

由比較法觀點論金融機構客戶之分類^{*}

陳 肇 鴻^{**}

目 次

- 壹、前言
- 貳、分類之必要性與目的
 - 一、分類之必要性
 - 二、分類之目的
- 參、比較法面向
 - 一、我國現行法下之分類
 - 二、歐盟金融工具市場指令下之分類
 - 三、英國法之分類
 - 四、香港法下之分類
 - 五、美國法下之分類
 - 六、新加坡法下之分類
- 肆、比較與評析
 - 一、統一概括分類之必要性？
 - 二、分類的數量
 - 三、分類的標準
 - (一)企業之分類標準
 - 1. 總資產或其他標準
 - 2. 金額之標準
 - (二)財團法人、信託與非法人機構
 - (三)富人與高淨值客戶
 - 四、分類的變更
- 伍、結論

關鍵字：金融服務、金融機構、客戶、客戶分類、消費者、行為規範。

Keywords：Financial services, client, client classification, consumer, conduct of business.

* 本文感謝二位匿名審查人提供寶貴審查意見。

** 陳肇鴻，新加坡管理大學助理教授，英國倫敦大學法學博士。

摘要

本文之目的，係由比較法之面向，來檢討我國現行對金融機構之客戶之分類之規定。由比較法之立場，在比較及檢討歐盟、英國、美國、香港及新加坡之相關規定之後，綜觀我國現行法之規定，有幾點值得更進一步思考：其一，我國現行法之規範層級及層面相較於外國法仍過於狹礙。其次，就分類的標準方面，除總資產外，值得引入其他概念以作為「大型事業」以補充標準。其三，我國現行法未更進一步涵蓋非法人之營利組織，以及未思考適用至非營利法人之適當性，值得將來予以檢討，以利將來建構更完整之金融機構行為規範。

Classification of Clients of Financial Firms: From Comparative Law Perspective

Chen, Chao-Hung

Abstract

The purpose of this article is to examine current regulations under Taiwan law with regard to classification of clients of financial firms in Taiwan from the perspective of comparative law. After comparing with relevant laws in the EU, UK, USA, Hong Kong, and Singapore, this article argues that there are certain points worth further consideration and revision under Taiwan law: first, the level of current regulation in Taiwan and its scope are rather limited compared with foreign laws; secondly, it is necessary to introduce other standards than mere 'total assets' in order to determine a 'large' enterprise; and thirdly, current Taiwan law fails to cover unincorporated business undertakings and arguably stretch too far for non-business entities. These points worth legislators and regulators to consider in the future to complete conduct of business rules for financial firms in Taiwan.

壹、前言

就金融機構與客戶的關係之建構上，由比較法的立場，在法令上對金融機構之客戶（client）予以分類，已係其他許多先進國家中金融法令的一環，甚至可謂係建構金融機構行為規範的重要基礎之一¹。

於我國法下，於 2009 年下半年，主管機關於新修訂之「境外結構型商品管理規則」及「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」中，已初次將「客戶」區分為「專業客戶」與「一般客戶」²。此外，依 2008 年公布之金融服務業法草案³第 6 條規定：「本法所稱客戶，指金融商品銷售相對人、受益人或其他接受金融服務業提供金融服務之人。」由其立法理由說明可知，本條規定係參採英國金融服務及市場法第 138 條之規定，考量到「客戶之範圍甚廣，為避免爭議，爰界定接受金融服務業所提供金融服務之對象為客戶，其範圍包括金融商品銷售時，締結契約之相對人，或因締結契約而受益之第三人，例如他益信託之受益人或保險受益人等；至金融服務業中後台提供服務之對象並非本條所稱客戶；另本法第三十二條金融服務業說明義務之對象，為締結契約之相對人，其亦為客戶之一，並予以區別。」

如下所述，本文以為，金融服務之客戶，應視客戶之性質以及市場交易之屬性，區別一般零售市場（retail market）以及躉售市場

（wholesale market）之客戶，特別就金融機構行為規範之設計，亦應考量客戶之屬性以予特別設計，一方面可免過度保護不需特別保護之客戶反而造成道德風險，另一方面亦可集中資源於保護較需保護之個人或散戶投資人之上，亦可與一般消費者保護體系下區別商業（commercial）與消費（consuming）交易之機制接軌。然而，在肯認金融機構之客戶應予以分類的前提之下，如何針對不同型態及不同資力之客戶予以具體劃分分類之標準，即係法律上重要之問題，亦係本文之主要議題。然而，本文並非在探討何謂金融機構之「客戶」或金融服務「消費者」之外部範圍，而係在假定最大範圍之「客戶」⁴之前提下，探討是否有必要就「客戶」之定義予以更進一步分類，以及及分類之標準。本文以下，首先探討客戶分類之必要性以及分類之目的，其次將由比較法面向，探討其他國家法律架構下分類之方式，其後將檢討於我國法下分類標準之若干議題，最後為結論。

貳、分類之必要性與目的

一、分類之必要性

將金融機構客戶予以分類之必要性在於，接受金融機構所提供之服務或金融產品之相對人性質有相當差距，金融服務與一般消費服務有所不同，金融產品亦不等同一般消費商品，因此有必要因應客戶之性質予以區分，

¹ 分類之理由，見下「貳」。

² 見下述「參、一」。

³ 金融服務業法係於 2008 年 11 月 28 日公布，係先前的「金融服務法」的修訂版，見 http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuidem=5133510，最後瀏覽日：2009 年 3 月 3 日。

⁴ 於理論上，金融機構之「客戶」，是否可包含尚未有合約關係存在之「潛在客戶」，即仍有討論的空間。若參考如金融服務業法草案第 6 條規定，所謂「客戶」係指金融服務業所提供服務或產品之相對人，本文亦採取此定義。

以利建構金融機構提供金融服務或行銷金融產品之責任。

其一，傳統於金融市場上，有區別零售市場（retail market）與躉售市場（wholesale market），此等區別固然與一般商品市場上下游之區別有相仿之處，但同時亦反應出金融機構與末端之投資人或服務收受者之間（即零售端）以及金融機構之間（即躉售端）之差別。

例如一銀行與一般房貸客戶之關係為零售端，但銀行與銀行間之借貸關係則為躉售端關係，又如一保險公司銷售與一般人之壽險保單為零售端，但保險公司與再保險公司間之再保險市場，則為躉售端之關係。固然於今日金融產品及金融市場之複雜化，二元化區別零售與躉售實已過於簡化，然而，一般而言，仍可區別金融機構與金融機構間之關係（一金融機構仍然可以是另一家金融機構之客戶或交易相對人），以及金融機構與其他客戶間之關係。

其次，由另一角度來觀察零售與躉售之區別，即反應出法律上對商業交易與消費交易之區別，其具體差異為法律通常不輕易介入商業交易，同時仍維持較高程度之契約自由⁵；相對地，一般消費交易，考量消費者自我保護之能力顯較企業主為差，法律上特別提供一些機制予以特別的保障，但某程度也

限制了契約自由⁶。

其三，不同種類的客戶明顯地具有不同程度之能力與經驗。假定一投資銀行今銷售一結構型債券（structured notes）⁷，若投資人另一家商業銀行，相較於一未特別具衍生性金融商品操作經驗之一般投資人，兩者就特定結構型債券之分析能力、風險判斷及風險承受能力顯然不同。

在此前提之下，不分客戶之類型即給予相同程度之保護，可能會產生以下幾種效果而反而有害市場效率：其一，就資源分配及成本控制而言，宜集中焦點於較需要保護之客戶類型，要求金融機構提供同樣的保護機制予不見得需要特別保護的客戶類型，反而可能增加金融機構之處理成本，例如，同樣皆為客戶，金融機構為瞭解大型公司客戶和一般個人散戶所需取得的資訊量即可能有顯著差距，此等費用，相較於保護之實益，可能形同浪費，並可能造成金融機構過度的負擔。因此，謹慎的管理及區分零售及專業客層可適當分配規範上的負擔、成本及規範效益⁸。

其次，對足以自我保護的客戶提供多餘或過度的保護反而可能造成道德風險（moral hazard）以及法律風險（legal risk）⁹。舉例言之，若一銀行係另一金融機構之客戶，且依某國法律，該銀行受到與散戶一般的保護，

⁵ 此即所謂之「買方注意原則」（caveat emptor），於英美法院就金融產品之應用，例如，見 *JP Morgan Chase Bank v. Springwell Navigation Corp.* [2009] EWHC 282 (Comm); *Kwiatkowski v. Bear, Stearns & Co., Inc.*, 306 F.3d 1293 (2d Cir. 2002)。

⁶ 例如，消費者保護法即限制企業主利用定型化契約的使用。

⁷ 有關結構型債券的介紹，見陳肇鴻，〈論結構債之契約關係及指定用途金錢信託之法律性質〉，《軍法專刊》，2009年6月，55卷第3期，頁114-120。

⁸ N Moloney, *Large-scale Reform of Investor Protection Regulation: The European Union Experience*, (2007) (4) MqJBL 147, 169.

