

中華民國期貨業商業同業公會 107 年度委託研究計畫

期貨研究叢書 035

代為沖銷法律性質暨期貨商責任內涵之研究

計畫執行單位：台灣科技法學會

計畫主持人：劉尚志 教授、邵之雋 副教授

研究助理：李偉碩

中華民國 108 年 5 月

目 錄

| | |
|-----------------------------------|-----|
| 第壹章 導論..... | 1 |
| 第一節 研究背景與目的..... | 2 |
| 第二節 研究範圍..... | 3 |
| 第貳章 期貨商的善良管理人義務..... | 5 |
| 第一節 期貨經紀商與期貨交易人間之法律關係..... | 5 |
| 第二節 善良管理人注意義務意涵..... | 7 |
| 第三節 期貨經紀商之注意義務範圍及認定..... | 31 |
| 第四節 期貨經紀商違法案例..... | 35 |
| 第五節 小結..... | 40 |
| 第參章 期貨信用保證金制度..... | 41 |
| 第一節 直接金融與間接金融之價格決定方式及信用交易的產生..... | 41 |
| 第二節 證券保證金交易..... | 43 |
| 第三節 期貨保證金交易..... | 45 |
| 第四節 期貨保證金結構..... | 46 |
| 第五節 期貨保證金功能..... | 62 |
| 第六節 證券保證金與期貨保證金交易之比較..... | 64 |
| 第七節 小結..... | 67 |
| 第肆章 代為沖銷的法律性質與效力..... | 69 |
| 第一節 代為沖銷意義與功能..... | 69 |
| 第二節 期貨經紀商執行代為沖銷的依據及其演進..... | 71 |
| 第三節 代為沖銷之法律性質..... | 74 |
| 第四節 代為沖銷相關案列..... | 77 |
| 第五節 主管機關裁罰案列..... | 90 |
| 第六節 小結..... | 92 |
| 第伍章 結論..... | 97 |
| 參考文獻..... | 101 |

第壹章 導論

在集中交易市場進行之期貨交易，是一種標準化遠期契約交易形式，交易雙方在期貨交易所透過買賣期貨合約，約定在未來的某一特定時間和地點，以某一特定價格買賣某一特定數量和品質的商品交易行為，其目的在於透過期貨契約之買賣，降低現貨價格波動的風險。在期貨市場交易包含期貨契約及選擇權契約，期貨交易人從事期貨交易前應於交易帳戶存入保證金或權利金，需存入之原始保證金或權利金要求極低，因此，期貨交易具有以小搏大的高槓桿財務特性，可使獲利放大，亦可能造成損失倍增，另期貨交易尚有逐日結算(Mark to Market, MTM)之特性，期貨契約部位損益會在結算作業時實際收付，也就是雖然該期貨契約留倉部位尚未平倉，但基於期貨市場零和屬性原則，在結算作業時仍會造成交易帳戶權益數增減，而選擇權賣方亦有原始保證金需求，因此期貨經紀商為控制交易風險，遂與交易人於簽訂委任契約時，約定代為沖銷¹的時機。

期貨經紀商與交易人約定代為沖銷的時機有二：

一、盤後保證金追繳於約定時間之前未能消除：

期貨經紀商於每日收盤後會每日執行結算作業，計算交易人帳戶權益數是否足夠維持保證金之要求，如果結算後發現權益數低於維持保證金，期貨商將發出盤後保證金追繳通知，期貨交易人必須於約定的時間內（不得晚於次一營業日中午 12 時）消除保證金追繳通知，否則期貨經紀商有權代為沖銷部分部位至權益數滿足原始保證金要求為止。盤後保證金追繳消除之條件：

- (一)交易人於次一營業日約定時間以前補足期貨商所追繳之金額；或
- (二)次一營業日約定時間之權益數等於或大於未沖銷部位所需原始保證金。

¹ 所謂代為沖銷，在期貨本質上是被命令結清之部位。

(三)次一營業日約定時間前，交易人結算時之未沖銷部位已全部沖銷。

二、風險指標達約定代為沖銷標準：

期貨經紀商會於交易時段中計算風險指標，當風險指標達約定執行代為沖銷之標準時，期貨經紀商會將交易人之全部未沖銷部位執行代為沖銷，惟於盤後交易時段，若交易人之未沖銷部位含有期交所指定豁免執行代為沖銷之商品，則對該豁免之商品無須執行代為沖銷。

期貨商執行代為沖銷之目的係為達成期貨結算機構可以完成履約保證之責任。本研究以風險指標達約定標準時所執行之代為沖銷為探討主軸，當代為沖銷作業具強制性時，後續將衍生期貨經紀商是否已盡善良管理人之注意義務及交易人可否求償虧損等問題。

第一節 研究背景與目的

2018年2月6日國內期貨市場爆發史上最大期貨市場違約金額事件（以下稱0206期權事件），主要係因美股先在2月2日重挫665點，接著又在2月5日（隔週一）晚上大跌1,175點，累計連續2個交易日大跌1,840點的結果，不但隔日台股暴跌542點，期貨市場也出現恐慌性的殺盤，因期貨交易人交易帳戶之風險指標，達期貨經紀商代為沖銷條件，期貨經紀商啟動強制平倉措施後，也使選擇權市場價格波動加大，根據統計，2月10日期貨經紀商申報違約金就高達新臺幣13億元，最後整體期貨交易人損失超過新臺幣40億元²。

據新聞媒體報導，「由於2月6日因為美股暴跌，引發的台股期貨選擇權大屠殺事件，近日多方質疑期貨商當天因股市行情變動進行砍倉動作的必要性及合宜性問題，．．．，有關代為沖銷作業，不論各商品部位係賺錢或虧錢，會要求所有部位全部沖銷的規定，主要是以帳戶的現金就所

² 陳仲興(2018)，「【期貨大屠殺】玩死期貨大戶 0206期貨違約金13億破紀錄」，鏡周刊，2018年2月28日，網址：<https://www.mirrormedia.mg/story/20180226fin013/>。2019/4/10。

有部位賺賠淨額是否有足夠金額去支應，而沖銷時市價變動亦無法區分部位賺賠是否會反向變化，因此期交所規定應以全部沖銷為原則。由於市場價格主要是期交所依當時供需狀況撮合原則下的成交價格，對於執行代為沖銷下單時委託單及價格的各種結果，實非期貨商所能控制。」³本次事件中，交易人最大質疑爭點在於期貨經紀商是否應啟動代為沖銷，代為沖銷之時點、價位、數量是否合理，導致虧損無限擴大，甚至賠上身家財產，故持續向主管機關陳情並走上街頭抗爭，要求主持公道⁴。

現行代為沖銷制度較為嚴格，係源自於 2011 年 8 月初的一場股災，台股在 4 天內跌掉一千點，爆發期貨史上最大的違約事件，為因應該事件而修改期貨市場遊戲規則，⁵惟在此次 0206 期權事件中，因時空環境不同，導致此次產生巨大損失金額及期貨交易人持續上街頭抗爭的狀況，過去雖然也有股市漲幅過大情形，但都未發生像此事件遲遲無法落幕，該項遊戲規則顯已失效。因此主管機關如何在兼顧交易安全及維護期貨交易人之前提下，重新檢討訂定期貨市場遊戲規則，及重新劃分期貨交易人、證券商、期貨商、期交所間之責任，本研究擬從該事件出發，先瞭解期貨經紀商應盡善良管理人注意義務範圍、我國期貨市場保證金制度及代為沖銷法律性質，以探討期貨經紀商執行代為沖銷之法律意涵。

第二節 研究範圍

0206 期權事件所引發之爭議主要來自於期貨商在短期間內將期貨交易人所持有部位一併沖銷，導致市場價格失衡，期貨交易權益數不足，所

³ 蕭文康(2018)，「期貨大屠殺事件 期貨公會：避免衝擊市場正常運作」，蘋果新聞網，2018 年 3 月 30 日，網址：<https://tw.appledaily.com/new/realtime/20180330/1325581/>。2019/4/10。

⁴ 齊瑞甄、莊淇鈞(2018)，「期權屠殺 婦瞬賠 5 千萬 上千投資人虧 40 億 自救會陳情爆衝突」，蘋果新聞網，2018 年 9 月 8 日，刊登網址：<https://tw.appledaily.com/headline/daily/20180908/38120257/>。2019/4/10。

⁵ 許靜文、梁任瑋(2012)，「『杜總輝條款』重寫期貨交易遊戲規則」，今週刊，2012 年 6 月 14 日，網址：<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80392/post/201206140036/%E3%80%8C%E6%9D%9C%E7%B8%BD%E8%BC%9D%E6%A2%9D%E6%AC%BE%E3%80%8D%E9%87%8D%E5%AF%AB%E6%9C%9F%E8%B2%A8%E4%BA%A4%E6%98%93%E9%81%8A%E6%88%B2%E8%A6%8F%E5%89%87>。2019/4/10。

以導致連看對方向之期貨交易人都慘遭虧損命運，是以我們有必要先瞭解期貨保證金制度之設計、代為沖銷制度之目的、由原先「得」由期貨經紀商代為沖銷修正為「應」代為執行沖銷之歷史背景，始能探究期貨經紀商代為沖銷是否合理？另為瞭解期貨經紀商是否善盡善良管理人義務，首先應瞭解期貨經紀商應盡之善良管理人義務為何？始能探究在民法上之意識為何，並將民法概念導入本研究，以獲得期貨經紀商與期貨交易人間之關係是否屬行紀關係？是否屬委任關係？各自應負哪些權利義務，才能進一步論述。

因各家期貨經紀商短期間內集中啟動代為沖銷，但執行代為沖銷時間、方式、先後順序不同，所以客戶在不同期貨經紀商之交易損失金額也有所差異。是以代為沖銷由原先「得」改由現行之「應」是否妥適？是否有利於期貨交易人？再者，期貨經紀商代為沖銷究竟是期貨經紀商的權利或是義務，法規上並無明文規範，然此又攸關期貨交易人後續得否對期貨經紀商進行求償，爰探究代為沖銷之法律性質為本研究之初始目的。至於期貨經紀商是否涉有行政缺失，已由主管機關及期貨交易所處理，並非本文所要探討範疇。

期貨市場雖然屬高風險市場，但也提供期貨交易人避險、套利管道，在整個資本市場中是不可或缺之一環，藉由本案之研究可以瞭解 0206 事件始末、主管機關、期貨商及期貨交易人對此次事件之看法及處理，針對本案所衍生各項疑義進行剖析，希能藉此釐清相關概念之法律定位及提供主管機關相關改進建議。

第貳章 期貨商的善良管理人義務

依金融消費者保護法第 7 條第 3 項規定「金融服務業提供金融商品或服務，應盡善良管理人之注意義務；其提供之金融商品或服務具有信託、委託等性質者，並應依所適用之法規規定或契約約定，負忠實義務。」。期貨經紀商為依期貨交易法設立之期貨特許事業，並以自己名義為客戶進行期貨交易並收取一定手續費之金融服務機構，自應遵循上開盡善良管理人注意義務之規定，惟期貨經紀商應盡之善良管理人注意義務之法律意涵為何？如何認定已盡善良管理人注意義務？金融消費者保護法及相關期貨法規並無進一步規範，當發生爭議時，是否應回歸民法之相關規定予以認定？

第一節 期貨經紀商與期貨交易人間之法律關係

依我國現行期貨市場兩段式運作機制，一為期貨經紀商接受客戶委託下單之行為並向期貨交易人收取報酬，其次期貨經紀商以自己名義為客戶下單及做計算。同時，期貨商經營業務應以公平、合理方式為之，所收取酬勞或費用應考量相關營運成本、交易風險、合理利潤及客戶整體貢獻度等因素，不得以不合理之收費招攬或從事業務。

依證券交易法第 15 條及第 16 條規定⁶，證券經紀商為得經營有價證券買賣之行紀、居間、代理及其他經主管機關核准之相關業務者，期貨經紀商代理期貨交易人下單，與證券經紀商屬性類似，惟期貨經紀商與期貨交易人間雙方之法律關係究為行紀、居間或代理，期貨交易法及相關子法並未明確規範。僅在 1999 年 5 月 5 日已廢止之國外期貨交易法第 4 條第 6 款曾規定「期貨經紀商指受期貨交易人委託向國外期貨交易所為期貨交易

⁶ 證券交易法第 15 條：「依本法經營之證券業務，其種類如左：一、有價證券之承銷及其他經主管機關核准之相關業務。二、有價證券之自行買賣及其他經主管機關核准之相關業務。三、有價證券買賣之行紀、居間、代理及其他經主管機關核准之相關業務。」同法第 16 條規定：「經營前條各款業務之一者為證券商，並依左列各款定其種類：一、經營前條第一款規定之業務者，為證券承銷商。二、經營前條第二款規定之業務者，為證券自營商。三、經營前條第三款規定之業務者，為證券經紀商。」

之行紀或居間者」。

期貨經紀商與期貨交易人間之法律關係可分為兩階段，前段為期貨經紀商受客戶委託與交易相對人成立期貨交易之法律關係，後段為期貨經紀商向期貨交易人收受手續費以自己名義受託為其從事期貨交易之行為。一般認為前段關係中期貨經紀商與期貨交易人間屬有償委任關係，期貨經紀商為期貨交易人處理事務，依民法第 535 條規定應以善良管理人注意義務為之，後段則屬行紀關係，依民法行紀之立法理由所示，其本質即以自己之名義，為他人計算，此與代辦商或是代理人有異，又僅專限於為動產之買賣或其他商業上之交易。故期貨經紀商係以自己名義為期貨交易人下單，一般認為屬行紀關係，期貨經紀商必須以自己名義承擔因交易所產生之法律效果，期貨交易人權益並不受影響。⁷

至於期貨交易的法律關係是否為居間，依民法第 565 條規定，稱居間者，謂當事人約定，一方為他方報告訂約之機會或為訂約之媒介，他方給付報酬之契約。依法務部 101 年 5 月 2 日法律字第 10100564980 號函所示，社會上之介紹業亦即所謂經紀人，屬於民法上居間契約，依民法第 565 條所規定之內容，居間有二種情形，一為報告訂約之機會，一為擔任訂約之媒介（最高法院 60 年度台上字第 1217 號判決意旨）。又不論係報告居間或媒介居間，皆止於使契約成立之階段而已，其並不代他人以自己或他人名義訂立契約，故亦異於代辦商與行紀⁸。雖廢止之國外期貨交易法第 4 條第 6 款雖曾規定「期貨經紀商指受期貨交易人委託向國外期貨交易所為期貨交易之行紀或居間者」，惟現行之期貨交易法並無明文規定。此外，按期貨交易運作架構，期貨交易人及期貨商會先簽訂委任契約，由期貨經紀商以自己名義為期貨交易人提供下單交易服務，而期貨交易人則給付報酬

⁷ 依據民法第 576 條規定：「稱行紀者，謂以自己之名義，為他人之計算，為動產之買賣或其他商業上之交易，而受報酬之營業。」又依民法第 577 條規定：「行紀，除本節有規定者外，適用關於委任之規定。」民法第 535 條規定：「受人處理委任事務，應依委任人之指示，並與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。」採此看法者有郭土木。請參閱郭土木(1998)，論期貨交易參與者之民刑事責任，政治大學，博士論文，第 17、18 頁。

⁸ 請參閱林誠二(2002)，民法債編各論(中)，台北：瑞興，第 282-285 頁。

予期貨經紀商，且期貨經紀商並會逐日計算期貨損益並交付報告書予期貨交易人。這樣的委任架構與居間⁹的本質顯屬有間，是以實務上鮮少人認為期貨經紀商與期貨交易人係屬居間性質。

而依民法第 103 條規定，代理人於代理權限內，以本人名義所為之意思表示，直接對本人發生效力。前項規定，於應向本人為意思表示，而向其代理人為之者，準用之。故期貨經紀商替期貨交易人下單，即使外部行為與代理行為或有出入，但內部法律關係在外部有代理本人處理事務與收取報酬上與代理並無二致，故負擔代理人注意義務應無疑義。

綜上所述，期貨商在期貨交易之法律關係，究與民法類型化契約關係或有所不同，無法一體適用，必須就個別行為的法律權利義務分配觀之，這也是具有管制或社會性質商業行為之共同特色。惟在期貨商與期貨交易者間，期貨商有代理權限與受有報酬與代理並無二致，故在其範圍內應負相對之注意義務則無疑義。

第二節 善良管理人注意義務意涵

依前述分析，期貨經紀商與期貨交易人間存在委任關係，依民法第 535 條規定，受任人處理委任事務，應依委任人之指示，並與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。則何謂善良管理人注意義務，參酌其立法理由僅說明，受任人之處理事務，為顧及委任人之利益計，自必特加注意，而其注意之程度則又視其受有報酬與否而不同。其未受報酬者，只須與處理自己事務，為同一之注意即為已足，其受有報酬者，則須以善良管理人之注意為之，否則應負損害賠償之責。則善良管理人之注意義務具體內容為何？如何認定違反？有進一步藉由司法實務判決檢視之必要。

⁹ 依民法第 565 條規定：「稱居間者，謂當事人約定，一方為他方報告訂約之機會或為訂約之媒介，他方給付報酬之契約。」

一、有關善良管理人注意義務之相關司法實務見解

有關善良管理人之注意義務，民法及金融消費者保護法並無相關規範，爰蒐集相關民事司法實務判決中對於善良管理人注意義務之意涵或概念臚列如下：

(一)最高法院 42 年度台上字第 865 號民事判例

本件上訴人於民國四十一年四月十六日下午三時，因接受聯合國同志會之商借，以福興營造廠廠主黃承龍承攬建築之驚聲紀念堂，無償貸與該會舉行第四十四次座談會，由錢穆教授主講，講至下午五時二十分左右，其講台上端台口斜壁，因水泥太厚附著力不足，突然下塌致將坐於第一排之參加座談人，即被上訴人之夫柴春霖壓斃，此項事實為兩造所不爭執。原審認被上訴人之夫柴春霖，因受該房屋斜壁水泥之下塌致死，上訴人亦與有過失，應負共同侵權行為之責任，係以建築工程完竣應由承造人呈報市縣主管建築機關派員查勘認可後，發給使用執照，建築法第三十五條定有明文。是新建房屋之使用人自應負注意其房屋是否業經主管建築機關查勘並准許使用之義務，上訴人於此欠缺注意，即將新建之驚聲紀念堂貸與第三人使用，致該紀念堂講台上端台口斜壁，因未依建築術成規造成而下塌，壓及被上訴人之夫身死，不惟不能謂無過失，且與承造人之過失行為同為不法侵害他人致死之原因，為其判斷基礎，本院按因過失不法侵害他人致死者，固應負損害賠償責任。

惟「過失為注意之欠缺，民法上所謂過失，以其欠缺注意之程度為標準，可分為抽象的過失，具體的過失及重大過失三種，應盡善良管理人之注意（即依交易上一般觀念認為有相當知識經驗，及誠意之人應盡之注意），而欠缺為抽象的過失，應與處理自己事務為同一注意，而欠缺者為具體的過失，顯然欠缺普通人之注意者，為重大過失，故過失之有無抽象的過失，則以是否欠缺應盡善良管

理人之注意定之。具體的過失則以是否欠缺，應與處理自己事務為同一之注意定之，重大過失則以是否顯然欠缺普通人之注意定之，苟非欠缺其注意即不得謂之有過失。」原審於上訴人將新建之驚聲紀念堂借與聯合國同志會為暫時舉行座談之需，因其講台上端台口斜壁，未依建築術成規造成，致突然下塌壓斃，被上訴人之夫柴春霖在上述各種過失之中，究竟應負何種責任，與夫欠缺何項注意，並未審究明確，予以認定，能否認為有共同過失，尚難據以斷定，則其基此所為不利於上訴人之判決，自屬無可維持，上訴人聲明廢棄原判決，非無理由。

(二)最高法院 87 年台上字第 78 號民事判決

上訴人於民國 84 年 6 月 23 日夜間 9 時許，將車號 00—0097 號汽車倒車轉位時，疏未注意車後狀況，致後方伊之子廖文賓騎乘 000—013 號機車閃避不及，汽車左後角保險桿撞及機車右方擋風板內側，致廖文賓頭部右側撞到汽車後方左上側受傷倒地，送醫不治死亡等情，依侵權行為之法律關係，求為命上訴人應賠償被上訴人廖仁生殯葬費、扶養費、醫藥費及非財產上損害（慰撫金），合計 113 萬 4 千 349 元，賠償被上訴人廖 00 扶養費、醫藥費及非財產上損害（慰撫金），共計 101 萬 7 千 119 元，並均自訴狀繕本送達之翌日起至清償日止，按年息百分之五計算遲延利息之判決。上訴人則以：伊停車在人行道上，並未倒車，無違反注意義務，死者廖文賓之機車與伊之肇事車之車損比對亦不符，本件事故難認是伊停車所造成，伊自無賠償義務。

按侵權行為所發生之損害賠償請求權，以有故意或過失不法侵害他人之權利為其成立要件，此觀民法第 184 條之規定自明。若其行為並無故意或過失，或其行為與損害之間無相當因果關係者，均無令負侵權行為損害賠償責任之可言。「而所謂過失，係指行為人雖非故意，但按其情節，應注意、能注意而不注意，或對於侵權行

為之事實，雖預見其發生，而確信其不發生者而言。」又所謂相當因果關係，係指無此行為，雖必不生此損害，有此行為，通常即足生此損害，是為有因果關係，而如無此行為，必不生此損害，有此行為，通常亦不生此損害，即無因果關係之情形。查上訴人於原審已辯稱：伊係將車停放於人行道上，且該道路並未劃有禁止停車之標示，難認伊有過失。況臺灣省桃園縣區車輛肇事鑑定委員會之鑑定意見明載：「因廖文賓機車車頭完整，陳怡良小客車左後保險桿擦痕，車損比對不符」，足見被害人是否撞及伊之車輛，亦有可疑等語。如果所辯非虛，則上訴人有否過失，及上訴人於人行道上停放車輛之行為與被害人廖文賓之死亡，有無相當因果關係，均非無疑。而此一過失及相當因果關係之有無，既攸關上訴人應否對被上訴人負侵權行為之損害賠償責任，自待詳予調查審認。乃原審對上訴人此一重要之防禦方法，未於判決理由項下說明其取捨意見，遽為不利於上訴人之判斷，已有判決不備理由之違法。

又查原審既認定，被害人廖文賓騎乘機車，疏未注意車前狀況，致追撞停放於道路上之上訴人前述車輛，而受傷死亡，其對車禍之發生，亦與有過失。則縱認上訴人之停放車輛有何過失，惟與被害人之疏未注意車前狀況，致追撞上訴人停放車輛之過失相較，何者過失較重，亦有進一步再事斟酌之餘地。乃原審徒以上訴人應負百分之七十之過失責任，而被害人應負百分之三十之過失責任，而為不利於上訴人之判決，亦嫌速斷。上訴論旨，執以指摘原判決不利於己部分為不當，求予廢棄，非無理由。

(三)最高法院 79 年台上字第 1203 號民事判決

被上訴人主張詹玉蓮擔任伊農會所屬大武分部公庫承辦人兼印鑑所有人，於附表所示期間內，在無原始憑證公庫支票之情形下，竟偽造轉帳傳票，完成轉帳手續後，簽發以合作金庫台東支庫為付款人之支票八張如附表所示，向合作金庫台東支庫盜領被上訴

人之存款 100 萬元及 46 萬元不等，業據提出鑑定報告書、支票影本、轉帳支出及收入傳票及分戶卡等件為證。詹玉蓮偽造轉帳傳票後，乘程秀美、余碧珠不注意或不在時偷蓋轉帳章為兩造所不爭執。查程秀美、余碧珠均自認其為被上訴人農會所屬大武分部活儲承辦人兼轉帳人。在轉帳流程中之承辦人員、核章人員及會計人員（轉帳人員）對於原始憑證（即公庫支票）是否齊備，皆有審核之責任，經證人即輔導農會業務之合作金庫台東支庫襄理李三榮在第一審結證屬實，且依會計理論，轉帳人員亦有審查轉帳憑證之義務，故程秀美、余碧珠於蓋轉帳章時，應負責審查轉帳憑證，當知其所持有轉帳章之重要性，乃竟疏未注意，將各該轉帳章任置桌上，於離開坐位時，未善加保管，致詹玉蓮有可乘之機而盜蓋，此乃疏於注意所致，非屬不可抗力，因此使被上訴人受有損害，對之應負連帶賠償之責。雖詹玉蓮所虛開轉帳傳票之日期其中四張與盜開合作金庫台東支庫支票之發票日相同，另四張有先後之分，然程秀美等平時如詳加審核，並將轉帳章妥為保管，詹玉蓮即無從偽造轉帳傳票據以盜開支票。雖被上訴人之總幹事、會計主任預先蓋妥支票印鑑章，將支票簿交付詹玉蓮使用，予詹玉蓮以盜領存款之機會，但此僅能證明總幹事、會計主任之行為亦應對被上訴人同負賠償責任，究不能因此而謂被上訴人之損害與程秀美等之轉帳章被盜蓋之間無因果關係。連帶債務人不得以其中一人之過失對債權人主張過失相抵，從而上訴人主張被上訴人所屬總幹事之過失為被上訴人之過失，應適用過失相抵之法則，自無可取。被上訴人與程秀美等間之關係為僱傭關係，而非委任關係，程秀美等未妥為保管其轉帳章，致發生本件損害，依伊等出具之保證書，農會法第 32 條第 2 項、農會人事管理辦法第 48 條之規定，應與已判決確定之詹玉蓮及鍾東輝就各自造成之損害負連帶賠償責任。再查鄭正山、鄭正輝及已故鄭火煌為程秀美之職務保證人，詹益煌、余豐田、賴泉土

