

# 金融衍生品交易与投资者保护

## The Sale of Financial Derivatives and Investor Protection

王文宇 主持

Wang Wen-yeu

缪因知 整理

Miao Yin-zhi

**【刊发说明】** “合金论坛”是由来自国际中文学界十余个法域、数十个机构、近百位相关领域的一流法律研究者和实务者共同组成的一个邀请制在线论坛，创办人为台湾大学王文宇教授。其宗旨是希望以合同研究为基础，探讨商事组织特征逻辑，进而探究涉及的金融法律议题。

作为财经法学领域的知名特色刊物，本刊与该论坛合作整理部分精华成果刊发以飨读者。这里不仅有顶尖专家就其关心的前沿话题的针锋相对，也有他们对各自得意之作的亲笔介绍，可谓不可多得的思想盛宴。为便于体现争点，本刊既适当保持了当时的交流原貌，也事后做了加工整理。

本期讨论实际发生于2016年3—4月。两岸学者讨论了由于汇率变动引发的人民币目标可赎回远期合约（TRF）争议，涉及作为销售机构的银行和购买者之间的责任认定和分配、复杂金融衍生品的购买资格限制、行政监管机构和法院在纠纷处理中的权责等问题。尤为称道的是，不少学者从金融市场的长远健康发展出发予以了通盘考虑，认为对金融商品购买者不能过度保护，增加其道德风险，避免了单纯指责金融机构、鼓吹金融消费者保护的教条式流行话语。

### 一、我国台湾地区的 TRF 纠纷

#### （一）TRF 的性质认定

创拓国际法律事务所杨家欣律师指出：由于人民币汇率变动转向，人民币“目标可赎回远期合约”（TRF，Target Redemption Forward）这类衍生性金融商品争议在台湾地区愈演愈烈。据惠誉信评的估计，银行客户已浮上台面的违约损失超过新台币2000亿元，其中四成未经担保，对台湾地区金融体系可能造成冲击，也引发了一些诉讼纠纷。

TRF产品本质上是一系列外汇选择权/期权的组合。选择权分为买权（call option）及卖权（put option）。卖权（反之为买权）的持有人可以选择在一定的日期（到期日）以特定的价格卖出（反之为买入）一定数量的标准化产品。这些标准化产品可以是大宗物资（黄金、石油）、上市股票或者外汇。卖权的买方会期望产品价格下跌，常用其来避免价格下跌导致获利减少的情形。

例如，某出口厂商每个月都有的结算外的需求是将所得人民币汇为美元，而美元兑人民币汇率若看起来有缓慢稳定贬值的趋势，于是银行便开出一个入局的名目本金（通常最低为100万美元，但客户入局时暂时不必用自有资金下注，甚至不需要事先提供担

保), 将一系列的选择权勾在一起, 定出一个期限 (例如 12 或 24 个月), 锁定价格区间 (目标价与保护价), 在这期间中每个月都行使选择权卖权, 然后加上一个获利上限 (称为 Target), 客户获利如到达这个上限, 全部的约定立刻终止, 银行及客户同时出场, 这就是 TRF 的基本架构。

中信金融管理学院财经法律系助理教授蔡钟庆补充指出: TRF 由银行与客户对未来汇率走势进行押注。当客户进行汇率单边走势的押注, 押对方向, 获利为“本金×汇差”; 猜错方向, 亏损除了价差乘上本金外, 还须乘上杠杆倍数。TRF 设计为客户的累积获利达一定条件, 银行不玩时, 就可以出场, 但是当客户赔钱时, 必须等到合约到期才能结束。TRF 合约期通常分为 12 个月或 24 个月, 每月进行一次结算作业, 交易门槛多在 100 万美元 (亦为投资人的本金), 同时会约定一个比现货价格 (如人民币 6.10 的汇价) 低的执行价 (如人民币 6.15 的汇价)、距离现价格更远的“上方保护价” (如人民币 6.2 的汇价), 以及亏损时须乘上的杠杆倍数 (市场最常见的为 2 倍杠杆倍数), 有些银行会再加设一个中止价 (如人民币 6.05 的汇价, 用以保护庄家, 只要汇率触及此价位, 契约自动终止)。

假设结算当日人民币汇率持续走升到 6.05 的汇价, 高于执行价的 6.15 汇价, 投资者将有权按低于现价的 6.15 执行价汇价买入人民币, 赚取 10 万美元汇兑收益 [本金×汇差=100 万美元×(6.15-6.05)]; 反之, 于交易的任何时间点, 人民币汇率走贬低于上方保护价, 投资者将面临被补缴保证金或增加担保品的命运, 若结算当日人民币汇率走贬来到 6.25 汇价, 低于上方保护价 6.2 的汇价, 投资人将有 20 万美元的亏损 [本金×汇差×杠杆倍数=100 万美元×(6.15-6.25)×2]。

长庚大学工商管理学系游启璋副教授表示, 依他个人观察和银行交易员及高阶主管的讨论, TRF 的设计本身几乎没有避险的功能。即使对于非常少数真正有美元收入, 同时有人民币需求的厂商而言, 避险功能也微乎其微。因当人民币升值时, 银行端有保护价敲出事件 knock out event 条款的设计, 银行可以认赔出场。但是在人民币贬值时, 客户必须继续合约, 到期前不能认赔出场, 且无上限。

所以客户不会 (也无法) 用 TRF 来避险, 客户只会 (也只能) 用来“对赌”人民币 (相对美元) 的升、贬值。许多的衍生性金融商品可以避险, 客户也可利用来“投机” (或者是赌博)。法规能有效区别客户的动机或性质, “分级管理” (主管机关喜欢用的用语) 才有意义。如果合约设计上无法避险, 或者是稍微加上一些条件, 美其名为“嵌入型”或者“合成型”的商品, 实际上只能做“对赌”的工具, 政策上是否应有不同的考虑?