⁹ See DC Sienko, *The aftermath of Derivatives Losses: Can Sophisticated Investors Invoke the Suitability Doctrine against Dealers under Current Law?* (1995) 8 DePaul Bus LJ 105, 130-131.

則可能該銀行利用該金融機構在風險預告上微小的瑕疵（但同樣的瑕疵對散戶可能屬重大），以試圖逃避潛在的投資損失，但實際上該銀行在該等風險預告之前即已明知可能的風險，反而可能使銀行更隨意從事投資交易，而嗣後再以各種瑕疵主張契約無效或可得撤銷而免除其責任，反而可能有損於法律與市場秩序。

其三，過度的保護可能反而造成阻止金融機構提供若干可能有利之金融服務予散戶投資人。誠然，特定高風險之產品是否適宜提供予一般散戶投資人，此值再更進一步探討¹⁰，然而，在假設散戶投資人有能力也有明確意願承擔風險之前提下，過度要求金融機構不差別待遇即提供同樣的保護予所有之客戶或潛在客戶，可能造成金融機構成本上過度的負擔，最終反而可能導致金融機構不願意提供相同產品予一般投資人以減低成本。由整體市場發展之角度來看，此亦未必係最有利消費者或投資人之結果。

最後，我們必須注意到類型化並無法解決所有問題，實際上一金融機構之專業能力可能不如預期¹¹，一般散戶的投資能力亦不

見得當然不足，這是類型化所無法完全克服的問題。然而，經由大致之類型化，並適當程度容許投資人或消費者自行選擇變動其分類屬性，可幫助客戶瞭解其自身之性質以及潛在之法律責任，此不僅有助於適當建構有效率之金融機構行為規範，亦有助於由投資人或消費者之立場，建構適當以負責任的投資模式與投資人之自我責任，此亦有助於建構完整且有效率之金融規範以及投資人保護機制。

二、分類之目的

對金融機構之客戶予以分類，其目的並不在於為分類而分類，而在於藉由對客戶之分類，差異化金融機構對客戶之法律責任以及行為規範。具體而言，分類之目的如下：

其一，可區別金融機構特定之義務或行為規範（例如適當性以及資訊揭露）之具體範圍。例如，依目前英國法，一金融機構在決定推介適當性（*suitability*）時，若客戶係專業客戶（*professional client*）¹²時，則金融機構可假設該客戶具有必要之投資經驗及知識¹³。

¹⁰ 此係與所謂「推介適當性」（*suitability*）的問題有關。見 N Moloney, *How to protect investors : lessons from the EC and the UK* 236 (Cambridge University Press, Cambridge, UK ; New York 2010); JD Haines, *The Markets In Financial Instruments Directive (MiFID): Investor Protection Enhanced by Suitability Requirements* (2007) 28(11) Comp Law 344, 345。

¹¹ 不過，亦有論者以為，機構性投資人及其員工是否真具備足夠的「複雜度」（*sophistication*）實際上仍存疑，因此，在此基礎上，法律仍應對機構性投資人提供若干保障，或在決定若干法律概念時，不應考慮投資人的複雜度。見 NS Poser, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors* [2001] BYU L Rev 1493, 1523; SJ Choi, *Regulating Investors Not Issuers: A Market-based Proposal* (2000) 88 Cal. L. Rev. 279 (materiality and sophistication); MV Sachs, *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets* (2006) 81 Tul L Rev 473; L Roberts, *Suitability Claims under Rule 10b-5: Are Public Entities Sophisticated Enough to Use Derivatives?* (1996) 63 U Chi L Rev 801, 826-830。

¹² 見下述「參、三」。

¹³ FSA Handbook COBS 9.2.8 R.

其次，可明確化一金融機構可銷售產品之對象，或明確化法律定義與豁免規定之適用，特別係較高風險的投資商品或衍生性金融商品。例如，在美國法下，一以「證券為基礎」之交換契約（security-based swap agreement），若係與「適格之契約相對人」（eligible contract counterparty）¹⁴為交易，則可豁免於1933年證券法¹⁵或1934年證券交易法¹⁶所定義之「證券」（security）之定義之外¹⁷，香港法亦有類似的規定¹⁸。

其三，除規範上之區別，客戶之分類可補充及完整私法上金融機構與客戶間的民事責任（包括契約法、侵權法等）。若以英國法院判決為例，於規範上一客戶的屬性（係零售客戶或係專業客戶）即會影響金融機構與客戶間是否有注意義務（duty of care）之建立¹⁹，此與金融機構規範上的法律責任會有互補的效果，也可承接前述區別商業與消費交易的歷史背景。

其四，如有特殊之紛爭解決機制時，區別客戶之種類可作為決定某當事人是否可利用該機制尋求法律救濟。例如，以英國法為

例，依法目前專業客戶並無法向「金融申訴審查員服務中心」（Financial Ombudsman Services）²⁰尋求救濟。

參、比較法面向

若如前所述，有針對金融服務之客戶予以分類之必要，接下來之議題即為如何分類，本文於此部分，將檢討分析於我國現行法下之分類，並由比較法之面向，介紹目前其他國家金融法規下之分類，以供後續討論之基礎。

一、我國現行法下之分類

於金融海嘯及雷曼兄弟破產之後，依2009年7月所公布之「境外結構型商品管理規則」（下稱「境外管理規則」）第3條之以及同年12月所公布之「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」（下稱「銀行應注意事項」）第3條規定，初次於法令中明確區分客戶的屬性。前揭境外管理規則及銀行應注意事項的規定，除用語略有不同之外²¹，實質上大體相仿²²，為求簡便，本文以下將

¹⁴ 7 USC 1(a)(12).

¹⁵ 15 USC 77a et seq.

¹⁶ 15 USC 78a et seq.

¹⁷ Gramm-Leach-Bliley Act of 1999, section 206A, inserted by Commodity Futures Modernization Act of 2000 (PL 106-554) section 301.

¹⁸ See Hong Kong Securities and Futures Ordinance (Cap. 571), Schedule 5 (2007).

¹⁹ See *JP Morgan Chase Bank v Springwell Navigation Corp* [2008] EWHC 1186 (Comm); *Morgan Stanley UK Group v Puglisi Cosentino* [1998] CLC 481 (Comm); *Bankers Trust International plc v PT Dharmala Sakti Sejahtera* [1996] CLC 518 (QB).

²⁰ 金融公評人制度係英國就小額（十萬英鎊以下）之小額糾紛所設計之訴訟外紛爭解決機制。金融公評人之裁決，金融機構並不得異議。見林玫君及馮聖中，〈英國金融服務消費爭端解決機制之探討〉，《台灣金融財務季刊》，2007年6月，8卷第2期，49-80頁。

²¹ 於境外結構型商品管理規則第3條下，係區別「專業投資人」及「非專業投資人」，而於銀行辦理衍生性金融商品應注意事項第3條下，係區別「專業客戶」及「一般客戶」。

²² 除用語之外，前揭境外管理規則及銀行應注意事項的具體差別，在於專業客戶是否可申請變更為一般客戶。見前揭境外管理規則第3條及前揭銀行應注意事項第4條第2項。

使用「專業客戶」及「一般客戶」之用語。此外，於金融服務業法草案之中，雖有定義何謂「客戶」²³，但卻並未對客戶的屬性作更一步之區別。

前揭規定，所謂「專業客戶」，係指「中華民國境內之法人與自然人」，就法人的部分，屬於「專業機構投資人」之法人包括銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經行政院金融監督管理委員會（下稱「金管會」）核准之機構，或「最近一期經會計師查核或核閱之財務報告總資產超過新臺幣 5 千萬元之法人或基金」²⁴。

如果係自然人時，必須經該自然人提供新台幣 3 千萬元以上之財力證明，且該自然人並必須具備充分之金融商品知識及經驗並瞭解作為專業客戶時金融機構可免除的責任，經以書面向銀行申請分類為專業客戶後，方能成為專業客戶。有關專業客戶之資格，銀行並應盡合理調查之責任，並向客戶取得合理可信之佐證依據²⁵。

同時，所謂「一般客戶」，依前揭境外管理規則第 3 條第 3 項以及銀行應注意事項第 4 條的規定，係指中華民國境內之法人與自然人，且非屬專業客戶者，且專業客戶資係專業機構投資人外，得以書面向銀行要求變更為一般客戶。

在前揭銀行應注意事項之下，區別專業客戶與一般客戶之具體差別在於是否應簽訂 ISDA 主契約（第 21 條第 1 項），同時，「對非屬專業機構投資人之專業客戶及一般客戶，銀行應就商品適合度、商品風險之告知及揭露、交易紛爭處理等客戶權益保障事宜建立內部作業程序，並依相關作業程序辦理」（第 21 條第 2 項，相關規定見同注意事項第 22 條至第 28 條）；至於在前揭境外管理規則之下，若一結構型商品係針對非專業投資人銷售，則必須依前揭境外管理規則第 18 條的規定，完成相關的審核程序後方能開始銷售，以及依同規則第 22 條的規定進行相關評估。