為余碧珠之職務保證人，均為伊等所自認，並據被上訴人提出保證書二件為證，依各該保證書所載保證規約第四條之規定，應分別與被保證人程秀美、余碧珠負連帶賠償責任。

惟查上訴人在原審辯稱：轉帳傳票內之轉帳戳記，應有轉帳人姓名，以表彰蓋用人表示負責，如案外之轉帳傳票轉帳戳記內有「邱○珠」姓名者然。但被上訴人所提出轉帳傳票所蓋轉帳戳記內，並無余碧珠姓名，在余碧珠姓名處空白，足以證明詹玉蓮所盜用者為空白轉帳戳章，不足證明余碧珠同意轉帳，余碧珠自無過失可言云云，提出轉帳傳票影本一件為證（見原審上字卷第四七至四九頁），原審就上訴人此項防禦方法及有利上訴人之證據恕置不論，遽為上訴人不利之認定，已屬判決不備理由。「且行為人過失責任之最重者，莫過於「應以善良管理人之注意為之」，亦即學者所謂「抽象的輕過失」，申言之，行為人注意之程度，依一般社會上之觀念，認為具有相當知識及經驗之人對於一定事件所能注意者，客觀的決定其標準；至行為人有無盡此注意義務之知識或經驗，在所不問。」原審認定上訴人程秀美等將其保管之轉帳章任置桌上，於離開坐位時，未善加保管，致詹玉蓮有可乘之機而盜蓋。果係如此，查上訴人程秀美等與詹玉蓮為服務於同一農會之職員，彼此互信有相當之人格，雖將所保管之轉帳章置於桌上，一時離開，依一般社會上之觀念，當不致猜疑詹玉蓮有乘機盜蓋之舉，乃詹玉蓮竟乘機盜用，似非程秀美等之注意力所及。如此客觀情形，能否認程秀美等就詹玉蓮盜用轉帳章之行為負過失責任，亦非無疑。又被上訴人請求程秀美等負擔損害賠償責任，係以程秀美等疏未注意，在附表之轉帳傳票加蓋轉帳章，致詹玉蓮得據以簽發合作金庫之支票盜領款項，為其起訴之原因事實。原審竟以前述轉帳章雖非程秀玉等親自加蓋，然因程秀玉等之過失，為詹玉蓮乘機盜用，仍應就上訴人因此所生之損害負賠償責任，自有斟酌當事人所未提出事實之違法。次

查原審認定被上訴人之總幹事、會計主任預先蓋妥支票印鑑章，將支票簿交付詹玉蓮使用，倘此項事實之認定正確無誤，詹玉蓮祇須在該預蓋印章之空白支票填寫日期、金額，即得持支票向合作金庫領款，與程秀美等有無在轉帳傳票加蓋轉帳章似無相當之因果關係，原審對之為相反事實之認定，要與證據法則有違。再者，按農會總幹事之地位，相當於一般商號之經理，與農會間為委任關係，綜理農會內部事務，並督促所屬職員事務之執行，詹玉蓮承辦客戶換發合作金庫支票業務，乘機盜領公款，如被上訴人農會總幹事與有過失，即為被上訴人之過失。程秀美等謂：伊等若有過失，得主張過失相抵，核與民法第 217 條之規定尚無不合。原審竟認被上訴人農會總幹事與程秀美等間同為連帶債務人，不得以其中一人之過失主張過失相抵，所持法律上之見解，尤有可議。上訴論旨，執以指摘原判決關於上訴人敗訴部分為不當，聲明廢棄，非無理由。

(四)最高法院 93 年台上字第 851 號民事判決

被上訴人主張上訴人王健壯為上訴人新新聞公司之董事長，並任該公司發行之新新聞周報社長，綜理新新聞周報之一切相關業務，上訴人李明駿（筆名楊照）、陶令瑜、吳燕玲、楊舒媚依次受僱擔任該公司之總編輯、執行主編、主編、採訪記者。渠等明知被上訴人並未於民國 89 年 11 月 3 日晚間，以電話告知李明駿有關總統府緋聞情事，竟故意於同年月 16 日發行之新新聞周報第 715 期，刊登以「鼓動緋聞，暗鬥阿扁的竟然是呂秀蓮」為主題之封面故事，並由楊舒媚、吳燕玲、陶令瑜採訪撰文，虛構事實報導：「呂秀蓮在深夜打了一通電話給某位媒體高層人士，對他說『總統府鬧緋聞，嘿嘿嘿』」等詳如附件二所示之文字，對外發行，共同侵害被上訴人之名譽等情。本於侵權行為之法律關係，求為命上訴人連帶將如附件一所示道歉聲明及原判決主文暨理由以二分之一版面刊登於中國時報、聯合報、自由時報、工商時報之全國版頭版各一天

之判決。上訴人則以被上訴人確曾致電李明駿告知總統府有緋聞，其確有散播總統府緋聞情事，系爭報導與事實相符，並無不法可言。且縱認系爭報導不實，惟伊已盡力查證，依所得資料合理確信其為真實，亦不構成侵權行為等語。

按刑法上誹謗罪之成立，以行為人之行為出於故意為限；民法上不法侵害他人之名譽，則不論行為人之行為係出於故意或過失，均應負損害賠償責任，此觀民法第一百八十四條第一項前段及第一百九十五條第一項之規定自明。而所謂過失，乃應注意能注意而不注意即欠缺注意義務之謂。構成侵權行為之過失，係指抽象輕過失即欠缺善良管理人之注意義務而言。行為人已否盡善良管理人之注意義務，應依事件之特性，分別加以考量，因行為人之職業、危害之嚴重性、被害法益之輕重、防範避免危害之代價，而有所不同。新聞自由攸關公共利益，國家應給予最大限度之保障，俾新聞媒體工作者提供資訊、監督各種政治及社會活動之功能得以發揮；倘嚴格要求其報導之內容必須絕對正確，則將限縮其報導空間，造成箝制新聞自由之效果，影響民主多元社會之正常發展。故新聞媒體工作者所負善良管理人之注意義務，應從輕酌定之。倘其在報導前業經合理查證，而依查證所得資料，有相當理由確信其為真實者，應認其已盡善良管理人之注意義務而無過失，縱事後證明其報導與事實不符，亦不能令負侵權行為之損害賠償責任。惟為兼顧個人名譽法益之保護，倘其未加合理查證率予報導，或有明顯理由，足以懷疑消息之真實性或報導之正確性，而仍予報導，致其報導與事實不符，則難謂其無過失，如因而不法侵害他人之名譽，即應負侵權行為之損害賠償責任。公眾人物之言行事關公益，其固應以最大之容忍，接受新聞媒體之監督，然新聞媒體就其言之報導，仍負查證之注意義務，僅其所負注意程度較為減輕而已。系爭報導係由楊舒媚採訪撰文，封面標題由李明駿、陶令瑜、吳燕玲共同討論決定，

陶令瑜係採訪主任，吳燕玲係主編均參與後續之編輯作業，業據陶令瑜陳明（見第一審卷第四宗第六一、六二、六三頁言詞辯論筆錄）。上訴人共同訴訟代理人於第一審已自認王健壯等五人對於系爭報導均知情且共同參與；王健壯本人並當庭陳明：「我知情且也參與，對律師所言沒有意見」（見同上卷第九二頁言詞辯論筆錄）。上訴人為系爭報導之惟一消息來源係共同參與系爭報導之上訴人李明駿自稱接獲系爭電話，惟並無任何具體事證可證被上訴人確有以電話告知李明駿系爭緋聞，自不得僅憑李明駿之告知，即認有相當理由確信其為真實。且上訴人楊舒媚於系爭報導刊登前，曾專訪吳淑珍、蕭美琴、蔡明華等人，均不能證明被上訴人確有散布系爭緋聞，吳淑珍並告以：「整件事情我是聽你轉述，可能有斷章取義的嫌疑，如果是這樣，對副總統是不太公平」；蕭美琴於接受專訪時亦一直驚呼：「很難相信」、「怎麼可能」等語；蔡明華更明確告以：「副總統不可能親自打電話對媒體高層放話」等語，有同期周報所刊「專訪總統夫人吳淑珍」、「專訪總統府顧問蕭美琴」、「專訪副總統辦公室發言人蔡明華」等文可稽。上訴人於為系爭報導前，依上訴人楊舒媚向相關人士查證結果，已有明顯理由，足以懷疑系爭報導之正確性，而仍予報導，且於封面以聳動肯定：「鼓動緋聞，暗鬥阿扁的竟然是呂秀蓮」等語作為主要標題，並於內文登載如附件二所示之文字，自難謂無過失。上訴人為系爭報導足以貶損被上訴人在社會上之評價，應係侵害被上訴人之名譽。而侵害他人權利，即係違反權利不可侵之義務，除有阻卻違法之事由外，應屬不法。上訴人為系爭報導侵害被上訴人之名譽，既有過失，尚難認係權利之正當行使，而有阻卻違法之事由，被上訴人主張渠等應負共同侵權行為責任，並非無據。王健壯係新新聞公司之董事長，新新聞公司為李明駿、陶令瑜、吳燕玲、楊舒媚等人之僱用人，未能舉證證明其選任監督李明駿等人職務之執行，已盡相當之注意，依民

法第二十八條、第一百八十八條第一項規定，應與王健壯等人連帶負損害賠償責任。原審本其裁量權酌定回復被上訴人名譽之適當處分，命上訴人連帶於中國時報、聯合報、自由時報、工商時報刊登道歉聲明及原判決主文暨理由，經核於法並無違誤。上訴論旨，指摘原判決於其不利部分不當，求予廢棄，非有理由。

(五)最高法院 100 年度台上字第 328 號民事判決

伊已過世之配偶尋民試生前經第一審共同被告石啟明（業經第一審判決命其給付確定）介紹，與訴外人林鳳盟簽訂合建契約書，並約定伊將所有坐落桃園縣觀音鄉○○段○○○小段 961 地號土地（下稱系爭土地）移轉登記與林鳳盟，以利申請建築執照。嗣石啟明藉代辦過戶為由，自尋民試取得系爭土地所有權狀及伊印鑑證明書，並於尋民試交付伊之印鑑章用印時，私自用印於多份設定抵押權及所有權移轉文件，再與其債權人即被上訴人由其玉及王智共謀以系爭土地抵債，且經由其玉找來金主即被上訴人陳立志，以伊及王智為連帶債務人，另由石啟明偽造伊之授權書，交由代書即被上訴人蔡沼池分別於民國 95 年 9 月 13 日、同年 10 月 17 日將系爭土地設定最高限額新台幣（下同）420 萬元、360 萬元之抵押權登記與陳立志，借貸款項則均由由其玉取交訴外人橋握國際開發有限公司（下稱橋握公司）代表人即被上訴人陳贊升，作為公司業務使用。因林鳳盟有意退出合建案，乃於 95 年 11 月 14 日由被上訴人陳玉淋出面與林鳳盟簽訂轉讓協議書，約定林鳳盟將合建契約之權利義務轉讓予陳玉淋。迨尋民試過世後，石啟明復將合建一事告知伊，邀伊於 95 年 12 月 21 日至蔡沼池代書事務所更換印鑑證明書，伊不疑有詐，將因遺失而更換之印鑑證明書及印鑑章交予蔡沼池用印，蔡沼池再將該印鑑證明書及所有權移轉契約書交予陳贊升，於同日將系爭土地過戶至陳贊升名下。96 年 1 月 4 日陳贊升復依由其玉指示將系爭土地過戶與陳立志，同年 4 月 26 日再過戶回陳贊升名下，

並於同日設定抵押權與陳立志，至同年5月3日方塗銷。陳贊升又於同年6月15日再將系爭土地設定最高限額抵押權500萬元及權利價值10萬元之地上權與被上訴人周美珠，並為預告登記。旋伊於97年2月29日將系爭土地為陳贊升非法取得一事告知周美珠，詎周美珠仍於同年5月28日註銷上開預告登記，協助陳贊升脫產，將系爭土地所有權移轉登記與訴外人陳景安。被上訴人未經伊同意，將系爭土地設定抵押權並移轉所有權登記，致伊喪失系爭土地所有權，自應負共同侵權行為責任。原判決關於駁回上訴人對被上訴人蔡沼池之上訴及追加之訴暨該訴訟費用部分廢棄，發回台灣高等法院。其他上訴駁回。

關於廢棄發回部分（即被上訴人蔡沼池部分）：按民法第184條第1項關於侵權行為之規定，採過失責任主義，以行為人之侵害行為具有故意過失，為其成立要件之一。所謂過失，指行為人雖非故意，但按其情節應注意，並能注意，而不注意。又過失依其所欠缺之程度為標準，雖可分為抽象輕過失（欠缺善良管理人注意義務）、具體輕過失（欠缺應與處理自己事務同一注意義務）及重大過失（顯然欠缺普通人之注意義務），然在侵權行為方面，過失之有無，應以是否怠於善良管理人之注意義務為斷（本院19年上字第2746號判例參照），亦即行為人僅須有抽象輕過失，即可成立。「而善良管理人之注意義務，乃指有一般具有相當知識經驗且勤勉負責之人，在相同之情況下是否能預見並避免或防止損害結果之發生為準，如行為人不為謹慎理性之人在相同情況下，所應為之行為，即構成注意義務之違反而有過失，其注意之程度應視行為人之職業性質、社會交易習慣及法令規定等情形而定。而專門職業人員，基於與當事人之信賴關係，並本於其專業能力、工作經驗及職業責任，在執行業務時，對於相對人或利害關係人應負有保護、照顧或防範損害發生之注意義務。」本件被上訴人蔡沼池為地政士（代

書)，乃專門職業人員，受託辦理系爭土地之抵押權設定與所有權移轉登記，既為原審認定之事實，則其在從事業務之執行時，對於相對人及利害關係人自具有保護、照顧或防範損害發生之注意義務，」此參照地政士法第 18 條規定：「地政士於受託辦理業務時，應查明委託人確係為登記標的物之權利人或權利關係人，並應確實核對其身分後，始得接受委託」，第 26 條規定：「地政士受託辦理各項業務，不得有不正當行為或違反業務上應盡之義務。地政士違反前項規定，致委託人或其他利害關係人受有損害時，應負賠償責任」甚明。而蔡沼池於受託辦理系爭土地抵押權等登記時，依其於第一審自稱：「石啟明向伊提示授權書正本後，隨即收回，並交付影本」云云（一審卷六四頁），委託人所提出之上訴人之授權書（一審卷十五頁）係偽造，且為影本，似為蔡沼池所不爭執（原審卷九〇頁），上訴人就此復主張：蔡沼池既認石啟明持有伊授權書正本，應就其主張石啟明持有伊授權書正本之事實負舉證責任，並應提出該授權書正本存在之事實等語（一審卷六五、六七、六八頁），究竟蔡沼池所稱之上訴人授權書「正本」是否真實？蔡沼池從形式上審查縱不能發覺其係偽造，倘令委託人提出該授權書原本時，是否不得發現其係偽造而防範損害之發生？又蔡沼池有何正當原因可以不令委託人提出原本，加以查驗是否其確為上訴人所授權，即率予辦理系爭土地之抵押權等登記？凡此均與蔡沼池有無怠於善良管理人之注意義務所關頗切。原審胥未逐一調查審認，即以上揭情詞遽認蔡沼池辦理系爭土地之登記程序並無過失而為上訴人不利之論斷，已嫌速斷。又民法第 184 條第 2 項規定：「違反保護他人之法律，致生損害於他人者，負賠償責任」，乃獨立之侵權行為類型，此觀立法修正理由自明。另地政士法第 26 條所規定對於其他利害關係人之責任，為民法以外特別法所規定之特殊的侵權行為類型。上訴人對蔡沼池之部分，除根據民法第 184 條第 1 項、第 185

條第 1 項及委任之法律關係外，似併依民法第 184 條第 2 項、地政士法第 26 條之規定請求（一審卷一〇頁、八九、九〇頁），乃屬訴的客觀合併。法院就此種型態之訴應就原告所主張之數項請求，依其主張之順序逐一審判，必至上訴人所主張之全部請求均無理由時，始得為其敗訴之判決。乃原審判決上訴人此部分敗訴，未就上訴人依民法第 184 條第 2 項及地政士法第 26 條之規定而為請求部分加以審判，亦有判決不備理由違法。上訴論旨，執以指摘原判決此部分為不當，求予廢棄，非無理由。

(六)最高法院 100 年度台上字第 856 號判決

坐落桃園縣○○鎮○○段埔尾小段之 4 筆土地，原係被上訴人等共有。民國 93 年間，伊委託第一審共同被告楊煥樞（已於第一審受敗訴判決確定）以底價新台幣（下同）1 千 234 萬元出售。楊煥樞得知訴外人呂祥達願以 1 千 478 萬 99 千 830 元購買，乃於 93 年 8 月 10 日會同上訴人與第一審共同被告劉玉珍（被上訴人對之為請求部分，已於原審受敗訴判決確定），出面與被上訴人周蕭麗雪、蕭怡茹（兼被上訴人蕭怡芬、蕭怡雯、蕭宇峻代理人）及被上訴人蕭漢煌之代理人鄭月嬌，洽購土地事宜，訂立買受人為劉玉珍、出賣人為被上訴人、價金 1 千 2 百 34 萬元之買賣契約（下稱 93 年 8 月 10 日契約）。楊煥樞旋向不知情之代書即訴外人戴美華取得被上訴人印章，並於 93 年 8 月 12 日指使三位姓名年籍不詳人士冒充蕭漢煌、周蕭麗雪、蕭怡茹，並偽造伊簽名、盜用前開印章，與呂祥達訂立買受人為呂祥達、出賣人為被上訴人、價金 1 千 478 萬 9 千 830 元買賣契約（下稱 93 年 8 月 12 日契約）。嗣呂祥達交付價金後，楊煥樞將其中 350 萬元轉交周蕭麗雪、蕭怡茹，而取得土地權狀、印鑑證明、被上訴人用印之土地買賣所有權移轉契約書及相關文件；並在 93 年 10 月 5 日由上訴人將系爭土地移轉登記於呂祥達女兒呂佩倫名下。而除前述 150 萬元、350 萬元外，楊煥樞僅交付

60 萬元，尚欠 674 萬元未付。上訴人為被上訴人受任人，竟未依委任內容執行職務，致伊受有損害，應賠償前開 674 萬元損失。

查受任人處理委任事務，應依委任人之指示，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。受任人因處理委任事務有過失，或因逾越權限之行為所生之損害，對於委任人應負賠償之責，民法第 535 條、第 544 條分別定有明文。而善良管理人之注意義務，乃指有一般具有相當知識經驗且勤勉負責之人，在相同之情況下是否能預見並避免或防止損害結果之發生為準，如行為人不為謹慎理性之人在相同情況下，所應為之行為，即構成注意義務之違反而有過失。而地政士乃專門職業人員，基於與當事人之信賴關係，並本於其專業能力、工作經驗及職業責任，在執行業務時，對於相對人或利害關係人應負有保護、照顧或防範損害發生之注意義務。此參照地政士法第 26 條規定：「地政士受託辦理各項業務，不得有不正當行為或違反業務上應盡之義務。地政士違反前項規定，致委託人或其他利害關係人受有損害時，應負賠償責任」甚明。又在債務不履行，債務人所以應負損害賠償責任，係以有可歸責之事由存在為要件。故債務人苟證明債之關係存在，債權人因債務人不履行債務而受損害，即得請求債務人負債務不履行責任，如債務人抗辯損害之發生為不可歸責於債務人之事由所致，即應由其負舉證責任，如未能舉證證明，自不能免責。本件被上訴人出售系爭土地委由上訴人辦理土地過戶事宜，上訴人為地政士，並受有報酬，上訴人未確認被上訴人已按照契約約定之付款進度取得款項，即逕行辦理系爭土地過戶手續，乃原審合法確定之事實。上訴人處理委任事務自有疏失，且不能證明其已盡善良管理之注意義務，依民法第 544 條規定，自應負損害賠償責任。

(七)臺灣高等法院臺南分院 99 年度金上易字第 1 號民事判決

上訴人於原審起訴主張於民國（下同）96 年 3 月 21 日經由被

上訴人陳忠雄向被上訴人玉山商業銀行股份有限公司(下稱玉山銀行),以美金6萬元購買「BARCLAYS 四年期三重選股結構型商品(Z176)」,當時匯率為1美元折合新臺幣(下同)33.1元,共折合為198萬7千2百元;又於96年5月14日以美金15萬元購買「CITI 四·五年期原物料多空策略結構型商品(Z186)」,當時匯率為33.33元,共折合為499萬9千5百元;復於96年7月23日以美金2萬元購買「BARCLAYS 四年期三重選股結構型商品—美元(Z196)」,當時匯率為1美元折合32.85元,共折合為65萬7千元;上訴人投資上揭Z176、Z196、Z186等專案商品(下稱系爭商品),金額共計7百64萬3千7百元。嗣上訴人將Z186專案商品全數贖回,於97年1月31日入帳美金14萬55元,依同年2月1日匯率(1美元為32.05元),折合為4百48萬8千763元;又將Z176專案商品全數贖回,於97年4月8日入帳美金5萬4千780元,依同年月9日匯率(1美元為30.41元)折合為1百66萬5千860元;復將Z196專案商品全數贖回,於97年4月9日入帳美金1萬8千130元,依同年月10日匯率(1美元等於30.25元),折合為55萬5千995元;上訴人全部贖回之金額,總計為6百71萬618元。緣被上訴人陳忠雄於銷售系爭商品(連動債)時,告知上訴人系爭商品為穩健配息並具有匯率避險功能,且於購買期間中途贖回可領回因匯率波動所產生之匯率價差;惟於上訴人投資系爭商品後,每季之配息率竟逐季趨近於零,同時每季配息率之波動甚大,亦非具避險功能即中途贖回可領回因匯率波動產生之匯率價差,與被上訴人陳忠雄當初告知上訴人之內容不同,並將這不實之告知全部推給被上訴人林炎坤。另依據印有被上訴人玉山銀行及理專即被上訴人陳忠雄之商品說明書,已明確記載自發行日起一年閉鎖期滿後,每月7日與17日開放委託人申請中途贖回;而系爭商品之贖回日期並未滿一年閉鎖期,若被上訴人無過失,上訴人何能

在閉鎖期未滿一年可以贖回系爭商品；又依被上訴人玉山銀行規定，顧客若自行要求贖回連動債必需簽署中途贖回聲明書（保本型產品），但被上訴人玉山銀行並未提出中途贖回聲明書；是本件系爭商品之所以解約係因被上訴人玉山銀行查證確為被上訴人陳忠雄、林炎坤之過失所致；另被上訴人陳忠雄、林炎坤乃被上訴人玉山銀行所雇用之員工，就渠等之過失行為致上訴人所受之損害，自應負連帶賠償責任。爰本於委任契約、共同侵權行為損害賠償、不完全給付及信託法第 32 條等所衍生之請求權法律關係，求為判命：被上訴人等應連帶給付上訴人 93 萬 3 千 82 元，及其中 32 萬 1 千 340 元自 97 年 2 月 1 日起、51 萬 737 元自 97 年 4 月 9 日起、10 萬 1 千 5 元自 97 年 4 月 10 日起，均至清償日止，各按年息百分之五計算利息之判決等語。

經法院核閱系爭商品之說明書及風險告知檢核表所載，其中商品說明書於產品特色項下雖分別記載：「資產組合追求高目標配息，追求年配息率約 7%-8%（惟系爭 Z186 專案商品記載 8%-9%）。設計臺幣保護機制，在任一配息評價日，進行匯率鎖高，鎖定臺幣兌美元之漲幅，只看漲不看跌，有效降低匯率風險。」（見原審卷第 6、9 及 12 頁）；惟於配息說明項中亦載明：「年配息率 7%-8%（8%-9%）為預估值，並非保證值，委託人實際每年配息可能大於或小於目標年配息率。」而風險告知檢核表於基本風險說明項目二中已表明：「發行機構於到期日時，將保證・・返還原始信託本金，如提前贖回時必須以贖回當時之實際成交價格贖回，則可能會導致信託本金之損失。因此，當市場價格下跌，而委託人又選擇提前贖回時，委託人會產生損失。」另「商品顧客權利義務重要告知事項」第二點至第六點已記載：「二、本產品須投資屆期，委託人方得領回 100% 美元本金。三、投資人實際獲得之每年配息為浮動，有可能大於或小於追求之目標年配息。四、本行每月寄發的

對帳單中淨值及匯率係以當時市價反映僅供參考，利率的走勢與相關選擇權的市場價格將會影響贖回淨值之變化，對帳單淨值可能低於 100% 美元本金。五、委託人如提前贖回時必須以贖回當時之實際成交價格贖回，可能會導致信託本金之損失。因此當市場價格下跌，而委託人又選擇提前贖回時，委託人將會產生損失。六、本產品之風險包括利率風險、流動性風險、發行機構之信用風險、匯率風險、事件風險、再投資風險與連動標的波動之風險等。」等語明確（見原審卷第 08、11 及 14 頁），有系爭商品說明書、風險告知檢核表及顧客權利義務重要告知事項等影本附卷可稽，且為兩造所不爭執。依上，顯然被上訴人等已就系爭金融商品本身結構、商品風險造成虧損之直接原因（指標或信用風險）等重要事項而為說明；亦無將不確定之事實，提供武斷之判斷予投資人之情形。從而，被上訴人等辯稱：其已就系爭商品充分揭露相關之可能配息及中途回贖可能導致信託本金損失之情形，並無不實告知之情事等語，尚非虛妄，應堪採信。

且按：（一）依系爭商品說明書、風險告知檢核表、顧客權利義務重要告知事項所載，上揭文件對於系爭商品之配息率及中途贖回風險說明等約定，均係經上訴人親自簽名及蓋章，已為上訴人所不爭執，則依一般證據法則，自應認上訴人就此已表示業經其閱覽並認知。又系爭商品說明書第一頁下緣亦皆註明「注意事項」即：「••連動債並非存款，亦非屬存款保險承保範圍，連動債提前贖回可能損及本金，投資人需自負盈虧，受託銀行並不保本保息，請投資人充分瞭解商品，並應慎重評量後選擇。」而上訴人委託被上訴人玉山銀行申購系爭商品時，係在被上訴人玉山銀行東台南分行擔任襄理職務（迄 99 年 10 月始離職），負責個人金融及房屋貸款業務，大學就讀財金系，曾撰寫「中央銀行之貨幣政策、美元存款利率、美國國庫券利率間之因果關係和 GARCH 模型檢定」碩士論

文，且通過金融研訓院之理財人員專業測驗、中華商業銀行之理財專員講習班等相關金融訓練合格（見原審卷第 80 至 82 頁），並為上訴人所不爭執；顯見上訴人本具金融理財之專業知識，其對於投資金融商品之性質（連動債之種類，即利率連動債券、股價指數連動債券）、基本風險（最低收益、提前贖回、利率、流動性、信用、匯兌、事件、交割、通貨膨脹及本金轉換等）或高低、配息率、獲利率及保本與否（即完全保本、完全不保本、不完全保本）等一般投資人最關注之核心事項，當認其已能自行充分瞭解系爭商品之配息方式及中途回贖時需承擔之風險；否則，上訴人豈會於五個月之短期間內先後向被上訴人玉山銀行申購三個系爭商品，且總金額折合新台幣高達七百六十四萬三千七百元之理？（二）基於「私法自治」之原則，契約當事人雙方立於平等之基礎上，就自我意思所形成之法律關係或法律效果，應由自己負責（即自我責任原則），乃無疑問者；質言之，在契約當事人雙方處於對等之情況下，自得要求投資人（即上訴人）負起自我責任。又「說明義務」，一般意指就事務或狀況為使他方瞭解所為之行為；而在金融商品交易，則指具有專門知識者就專門領域上對他方所為之闡示，或具有資訊優勢者對於他方之狀況或情勢的報告或傳達，以供其參考。至其理論基礎乃在確保資訊弱勢者之「自我決定權」；亦即說明義務之基礎係基於契約當事人間資訊能力之不對稱，為確保資訊能力弱勢之一方當事人其自我決定權，而賦予資訊優勢之一方具有說明義務，以建立雙方當事人之自我責任原則。從而，投資人在被告知充分資訊之前提下，對於健全之自我意識所為之意思表示結果應負起結果責任，如此始符合資訊化社會之特性及金額商品交易之特性。因之，若投資人本身即具有專門知識，而非屬資訊能力弱勢之一方，若投資人已就金額商品交易之內容有所理解，而金融商品之銷售業者（代銷業者）已將投資金融商品之性質、基本風險高低、配息率、

