

最高法院民事判決

114年度台上字第94號

上訴人 陳錦峰

訴訟代理人 洪珮琪律師

黃立坪律師

上訴人 張志營

陳沛

上二人共同

訴訟代理人 劉彥廷律師

被上訴人 華南永昌綜合證券股份有限公司

法定代理人 黃進明

訴訟代理人 杜偉成律師

湯東穎律師

陳以晨律師

上列當事人間請求損害賠償事件，上訴人對於中華民國113年8月22日智慧財產及商業法院第二審判決（111年度商訴字第6號），提起上訴，本院判決如下：

主 文

原判決除假執行部分外廢棄，發回智慧財產及商業法院。

理 由

一、被上訴人主張：

(一)伊公司係經主管機關許可發給證照之證券商，並發行以臺灣證券交易所股份有限公司（下稱證交所）發行量加權股價指數（下稱加權指數）為連結標的之認購（售）權證在集中市場掛牌交易，向買受該權證之投資人收取權利金。伊公司為確保權證交易風險曝險額維持在可承受範圍內，制定「華南永昌綜合證券市場風險管理政策」（下稱風管政策）、「華南永昌綜合證券股份有限公司認購（售）權證風險管理注意事項」（下稱權證風管注意事項）、「華南永昌綜合證券股份有限公

01 司權證業務注意事項」(下稱權證業務注意事項，與風管政
02 策、權證風管注意事項合稱風管規範)，並區分風險因子敏
03 感度參數限額(下稱Greeks限額，包含Delta、Gamma、Vega
04 限額)、停損限額、風險值限額、壓力限額(下合稱風險限
05 額)，就市場變動風險採取限額管理方式，作為權證交易人
06 員從事權證交易時應遵守之規定。上訴人陳錦峰、張志營、
07 陳沛原分別擔任伊公司總經理、金融商品部(下稱金商部)
08 資深協理及業務協理，負責權證交易與避險操作，應於上開
09 規定授權範圍內從事權證交易。

10 (二)詎上訴人於民國109年2月至3月受伊公司委任從事同年3月18
11 日、4月15日、5月20日及6月17日到期之加權指數認售權證
12 (下稱系爭權證)交易時，知悉加權指數下跌，超出風險限
13 額，未遵照風管規範進行避險，復反向減少避險部位及出售
14 系爭權證，違反善良管理人注意義務，並違反證券商管理規
15 則第2條第2項及證券商負責人與業務人員管理規則第18條第
16 3項等保護他人之法律，且係故意以背於善良風俗之方法加
17 損害於他人，致伊公司僅能不計代價買入條件相同之選擇權
18 以避險，受有至少新臺幣(下同)48億8496萬964元之損
19 害，應負不真正連帶賠償責任等情。爰擇一依公司法第23條
20 第1項、第34條、民法第184條第1項後段、第2項、第185
21 條、第544條、第226條、第227條規定，先一部請求，求為
22 命上訴人分別給付1億元，及均自起訴狀繕本送達翌日起加
23 付法定遲延利息，且其中任1人為給付時，他人於給付範圍
24 內，同免責任之判決。

25 二、上訴人抗辯：

26 (一)共同部分：

27 1.被上訴人所轄風險管理部(下稱風管部)為風險管理執行單
28 位，於系爭權證發生風險超限時，應督促金商部採取改正措
29 施，並追蹤後續處理。伊等於接獲風管部通知超限時，均依
30 風管規範採取因應措施，並無違反注意義務、善良風俗或保
31 護他人之法律。

01 2.系爭權證交易發生虧損，肇因109年3月發生全球股災後，被
02 上訴人之董事長召集會議決議大量買進臺指選擇權，鎖死同
03 年6月到期之權證風險，且未隨加權指數回升動態調節避險
04 部位所致，與伊等無關。縱認伊等應負賠償責任，被上訴人
05 未管控系爭權證發行量致後續避險困難、未建立健全有效之
06 發行與風險管理制度、風管政策未明確規範超限及重大風險
07 處理與呈報程序，風管部亦未就伊等所為系爭權證交易處理
08 措施提出質疑或表明應完全避險，被上訴人復無視加權指數
09 於系爭權證到期日前已大幅回升，持續以完全避險方式鎖定
10 損益，就損害之發生及擴大亦與有過失。