除前揭規定之外，於我國法下，尚未對金融機構之「客戶」有明確分類之規定，然而，於法令中仍有其他蛛絲馬跡可尋。例如，依證券交易法第 43-6 條第 1 項的規定，有對公司私募有價證券之對象作若干限制，包括「銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構；符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金；以及該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人」。不過金管會目前似未對所謂「符合所定條件之自然人或法人」有特別規定。除此之外，於銀行局的行政命令之中，有區分對高淨值及非高淨值客戶銷售金融產品，制定不同的規定²⁶，然而，於法令之中，並未定義何謂「高淨值客戶」，其結果為何謂「高淨值」概係由各家銀行自行決定，造成標準不一的狀況。

²³ 依金融服務業法草案第 6 條之規定：「本法所稱客戶，指金融商品銷售相對人、受益人或其他接受金融服務業提供金融服務之人。」

²⁴ 見前揭境外管理規則第 3 條第 2 項第 1 款及第 2 款，以及前揭銀行應注意事項第 3 條第 1 項及第 2 項。

²⁵ 見銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項第 3 條第 3 項。

²⁶ 分別為「銀行辦理财富管理業務應注意事項」（本注意事項第 2 條限制為針對高淨值客戶所為之财富管理）以及「銀行對非財富管理部門客戶銷售金融商品應注意事項」。

綜上，於我國的架構之下，一方面而言，前揭銀行應注意事項僅適用於銀行之衍生性商品或結構型商品業務，而前揭境外管理規則之適用範圍雖較廣泛²⁷，然亦僅限於結構型商品，而不包括基金或證券等其他更常見的投資產品。因此，可見我國現行法下，有關投資人的分類，實係因應連動債糾紛的結果，而非全盤性地針對我國金融市場中金融機構與投資人的關係作通盤的檢討，因此，其適用範圍相當有限，甚至無法包括銀行的基金業務或證券買賣；另一方面，因前揭銀行應注意事項及境外管理規則，僅具有係行政命令之性質，其直接法律效力有限，投資人是否能據此前揭銀行應注意事項或前揭境外管理規則的規定來請求因不當分類所衍生的損害，仍有待實際案例來驗證。就此，我國現行法的規定，雖已開始有分類的出現，但仍有未竟之處。

二、歐盟金融工具市場指令下之分類

依歐盟之金融工具市場指令（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID）²⁸之規定，金融服務之客戶，指的是一個投資事業（investment firm）提供投資服務（investment services）或附屬服務（ancillary services）²⁹之自然人或法人（any natural or legal person）³⁰。基本上，「客戶」分為「零售客戶」（retail client）與「專業客戶」（profes-

sional client）兩大類。所謂零售客戶，即非專業客戶之客戶³¹，而所謂專業客戶，係指列舉於金融工具指令附則二（Annex II）內之機構³²。

依金融工具市場指令附則二的規定，一客戶可能依其性質被認為係專業客戶，也可以依自己請求被分類為專業客戶。一般而言，下列機構會被認為「專業客戶」³³：

1. 依法必須取得核准或執照才能在金融市場（financial market）運作之機構（entities）：包括信用機構（credit institution）（主要為銀行）、投資事業（investment firm）、保險公司（insurance companies）、基金及經理公司（collective investment schemes and management companies of such schemes）、退休金及其經理公司（pension fund and management companies of such funds）、貨品及貨品衍生性商品之交易商（Commodity and commodity derivatives dealers）、以及其他機構性投資人（institutional investor）；
2. 大型企業（large undertakings）：其標準為必須符合下列3個標準之其中二者：(1)資產負債表上超過2千萬歐元；(2)淨週轉率超過4千萬歐元；或(3)自有資金超過2百萬歐元；
3. 國家或地方政府、發行公債之機構、

²⁷ 前揭境外管理規則係依信託法、保險法及證券交易法而制訂，見前揭境外管理規則第1條。

²⁸ 2004/39/EC. 金融工具市場指令係承接及整合先前之投資服務指令（Investment Services Directive），並於2007年11月1日正式生效施行。

²⁹ 有關投資服務及附屬服務之態樣及定義，參見 MiFID, Annex 1。

³⁰ MiFID, Article 4, section 1, paragraph 10.

³¹ MiFID, Article 4, section 1, paragraph 12.

³² MiFID, Article 4, section 1, paragraph 11.

³³ MiFID, Annex II, section 1.

中央銀行以及國際或超國家組織（例如世界銀行、國際貨幣基金、歐洲中央銀行等等）；

4. 其他主要以投資金融工具為主要行為之機構性投資人（包含以證券化為目的設置之特殊目的機構在內）。

不過，專業客戶也可以要求金融機構提供較高程度的保護（higher level of protection），但是必須經過客戶及金融機構間以書面協議才會生效³⁴。

另一方面，一零售客戶可以自願放棄（waive）對零售客戶的保護，而自願接受被分類為專業客戶。然而，自願改變分類屬性的前提為金融機構必須分析該客戶之知識、經驗及能力，以及合理確信該客戶就特定的交易有能力自行作出投資判斷並判斷其風險，且最低標準為該客戶就特定市場至少每季有 10 件以上有顯著數量的交易、其投資組合之金額必須超過 50 萬歐元，且該客戶必須在金融產業於專業之職位工作超過一年以上³⁵。簡言之，只有在零售客戶具有相當的投資知識、能力與經驗（並有相當實績可證明）的前提下，金融機構方可接受將一客戶由零售客戶之分類提升至專業客戶。

除此之外，金融工具市場指令亦規定，歐盟之會員國可規定，一金融機構在為其他

客戶完成交易，而與適格相對人（eligible counterparties）交易時，該金融機構對該適格相對人，可豁免適用於一些行為規範的規定³⁶，此即納入前揭已有提到的零售與躉售市場區分的概念。

一般而言，其他投資事業、信用機構、保險公司、基金經理公司、退休金以及其他依法核准之金融機構、貨品及貨品衍生性商品交易商、政府機構（含中央銀行與超國家機構等）等係屬適格相對人之範圍³⁷，論其實際，其範圍與專業客戶大致相同，但當然各會員國可保有設置一些不同的規定的空間³⁸。

三、英國法之分類

承接前揭歐盟金融工具市場指令之規定，英國之金融服務局（Financial Services Authority, FSA），依 2000 年金融服務暨市場法（Financial Services and Markets Act 2000, FSMA 2000）之授權制定一般性規則（general rule-making power）³⁹，而所謂「消費者」（consumer）之概念，即係被作為界定金融服務局可制定規範之範圍⁴⁰。

據此，金融服務局於其規範手冊（FSA Handbook）之中之行為規範書（conduct of business sourcebook）中⁴¹，即針對「客戶」（client）⁴²之意義予以更進一步之分類及規

³⁴ 同前註。

³⁵ MiFID, Annex II, section 2.

³⁶ MiFID, Article 24, section 1.

³⁷ MiFID, Article 24, section 2.

³⁸ MiFID, Article 24, section 3.

³⁹ FSMA 2000, section 138.

⁴⁰ FSMA 2000 section 138(1) & (7).

⁴¹ FSA Handbook NEW Conduct of Business Sourcebook (COBS). 新的行為規範書係因應歐盟之金融工具市場指令，同時於 2007 年 11 月 1 日一併生效，舊的行為規範書（COB）自該日起不再繼續適用。

⁴² 所謂之客戶，依金融服務局的定義，指的係金融機構提供金融服務的對象，包括潛在客戶在內。見 FSA Handbook COBS 3.2.1R。

範。一般而言，與歐盟指令相同，英國金融服務局亦將客戶區分為「零售客戶」、「專業客戶」以及「適格市場相對人」三大類⁴³。

客戶之分類屬性會影響若干行為規範中規則之適用。三大類之客戶在適用若干特殊之規則時會有程度上之差異，金融機構在交易前即必須通知客戶其所屬之客戶分類，若有調整時亦須即時通知⁴⁴，不過，金融機構自亦可對專業客戶等提供較法律規定為高之保障⁴⁵。

首先，一前提問題為先決定金融機構之相對人是否係屬「客戶」(client)。原則上，所謂客戶，為金融機構於執行被規範行為(regulated activity)時所提供服務之對象，包括潛在客戶(potential client)在內，且在金融行銷(financial promotion)之規定之範圍之內，亦包括該金融行銷所傳達或可能被傳達之人在內⁴⁶。在交易之前，金融機

構必須通知客戶其分類屬性，並告知其可要求重新分類以及保障之限制⁴⁷，若相對人為專業客戶或適格市場相對人，亦必須告知其可要求金融機構提供較高之保護(higher level of protection)⁴⁸。

一般而言，所謂之「零售客戶」，指的是非專業客戶及非適格市場相對人之客戶⁴⁹。而所謂之「專業客戶」，於目前英國法下，又可分為「本質上之專業客戶」(per se professional client)以及「選擇性專業客戶」(elective professional client)兩類⁵⁰。所謂「本質上之專業客戶」，除了同時為適格市場相對人或依其他規定給予不同分類之外，包括被規範之金融機構(含銀行、投資事業、任何被規範之金融機構、保險業、共同投資計畫或該計畫之管理公司、退休金計畫或其管理公司、貨品市場或貨品衍生性商品之交易者、自營商或其他任何機構性投資人)、

⁴³ 不過，英國的金融服務局在此分類基礎上有作一些調整。見 FSA Consultation Paper 06/19, *Reforming Conduct of Business Regulation (including proposals for implementing relevant provisions of the Markets in Financial Instruments Directive, and related changes to SYSC, DISP, TC, SUP and other Handbook modules)*, at 7.13; FSA Consultation Paper 07/09, *Conduct of Business regime: non-MiFID deferred matters (including proposals for Telephone Recording)*, at 15.2。

⁴⁴ FSA Handbook, COBS 3.3.