獲利率及保本與否等一般投資人最關注事項，告知投資人，當認投資人已被告知充分之資訊；本件上訴人本具金融理財之專業知識，已如前述，堪認兩造立於平等之基礎，則揆諸前揭說明，上訴人自應就其中途回贖時需承擔之風險，負起結果責任。

至上訴人又主張其確係因被上訴人陳忠雄、林炎坤之過失行為而誤信，始購買系爭商品；又系爭商品說明書表示自發行日起一年閉鎖期滿後，始開放中途贖回，而其竟可在閉鎖期內回贖，且玉山銀行未提出中途贖回聲請書，即推論被上訴人等有過失云云，並提出其與被上訴人陳忠雄互寄電子郵件之複製檔影本一份為證（見原審卷第 42 至 43 頁）。惟此仍為被上訴人等所堅決否認，且經本院核閱電子郵件所載，該內容僅顯示被上訴人陳忠雄僅提及「對不起，產品表現不如預期」、「當初有詢問林炎坤」「當我在（再）詢問時」，並未確切提及其有就系爭商品為不實告知資訊或提供個人主觀判斷等違反說明義務之情形；而上訴人乃提及「過去你給我錯誤的資訊」等語，究諸上開內容係以「當初」、「過去」來表示時間點，尚無從據此逕行認定被上訴人陳忠雄向上訴人提供商品資訊之確切時間；再參諸上訴人與被上訴人陳忠雄相互寄送電子郵件之日期均係九十六年十二月三十一日，乃在上訴人向被上訴人玉山銀行申購（96 年 03 月 21 日、96 年 5 月 14 日及 96 年 7 月 23 日）系爭商品之後以察，尚難據此即遽採為推測上訴人購買系爭商品時即有誤信被上訴人陳忠雄、林炎坤之告知，以為得拿回中途回贖鎖匯部分始為投資之論據。況上訴人於被上訴人陳忠雄於上揭電子郵件中向其確認所謂臺幣鎖匯保護機制係用折現方式分配於贖回之淨值，而盡其締約後之說明義務（即事後助言或警告義務）後，於明知提前贖回會有損失之情況，仍執意於九十七年一月二十八日、同年三月三十一日陸續提前贖回系爭商品，且因此而受有虧損，對此本即屬投資之風險，在上訴人欲為高收益之投資而決定逕行投資

時，即應自負風險責任，而對所生之投資報酬或虧損，自行承擔；易言之，尚不得以上訴人嗣後自行決定後續之投資判斷與結果，反果為因採為被上訴人等有未盡告知義務之論據。另觀諸上訴人所提出之空白「中途贖回聲請書（保型產品）」，聲請人（即投資人）於閉鎖期內若願意承擔贖回之風險，則贖回時機本得端憑聲請人（即投資人）決定（見原審卷第 0116 頁；），且依上述之「商品顧客權利義務重要告知事項」所載「五委託人如提前贖回時必須以贖回當時之實際成交價格贖回，可能會導致信託本金之損失。」可見被上訴人玉山銀行已就提前回贖可能導致損失乙事盡其告知之義務，上訴人據此臆測被上訴人等具有過失，尚有誤會，自不足採。

次按因可歸責於債務人之事由，致為不完全給付者，債權人得依關於給付遲延或給付不能之規定行使其權利；因不完全給付而生前項以外之損害者，債權人並得請求賠償，民法第 227 條固定有明文。惟不完全給付之債務不履行責任，須因可歸責於債務人之事由致提出不符合債務本旨之給付始足當之，且債權債務之主體，以締結契約之當事人為準，債權人不得對於債務人以外之人而請求履行。查本件系爭商品之委任及信託契約關係（即當事人）乃存在於上訴人與被上訴人玉山銀行間，至被上訴人陳忠雄僅為系爭商品受託方之收件人員，而被上訴人林炎坤於 96 至 97 年間，係擔任被上訴人玉山銀行總行財富管理事業處行銷企劃部之助理襄理，均非屬系爭商品契約之當事人，已據被上訴人陳忠雄於原審及本院審理時陳述在卷，並有前揭系爭商品說明書、風險告知檢核表及顧客權利義務重要告知事項影本在卷可按；則揆諸前揭說明，上訴人對系爭商品契約外之第三人即被上訴人陳忠雄、林炎坤主張依債務不履行規定請求渠等賠償其所受之損失，於法尚屬無據。又被上訴人玉山銀行就系爭商品配息及中途贖回所生之損失風險，已於系爭商品說明書、風險告知檢核表及顧客權利義務重要告知事項載明，且為上

訴人所知悉，亦即被上訴人玉山銀行已就提前回贖可能導致損失乙事盡其告知之義務，已如前述，並為本院所認是；再徵諸所謂不完全給付係指債務人雖為給付，然給付之內容並不符合債務本旨而言（最高法院 82 年度台上字第 2364 號判決參照）；本件基於上訴人因提前回贖所生虧損本屬投資風險，則在被上訴人玉山銀行充分揭露該投資風險，並盡其締約前、締約時及締約後之說明義務後，應認無可歸責於其之事由，且無給付之內容並不符合債務本旨之情形。此外，上訴人就此復未能提出其他確切之證據足資證明或供本院調查以實其說，自尚難僅以上訴人因投資風險所致之損失即採為被上訴人玉山銀行應負債務不履行責任之論據。

另上訴人雖又主張依信託法第 23 條規定，請求被上訴人等連帶賠償其所受之損失等語。惟查；（一）連動債金融商品往往是由國外公司所發行，透過銀行或證券投資信託公司等通路在國內進行銷售，故購買連動債之投資人與國內銷售業者（代銷業者）在法律上固成立所謂特定金錢信託契約，即為一種因契約而成立的信託行為。且受託人因管理不當致信託財產發生損害或違反信託本旨處分信託財產時，委託人、受益人或其他受託人得請求以金錢賠償信託財產所受損害或回復原狀，並得請求減免報酬，信託法第 23 條定有明文。惟其究責之基礎乃在信託法第 22 條及信託業法第 22 條第 1 項及第 23 條之規定，即受託人應依信託本旨，以善良管理人之注意，處理信託事務；信託業處理信託事務，應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務；信託業經營信託業務，不得對委託人或受益人有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。而在金融商品交易，所謂「善良管理人之注意」自應包括說明義務；又投資信託契約，受託人與委託人間本有高度信賴關係存在，且委託人較諸於受託人（金融業者）為資訊上弱勢者，因此委託人輒因信賴受託人之推介而購買金融商品，致使契約成立後委託人亦繼續期待受託人提

供其後續商品之資訊，以供其後續是否繼續投資之參考。故契約成立後，受託人的助言或警告義務在投資型信託契約關係中仍有必要，此則為信託法第 32 條第 1 項之立法意旨，基本上在於滿足委託人資訊上之需求，所以委託人將以主動要求受託人說明事務處理之情形。因依契約所成立信託關係中，委託人與受託人間之契約關係，解釋上屬於委任契約的類型，而委任契約依民法第 540 條規定，受任人應主動對於委任人報告之義務，此義務屬於受任人之善良管理人注意義務之一種，未依民法第 540 條向委任人報告，可視為受任人違反善良管理人之注意義務。而信託法第 32 條第 1 項係委託人主動要求受託人說明，係彌補受託人如未依民法第 540 條向委託人報告時，委託人可採取主動要求受託人報告，所以信託法第 32 條具有補充民法第 540 條不足之處。故信託業法第 32 條之規定應可認為係受託人善良管理人注意義務之一環（即信託業法第 22 條善管注意義務）。惟此法條關於「說明」範圍，宜指受託人已將資訊交付或在網站上揭露，使委託人處於隨時得以知悉的狀態，不以委託人口頭報告為限。但如考慮投資信託關係中，受託人與委託人間屬於資訊不對等情況下，則第 32 條第 1 項之說明應要求達到使委託人瞭解之程度；亦即應以實際上是否能使委託人瞭解明白為據，並應以委託人之主觀認定受託人「說明」與否，而非客觀上以受託人是否有提供資訊等來判斷。（二）本件依上開系爭產品說明書、風險告知檢核表及顧客權利義務重要告知事項所載，既然被上訴人已就系爭金融商品本身結構、商品風險造成虧損之直接原因（指標或風險）等重要事項而為說明；亦無將不確定之事實，提供武斷之判斷予投資人之情形，同時上訴人並在上開產品說明書等末頁之「委託人簽章」處蓋章，足證被上訴人已盡信託業法第 22 條之善良管理人之注意義務及履行忠實告知之規定，且上訴人亦未能提出其他確切證據足資證明被上訴人有何信託業法第 23 條所定之

任何詐欺或其他不當行為，或被上訴人違反信託法令、信託契約及因其他可歸責於信託業之事由，致上訴人受有損害。則徵諸負舉證責任之當事人，須證明至使法院就該待證事實獲得確實之心證，始盡其證明責任。倘不負舉證責任之他造當事人，就同一待證事實已證明間接事實，而該間接事實依經驗法則為判斷，與待證事實之不存在可認有因果關係，足以動搖法院原已形成之心證者，將因該他造當事人所提出之反證，使待證事實回復至真偽不明之狀態。此際，自仍應由主張該事實存在之一造當事人舉證證明之，始得謂已盡其證明責任(最高法院 93 年度台上字第 2058 號判決參照)以察，上訴人以被上訴人等違反信託法第二十三條規定，請求渠等應負連帶損害賠償責任，於法亦屬無據。

又上訴人指稱被上訴人玉山銀行與發行機構涉嫌不實扣除上訴人美金 9 千 200 元之費用云云，亦與事實不符；蓋上訴人所購買之系爭商品固均為保本型之連動債，亦即保證到期至少美元保本；惟系爭商品契約並無保證期初動態指數價值（即上訴人所稱之淨值）均為面額，則為上訴人所不爭執。而以上訴人於本院所提出之「花旗銀行發行四·五年期原物料多空策略結構型商品（Z186）」為例（見本院卷第 0114 頁），債券面額每單位 1 百美元，其期初動態指數價值即明載為 96 美元，且期初動態指數價值為 96 美元，本即係發行機構就該連動債券所約定之契約內容；故上訴人所稱於發行首日，即自上訴人之淨值暗中扣除百分之四云云，尚與事實不符。又通路服務費依據商品目錄記載，每年費率為百分之〇至百分之一·五，視市場情形而定，由發行機構給付予受託人，於債券發行依年期長短一次給付，此乃發行機構給付予被上訴人玉山銀行之費用，與期初動態指數價值為 96 美元並無關連性，已據被上訴人等於本院陳述在卷；況此亦為受託銀行代發行機構行銷所賺取之通路費用，要之尚屬合理報酬，並無何違法或不當之處。因之，上訴

人前揭所指，尚有誤會。

綜上所述，本件上訴人本於委任契約、共同侵權行為損害賠償、不完全給付及信託法第 32 條等所衍生之請求權法律關係，請求判決：被上訴人等應連帶給付上訴人 93 萬 3 千 82 元，及其中 32 萬 1 千 340 元自 97 年 2 月 1 日起、51 萬 737 元自 97 年 4 月 9 日起、10 萬 1 千 5 元自 97 年 4 月 10 日起，均至清償日止，各按年息百分之五計算之利息，為無理由，不應准許。

二、是否已盡善良管理人之注意義務以過失責任為判斷標準

由上開司法判決可知是否已盡善良管理人之注意義務之判斷，係以過失種類作為判斷標準，所謂過失，係指行為人雖非故意，但按其情節，應注意、能注意而不注意，或對於侵權行為之事實，雖預見其發生，而確信其不發生者而言，故過失即為注意之欠缺。民法上所謂過失，則依其欠缺注意之程度可分為抽象的過失，具體的過失及重大過失三種，抽象的過失為應盡善良管理人之注意而欠缺者，為，具體的過失為應與處理自己事務為同一注意而欠缺者為，重大過失則顯然欠缺普通人之注意者。故有無抽象之過失，係以是否欠缺應盡善良管理人之注意而定。具體的過失則以是否欠缺應與處理自己事務為同一之注意而定，重大過失則以是否顯然欠缺普通人之注意而定。

至於何謂善良管理人之注意義務，乃指有一般具有相當知識經驗且勤勉負責之人，在相同之情況下是否能預見並避免或防止損害結果之發生為準，如行為人不為謹慎理性之人在相同情況下，所應為之行為，即構成注意義務之違反而有過失，其注意之程度應視行為人之職業性質、社會交易習慣及法令規定等情形而定。至於專門職業人員，則基於與當事人之信賴關係，並本於其專業能力、工作經驗及職業責任，在執行業務時，對於相對人或利害關係人應負有保護、照顧或防範損害發生之注意義務。

在銀行銷售連動債商品的判決中，法院則以銀行是否具有專門知識者就專門領域上對他方所為之闡示，或具有資訊優勢者對於他方之狀況或情勢的報告或傳達，以供投資人參考。倘金融商品之銷售業者（代銷業者）已將投資金融商品之性質、基本風險高低、配息率、獲利率及保本與否等一般投資人最關注事項，告知投資人，當認投資人已被告知充分之資訊。投資人在被告知充分資訊之前提下，對於健全之自我意識所為之意思表示結果應負起結果責任，如此始符合資訊化社會之特性及金額商品交易之特性。故投資人自應就其中途回贖時需承擔之風險，負起結果責任。

在民事的侵權行為責任方面，民法第 184 條第 1 項前段規定：「因故意或過失，不法侵害他人之權利者，負損害賠償責任。」，又民法第 220 條規定：「債務人就其故意或過失之行為，應負責任。過失之責任，依事件之特性而有輕重，如其事件非予債務人以利益者，應從輕酌定。」通說及實務對於過失之認定亦以是否欠缺「善良管理人注意義務」而認定。

而在契約責任方面，則以有償無償區分，若為有償契約，法律會要求履約的一方應盡善良管理人之注意義務，如委任契約¹⁰、租賃契約¹¹、合夥契約¹²。若為無償契約，則僅要求盡到跟處理自己事務一樣的責任即可。

第三節 期貨經紀商之注意義務範圍及認定

經查金融消費者保護法之第 7 條之善良管理人注意義務之立法理由，

¹⁰ 民法第 535 條：「受任人處理委任事務，應依委任人之指示，並與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。」

¹¹ 民法第 432 條：「承租人應以善良管理人之注意，保管租賃物，租賃物有生產力者，並應保持其生產力。」

¹² 民法第 672 條：「合夥人執行合夥之事務，應與處理自己事務為同一注意。其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。」

係參酌信託業法第 22 條及證券投資信託及顧問法第 7 條而定，經查信託業法第 22 條之立法理由，係以信託業係基於信賴關係管理他人之財產，且以收受信託報酬、經營信託業務為專業，故應課以較高之注意義務，爰參考國內外立法例，課以善良管理人之注意及忠實義務。¹³證券投資信託及顧問法之立法理由係參酌美日立法例及公司法等相關規定，考量資產管理為高度誠信事業，故對經營者及其相關人員，無不課以善良管理人注意及忠實義務，爰明定業者及其相關人員應盡善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務，以保障投資人權益。¹⁴故在金融服務業因其行業特性皆以為他人管理資產並受有報酬之故而被課以善良管理人注意義務。

期貨經紀商與期貨交易人間依前所述為有償之委任契約關係，且有金融消費者保護法之適用，自應負有善良管理人之注意義務。按期貨為高風險、高槓桿之金融商品，期貨經紀商為期貨市場參與者之一，亦為期貨交易所與期貨交易人之間之中介機構，期貨經紀商應盡之善良管理人注意義務貫徹在整個期貨市場交易作業循環中，即從受託期貨交易前之開戶徵信、風險告知、受託契約之簽訂、收取保證金，至下單後之成交回報、盤中洗價及收盤結算作業編製報表等。綜觀期貨交易法及相關法規，雖未明訂善良管理人注意義務內涵，惟主管機關為維持期貨交易市場之交易秩序，已在相關期貨商管理規則及自律規範中規範期貨商應遵循之義務。

一、對期貨交易人之開戶與徵信

¹³ 信託業法第 22 條立法理由：「本條係規範信託業處理信託事務，應遵守之義務。按信託業係基於信賴關係管理他人之財產，且以收受信託報酬、經營信託業務為專業，故應課以較高之注意義務，爰仿銀行法第一百零五條、信託法第二十二條、律師法第二十三條及日本信託法第四條、第二十條，課以善良管理人之注意及忠實義務。」

¹⁴ 證券信託及顧問法第 7 條第 1 項立法理由：「有關查日本投資信託及投資法人法第十四條及美國一九四〇年投資公司法第三十五條等規定，資產管理為高度誠信事業，故對經營者及其相關人員，無不課以善良管理人注意及忠實義務。經參酌外國立法例及公司法第二十三條第一項、投信管理規則第二十八條第一項、投顧管理規則第二十七條第一項、基金管理辦法第十八條第一項、開放式股票型基金定型化證券投資信託契約第十三條之規定，爰於第一項明定業者及其相關人員應盡善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務，以保障投資人權益。」

期貨交易人委託期貨經紀商從事期貨交易買賣須先與期貨經紀商簽訂委託契約，由期貨經紀商以自己名義下單買賣期貨，再移轉予期貨交易人。實際從事期貨交易者為期貨交易人，且因期貨交易具高風險性，期貨經紀商應對期貨交易人之職業、交易經驗、財力及風險承受度等應相當程度之瞭解。期貨商管理規則及中華民國期貨業商業同業公會期貨商開戶徵信作業管理自律規則¹⁵對此即亦有規範：

- (一)期貨商管理規則第 28 條規定期貨商接受客戶辦理開戶時，應提供受託契約及風險預告書，於作契約內容、期貨交易程序之解說後，交由客戶簽名或蓋章並加註日期存執。期貨商應就其營業項目範圍內之各期貨交易法令、交易所規章對於期貨交易數量總額、應申報之交易數額、漲跌幅限制或其他有關交易之限制，應備製書面說明文件，供客戶參考。
- (二)期貨商管理規則第 29 條規定所稱受託契約，主要內容應包括委託人委託期貨商從事期貨交易之方式及雙方聯繫方法。期貨商執行委託之方式。保證金、權利金或其他款項收付方式、幣別及結匯之約定方式。期貨商得代為沖銷交易之條件及相關事項之約定。通知繳交追加保證金之方式及時間。期貨商就影響委託人權益所應行通知之事項及期間。
- (三)中華民國期貨業商業同業公會期貨商開戶徵信作業管理自律規則第 4 條至第 6 條亦規範期貨經紀商應考量交易人之年齡、知識、經驗及資產狀況，避免為不適當之業務招攬，期貨經紀商受託從事期貨交易時，應先對期貨交易人辦理徵信作業，及對於 70 歲以上之期貨交易人應符合一定條件始得受理其開戶。

二、風險事項之告知

¹⁵ 中華民國期貨業商業同業公會「期貨商開戶徵信作業管理自律規則」全文網址：<http://www.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=G0101545>。

期貨交易人進入期貨市場之前應要瞭解期貨風險且能承受期貨風險，因此期貨交易法第 65 條規定期貨經紀商接受期貨交易人開戶時，應由具有業務員資格者為之；在開戶前應告知各種期貨商品之性質、交易條件及可能之風險，並應將風險預告書交付期貨交易人。期貨選擇權之風險預告書¹⁶主要內容如下：

(一)由於從事選擇權交易須承擔相當之風險，除不適合不明瞭該風險之一般交易人外，對未曾詳究本風險預告書所述選擇權之義務與風險者，亦不適合從事交易。

(二)選擇權的買賣雙方必須瞭解所交易選擇權之標的資產為何，並須了解該標的資產市場之特性。選擇權之交易人如無法承受權利金和交易成本之全額損失，則不適合買進任何選擇權之買權或賣權；而於市場走勢對其不利而無法補繳保證金者，則不適合賣出任何選擇權之買權或賣權。

(三)期貨選擇權的買方則應瞭解，部分期貨選擇權的履約時間或許僅限於某段特定時間之內。當買進買權或賣權時，買方最大的風險損失以買進時所繳之權利金加上交易成本為限。當賣出買權或賣權時，賣方最大風險可能無限。

三、依客戶指示履行買賣義務並通知與報告

期貨經紀商依照期貨交易人指示執行其委託，同時在受託買賣過程中，逐日計算期貨交易人之權益數餘額，並向期貨交易人定期提出買賣報告。若期貨經紀商未依約定、指示下單或是應通知未通知者，除違反雙方所簽訂委任契約外，亦可能違反與期貨交易人間之信賴關係及忠實注意義務，對期貨交易人負有民刑事上之法律責任。

¹⁶ 期貨交易法第 65 條所授權訂定包括：期貨選擇權風險預告書、期貨交易風險預告書應行記載事項、期貨風險預告書及期貨交易風險預告書（參考範本），參閱網址：http://www.selaw.com.tw/LawArticleRef_Content.aspx?typ=7&LawID=G0101401&ModifyDate=1070131&LawNO=65000。

(一)期貨交易法第 37 條至第 41 條規定，期貨商接受委託時，應依據買賣委託書所載委託事項，按交易所及交易種類別，依下單方式或時間順序執行之。期貨商受託從事期貨交易，應於成交後製作買賣報告書，交付期貨交易人簽名或蓋章。買賣報告書應載明下列事項：帳號及戶名、成交日期、期貨交易所名稱、成交期貨種類、數量及交割月份、單價及總成交價格、賣出或買入、非沖銷或沖銷、所需保證金或權利金數額、應收或應付金額、交割幣別、佣金、手續費及其他費用、稅捐等。

(二)期貨商管理規則第 40 條及第 41 條規定，期貨商對不同客戶所為同種類期貨交易之委託，應就交易結果，依誠信原則進行分配。期貨經紀商遇期貨交易所有緊急情事而暫停交易時，期貨經紀商應立即於公告欄內公告，其有重大影響期貨交易人權益時，應向主管機關申報並應及時通知期貨交易人。

其他尚有相關期貨經紀商及期貨從業人員於執行期貨業務時應為或不得為之相關規範，若違反者，即可依規定加以處分，故似可將主管機關或是自律機構所訂之相關規範視為期貨經紀商應善良管理人注意義務之範疇。若期貨經紀商未確實執行上開規定，導致期貨交易人遭受損失或有交易糾紛時，則期貨經紀商涉有未盡善良管理人注意義務之虞，屆時當從期貨經紀商是否確實執行相關作業流程界定其是否已盡善良管理人注意義務，若涉有民事糾紛者，則由司法機關認定。

第四節 期貨經紀商違法案例

期貨經紀商實務上常見違失案件有未確實執行開戶及風險解說作業、未依客戶指示下單及製作報表，以及保證金未收足未追繳或系統錯誤之控管缺失等，以下分別說明：

一、未確實執行開戶、風險解說作業缺失案例：

(一)受處分人(康和期貨台中分公司)2014年6月至10月間受理詹姓等3位客戶申請營業場所外開戶前置作業後，業務員領取空白開戶文件後寄予客戶，開戶經辦未親自至營業場所外當面核對及確認客戶身分，業務員另以手機而未當面或於營業場所內同步視訊向客戶進行風險解說，嗣客戶將填妥之開戶文件寄回業務員交予開戶經辦後，開戶經辦檢核客戶開戶文件並於審閱相關書面資料無誤後，即於開戶文件之經辦處簽章，與受處分人內部控制制度CA-21112「營業場所外辦理開戶前置作業」及CA-21110「開戶手續及審核作業」之規定不符，已違反期貨商管理規則第2條第2項之規定；又業務員於2014年7月9日始登錄為受處分人受託買賣業務員，惟於2014年7月7日向詹姓客戶辦理風險解說，並由另一業務員於開戶文件中風險解說欄位簽章，業務員於登錄為受處分人受託買賣業務員前，已有向客戶辦理風險解說情事，受處分人已違反期貨商管理規則第12條規定，核處新臺幣12萬元罰鍰。¹⁷

(二)香港類似案例¹⁸：恒豐深圳為內地投資者提供開戶表格，協助他們在恒豐開戶，並在處理開戶程序時，未對有關內地客戶執行充分的「認識你的客戶」的程序；未逐一確立客戶的全部身分及詳細地址；在這批內地客戶當中，22名恒豐證券客戶及44名恒豐期貨客戶獲恒豐容許，以恒豐深圳辦事處的地址為通訊地址；恒豐長期沒有採取足夠步驟檢查源自恒豐深圳的兩個帳戶的運作情況，以致容許這兩個帳戶被用以轉帳資金，協助內地客戶經恒豐帳戶執行的交易進行交易，顯示恒豐沒有採取足夠步驟，處理客戶紀

¹⁷ 金管證期罰字第1040003820號裁處書，2015年3月26日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessage_view.jsp&dataserno=201503300001&toolsflag=Y&dtable=Penalty。2019/4/12。

¹⁸ 香港證券及期貨事務監察委員會，「證監會譴責恒豐及其負責人員並罰款共250萬元指恒豐處理內地客戶帳戶時出現內部監控不足」，香港證券及期貨事務監察委員會，網址：<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR66>。2019/4/11。

錄不全及妥善保管現金客戶資產方面由之而起可能產生的監管事宜。香港證券及期貨事務監察委員會對恒豐證券有限公司（恒豐證券）、恒豐期貨有限公司（恒豐期貨）（統稱恒豐）及其各自的負責人員作出譴責並罰款共 250 萬元。（未改）

二、未依客戶指示下單及製作報表缺失案例

受處分人（元大寶來期貨公司）與交易人王君於開戶文件就對帳單及通知函件之領取方式，係約定為電子對帳單，惟受處分人 100 年○月至○月寄送至王君電子郵件帳號之電子文件，寄送狀況均顯示為「郵件地址錯誤」，且之後受處分人亦未再以其他書面方式進行補寄，另王君亦表示從未收到受處分人寄送之電子交易對帳單，受處分人核已違反期貨商管理規則第 39 條第 1 項¹⁹及第 52 條第 1 項²⁰規定，核處罰鍰新臺幣 12 萬元²¹。