北京大学法学院刘燕教授认为 TRF 的交易结构与 2008 年中信泰富澳元杠杆交易中的合约比较相似, 投资人有一个卖出期权加上略低于现价的行权价, 银行方面有两个卖出期权, 外加亏损时的敲出 knock out 权利。结果就是投资人上涨获利有限, 下跌翻倍赔偿的状态。比当年中信泰富合约稍好一点的是, TRF 合约有一个保护价的设置, 使得投资人方面可以推迟一点确认损失。不过, 一旦人民币跌破保护价, 投资人会出现跳空结算大额损失的结果。

## (二) TRF 的客户分类监管问题

杨家欣指出, TRF 被定位为衍生性金融商品中的“复杂性高风险商品”, 这指具有结算或比价期数超过 3 期且隐含卖出选择权特性之衍生性金融商品。针对非避险目的承

作的“复杂性高风险商品”应设有法定的个别交易损失上限。但如果是基于避险目的而从事 TRF 交易，则不设法定损失上限。

然而，实务上如何划分避险或非避险目的承作的 TRF，是一个难题。据杨家欣了解，先前多数投资人承作 TRF 时都直接被银行归在避险部位，因此损失没有上限。但银行与客户的认知未必会一致。

杨家欣认为应实行投资人分级管理。未来只有专业机构投资人、高净值投资法人、总资产超过新台币 1 亿元之法人及避险目的之一般法人可以购买 TRF。过去可以投资 TRF 的其他类型客户，像“专业自然人”及“非避险目的之一般法人”以后均不得购买 TRF 商品。金管会虽然认为除部分规定外，“衍商管理办法”亦应一体适用于属境外投资人之 OBU<sup>〔1〕</sup> 客户，却同时于函令中对 OBU 客户之资格条件给予弹性，使之成为一项管制漏洞。

蔡钟庆指出，先前规范 TRF 的规定是于 1995 年发布的“银行办理衍生性金融商品业务应注意事项”，后金融监督管理委员会 2015 年 6 月颁布的“银行办理衍生性金融商品业务内部作业制度及程序管理办法”（“衍商管理办法”，2016 年 1 月修正）则是规范 TRF 最主要的规定。2016 年 1 月最重要的修正条文乃是增订“银行办理衍生性金融商品业务内部作业制度及程序管理办法”第二十五条之一：

第一项	<p>银行不得与下列客户办理复杂性高风险商品：</p> <p>一、自然人客户。</p> <p>二、非避险目的交易且属法人之一般客户。</p>
第二项	<p>银行向专业机构投资人及高净值投资法人以外客户提供复杂性高风险商品交易，应遵循下列事项：</p> <p>一、属汇率类之复杂性高风险商品：</p> <p>（一）契约期限不得超过一年。</p> <p>（二）契约比价或结算期数不得超过十二期。</p> <p>（三）非避险目的交易之个别交易损失上限，不得超过平均单期名目本金之三点六倍。</p> <p>二、前款商品以外之复杂性高风险商品：</p> <p>（一）非避险目的交易契约，其比价或结算期数十二期以下（含）者，个别交易损失上限不得超过平均单期名目本金之六倍。</p> <p>（二）非避险目的交易契约，其比价或结算期数超过十二期者，个别交易损失上限不得超过平均单期名目本金之九点六倍。</p> <p>三、前二款所称平均单期名目本金为不计杠杆之总名目本金除以期数之金额。</p>

为控管人民币 TRF 风险，立法院财政委员会于 2016 年 3 月决议：未来复杂高风险衍生性金融商品应经主管机关审核通过后，始得发行销售，但交易对象为专业机构投资人、高净值投资法人时不在此限，并要求台湾地区“中央银行”及金管会应尽快检讨、修订相关规定。据金管会 2016 年 4 月统计，TRF 商品已经平仓部位有新台币 72 亿元，暂列应收款有新台币 111 亿元，转为放款有新台币 106 亿元，总计客户损失总共有新台币 289 亿元，而银行因销售这类商品获利达新台币 131 亿元。

〔1〕 Offshore Banking Unit，简称 OBU，又称国际金融业务分行、离岸银行、境外银行，指存款人在其居住地的境外开设账户的银行。

据悉,金管会银行局局长认为该举措是走回头路,将降低台湾地区金融市场的国际竞争力,严重损害金融创新。金管会前主委、立法委员曾铭宗也担忧,未来有避险需求的客户可能跑到香港、新加坡承作这类商品。金管会时任主任委员王俪玲则表示考虑修正承作人的门槛,未来有经验者才能做这类商品。此前可承作对象门槛主要以财力为准,金管会研拟加入具专业知识、有承作相关或相同商品者才能购买。

台湾悠游卡公司法律事务部主管陈静芳博士指出台湾地区于2011年制定“金融消费者保护法”及其子法,有关客户分类采用一刀切的硬性规定方式,以财力和专业能力区分金融消费者与非金融消费者(专业投资人)。近来发生TRF争议,监管机构直接把原本符合专业投资人的财力标准(新台币3000万元)提高至1亿元,将买卖TRF的主要损失者、净资产不到1亿元的中小企业客户未来在买卖衍生性商品时亦纳入保护。专业投资人与金融消费者的区分标准是游移的。

由于金融商品仍然会不断创新,陈静芳建议除了思考从3000万元门槛提高到1亿元是否为头痛医头、脚痛医脚,还要思考是否继续使用硬性规则的监理方式。她认为或可采用欧盟MiFID指令的方式,一定财力、投资经验的金融消费者得经过严格书面等程序后(确定意思表示自由的),升级为专业投资人。反之,专业投资人亦得主动降级要求成为金融消费者,并请求金融机构践行较详细的说明义务等保护措施。