⁴⁵ FSA Handbook, COBS 3.7.

⁴⁶ FSA Handbook, COBS 3.2.1R.

⁴⁷ FSA Handbook, COBS 3.3.1R.

⁴⁸ FSA Handbook, COBS 3.3.2G & 3.7.

⁴⁹ FSA Handbook, COBS 3.4.1R.

⁵⁰ FSA Handbook, COBS 3.5.1R.

⁵¹ 所謂大型公司，必須符合以下三個標準之二者以上：其資產負債表超過二千萬歐元、淨業務流量超過四千萬歐元或自有資金超過二百萬歐元。見 FSA Handbook COBS 3.5.2(2)R。

⁵² 所謂大型事業，包括總資本或總資產超過五百萬英鎊之公司或合夥、具大量資產(超過一千二百五十萬歐元)、淨業務流量(超過二千五百萬歐元)或平均員工數目(超過二百五十人)之公司、淨資產超過五百萬英鎊之合夥(及未設立為公司之商號)超過一千萬英鎊資產之信託、或參與人數超過50人或資產超過一千萬英鎊之退休金計畫、以及中央或地方政府機構、其他國家或地區性政府單位、中央銀行或其他國際或超國界組織(例世界銀行)及其他以投資金融工具為主要活動之機構性投資人(包括為證券化目的為融資目的所創設之特殊目的機構)。見 FSA Handbook COBS 3.5.2(3)-(5)R。

提供投資服務之歐盟大型公司⁵¹、以及未提供投資服務之大型事業⁵²。⁵³

所謂選擇性專業投資人，係金融機構依其判斷，在評估客戶之專業、經驗及知識後，為該客戶可足以自行作出投資決定及瞭解相關風險。亦即，必須依所謂「質量測試」（quality test）通過之後，且該客戶亦必須以書面同意被歸類為專業客戶（無論係一般性地被視為專業客戶或僅係針對特定交易），同時，該金融機構亦必須警告該客戶因此可能喪失之保護與權利，而同時該客戶亦必須以獨立於交易契約以外之文件來聲明其瞭解被歸類為專業客戶後之影響⁵⁴。

不過，若相對人係於其他歐盟國或於其他第三國所設立但在英國有營業之投資事業，則該客戶亦必須符合下列條件之二者以上（此即所謂「量化測試」（quantitative test）⁵⁵），始得被歸類為選擇性專業客戶：（1）該客戶執行交易已有顯著數量，且先前四季皆有在相關市場平均有從事十件以上之交易；（2）該客戶之金融工具組合（含現金存款）已超過五十萬歐元；（3）該客戶在金融市場之專業職位工作有超過一年且該工作需要該交易所需求之知識。不過，金融機構不應假設選擇性專業客戶係如同本質上專業客戶具有相關之市場知識及經驗⁵⁶。若情事變更導致

有需要改變客戶之屬性分類時，則金融機構亦必須通知該客戶⁵⁷。

最後，所謂之適格市場相對人，乃指適格市場相對人業務（eligible counterparty business），且係專業客戶（無論係本質上或選擇性專業客戶）之客戶⁵⁸。所謂適格市場相對人，亦可分為本質上（per se eligible counterparty）與選擇性適格市場相對人（elective eligible counterparty）兩類。若一客戶被歸類為適格市場相對人，則若干金融服務局所頒布的行為規範（例如對非獨立之投資研究報告之標示規範等）將完全不適用⁵⁹。

就本質性適格市場相對人部分，包括投資事業、銀行、保險業、共同投資計畫或其管理公司、退休金計畫或其管理公司、依歐盟法或其他歐盟會員國法令所規範或核准之金融機構（含證券、銀行或保險業）、若干不受金融規範管制之貨品市場交易者、政府機構、中央銀行或超國界組織⁶⁰。若係選擇性適格市場相對人，則不僅該客戶必須同意其被認定為係適格市場相對人，且該客戶必須係本質上專業客戶，並具一千萬英鎊以上資本之公司組織（含有限責任合夥）且符合前揭量化測試之至少二項標準⁶¹。

最後，英國法要求金融機構必須建立適當的內部程序以執行客戶的分類⁶²，且若在

⁵³ FSA Handbook, COBS 3.5.2R.

⁵⁴ FSA Handbook, COBS 3.5.3(1)R & (3)R.

⁵⁵ FSA Handbook, COBS 3.5.3 (2)R.

⁵⁶ FSA Handbook, COBS 3.5.7G.

⁵⁷ FSA Handbook, COBS 3.5.9R.

⁵⁸ 所謂適格市場相對人業務（eligible counterparty business），係與適格相對人為交易且內容包括為自己之帳戶交易、為客戶執行交易單、並為前揭業務提供之附屬服務（例如保管資金、投資研究等）或安排交易之業務。見 FSA Handbook Glossary。

⁵⁹ 詳見 FSA Handbook COBS 1.1.2R & Annex 1.

⁶⁰ FSA Handbook, COBS 3.6.2R.

⁶¹ FSA Handbook, COBS 3.6.4R.

與該客戶有交易關係之期間內，任何與該客戶之分類有關之通知（notice）以及相關文件皆應予以保存⁶³。事實上，於英國金融服務局針對金融機構制定行為規範之下的一些規定或要求，常係建立在客戶的分類之上⁶⁴，因此，與行為規範有關的訴訟，常亦包含對客戶分類結果的爭執在內⁶⁵。

四、香港法下之分類

於香港，依於2007年通過之證券及期貨法（Securities and Futures Ordinance）⁶⁶的規定，所謂的「客戶」（client），係指對「中介人」（intermediary）⁶⁷而言，該中介人提供構成規範行為（regulated activity）之服務，若其他中介人將證券、現金存託予前揭中介人或將其他財產存託作為擔保品，則該其他中介人亦為客戶；不過，若係一外匯保證金交易（leveraged foreign exchange contract），則客戶並不包括「認可對手方」⁶⁸（recognized counterparty）⁶⁹。

此外，香港證券及期貨法亦有定義何謂「專業投資人」（professional investor）⁷⁰。

是否係專業投資人，會影響若干法令的適用（包括是否構成被規範之證券或期貨交易⁷¹、提供公開說明書義務之適用⁷²等）。所謂之專業投資人，包括下列機構：

- (1)經認可之交易所、清算中心、投資人補償公司或其他經授權提供智慧化交易服務之人；
- (2)任何中介人，或其他受外國法規範以提供投資服務為業之人；
- (3)經授權（authorized）之金融機構，或雖非依香港法授權設立但係受外國法規範之銀行；
- (4)依保險公司法所成立之保險公司，或任何受外國法規範且提供保險業務之人；
- (5)係依證券及期貨法所設立之共同投資計畫（collective investment scheme），或係受外國法所管制且受該計畫營運地法所允許營運之共同投資計畫；
- (6)依強制公積金計畫規範所註冊設立之強制公積金計畫（Mandatory Provident Fund Scheme）；

⁶² FSA Handbook, COBS 3.8.1R.

⁶³ FSA Handbook, COBS 3.8.2R.

⁶⁴ 例如，金融服務局行為規範中有關客戶協議之部分，即僅適用於零售客戶。見 FSA Handbook COBS 8.1.1R。

⁶⁵ E.g. *Australia & New Zealand Banking Group v Cattin* 2001 WL 825289 (QB); *Maple Leaf Macro Volatility Master Fund v Rouvroy* [2009] 1 Lloyd's Rep 475 (Comm); *Re Global Trader Europe Ltd* [2009] EWHC 602 (Ch); *Spreadex Ltd v Sekhon* [2008] EWHC 1136 (Ch).

⁶⁶ Chapter 571.

⁶⁷ 依香港證券及期貨法定義，所謂的「中介人」，指的是依本法授與執照的公司或註冊之機構（a licensed corporation or a registered institution）。見證券及期貨法附則一。

⁶⁸ 所謂的「認可對手方」，主要包括其他認可之金融機構或就特定行為領有執照的機構。見證券及期貨法附則一，另見「證券及期貨（認可對手方）規則」（Chapter 571B）。

⁶⁹ Securities and Futures Ordinance, Schedule 1 (client).

⁷⁰ Securities and Futures Ordinance, Schedule 1 (professional investor).

⁷¹ Securities and Futures Ordinance, Schedule 5.

⁷² Hong Kong Companies Ordinance (Cap. 32), Schedule 17.