三、保證金控管缺失案例

(一)經查受處分人(康和期貨)係以權益數及清算值作為客戶保證金之控管標準，惟在客戶王君 100 年○月○日盤中期貨交易帳戶清算值已低於維持保證金之情形下，未以當面或電話方式辦理保證金追繳通知，核與受處分人內部控制制度 CA-21320 交易保證金追繳作業一之(二)「...期貨商盤中隨時執行風險控管系統，並依系統警示對權益數低於控管標準之期貨交易人，應以當面或電話方式發出追繳通知。...」規定不符，核有違反期貨商管理規則第 2 條第 2 項「期貨商業務之經營，應依法令、章程及前項內部控制制度為之」之規定，依期貨交易法第 119 條第 1 項第 2 款，核處該公司

¹⁹ 期貨商管理規則第 39 條第 1 項：「期貨商受託從事期貨交易，應於成交後製作買賣報告書，交付期貨交易人簽名或蓋章。」

²⁰ 期貨商管理規則第 52 條第 1 項：「期貨商應按月編製對帳單一式二份，並於次月五日前填製，一份送交期貨交易人，一份由期貨商保存。」

²¹ 金管證期罰字第 1020015495 號裁處書，2013 年 6 月 10 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201306140001&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/11。

新臺幣 24 萬元罰鍰²²。

(二)受處分人(康和期貨)自 104 年○月起受理 5 位客戶開戶以來，有未向該等交易人收足保證金即接受委託之情事，受處分人核有違反期貨交易法第 67 條規定，依同法第 119 條第 1 項第 1 款及第 2 款核處該公司新臺幣 60 萬元罰鍰。²³

(三)受處分人(凱基期貨新竹分公司)於○年○月間辦理交易人選擇權市價委託之保證金檢核，有發生交易人帳戶不足支付所需權利金之情事，與受處分人內部控制制度 CA-21210「受託買賣及成交作業」所訂「...本公司接受交易人市價委託，應依交易人信用狀況（包括保證金、權益數等金額）、交易性質、委託數量、當時市況及交易人部位最大可能損失等因素，評估市價委託之風險並採取必要措施，例如對交易人採取加收保證金、限制委託數量或停止接受委託等控管措施。」規定不符，核有違反期貨商管理規則第 2 條第 2 項及第 43 條第 1 項規定，依期貨交易法第 119 條第 1 項第 2 款規定裁處該公司新臺幣 12 萬元罰鍰。²⁴

(四)受處分人(康和期貨)因風控設定及結算作業系統之設計未臻周延，而發生客戶留倉部位保證金數值更新之內控作業未能有效執行情事，於 2017 年○月○日結算作業發生錯誤，致 SPAN 客戶之留倉部位所需原始保證金錯誤，影響 2017 年○月○日所需原始保證金及超額保證金錯誤，而發生未向 39 位交易人收足期貨交易保

²² 金管證期罰字第 1010006194 號裁處書，2012 年 3 月 9 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201203160003&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。

²³ 金管證期罰字第 1050042570 號裁處書，2016 年 11 月 18 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201611210001&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。

²⁴ 金管證期罰字第 1060035427 號裁處書，2017 年 9 月 6 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201709110001&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。

證金而接受委託之情事，與內部控制制度「受託買賣及成交作業」有關「(一) 4.期貨商除另有規定者外，非先向委託人收足期貨交易保證金，不得接受期貨交易之委託。...」之規定不符，核有違反期貨交易法第 67 條、期貨商管理規則第 2 條第 2 項及第 43 條第 1 項之規定，爰依期貨交易法第 119 條第 1 項第 1 款及第 2 款規定裁處該公司新臺幣 24 萬元罰鍰。²⁵

(五)受處分人(永豐期貨)○○年○月○日及○日於盤前委託試撮時段，接受期貨交易人多次瞬間多筆委託交易後隨即大額刪單時，因保證金核計錯誤，致有未收足期貨交易保證金接受委託之情事，核未依受處分人內部控制制度 CA-21210 受託買賣及成交作業「(一) 受託買賣作業：4.期貨商除另有規定者外，非先向委託人收足期貨交易保證金，不得接受期貨交易之委託。」規定辦理，核有違反期貨商管理規則第 2 條第 2 項及第 43 條第 1 項之規定。另期貨交易人使用網路經受處分人之 E-Speeder Sever 系統(前台)下單，該委託單由受處分人 Speedy Sever 系統(中台)檢核保證金足夠後，即送臺灣期貨交易所股份有限公司撮合，未先經受處分人 IBM R6 Sever 系統(後台)覆核，惟該 Speedy Sever 系統未具保存或記錄交易人帳戶之部位及權益數資料等功能，故有無法落實受處分人內部控制制度 CC-27010 網路安全管理作業「(九) 期貨商辦理網際網路等電子式交易型態受託買賣業務...1.交易主機中應設涵蓋期貨管理法令之必要檢查點控制項目，並至少包含... (2) 客戶未沖銷部位及保證金餘額之控管...」規定之情事，核有違反期貨商管理規則第 2 條第 2 項之規定，爰依期貨交易法第 119 條第 1 項

²⁵ 金管證期罰字第 1060027089 號裁處書，2017 年 8 月 29 日，[金融監督管理委員會證券期貨局](http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201708290002&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty)，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201708290002&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。

第 2 款規定裁處該公司新臺幣 24 萬元罰鍰。²⁶

第五節 小結

期貨經紀商與期貨交易人間，不論是委任或行紀關係，依民法規定，期貨經紀商因受有交易報酬，應對期貨交易人負有善良管理人之注意義務。然查期貨相關法規並未明定期貨經紀商應盡之善良管理人注意義務範圍，而主管機關基於維護期貨交易秩序之必要，訂有相關市場規範或應遵循事項，或由公會訂有自律規範，相關規範所規定之「應為」或「不得為」之行為均屬期貨經紀商在其執行期貨特許業務時應遵守之義務。

雖透過上開法院判決似可推論，期貨經紀商依規執行業務無法逕認為已盡善良管理人注意義務，以期貨經紀商接受期貨交易人開戶時，所應作之事項告知或風險預告書之簽訂為例，如遇交易糾紛時，似仍須視個案實際狀況就期貨經紀商之告知程度或是風險預告書之編排、字體大小等等，加以認定，同時應由期貨經紀商負已盡善良管理人注意義務之舉證責任。

然因我國期貨市場採兩段式運作機制，一為期貨經紀商接受客戶委託下單之行為並向期貨交易人收取報酬，其次期貨經紀商以自己名義為客戶下單及做計算。期貨經紀商與交易間之契約內容並非可全然依契約自由原則訂定，有關主管機關之規定、公會之自律規範及與期貨交易所之約定等，皆會內化於期貨經紀商與交易人間之契約中，該契約之性質即與一般契約有別，因期貨經紀商具特許事業之身分及期貨交易之特性，契約中具有多項公法上之義務應遵守，諸如開戶時之徵信以及代為沖銷等，惟此皆屬期貨經紀商之法定義務，在契約中約定應僅具告知客戶之性質，尚非雙方可自由約定事項，上開法定義務應非期貨經紀商之盡善良管理人注意義務範疇。

²⁶ 金管證期罰字第 1060026359 號裁處書，2017 年 7 月 26 日，[金融監督管理委員會證券期貨局](https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201707260001&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty)，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201707260001&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。

第參章 期貨信用保證金制度

在經濟社會中，為使閒置資金作有效利用，故有金融制度之建立，其功能在使窖藏的儲蓄性資金能轉化為具建設性的投資。故金融制度之目的在於便利資金之融通，達成資本形成以促進經濟之發展。若以資金融通方式區分，可分為直接融資與間接融資²⁷。二者皆屬資金需求與供給間的媒合，最大差異在於間接金融有銀行等金融機構做為中介機構，由銀行收受資金提供者的資金再貸放予資金需求者，並賺取中間利差為其營業收入，同時擔負資金需求者逾期無法償還貸款之風險，屬傳統金融機構貸放款業務，而直接金融當中之證券承銷商，只提供公開發行公司公開募集資金諮詢顧問之協助，賺取承銷手續費，並未介入資金需求雙方之間，而是由資金需求者直接面對資金提供者，並由資金提供者負擔資金需求者倒閉或所發行有價證券價格下跌之風險。

不論直接金融或間接金融皆屬資金需求與供給間的媒合，最大差異在於間接金融有銀行等金融機構做為中介機構，由銀行收受資金提供者的資金再貸放予資金需求者，並賺取中間利差為其營業收入，同時擔負資金需求者逾期無法償還貸款之風險，屬傳統金融機構貸放款業務，而直接金融則無此角色，當中雖有證券承銷商，但它只提供公開發行公司公開募集資金諮詢顧問之協助，賺取承銷手續費，並未介入資金需求雙方之間，而是由資金需求者直接面對資金提供者，並由資金提供者負擔資金需求者倒閉或所發行有價證券價格下跌之風險。

第一節 直接金融與間接金融之價格決定方式及信用交易的產生

在間接金融部分，資金需求者若欲停止向銀行借貸或資金提供者欲提前辦理存款解約，只能直接向原貸款銀行或存款銀行辦理，解約條件亦為當初借貸或存放時所訂定的，並不能自其他市場或向其他銀行辦理停止借

²⁷ 吳家聲(1998)，「我國證券管理政策回顧與展望」，證交資料，439期，頁1。

貸或存放，應償還或取回之資金金額亦依約辦理，不因市場因素變化而有不同，同時原已簽訂之授信或存款契約並無法在公開市場進行買賣交易，不具流動性。

就直接金融而言，在初級市場中，公開發行公司也就是資金需求者發行有價證券，而資金提供者會認購有價證券主要是看重資金需求者的過往信用及未來財務業務之發展，在次級市場中，公開發行公司如屬上市、上櫃或登錄為興櫃股票者，則其所發行之有價證券得於集中市場進行次級市場交易²⁸，由於有價證券買賣雙方互不認識，僅能透過交易所進行有價證券買賣的撮合，最終形成一個買賣雙方都接受的價格後成交。而價格之形成或表現與當初的資金需求者即是上市、上櫃或登錄為興櫃票之公司的信用狀況、營業收入、每股盈餘、股東權益報酬率、資產報酬率及本益比等財務指標具高度攸關。

金融市場範圍涵括銀行、證券、期貨、保險、票券等，其中證券市場與期貨市場具高度相關，在證券交易部分，原則以現金交易為原則，但對於資金不足的投資人，可透過授信機構取得資金，類似於間接金融向銀行借款以進行投資，為投資人於現貨市場擴張信用的工具之一，除可增加市場假性需求外，亦可活絡整體經濟。而在期貨交易部分，由於期貨是採現金交易，也由於期貨非現貨商品，故僅提供一定保證金以確保未來履約保證。

不論是證券或期貨交易，本質上都是「買空賣空」概念，實際並未拿出全部資金或股票，皆屬「信用交易」²⁹，不同的是交易人在證券交易上取得的是有價證券，在期貨是綁定交易契約之個人帳戶價值的變動。

²⁸ 在直接金融部分，主要是指公開發行公司透過資本市場 IPO 取得資金，此種募集資金行為為在初級市場的交易，之後有價證券在外之流通、買賣，則稱為次級市場交易。

²⁹ 張進德(2018)，證券交易法(二版)，台北：元照出版，頁 543；廖大穎(2011)，證券市場與投資人保護之法理，台北：新學林，頁 401。

第二節 證券保證金交易

傳統間接金融之信用交易係透過由銀行的貸放滿足資金不足者之需求，借款用途包含購屋，購車及投資等等，銀行為避免資金需求者到期無力償還資金，為確保其償債能力，通常會要求提供擔保品作為借款抵押。然在證券次級市場交易中，有價證券之買賣原則上皆為現款現貨³⁰，亦即投資人買賣股票前須備足全部資金或有價證券始得在集中市場交易。惟當投資人預期某支個股後續會上漲，但礙於當下可操作的資金不足，因此先借錢購買該個股，待股價上漲之後再行出售以賺取中間差價並還清借款，又投資人預期某個股後續股價會下跌，但當下並未持有該個股股票，可透過繳納部分保證金先向券商取得此股票並立即出售，當後續股價下跌再以較便宜價格回補該股票還給券商，同樣可賺取中間的價差。為解決投資人在買賣有價證券時或許缺乏資金或股票狀況，投資人可選擇向證券金融事業及自辦證券商(下稱授信機構)授信機構辦理開立證券信用帳戶，以融資融券方式買賣股票。有關證券信用交易之特性如下：

一、融資擔保由投資人提供

證券的信用交易為融資融券，融資就是指證券商對其客戶提供融通資金買進股票的服務，融券則是指證券商對其客戶提供融通股票賣出的服務。我國是由授信機構提供融通資金或證券予證券投資人、證券商或其他證券金融事業，投資人必須先依照授信機構融資融券業務規定開立信用帳戶，如欲融資，則透過市場交易買進得為融資的證券，授信機構依買入價格按規定成數借給投資人融資款項，投資人則必須配合於交割時繳交自備款；如欲融券，則透過市場交易賣出得為融券的證券，授信機構將該種證券代投資人交付證券交易所交割，投資人則必須按成交價格繳交一定成數的保證金予授信機構。

證券信用交易中之融資業務與間接金融中之銀行貸款相類屬，皆

³⁰ 證券交易法第 43 條第 1 項：「在集中交易市場買賣之有價證券之給付或交割應以現款、現貨為之。」

為借貸性質³¹，兩者最大差異在於資金需求者向銀行借貸目的或用途廣泛，不若融資業務僅限於有價證券投資，但相同處在於資金需求者均應向銀行、證券金融公司或是證券商等授信機構提供抵押品，作為債務擔保。

二、客戶違約風險由授信機構承擔

授信機構於接受投資人辦理信用交易前，會先對投資人進行徵信作業並收取相當擔保品作為擔保，包括融資自備款、融券保證金、融資買進之股票、融券賣出之價金、不足擔保維持率時之補繳等，做為對投資人債權確保之手段，以避免授信機構無法收回資金或證券，未來若投資人無法償付融資時，授信機構將同銀行承受投資人無法還款或還券的風險。在直接金融模式中的證券融資信用交易，辦理授信的金融機構由原來的間接金融中介機構銀行擴張至證券金融公司或證券商，而其借款目的則限縮為有價證券投資，所以證券信用交易可以說是直接金融中的間接金融縮影。

三、授信機構須建立降低客戶信用違約風險之管控機制

投資人買賣有價證券雖應以現款現貨交易為原則，然投資人向授信機構辦理融資，僅為取得資金的一種模式，當投資人買賣股票後，相關價款或款券之交割，則由證券金融公司或證券商負責後續交割作業，授信機構就投資人資金或股票不足部分代為墊付，仍不失有價證券買賣為現款現貨交易之本質。為避免增加授信機構風險及提高證券市場流動性，主管機關對於可以做為融資融券買賣之標的訂有一定條件³²，例如公司財務比率不能太差、流動性不能太低、同時開立融

³¹ 又依 106 年 11 月 15 日 105 年度上字第 281 號民事判決要旨：按融資融券契約係當事人事先約定投資人欲買進股票時，其價金係先向證券商融資借貸之契約，性質上屬於消費借貸之預約，於證券商為投資人代墊股票價金時，消費借貸契約即為成立。

³² 依據有價證券得為融資融券標準規定，尚非所有上市上櫃股票皆得為融資融券標的，必須符合一定條件始可，譬如普通股股票上市滿六個月，每股淨值在票面以上，屬第一上市公司無面額或每股面額非屬新臺幣十元者，最近一個會計年度決算無累積虧損，以控管證券信用交易風險。

資融券帳戶之投資人應具一定交易經驗及繳付一定成數之擔保品金額，以利整個證券市場之運作，降低授信機構授信風險，減少證券市場違約機率。

在證券信用交易架構中，授信機構借錢或借券予投資人，授信機構為債權人，投資人則為債務人，倘若投資人無法按期返還所借的款券，或是原先所提供之擔保品價值持續下跌，而未即時增提擔保品時，授信機構為避免因投資人違約引發自身繼續營運之風險，將會處分融資投資人提供的擔保品，稱之為斷頭。

第三節 期貨保證金交易

期貨交易之起源可追溯至 17 世紀，是為農民及商人規避農產品、金屬或能源等商品之價格風險而生，是以規避價格風險為期貨市場最原始功能，除此之外，期貨交易亦具價格發現功能、投機與吸收游資活絡交易功能³³。期貨市場商品係以未來契約做交易，契約到期才交割，因此誠信為期貨市場安全交易之鑰，結算所即以誠信履約做中介交易，承擔交易雙方的信用風險，因此，為不使結算所承擔過大風險，又需降低違約的可能，交易人（客戶或委託人）需繳存保證金，除了作為損失準備外，也為交易人交易損失的警戒，因未平倉部位需每日結算，一旦權益數低於維持保證金標準，就需再補繳足至原始保證金水準，否則期貨經紀商可自行了結期貨契約³⁴。

期貨交易是買賣未來的商品，屬於未來到期的契約，從事期貨交易時應繳交期貨契約價值的一定百分比之金額作為履約保證，以確保期貨交易人有履約的能力，用來作為將來清償損益或是充當履約的保證，並且透過

³³ 張傳章(2017)，期貨與選擇權，台北：雙葉書廊，頁 12；郭土木(2017)，期貨交易管理法規(增修再版)，台北：三民，頁 4-5。

³⁴ 趙蕙璇(2005)，現行臺灣期貨結算保證金制度合理性之綜合研究，樹德科技大學金融保險研究所碩士論文，頁 90。

結算所每日的結算，來控管保證金的水準³⁵，通常應存入金額僅為契約價值的5%~10%，財務槓桿倍數可達10倍至20倍，爰此期貨交易具有以小搏大的財務特性，可使獲利放大，亦可能造成損失倍增。

第四節 期貨保證金結構

期貨市場保證金分為兩層，第一層為期貨結算所向期貨經紀商或及結算會員收取之結算保證金，第二層為期貨經紀商或結算會員向期貨交易人收取之客戶交易保證金。期貨交易人於期貨經紀商下單，客戶交易保證金帳戶由期貨經紀商管理，並受結算會員監督，結算會員之結算保證金則受期貨結算所管理³⁶。在此架構下，期貨交易所與期貨交易人並無契約關係，兩者之間的橋樑即為期貨經紀商，未來若產生期貨交易糾紛，期貨交易人係對期貨經紀商求償，無法對期貨交易所求償。

保證金是期貨交易人履行交割義務之擔保品，保證金之多寡與價格波動大小成正比。期交所公告之保證金分為原始保證金（期貨交易人從事期貨交易所須繳交的保證金，由期貨商向期貨交易人收取之）、維持保證金（期貨交易人持有部位後，所需保證金金額之最低水準）及結算保證金（由結算會員對期交所繳交之），各商品保證金結構比例約為結算保證金：維持保證金：原始保證金約為1：1.035：1.35³⁷。前述結算保證金、維持保證金及原始保證金，是採取先計算結算保證金金額，使結算保證金的金額設定在能夠涵蓋一天期貨價格變化的99%信賴區間，各期貨契約（除小型臺指期貨外）之原始保證金及維持保證金，則以各契約之結算保證金為基準加成計算³⁸。

期交所訂定各期貨契約保證金之標準，係參考以往價格波動及市場風

³⁵ 中華民國期貨業商業同業公會(2004)，「期貨名詞解釋：保證金(Margin)」，中華民國期貨業商業同業公會網站，網址：<https://www.futures.org.tw/ViewInfo.asp?id=182>。2019/4/10。

³⁶ 同註33，頁100。

³⁷ 李存修、葉銀華(2014)，台灣資本市場之發展，台北：台灣金融研訓院，頁7-27。

³⁸ 涂秋玲(2011)，「我國期貨市場之建置」，證券暨期貨月刊，第29卷第11期，頁45。

險狀況以決定最低保證金標準。期貨交易所在設定保證金水準時，若保證金水準設定過低，當期貨商品價格發生劇烈變動時，將會導致違約風險增加，進而危及整個金融秩序，但如果期貨保證金水準設定過高，雖可以降低或交易人違約風險，但相對的，也會減少交易的資金使用效率，減少其參與期貨市場意願，進而影響期貨市場活絡性³⁹。期貨交易受期貨交易人青睞主要原因為期貨交易使用資金⁴⁰較現貨交易為低。在交易成本中，稅賦之高低攸關期貨交易人承作意願或是市場交易量之高低。期貨交易稅率高低會影響期貨交易人承作數量，進而亦影響整體期貨市場之發展，實證研究發現最具主宰力之期貨市場必須成本最低及最具流動性，故交易成本小小的不同也能改變競爭均衡，影響國際競爭地位⁴¹。

國際知名期貨市場保證金的收取方式皆採二階層處理，亦即結算所管理對結算會員收取結算保證金的方式，結算會員對客戶收取結算保證金方式有分為授權期貨商管理，亦或交易所亦有訂定相關的管理規則，以下就主要國家之收取方式與用途分別說明⁴²：

一、結算保證金

(一)韓國交易所(Korea Exchange, KRX)

韓國的結算機制類似於台灣的作法，均由期交所扮演結算機構

³⁹ Hunter, W. C.(1986), "Rational Margins on Futures Contracts: Initial Margins", Review of Research in Futures Markets, Vol. 5, No. 1, pp. 160-173.

⁴⁰ 凡在中華民國境內期貨交易所從事期貨交易，應徵收期貨交易稅，為期貨交易稅條例第 1 條所明訂，再者，依該條例第 2 條規定，業已明訂各類期貨或選擇權契約之稅率，以股價類期貨契約為例，買賣雙方交易人應負擔稅率最低不得少於百萬分之零點 125，最高不得超過千分之零點六，若為選擇權契約，稅率最低不得少於千分之一，最高不得超過千分之六。目前台股期貨、電子期貨、金融期貨、台灣 50 期貨交易稅為十萬分之二；台指選擇權、電子選擇權、金融選擇權、櫃買選擇權、非金電選擇權、股票選擇權(交易標的為 ETF 者)稅率為千分之一。期貨交易稅自 2013 年起由十萬分之四調降為十萬分之二，且每三年檢討是否維持十萬分之二，政府 2018 年 11 月 27 日宣布自 2019 年起期交稅稅率永久減半，即稅率維持十萬分之二且不設落日條款。參見沈婉玉(2018)，「期交稅率 明年起永久減半」，聯合新聞網，網址：<https://udn.com/news/story/11316/3503592>。2019/4/30

⁴¹ Flanklin, R. Edwards(1993), "Taxing Transaction In Future Market: Objective and Effects", Journal of Financial Service Research, Vol. 7, pp75-91.

⁴² 林蒼祥、段昌文(2010)，台灣期貨市場保證金預繳制度的檢討，中華民國期貨業商業同業公會委託研究計畫案，網址：http://www.futures.org.tw/UploadFile/researchreport/20100224_23.pdf。2019/4/15。

的角色，且期貨商須於期交所指定的 6 個結算銀行開立期貨結算帳戶，客戶保證金亦須與自有資金分離存放。在保障客戶權益下，KRX 要求結算會員將客戶保證金存入韓國證券金融公司(Korea Securities Finance Corporation, KSFC)，客戶以有價證券抵繳保證金則存入韓國證券託管公司(Korea Securities Depository, KSD)。韓國期貨交易規定，一般的交易人於期貨商端委託前皆須繳存保證金，但期貨商繳存於期交所的結算保證金並不需預繳。根據韓國交易所衍生性商品規則第 88 條第 5 項結算會員保證金規定，結算會員僅需於交易日下一營業日，亦即 T+1 日，中午 12 點前繳足結算保證金即可；根據韓國交易所網站揭露之資訊顯示，其衍生性商品的交易時間為早上 9 點至下午 3 點 15 分，結算會員繳存保證金的最後時間為下一營業日的盤中作業時間。每日盤中於交易時間發生結算會員保證金不足時，交易所亦會即時通知結算會員須及時補繳保證金。其次，可用來繳交保證金的種類，除了本國貨幣及經主管機關核准的有價證券外，尚包含美元、日幣、歐元、英鎊、澳幣、新加坡幣、瑞士法郎以及加拿大幣等。韓國交易所為了保護客戶權益，在收取保證金後的使用途徑，僅能投資於一些被視為幾乎為無風險的債券，如政府債券或半主權債券。

(二)香港交易所(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEx)

香港期貨結算有限公司(HKFE Clearing Corporation Limited, HKCC)及香港聯合交易所期權結算所有限公司(SEHK Options Clearing House Limited, SEOCH)，分別為香港期貨交易所有限公司及香港聯合交易所有限公司之衍生產品合約的結算所。於交易所交易的衍生產品合約包括指數期貨及/或期權、股票期貨及/或期權、利率期貨、定息產品期貨及商品期貨。期貨結算公司及聯交所期權結算所是結算參與者的中央對手方，並保證達成之交易的完成。此外，兩間結算所亦提供包括後交易管理、持倉管理、行使及指定分

配等結算服務。然香港交易所亦明確指出，結算會員需每日向期交所交付結算保證金，其中包含的款項有每日因市場波動所需調整補繳之結算保證金、盤後補繳及其他現金繳款要求及額外之儲備基金供款。

結算會員除了可以在其中一間結算銀行開立帳戶外，亦可於其指定之銀行開立帳戶，與結算所進行資金往來。但如結算所未於該指定之銀行開立帳戶，則當需進行資金往來時，則需透過票據交換所自動轉帳系統進行。然而在一天的波動中，結算所因市場價格變動所做的價格調整，如結算會員帳戶保證金不足需補繳保證金的時，只能以港幣現金補繳，且結算會員需於接獲通知後 1 小時亦需補足，如未能及時補繳，結算會員可能會遭受以「失責」的處罰，在香港並無類似台灣對於違約後必須執行「砍倉」規定，交易所除了以失責處理外，就是要求違約結算會員亦得完成補繳手續。其次，結算參與者則必須確保其特定帳戶有充足結餘以支付結算所的繳款指示，而負責的交收銀行亦必須在下一個營業日上午 9 時 15 分或之前通知結算所，該款項已繳付。

根據香港交易所的期貨結算所規則及程序第四章第 408 條規定，每日盤中至少須計算一次所有未平倉合約的變價調整。而第 410 條則規定期貨結算所需於每個營業日盤中至少計算一次所需按金及變價調整，其中現金結算合約則直到合約已平倉或已到期或被行使，以較早時間為準。實務交割合約，則直到合約已平倉或已交收，亦是以較早時間為準。第 411 條則規定期貨結算所可於任何營業日要求即日追收變價調整。⁴³

聯交所期權結算所的期權結算規則第六章第 608 條到第 610 條

⁴³ 參閱香港期貨結算所規則及程序第四章第 411 條規定，網址：https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Rules/HKCC/Rules/CC_IV.pdf?la=en。2019/4/15。

規定期權金、交收額及按金的計算，聯交所於每交易日營業結束後開始計算期權結算所參與者應付的每日按金款項，且盡力確保於每個交易日的下一個營業日上午 8 點前計算出應付的按金款項。第 611 條則規定收取的按金、期權金及交收額，須於每個交易日的下一個營業日上午 9 點 15 分前向聯交所期權結算所繳付應付之按金款項。第 614 條及第 615 條則規定聯交所期權結算所可於任何交易日隨時向參與者要求繳付即時額外按金，而接獲要求的參與者須於一個小時內以港幣現金清付要求的款項。⁴⁴

1. 可接受結算保證金形式及管理系統

香港期貨結算有限公司及香港聯合交易所期權結算所有限公司均是透過共同抵押品管理系統 (Common Collateral Management System, CCMS)，其中結算保證金的形式可以現金或其他經核准的有價證券來抵繳，其中的有價證券的抵繳比率最高仍為 50%。而可接受抵繳的形式包括港元、歐元、日圓及美元等現金、銀行擔保、外匯基金票據及債券、美國政府國庫票據及債券、股票。

香港期交所針對以現金繳交保證金有計息，利率按當時的銀行儲蓄利率，以強制性公積金計畫管理局的保本基金利率做為計算基準，也就是相當於香港三家發鈔銀行的港元儲蓄利率的簡單平均數。倘若儲蓄利率為負的，結算會員則需上繳應繳之利息，而他國貨幣的現金保證金計息方式，則以三家發鈔銀行的該等貨幣儲蓄利率做計算基準。

2. 結算保證金之用途

由香港交易及結算所有限公司的 2008 年年報中有清楚註明

⁴⁴ 參閱香港期權結算規則第六章第 614、615 條規定，網址：https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Services/Rules-and-Forms-and-Fees/Rules/SECH/Rules/Chapter6_c.pdf?la=zh-HK。2019/4/15。

該集團可供投資的資金包含了公司資金、保證金及結算所基金。這些資金主要都投資於流動性高的商品，以應付日常營運需要，及備結算所基金及保證金流動性不足時所需；主要投資項目有債券、現金或銀行存款與環球股本證券三項。公司自有資金亦可進行投資，項目有債券、現金或銀行存款。

(三)芝加哥商業交易所(Chicago Mercantile Exchange, CME)

CME 結算保證金收取之最後時間為 T+1 日 AM6:40。其次，根據 CME 交易規則第 816 條⁴⁵對於結算會員以有價證券繳交之規定，則要有最低保證金之存款；結算所通知結算會員應繳存此最低保證金，要求未達規定者必須於五天內補足，⁴⁶然依風險的不同，補足的時間亦可視為 1 個小時內。雖然 CME 採總合帳戶管理制度，但仍要求期貨商須將客戶資金分離存放。故期貨商仍須於芝加哥商業交易所所指定的結算會員開立客戶及結算保證金帳戶，且須與自有資金分離存放。

1. 接受之結算保證金形式

依據 CME 交易規則第 820 條及第 824 條規定，可以用來抵繳保證金的履約保證形式包含美元、澳幣、英鎊、加拿大幣、歐元、紐西蘭幣、挪威克羅納、瑞典克朗、瑞士法郎、日圓、墨西哥披索等外幣之現金、美國政府公債、政府資助之機構與組織所發行的債券、外國政府債券、不動產貸款抵押受益證券、特定擔保品、信用狀及股票。

2. 特定擔保品計畫

⁴⁵ Each clearing member shall make a deposit with the Exchange as security for its obligations to the Clearing House. The minimum security deposit of a clearing member, shall equal the greater of (a) an amount specified by the Clearing House Risk Committee or (b) the clearing member's proportionate share of the "Aggregate Security Deposit," which shall be an amount determined by the Clearing House Risk Committee.

