有價證券相關投資商品之推介¹¹³。

COBS 9.2.1 重申 MiFID 第 19 條關於提供投資顧問或帳戶管理服務時，服務機構應取得客戶對特定商品或服務之知識與經驗、財務狀況及投資目標等相關必要資訊之義務¹¹⁴。而 COBS9.2.2 至 9.2.4 則對此義務內容之細部規定。首先一服務機構取得之資訊應為瞭解客戶所需之必要事項，並足以產生合理基礎以適切判斷將提供之服務與商品性質，且因之而為之推介或交易應遵行下列事項：(1)符合投資人之投資目標；(2)投資人財務上足以承擔特定商品之投資風險，且不違其投資目標；(3)投資人對商品或投資組合之風險充分認識並具充足經驗¹¹⁵。其中，應取得之關於投資目標之資訊應含希冀持有投資標的期間長短、對風險之態度、目前持有投資標的之風險組合及投資之目的等相關資訊¹¹⁶。另，關於財務之資訊則包括客戶之固定收入、現有財產（流動資產、現有投資及不動產）與願投資金額之相關資訊¹¹⁷。至若客戶關於投資標的之知識與經驗，則含投資人對產品或交易之本質、複雜性與風險之認識程度及投資人對特定商品或交易之熟悉程度與投資人對特定商品過去之交易量與頻率併投資人之教育程度及專業等事項¹¹⁸。

此外，因 COBS9.2.5 明文，除明知資訊為過時、不正確或不完整之場合外，投資服務機構有權信賴客戶提供之相關資訊¹¹⁹，COBS 同時亦規定投

¹¹³ COBS 9.1.2 & 9.1.4(1) (2007).

¹¹⁴ COBS 9.2.1 (2007).

¹¹⁵ COBS 9.2.2 (1) (2007).

¹¹⁶ COBS 9.2.2 (2) (2007).

¹¹⁷ COBS 9.2.2 (3) (2007).

¹¹⁸ COBS 9.2.3 (2007).

¹¹⁹ COBS 9.2.5 (2007).

資服務提供者不得鼓勵客戶對達成適合性評估所需之資訊不為揭露¹²⁰，且禁止投資服務機構於未獲達成適合性判斷之必要資訊時，不得為推介或為客戶進行交易¹²¹。

COBS 9.2.3 復進一步揭示肇致不適當性 (unsuitability) 之原因。舉凡特定投資標的之風險、交易類型、交易結構特性與交易頻率等揭可能成為特定商品不適合於特定客戶之原因¹²²。另，於投資管理 (investment management) 服務之場合，倘一交易導致不適合之投資組合 (unsuitable portfolio) 者，亦違反適合性原則¹²³。而關於交易頻率之不適合，則縱於各筆交易獨立以觀均符適合性原則之場合，僅需推介之商品其交易頻率非為客戶之最佳利益，亦屬不適合¹²⁴。此處最佳利益之判斷，則依客戶與服務機構合意之投資策略 (investment strategy) 決之¹²⁵。

至於其他義務方面，COB 同時要求投資服務機構於特定場合 (如進行特定交易或推介特定商品如終身保單時) 應提供適合性報告 (suitability report)¹²⁶，且對適合性之記錄 (suitability record) 應至少保留一定期間¹²⁷。

2. 保險業務進行規則 (ICOBS)

純保險商品屬風險型商品，目的在移轉與分散風險¹²⁸，與含投機性風險性質之證券相關商品有異，致保險商品銷售時，關於適合性原則適用之具體內容，自亦稍有不同。依 ICOBS 5.3，保險人應以合理之注意程度確保信賴其推介之客戶所或之建議，符適合性原則¹²⁹。所謂之合理注意程度乃指保險人應依現有資訊即自客戶取得之資訊，判斷客戶之需求，此些資

¹²⁰ COBS 9.2.4 (2007).

¹²¹ COBS 9.2.6 (2007).

¹²² COBS 9.3.1 (1) (2007).

¹²³ COBS 9.3.1 (2) (2007).

¹²⁴ COBS 9.3.1 (1) (2007).

¹²⁵ COBS 9.3.1 (2) (2007).

¹²⁶ For details, see COBS 9.4.1&9.4.2 (2007).

¹²⁷ For details, see COBS 9.5.2 (2007).

¹²⁸ Robert H. Jerry II, *Understanding Insurance Law* 10 (1996).

¹²⁹ ICOBS 5.3.1 (2008).