- (7)依法註冊之職業退休金計畫 (Occupational Retirement Scheme)；
- (8)除市政府 (municipal government authority) 之外，任何政府單位以及任何具有中央銀行或多方組織功能之機構；
- (9)原則上，任何由無論係依香港法或外國法成立之中介人及經授權之金融機構所完全持有之子公司，或持有一中介人或經授權之金融機構之百分之百股權之控股公司 (holding company)，以及任何該控股公司所完全持有之子公司；
- (10)由主管機關依法以行政命令定義係專業投資人之人，依現行法，包括受託資產超過四千萬港幣之信託機構、任何具有投資組合超過八百萬港幣之個人（包括於其個人持有或共同開立之帳戶）、投資組合超過八百萬港幣或總資產超過四千萬港幣之公司或合夥、以及任何唯一業務係持有投資且具有投資組合超過八百萬港幣之公司（且該公司係為持有投資組合超過八百萬港幣之個人所完全擁有⁷³）。⁷⁴

簡言之，於目前香港法下，專業投資人之概念包括兩大類：市場專業機構 (market professional) 及高淨值投資人 (high net worth investor)⁷⁵。然而，於目前香港法下，除「專業投資人」外，並未特別定義所謂「零售投資人」 (retail investor)，依香港證券及期貨事務監察委員會 (Hong Kong Securities and Futures Commission，下稱「證監會」) 於雷曼兄弟破產後之檢討報告，證監會認為，現行香港法下，所謂專業投資人的概念，係應用於例外規定及豁免規定，因此，以證券發行為例，除非落入專業投資人相關的規定，即屬公開發行的範圍而應受相關的限制⁷⁶；不過，有鑑於此次雷曼危機所示，專業投資人相關的規定，實際上並未預防一些個人誤購迷你債券 (minibond)，對此，香港證監會認為，雖然就財產上的標準香港法和英國⁷⁷、澳洲⁷⁸ 或新加坡⁷⁹ 相較差別不大，但同時也認為，投資人的知識及經驗可能比財產多寡更適合作為判斷是否係專業投資人之基準⁸⁰，因此，香港證監會建議可建議提高前揭投資資產之最低標準，並適度調整若干行為規範中的規定以為因應⁸¹。

⁷³ 簡言之，在最後一項的要求下，一富人所設立之完全持有之投資公司，亦視為係專業投資人，此可避免該富人以成立公司的方式規避法律規定。

⁷⁴ See Securities and Futures Ordinance (Professional Investor) Rules (Cap. 571D), section 3 (2004).

⁷⁵ Hong Kong Securities and Futures Commission, *Issues raised by Lehman Minibonds Crisis: Report to the Financial Secretary*, § 12.2, http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/whatsnew/review_lehman.html (last visited 5 Mar. 2009).

⁷⁶ 同前註，§ 12。

⁷⁷ 見前註 51 及 52。

⁷⁸ 見澳洲 2001 年公司法 (Corporations Act 2001) 第 761G 條至第 761GA 條。須注意於澳洲，其證券規範係一體包含於公司法之中。

⁷⁹ 見後註 97 及 98。

⁸⁰ 同前註 75，§ 29.3。

⁸¹ 同前註 75，§ 29.7。



五、美國法下之分類

於美國法下，由於目前尚未出現類似歐盟或英國一般之單一金融法規，因此，金融規範係散見聯邦及各州有關證券、銀行、保險、投資公司等不同法令，即便於聯邦的階層，證券業係由聯邦證券管理委員會（Securities Exchange Commission, SEC）主管，期貨業係由聯邦貨品期貨管理委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）所主管，銀行業則主要分由聯邦通貨監理署（Office of the Comptroller of Currency, OCC）、聯邦準備理事會（Board of Governors of the Federal Reserve）以及聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corp., FDIC）等來規範。

在此背景之下，美國尚無單一性地就金融機構之「客戶」予以抽象地分類的規定，然而，於個別法令之中，仍有出現若干類似的區分方式，以決定某金融交易是否屬於可豁免於證券或期貨法令。簡言之，目前於美國證券及期貨相關法令下，交易相對人必須符合若干資格，方可能豁免於1933年證券法第五條⁸²應申請註冊的規定或符合貨品交易法（Commodity Exchange Act）⁸³下應申請註冊為期貨交易市場的義務。

例如，以證券為基礎之交換（securities-based swap）⁸⁴，若係在「適格之市場參與者」（eligible contract participant）間交易，則可豁免於證券法之規定之外⁸⁵，類似之概念亦出現在「特定銀行商品」（identified banking product）及證券經紀商之例外⁸⁶（須限於與「合格投資人」（qualified investor）⁸⁷為交易）、1934年證券交易法下對向機構性投資人以私下銷售之豁免⁸⁸（相對人係合格機構性投資人（qualified institutional investor）⁸⁹以及1933年證券法對私募（private placement）之例外⁹⁰（於若干金額以上時，原則上須係向「合格投資人」（accredited investor）⁹¹銷售）等。這些概念的範圍具體而言不當然完全相同，但大致上有類似的含義。以下，以證券經紀商豁免規定之「合格投資人」為例來介紹。原則上，所謂之「合格投資人」（accredited investor），包括依1940年投資公司法註冊的投資公司（investment company）、銀行或存款機構、證券商、保險公司、小型商業投資公司（small business investment company）、政府資助之員工退休金計畫（State sponsored employee benefit plan）、依前揭機構指示買賣證券之信託（trust）、外國銀行（foreign bank）、外國政府、任何具投資權限且投資金額至少達美金二千五百萬

⁸² Securities Act of 1933, section 5, 15 U.S.C. 77e.

⁸³ 7 U.S.C. 1 *et seq.*

⁸⁴ GLB Act section 206B, inserted by CFMA section 301.

⁸⁵ GLB Act section 206A, inserted by CFMA section 301.

⁸⁶ GLB Act section 206. *See also* 15 USC 78c(a)(4)(B)(ix) and 15 USC 78c(a)(5)(C)(iv) (exemption for brokers/dealers).

⁸⁷ 15 USC 78c(a)(54), inserted by GLB Act section 207.

⁸⁸ 15 USC 77d; SEC Rules 144A, 17 CFR 230.144A.

⁸⁹ 17 CFR 230.144A(d)(1).

⁹⁰ 15 USC 77d(6); SEC Regulation D, 17 CFR 230.501 *et seq.*

⁹¹ 17 CFR 230.506.

元之公司、合夥或自然人（若係投資於資產證券化證券，則金額至少達美金一千萬元）、具投資權限且投資金額至少達美金五千萬元之政府單位、以及跨國或超國家組織⁹²。

六、新加坡法下之分類

於新加坡法下，客戶之分類係基於證券暨期貨法（**Securities and Futures Act**）⁹³之規定，有「適格投資人」（**accredited investor**）及「機構性投資人」（**institutional investor**）之區別。其法律效果為，若一投資人係「適格投資人」，則在本法中有關擔保基金（**fidelity fund**）以及公開說明書（**prospectus**）之相關規定原則上將不適用⁹⁴。另一方面，就機構性投資人方面，一發行公司可在註冊相關公開說明書前提供廣告或其他準備文件（**preliminary documents**）等予機構性投資人而不受法律拘束⁹⁵，若證券係發行予機構性投資人，亦豁免於公開說明書之規定⁹⁶。因此，於新加坡法下，其分類之規範目的與前揭香港法及美國法相仿，乃係作為證券及期貨法下豁免規定之基礎。

依證券暨期貨法第 4A 條之規定，所謂之適格投資人，首先，於「個人」（**individual**）之情形，則其個人資產必須超過二百萬新幣，或其先前十二個月的所得超過三十萬

新幣⁹⁷。其次，於「公司」（**corporation**）之情形，其標準為依最近資產負債表上，淨資產（**net asset**）價值（**value**）超過一千萬新幣⁹⁸。其三，係新加坡金融局（**Monetary Authority of Singapore**）所列舉之信託（**trust**）之受託人（**trustee**）⁹⁹，或其他由新加坡金融局所指定之人¹⁰⁰。

所謂之機構性投資人，於新加坡法則包括依相關法令設立之銀行、商人銀行（**merchant bank**）、融資公司、保險公司、信託公司、政府依任何法律而創設之機構、持有資本市場服務執照之人（包括證券交易、資產管理、存託服務、不動產信託管理、證券融資、期貨交易、以與適格投資人或專家投資人交易債券為業之人、以及其他主管機關指定之受託人或其他人等）¹⁰¹。而所謂「專家投資人」（**expert investor**），包括任何其主要業務為取得、處分或持有資本市場產品（**capital market products**）（無論係以本人或代理人之身分）之人以及受新加坡金融局所指定之受託人或其他人¹⁰²。

肆、比較與評析

政府若肯認在金融規範下有必要就「客戶」予以更進一步分類，以符合若干更進一步的規範目標及機制（例如私募的限制、適

⁹² 17 USC 78c(a)(54)(A).

⁹³ Cap 289.