⁴⁶ If such report indicates that the clearing member's current security deposit with the Exchange is smaller than the amount required, the clearing member shall increase its amount within five business days.

雖然 CME 必須遵循美國商品期貨交易委員會 (Commodities Future Trading Commission, CFTC) 對於保證金相關繳存與使用之規定，然而 CME 並非完全依 CFTC 的規定，一些 CFTC 允許持有的有價證券，CME 並不直接接受，而是透過其他特別擔保品管理計畫 (Interest Earning Facility, IEF) 來持有，主要目的在於增加擔保品的收益以及收取的彈性。CME 的擔保品計畫包含：

2. 特定擔保品計畫

(1) 貨幣市場共同基金管理計畫 (IEF2)

CME 作為結算會員與貨幣市場共同基金 (Money Market Mutual Funds, MMMFs) 之間的平台，即是結算會員可以透過 CME 選擇經 CME 認可的貨幣市場共同基金作為保證金的擔保品。若該共同基金產生利息則仍歸屬該結算會員，利息是採每日應計基礎，每月月底得依①增加貨幣市場共同基金股數、②現金存入以作為結算保證金，或是③直接發放現金，三種方式之一發放於結算會員。而 CME 的利益則是與貨幣市場共同基金之間私下協商決定。

(2) 有價證券管理計畫 (IEF3 與 IEF4)

此兩計畫類似於附買回交易。關於這個計畫有兩個方案，一為隔夜證券抵押方案 (IEF3)，於 2003 年 5 月開始實施，為包含一個具現金成分的隔夜證券的擔保品；另一為期限證券的抵押方案 (IEF4)，於 2004 年 10 月開始實施，為包含一個期限證券的擔保品，而期限的定義是由結算會員所訂定。

(3) 現金付息計畫 (IEF5)

結算會員在銀行開立信託的帳戶，而銀行的帳戶每月支付利潤給結算會員。IEF5 已經通過 CFTC 的審核，於 2004 年 7

月開始實施。由於此計畫非常類似於信託功能的定期存款，相當於持有現金，具有 100%的流動，提供現金轉換但無須購買或交付證券。連結的利率是根據隔夜基準與 Bloomberg 和其他財務新聞的資訊。可以符合 50%的核心要求，即不需受限於集中度的要求。

關於結算保證金之用途，根據美國 CFTC 第 1.25 條的規定，期貨商或結算機構可以將客戶的資金投資於美國政府債券、市政債券、政府資助之機構與組織所發行的債券、銀行定存單、商業本票、公司票券、外國政府債券與貨幣市場共同基金等。

(四) NYSE.LIFFE

於 NYSE.LIFFE 交易所公告的倫敦第 3159 號第 13.5.5 條中，並未有明確的指出結算保證金的繳交時間點，僅說明需隨時補繳。可用以抵繳結算保證金的形式包含歐幣、美元、大不列顛銀幣等現金、包含美國、德國、英國、比利時、荷蘭、義大利、葡萄牙等國債券、股票。

(五) 東京交易所(Tokyo Stock Exchange, TSE)

證券與期貨相關商品之交易法規在日本原受不同法律規範，但自 2006 年 6 月日本國會通過改革方案，將證券交易法改名為「金融商品交易法」，並廢止包含原來金融期貨交易法在內的四部法律。2006 年的改革總共修正了 89 部法律，部分相關規定亦併入新的「金融商品交易法」中，使所有的金融商品及業者從此均受單一法律規範。

日本證券結算公司(Japan Securities Clearing Corporation, JSCC)為所有會員的交易對手，若會員發生違約時，由於集中結算，將代替違約會員進行交割，如此可降低會員暴露的信用風險。每一個結

算會員必須在指定的銀行開設帳戶，以利於保證金的結算，各清算銀行透過中央銀行的金融網路系統（Financial Network System）進行資金的移轉。依東京交易所的保證金收取及結算規則第4條中規定，⁴⁷結算參與者繳存結算保證金至 JSCC 期限不得超過交易日下一營業日中午12點，⁴⁸結算保證金得以現金或其核准之有價證券繳交，採特別總額方式計收結算保證金，亦即將期貨與選擇權所有持倉部位以 SPAN 計算應繳之保證金後再扣除選擇權淨部位價值後計收⁴⁹。為保障交易人的權益，期貨商應將自有資金與客戶繳存之保證金分離存放，而 JSCC 亦會將結算會員繳存之各個類別結算保證金分離存放，結算會員所繳存之結算保證金應大於或等於 SPAN 所計算出來應繳之保證金金額，而有關於 SPAN 的計算結果，每日收盤後會公布於 JSCC 的網站。可用來抵繳結算保證金的形式包含日圓現金、日本政府債券、美國國庫券、市政債券(Municipalbond)、特別債券與公司債券、國內的股票、可轉換債券及 REIT。

(六)新加坡交易所(Singapore Exchange Limited, SGX)

新加坡交易所適用的相關法令規定，分別有「證券和期貨法律」、其他法律相關規範與交易所之各商品規定，然如有法規互相衝突，則以較高層之法律規定為準。⁵⁰新加坡交易所為亞太地區第一家包含證券及衍生性商品的交易所，其中期貨結算會員上繳保證金至交易所的時間，規定於新加坡衍生性商品結算公司的結算規

⁴⁷ Customers shall make any margin deposits and cash payments by the time designated by the Trading Participant, either on or before the business day (second business day for non-residents) following the day the necessity arises. Clearing Participants shall deposit margin with JSCC by 12:00 noon on the business day following the day the necessity arises

⁴⁸ 6 Clearing Participants shall deposit margin with JSCC by 12:00 noon on the business day following the day the necessity arises. Cash for settlement and marking to the market shall be paid to JSCC by 13:00 on the business day following the day the necessity arises.

⁴⁹ <https://www.jpx.co.jp/jsc/en/cash/futures/marginsystem.html>。

⁵⁰ 相關規定由高至低為 1. The Securities & Futures Act, other statutes and regulations. 2. The rules contained in the Rulebook 3. Directives issued pursuant to the Rulebook 4. Practice Notes 5. Circulars (regulatory)

則第七章結算與保證金之第 7.22.3.2 條，⁵¹其餘日圓可於 T+3 日內繳交保證金外其餘幣別均須於 T+2 日內繳交。

新加坡交易所的衍生性商品交易時間依商品的不同而有所不同，為了降低隔夜與及盤中價格變化所帶給新加坡衍生性商品結算公司(Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited, SGX-DC) 的風險，SGX-DC 於一天當中會有多次的盯市措施，如遇結算會員保證金不足時可即時通知補繳，而當結算會員在收到變動保證金追繳通知時，只能以合約計價的幣別補足。另一個比較不一樣的結算程序來自於結算銀行的信貸訊息，當每個結算日後，SGX-DC 的結算銀行會收到借貸指令，針對結算會員的帳戶進行盤中保證金計算後進行扣款，藉此降低 SGX-DC 之風險。除了盤中盯市之外，每日交易結束後，結算會員的所有持倉都要根據相應收盤價計算盈虧，而每個結算會員的保證金要求都是按 SPAN 制度重新計算。

新加坡交易所之對於結算保證金計算基礎採總額制，且對於變動保證金的繳存則要求須以現金繳交。現行新加坡交易所可接受的結算保證金形式有美元、日圓、新加坡幣以及歐元等現金、新加坡政府債券、美國政府債券、日本政府債券、歐洲政府債券及銀行信用狀。然根據新加坡證券及期貨法令(SECURITIES AND FUTURES ACT, SFA)第 64 條 20 規定，結算所可對客戶繳交之資金在保本、流動性及履行會員義務下，可經主管機關核准進行正當投資。

二、客戶保證金

(一)韓國⁵²

韓國期貨市場之交易人從事期貨交易須預繳保證金，但特定法

⁵¹ For settlement currency denominated in Japanese Yen, “reasonable period” in Rule 7.22.3.1 or 7.22.3.2 means a period which shall not exceed three (3) Trading Days from the trade date (T+3). For all other settlement currencies it means a period which shall not exceed two (2) Trading Days from the tradedate (T+2)

⁵² 臺灣期貨交易所(2009)，韓國期貨市場豁免預繳保證金考察紀要，臺灣期貨交易所出國訪查報告。

人得豁免預繳保證金，韓國交易所(KRX)放寬特定法人得豁免預繳保證金係於 2005 年 9 月 26 日實施。其相關規範係由韓國交易所(KRX)訂定，主管機關並無其他相關規定。相關規章規定如下：

1. 韓國金融投資服務暨資本市場法(Financial Investment Services and Capital Markets Act, FISCMA)第 396 條規定，交易人進行期貨交易應依據韓國交易所業務規則之規定繳交保證金。
2. KRX 業務規則第 124 條：倘交易人未繳足保證金，期貨商應拒絕其委託單。
3. KRX 業務規則第 133 條：除符合豁免預繳保證金之特定法人類別(稱為 Qualified Institutional Investors, QIIs)得豁免預繳保證金外，其他交易人均適用預繳保證金。

韓國期貨市場之交易人從事期貨交易須預繳保證金，在交易前依交易人之信用狀況存入規定之基本存入保證金(Basic Deposit)，下單交易時，每筆交易所需預繳之保證金(稱為 order margin)，得由此預繳之基本存入保證金(Basic Deposit)中扣除。但特定法人(Qualified Institutional Investors, QIIs)得豁免預繳保證金。

一般交易人及非特定法人之機構交易人，從事股價類相關之期貨、選擇權交易時，依交易人之信用條件分為 3 級(般實交易人(Sound Investors)、一般交易人(Normal Investors)及風險性交易人(Risky Investors))，交易前(無任何交易部位)應預先繳存一定金額之基本存入保證金，以為交易之保障，特定法人(QIIs)則可豁免，此於 2006 年 12 月 18 日實施。其主要目的係為提升保證金制度之公平性，得依交易人之信用程度收取交易前基本存入保證金(Basic Deposit)。此保證金得繳交現金、公告之外幣及有價證券。有關於客戶保證金的用途各期貨商均有紀載，除了可進行銀行定存外，亦可投資於歸類為零風險的相關政府債券或其他債券。

(二)香港

香港「證券及期貨條例(Securities and Futures Ordinance)」中並未規定期貨商應如何收取客戶保證金之相關規定。相關子法亦要求應將客戶存金分離存放，以及規定與客戶約定保有其存金利息時，應如何領取該利息外，同樣未對客戶繳存保證金有任何規範。於香港期貨交易所規則、規例及程序(Rule, Regulation and Procedures of Futures Exchange)第 617 條第 a 項規定：「除本規則(b)段所規定或就客戶的未平倉合約平倉或本交易所可能不時一般或另行訂明的目的外，交易所參與者一概不得與任何客戶進行期貨期權業務交易，直至及除非該交易所參與者從該客戶收取的抵押品，足夠涵蓋該客戶的最低按金要求。」故原則上，香港一般客戶交易期貨均需預繳，惟客戶符合規則第 617 條 b 項所定之條件、期貨商係為客戶平倉及期交所之一般或除外規定等情形例外。

其中第 617 條 b 項規定如下：

「在本交易所不時規定的程序規限下，就具有貫徹履行其按金責任，且維持穩健的財務狀況並已向交易所參與者聲明悉數履行其按金責任所需的資金將立即匯送的固有客戶（「固有客戶」）而言，則即使交易所參與者尚未從該固有客戶收取足以涵蓋其最低按金要求的抵押品，該交易所參與者亦可為該固有客戶進行期貨期權業務交易，但條件是：

- 1.倘於任何營業日代表該固有客戶建立任何新倉盤，則交易所參與者必須於該營業日結束前就最低按金金額發出補倉通知；
- 2.交易所參與者必須通知該固有客戶，有關最低按金將於發出補倉通知後在實際可行情況下到期繳付，惟無論如何最遲於下一個營業日內到期支付；及
- 3.倘任何客戶尚有任何逾期未繳的最低按金補倉，則交易所參與者

不得准許該客戶建立任何新倉盤。

儘管有上述規定，惟倘任何固有客戶過往僅進行即日平倉交易，則交易所參與者仍不得代表任何固有客戶進行任何即日平倉交易，直至及除非該交易所參與者已從該固有客戶收取足夠的抵押品，以涵蓋對該客戶的最低按金要求為止。』

准用上述規範，期貨商在為固有客戶進行交易、建立部位之當個營業日結束以前，必須對其發出繳交最低保證金之通知，並同時要求其儘速繳交，繳交之期限則不得遲於次交易日。若有客戶逾期未結算，期貨商即不應允許其再建立新部位。此外，即使是符合上述條件之客戶，若其「向來」是只作當日沖銷交易(day trade)者，則期貨商在未先收足保證金前，也不得為其進行當日沖銷交易。根據香港期貨商網站中對於客戶按金交收的相關規範顯示，亦明確記載客戶進行委託買賣時，需要根據該商品的按金要求及費用預先存款，否則客戶是無法進行交易指令。

期貨交易人繳存之超額原始保證金，結算會員會依照規定，在扣除相關處理費用後給付利息，利息則按當時銀行的儲蓄利息計算；倘若銀行之儲蓄利息為負值時，則期貨交易人需繳付相同利率計算之利息。

根據期交所林光華(2007)的研究報告指出，依香港「證券及期貨規則」對於豁免預繳者繳存保證金之規定，可推論香港交易所並不禁止對有擔保之客戶提供保證金融資的說法似有錯誤。惟香港期貨商被禁止對客戶融通行為，原因在於香港「融資」業務必須持有第一類牌照使准進行融資業務，況且香港對於「違約」結算會員之「失責」訂有最嚴格之「吊牌」規定，實務上香港持牌期貨商皆未承作也不能承作保證金融資業務。

最後，香港期貨商收取之客戶保證金，除了繳給香港交易所結

算保證金外，剩餘金額可投資於銀行存款或其他經主管機關核准之有價證券。

(三)美國

根據芝加哥商品交易所規則第 93 條只提到保證金的繳交必須依據 CFTC Regulations 41.45 (b)中之規定，保證金不能低於證券期貨市值的 20%辦理，並無規範結算會員對客戶應如何收取保證金之相關規範。其次，保證金的繳交形式則依 CME 交易所規則第 932 條以及 CFTC 的交易規則第 41.46 條，⁵³准用現金或是其他有價證券形式抵繳，CFTC 交易規則 T220.12 條規中亦有詳細之規定，保證金是可以相關之有價證券來抵繳。

值得注意的是儘管美國商品交易法規定期貨商不得將甲客戶存入之保證金挪用於支持乙客戶之部位，且禁止期貨商將自有資金與客戶混同，即所謂「客戶資金分離存放要求(segregation requirement)」，惟並不意謂期貨商不得對客戶融資；根據美國期貨交易管理委員會(CFTC)於子法「芝加哥商品交易所規則」第 930.G 條中即有載明當客戶已提供有價證券或其他財產作為擔保時，期貨商得對其融通。⁵⁴芝加哥商業交易所於交易所規則中亦明文規定，結算會員於客戶所提供之擔保符合 CFTC 規則中有關財務計算之規定時，得對客戶融資以利後者履行期保證金義務。准此相關規定，美國是允許期貨商對客戶保證金執行融通業務。

根據 CFTC 第 1.25 條規定，期貨商或是結算機構可將客戶之資金投資於美國政府債券、市政債券、政府資助之機構與組織所發行的債券、銀行定存單、商業本票、公司票券、外國政府債券與貨

⁵³ may be satisfied by a deposit of cash, margin securities (subject to paragraph (b)(2) of this section), exempted securities, any other asset permitted under Regulation T.

⁵⁴ CME Rulebook 930.G Loans to Account Holders: Clearing members may not make loans to account holders to satisfy their performance bond requirements unless such loans are secured as defined in CFTC Regulation 1.17(c)(3). The proceeds of such loans must be treated in accordance with CFTC Regulation 1.30

幣市場基金等投資工具，可投資之種類為國際期貨市場中最多。

(四) NYSE.LIFFE 結算會員

根據 NYSE.LIFFE 交易規則顯示，即未要求客戶於委託時即需預繳保證金，且根據倫敦第 3159 號公告指出亦未要求客戶須預繳保證金，也未禁止交易所會員向客戶收取高於結算所規定數額之保證金，主要在避免頻頻向客戶收取保證金的麻煩。有關於保證金擔保品之相關規定，法規亦也未禁止客戶以相關之擔保品抵繳保證金，只規定擔保品之評價需合理且審慎，同時闡明會員在計算客戶保證金時得考量客戶在他交易所持有之部位，只要該部位足以沖銷客戶未平倉部位。盤中也要求結算會員對客戶之未平倉契約每日至少應計算一次保證金，且該數額不得少於結算會員應繳給結算所者。盤中計算後，一旦顯示客戶應付之保證金責任增加，應立即向客戶收足(promptly collected in full)，並採取所有合理必要的手段以確保收取，包括客戶違約未繳時得減少其保證金責任之手段。

(五) 東京

東京證券交易所期貨與期權交易是委由日本證券結算公司負責結算，不過其自身對客戶保證金之收取亦有規範。根據東京交易所的保證金收取及結算規則第一條規定，客戶應在交易前一天或是當天，於期貨商指定的時間內應繳存規定之保證金，但若是境外客戶，繳存期限可延至 T+2 日之期貨商指定時間內繳交 30。⁵⁵而繳交的保證金除了現金(日幣)之外，也可使用經結算所核准之有價證券抵繳保證金，不過若交易會員通知追繳者為現金不足之部分，則仍應以現金繳納。根據日本證券結算公司網站 31 揭露資訊顯示，日本的期貨交易人進行交易前須先開立期權帳戶及存款保證金帳

⁵⁵ Customers shall make any margin deposits and cash payments by the time designated by the Trading Participant, either on or before the business day (second business day for non-residents) following the day the necessity arises.

戶，且於隔日才可進行交易，交易前交易人需透過結算會員則事先存放一筆保證金於 JSCC 中，以視為結算保證金，當單一客戶的委託下單之保證金不足時，JSCC 可以動用該客戶當初以現金或有價證券繳交至 JSCC 之資金，以暫時彌補結算保證金不足部分，而此金額亦可視為客戶繳存之原始保證金。

有關日本期貨商收取客戶保證金之用途，日本期貨商除可將客戶保證金投資於銀行存款外，於期貨商年報中損益表並未有其他相關投資科目，可知其未有將客戶保證金投資於銀行存款之外的其他投資方式。

(六)新加坡

新加坡衍生性商品結算公司(Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited,SGX-DC)結算規則第七章結算與保證金第 7.22.3 條規定，⁵⁶結算會員不得接受交易人新的委託，除非客戶會將保證金在一個「合理時間」內將保證金存入，而「合理時間」應多久並無確切之規定，參考新加坡期貨商之實務作法，多數期貨商皆會給予客戶至少一日的「合理時間」。根據新加坡證券及期貨法規規定，除了期貨商的自有資金與客戶資金需分離存放外，期貨商亦不得將客戶保證金移作其他用途或做其他運用，僅得以定存形式存於銀行。

准用新加坡衍生性商品結算公司對結算會員可繳存結算保證金之種類，期貨商交易人可繳存於結算會員的擔保品種類與形式就更多樣化。除此之外，新加坡期貨商亦可對客戶執行保證金融通業務，此項業務亦為新加坡期貨商主要利息收入來源之一。

⁵⁶ SGX-DC Clearing Rules Chapter7 Clearing and Margins : 7.22.3 Except for trades which reduce a Third Party's maintenance margins requirements, a Clearing Member shall not accept orders or new trades for clearing from any Third Party (including any Customer) unless: 7.22.3.1 the minimum initial margins for the new trades are deposited or are forthcoming within a reasonable period from the trade date.

第五節 期貨保證金功能

交易人期貨因具有高度槓桿特性，為確保期貨交易人未來能履行交割義務，交易人須依照契約總值繳交一定成數之保證金，作為將來清償損益或充當履約之保證，其功能如下：

一、預收保證金為期貨結算第一道防線

我國期貨市場採預先存入保證金制度，即期貨交易人於交易前須先將保證金匯入期貨經紀商指定帳戶後始得從事交易，而期貨經紀商確認收足保證金後，始得接受交易之委託⁵⁷，是我國期貨結算保證制度的第一道防線⁵⁸。預繳保證金制度係考量期貨與選擇權交易具有高風險、高槓桿的特性，為保障期貨市場交易的安全，因此規定期貨交易人應依期貨交易所規定之原始保證金或權利金數額繳存後，始可從事期貨交易⁵⁹。

期貨價格對客戶有不利方向變動時，投資者易因虧損而違約，雖發生違約時，期貨商與結算所為交易者的債權人，但索賠耗時費力，損失回收率低，而保證金制度，可消抵虧損，防止損失擴大，可適度保護期貨商與結算所⁶⁰。結算所代替期貨交易對手，可使交易者無須擔憂違約風險，可增加市場交易活絡性，而保證金是為結算所承擔一方違約風險之自保金，且結算所可透過保證金帳戶，透視客戶財務狀況與交易活動⁶¹。

期貨集中交易市場提供客戶於面臨風險時提供避險、投機及套利的功能與管道，主要是以過去觀察期間在達 99%信賴區間之值來防禦

⁵⁷ 同註 36，頁 7-18。

⁵⁸ 劉德明(2002)，組合式風險評量保證金系統與 TAIEX 保證金之比較分析，台灣證券集中保管公司委託專題研究，頁 54。

⁵⁹ 同註 38。

⁶⁰ Telser L.(1981), "Margins and Futures Contracts", *Journals of Futures Markets*, Vol. 1, pp. 225-253.

⁶¹ Bernanke, B.(1990), "Clearing and Settlement During the Crash", *Review of Financial Studies*, Vol. 3, pp.133-151.