虽然采用硬性规则的优点是容易遵循,但缺点则是不区分商品及金融消费者个别差异,也不提供放弃权利保护、以方便交易的机会。直接以法令限制缔约的权利是否适当,也仍有疑义。毕竟被分类为金融消费者之人,亦可能在某些特殊商品领域已有相当投资经验。反之,符合硬性标准被分类为专业投资人者,亦可能在某些商品的交易(如TRF)中未必熟悉或具备相关投资经验,故硬性规则的立法方式可能无法达成客户分类的目的。若根据商品的复杂度、风险高低分别设计不同的标准,则该分裂规范的方式可能使得监管及法规趋于复杂。

### (三) 了解你的客户(KYC)规则与金融衍生品销售规制

新加坡管理大学法律学院助理教授陈肇鸿认为,银行和客户间明显有信息不对称(information asymmetry)。许多关于客户的信息银行不会有,自然也很难作实际判断。银行固然需作KYC,但如果客户不愿意提供(或不诚实提供),银行取得信息的能力有限。例如,购买产品究系为避险还是投机,应该由投资人的立场来判定,不是由银行来猜。银行也许应该问,但回答这些事项的决定权,应交由投资人自己来决定,这应该是更有效率的结果。由此自然地,投资人亦应该在某程度内承担自己决定的结果。

特定产品是否可销售给非专业客户,一方面是法政策问题,一方面也有很多技术问题。例如,在现代金融市场,套利(arbitrage)是自然会出现的状况。以许多买TRF的人的财力,台湾地区买不到,到香港地区或新加坡一样可以买 accumulator 或 ELI 一类的玩意。台湾地区的银行不能卖,有钱人要不就把钱投到其他地方(炒股炒房),要不就把钱流到海外。其效果需要由主管机关来评估,是否要做到高程度的产品干预(product intervention),比较法上亦无一定的准则。

此外,要不要让一般投资人有权自行选择改变其投资人属性分类,国际上也没有一定的准则。假定原始分类是正确的,如果一个一般投资人经改变分类或经警告之后,还是一意要买,那究竟应该是谁的责任(或何方可以更低的成本来避免未来损失)?陈肇鸿认为应该是投资人要承担自己的结果。银行的底线是要充分揭露告知客户产品内容及

相关风险（也许更该提醒签名的法律风险），并不得有诈欺的情事。相对地，投资人也应该承担在合约上签名后的责任。

台湾金融消费评议中心刘彦诠律师认为（发言均不代表中心立场）：银行销售 TRF 时，负有说明义务、适合度义务、善良管理人注意义务、忠实义务等等（相关条文可以参看“银行办理衍生性金融商品业务内部作业制度及程序管理办法”）。杨家欣提到的问题应该是银行除向客户进行说明及揭露外，是否有进一步确认客户理解之义务？此涉及说明义务的内涵为何。另一个问题则是如何确保银行或理财专员遵守适合度评估义务，而非透过迂回方式进行规避主管机关或银行的相关规范。

中央财经大学法学院副教授缪因知指出：KYC 主要的意义应该是公法管制，如反洗钱方面，对民事合同无意义。中国人好赌，就算设定投资门槛，合伙凑钱购买的事情也做得出。即便银行宣称只接受特定客户，又明知此人不符而订约，也只是共同过错。

对有二级市场的金融商品如期货来说，设定投资者准入门槛有降低噪音、提高估值效率的作用，但对一对一的金融商品而言，似乎无此必要。金融监管机构规定若干人等不得买卖特定商品，自然能减少这些人日后争吵的麻烦，说起来也能写入保护民众福祉的功劳簿。但实际上损害了金融业的发展，包括投资者历练成熟的机会。老实讲，没点血的教训真是学不会。而且懵懵懂懂赚钱时不也挺乐呵么。

理仁法律事务所主持律师谢文倩指出，银行销售 TRF 仍需确认客户之风险承担能力以及避险需求，落实 KYC，才能符合法令的要求。合法合规的方式应该由银行主动调查并要求购买客户提供其避险需求之证据。现在 TRF 风暴席卷很多商户，是因为银行根本不考虑客户的避险需求，任由资本额极低的 OBU 纸上公司（资本额 1 万元或 5 万元）与银行签约，再要求台湾母公司与负责人担任连带保证人，拖垮中小企业主。银行销售 TRF 实有违法不当且未善尽投资人保护之疑义。

金管会在 2016 年 1 月修正公布的管理办法虽然把境外法人购买 TRF 纳入规范，也明定自然人与非避险目的之法人一般客户不得购买，但仍然没有禁止台湾地区母公司与负责人担任连带保证人。鉴于连带保证人几乎等于主债务人，金管会的规范仍然存在非常大的规范漏洞。

蔡钟庆指出：事实上在台湾地区许多 TRF 交易的对象也均在某种程度上了解风险，但是鉴于先前大部分的媒体多预测人民币有大幅升值的空间，加上银行销售人员的大力营销，从而投入购买此项商品。

金管会前主委曾铭宗于 2014 年 5 月前往立法院财政委员会报告时称，发现有银行承做 TRF 商品的交易量和获利大幅增加，陆续产生客户投诉，因此对 9 家银行启动项目金检。

金管会项目金检后，发现各银行有五大缺失：一是核给客户交易额度时，没有评估客户风险承担能力，二是没有依照客户交易目的、经验和营收等条件给予适合商品，三是没有对高风险商品做上架审查或审查不确实，四是对一般客户的交易文件，全用英文表达，也没告知最大损失和中途解约事宜，五是银行以不具资格企业金融业务员去做商品销售。