⁹⁴ Securities and Futures Act sections 186, 275, 282Z, and 305.

⁹⁵ Securities and Futures Act sections 251, 282L, and 300.

⁹⁶ Securities and Futures Act sections 274, 282Y, and 304.

⁹⁷ Securities and Futures Act section 4A(1)(a)(i).

⁹⁸ Securities and Futures Act section 4A(1)(a)(ii).

⁹⁹ Securities and Futures Act section 4A(1)(a)(iii).

¹⁰⁰ Securities and Futures Act section 4A(1)(a)(iv).

¹⁰¹ Securities and Futures Act section 4A(1)(c).

¹⁰² Securities and Futures Act section 4A(1)(b).



當性義務的建立、行為規範的建構等等），則參考前揭的比較法制，本文以為，以下數點可進一步思考之處：

一、統一概括分類之必要性？

首先，吾人可思考我國法制是否有必要統一概括地就「客戶」予以分類，亦或可仿現行美國法一般於各不同規範處有需要時再行分類或定義。事實上，不同的方式各有各的好處，統一予以定義的缺點在於可能過於簡化而無法因應於不同的規範所生的需求；相對地，如美國一般針對不同規則分別予以不同的名詞或定義，則顯過於瑣碎，且實際上各處之定義大同小異但所使用的專有名詞互異，亦極易造成誤解以及法令適用的障礙。然而，我們亦必須同時注意到，於英國法下，其統一之分類係奠基於單一之金融規範體系（unilateral regulation）之下，此等規範背景尚不存在於我國、美國、香港及新加坡之中，此係在比較英國法時應特別留意之處。

本文以為，整體而言，可以在主要業法中（例如銀行法、證券交易法、保險法、信託業法、證券投資信託及顧問法等）設置一原則性的定義，但可視實際需要，於不同之規範中再視需要予以增補或區別，如此可避免不必要的重複性規定，並可簡化法律用語，同時亦可在整體金融法令架構下維持一定程度的彈性及一致性，並減少各業法及相關子法間適用之差異，此亦應有助於主管機關監督及管理。

二、分類的數量

其次，接下來可探討的議題為客戶分類的數量，如前所述，歐盟及英國係區分為三類（零售客戶、專業客戶、及適格市場相對人），我國現行法與澳洲及香港係區分為兩

類，美國則僅係定義符合相關的客戶，事實上亦屬分為兩類。如前所述，依前揭銀行應注意事項及境外管理辦法規定之分類，其目的在於介定金融機構與客戶之若干行為規範適用的範圍，而非如美國、香港、新加坡法一般係作為豁免適用於若干證券交易法令（例如公開說明書的規定）之適用，因此，在目的上即有所不同，我國法之規範目的反而與英國法較類似。因此，由比較法之立場而言，值得探討的議題為我國是否有必要仿英國的模式區別為三類。

就此而言，本文以為，英國法及歐盟法下額外的「適格市場相對人」的區分，主要是反應在躉售市場中與金融機構作為交易相對人的機構，理論上金融機構與該「相對人」係屬對等之狀態，因此，可給予較低程度的保護。然而，在我國法下，目前對「客戶」之分類，係建構在「銀行」之衍生性商品業務或證券商與保險公司之結構型商品業務，而不包括金融機構自身的交易行為在內，因此，在我國現行法制之下，已可明確界定金融機構與客戶之關係，目前應無需要仿英國或歐盟法一般，額外區分專業客戶及適格市場相對人。

另一方面，若將來我國有一般性針對金融機構（含證券、保險、銀行等）之分類的法令，則是否有必須針對金融機構間在證券、票券及外匯等市場上，額外畫分類似英國法之「適格市場相對人」的概念，則可再視市場狀況作更進一步思考。

三、分類的標準

就分類的具體標準而言，大略可分二個具體指標來探討：投資人就相關交易之知識及經驗以及投資人財產價值。由前揭分類之目的可知，區別不同程度投資人就相關交易

之知識及經驗，係其目的係由「質」的觀點，藉區分客戶種類以設計相對應之法律保護，然而，實際上相關之知識或經驗，係建立在個案以及個人之實際狀態之上，有鑑於目前金融產品之多元化，尚無統一之標準可以鑑別不同程度之「知識」及「經驗」，實際上不同產品間的交易經驗是否可交叉使用，亦可能產生法律上的不確定性¹⁰³，因此，具體區別客戶之知識與經驗係理想的目標，但實際上可能有執行的難處。

由財產價值的面向來看，法律上係假設財產價值超過一定標準之人，係有足夠的能力以聘請外部顧問或專業人士等以取得專業之意見，因此，無論該當事人實際上有多少交易經驗或具有多少的相關知識，法政策上可以將其資力轉化為取得知識或經驗的能力。然而，此方法的缺點則為忽略取得外部顧問的成本，此成本可能因高於投資可能的獲利，而致使投資人不曾使用外部顧問¹⁰⁴，從而可能產生理論上應該具取得專業能力的投資人但實際上並不具專業能力的結果。

由前揭比較法可知，不同國家採取不同程度的混合模式以定義「專業客戶」的範圍。實際上，有關分類的標準，影響最大者係中小型企業以及富有的個人。以下，將首先針對企業以及富人之分類，由比較法之立場予以探討，其次將再針對政府機關以及金融機構等向來被視為係專業投資人之機構，作更

進一步闡述。

(二) 企業之分類標準

綜觀前揭比較法的介紹，就一事業（enterprise, firm）¹⁰⁵是否屬專業投資人，各國各有不同的分類方式，有依員工的數目作為基準（例澳洲法），有依該企業之資產價值或投資組合價值（例香港法及美國法），或參酌資產負債表、自有資金或現金流量等混合標準（例歐盟法及英國法¹⁰⁶）等，其目的在於識別「大型」之企業。於我國現行法下，依前揭銀行應注意事項及境外管理辦法第 3 條的規定，係以「總資產」新台幣五千萬元作為區別的標準。然而，我國現行法的規定可由以下幾個面向予以檢討：

1. 總資產或其他標準

首先，我們可以思考是否適宜只以「總資產」作為標準。如上所述，利用一定金額作為標準來區別專業客戶與一般客戶，其目的在於利用總財產金額來推定一客戶之專業能力，然而，總資產數額不一定能代表一事業的全貌，某些服務業也許資本額不高，但其現金流量以及營運獲利金額可能甚大，此際，若僅以總資產作為衡量標準，恐無法充分反應一事業實際大小。

其次，實收總資本額與總資產應可相輔相成，有些負債高的公司，就算資本額超過五千萬元，但扣除其負債的結果，其淨資產金額反而有可能在五千萬元以下，反而形成這家

¹⁰³ 例如，於台灣台中地方法院 98 年訴字第 1060 號有關連動債糾紛的判決中，法官即認為原告已有相當投資於基金與股票的經驗，且此連動債係保本型債券，風險應較基金股票為小，是故，原告其實具有足夠的投資經驗。不過，理論上，是否能將股票或基金投資的經驗轉化為對連動債風險的認知，恐仍有討論的空間。

¹⁰⁴ See NS Poser, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors* [2001] *BYU L Rev* 1493, 1518.

¹⁰⁵ 此處之「事業」，概念上可以包含各種商業組織，含公司、合夥、商業信託、獨資事業等。

¹⁰⁶ 見前註 51 及 52。

公司不會成為專業客戶的結果。

其三，何謂「總資產」，在本注意事項之中亦未予以明確定義，究竟其意指資產負債表上的「淨總資產」，或亦指公司所實際擁有之總資產價值（而不論其資本額），恐仍有可爭執之處。

因此，為此目的，我國現行法規定僅以「總資產」作為法人或基金之論斷標準，恐有不足之處，本文建議，可仿英國或歐盟之模式¹⁰⁷，參酌資產、資本、業務流量甚至員工人數等不同標準，以廣泛涵蓋各種形式之「大型事業」（large undertaking），以免掛一漏萬，反而形成法律漏洞。

2. 金額之標準

其次，我們亦可檢討新台幣五千萬元的標準。事實上，於我國公司法及證券交易法下，依公司法第 20 條第 2 項規定財務報表應強制簽證的標準係新台幣三千萬元¹⁰⁸；依公司法第 161 條之 1 強制公開發行之標準則為新台幣五億元¹⁰⁹；國內一般公司申請股票於台灣證券交易所上市之最低實收資本額需達新台幣六億元¹¹⁰。

此外，法律上就所謂「中小企業」之認定則混合不同的標準。首先，若屬製造業、營造業、礦業及土石採取業，則其實收資本額須新臺幣八千萬元以下之事業；其次，若

屬其他產業，則係指前一年營業額在新臺幣一億元以下之事業；其三，就特定業務事項，則即便超過前揭之資本額或營業額，若員工人數在二百人（若屬製造業、營造業、礦業及土石採取業）或一百人（其他產業）以下時，仍可認定為中小企業¹¹¹。