今日可能的風險，而期貨市場是採每日收盤價格計算當日部位波動損益並實際撥付資金，加上當日波動可能導致客戶部位產生超額損失的金額，設計以結算保證制度以強化整體市場信用⁶²。-

二、期貨商每日控管期貨交易人帳戶之保證金水準

保證金制度是期貨市場安全防護機制，為避免期貨違約或無法順利交割，甚而引發市場流動性或其他風險，造成整體期貨市場之危機，是故保證金水位的控管相當重要。每日結算是期貨交易的特色之一，當期貨交易契約買賣成交之後，期貨商將依據每日收盤結算價與原成交價之間的價差計算未實現損益，並依據實現損益與客戶所繳之原始保證金作加減計算，若帳戶餘額於計算之後低於維持保證金水準，或在其他必要之情況下，期貨商會對客戶發出追繳保證金通知⁶³，以降低違約風險。

由於期貨交易所支付之保證金僅為契約價值之一定百分比，期貨經紀商為控制風險，避免期貨交易人契約到期時不履約或保證金金額低於一定成數，期貨經紀商每天計算期貨交易人帳戶之權益數是否足夠原始保證金需求，如果一經結算作業後發現保證金不足，期貨經紀商將會通知期貨交易人於規定的時間內補足保證金，否則期貨經紀商有權結清期貨交易人的部位，也就是所稱的執行代為沖銷作業。

另期貨經紀商盤中計算風險指標，當風險指標未達約定標準，也會代為沖銷作業，將其所有部位沖銷。

期貨商從事經紀業務面臨客戶因違約不履行保證金追繳或交割義務造成之信用風險，依期貨交易慣例，雖有預收保證金、逐日洗價等制度設計，且客戶不履行追繳保證金時，期貨商可依雙方事先之約定，予以平倉，信用風險應不大；但若因市場波動過鉅或客戶嚴重違約，

⁶² 同註 2。

⁶³ 期貨交易的「每日結算」是甚麼意思？網址：<https://www.kgifutures.com.tw/content/qa06.html>。

造成期貨商虧損時，仍可能使其面臨經營困難。⁶⁴

三、期貨商以自有資金代墊違約保證金，避免影響市場交易秩序

為了維持期交所、結算會員與客戶間的交易可持續進行，期交所向結算會員收取結算保證金，而結算會員向客戶收取原始保證金是屬必要的。但一旦當面臨客戶帳戶權益低一定標準時，身為中介機構的期貨經紀商為避免結算違約並對期貨結算所負責，除依規將期貨交易人帳戶代為沖銷外，對於期貨交易人因此而產生的權益數負值部分，將由期貨經紀商代墊，以其自有資金先行存入客戶保證金專戶，完成每日結算作業⁶⁵，把對市場交易秩序的影響降到最低。

第六節 證券保證金與期貨保證金交易之比較

證券信用交易與期貨保證金交易同屬信用交易，在證券部分，授信機構通知融資融券投資人擔保品價值不足且未能及時補足時，授信機構得處分其所提供之擔保品，稱之為斷頭。在期貨部分，期貨交易人經期貨商每日洗價，風險指標達到約定標準⁶⁶、盤中高風險帳戶通知後仍未將保證金補足時，或進行當沖委託交易先收半數保證金，而屆收盤前(15分鐘)未自行沖銷時，期貨經紀商為穩定市場秩序，將期貨交易人所持有，部位全部出清，以避免違約風險提高，稱之為砍倉，又稱為代為沖銷。

一、斷頭

⁶⁴ 林志超(2004)，「論期貨商之風險管理」，證券暨期貨月刊，22卷3期，頁24。

⁶⁵ 期貨交易所業務規則第58條第1項：「委託人有下列情事之一者，期貨商應依「期貨商申報委託人違約案件處理作業要點」辦理：一、期貨商依受託契約之約定，全部了結委託人之期貨交易契約後，委託人保證金專戶權益數為負數，經通知後，未能於三個營業日內，依通知之補繳金額全額給付者。但有下列情事，由本公司另定補繳期限者，不在此限：（一）期貨商依本公司「期貨商、結算會員辦理有價證券抵繳保證金作業要點」規定，辦理領取並處分委託人繳交之有價證券作業。（二）國內外突發重大政經事件，致國內期貨市場喪失流動性。二、不履行期貨交易契約到期交割義務者。」

⁶⁶ 風險指標公式為：

$$E + OLV - OSV$$

$(Fm + A + OSV) + OLV - OSV + add$ ，原則上不得小於25%作為滑價損失準備，約定高者從其規定。

投資人進行證券信用交易前，先與證券經紀商簽訂受託買賣契約，再與授信機構簽訂融資融券契約，故證券信用交易契約之締約者為投資者與授信機構，與證交所或證券經紀商無涉。投資人以信用交易買賣股票，就買賣股票雙方而言，仍是現款現券交易，授信關係是存在於授信機構與融資買進或融資賣出之投資人之間，買賣和信用分離，在股票交割完畢後，即完成股票交易，之後剩餘的就是授信機構與客戶間應清償之買進價金或賣出證券之借貸關係⁶⁷。對於融資融券者未即時補足擔保維持率時，授信機構為確保自身債權，將直接處分融資融券者之擔保品。

我國股票市場採 T+2 日交割，投資人應在成交後次一營業日（即 T+1 日）完成交割款轉入劃撥交割帳戶，避免 T+2 日上午 10 點前作業不及導致違約影響權益。所以當融資投資人整戶擔保維持率不足時，授信機構雖會發出通知，若未補足擔保品，將在 T+1 日時針對個別證券擔保維持率低於一定比率者予以處分，並非處分全部證券，故斷頭時點在 T+1 日時，而非擔保維持率不足的當日，融資融券者有充足時間可以補足擔保品。若擔保維持率因股票擔保品市價回升而恢復一定比率時，授信機構也不會處分融資投資人的擔保品。

二、砍倉

期貨商品具高度價格敏感度加以期貨市場交易系統每秒撮合筆數升速至 48,000 筆，期貨價格瞬間變化多端，故期貨商之風險控管，除每日洗價外，盤中亦會執行高風險帳戶監控通知及代為沖銷作業，若期貨交易人盤中風險指標達維持保證金不足時，期貨商會立即處分其所持有全部部位，以避免違約風險提高。期交所兼營期貨結算機構扮演結算保證責任，為防範客戶鉅額超額損失導致市場崩潰，故而要求期貨商應於盤中價格波動產生損失時即早因應。

⁶⁷ 邱秋芳(1992)，證券信用交易法律問題之研究，政治大學法律研究所碩士論文，第 2、49 頁。

現行期貨市場採兩段式運作機制，期貨交易人對期貨經紀商負責，期貨經紀商則向期貨交易所負責，因此期貨經紀商擔任期貨交易人與期貨交易所間橋樑之角色，因期貨經紀商是代理期貨交易人下單，期貨經紀商會與期貨交易人間已簽訂受託契約，並要求期貨交易人繳交保證金，除保護期貨交易人權益外，同時增加期貨經紀商對抗風險之能力。在期貨交易人保證金不足情形下，期貨經紀商即應針對期貨交易人所持有部位加以處理，避免因客戶違約影響期貨經紀商財務狀況，甚而影響整個期貨市場結算作業。

而根據 102 年與 106 年期交所函令所示，代為沖銷本質是一種風險控管制度，其機制可分兩階段：

- (一)當權益數低於部位所需維持保證金時，期貨商應進行「高風險帳戶通知」，其內容已無「限期應補足，未補足應進行代為沖銷之作業」文字，亦即交易人應斟酌自行補足保證金或調整部位，期貨商於此階段尚無需為任何動作。惟實際上期貨商若於受託契約自行約定應補足時間，及屆期未補足得代為沖銷者，得依其約定進行。
- (二)因所持有商品種類、契約類別、到期日份、交易或履約價格繁多，客戶係置於單一帳戶進行交易，為控制整戶之風險，目前係以市場統一之「風險指標」公式計算，在指標達與客戶約定比率時，期貨商自應整戶全部沖銷，而未採部分沖銷觀念，其原因除係整戶計算已將損益部分沖抵後餘額計算，亦因期交所快速撮合時下一分一秒損益可能翻轉之考量。

三、結論

由上述可知，證券市場與期貨市場雖均屬金融市場，然證券與期貨本質不同，因此在證券信用交易與期貨交易制度設計上難盡相同，以證券信用交易的斷頭或期貨交易的砍倉而言，期貨交易砍倉規定相

對於證券信用交易的斷頭更為嚴格，如規定在期貨交易時，如遇盤中期貨交易人帳戶權益值低於一定標準應全部砍倉，但在這期貨市場每秒高速搓合 48000 筆前提下，股期匯市變化快速，期貨經紀商全部砍倉後，期貨交易人究竟是一定停損還是虧損更大，難有定論。不論是斷頭或砍倉，這樣的制度設計本身在於維持市場交易秩序，制度本質對交易人而言是中性的，並未特別偏重期貨交易人或期貨經紀商。

第七節 小結

金融市場運作模式及商品設計之演化由簡至繁，如期貨交易人從事期貨交易必須事先繳交保證金，作為未來履約之保證，而股票主要為現貨交易，對於以信用交易方式買賣者，則以提供擔保品降低授信機構風險，避免證券信用交易者違約，期貨交易人或證券投資人為增強其信用，採取於信用交易時繳納保證金或提供擔保品之方式，惟期貨與股票之本質不同，故後續控管面向或機制亦有不同，亦即砍倉時點與斷頭時間有所不同。

隨著金融市場的發展，金融商品設計越趨多元，不論主管機關、商品提供者或商品需求者面對這樣的變化更要審慎以對。在主管機關立場，應針對商品特質制定相關市場遊戲規則及管理監督機制，以維持交易市場秩序並兼顧商品提供者與商品需求者的權益，同時又能活絡市場；而商品提供者或是商品需求者本身，除應熟悉商品的特性、市場遊戲規則、主管機關規定外，更應注意可能的交易風險，才不致產生交易糾紛，進而影響整個金融市場的穩定。

第肆章 代為沖銷的法律性質與效力

就期貨交易本質而言，期貨交易人從事期貨交易所應支付之保證金極低，僅為契約價值一定百分比即可，如果一經盤中洗價後發現風險指標達約定標準，期貨經紀商有權執行代為沖銷作業，將所有部位代為沖銷。在 0206 期權事件中，最具爭議性的部分就是期貨經紀商是否應啟動代為沖銷，代為沖銷之時點、價位、數量是否合理，但期貨經紀商認為執行代為沖銷係依法令、契約辦理，否則將有違法之虞。究竟期貨經紀商執行代為沖銷是否一定有利於對期貨交易人？由期貨經紀商執行代為沖銷是否有判斷裁量空間？要沖銷全部或是部分、沖銷時機、價位等是否應有一致性規範，各界看法莫衷一是，後續將從代為沖銷的定義、法律性質及效力，進一步探討。

第一節 代為沖銷意義與功能

一、代為沖銷之意義

代為沖銷制度設計在於減輕期貨交易所或期貨經紀商的風險，當代為沖銷條件滿足後，期貨交易所或期貨經紀商即可處置保證金，將排除期貨交易人保證金擁有完整性之可能⁶⁸。期貨交易人交易期貨商品須繳足原始保證金額度，期貨經紀商並可依期貨交易人信用狀況及交易性質加收保證金。期貨交易人持有部位後其風險指標達約定標準時，為了避免期貨交易人可能發生超額損失的情形，而根據受託契約之規定，逕行將期貨交易人之部位平倉，即稱為代為沖銷⁶⁹，與股票市場中的證券信用交易，倘融資融券者未及時提升擔保維持率時，授信機構可對其擔保品予以斷頭相似。

⁶⁸ 彭真明(1999)，「論期貨保證金的法律性質」，黃岡職業技術學院學報，1999：2期，頁7-11。

⁶⁹ 劉純斌(2013)，「近期強化期貨市場風險控管機制簡介」，證券暨期貨月刊，第31卷第4期，31(4)：頁6；詹益青(2013)，「中華民國期貨業商業同業公會『期貨商交易及風險控管機制專案』內容說明」，證券暨期貨月刊，第31卷第4期，頁25。

因期貨交易具有高度財務槓桿之效果，為維持市場的安全運作，在期貨交易之流程中，需藉由保證金及部位之控管，即期貨結算機構控管結算會員之風險，結算會員控管期貨商之風險，期貨商再控管期貨交易人之風險。期貨商代為沖銷期貨交易所持有部位，除避免其虧損金額持續擴大外，同時為完成期貨商向結算會員、結算會員向期貨結算機構負有完成結算交割之責任與義務，至於非結算會員之期貨商則委託結算會員向期貨結算機構辦理結算交割作業，達到確保期貨結算機構完成履約保證之責任。

二、代為沖銷之功能

代為沖銷作業為期貨經紀商風險管理制度中重要的一環，期貨經紀商對於期貨交易人帳戶風險管理作業，係採取整戶風險控管原則，所以當發生期貨經紀商應代為沖銷情形時，期貨經紀商無從區分應處理或不處理哪些部位，期貨經紀商則應以市價單或限價單將期貨交易所持部位全部沖銷⁷⁰。至於代為沖銷後，期貨交易人因此所得利益或所受損失，係由期貨交易人自行承受，若期貨經紀商代為平倉後，期貨交易人產生虧損而不願補足時，期貨經紀商保有損害賠償請求權⁷¹。

法院判決認為期貨交易係利用槓桿原理進行高風險、高利潤之保證金交易行為，關於強制平倉措施係停損點之設定，屬於有效之控制投資風險手段，倘期貨經紀商已將相關交易資訊充分告知期貨交易人，對於期貨經紀商依據契約而採取之強制平倉措施，自不得以強制平倉之結果論斷其利弊⁷²。

⁷⁰ 謝美惠(2012)，「『代為沖銷』作業之介紹」，期貨人，42期，頁30。

⁷¹ 蔡惠如(1995)，期貨經紀商與客戶間法律關係之研究，政治大學法律研究所碩士論文，頁27。在該論文中，就損害賠償請求權部分，有稱為追索權，為免與票據法上之追索權相混淆，該文以損害賠償責任稱之，且此本屬損害賠償請求權之性質。參見柯文俊(1993)，期貨交易學：入門基礎知識，台北：時報文化，頁17。

⁷² 2011年1月25日臺灣高等法院99年度上易字第746號民事判決意旨。

第二節 期貨經紀商執行代為沖銷的依據及其演進

有關代為沖銷之規範，與我國相似者，如中國大陸期貨交易所、美國芝加哥商品交易所、德國歐洲期貨交易所均有類似強制平倉相關規定，至於英國倫敦金屬交易所則無（李雪靜，2015）。此外，鄰近國家如香港及新加坡證券期貨主管機關對於期貨經紀商是否執行代為沖銷則是回歸期貨經紀商對客戶之保證金管理，並由雙方自行約定，主管機關或期貨交易所並未對此特別規定。

以香港為例，其結算會員除了可以在其中一間結算銀行開立帳戶外，亦可於其指定之銀行開立帳戶，與結算所進行資金往來。但如結算所未於該指定之銀行開立帳戶，則當需進行資金往來時，則需透過票據交換所自動轉帳系統進行。然而在一天的波動中，結算所因市場價格變動所做的價格調整，如結算會員帳戶保證金不足需補繳保證金的時，只能以港幣現金補繳，且結算會員需於接獲通知後 1 小時亦需補足，如未能及時補繳，結算會員可能會遭受以「失責」的處罰，在香港並無類似台灣對於違約後必須執行「砍倉」規定，交易所除了以失責處理外，就是要求違約結算會員亦得完成補繳手續。其次，結算參與者則必須確保其特定帳戶有充足結餘以支付結算所的繳款指示，而負責的交收銀行亦必須在下一個營業日上午 9 時 15 分或之前通知結算所，該款項已繳付。

我國期貨市場自 1997 年 3 月 26 日公布期貨交易法後正式運作，依 1997 年 5 月 30 日所發布之期貨商管理規則第 29 條第 10 款規定，期貨商與客戶間所簽訂之受託契約內容應包括期貨商「得」代為沖銷交易之條件及相關事項之約定，之後主管機關並陸續發布相關函釋提醒期貨商應注意辦理事項⁷³。自 2004 年 11 月 1 日起，期貨交易所以臺期（結）字第 09300092380 號函示，「期貨交易人逾期未補足追繳款項或帳戶保證金比

⁷³ 主管機關民國 86 年 9 月 13 日(86)台財證(五)字第 66337 號函、民國 86 年 11 月 25 日(86)台財證(五)字第 05025 號函、民國 87 年 5 月 1 日(87)台財證(七)字第 01121 號函。

率低於期貨商規定或其他符合雙方簽訂之受託契約內容『得』代為逕行沖銷條件時，由期貨商執行代為沖銷作業」。

2013年4月3日起改為「期貨交易人經期貨商或期貨交易輔助人通知盤中高風險帳戶或盤後補繳保證金後，屆盤後保證金追繳之補繳時限仍未解除盤後保證金追繳，或帳戶風險指標低於期貨商規定，期貨商『應』開始執行代為沖銷作業。」將代為沖銷改為強制規定，肇因於2011年8月間，我國證券及期貨市場受到歐債危機持續升高及美國遭信用評等公司調降評等等國際金融情勢影響，致同年8月5日及8月9日盤中最低點，台灣加權股價指數跌幅14.06%，台股期貨近月契約下跌跌幅達14.45%，為期貨市場自1998年開始交易以來連續跌幅，致期貨交易人帳戶權益數已達得代為沖銷比率，依當時規定，期貨經紀商是「得」代為沖銷，是以期貨經紀商能依當時指數變化狀況判斷選擇執行或不執行代為沖銷，但在指數一直下跌情境下，期貨經紀商持續觀望，未能及時選擇執行代為沖銷，期貨交易人可能因指數持續下跌而虧損更多，而發生期貨交易人大額損失違約事件，為防範類此事件，主管機關函請期貨交易所及期貨公會通盤檢討當時期貨交易相關管控機制包括期貨經紀商辦理代為沖銷作業相關規範，以強化期貨市場之風險控管⁷⁴。

嗣後期貨公會自2013年7月1日起實施「期貨商交易及風險控管機制專案」⁷⁵，包括開戶及瞭解客戶、加收保證金作業、盤中高風險帳戶通知、盤後保證金追繳，並明定期貨經紀商應開始執行代為沖銷作業程序之時機、執行人員、方法及結果通知，至此似乎已將期貨經紀商可彈性選擇、判斷是否從事代為沖銷，全面改為應強制性沖銷。

有關我國期貨市場代為沖銷之規範沿革⁷⁶如下：

⁷⁴ 同註2。

⁷⁵ 參見中華民國期貨業商業同業公會(2013)，「公會動態瀏覽」，中華民國期貨業商業同業公會，網址：<https://www.futures.org.tw/NewsInfo.asp?id=359>。2019/4/30。

⁷⁶ 期貨市場代為沖銷規範沿革之函文規定為摘要內容，欲查詢各函文全文內容，請至證券暨期貨法令判解查詢系統查詢，網址：<http://www.selaw.com.tw/News.aspx#tab01>。

| 主管機關或期交所函文 | 相關規定內容 |
|--|--|
| 民國 86 年 9 月 13 日(86)台財證(五)字第 66337 號函 | 應於接受期貨交易人開戶前，提供受託契約，風險預告書及載明期貨商與期貨交易人間權利義務關係之說明文件等開戶資料，指派登記合格之業務員向期貨交易人詳盡說明相關權利、義務及風險(含保證金之追繳方式及代為沖銷之約定)，並經期貨交易人出具聲明書確認已充分告知、閱讀並瞭解後，始得簽訂受託契約，上述所有相關文件應由期貨商及期貨交易人雙方簽章確認並加註日期存執，俾避免日後產生糾紛。 |
| 民國 86 年 11 月 25 日(86)台財證(五)字第 05025 號函 | <p>一、期貨商(含證券商兼營期貨相關業務)針對客戶之部位進行強制平倉時，其「得」代為沖銷(強制平倉)之時機，方式(含部分沖銷或全部沖銷，及以停損單平倉等)，應明定於雙方受託契約。</p> <p>二、期貨商(含證券商兼營期貨相關業務)依其風險控管及客戶權益之考量，宜事先通知客戶(即委託人)在取得客戶諒解之基礎上，決定處理沖銷方式，若盤中緊急所為之沖銷，除依雙方契約之規定處理外，應盡善良管理人之義務，務使客戶之損失盡量減到最少之程度。</p> |
| 民國 87 年 5 月 1 日(87)台財證(七)字第 01121 號函 | 並應確實告知期貨交易人有關追加保證金之通知方式、保證金追繳時限、代為沖銷之時點與方式、損害賠償責任歸屬、交易糾紛處理方式。 |
| 期交所民國 93 年 11 月 1 日臺期(結)字第 09300092380 號 | 期貨交易人逾期未補足追繳款項或帳戶保證金比率低於期貨商規定或其他符合雙方簽訂之受託契約內容「得」代為逕行沖銷條件時，由期貨商執行代為沖銷作業。 |
| 期交所民國 98 年 7 月 9 日臺期結字第 09800070911 號(民國 99 年 11 月 29 日臺期結字第 09900127402 號、民國 100 年 3 月 17 日臺期結字第 10003002590 號) | 期貨交易人經期貨商或期貨交易輔助人通知補繳保證金後，逾期未補足追繳款項、帳戶保證金比率低於期貨商規定或其他符合雙方簽訂之受託契約內容「得」代為逕行沖銷條件時，由期貨商執行代為沖銷作業。但期貨商委任期貨交易輔助人執行代為沖銷作業者，期貨交易輔助人應依照期貨商之通知執行代為沖銷作業。 |
| 期交所民國 102 年 4 月 3 日臺期結字第 10200009203 號(民國 104 | 期貨交易人經期貨商或期貨交易輔助人通知盤中高風險帳戶或盤後補繳保證金後，屆盤後保證金追繳之補繳時限仍未解除盤後保證金追繳，或帳戶風 |

| | |
|--|--|
| 年 7 月 8 日臺期結字第 10403007360 號函、民國 105 年 11 月 4 日臺期結字第 10503011690 號函) | 險指標低於期貨商規定（期貨商規定之風險指標不得低於 25%），期貨商「應」開始執行代為沖銷作業。期貨商委任期貨交易輔助人執行代為沖銷作業者，期貨交易輔助人應依照期貨商之通知執行代為沖銷作業。 |
| 期交所民國 106 年 4 月 13 日 臺 期 結 字 第 10603002750 號函 | 期貨交易人經期貨商或期貨交易輔助人辦理高風險帳戶通知或盤後保證金追繳通知後，遇下列情形，期貨商「應」開始執行代為沖銷作業： 1. 帳戶風險指標低於期貨商規定（期貨商規定之風險指標不得低於 25%）。 2. 屆盤後保證金追繳之補繳時限仍未解除盤後保證金追繳。 |

第三節 代為沖銷之法律性質

一、期貨經紀商執行代為沖銷之依據

我國有關代為沖銷規定散見於主管機關規定、期交所之函文及期貨公會之風險控管機制專案中，該等規定要求期貨經紀商當風險指標低於期貨經紀商規定時，即「應」代為沖銷而非「得」代為沖銷，屬期貨交易市場強制性措施之一。

惟就國內而言，期貨經紀商是否應為期貨交易人代為沖銷，除於期貨經紀商與期貨交易人所簽訂之委託契約有明確記載外，主管機關及臺灣期貨交易所亦訂有規範，如依臺灣期貨交易所 106 年 4 月 13 日臺期結字第 10603002750 號函第六點規定，期貨交易人經期貨經紀商或期貨交易輔助人辦理高風險帳戶通知或盤後保證金追繳通知後，遇 1. 帳戶風險指標低於期貨商規定（期貨經紀商規定之風險指標得低於 25%）。2. 屆盤後保證金追繳之補繳時限仍未解除盤後保證金追繳情形，期貨經紀商「應」開始執行代為沖銷作業。

二、代為沖銷之法律性質

代為沖銷目的在於將交易風險控制在客戶資金範圍內，防止擴大風險，同時直接影響客戶之資金多寡，相當容易引起糾紛，尤其在加權股價指數上下大幅震盪時，可能在進行強制沖銷之後股價指數始逆勢反彈上揚，在此之前強制沖銷即造成客戶之鉅額損失。有關代為沖銷的法律性質究竟為何？係期貨經紀商之權利或是義務，或是權利義務並存，目前學界並未對此有明確定位。以下分別說明學者見解：

(一)權利說：

- 1.會員或客戶不按規定及時追加保證金，會出現期貨交易所或期貨公司為其墊資交易的情況，此種行為實際上是將原應由自己承擔的風險轉嫁到期貨交易所或期貨公司身上，構成對期貨交易所或期貨經紀公司的侵權，因此強行平倉實際上是期貨交易所或期貨公司為保障自身資金安全的一種權利。這意味著期貨交易所或期貨公司可以行使強行平倉的權利，也可以選擇放棄該權利。⁷⁷
- 2.期貨經紀商是以自己名義為客戶紀行買賣，為避免承擔交易人無法承擔超額損失時之交易虧損，故透過代為沖銷來保護自己利益，代為沖銷對於期貨商既是權利，則可選擇執行或不執行，但該項權利為附條件的權利，也是說只有在所附條件成就時才可行使，否則，構成對交易人之侵權行為。在日本司法判決及學者見解亦認為代為沖銷處分是權利而非義務，主要係因期貨交易受託契約中，已賦予期貨商於客戶未於指定日期前繳存保證金時，期貨商得任意處分，該規定主要在於防止客戶不履行繳交保證金義務時，導致期貨經紀商受有損害而給予之權利⁷⁸。

(二)義務說：

- 1.強行平倉是一種義務，因此，在出現強行平倉事由時，期貨交易

⁷⁷ 鐘維(2017)，「期貨強行平倉的法律屬性及規則解釋」，河南財經政法大學學報，2017年6期，頁128-135。

⁷⁸ 劉敏(2002)，「強制平倉的法律屬性及其條件探討」，法律適用(國家法官學院學報)，第11期。

所或期貨公司必須及時實施強行平倉。將強行平倉完全界定為義務，事實上否定了在現實中經當事人協商一致而保留持倉的可能性。

2. 過去僅從私法角度出發之權利說、義務說、權利兼義務說或權利轉義務說都不能全面看清者問題，忽視了代為平倉制度為維護金融安全的公法上制度價值，從公法私法相結合的角度來解構代為平倉，代為平倉具有公法與私法意義的雙重屬性。⁷⁹

(三)折衷說：

1. 大陸期貨交易法學者許彤及錢曉紅在其論著強制平倉問題之法律分析中，認為強制平倉是期貨經紀商之權利也是義務，採折衷綜合看法⁸⁰。
2. 權利義務並存說認為，權利說從強行平倉的實施上揭示了強行平倉由經紀機構單方面決定和操作的權利屬性，義務說則從強行平倉的功能上揭示了強行平倉必須及時進行的義務屬性，因此強行平倉既是權利也是義務，並不符合法學的基本原理。若是權利，當事人可以選擇行使也可以選擇放棄；若是義務，當事人則必須履行，否則要承擔相應責任。既是權利又是義務的強行平倉不僅在法理上自相矛盾，作為一項法律規範，還會使得行為人和裁判者無所適從。
3. 權利轉義務說認為，強行平倉在不同階段具有不同的法律屬性，當保證金餘額低於期貨經紀合同約定的最低限額但高於期貨交易所確定的法定最低限額時，強行平倉是一種權利，而當保證金餘額低於法定最低限額時，強行平倉則轉化為一種義務。