对此金管会三面撒网，第一是对类似 TRF 的复杂型高风险商品做全面控管，包括强化银行内部对新种商品的审查程序，如复杂高风险商品第一次上架销售前，需报常董会或董事会通过；第二是强化商品销售控管和产品设计，如需设有客户停损退场机制；

第三则是建立联征中心额度查询数据库。

为全面了解各银行销售 TRF 状况，金管会也调查各银行销售 TRF 的公司名称、资本额、营业额、所属行业、承做金额及损益状况六大项内容。其中在所属行业中，更调查各银行是否有销售给农民、乡民、水果摊老板等职业的一般自然人客户。依现行规定，销售 TRF 对象需是符合资产 3 000 万以上的高资产客户。

#### （四）TRF 购买者和销售者的责任分配

陈肇鸿认为，对银行而言，底线是要充分揭露告知客户产品内容及相关风险（也许更该提醒签名的法律风险），并不得有诈欺情事。相对地，投资人也应该承担在合约上签名后的责任。他的意见可能比较极端一点，但过度的投资人保护只会让投资人更笨，道德风险越高（至少在台湾地区看来是如此），追根究底要保护投资人还是要提升金融认知度（financial literacy）以及促使投资人作谨慎决定。金融产品纠纷方面，过去有连动债，今日有 TRF，法令越修越多，投资人抱怨反而更多，和连动债相比（至少很多人确实是拿退休金来买），很多 TRF 的投资人其实不见得不知道风险，也不是不懂风险，而是不想承担风险，获利时不见有人抱怨（事实上不少人也不是第一次买），但损失时就来要赔偿（那之前的获利是否也要吐回？），更何况 TRF 前早有连动债纠纷，被划为“愿赌不服输”也是自然的结果。个案当然需个别而论，对市场而言，就和政党轮替相仿，多几次大家就知道规则，真被骗的人当然需要保护，如果是真的愿赌（或真避险但买错产品）但不甘心损失，不应让他们随便找法律理由搪塞，否则长期以来对银行和投资人都不会有好的结果。

缪因知认为，结构化理财产品在 2008 年金融风暴后在中国大陆也引发过很多纠纷，当时澳元 Accumulator 曾经让一些巨型国企如中信泰富损失了几十亿元。他赞同陈肇鸿的观点，欺诈以外无责任。英雄莫问出处，金钱甬管主人。个别投资人是否符合能理解此等复杂高风险商品的“专业投资人身份”很难讲，就算是销售最简单的股票指数基金，科学家也能声称自己不理解其中的高风险。

中信泰富案中，有人指责 Goldman Sachs 跟客户签订的合同是客户收益有上限，损失无上限的，不公平云云。但金融风暴前澳元看好，收益虽有上限，却看上去是稳当的。这跟赌局中冷门热门赔率不一样一个道理。韩国后来也有类似案件，涉及 Knock in knock out 的，一度被法院以情势变更的理由否认效力，引发市场骚动。不过这次人民币虽然波动，却不像 2008 年金融风暴那样有一个明显的非常规事件背景，而可以讲是中国大陆经济增长减速后的“新常态”所致，所以仍然能作为市场正常波动来理解。

缪因知质疑称，如果能以投资者不适格而要求认定合同无效，那在对赌客户挣大钱时，金融机构是否也能以此为由主张合同无效？当然，金融机构缔结无效理财合同也有过错，甚至是主要过错，那就算三七分成，也是划算的。律师的思路似乎是指责银行为了做生意，有意或放任扩大高波动、高风险金融业务的规模。为客户利益最大化，这可谓是妙计出奇兵。但这个好像是公法责任，而不是私法责任吧。就算说银行这么做“错了”，似乎也不是缔结无效合同的过失责任层面的过错。还是为了可以让法院援引违反公序良俗条款来否定合同？

刘燕觉得台湾地区的法院以及监管当局对投资者或者金融消费者确实比较关照。她比较认同陈肇鸿、缪因知的观点，主张应该让投资人自己增强风险意识，特别是考虑到参与 TRF 交易的都是企业，而非当年买雷曼连动债的退休老人家们。且过去数年间

TRF 作为赌人民币升值的杠杆交易在离岸市场已经很流行，参与者恐怕大多还是为了赌一把获利。对这样的投资人保护过度，也不是一件好事。

谢文倩指出，人民币 TRF 是为了大陆台商出口获取美元后，为因应美元贬值之汇率风险而设计出来的避险衍生性金融商品，契约设计之获利有限、损失可为无限大，银行给的交易确认书上都有明显的警示，所以投资人要在诉讼中或争议处理中主张不清楚商品特性这是很难说得过去的，金管会也将之归类为复杂性高风险商品。

不过另一方面，谢文倩指出，这波 TRF 的风暴中，中小企业主多因无法继续提出保证金而被强制平仓，不得已再与银行签订新的授信契约，将 TRF 的损失转为负债。中小企业主几乎没有跟银行谈判的筹码，这是因为若不和银行签订新的授信，银行就会将该款项直接列为催收款提交联征，可能导致其他银行对该中小企业缩银根而影响本业。此等衍生性金融商品争议款项是否应给予银行提交联征之权限，用以压迫中小企业主，未来似乎也应该思考之。