訊含客戶現有之與所推介保單相關保險保障與現有保險之除外事項 (exclusions)、溢額條款 (excess) 及保險金額等¹³⁰。另自具體面言，保險商品銷售者應以合理之步驟確認所銷售之保單需得使客戶於事故發生時取得保險給付請求權¹³¹。倘發現客戶之需求部分屬某一保單之承保範圍，他部分非於承保之列者，應通知客戶，使客戶為「受告知之決定」 (informed decision)¹³²。而於契約簽訂前，保險人應基於客戶揭露之資訊，具體判斷客戶之需求，並對其推介特定保單之理由，詳為敘明¹³³。保險人並有提供需求說明書 (statement of demands and needs) 之義務，即對客戶需求之判斷結果，應以適當之媒介，以書面形式送達客戶，且其內容需精確並可理解，且於客戶要求時，對客戶為口頭說明¹³⁴。至若保險中介人 (insurance intermediaries) 表示其對客戶之推介係基於公平分析 (fair analysis) 之場合，其需已先就市場上流通之多數保單為分析，並依其專業判斷之結論，始推介適合之保單，方符適合性原則¹³⁵。

三、小結

由歐盟指令與英國法以觀，適合性原則下金融商品銷售人應負之義務內容至少含：(一) 推介適合性商品之義務；(二) 客戶資訊之取得義務；(三) 客戶不為告知或資訊不足時不為推介或警告義務；(四) 對推介理由之說明義務；及(五) 為客戶最佳利益計算之義務。

伍、金融監理聯合論壇「金融商品與服務顧客適合性原則報告書」

¹³⁰ ICOBS 5.3.2 (2008).

¹³¹ ICOBS 5.1.2 (1) (2008).

¹³² ICOBS 5.1.2 (2) (2008).

¹³³ ICOBS 5.2.2 (1) (2008).

¹³⁴ ICOBS 5.2.3 (2008).

¹³⁵ ICOBS 5.3.3 (2008).

金融監理聯合論壇（The Joint Forum）乃一九九六年由三大領域金融監理之權威組織－巴賽爾銀行監理委員會（Basel Committee on Banking Supervision）、國際保險監理官協會（International Association of Insurance Supervisors）及國際證券監理官組織（International Organization of Securities Commissions）所共同成立，其目的乃在針對銀行、保險、證券三大金融行業所共同面臨之重大監理議題含金融整合性之監理，建構國際一致之標準¹³⁶。其發佈之報告，多少具軟性國際法（international soft law）之性質¹³⁷，誠具研究價值。以下即就其甫於二〇〇八年四月發佈之「金融商品與服務顧客適合性原則報告書」（Customer Suitability in The Retail Sale of Financial Products and Services）重要內容為論述。

一、適合性要求（Suitability Requirement）之具體內容

（一）適用對象

鑒於各國法規對適合性原則之主要適用對象－散戶投資人（retail customer）均未明確界定，本報告採排除法將散戶投資人定義為「非屬機構投資人（institutional investors），如法人或信託，且亦非專業投資人（professional investors）如淨資產超逾一定價值者」¹³⁸。

報告並建議，適合性原則於散戶投資人或機構投資人均應適用，然其義務內容應有不同，如前開之美國與歐盟皆屬其例¹³⁹。

（二）適合性原則之義務發生時點

¹³⁶ Joint Forum, <http://www.bis.org/bcbs/jointforum.htm> (last visited Dec. 14 2008).

¹³⁷ Kern Alexander et al., *Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk* 138 (2006). The term “international soft law” refers to “guidance policy declaration, or codes of conduct that set standards of conduct but are not directly enforceable”. See BLACK’S LAW DICTIONARY 1397 (Bryan A. Garner et al eds., 7th ed. 1999).

¹³⁸ The Joint Forum, *Customer Suitability in The Retail Sale of Financial Products and Services* 11 (2008), http://www.iaisweb.org/_temp/30_April_2008_Joint_Forum_release_of_customer_suitability_paper.pdf.

¹³⁹ Id.

一般言，於證券及銀行相關商品，一商品是否適合於一散戶投資人之判斷，應於進行推介時作成，亦即適合性原則下之義務，乃於推介時發生¹⁴⁰。至若某些國家或組織之法規，如歐盟，近一步要求金融服務機構就特定商品或服務作成推介前，應進行適合性之評估者，適合性原則即成推介之前提要件，其義務發生時點，自將提前¹⁴¹。

至於保險商品，因保險人對潛在客戶有就客戶之需求於推介時附理由說明之義務，故其商品適合性之決定時點，應在為推介前¹⁴²。

（三）未有推介之交易是否有適合性原則之適用？

推介（Recommendation）乃指投資建議（investment advice）之提供，故於未進行推介而交易之場合，因無積極建議之作爲，自無要求確認適合性之必要¹⁴³。然此非謂金融商品銷售者即無任何義務，反而，其仍負一「警告」義務¹⁴⁴。其一，銷售者針對特定商品（如結構型商品）之說明，即應加註關於該商品風險之警語，並揭露其不適合於特定投資人之事時始得免責¹⁴⁵。另，銷售者仍應評估依客戶之知識與經驗是否對特定商品、服務或交易之風險已充分認識，倘客戶縱無上開認識而欲進行交易，惟若依其資訊，該商品恐對某客戶或潛在客戶屬不適合者，銷售者對客戶仍有警告義務¹⁴⁶。而於銷售者資訊不足致無以判斷某商品之對特定客戶之適合性時，亦應就其不能達成判斷之事實，負警告義務¹⁴⁷。

（四）適合性原則之義務解除之場合

倘客戶拒絕提供適合性判斷之相關資訊，或提供之資訊不完整或不正確者，一般認為銷售者得解除其適合性原則下義務¹⁴⁸。另，倘銷售者已依

¹⁴⁰ Id.