⁷⁹ 胡仕煒(2017)，「強行平倉法律性質研究」，渭南師範學院學報，2017年11期，頁16-21。

⁸⁰ 請參閱 郭土木(1998)，論期貨交易參與者之民刑事責任，政治大學，博士論文，第93頁。

第四節 代為沖銷相關案例

一、我國期貨交易糾紛司法判決

(一)臺灣高等法院 99 年度上易字第 746 號民事判決：

1.爭點：上訴人主張於民國 2006 年 3 月 13 日與被上訴人寶來曼氏桃園分公司簽立委託期貨買賣契約書，並完成期貨買賣帳戶 0000000 號之開戶手續，且由伊委託配偶陳添丁以電話之方式，向被上訴人寶來曼氏桃園分公司之營業員即被上訴人趙宇婕下單買賣操作，簽約過程僅 1 小時 34 分 9 秒，被上訴人趙宇婕並未告知伊有強制平倉之約定，且亦未將契約書交由伊留存或審閱，顯然違反臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 45 條、期貨交易法第 65 條及消費者保護法第 7 條第 2 項規定，且被上訴人寶來曼氏桃園分公司之受託契約與其他期貨公司約定並不相同，係屬應個別告知之事項，是該契約應屬無效，被上訴人等並無權利強制平倉。2007 年 8 月 16 日，伊帳戶內尚有未平倉之 12 月份 8200P 及 10000C 指數選擇權，共計 15 口組合單。被上訴人趙宇婕於 2007 年 8 月 16 日上午 10 時 3 分許與陳添丁通過電話後，陳添丁於不甚了解「砍倉」之意下，依被上訴人趙宇婕之意思自行平倉，使伊帳戶之維持率已回復 32% 以上，詎被上訴人在未通知伊或陳添丁之情形下，竟於當日上午 10 時 19 分，將該 15 口組合單私自拆解，造成需加計一半以上之保證金，致使維持率低於 25%，並將 12 月份 8200P 計 15 口部分於當日 10 時 21 分 16 秒，以權益數 900 之史上最高價買回平倉，造成伊受有 67 萬 6,750 元之損害，其處理程序顯然違反臺灣期貨交易所股份有限公司臺灣證券交易所股價指數選擇權契約交易規則第 13 條，且強制平倉之方式亦未選擇對伊損害最小之方式為之，有違善良管理人之注意義務。被上訴人寶來曼氏桃園分公司為被上訴

人趙宇婕之僱用人，二人應依民法第 184 條、第 185 條、第 188 條及第 535 條、第 544 條之規定，負侵權行為及債務不履行之連帶損害賠償責任。被上訴人寶來曼氏桃園分公司主張 2007 年 8 月 16 日上午 10 時前後，因臺股指數連續重挫將近 100 餘點，被上訴人趙宇婕即於當日上午 9 時 51 分通知上訴人，並於上午 10 時 3 分再度通知上訴人，上訴人獲知後自行下達平倉指令，顯然知悉其有帳戶維持率之義務。詎當天行情仍持續暴跌而致上訴人保證金維持率不足 25%，被上訴人趙宇婕雖數次撥打電話聯繫上訴人，上訴人均拒接電話，被上訴人寶來曼氏桃園分公司即依約進行強制平倉，因上訴人所持未結清部位為臺股指數選擇權組合單，需先經拆解動作後進行強制平倉，被上訴人寶來曼氏桃園分公司乃就上訴人組合單高風險之部位拆解後買回平倉，況無人可事先預測何時為最高點、最低點，是被上訴人寶來曼氏桃園分公司強制平倉之通知方式及拆單機制均符合契約約定及市場習慣。

2. 審酌理由：

(1) 按期貨商接受期貨交易人開戶時，應由具有業務員資格者為之；在開戶前應告知各種期貨商品之性質、交易條件及可能之風險，並應將風險預告書交付期貨交易人。商品或服務具有危害消費者生命、身體、健康、財產之可能者，應於明顯處為警告標示及緊急處理危險之方法，期貨交易法第 65 條第 1 項、臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 45 條及消費者保護法第 7 條第 2 項雖定有明文。然上訴人與其配偶陳添丁於 2006 年 3 月 13 日至被上訴人寶來曼氏桃園分公司公司簽立系爭契約，嗣於 2006 年 3 月 15 日至國泰世華銀行開戶，再返回寶來曼氏桃園分公司交付存摺，上訴人有錄音存證等情，有上訴人提出其錄音光碟及譯文可稽，被上訴人對於錄音內容及譯文之真正並無爭執。簽約過程中，上訴人對於填寫之資料，曾向被

上訴人趙宇婕詢問並確認，被上訴人趙宇婕於簽立契約之過程中曾告知上訴人與陳添丁二人如何書寫姓名、生日、戶籍地、通訊地址、電子郵件信箱、緊急電話、身分證字號、職業工作，及契約有三聯、併同契約交閱之文件尚有電子對帳交易單、開戶銀行資料、授權書，並確定以郵寄方式寄送帳單、毋庸填寫工作性質等事項，況上訴人對於被上訴人趙宇婕有交付授權書，且授權書係於簽約後半個月即 2006 年 3 月 31 日始簽立交回等節並未爭執，可認上訴人主張於簽立契約前未受充分告知云云，為不可採。前項錄音譯文，可知陳添丁於簽約過程中曾與被上訴人趙宇婕談及其期貨交易之習慣、研究心得，足見其知悉期貨交易、有一避險趨利並賺取權利金之方式。

- (2)再依開戶文件申請書暨信用調查表之「開戶文件聲明書」等資料所載，被上訴人寶來曼氏桃園分公司已將保證金維持義務之風險告知予上訴人，上訴人亦承諾自行負擔投資風險，自難認上訴人及陳添丁不知選擇權交易存在之風險。參諸 2007 年 8 月 16 日上午 9 時 51 分、9 時 58 分及 10 時 3 分之交易通話紀錄譯文內容，被上訴人趙宇婕於當 9 時 51 分時，因維持率已低於 25%即通知陳添丁：「陳先生我找你，維持率已經低於 25%了，你要不要平倉一部分，因為已經負 20 萬多」；9 時 58 分被上訴人趙宇婕又再度撥打電話通知陳添丁：「現在維持率已經 16%了，他們要砍倉了」，而陳添丁並未懷疑而直接於詢問指數後下指令做平倉之交易；10 時 3 分成交後被上訴人趙宇婕回報陳添丁時復稱：「...還是負的 22 萬多，維持率是到 32%，但是到 25%，還是要被砍單」，陳添丁因此再下指令掛單，足見被上訴人趙宇婕多次提醒陳添丁維持率低於 25%要被強制平倉，而陳添丁並未加懷疑即下達指令平倉，自應知悉維持率低於 25%即須強制平倉之約定。而陳添丁經上訴人授

權從事期貨交易之行為，有授權書影本 1 紙附卷可稽，且陳添丁係實際上從事本期貨交易之人，為兩造所不爭，業如前述，上訴人主張其不知投資風險及強制平倉之約定云云，尚難採取。

(3) 上訴人雖又主張以拆解組合單方式為強制平倉對其不利等語，惟於大盤大幅下跌時，組合單一部分有利，一部分不利，被上訴人寶來曼氏桃園分公司為強制平倉而於拆解組合單時，僅處理對於上訴人不利之部分，以避免風險擴大，而不處理有利之部分，以避免損及上訴人利益，應無不合。雖強制平倉後大盤指數已無不利於上訴人之情形，惟此非任何人，包括期貨商在內所可預料，倘若當日係一路下滑跌至 7000 多點，則被上訴人寶來曼氏桃園分公司未為強制平倉，反對上訴人不利，故強制平倉係停損點之設定，此於風險性高之期貨買賣尤為必要，可控制交易人之損失，自不得以事後結果推論強制平倉之時點正確與否，換言之，被上訴人拆解組合單後再平倉，確屬合理有效之風險控制方式，而不得以其強制平倉之結果論斷其利弊。是上訴人帳戶之保證金維持率低於 25%，已符合強制平倉之約定，且強制平倉之方式於當時而言係合於控制風險之有效方式，則被上訴人寶來曼氏桃園分公司以拆解組合單之強制平倉之行為，無違系爭契約之約定，且非法所不許。

3. 判決結果：訴人所舉事證，尚不足以證明被上訴人及追加被告於 96 年 8 月 16 日上午 10 時 19 日決定強制平倉及拆單交易之行為，違反兩造之約定及善良管理人之注意義務，難認被上訴人及追加被告係未經上訴人授權而擅自為其進行期貨交易，而有違反期貨交易法第 74 條規定之情事，對於上訴人所指投資失利，並無故意或過失，亦無違反義務。從而，上訴人主張被上訴人趙宇捷與追加被告應負共同侵權行為之責任，於法無據。

(二)臺灣臺北地方法院 104 年度金簡上字第 4 號民事判決：

1.爭點：上訴人於 2005 年間與被上訴人(倍利國際期貨股份有限公司)訂約開戶，從事小型台指期貨交易 (MTX，下稱小台指)。嗣於 2007 年 11、12 月間因大盤指數下跌，訴外人兆豐證券股份有限公司大同分公司 (下稱兆豐證券公司，原名倍利國際股份有限公司大同分公司) 即被上訴人之期貨交易輔助人所屬營業員即訴外人李思弘遂於 96 年 12 月 11 日盤後向上訴人表示跌勢很重，上訴人尚須補繳 2、3 萬元，然因上訴人 2 個月來已補繳保證金 40 餘萬元，已沒錢可補繳，上訴人乃向營業員李思弘表示賣出 2 口，僅餘 1 口。詎營業員李思弘竟未依上訴人指示賣出，且於 2007 年 12 月 12 日及 13 日因大盤再度下跌後，始以上訴人之權益數低於 25%維持保證金為由，即逕予執行沖銷。惟上訴人並不知有低於 25%維持保證金即須強制平倉之情事，且被上訴人事後並反稱係於 2007 年 12 月 14 日始不足 25%維持保證金而執行沖銷，均係偽造不實之紀錄，因而造成伊受有大盤下跌 2000 點之 10 萬元 (計算式：每點 50 元 2000 點) 虧損及嗣後未能取得上漲 2000 點之 10 萬元利潤損失，合計上訴人受有 20 萬元損害等情。為此，爰依民法第 184 條第 1 項之侵權行為損害賠償規定提起本訴，請求被上訴人賠償虧損及利潤損失各一半共計 10 萬元。被上訴人則依據現行期貨商管理規則第 29 條第 1 項第 9 款及第 10 款、第 48 條第 2 項第 3 款及第 49 條第 1 項及第 2 項規定，交易人應隨時負有維持足額保證金之義務，蓋期貨交易係以交易人交易資金採用槓桿原理進行交易，依期貨交易所規定及期貨商受託契約之約定，建立交易部分前須先確認是否有相當之原始保證金，建立交易部位後，其保證金餘額須符合維持保證金之標準。是以，上訴人負有隨時監看並確認，主動補足其交易帳戶所需保證金之義務。復上訴人與被上訴人所簽訂期貨交易受託契約第 9 條及被上

訴人公司風險管理辦法施行細則第 2 章第 3 條均約定，投資客戶權益數低於原始保證金之 25%，如未補足保證金，被上訴人均須執行代為沖銷，以保障期貨交易風險管理。則李思弘營業員既曾提醒上訴人保證金權益總值維持率低於 25% 時將被強制平倉，期後被上訴人於 96 年 12 月 14 日逕為執行沖銷，已盡善良管理人之注意義務，並無任何不法或不法侵害被上訴人之行為。

2. 本件應審酌者為：

(1) 被上訴人是否隱瞞「保證金權益總值低於 25%，被上訴人公司得無須通知上訴人即執行沖銷」之約定？

上訴人並於本院審理時自承：以前我期貨做了四、五家等語，堪認上訴人應熟知期貨交易之方式，難認上訴人不知選擇權交易存在之風險。期貨交易是利用槓桿原理進行高風險、高利潤的保證金交易。高槓桿之特性，可以期貨交易之獲利放大，同時也可能造成損失倍增，為控制風險，遂有隨時計算保證金是否足夠之規定，此為期貨交易之特性。如果一經洗價（結算）後發現保證金不足，交易人必須於期貨商規定的時間內補足保證金，否則期貨商有權結清交易人的部位。是保證金分為「原始保證金」與「維持保證金」兩個層次，交易人必須於交易前繳交原始保證金至期貨商指定之銀行帳戶，如果行情不利於交易人，致使保證金水位低於維持保證金，則交易人必須補足保證金至原始保證金水準。而此維持保證金即為委託人之義務，其維持之方式即透過受託人通知繳交保證金及保留代為沖銷之權利始得順利運作，確保契約雙方之權利，降低風險所帶來之損失，且保證金制度係為保障期貨商及期貨交易人之相對人之利益而設，而屬期貨商之權利。上訴人簽立之受託契約暨交易細則知會書系約定保證金維持之義務，其中除有通知追繳保證金之約定外，亦載明強制平倉之約定。上開契約書等文件

既已交付予上訴人，上訴人自難推諉不知。且兆豐證券公司之營業員業已提醒上訴人維持率低於 25% 要被強制平倉，上訴人顯知悉維持率低於 25% 即須強制平倉之約定。

- (2) 被上訴人是否未依上訴人指示平倉，致上訴人受有損害？上訴人得否依民法第 184 條第 1 項侵權行為法律關係請求被上訴人賠償 10 萬元？

上訴人自應先舉證證明被上訴人有未依照上訴人指示交易，造成上訴人損害之事實。上訴人固主張兆豐證券公司所屬營業員李思弘於 2007 年 12 月 11 日盤後向上訴人表示跌勢很重，上訴人尚須補繳 2、3 萬元，然因上訴人已沒錢可補繳，上訴人乃向營業員李思弘表示賣出 2 口，僅餘 1 口，惟營業員李思弘竟未依其指示賣出云云，然查，依卷附被上訴人 2007 年 12 月 11 日之期貨交易人買賣報告書所示，上訴人當時尚有 4 口小台指，淨值為 14 萬 4,044 元，原始保證金為 13 萬 6,000 元，維持保證金為 10 萬 4,000 元，保證金係超額 8,044 元，並無不足維持保證金情形，是上訴人上開主張，顯與前揭期貨交易人買賣報告書所示不符，自難盡信。上訴人雖指稱被上訴人偽造不實之紀錄，惟未據舉證以實其說，且依訴外人兆豐證券公司於 2010 年前案提出之上訴人與兆豐證券公司所屬營業員李思弘 2007 年 12 月 1 日至 2007 年 12 月 14 日間之通話記錄錄音光碟及譯文，亦無上訴人所稱早於 2007 年 12 月 11 日即因大盤下跌而由營業員李思弘通知上訴人補繳保證金情事，亦未見上訴人有於 2007 年 12 月 11 日指示營業員賣出之通話記錄內容，此有通話記錄錄音光碟及譯文附於 2010 年前案卷可稽，並經本院職權調閱上開 2010 年前案卷證核閱屬實。上訴人雖稱兆豐證券公司用光碟源頭將 2007 年 12 月 12 日剪接過來 2007 年 12 月 4 日，如有 2007 年 12 月 11 日至 2007 年 12

月 14 日之光碟源頭就一切明白，應找出光碟源頭云云，上訴人雖一再陳稱上開通話記錄錄音光碟及譯文係遭剪接，有光碟源頭，然並未舉證證明上開通話記錄錄音光碟及譯文究有何遭剪接變造之情事？光碟源頭究係存在何處？本院實無從加以審酌。此外，亦查無兆豐證券公司所屬營業員有未依上訴人指示交易之情形，上訴人復未提出其他證據證明兆豐證券公司所屬營業員確實有未依上訴人指示買賣，或被上訴人公司有何不法侵害上訴人之行為，致其遭受損害，自無從認定被上訴人有何侵權行為，致上訴人受有損害。從而，上訴人依據民法第 184 條第 1 項侵權行為之法律關係請求被上訴人給付大盤下跌虧損 10 萬元及嗣後未能取得上漲利潤損失 10 萬元之各一半金額，於法無據，為無理由，無從准許。

3. 判決結果：上訴人未舉證證明被上訴人有何侵權情事，則上訴人依侵權行為法律關係請求被上訴人給付 10 萬元為無理由，不應准許。

(三) 臺灣台北地方法院 105 年度北金簡字第 168 號民事判決：

1. 爭點：原告於民國 1998 年 9 月 4 日向被告開立期貨交易帳戶，並簽訂受託契約，委託被告於財政部證券暨期貨管理委員會所公告的國內外期貨交易所從事經公告核准之期貨交易。原告於 2016 年 9 月 9 日下午 3 點多，按照規定繳交期貨保證金，透過被告以 10.05 成交價格買進臺灣期貨交易所發行之富邦深 100 (10 月) 期貨 17 口 (即 000000OKF 深 10017 口，下稱系爭期貨)，詎 2016 年 9 月 10 日一早市場交易清淡，導致市場第一成交價位出現極不合理之價位，立即觸發被告風控電腦系統，且被告未以電話通知原告，僅以簡訊通知原告之保證金不足後，在不到一分鐘的時間內，被告即開始啟動斷頭程序，盡數以市價 (15 個百分點的跌幅，即 8.55 成交價格) 將原告所持有系爭期貨部位全數殺出，造

成原告極大損失及市場共有 3 種商品閃崩、閃漲。原告主張因被告之風控電腦系統存在很大的盲點而有交易瑕疵，被告應該給予原告足夠的時間從國外的保證金專戶轉帳，至少要三分鐘。系爭期貨為國內商品，原告在被告國內銀行專戶之保證金不足，原告沒有向被告申請將國內、外的保證金帳戶金額做併算，被告應賠償原告期貨不當操作之損失。被告則依受託契約第 12 條第 2 項主張，被告向原告為追加保證金之通知時，其通知除得依本契約第 4 條所定以任何可行必要之方式為之外，並得於任何時間或地點以直接或間接面告之方式通知原告。於 2016 年 9 月 10 日盤中 08:46:38 時，原告帳戶 (0000000) 權益數總值低於未沖銷部位所需維持保證金，被告公司即以簡訊分別於 08:46:38:22、08:46:38:23 及 08:46:58:87 時為高風險通知：「帳號 8003xxx 風險指標低於 40%，請儘速入金，風險指標低於 25% 時，本公司將執行代沖銷。」以及「帳號 0000xxx 權益數已低數變化，當風險指標低於 25% 時，本公司將開始執行代沖銷程序。」等內容簡訊，並經確認簡訊成功送達原告。嗣於盤中原告帳戶風險指標已低於 25% (達 -32.8%) 時，被告即代原告沖銷 17 口 201610OKF 深 100 (FB 深 100ETF) 留倉部位。被告向原告為高風險通知之方式並不以電話為限，被告公司已於原告風險指標為高風險時以簡訊通知原告，並確認簡訊成功送達被告手機，已善盡其通知責任。原告主張被告未以電話方式通知即代行沖銷程序，並無理由。依受託契約第 10 條第 1 項，即明確載明原告有維持保證金之義務，無須被告通知或要求，應隨時依原告帳戶上之持有部位維持被告所定之足額保證金。於第 2 項亦載明，若有效保證金餘額低於原始保證金 25% 時，為避免原告之虧損擴大，被告有權依本契約第 11 條之約定，代為逕行反向沖銷原告所持未結清之全部或部分期貨交易部位，且其所產生之盈虧仍必須由原告負責，原告不得異議。又第 11 條

第 2 項亦載明，倘被告依市場或其他風險控管狀況單方面認為有必要時，得不受同條第一項時間限制，「隨時」逕行代原告沖銷原告所持未結清之全部或部分期貨交易部位。被告於任何時期皆保有此項代原告沖銷之權利，此一權利不因被告已向原告發出追加保證金之通知而受影響，亦不因任何被告其他之作為或不作為而受拋棄。另為確保期貨交易人之權益，避免引起期貨交易糾紛，期貨商辦理保證金追繳及代為沖銷事宜，應符合臺灣期貨交易所一臺期結字第 10503011690 號函示之規定，其中說明二(四)1. 明確指出：「帳戶風險指標低於期貨商規定(期貨商規定之風險指標不得低於 25%)，期貨商『應』開始執行代沖銷作業。」，故被告於原告帳戶風險指標低於 25%執行代沖銷，符合臺灣期貨交易所之規定。原告所稱其帳戶資金充足，應指其於國外期貨交易保證金充足，惟被告於 105 年 9 月 10 日並未接獲原告申請辦理國外期貨交易保證金轉入國內期貨交易保證金事宜，故原告主張被告於其國外保證金帳戶充足的情況下，不應逕自將其國內保證金不足的期貨部位沖銷，顯無理由。

2. 心證理由：依兩造所簽契約及規定可知，原告委託被告進行期貨交易後，如原告交易保證金帳戶餘額已低於相關法令、交易所或結算機構或被告所定最低標準，於被告對原告發出追加保證金之通知 24 小時內，原告仍未依通知內容繳交全額之保證金時，被告有權代為逕行反向沖銷原告所持未結清之全部或部分期貨交易部位，又通知方式不以電話為限，但如原告保證金維持率已不足 25%時，被告可不受上述時間限制（即不須先對原告發出追加保證金之通知並待 24 小時）。本件於 105 年 9 月 10 日盤中 08:46:38 時，原告帳戶（0000000）權益數總值低於未沖銷部位所需維持保證金，被告分別於 08:46:38:22、08:46:38:23 及 08:46:58:87 時為高風險通知等內容簡訊送達原告，嗣於盤中原告帳戶風險指標已

低於 25% (達-32.8%) 時，被告代原告沖銷 17 口 201610OKF 深 100(FB 深 100ETF)留倉部位，為兩造所不爭執，並有高風險追繳簡訊通知記錄表、買賣報告書在卷可稽，被告所為，核與前揭約定及規定，並無不合。又國、內外期貨交易保證金為兩個不同帳戶，其保證金之維持係分別計算，各自獨立，如欲將兩個帳號內的保證金互轉，應於開戶時填寫帳戶撥轉同意書，且每次需填寫提款條將保證金由原帳號提存至另一帳號，原告若有國、內外期貨交易保證金專戶內存金額互轉之需要，必需向被告申辦，本件原告未申請辦理國外期貨交易保證金轉入國內期貨交易保證金事宜，為兩造所不爭執。至原告主張：被告應該給予原告足夠的時間從國外的保證金專戶轉帳，至少要三分鐘云云，並無依據。從而，原告主張交易瑕疵，請求被告賠償手續費及倉位砍掉所造成的損失 25 萬 6,700 元，為無理由。

(四)臺灣台北地方法院 107 年度北簡字第 6273 號民事判決：

- 1.爭點：原告（國票期貨）主張，被告於 104 年 8 月 31 日與原告簽立契約，依風險預告書中第 1 條 1 點約定：當期貨市場行情不利於台端所持契約時，原告為維持保證金額度，得要求追繳額外之保證金，如被告無法在本公司所定期限內補繳時，則原告有權代為沖銷被告所持期貨契約，沖銷後若仍有虧損，則被告須補繳此一損失之金額。倘期貨契約之行情有劇烈變動時，原始保證金有可能完全損失，超過原始保證金的損失部分，被告亦須補繳；及受託契約第 8 條第 6 款前段約定：甲方(即被告)需支付乙方(即原告)因甲方之超額虧損所產生之利息（遲延利息依年率 10%計算）等語。上開約定，被告已簽署期貨交易流程解說確認書加以確認。而因 107 年 2 月 2 日、2 月 5 日美股大跌，原告預期將造成台股行情劇烈波動，為提醒交易人注意開盤時風險並檢視帳戶保證金狀況，避免開盤遭受砍倉風險，於 2018 年 2 月 6 日上午

開盤前之 6 時 50 分在交易平台(手機及 AP)發佈公告，被告於 7 時 9 分入金 18,000 元，並以網路下單交易；8 時 58 分 23 秒，被告帳戶權益總植為-8,477 元，已低於維持保證金，風險指標為-23.32%，原告即於 8 時 58 分 31 秒以手機簡訊及電子郵件通知被告補繳保證金。迄至 9 時 16 分 02 秒，被告帳戶之風險指標為-3.53%，已低於 30%，達到代為沖銷標準，原告除留 1 組垂直價差未處置外，於 9 時 16 分 34 秒以市價沖銷被告其餘部位，沖銷後被告帳戶之權益數為-101,878 元，並通知被告於 3 個營業日補足追繳金額，惟被告並未補足，原告乃於同年 2 月 9 日 9 時 26 分、27 分以詢價方式沖銷留倉之垂直價差部分位，被告帳戶權益數為-110,148 元。惟被告迄未補足因沖銷虧損之金額 110,148 元，致原告受有前開金額之損失。被告則以期貨市場於 2018 年 2 月 6 日出現不正常波動，原告即於當日上午開盤前之 6 時 50 分，在交易平台發布公告提醒開盤時風險，被告於 7 時 9 分存入保證金 18,000 元，使風險係數達到 300%至 400%的安全狀態。然當時選擇權的報價資訊異常，原告又於上午 8 時 58 分 31 秒以簡訊通知被告之帳戶已是高風險帳戶，若風險係數低於公司規定之 30% 時，會代為沖銷。惟盤中選擇權報價不正常跳動，致帳戶風險係數忽高忽低，且在原告通知為高風險帳戶後，帳戶又回復正常，被告在 8 時 58 分後仍有足夠保證金可下單交易，之後即未接獲原告代為沖銷之通知。原告於帳戶在 9 時 16 分 2 秒之風險係數為-3.53%，權益總值為-1,238 元時，即可代為沖銷，卻延至 9 時 16 分 34 秒帳戶權益數為-101,878 元、權益總值為-112,878 元始沖銷，造成損害擴大，顯違反金融消費者保護法 第 7 條所定善良管理人應有的義務等語，資以抗辯

2.心證理由：被告應在其保證金專戶內保持一定之保證金，倘帳戶風險指標低於 30%時，經通知而不補足時，原告無待通知被告，

即可代為沖銷全部部位。原告代沖銷之沖銷順序，係以釋放保證金最多之部位優先處理，或損失最多的部位優先處理，系爭契約陸受託契約第 8 條第 3 項已有約定，並非以風險係數或權益總值較低者為憑。而被告帳戶在 9 時 16 分 02 秒之風險指標為-3.53%，低於 30%時，始達代為沖銷標準，原告始能執行代為沖銷，加上操作時間，其於 9 時 16 分 34 秒沖銷完畢，僅花費 32 秒，尚在合理之操作時間內，難謂原告有違反善良管理人之注意義務，被告所辯自非可採。則原告依系爭契約陸受託契約第 7、8 條約定，請求被告賠償因代沖銷之虧損 110,148 元，核屬有據。

二、國外相關案例

(一)美國 Ezra V. Moss 與 JC Bradford & Co 代為沖銷糾紛案

- 1.事實經過：1985 年，北卡羅來納州夏洛特市居民原告 Ezra V. Moss 先生開設了商品和期權帳戶，並與 JC Bradford & Co。和 JC Bradford Futures, Inc。[以下簡稱 Bradford]簽訂了客戶協議，案中的原告投資於標準普爾 500 指數股票指數合約，這些合約在芝加哥商品交易所交易。原告購買股票指數合約後不久，股市指數開始下跌。1987 年 10 月 19 日（星期一），標準普爾指數下跌了 23%。布拉德福德證券經紀人 Ed Caulfield 告訴 Moss，布拉德福德已發出追加保證金通知。為籌集資金以滿足追加保證金要求，Moss 將 23,988 股 Southern National Corporation 股票作為抵押品帶到 Caulfield，以獲得 Bradford 的貸款。1987 年 10 月 20 日(星期二)上午 11 點至 11 點 10 分，該指數為 210-212 點。上午 11 點 09 分，Leslie 告訴 Caulfield 市場正在惡化，如果指數達到 190 點，Leslie 正在進入止損訂單賣掉七個合約。大約 15 到 20 分鐘後，指數跌至 190，原告人“合同被出售”。
- 2.審判理由：在當時的情況下，布拉德福德在市場自由落體的情況