前揭營業額之決定，係以前一年度稅捐稽徵機關核定之數額為準¹¹²；所謂經常僱用員工數，則以臺閩地區勞工保險機構受理事業最近十二個月平均月投保人數為準¹¹³。此外，消費者保護法中雖未對「消費者」的資力作定義¹¹⁴，不過，於國內司法實務上，亦不乏將資本額上億元之公司與金融機構間所成立的衍生性商品契約，應用民法中定型化契約相關規定（見民法第 247 條之 1）的案例¹¹⁵。

若對照前揭規定以及銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項第 3 條第 2 項之規定，則可以歸納出以下結論：在此注意事項之下，上市公司以及依公司法規定強制公開發行的公司將毫無例外被認定為係專業客戶，然而就中小企業方面，則有部分的企業會被認為係專業客戶，而某些則不會。

誠然不同的規定有不同的規範需求，公開發行的規定在於強制股權分散，中小企業的規定在於落實輔助中小企業發展的政策，

¹⁰⁷ 同前註。

¹⁰⁸ 見經濟部 2001 年 12 月 12 日（90）經商字第 09002262150 號函。

¹⁰⁹ 見經濟部 2001 年 11 月 23 日（90）經商字第 09002254560 號函。

¹¹⁰ 見臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第 4 條。

¹¹¹ 見中小企業發展條例第 2 條、中小企業認定標準第 2 條。

¹¹² 中小企業認定標準第 4 條。

¹¹³ 中小企業認定標準第 5 條。

¹¹⁴ 見消費者保護法第 2 條第 1 項。

¹¹⁵ 見最高法院 97 年台上字第 2543 號判決（本判決駁回上訴人就台灣高等法院 96 年金上字第 3 號判決之上訴）。另見陳肇鴻，〈ISDA 總契約、利率交換與消費者保護法：評高等法院 96 年金上字第 3 號判決〉，《律師雜誌》，2008 年 8 月，347 期，頁 65-76。

消費者保護法的規定則在於保障消費者及消費關係。然而，綜觀我國所有相關法令，亦未見有以「五千萬」作為標準者，因此，接下來的問題即為專業客戶的區別標準，是否應配合公司法、證券交易法或中小企業發展條例中的標準，以及為何要以新台幣五千萬作為標準。

由比較法觀點，若以總資產作為衡量標準，歐盟金融工具市場指令中係以資產負債表上超過二千萬歐元（約新台幣八億元）方構成大型事業；於英國法下係以五百萬英鎊作為基準（超過新台幣二億元）；於前揭美國法下，其投資權限須逾二千五百萬美元（超過新台幣十二億元）；於香港法下則為四千萬港幣（超過新台幣一億六千萬元）；於新加坡則為一千萬新幣（超過新台幣二億元）。

即便在統計上將各國與我國間之國民所得差距納入考量，我國現行法規定標準，其實仍遠低於英美歐港新的規定，在我國有大量中小企業的情況之下，前揭銀行應注意事項第 3 條第 2 項解釋之結果，可能會造成在我國有更多的機構可能成為「專業客戶」而受到較低程度的保障（而此等事業，反而在外國有可能被視為是零售客戶），由投資人保護之觀點而言，此等結果是否係台灣主管機關所希望，恐值再檢討。由此觀點而言，是否適宜將專業客戶的標準與公開發行公司或中小企業的標準劃等號，以簡化法律適用與解釋上的複雜性，並提升對金融機構及各種型態投資人法律適用的明確性，可有再更進一步思考之空間。

另一方面，由比較法的立場而言，我們

亦可以思考我國法下是否應對所有的「法人或基金」皆設置相同的標準。於英國法下，針對公司、信託或退休金計畫等設置有不同的金額標準¹¹⁶；於美國法下，視投資人性質係一般公司、或政府機構等（或視投資的項目），亦設置有不同標準¹¹⁷；於香港法下，亦對公司、信託及個人設置有不同門檻¹¹⁸。由此角度而言，並參酌下述有關財團法人及非法人機構之論述，並反應我國有大量中小企業的實情，或可針對不同種類的投資人，設置有不同可構成專業客戶的標準，此亦較符合不同種類投資人投資之目的以及市場實情。

（二）財團法人、信託與非法人機構

另一方面，前揭應注意事項第 3 條第 2 項之規定，係僅適用於「法人」或「基金」，然而，法令上未謹慎使用法律用語的結果，可能造成解釋上的漏洞。首先，「法人」在解釋上可包括公司、合作社¹¹⁹、財團法人及行政法人等。然而，理論上財團法人係專為「非營利」為目的，若僅以總資產金額超過五千萬，即將為公益之財團法人一律視為係專業投資人，恐會造成財團法人在投資法令上較低程度的保障，反而有可能會造成對公益目的損害，因此，是否適宜將之和以營利為目的之公司或企業等同看待，在立法上尚有檢討之空間。

其次，「法人」在理論上不包括「合夥」（partnership）或「獨資事業」（sole proprietorship），然而，合夥或獨資事業仍為社會中相當普遍的商業組織型態，合夥或獨資事業的總資產金額，亦非不可能超過五千萬，實際上，國外仍有投資銀行、私募基金（pri-

¹¹⁶ 見前註 52。

¹¹⁷ 見前註 92。

¹¹⁸ 見前註 70 及 74。

¹¹⁹ 見合作社法第 2 條。



vate equity) 或避險基金 (hedge fund) 等係以「合夥」的方式組成，因此，前揭應注意事項第 3 條第 2 項的規定限制於「法人或基金」實際上恐有不足之處，建議應仿前揭外國法規定，儘量以列舉方式以求精確，以免形成法律漏洞。

其三，另一個可能創造解釋上難題者係「信託」(trust)，由於我國現行已有信託法及信託業法，實際上當然可能會出現超過五千萬之信託；解釋上雖然可能可將信託解釋為「基金」，然而，信託未必一定即係以「基金」的型態出現（例如以房屋而非以金錢作為信託之標的）；且若非商業信託，則個人之信託亦未必一定就會有經會計師查核之財務報告，因此，本條的解釋恐怕會發生漏洞。

綜上，前揭銀行應注意事項第 3 條第 2 項之規定限制於「法人或基金」，一方面可能未考慮到對公益財團法人的影響，另一方面可能無法包括合夥或信託等常見之商業組織或交易型態，較諸外國法規定亦過於狹隘，因此，現行規定恐有待檢討。

(三) 富人與高淨值客戶

另一個可資探究者為一定資力以上的富人或所謂「高淨值客戶」(high net worth client) 是否可歸類為專業客戶的問題。若依一較大型的企業可以因其較高的資力即被視為係具有專業能力，同理亦應可適用於富人或高淨值客戶，且有些自然人事實上也係以投資為業。然而，由於個人畢竟非如企業一般在內部即可集眾人之力，因此，在立法上，是否要對富有之個人客戶予以特別的保障，

即係政策上可思索的問題。

於我國現行法下，依前揭銀行應注意事項之規定第 3 條第 3 項，一自然人必須經提供新台幣 3 千萬元以上之財力證明，且該自然人並必須具備充分之金融商品知識及經驗並瞭解作為專業客戶時金融機構可免除的責任，經以書面向銀行申請分類為專業客戶後，方能成為專業客戶。因此，在我國現行法下，具高資力之自然人，並不當然成為專業客戶，而必須經過該自然人向銀行提出申請，並經銀行調查審核符合前列條件之後，方有可能成為「專業客戶」。

由比較法的立場來觀察，於英國法下，由列舉規定中可知自然人不可能成為本質性專業客戶¹²⁰，除非該自然人自願放棄作為零售客戶的權益¹²¹；於美國法下，亦未將自然人包含於合格投資人之概念之中；不過，於香港法下，若個人持有投資組合超過八百萬港幣時，該個人可被視為係專業客戶¹²²。於新加坡的情形，則容許「個人」成為適格投資人，其標準為總資產超過超過二百萬新幣或前一年所得超過三十萬新幣¹²³。

因此，綜上，我國現行法之規範模式，係較接近英國法下的規範模式，亦無特別不妥之處。將來如有更進一步之立法，是否適宜將超過一定門檻（例如仿香港或新加坡的規定）的高淨值客戶直接列為專業客戶，可再予以檢討。

四、分類的變更

在初始的分類之後，接下來的問題即為一客戶是否可請求分類的變更。一般而言，

¹²⁰ 見前註 53。

¹²¹ 見下「肆、四」。

¹²² 見前註 74。

¹²³ 見前註 97。

變更可分兩個方向：其一，由專業客戶變為一般客戶；其次，由一般客戶變更為專業客戶。另一方面，變更亦可能是永久且固定的變更，亦有可能係針對單次交易暫時性的變更。

為何一客戶會想變更其客戶之分類屬性？一方面而言，該客戶可能可藉由變更分類來取得更高程度的保障，另一方面，變更分類的結果，可能使一般客戶接觸到專業客戶方能交易的金融產品¹²⁴。因此，變更分類本身，已隱含在投資人保障及產品選擇性上的考量。本文以下，即將由這些面向，來比較及分析我國法及外國法的規定¹²⁵。