据陈静芳了解，本次 TRF 除了征审过程或有可挑剔之处，销售过程似无欺诈或违反适当性原则及说明义务之情事，所以大部分银行并不愿意主动理赔。但因为涉及台湾地区经济支柱的中小企业，监管机构不得不跳出来修法。但陈静芳认为台湾地区金融发展已较为成熟，过度采用家父式的监管方式，反而有害金融市场的持续发展。法律及监管制度的制订者必须划定部分非理性行为属投资者应自我负责的领域，监管机构对于民意代表的压力亦应尽量站在专业角度力守立场。实践中，有不少不甘损失而找立法委员向金管会施压的投资人是具备投资专业能力却赖皮滥用资源之人。当然，持续进行金融消费者的教育训练，使其了解基础的金融常识，知悉基本的权利义务，以资提升金融消费者的素质，亦可以减少申诉及争议之发生。

钟家庆称，先前在金融消费评议中心服务时，确实有些民众来申诉时对于同一家公司，仅针对赔钱的交易申诉，赚钱的部分却不提。

#### （五）TRF 纠纷中的司法者立场

杨家欣指出，在纠纷发生后，大多数投资人反复与银行计较交易时之银行理财专员是否确实告知风险、商品属性等等，反而强化外界“愿赌不服输”的刻板印象，使得银行或法院均不愿接受投资人的主张。但他认为，判断的关键或许根本不是有无善尽风险告知义务，而是个别投资人是否真的符合理解此等复杂高风险商品的专业投资人身份。换言之，如果银行理解投资人不具此等专业判断与风险承受能力，却仍迂回以各种方式（例如形式上以法人、专业投资人为交易对象，但却令无风险承受能力之自然人为保证人）销售此等复杂且高风险之衍生性金融商品，是否仍符合银行法与“衍商管理办法”之管制意旨？以此方向论述，或许能让法院关注此等商品广泛流通所造成的集体风险，进而让投资人寻得解套的方向。

陈肇鸿指出：即便于英美或新加坡、香港地区等地，一般投资人上法院告银行不当销售，罕有胜诉的案例。根据他对连动债纠纷的研究，台湾地区法院在此类案件上的表现还不算太差，但一般趋势还是与主流国家或地区相符的。

私法上最终的问题是银行究竟对客户（特别是在订立契约前）负什么样的义务。如果银行的行为已经达到诈欺的程度，或根本完全没有践行法定的要求，例如“了解你的客户”（KYC）、适格性评估（suitability assessment），课以银行法律责任应无疑问，但大多数的案件并没有诈欺的成分（或根本上难以证明，即便有录音凭证）。银行完全没

有践行相关程序的几率其实颇低（罕见案例如英国之 Rubenstein v. HSBC 一案）。在此前提下，普通法法院（至少英国、新加坡、香港地区皆如此）基本上不倾向在契约关系上另行架构一侵权责任下的注意义务（duty of care），似也无法愿意将银行与客户间的关系间架构为受信义务（fiduciary duty），除非本来就有信托或其他受信关系（fiduciary relationship）。台湾地区虽然运用不同的法律术语，但大部分法院所采取的立场其实相似。

一个相关的技术问题为客户于合约上（银行通常有条款要投资人确认其已阅读及理解相关档）签名后，是否可再反过来主张银行未尽告知义务或其他义务。英国法发展出所谓的合同禁反言（contractual estoppel）的概念，台湾地区法院固然没有明确用这个观念，但多数法院的判决结果其实差不多。contractual estoppel 固然在释义学及判例研究的角度有很大的讨论空间，但简言之其赋予投资人相当的责任。

刘彦淦认为，除了证明银行有违反说明、注意等义务情事外，另外值得讨论的是，违反的法律效果为何。从“衍商管理办法”出发，会面对的第一个难题是，该办法的法源依据为“银行法”第45条之1第4项，系针对银行内稽内控所设。即使银行有所违反，而遭主管机关处以行政处罚，是否可以直接联结至民事责任，不论是契约责任或侵权责任，尚需架构相关论述。再者，如何突破因果关系，亦非易事。盖投资人因 TRF 所生损害，系直接肇因于人民币对美元的贬值所致，而纵使银行违反此等义务，投资人亦可能因为人民币兑美元的升值而获利。尤其，如系于两年前左右购买 TRF 者，于前面几期比价时，应多属获利才是。

刘燕指出，中国大陆 TRF 合约爆仓在 2014 年春就已经发生过，可能是因为参与交易的投资人多为私募基金或出口企业，它们或者风险承受能力尚可，或者有套期保值，所以爆仓后也没有引发任何社会风波。既不见兴讼，甚至连财经媒体都没有作为热点来报道。

还有一个原因可能是，2008 年后场外衍生交易的投资人起诉银行在大陆法院基本上都是败诉的，因为法官有比较强的商法意识，认为投资人自愿参与此类交易，又签字认可风险（尽管投资人事后主张实际上并不了解风险），就应当风险自负。此外，法院也意识到，作为投资人对手方的银行只不过是整个衍生交易的中间人或背对背交易的过手方，投资人赔的并非就是银行赚的，因此判银行承担投资人的损失也不太公平。

## 二、信用评等机构于金融市场中之法律责任

中国文化大学法律学系陈盈如副教授认为信用评等机构在各种金融危机中实际上扮演一个相当重要的推波助澜的角色。但每每在金融风暴过后似乎又安全地全身而退。信用评等机构与一般金融消费者间并无契约关系存在。其仅与证券发行人存在法律关系，有认为这是存有承揽契约关系。

而信评机构从事利益冲突的活动已是不争之事实。信评机构被诟病之利益冲突主要在于它们收受之报酬乃由接受评价证券之发行人所支付。在这种证券发行人付费模式（issuer-pays model）之下，评等机构有诱因去膨胀评等结果或降低评等标准，以取悦其客户。

然而，信用评等本身对于金融市场至关重要。一般投资人常以评等之高低作为其决定投资特定标的与否之参考标准，控管其投资风险程度。更甚者，机构性投资者经常在其投资契约上、内部控管上甚至在法律上，被要求其所投资之标的必须达到一定等级以上之信