下面臨著一批利潤不足的客户，這些客户尚未滿足之前的追加保證金通知，而且還有其他追加保證金通知即將來臨。為了保護自己並保護 CME，Bradford 選擇清算這些客户的賬戶，而不是發出另一個追加保證金通知。布拉德福德在這方面的行為與管轄聯邦法律完全一致，因此也是恰當的。

3.判決結果：美國北卡羅來納州最高法院在摩斯對布雷福特（Moss V. J. C. BRADFORD）的案例中，認定期貨商在遇到類似一九八七年大崩盤的市場狀況時，可以快速為客户平倉出場，主要是希望加重對期貨商和交易所財務完整性的安全防衛，以避免引發更大的金融危機。當時外界認為該項判決相當合理。

(二)香港證監會前於 2017 年 4 月發布「有關零售期貨經紀行的實況調查報告」，該報告主要係香港證監會對十家主要為零售客户提供服務的本地期貨經紀行（匯報商號）的業務概況、其風險管理監控措施和常規，進行了一項實況調查，調查的涵蓋期間為 2015 年 1 月至 12 月。依據該報告之主要調查結果顯示，「一般而言，匯報商號指它們已制訂及維持風險管理政策和程序，並已於客戶協議內向客戶披露其追收保證金及強制平倉的政策。它們亦已設立自動化的監控措施，當客戶的帳戶內的保證金存款不足時，會禁止他們建立新持倉。為監察客戶所承受的風險，有些匯報商號會對其客戶設定限額（例如交易及信貸限額），而部分匯報商號除了設定風險限額外，亦會進行壓力測試。」⁸¹。

第五節 主管機關裁罰案例

一、受處分人康和期貨經許可經營期貨經紀業務，其客戶○○○等 4 名交易

⁸¹ 香港證券及期貨事務監察委員會(2017)，有關零售期貨經紀行的實況調查報告，頁 2，網址：https://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/Reports/Report%20on%20fact%20finding%20exercise%20on%20futures%20broker_27%20Apr_2017_Chi.pdf。

人於 2018 年 2 月 6 日帳戶風險指標低於 25%，受處分人未執行代為沖銷作業，核與受處分人內部控制制度 CA-21320 交易保證金追繳作業「(五)代為沖銷作業：1....遇下列情形，公司應開始執行代為沖銷作業：(1)帳戶風險指標低於公司規定（...本公司訂定為 25%）。...2.代為沖銷原則：(1)...期貨交易人帳戶風險指標低於公司規定之標準，公司應代為沖銷期貨交易人盤中商品之全部部位...」之規定不符，核已違反期貨商管理規則第 2 條第 2 項之規定，依期貨交易法第 119 條第 1 項第 2 款規定核處罰鍰 48 萬元。⁸²

二、受處分人玉山證券因資訊應用程式配合○○年○○月盤後交易新制辦理換版作業有疏失，該新制實施後受處分人之代為沖銷程式無法帶出「應」代為沖銷商品契約，致○○年○○月○○日盤後交易時段當期貨交易人牛○君帳戶之風險指標低於受處分人規定之 25%時「未」執行代為沖銷作業，此與受處分人內部控制制度 CA-21320 交易保證金追繳作業 (五)代為沖銷作業之規定不符受處分人核已違反期貨管理法令，依期貨交易法第 119 條第 1 項第 2 款規定核處罰鍰 24 萬元。⁸³

三、受處分人大昌期貨受理交易人台指選擇權市價委託時，未向交易人收足期貨交易權利金，核與受處分人內部控制制度 CA-21210 受託買賣及成交作業「本公司接受交易人市價委託，應依交易人信用狀況(包括保證金、權益數等金額)、交易性質、委託數量、當時市況及交易人部位最大可能損失等因素，評估市價委託之風險並採取必要措施，例如對交易人採取加收保證金、限制委託數量或停止接受委託等控管措施」之規定不符；又交易人風險指標為負數，受處分人未執行代為沖

⁸² 參閱金管會證期局 2018 年 12 月 11 日金管證期罰字第 1070339301 號裁處書，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201812120002&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。

⁸³ 參閱金管會證期局 2018 年 10 月 16 日金管證期罰字第 1070334363 號裁處書，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201810170003&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。

銷作業，核與受處分人內部控制制度 CA-21320 交易保證金追繳作業「(五)代為沖銷作業：1.期貨交易人經公司...辦理高風險帳戶通知...應開始執行代為沖銷作業：(1)帳戶風險指標低於公司規定(公司規定之風險指標不得低於 25%)...2.代為沖銷原則：(1)...期貨交易人帳戶風險指標低於公司規定之標準，公司應代為沖銷期貨交易人盤中商品之全部部位...」之規定不符，核已違反期貨商管理規則第 2 條第 2 項及第 43 條第 1 項之規定，依期貨交易法第 119 條第 1 項第 2 款規定裁處 24 萬元。⁸⁴

依據上開主管機關之處分案例，均為當期貨交易人帳戶權益值達所定條件時，期貨經紀商未執行代為沖銷作業已違反期貨交易所 2017 年 4 月 13 日臺期結字第 10603002750 號函第六點規定及各期貨經紀商內部制度制度，確屬缺失事項而予以處分，可見主管機關認定代為沖銷屬強制性措施，為期貨經紀商之義務，一旦觸及執行條件時，即應執行。

第六節 小結

按期貨交易具有高度槓桿之特性，各國政府除活絡市場外，為維持期貨交易市場秩序，當交易人之保證金不足時有強制平倉規定，亦有回歸期貨經紀商對客戶之保證金管理，由雙方自行約定。可見代為沖銷制度並非有其必要性，端賴各國對期貨交易制度之設計而定。透過上開研究，關於代為沖銷之法律性質及其效力可歸納如下：

一、期貨交易人從事期貨交易前已知悉代為沖銷為期貨市場遊戲規則，因代為沖銷致權益受損時，無法向期貨經紀商求償

期貨交易係高槓桿、高風險之保證金交易，期貨商依主管機關授

⁸⁴ 參閱金管會證期局 2018 年 11 月 29 日金管證期罰字第 1070335336 號裁處書，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201810170003&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。

權期貨交易所訂定之市場運作規章執行代為沖銷，為協助期貨交易人控管風險極之重要制度，屬於期貨市場遊戲規則之一，不論期貨經紀商或是期貨交易人都必須同意並遵守這規定，且雙方所簽訂之契約亦已載明，期貨交易人於辦理開戶事宜及簽署風險預告書時即已知悉。

代為沖銷既為既強制性規定，期貨經紀商難以保證執行代為沖銷後期貨交易人因此獲利或虧損，期貨交易人所持部位如因期貨經紀商依規執行代為沖銷致產生虧損者，無法歸責於期貨經紀商。期貨市場多變又與現貨市場變化息息相關，倘無此制度設計，期貨經紀商承受過大風險過大，倒致發生倒閉、破產情事，造成系統性風險，進而影響期貨市場安全及國家整體金融市場之穩定。故代為沖銷在觸及一定條件時，勢必要執行，為後續能順利辦理交割作業，避免違約情事發生。

二、期貨經紀商執行代為沖銷屬公法性質要求，期貨經紀商依規執行與是否已盡善良管理人義務無涉

對於代為沖銷之法律性質，學者見解有認為係屬權利說、義務說、甚或是折衷說，但這些都是站在期貨經紀商與期貨交易所間所簽訂之委任契約係屬私法契約的前提下才成立的，然雙方所簽訂之受託契約包含主管機關、期交所之相關規範，雙方約定之相關權利義務事項並非基於契約自由原則所訂定，期貨交易人無法要求期貨經紀商變更受託契約內容。代為沖銷係期貨經紀商履行主管機關要求執行的義務，若未配合辦理，主管機關將依期貨交易法予以處分，故代為沖銷為期貨經紀商應盡之義務，與一般民事有償契約所衍生之善良管理人義務不同。

三、代為沖銷有利期貨經紀商，可能有損期貨交易人利益，不得以代為沖銷的結果判定期貨經紀商是否盡善良管理人義務

代為沖銷係期貨經紀商為避免期貨交易人權益數不足承擔，以致

後續無法辦理期貨交割作業所採取的措施，故期貨經紀商執行代為沖銷，可使自身免於交割風險，同時對期貨結算所負責，可以說係有利於期貨經紀商。但代為沖銷對期貨交易人之結果有利或不利？在現行期貨市場每秒搓合 48000 筆的高速交易狀態下，期貨經紀商無法預測或掌握處分時期貨價格之優劣，亦無把握當下執行代為沖銷究竟是會有利得或者會有虧損，尚無法判斷沖銷後對期貨交易人有利或不利。若改由期貨交易人自行平倉，其亦難將所持部位處分在最佳價格，所以無法以代為沖銷後所得之損益結果論斷期貨經紀商是否已盡善良管理人責任。

四、期貨經紀商因期貨交易人之保證金不足而執行代為沖銷前之通知，方為善良管理注意義務之範疇

依前所述，期貨經紀商執行代為沖銷之法律規定並無裁量空間，執行之結果對期貨交易人有利或不利亦無從預見，當執行結果造成交易人損害時，雙方之責任應如何釐清，則應回歸期貨交易契約中檢視善良管理人注意義務。依前所歸納司法實務判決所認定之善良管理人注意義務，乃指有一般具有相當知識經驗且勤勉負責之人，在相同之情況下是否能預見並避免或防止損害結果之發生為準，如行為人不為謹慎理性之人在相同情況下，所應為之行為，即構成注意義務之違反而有過失，其注意之程度應視行為人之職業性質、社會交易習慣及法令規定等情形而定。且參酌連動債案件之司法判決，法院亦肯認金融商品之銷售業者已將投資金融商品之性質、基本風險高低、配息率、獲利率及保本與否等一般投資人最關注事項，告知投資人，當認投資人已被告知充分之資訊。投資人在被告知充分資訊之前提下，對於健全之自我意識所為之意思表示結果應負起結果責任，如此始符合資訊化社會之特性及金額商品交易之特性，故投資人自應就其中途回贖時需承擔之風險，負起結果責任。

因保證金制度為期貨市場基本之安全防護機制，且為交易人開戶時即知曉之市場遊戲規則，故期貨商須每日結算客戶之保證金是否維持在一定

水準，倘有不足將立刻對客戶發出追繳通知，此通知將成為後續是否執行代為沖銷之重要前置作業，似可認為當客戶保證金不足時，後續將可預見損害結果之發生，故期貨經紀商之通知作為可視為，期貨經紀商為具有相當知識經驗且勤勉負責之人，其通知之作為將能避免或防止損害結果之發生，故其已通知交易人於時限內補足保證金，即可謂已盡善良管理人之注意義務。

第五章 結論

期貨市場為高風險、高槓桿市場，國際經濟情勢多變且相互影響，代為沖銷使期貨經紀商及期貨交易人間產生對立的立場。由於期貨經紀商對於期貨交易人帳戶風險管理作業係採取整戶風險控管原則，當發生期貨經紀商依規強制代為沖銷時，期貨經紀商無從區別應處理或不處理之部位，期貨經紀商僅能選擇將期貨交易人所持部位全部沖銷，也因此引發外界對於代為沖銷的合理性及適當性提出質疑，尤其是代為沖銷結果為虧損時。期貨經紀商之所以代為沖銷，係源自於風險指標已低於受託契約規定，期貨交易人之保證金未及時補足或未自行平倉，期貨交易人自應接受期貨經紀商代為沖銷的結果。

為釐清期貨經紀商執行代為沖銷對整個期貨市場制度的意義，及期貨經紀商執行代為沖銷是否為已盡善良管理人之注意義務，擬將代為沖銷區分為「是否執行」及「執行結果」檢視，並獲得以下結論：

一、期貨經紀商執行代為沖銷為強制之公法上義務

代為沖銷目的在於保護期交所、期貨商免於違約交割風險，自其立法目的推估，只論是否執行代為沖銷，而不論代為沖銷之損益結果。期貨經紀商是否執行代為沖銷，係依期交所及受託契約規定，期貨經紀商於期貨交易人帳戶淨值低於一定標準時，「應」代為沖銷期貨交易人持有的整體部位，且觀察主管機關對未執行代為沖銷之期貨經紀商進行裁處之案例，在符合要件的當下，期貨經紀商勢必要執行代為沖銷，並無權利選擇先觀察行情變化再判斷決定是否執行之裁量空間，故代為沖銷屬強制性規定。此從高院 99 年度上易字第 746 號判決內容「為控制風險，期貨交易遂有隨時計算保證金是否足夠之規定，此為期貨交易之特性」，及「維持保證金即為委託人之義務，其維持之方式即透過受託人通知繳交保證金及保留代為沖銷之權利始得順利運作，確保契約雙方之權利，降低風險所帶來之損失。」可以觀之。

另觀察期貨經紀商與期貨交易人間之受託契約中，多屬主管機關為維持市場秩序所規範事項，亦包括代為沖銷規定，可見該等契約之內容並非基於契約自由原則所定，締約雙方無法任意變更契約之相關權利義務事項，究本質係屬官方版的定型化契約，據此可推斷代為沖銷為期貨經紀商公法上義務。

二、代為沖銷為期貨經紀商執行公法上之義務與善良管理人注意無涉

期貨經紀商為金融服務業，主管機關為維持期貨交易市場之健全，定有相關應遵循規定，並由業者將相關規定納入公司內部控制制度中。期貨經紀商對於主管機關所規範之事項或是期貨交易所訂定之市場遊戲規則均負遵守之義務與責任，代為沖銷即為主管機關為維持期貨市場穩定、避免發生違約交割風險，所賦予期貨經紀商之應遵循事項，故代為沖銷為期貨經紀商應盡之法定義務，與一般民事有償契約所衍生之善良管理人義務不同。

三、代為沖銷與期貨經紀商之善良管理人義務無涉，期貨交易人應自行承擔結果

依據司法實務見解，代為沖銷措施屬於有效之控制投資風險手段，對於期貨經紀商依據受託契約而採取之代為沖銷措施，不得以其結果論斷期貨經紀商利弊。代為沖銷既為強制性法定義務，一旦期貨交易人帳戶達應執行代為沖銷標準時，期貨經紀商即應執行代為沖銷，以降低不必要風險，惟在執行代為沖銷當下，因現行期貨撮合為高速交易系統，且國際經濟情勢變化快速，期貨經紀商無法確定代為沖銷結果一定有利於期貨交易人，且由期貨交易人自行處理也不一定能滿意的沖銷結果，故難以代為沖銷之虧損結果回頭論斷期貨經紀商是否已盡善良管理人注意義務。台北地院 100 年度重訴字第 1014 號對期貨契約代為沖銷，判決「自不得以事後結果推論強制平倉之時點正確與否」，及高院 99 年度上易字第 746 號對選擇權組合交易予以

拆解代為沖銷，判決「不得以其強制平倉之結果論斷其利弊」等亦採相同見解。

代為沖銷為期貨交易人進入期貨市場之前已知之遊戲規則，且在契約中已明定期貨經紀商代為沖銷為法定義務，其虧損由期貨交易人負擔，自無就代為沖銷損益結果負善良管理人注意義務之責，當然無須賠償代為沖銷所可能產生之虧損。又代為沖銷發生係肇因於保證金不足，若期貨交易人未能及時回補，自應接受期貨經紀商依法執行代為沖銷之結果。

四、降低代為沖銷造成當事人不利影響之手段

(一)提高期貨交易保證金成數，降低代為沖銷機率

為使期貨市場順利運作，已採行預繳保證金制度、每日結算加以盤中或盤後監控期貨交易人帳戶狀況，一旦當期貨交易保證金不足時，期貨交易人通常難以在短時間補足或自行平倉，應可考量提高保證金成數或是對保金成數採機動管理，即保證金成數會隨著行情漲跌而有不同要求，在發生代為沖銷狀況前，先讓期貨交易人有機會將保證金補足至一定水位，以減少代為沖銷的風險。

(二)檢討代為沖銷，避免人為判斷

現行代為沖銷由各家期貨經紀商自行執行，僅規定應執行代為沖銷標準，其他則回歸各期貨經紀商內部規範辦理，以致發生有客戶質疑不同期貨經紀商為何代為沖銷結果顯著不同，甚至同一客戶，在不同期貨經紀商持有部位相似，但代為沖銷結果亦卻不同之反映。為解決代為沖銷爭議，或可採取以下措施：

- 1.統一由期貨結算所代為沖銷，以杜每家期貨經紀商沖銷結果不同之爭議

代為沖銷主要意旨在於確保期貨結算交割得以完成，是有利

於期貨結算所所設計之機制，是以若由負最終結算責任之期貨結算所負責執行代為沖銷，不但能免於個別期貨經紀商之代為沖銷結果不同，對於所有期貨經紀商或是期貨交易人而言，整個代為沖銷程序將更透明、合理。

2.一律採電腦代為沖銷，避免人為判斷

由於各期貨經紀商規模大小不一，每家期貨經紀商執行代為沖銷或由電腦或由專業人員負責，但每專業人員對行情判斷不一，經驗、素質亦不盡相同，由各期貨經紀商一律採電腦代為沖銷，可避免人為沖銷之判斷不一，甚而減少期貨交易人質疑有未公平對待所有客戶之疑慮。

3.是否代為沖銷回歸期貨經紀商與期貨交易人間之契約自主約定

比照國外作法，是否代為沖銷回歸期貨經紀商與客戶間之契約自主約定，由期貨經紀商依期貨交易人狀況，訂定最低保證金要求或提徵相關保證品，抑是當客戶保證金不足時，即由期貨經紀商先行代墊，假性提高期貨交易保證金水位，降低達到代為沖銷可能發生機率。

(三)加強期貨交易人風險宣導，提升風險意識

我國期貨市場參與者以自然人為大宗，不若國外期貨市場以法人為主，由於期貨交易保證金成數低，吸引不少自然人投入期貨市場，但因保證金控管不當，可能導致所持部位須被代為沖銷而致產生損失，因此可對自然人期貨交易人加強期貨交易風險觀念之宣導，以提升自我風險意識。

參考文獻

一、中文文獻

- 中華民國期貨業商業同業公會(2004)，「期貨名詞解釋：保證金(Margin)」，中華民國期貨業商業同業公會，網址：<https://www.futures.org.tw/ViewInfo.asp?id=182>。2019/4/10。
- 中華民國期貨業商業同業公會(2013)，「公會動態瀏覽」，中華民國期貨業商業同業公會，網址：<https://www.futures.org.tw/NewsInfo.asp?id=359>。2019/4/30。
- 吳家聲(1998)，「我國證券管理政策回顧與展望」，證交資料，439期，頁1。
- 李存修、葉銀華(2014)，台灣資本市場之發展，台北：台灣金融研訓院，頁7-27。
- 沈婉玉(2018)，「期交稅率 明年起永久減半」，聯合新聞網，網址：<https://udn.com/news/story/11316/3503592>。2019/4/30
- 林志超(2004)，「論期貨商之風險管理」，證券暨期貨月刊，22卷3期，頁24。
- 林誠二(2002)，民法債編各論（中），台北：瑞興，第282-285頁。
- 林蒼祥、段昌文(2010)，台灣期貨市場保證金預繳制度的檢討，中華民國期貨業商業同業公會委託研究計畫案，網址：http://www.futures.org.tw/UploadFile/researchreport/20100224_23.pdf。2019/4/15。
- 邱秋芳(1992)，證券信用交易法律問題之研究，政治大學法律研究所碩士論文，第2、49頁。
- 金融監督管理委員會證券期貨局(2012)，金管證期罰字第1010006194號裁處書，2012年3月9日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201203160003&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。
- 金融監督管理委員會證券期貨局(2013)，金管證期罰字第1020015495號裁處書，2013年6月10日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201306140001&aplistdn=ou=data,o

u=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/11。

金融監督管理委員會證券期貨局(2015)，金管證期罰字第 1040003820 號裁處書，2015 年 3 月 26 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessage_view.jsp&dataserno=201503300001&toolsflag=Y&dtable=Penalty。2019/4/12。

金融監督管理委員會證券期貨局(2016)，金管證期罰字第 1050042570 號裁處書，2016 年 11 月 18 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201611210001&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。

金融監督管理委員會證券期貨局(2017)，金管證期罰字第 1060026359 號裁處書，2017 年 7 月 26 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201707260001&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。

金融監督管理委員會證券期貨局(2017)，金管證期罰字第 1060027089 號裁處書，2017 年 8 月 29 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201708290002&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。

金融監督管理委員會證券期貨局(2017)，金管證期罰字第 1060035427 號裁處書，2017 年 9 月 6 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201709110001&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/12。

金融監督管理委員會證券期貨局(2018)，金管證期罰字第 1070334363 號裁處書，2018 年 10 月 16 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201810170003&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=Penalty。2019/4/30。

金融監督管理委員會證券期貨局(2018)，金管證期罰字第 1070335336 號裁處書，2018 年 11 月 29 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201810170003&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtabl e=Penalty。2019/4/30。

金融監督管理委員會證券期貨局(2018)，金管證期罰字第 1070339301 號裁處書，2018 年 12 月 11 日，金融監督管理委員會證券期貨局，網址：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=104&parentpath=0,2,102&mcustomize=multimessages_view.jsp&dataserno=201812120002&aplistdn=ou=data,ou=penalty,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtabl e=Penalty。2019/4/30。

柯文俊(1993)，期貨交易學：入門基礎知識，台北：時報文化，頁 17。

胡仕煒(2017)，「強行平倉法律性質研究」，渭南師範學院學報，2017 年 11 期，頁 16-21。

香港證券及期貨事務監察委員會(2010)，「證監會譴責恒豐及其負責人員並罰款共 250 萬元 指恒豐處理內地客戶帳戶時出現內部監控不足」，香港證券及期貨事務監察委員會，網址：<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=10PR66>。2019/4/11。

香港證券及期貨事務監察委員會(2017)，有關零售期貨經紀行的實況調查報告，香港證券及期貨事務監察委員會，頁 2，網址：https://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/Reports/Report%20on%20fact%20finding%20exercise%20on%20futures%20broker_27%20Apr_2017_Chi.pdf。

涂秋玲(2011)，「我國期貨市場之建置」，證券暨期貨月刊，第 29 卷第 11 期，頁 45。

張進德(2018)，證券交易法(二版)，台北：元照出版，頁 543。

張傳章(2017)，期貨與選擇權，台北：雙葉書廊，頁 12。

許靜文、梁任瑋(2012)，「『杜總輝條款』重寫期貨交易遊戲規則」，今週刊，2012 年 6 月 14 日，網址：<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80392/post/201206140036/%E3%80%8C%E6%9D%9C%E7%B8%BD%E8%BC%9D%E6%A2%9D%E6%AC%BE%E3%80%8D%E9%87%8D%E5%AF%AB%E6%9C%9F%E8%B2%A8%E4%BA%A4%E6%98%93%E9%81%8A%E6%88%B2%E8%A6%8F%E5%89%87>。2019/4/10。

郭土木(1998)，論期貨交易參與者之民刑事責任，政治大學，博士論文，第 17-18、93 頁。

- 郭土木(2017)，期貨交易管理法規(增修再版)，台北：三民，頁 4-5。
- 陳仲興(2018)，「【期貨大屠殺】玩死期貨大戶 0206 期貨違約金 13 億破紀錄」，鏡周刊，2018 年 2 月 28 日，網址：<https://www.mirrormedia.mg/story/20180226fin013/>。2019/4/10。
- 彭真明(1999)，「論期貨保證金的法律性質」，黃岡職業技術學院學報，1999：2 期，頁 7-11。
- 詹益青(2013)，「中華民國期貨業商業同業公會『期貨商交易及風險控管機制專案』內容說明」，證券暨期貨月刊，第 31 卷第 4 期，頁 25。
- 廖大穎(2011)，證券市場與投資人保護之法理，台北：新學林，頁 401。
- 臺灣期貨交易所(2009)，韓國期貨市場豁免預繳保證金考察紀要，臺灣期貨交易所出國訪查報告。
- 趙蕙璇(2005)，現行臺灣期貨結算保證金制度合理性之綜合研究，樹德科技大學金融保險研究所碩士論文，頁 90。
- 齊瑞甄、莊淇鈞(2018)，「期權屠殺 婦瞬賠 5 千萬 上千投資人虧 40 億 自救會陳情爆衝突」，蘋果新聞網，2018 年 9 月 8 日，刊登網址：<https://tw.appledaily.com/headline/daily/20180908/38120257/>。2019/4/10。
- 劉純斌(2013)，「近期強化期貨市場風險控管機制簡介」，證券暨期貨月刊，第 31 卷第 4 期，頁 6。
- 劉敏(2002)，「強制平倉的法律屬性及其條件探討」，法律適用(國家法官學院學報)，第 11 期。
- 劉德明(2002)，組合式風險評量保證金系統與 TAIFEX 保證金之比較分析，台灣證券集中保管公司委託專題研究，頁 54。
- 蔡惠如(1995)，期貨經紀商與客戶間法律關係之研究，政治大學法律研究所碩士論文，頁 27。
- 蕭文康(2018)，「期貨大屠殺事件 期貨公會：避免衝擊市場正常運作」，蘋果新聞網，2018 年 3 月 30 日，網址：<https://tw.appledaily.com/new/realtime/20180330/1325581/>。2019/4/10。
- 謝美惠(2012)，「『代為沖銷』作業之介紹」，期貨人，42 期，頁 30。
- 鐘維(2017)，「期貨強行平倉的法律屬性及規則解釋」，河南財經政法大學學報，2017 年 6 期，頁 128-135。

二、英文文獻

- Bernanke, B.(1990), “Clearing and Settlement During the Crash” , Review of Financial Studies, Vol. 3, pp.133-151.
- Flanklin, R. Edwards(1993), “Taxing Transaction In Future Market: Objective and Effects”, Journal of Financial Service Research, Vol. 7, pp75-91.
- Hunter, W. C.(1986), “Rational Margins on Futures Contracts: Initial Margins” , Review of Research in Futures Markets, Vol. 5, No. 1, pp. 160-173.
- Telser L.(1981), “Margings and Futures Contracts” , Journals of Futures Markets, Vol. 1, pp. 225-253.