¹⁴¹ Id.

¹⁴² Id.

¹⁴³ Id, at 12.

¹⁴⁴ Id.

¹⁴⁵ Id.

¹⁴⁶ Id.

¹⁴⁷ Id, at 13.

¹⁴⁸ Id.

適合性原則為推介，而客戶最終未依推介而為交易者，銷售者亦得免責¹⁴⁹。另如前述，適合性原則之要求於客戶為機構或專業投資人時可完全免除或減輕，此際，因一般散戶投資人之地位可能因推介之商品不同及其對特定商品之知識與經驗有別乃至財務狀況之改變而於特定場合下得認定為專業投資人，關於適合性原則之義務內容，宜個案認定¹⁵⁰。

（五）資訊取得義務與記錄保存義務

於適合性原則下，金融機構有取得足作為判斷適合性基礎之資訊之義務¹⁵¹。此些資訊含：客戶之財務資訊（如固定收入、資產…等）、投資目標（含風險組合、風險愛好傾向等）及對投資之知識或經驗之程度（含曾投資之產品或服務及其性質與交易頻率等）¹⁵²。另，此些資訊應維持其即時性（kept current），亦即客戶之資訊應定期更新，或至少於為銷售前更新¹⁵³。又，為確認悉數推介或揭露成本諸適合性原則，金融機構之推介記錄均應予保留¹⁵⁴。

二、監理官之角色與任務

（一）檢查（Inspection）

本報告指出，弗論採行業分別監理（sector-specific regulators）或單一監理（single regulator）之國家，均應就業務之執行（conduct of business）實施檢查，此自含適合性義務之遵守在內¹⁵⁵。此一檢查得由監理官自為，或委託自律機構為之，如美國聯邦證券交易委員會與 NYSE 及 FINRA 即共同分擔檢查之任務，又如瑞士之銀行與證券監理官（Swiss Banking and Securities Regulator, SFBC）對大型銀行自為檢查然委託外部檢查人（outside auditors）實施中小型銀行之檢查均屬其例¹⁵⁶。

¹⁴⁹ Id.

¹⁵⁰ Id.

¹⁵¹ Id.

¹⁵² Id, at 13-14.

¹⁵³ Id, at 14.

¹⁵⁴ Id.

¹⁵⁵ Id, at 18.

¹⁵⁶ Id.

（二）裁罰（Sanction）

某形式之強制措施（enforcement action）乃使金融機構履行其義務之有效工具¹⁵⁷。而對違反適合性要求之金融機構施加相當程度之裁罰，如罰鍰或罰金乃常見之強制措施¹⁵⁸。而不採裁罰措施之監理官，倘於檢查時發現有違反適合性要求之情形時，亦可限期通知受監察機構改正，若仍不改正，亦可施以命暫停特定業務之執行或特定商品之推介等強制措施¹⁵⁹。最小程度上，亦可發布未具強制力之通知函件或備忘錄，使經營者受告知並注意為適當之改正行為¹⁶⁰。

陸、台灣金融服務法草案第三十一條及相關規定之內容及評述

台灣現行關於適合性原則之規定，散見於各金融法規或金融業之自律規範中，且其規範內容不一而足。為矯正此一多頭馬車，掛一漏萬之缺憾，行政院金融監督管理委員會乃於二〇〇七年通過「金融服務法草案」，其中第三十一條即係對「適合性原則」之明文。然現行法規環境及該條草案是否足表述適合性原則下金融商品銷售人之義務內容？監理機關是否得對義務違反者施以相當之強制措施以確保其履行？凡此均不無疑義。本為以下即就現行之法規環境及金融服務法草案第三十一條之內容為探討及檢驗。

一、現行金融商品銷售監理之法規環境

（一）法律與法規命令

遍覽現行法規，對適合性原則為規定者不在少數。依此些法規，金融商品銷售機構於銷售商品時或證券投資顧問事業執行業務時，弗論商品為

¹⁵⁷ Id, at 10.

¹⁵⁸ Id, at 18.

¹⁵⁹ Id, at 19.

¹⁶⁰ Id.