於我國法，依前揭境外管理辦法第 3 條第 2 項第 3 款以及前揭銀行應注意事項第 3 條第 3 項的規定，在同時符合若干條件之下，一自然人的一般客戶，可以以書面向金融機構申請成為專業客戶；而這些條件包括：(一)提供新臺幣三千萬元以上之財力證明；或單筆投資逾新臺幣三百萬元之等值外幣，且於該受託、銷售機構之存款及投資（含該筆投資）往來總資產逾新臺幣一千五百萬元，並提供總資產超過新臺幣三千萬元以上之財力聲明書；(二)投資人具備充分之金融商品專業知識或交易經驗；投資人充分了解受託或銷售機構受專業投資人委託投資得免除之責任，同意簽署為專業投資人。

由比較法的面向來觀察，以英國法為例，首先，金融服務局的規定容許零售客戶依其個人選擇成為專業客戶（即「選擇性專業客戶」（elective professional client），而其條件為，一方面而言，此「選擇」必須由該客戶主動以書面聲明請求變更其分類為選擇性專業客戶，其後，該金融機構必須以書面警告該客戶，嗣後並須經該客戶以單獨的文件書面確認其已瞭解喪失若干法律上保障的後果，此後該金融機構方能將該客戶變更為選擇性專業客戶¹²⁶；另一方面，金融機構亦必須主動評估該客戶是否具有足夠的知識及經驗等以瞭解交易的內涵與風險¹²⁷。金融機構亦必須採任何合理步驟以確保該客戶有符合前揭的條件¹²⁸。此外，一金融機構亦必須注意到該客戶的資訊及狀況是否有變動，若已不符合前揭的條件時，則該金融機構即必須採取適當的行動（appropriate action），包括通知該客戶或將該客戶改列為零售客戶¹²⁹。歐盟的規定亦大致相仿¹³⁰。

其次，於英國法下，亦容許專業客戶（或適格市場相對人）向一金融機構請求享受較高程度的保護¹³¹（歐盟之規定亦同¹³²）；不過，此係客戶自己的責任，金融機構並無義務主動提供較高程度的保護¹³³。同時，英國金融服務局提供客戶及金融機構較高的彈性，

¹²⁴ 有些產品，可能僅限於專業客戶來投資。例如，見前揭境外管理辦法第 22 條第 1 項第 3 款。

¹²⁵ 並非所有外國法皆明文允許分類的變更（例如前揭美國法的規定），此亦反應出分類的法源及分類之目的。

¹²⁶ FSA Handbook COBS 3.5.3(1)R.

¹²⁷ FSA Handbook COBS 3.5.3(3)R.

¹²⁸ FSA Handbook COBS 3.5.6R.

¹²⁹ FSA Handbook COBS 3.5.9R.

¹³⁰ 見前註 35。

¹³¹ FSA Handbook COBS 3.7.1R.

¹³² 見前註 33。

¹³³ FSA Handbook COBS 3.7.2G.

因此，為提供較高的保護而必須改變客戶的分類時，可以係一般性地、按個別交易、或制定特定的規則來因應不同的交易或狀況來調整客戶分類及保護的程度¹³⁴。

若與英國法相較，則我國現行法的規定，雖然大體上相仿，然而，無論在制度設計上及解釋上，仍有若干缺陷。首先，於我國現行法下的規定，僅允許「自然人」申請變更成為專業客戶，然而，如前所述，一些中小企業（無論係公司、合夥或獨資事業）亦可能屬「一般客戶」，然而，這些營利機構，卻無法申請成為專業客戶，反而係理論上較需保障的自然人享有提升分類的權利，此可能導致一些中小企業無法與國內金融機構進行一些避險交易的結果（因為這些交易可能僅開放予專業客戶），此在法令設計及解釋上，顯有不足之處。

其次，我國現行法下，依前揭銀行應注意事項第4條第2項的規定，一中華民國境內之專業客戶可以書面向銀行要求變更為一般客戶，然而相同的規定，卻未見於前揭境外管理規則之中。然而，我國現行法的規定，可能有以下的問題：一方面，如前所述，於我國法下，法人作為專業客戶的門檻並不算高¹³⁵，且前揭境外管理辦法主要係針對較具複雜度及風險性的結構型商品，因此，在我國法的解釋上，誠然有可能出現一資產超過新台幣五千萬元之公司與銀行進行外匯或利率交換衍生性商品交易，實際上對產品可能理解有限，但卻被視為係專業客戶的狀況。由此角度觀察，前揭境外管理辦法的規定，亦應有如前揭銀行應注意事項或仿前揭英國法的規定，增加由專業客戶改列為一般客戶的

可能性，以增加一些分類上的彈性，並可符合我國現行法實係規範風險性與複雜度較高之金融產品的現狀。

另一方面，前揭銀行應注意事項的規定，僅規定專業客戶可以書面請求變更為一般客戶，但法令中並未規定銀行是否有義務一定要同意（或在何條件下可予以同意或拒絕），與英國法相較，則我國法的規定顯過於簡單，將來實務上有關變更分類是否會引起更進一步疑義，恐有待時間觀察；然而，於法令之設計及解釋上，恐宜增訂相關的規定予以補充，以免將來的爭議。

其三，若與前揭英國法相較，則可顯見我國法的規定，在程序的保障上較為薄弱。於我國法下，分類之變更雖皆必須經過書面請求及書面確認，然而，英國法同時亦要求金融機構必須以書面告知客戶變更的風險，此部分則未見於我國的規定，在保障的完整性上難免令人有為德不卒之感，值得將來予以修訂。

伍、結 論

綜上，於2009年下半年所公布之境外結構型商品管理規則以及銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項中，於我國法下初次引入對金融機構之「客戶」予以分類的概念，由比較法之立場，英國、美國、香港、新加坡乃至澳洲等國皆早已有相關的規定，我國現行法將客戶予以分類，實係與國際接軌之舉。

然而，綜觀前揭境外管理規則及銀行應注意事項之分類規定，仍有若干問題。其一，前揭規則或應注意事項的層級仍係行政規則，且僅適用至衍生性金融商品或結構型產品，

¹³⁴ FSA Handbook COBS 3.7.7G.

¹³⁵ 見前「參、一」及「肆、三、（一）」。

有鑑於國內有大量投資人乃投資一般證券、基金、外匯等具市場波動風險之產品，我國現行法規定，及層級及規範層面，相較於外國法，仍過於狹隘。

其次，就分類的標準方面，一方面，我國以「總資產」作為「法人或基金」之分類之唯一標準，由比較法的立場而論，值得更進一步修訂，以引入其他概念（例如總現金流量、資本額等）以廣泛定義作為「大型事業」之法人。另一方面，我國現行法規定僅限於「法人或基金」，而未更進一步涵蓋非法人之營利組織型態，以及適用至非營利法人之適當性，值得將來在立法上更進一步檢討。

最後，客戶的區別僅係建構金融機構之行為規範之第一步，更深入之影響當為在客戶分類的基礎上，再更進一步就金融機構銷售之產品種類的限制、其他行為規範（例如推介適當性義務、產品說明義務等）的適用範圍、乃至金融機構不當銷售的法律責任等予以深化，本文希冀利用比較法之研究，來檢討我國現行法不足之處，並點出將來修訂法律之方向。

參考文獻

一、中文

1. 林玫君及馮聖中，〈英國金融服務消費爭端解決機制之探討〉，《台灣金融財務季刊》，2007 年 6 月，8 卷第 2 期。
2. 陳肇鴻，〈論結構債之契約關係及指定用途金錢信託之法律性質〉，《軍法專刊》，2009 年 6 月，55 卷第 3 期。
3. 陳肇鴻，〈ISDA 總契約、利率交換與消費者保護法：評高等法院 96 年金上字第 3 號判決〉，《律師雜誌》，2008 年 8 月，347 期。

二、英文

1. N Moloney, *Large-scale Reform of Investor Protection Regulation: The European Union Experience*, (2007) (4) MqJBL 147.
2. DC Sienko, *The aftermath of Derivatives Losses: Can Sophisticated Investors Invoke the Suitability Doctrine against Dealers under Current Law?* (1995) 8 DePaul Bus LJ 105.
3. N Moloney, *How to protect investors : lessons from the EC and the UK* 236 (Cambridge University Press, Cambridge, UK ; New York 2010).
4. JD Haines, *The Markets In Financial Instruments Directive (MiFID): Investor Protection Enhanced by Suitability Requirements* (2007) 28(11) Comp Law 344.
5. NS Poser, *Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors* [2001] BYU L Rev 1493.
6. SJ Choi, *Regulating Investors Not Issuers: A Market-based Proposal* (2000) 88 Cal. L. Rev. 279.
7. MV Sachs, *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets* (2006) 81 Tul L Rev 473.
8. L Roberts, *Suitability Claims under Rule 10b-5: Are Public Entities Sophisticated Enough to Use Derivatives?* (1996) 63 U Chi L Rev 801.
9. Hong Kong Securities and Futures Commission, *Issues raised by Lehman Minibonds Crisis: Report to the Financial Secretary*, § 12.2, http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/whatsnew/review_lehman.html (last visited 5 Mar. 2009).