用评等。对机构投资者而言，信用评等经常被用来作为批准投资特定标的与否之准则。然而，当投资出现亏损时，信用评等亦常被用来作为决策者或经理人投资失利之辩解借口。因此，从过去的发展中发现，信评机构之评等对于投资风险之控管，实际上帮助有限。相反地，其促使投资大众盲目信赖高评等之投资标的而忽略其所存在之真实风险。

在2008年全球金融危机后，各界对于信评机构之挞伐更是风起云涌。投资者在次级房贷债券之投资损失惨重，许多人的退休金等皆蒙受极大损害。投资者纷纷对于信评机构提起各种诉讼，包括诈欺与过失提供不实信息之损害赔偿诉讼等。然而，信评机构多坚持其所为之评等报告乃为一种意见（a statement of opinion）之发表，若其提供之信息有误，其并无恶意（scienter），对于读者也不负有注意义务（duty of care），并且投资人也无合理信赖（reasonable reliance）该评等之基础。

此外，信评机构也主张其所提供之意见，属于美国宪法第一修正案所保护之言论自由范围。其所发布之评等，乃信评机构对评等之标的所为相关资料之搜集与分析，并将其违约风险公布给投资人，此即如同新闻媒体对特定公司或金融商品所作出之评论。若有不准确，并不构成证券诈欺或过失提供不实信息等，而应受到Sullivan案中所确立言论自由之保障。许多法院过去也都采此见解。而在采此见解的状况下，纵使信用评等之结果不正确，但原告必须要证明被告具有真正恶意（actual malice），始得提起诉讼，进而请求损害赔偿。

然而，信评机构是否因此即得将其责任完全撇得一干二净，陈盈如深不以为然。对于信评机构因故意过失所提供之不准确评等报告，其究竟是否为对公众事务评论之言论自由保护范围，抑或是其所发布之信息应该受到证券诈欺或英美习惯法上过失责任之规范，目前美国有许多相关之诉讼，包括CalPERS v. Moody's Investors Service, Inc. / Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co. Int'l Ltd / In Re Moody's Corporation Securities Litigation有相关的讨论。

缪因知认为：评级机构的表现不尽如人意，究竟是能力问题，还是操守问题，这个问题首先必须得到澄清。

改为使用者付费，在技术上是否可行先不论，是否能显著改善评级的公正性？如果可行的话，至少从市场的角度看，应该有评级机构为了发出自己是公正的信号，而主动尝试这一模式。

在现有的模式下，既然是用户主动去搜寻评级信息，愿者上钩。而评级机构又不曾从使用者那里收取好处，为何会有受信义务之类的出现？假设有个黄大仙经常为债券发行开光，某虔信的机构投资者则宣称只要是黄大仙开光的债券，它都会重仓买入，黄大仙也知道这一点。后来黄大仙开光的某债券被证明是个骗局（黄大仙并未参与骗局），请问黄大仙对该机构投资者有责任么？

### 三、韩国金融消费者保护立法状况

韩国也发生过类似于TRF的金融衍生品纠纷。<sup>〔2〕</sup>韩国高丽大学法学院张琳介绍了

〔2〕 参见刘燕、楼建波：“情势变更原则对金融衍生品交易法律基础的冲击——以韩国法院对KIKO合同纠纷案的裁决为例”，《法商研究》2009年第5期；刘燕等：“韩国KIKO案件的交易结构分析”，《证券市场导报》2010年2月号。

韩国金融消费者的法律保护，他认为就目前的情况来讲，问题远多于经验。

**(一) 金融监管：对于金融消费者的保护，表面上予以承认，行动上并不积极。**

1997年亚洲金融危机之前，韩国对于金融市场实行分业监管的模式，即银行、证券和保险各有一个独立的监管机构。亚洲金融危机后，该分业监管的模式被混业监管的模式所取代。韩国政府设立了“金融监督委员会”（Financial Services Commission）作为韩国金融市场唯一的监管者。“金融监督委员会”下设“金融监督院”（Financial Supervisory Service）作为其具体的执行机构。“金融监督院”内设“金融消费者保护部”（Financial Consumer Protection Department）和金融纠纷调解中心（Consumer Complaints Center）作为保护金融消费者的常规机构。虽然从组织结构上来讲，韩国政府体现出对金融消费者保护的意向。但是，实践中的情况并非如此。

韩国金融监督委员会和金融监督院监管的重点在于金融机构运营的审慎性和安全性，从而预防金融市场的系统性风险。对于金融消费者的保护，他们虽然从表面上予以承认，但是行动上并不积极。一个重要的原因在于，无论韩国政府内部还是韩国金融法学界，有一种声音希望推动金融机构运营的安全性和金融消费者的保护成为两个平行的监管目标，进而将金融监督委员会和金融监督院进行拆分，形成两套独立的系统。这无疑触及了现行金融监督委员会和金融监督院的部门利益，从而遭到了抵制。在这种情况下，金融监督委员会和金融监督院不愿意过于重视金融消费者的保护，在该领域的执法也采取一种较为宽松的态度，希望把出现的金融消费纠纷交由法院来处理。

**(二) 司法：基于纠纷事实的专业性，法院倾向于尊重交易双方合约。**

韩国金融监督委员会和金融监督院基于部门利益，对于金融消费者的保护较为松懈，从而导致了该领域的纠纷数量在上升。比较著名的案例如 KIKO 案、ELW 案和 ELS 案，涉及金融衍生品的交易，结构复杂。韩国法院在审理此类案件的过程中，鉴于纠纷事实的专业性，往往采取较为消极的态度，倾向于尊重交易双方之间的合约。这些判决遭到了社会多方的批评，并以此呼吁设立专门的金融法院，增强法官的专业性和裁判的准确性。对于这一动议，由 13 名法官组成的韩国最高法院态度并不积极。