基金或期貨，均應「充分知悉並評估客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況及其承受風險之程度」。舉凡「期貨信託事業管理規則」¹⁶¹第三十三條、「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」¹⁶²第二十三條、「期貨信託基金管理辦法」¹⁶³第二十八條、「境外基金管理辦法」¹⁶⁴第四十二條、「證券投資顧問事業管理規則」¹⁶⁵第十條、「證券投資信託事業管理規則」¹⁶⁶第二十二之一條等，均有相同規定。惟其中對違反此一義務課予不利益之效果或其他通知義務與賠償責任者，僅「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」第三十二條。該條第一項明文對違反該準則規定者，主管機關得「得停止其六個月以內之期間辦理基金銷售業務。」且於同條第二項對證券投資信託事業如發現基金銷售機構辦理基金銷售業務，違反法令或逾越授權範圍時，加諸其立即督促其改善，與通知主管機關之義務。另進一步於第三項明文「基金銷售機構及其董事、監察人、經理人或受僱人因故意、過失或違反銷售契約或法令規定，致損害投資人之權益者，應負損害賠償責任。」除此之外，其他上列法規對違反適合性原則乙事，均未課加任何義務或責任，亦未賦予主管機關發動任何強制作為之權力，恐僅係注意規定而已。

（二）自律規範

於自律規範方面，「台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」¹⁶⁷第二條及「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」¹⁶⁸第二條均規定：「證

¹⁶¹ 中華民國 97 年 10 月 30 日行政院金融監督管理委員會金管證七字第 0970055757 號令修正。

¹⁶² 中華民國 97 年 3 月 4 日行政院金融監督管理委員會金管證四字第 0970007139 號令修正。

¹⁶³ 中華民國 97 年 10 月 30 日行政院金融監督管理委員會金管證七字第 0970055757 號令修正。

¹⁶⁴ 中華民國 97 年 10 月 14 日行政院金融監督管理委員會金管證四字第 0970053045 號令修正。

¹⁶⁵ 中華民國 97 年 5 月 2 日行政院金融監督管理委員會金管證四字第 09700179631 號令修正。

¹⁶⁶ 中華民國 97 年 8 月 4 日行政院金融監督管理委員會金管證二字第 0970039639 號令修正。

¹⁶⁷ 中華民國 92 年 10 月 1 日財政部證券暨期貨管理委員會台財證八字第 0920147471 號函准予備查。

¹⁶⁸ 中華民國 92 年 10 月 1 日財政部證券暨期貨管理委員會台財證八字第 0920147639 號函准予核備。

券商對特定客戶辦理推介買賣有價證券，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。」且「中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會境外基金銷售契約範本」¹⁶⁹第二條亦有相同規定。另，前開二交易所之辦法第十條似規定以書面刊物進行推介者，得於加記一定文字後，排除適合性原則之適用。依其規定，「證券商以出版或發行刊物方式執行推介時……應加註『推介資料僅供參考，投資人應審慎考量本身之投資風險，並應就投資結果自負其責』」。

另，依「銀行辦理財富管理及金融商品銷售業務自律規範」¹⁷⁰第五條第一項，「銀行宜採下列加強內部稽核措施，以確保客戶了解商品性質與可能面臨之風險……（二）理財業務人員及金融商品銷售人員於推介或銷售金融商品時，應充分了解客戶及落實商品適合度政策，避免為商品複雜度與客戶投資經驗及專業知識背景不相當之銷售行為。」又，「證券商辦理財富管理業務推廣之自律規範」¹⁷¹第四條第一項亦規定，證券商於證券商辦理財富管理業務推廣時「應訂定瞭解客戶評估作業程序及建立交易控管機制，並落實執行，避免為商品複雜度與客戶投資經驗及專業知識背景不相當之銷售行為」。同條第二款並規定，「財富管理客戶堅持投資超過其風險屬性之商品，應請客戶提供確認書。」且定有紀錄保存義務，即「於業務推廣時，應確實遵循各該金融商品之相關規範，並應針對金融商品介紹與風險告知等與客戶間重要溝通內容留存紀錄。」

二、金融服務法草案第三十一條之內容

金融服務法起草之目的，乃金管會鑑於其主管有關金融服務之各業法，具有相同性質而欠缺法律授權之規定，為予一致性之規範而制訂該法¹⁷²。故

¹⁶⁹ 中華民國 97 年 6 月 19 日行政院金融監督管理委員會金管證四字第 0970028688 號函核准備查。

¹⁷⁰ 中華民國 97 年 4 月 25 日行政院金融監督管理委員會金管銀(五)字第 09750001490 號函准予備查。

¹⁷¹ 中華民國 97 年 7 月 17 日行政院金融監督管理委員會金管證二字第 0970029967 號函准予備查。

¹⁷² 詳見金融服務法草案第一條立法說明。

本草案第三十一條關於「適合性原則」之規定，乃於全部金融商品銷售之場合，均應一體適用。

本草案第三十一條第一項明文設定金融商品銷售人之適合性原則之遵守及相關守則之訂定義務。其謂：「金融服務業從事金融商品銷售之推介時，應確保其適當性，並應事先訂定推介守則。」至於適合性之判斷標準，同條第二項列舉：「推介對象之年齡、知識、經驗及財產狀況、風險承受能力、交易目的；二、推介方法及時間；三、其他經主管機關所定確保推介適當性之事項」等三項。欲提出者，本條之本文雖為對「適合性」之內涵為闡釋，然於其立法說明中則指出：「所謂適當性，指金融服務業向客戶推介時，應有合理基礎相信該交易適合投資人」，此內容與前開「合理基礎」原則及 NASD、NYSE 與 FSA 之 COBS 相關規範相仿¹⁷³，頗具參考價值。

另值注意者，「金融服務法草案」第四十四條明文授予主管機關於金融商品銷售人違反該法所訂義務時採強制措施之權限，並就得實施之強制措施類型予明文。申言之，主管機關對於違反該法規定之金融服務業或其負責人及受僱人得採限期命其停止、改正其行為或採取必要更正措施；若屆期仍不停止、改正其行為或未採取必要更正措施者，得繼續限期命其停止、改正其行為或採取必要更正措施，且得按次連續處相當之罰鍰，至停止、改正其行為或採取必要更正措施為止；對其情節重大者，並有令限期撤換負責人或受僱人或停止全部或部分業務或廢止其許可之權。

三、綜合評析

綜上所言並對照前開美國、歐盟及英國制度及國際監理官組織之報告，本文就台灣現行法規及金融服務法草案第三十一條內容觀察如下：

¹⁷³ 關於“Reasonable basis”之詳細論述，詳見 Robert N. Rapp, Rethinking Risky Investments for That Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations Of Stockbrokers 24 Ohio N.H. l. Rev. 189, 190-193 (1998).

(一) 現行法規與金融服務法草案對適合性原則之義務內容規範過份簡化

考察美國、歐洲、英國及國際監理官組織之報告可知，一完整之適合性原則規範架構，至少應含下列數部分：1.適用對象—即適合性原則是否僅是用於散戶投資人，或一體適用於機構或專業投資人，亦或雖於二者皆是用但是用之場合及義務履行之認定標準有別乙事應先釐清；2.金融機構於適合性原則下具體之義務內容—此至少應含瞭解客戶義務（資訊取得與調查義務）、商品適合性之說明義務、投資人未依適合性推介交易時之警告義務、記錄保存義務、為客戶最佳利益計算之義務及義務解除之條件等；3.適合性原則之意義、判斷基準與義務違反之構成要件及義務發生時點；4.對監理官之監督權、檢查權及強制措施發動之條件與授權。準此，既存證券投資相關法規及金融服務法草案之內容，誠過度簡化。其一，現行法規多僅規定金融機構應充分知悉並評估客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況極其承受風險之程度，然此一「知悉」之目的為何，則無下文。亦言之，其既已未明文瞭解客戶之目的，乃為適合性推介義務履行之第一步，更遑論後續義務內容之規範。而金融服務法草案第三十一條較諸現行法，已明文將金融商品銷售之推介時之適當性確保訂為義務，確屬一突破，惟其除訂有適合性判斷基準及另於第四十四條訂有對主觀機關強制錯失之授權外，對義務之發生與其具內容、違反之要件、免責之場合則隻字未提，仍有明顯不足。

(二) 現行法對違反適合性原則之規範多屬行政命令層次且多僅係不具拘束力之注意規定

如前述，現行法規對違反適合性原則乙事，多未課加任何義務、責任或不利益之效果，亦未賦主管機關發動任何強制作為之權力，僅係欠缺拘束力注意規定而已。故於金融服務法為完成立法前，關於金融商品推介與銷售違反適合性原則者，除證券投資信託事業募集證券投資信託基金之場合外，實處於實質上無法可管之狀態，監理機關縱欲介入，亦欠缺法律授權，似僅得賴自律組織之規範予約束。然自律組織規範運作之成敗，乃繫

於市場約束力（market discipline）之成熟度¹⁷⁴，且不同之商品未必有替代性，非必定屬同一市場，而相異之市場其約束力存在情形均或不同，如集中交易市場自律規範之拘束力自勝於一般公會規約之拘束力即是，純粹倚賴市場約束力，變數過鉅，猶不足恃。

另，縱「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」授與監理機關為強制措施之權，因強制措施屬對金融機構權利之干涉行政，僅以行政命令授權，非無生違反法律保留原則之疑義¹⁷⁵，不若以法律層次授權爭議較小。

（三）自律規範關於適合性原則排除適用之規定存在漏洞

較諸美國判決、歐盟規範及金融監理聯合論壇之報告，金融商品銷售者得免責之場合有三：其一，客戶未為適合性判斷資訊之告知或告知內容不實；其二，單純執行客戶指示或僅係交易之轉介而無推介行為之場合；其三，銷售者已依適合性原則推介客戶最終未依推介進行交易者。然依證交所及櫃買忠誠之自律規範，證券商以出版或發行刊物方式執行推介時應加註「推介資料僅供參考，投資人應審慎考量本身之投資風險，並應就投資結果自負其責」之字樣，似意謂僅需規範字樣已列明，縱證券商已以「書面」方式為推介亦得免責。相較於前揭各國規範，免責事由限於「不可歸責於推介者」或「未有推介」之場合，此一自律規範非但有涉推介，且其推介之刊物又係證券商編輯，苟其內容違反適合性原則，當然屬可歸責於證券商之事由，其天壤之別，不難發現。此一自律規範，無異為證券商責任規避鋪設一康莊大道—券商僅需以刊物推介，如於諮詢時將刊物交付，並表示推介內容咸於刊物中，並加記自律規範所要求之字樣，即可使投資人自負風險，無須履行瞭解客戶義務，豈不便利？

¹⁷⁴ For details, see Basel Committee, A New Capital Adequacy Framework: Pillar Three – Market Discipline (Consultative Paper) 2-3 (2000) available at <http://www.bis.org/publ/bcbs65.pdf>.