**(三) 立法：仅有维护金融机构运行安全性的法，未有金融消费保护立法。**

2007年韩国国会通过了综合性的《资本市场法》，将先前韩国金融市场的单行法规进行了编纂和统合，重点在于维护金融机构运行的安全性。其中对于金融消费者保护的条款较之以前的分散状态有所改善，但并非该法的重点。前几年制定《金融消费者保护法》的动议被提交到了韩国国会审议，在金融监督委员会和金融监督院的反对下，该动议至今未获通过。

**(四) 小结：期许对于金融消费者保护之理念能日益深入。**

张琳认为，韩国对于金融消费者法律保护的尴尬现状似乎在很大程度上归结于金融监管机构的部门利益。诚如布坎南所说的，“政治并不浪漫”。民主体制下的部门利益和游说政治（Log-Rolling）也会导致反民主的结果。她希望在韩国国会中博弈的力量会边际性地向支持金融消费者的方向移动。

#### 四、台湾雷曼连动债风波的处理经验

TRF 为银行得从事之衍生性金融商品之一，本次人民币汇率变动产生之 TRF 争议

问题,类似台湾早年的雷曼连动债。2008年9月雷曼兄弟申请破产保护,造成众多台湾投资连动债之人之巨大损失,引发一连串连动债之相关投资争议。许多受有投资损失之民众充满强烈不满之情绪,甚至集结于金管会及其他政府机关前抗议、游行,扬言采取激烈抗争行动。

### (一) 立足和解的处理过程

辅仁大学法律系郭土木教授当时在金融监督管理委员会任法律事务处处长,实际参与了金管会处理连动债争议之讨论。他指出,当时为了尽速弥平连动债争议及恢复民众信心之目的,并基于金管会内部研议及与银行公会、信托公会等相关单位商讨后之结论,就有关连动债争议之处理方针,金管会建议银行与投资人成立和解。当时和解建议之提出,并非因金管会于个案调查中发现银行于销售过程中有违法,而系金管会希望银行能解决争议与纠纷,并尽其“社会道义责任”,因此建议尽可能与投资人朝和解方向处理纷争,若仍无法达成共识,再寻求其他途径如提起调解或诉讼解决之。换言之,即便银行在销售过程中自认为无任何过失,金管会也期望银行能积极与投资人协商、和解、补偿。

银行公会2008年12月11日理监事联席会议通过雷曼连动债之争议态样及其处理原则,同意依循金管会之行政指导,称:“银行公会经多次与金管会及会员银行充分讨论,始获致上述争议态样。银行公会表示,并非每项争议态样银行皆涉有过失责任,唯为响应金管会认为银行应负起社会道义责任之期许,因此商定上述争议态样,期以展现照顾客户权益之最大诚意,进而恢复银行与客户间之信赖感。”由此可知,金管会与银行公会达成解决争议之共识,能优先平息民怨、挽救商誉。

郭土木认为,金管会紧急提出前开行政指导,也是考虑到虽然“银行法”第61—1条有授权金管会在银行违反“银行法”及相关法令规定时,得对银行进行裁罚。唯纵使有法律授权金管会裁罚之依据,仍应依行政程序法与行政处罚法之正当程序为之,否则金管会所为之行政处分,即有可能被指为违法或不当之瑕疵,并可能遭诉愿机关即金管会之上级机关行政院或行政法院撤销。

况且,从事实面而言,金管会于对外发表上述指导原则或其他行政指导前,系属通案性,并未对连动债申诉案件之每一个个案进行指导,具体个案中银行有无违法情事之具体事证需进一步依规定程序办理。在此前提之下,金管会自无可能以行政指导及“裁罚”作为强制银行和解之立论基础。

对金管会而言,促使银行与投资人成立和解,实系为尽早有效地解决连动债争议、恢复民众信心,所实行之方法之一。与具体个案中银行是否有违法销售连动债之情事,并无直接关联。退一步言,即便金管会于个案中明确掌握银行违法之事证,也没有权利要求银行对投资人进行赔偿,否则等同剥夺银行受宪法所保障之诉讼权以及财产权,亦有违反不当联结禁止原则之嫌疑,更使主管机关涉入民事争议之纠纷中。

### (二) 连动债销售之相关法令规定适用分析

郭土木指出,银行对于连动债之销售系透过特定金钱信托架构为之,由投资人将资金信托予银行,并指定用途为投资连动债。因此,银行办理连动债之销售,除了银行法外,须受到信托法、信托业法及其他相关法令之规范。

至于银行公会或信托公会所自行订定之自律规范,系属同业间之道德规范与自律机制,例如银行办理财富管理业务作业准则、银行对非财富管理客户销售金融产品作业准则等,均非由立法机关所订定,亦非由主管机关所制订颁布,并不具有法律、命令

之性质，不生法律上拘束效力。因此，金管会不会以银行违反自律规范为由，而施以任何行政裁罚，否则即违反处罚法定原则。

### （三）法院判决对主管机关判断银行是否违法销售连动债时所生之影响

据郭土木任职金管会之认知，金管会在判断银行销售行为是否构成违法时，若法院有类似判决，金管会定会审酌该相关意见。盖因金管会为一行政主管机关，基于依法行政之原则，金管会自应要求其所为之行政处分均符合法令规范，而法院为解决法律争议、定纷止争之司法机关，金管会为求其行政处分之适法性及正确性，于具体个案中，若法院曾就相类似之事实做出判决，金管会会参照该法院判决。