¹⁷⁵ 釋字第二八九號解釋任租稅違章之裁罰程序屬國會保留事項。而行政罰雖屬一般法律保留事項，仍須遵守授權明確性原則。然「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」之母法—「證券投資信託及顧問法」，似未就此有具體明確之授權，有違反法律保留原則之虞。關於「法律保留原則」，詳見陳敏，行政法總論，民 96，頁 163-165。

(四) 金融服務法草案對「適合性」之判斷基準與現行法規及歐美規範均不一致

現行法規列舉之適合性判斷基準為：「客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況及其承受風險之程度」，NASD 規則亦採類似標準。而歐盟則以「客戶對特定商品或服務之知識與經驗、財務狀況及投資目標」等為判斷基準。然金融服務法草案第三十一條所採者，則與前三者有殊。其標準為：「推介對象之年齡、知識、經驗及財產狀況、風險承受能力、交易目的」等。其中，「年齡」一項，為現行法及國際標準所無者。惟憑年齡焉以判斷商品對特定客戶之適合性，令人費解。實則，年齡長幼與投資知識與經驗乃至個人投資目標與風險承擔能力均無絕對關係。由「股神」華倫·巴菲特 (Warren E. Buffett) 於二十歲前即開始股票投資¹⁷⁶及辜仲諒以三十一歲之齡即接任中國信託商業銀行副董事長等事實¹⁷⁷可知，個人對特定商品或服務之知識與經驗之充足性、財務狀況及投資目標之設定，與年齡並無關聯，年長者之財務狀況及知識經驗為必即勝於年幼者。是故，金融服務法草案第三十一條以「年齡」予其他適合性判斷基準並列其理為何，頗令人費解。

(五) 金融服務法草案對違反適合性原則之民事責任未為規定

由前開美國法院判決可知，金融商品銷售人倘與客戶間存在依受託人關係，其於推介時即負有一受託人義務，而適合性原則之違反，乃受託人義務違反類型之一。不同於美國制度，美國法院具造法功能，法院判決屬重要法源¹⁷⁸，我國法院則無此功能。是故，關於違反適合性原則之民事責任，如法律有特別規定外，一切似僅得回歸民法。金融服務法草案第三十三條對商品銷售人違反說明義務之民事賠償責任有特別規定，然對適合性

¹⁷⁶ Warren Buffet, http://en.wikipedia.org/wiki/Warren_Buffett (last visited Dec. 24 2008).

¹⁷⁷ 辜仲諒, <http://zh.wikipedia.org/wiki/%E8%BE%9C%E4%BB%B2%E8%AB%92> (檢索日期: 2008 年 12 月 24 日)。

¹⁷⁸ For details, see Geoffrey C. Hazard & Michele Taruffo, *American Civil Procedure: An Introduction* 55-57 (1993).

原則之違反則全無著墨，似僅得依當事人間之法律關係解決。倘當事人間有信託關係，則受託人即金融機構自應依信託行為之意旨，積極實現信託目的，故信託法第二十二條乃規定受託人應負善良管理人注意義務¹⁷⁹。準此，受託人對信託人退介不適合之投資標的，即屬違反善良管理人注意義務，殆無疑義。成問題者乃無信託關係存在之情形，投資人得否以民法第八十八條意思表示錯誤為由撤銷意思表示？抑或得依民法第二百四十五條之一請求締約過失之損害賠償？

就意思表示錯誤言，民法八十八條第一項關於內容之錯誤，乃指當事人同一性、標的物同一性或行為性質同一性之錯誤¹⁸⁰。若對標的認識並無錯誤，僅該標的不適合買受人購買是否屬此處之「錯誤」，誠不無疑義。至若第二項之性質錯誤，亦僅限於人之性質或物之性質錯誤而交易上認為重要者¹⁸¹。準此，違反商品說明義務或足當之，然若商品說明明確，而僅屬對適合性誤判或不查之「動機錯誤」¹⁸²，仍不得撤銷。

另，於締約過失情形，通說認除契約不成立、契約無效、締約之際未盡通知義務致他方受財產上損害及地約之際未盡保護義務致他方受身體上損害外，締約過失無適用餘地¹⁸³。於違反適合性原則之場合，絕大多數情形均係買賣契約已締結，似已無依締約過失為基礎請求賠償之餘地。縱或有反對之論者任契約縱隨後成立，仍有求償之可能¹⁸⁴。然既有爭議，總不若以法律直接賦予投資人請求權為單純。況金融服務法草案第一條立法說明中明揭：該法乃「針對金融服務之特性，就民事責任為適當規制，以法律位階明定雙方之權利義務關係」，則何獨遺漏適合性原則違反之民事責任，令人不解。

¹⁷⁹ 王志誠，《信託法》，台北：五南，2008年三版，頁169。

¹⁸⁰ 王澤鑑，《民法總則》，台北：自刊，2006，頁402。

¹⁸¹ 黃立，《民法總則》，台北：自刊，2005年修訂四版，頁290。

¹⁸² 關於「動機錯誤」，詳見陳自強，《契約之成立與生效》，台北：自刊，2005，頁232。

¹⁸³ 王澤鑑，《民法學說與判例研究（一）》，台北：自刊，1993，頁88。

¹⁸⁴ 詳見黃立，《民法債編總論》，台北：元照，2006年修正三版，頁55。

(六) 金融服務法草案關於強制措施之規範值肯定

「可信賴度」(accountability)乃任何監理法規形成且運作無礙之要件¹⁸⁵。經立法者賦予監理官權限而施行之強制措施，祇需正當程序(due process)原則未違反，其對監理法規之效率即可信賴度之擔保，屬切實有效¹⁸⁶。金融服務法草案第四十四條以「法律」之位階，受監理機關以強制作為之權限，且於手段上由輕(限期改正)至重(停止營業)，兼顧彈性與比例原則，殊值讚許。惟需注意者，強制手段之規範與發動，仍有其負面衝擊，如其抑制競爭之可能性¹⁸⁷，或因強制手段過嚴導致監理套利(regulatory arbitrage)而造成金融業他移¹⁸⁸等均是，實未可不慎。

柒、結論與建議

適合性原則之法制化即對金融商品銷售者適合性判斷義務之課予，乃與銷售者說明義務¹⁸⁹，共同構築金融商品消費者之權益於受商品推介時之兩大防護機制。前者於金融機構已盡商品說明義務，卻將不適合之商品推介與顧客時，尤具存在實益。現行法規有涉適合性原則者，咸屬行政命令層次，先天上即將監理官之監理作為限縮，加以其絕大多數屬注意規定，其功能如何，本文存疑。加以自律規範之完備性未足且屢有漏洞，現行法規環境幾無適合性原則運作之空間，遑論金融機構對此義務之履行。「金融服務法草案」第三十一條及相關條文，亟思破除此一困境，將適合性原則義務化之目的，甚足肯定。惟其欲已依條文含括外國立法例完整之適合性原則規範架構，殆無可能，此亦係致現今之草案內容過份簡化之主因。

¹⁸⁵ Robert Baldwin & Martin Cave, *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice* 77 (1999).

¹⁸⁶ *Id.*, at 79-80.

¹⁸⁷ For details, see David Llewellyn, *The Economic Rationale for Financial Regulation* 13 (1999) available at <http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/P14.pdf>.

¹⁸⁸ For details, see Charles Goodhart et. al., *FINANCIAL REGULATION – OR OVER REGULATION?* 21 (1988).

¹⁸⁹ 詳見「金融服務法草案」第三十二條。

鑑於此，本文以為一較完備適合性原則法制架構至少應包括下列事項：

- 一、「適合性」之定義及概括之義務內容：金融機構於推介商品或服務時，應予客戶為公平之交易，並為其最大利益計算。其推介之商品或服務，需有合理之基礎相信其屬適合該特定客戶者。
- 二、適合性之判斷基準：至少應含推介對象之對投資之知識、經驗及財產狀況（含收入及其他財產）、風險承受能力、現有之投資標的、交易目的及投資目標等項目。
- 三、「適合性原則」之具體義務內容：含瞭解客戶義務（與達成適合性判斷相關資訊之取得與調查義務）、商品適合性之說明義務、投資人未依適合性推介交易時之警告義務、記錄保存義務等。
- 四、原則違反之要件：即需有客觀上不適合於特定客戶之投資標的之事實，且主觀上有可歸責之事由等主客觀要件之該當。
- 五、免責事由：限於（一）客戶未為適合性判斷資訊之告知或告知內容不實；（二）單純執行客戶指示或僅係交易之轉介而無推介行為之場合；（三）銷售者已依適合性原則推介客戶最終未依推介進行交易等未發生推介或不可歸責於銷售人之事由之場合始足當之。
- 六、適用對象：散戶投資人一定適用。至於機構投資人，因其與金融商品銷售者資訊不對稱之情形較不明顯，況其弗論於投資知識經驗、風險承擔能力及財務狀況，皆非一般散戶投資人所得比擬，且應具對投資標的之適合性之決定能力，而若其果需外部財務顧問諮詢或代為交易，其依委任關係或信託關係決定權利義務即可¹⁹⁰，誠未具明顯之保護必要，故本文以為以不納入適合性原則適用範圍為宜。
- 七、監理官之權限：含監督權、檢查權及不同強制行為之發動權等如金融服務法草案第四十四條之規定。
- 八、違反適合性原則之民事責任：如前述，未免投資人因請求權基礎正義

¹⁹⁰ Jason M. Rosenthal, Incorporation May Not Mean Sophistication: Should There Be A Suitability Requirement For Banks Selling Derivatives To Corporations? 71 Chi.-Kent L. Rev. 1249,1269 (1996).