另一方面，虽行政处分与司法民事争议案件之判决互不拘束，不仅金管会在类似个案行政处分过程中会参酌法院所为之判决，而尽量避免做出与法院判决歧异之行政处分，受理诉愿机关及各级行政法院于受理诉愿或行政诉讼案件时，均会审慎参酌其他法院于相类似争议问题所为之判断及理由。因此，当受裁罚处分之当事人提起诉愿及行政诉讼时，金管会所为之裁罚处分，即很有可能遭诉愿机关即金管会之上级机关行政院或行政法院撤销。如此一来，将有损金管会之声誉，使社会对金管会所为处分之适法性产生疑虑，金管会当然会尽量避免此情形发生。

总之，金管会在判断银行销售行为是否构成违法时，如法院有相类似案例之判决，金管会在做出裁罚处分之决定时，定会审酌该相关法院判决之意见/受到法院判决之影响。

综上，郭土木指出：从台湾地区法院对连动债争议案件之判决结果可观察出两个现象，首先，大部分的投资人针对连动债之投资损失所提出之赔偿请求，在证据处于弱势之投资人绝大多数是没有理由的（投资人败诉比例极高）；其次，经银行公会或金融消费者保护中心之调处或评议程序，纵使评议结果认定银行应予补偿一定之损失比率，但在司法角度观之，银行并非必定有赔偿之责任。原因就在于当初银行的和解方针，为“衡平”或“尽社会道义责任”，其审查向来就不是单以“民事赔偿责任之成立与否”作为标准。至于金管会对于银行销售连动债之个案中是否涉及违法之审查，确实会将法院于个案中所采见解纳入考虑。但金管会之行政处分须严格遵守依法行政之原则，倘若法院认定银行在某些情况下并不足以被认定违反风险揭露义务或其他销售程序之义务，金管会原则上会予以尊重，除非另有具体之违规事证，应不会对银行为不利之行政处分。

## 五、调解在金融纠纷处理中的作用

针对郭土木介绍的连动债处理经过，刘彦途指出为解决关于 TRF 等金融商品交易所生争议，金管会已责成他供职的台湾金融消费评议中心自 2016 年 4 月起以调处方式协助处理相关争议。之所以是用调处方式来处理相关争议，原因在于购买 TRF 等金融商品之人多非属“金融消费者保护法”定义之金融消费者（“金保法”第 4 条及金管法字第 10400555614 号令），故无法直接适用“金融消费者保护法”规定之评议程式。二程序最大差异在于有无“金保法”第 29 条所定一定额度下对银行的片面拘束力。故调处是否成立，仍须视双方是否达成合意或接收调处建议方案。只要一方不接受，则调处即无法成立，仍可再透过其他管道如诉讼、仲裁等程序寻求救济。本次所定之调处程序最大优点在于不收任何费用，且是否成立调处系于双方自主意愿，当事人在程序上及结果上参与程度较高。至于后续执行情形，则有待进一步观察。

金杜律师事务所陈胜律师指出,香港金融衍生品投资争议纷呈时也是由金管局指定香港国际仲裁中心进行处置,其后催生了香港金融争议解决中心的成立。大陆各金融监管机构在金融危机之后皆成立了消费者保护局,包括央行。其后分别在金融行业协会上内部成立了消费者调解中心,处理相关争议。大陆242家仲裁机构中的一部分也成立了金融仲裁院或调解中心,对金融消费纠纷的解决起到了一定的促进作用。

缪因知认为,调解在处理我国金融纠纷时具有特殊价值。一是当金融纠纷可适用的法律规则不完备时,调解可以较好地结合实际情况来予以处理,包括通过引入第三方承担义务来化解争议。二是当金融合同条款过于不利于缺乏有效缔约谈判能力的非机构当事方时,严格适用金融法律规则可能导致不正义,通过调解则可以实现更好的处理结果。由于金融机构和金融客户特别是金融消费者信息能力的不对称化是一个长期发展趋势,金融调解也具有长期性的价值。很多域外发达市场都通过半强制方式建立了专门的金融调解机制与机构。但我国现阶段宜通过市场主体自愿授权的方式来实现专业金融调解机构的权威。<sup>〔3〕</sup>

---

#### 参考文献

- 〔1〕刘燕,楼建波.情势变更原则时金融衍生品交易法律基础的冲击——以韩国法院对KIKO合同纠纷案的裁决为例〔J〕.法商研究,2009(5).

(责任编辑:缪因知 赵建蕊)

---

#### (上接第147页)

公共服务外包行政权力触角的最边缘,体现出公共服务行政职能的行业范畴和具体领域,公示了市场和私人部门参与公共行政的服务与经营范围,明确了公众和社会对外包的监督空间,它不仅对政府部门行使职权、私人部门承包公共服务和社会公众参与公共服务的行为起到规范作用,而且还对公共服务行政体制改革的推进、公私合作关系的构建、公民诸多基本权利的有效实现以及外包合同内容的合法性等产生重大影响。总体而言,在充分学习和借鉴域外立法的基础上,应当从我国国情出发,精心安排与设计,科学和理性地划定政府公共服务外包的边界,构建出既满足现实性需要又能兼顾社会发展的动态性、开放性且具有前瞻性的外包范围圈,以充分发挥行政法律制度的规制功能,有力保障公共服务行政体制改革。

---

#### 参考文献

- 〔1〕方世荣.论我国行政诉讼受案范围的局限性及其改进〔J〕.行政法学研究,2012(2).  
〔2〕陈振明.公共服务导论〔M〕.北京:北京大学出版社,2011.

(责任编辑:赵真 赵建蕊)

---

〔3〕参见缪因知:“调解在金融纠纷处理中的价值与定位”,《经济法学评论》(第15卷)第2期,2016年1月。