而增生求償之困難，宜仿金融服務法草案第三十三條關於違反說明義務之損害賠償之規定，增訂金融機構違反適合性原則之民事賠償責任。或者，如前開「證券投資信託暨顧問商業同業公會境外基金銷售契約範本」之條款，於今管會備查之各金融商品銷售契約範本中，均明文納入適合性原則遵守義務與義務發生時點及賠償責任，使權利義務關係及責任明確化、簡單化，俾弭爭議。

最末欲提出者，金融市場非靜止不變，而係一動態之市場。金融商品不斷推陳出新之結果，亦將使適合性原則違反之判斷具濃烈之具體性與個案性。本文所提出者，僅係法制面之觀察與立法建議，至於執行面如何認定適合性原則違反情事之有無，則仍應由主管機關就個案予判斷或投資人提起民事賠償請求時法院依個案事實認定之。

參考文獻

中文部份

- 王志誠，《信託法》，台北：五南，2008年三版。
- 王澤鑑，《民法學說與判例研究（一）》，台北：自刊，1993。
- 王澤鑑，《民法總則》，台北：自刊，2006。
- 杜怡靜，論對金融業者行銷行為之法律規範—以日本金融商品販賣法中關於說明義務及適合性原則為參考素材，《台北大學法學論叢》，57期，2005。
- 陳自強，《契約之成立與生效》，台北：自刊，2005
- 黃立，《民法總則》，台北：元照，2005年修訂四版。

英文部份

- Allen D. Madison, Derivatives Regulation In The Context Of The Shingle Theory, 1999 Colum. Bus. L. Rev. 271 (1999).
- Arnold S. Jacobs, Disclosure and Remedies under The Securities Laws (2008).

- B. Mark Smith, *Toward Rational Exuberance: The Evolution of The Modern Stock Market* (2001).
- Basel Committee, *A New Capital Adequacy Framework: Pillar Three -- Market Discipline (Consultative Paper)* (2000), <http://www.bis.org/publ/bcbs65.pdf>.
- Bradley R. Stark & James S.H. Null, *Suitability And 'Financial Informed Consent' Brokers' Minimal Obligation to Inform Investors of Material Risks Prior to Generating Risk Tolerance and Investment Objective Forms*, 1502 *PLI/Corp* 317 (2005).
- Daniel J. Kramer & Margaret A. Jacobs, *The Suitability Obligations Of Online Brokerage Firms*, 1211 *PLI/Corp* 221 (2000).
- David Llewellyn, *The Economic Rationale for Financial Regulation* (1999), <http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/P14.pdf>.
- Deborah A. Sabalot & Richard J. C. Everett, *The Financial Services Services and Market Act 2000* (2004).
- FSA, *Suitability Standards for Advice on Personal Pensions* (2005), http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/CP/2005/05_08.shtml
- Geoffrey C. Hazard & Michele Taruffo, *American Civil Procedure: An Introduction* (1993).
- Jason M. Rosenthal, *Incorporation May Not Mean Sophistication: Should There Be A Suitability Requirement For Banks Selling Derivatives To Corporations?*, 71 *Chi.-Kent L. Rev.* 1249 (1996).
- Jerry W. Markham, *Fiduciary Duties Under The Commodity Exchange Act*, 68 *Notre Dame L. Rev.* 199, 227 (1992).
- John H. Sturc et al., *Enforcement of Suitability Requirements for Variable Annuities*, 902 *PLI/Comm* 535 (2008).
- John R. Boatright, *Ethics in Finance* (1999).
- Kern Alexander et al., *Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk* (2006).

- Michael K. Wolensky, Securities Law and The Internet Enforcement Issues: Application of Suitability Obligations, 1127 PLI/Corp 251 (1999).
- Robert Baldwin & Martin Cave, Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice (1999).
- Robert H. Jerry II, Understanding Insurance Law (1996).
- Robert N. Rapp, Rethinking Risky Investments for That Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers, 24 Ohio N.H. l. Rev. 189 (1998).
- Roberta S. Karmel, Is The Shingle Theory Dead?, 52 Wash. & Lee L. Rev. 1271 (1995).
- Ross P. Tulman, The Suitability Obligations Of Brokers And Investment Advisors, 1399 PLI/Corp 257 (2003).
- The Joint Forum, Customer Suitability in The Retail Sale of Financial Products and Services (2008), http://www.iaisweb.org/_temp/30_April_2008_Joint_Forum_release_of_customer_suitability_paper.pdf.