11 (二)陳錦峰另以：伊就系爭權證Vega、Gamma超限逾5日者均要求
12 金商部提出報告敘明後續因應措施，並經風管部確認合規，
13 已善盡督導責任；系爭權證發行量龐大，多數距到期日尚
14 遠，風險尚屬可控，亦無完全避險必要；伊於總經理任期所
15 為系爭權證交易並未致被上訴人受有損害。

16 (三)張志營、陳沛（合稱張志營2人）另以：系爭權證Greeks限
17 額超限肇因新冠肺炎疫情造成金融市場波動，伊2人於收到
18 風險檢核單後，即依風管部要求改善，就系爭權證交易單一
19 標的或整體部位之Delta權限未有連續5日超限情事，就整體
20 部位之Vega及單一標的之Gamma權限超限部分，則依風管政
21 策規定簽請暫緩執行Vega風險限額調整至109年3月底，及請
22 求延長調節Gamma避險交易權限至同年6月17日等措施，並提
23 出Greeks超限報告，經風管部及總經理陳錦峰准許，亦無大
24 量出售系爭權證及降低避險部位，並未違反一般投資判斷常
25 情。

26 (四)張志營又以：伊與被上訴人係僱傭關係，且於109年2月20
27 日、同年3月13日至4月12日請假期間之系爭權證交易與避險
28 操作與伊無涉，被上訴人全公司之停損限額通知，亦非金商
29 部得以因應控制。

30 三、原審命上訴人各給付被上訴人1億元本息，如1人為給付，他
31 人於該給付範圍內同免責任，理由如下：

01 (一)被上訴人之章程第27條規定得置總經理1人、協理若干人等
02 經理人，陳錦峰、張志營、陳沛經被上訴人董事會同意依序
03 委任為總經理、金商部資深協理及業務協理，陳錦峰綜理被
04 上訴人全公司業務，張志營2人在被上訴人授權之限額範圍
05 內，各得決定處理系爭權證交易與避險操作，非僅係單純服
06 勞務，上訴人分別與被上訴人成立委任關係，並應遵守被上
07 訴人制定之風管規範。

08 (二)上訴人於109年2月3日至同年3月17日執行系爭權證交易，經
09 被上訴人先後調整如原判決附表（下稱附表）2所示風險限
10 額後，於109年2月至3月間分別有如附表1「Greeks限額超限
11 情形」欄、附表3所示停損限額及附表5所示風險值限額超過
12 交易員及部門主管權限情事，經風管部發送如附表1「風管
13 部處理方式」及「風險值限額、停損限額、壓力限額超限情
14 形」欄所示文件通知金商部改善。張志營2人就Greeks限額
15 超限部分，採取逐步調整至權限內或簽呈總經理陳錦峰核准
16 暫緩執行Vega限額強制調整至109年3月底，及延長權證風管
17 注意事項第4條第11款所定調整期間至109年6月17日等措施
18 （下合稱甲措施），未能依權證風管注意事項第4條第11款
19 規定於5個交易日內自行改善，亦未強制調整至符合權限；
20 就停損限額超限情事，未依風管政策第8條第1項第5款規定
21 採取部位平倉（即買回賣出之權證）或完全避險（即買入條
22 件相同之避險產品，沖銷Delta、Gamma及Vega風險，使之呈
23 風險中立之狀態）之措施，而採取「暫時停止發行加權指數
24 權證，並採取消極之造市策略，以減少加權指數權證之散
25 出」、「於適當之時機維護價格之合理區間」，及「規劃分
26 批買進加權指數選擇權，以降低風險」、「以最消極的報價
27 方式，減少加權指數後續之散出」等措施（下合稱乙措
28 施）；就風險值限額超限部分，採取「風險上持續依市況買
29 進臺指選擇作風險沖銷。市價偏離上，持續增額並視市況維
30 護價格合理性，以避免不合理的帳面虧損發生」，或「未來
31 將採取消極之造市策略，以減緩散出的速度」等措施（下合

01 稱丙措施)，嗣被上訴人提高風險值限額後，金商部及被上
02 訴人全公司之日風險值限額仍有超限情形。上訴人未採取進
03 一步風險抵減措施，反而增加系爭權證在外流通張數及大幅
04 降低避險選擇權口數，且系爭權證於109年3月之市場風險主
05 要係Gamma限額超限，依權證業務注意事項第3條第2項規
06 定，應購入選擇權商品進行避險，張志營2人改以增加期貨
07 方式避險，僅能沖銷Delta風險，無法有效降低市場風險曝
08 險程度，遲於同年月17日起始有大量Gamma沖銷避險措施。
09 系爭權證交易超限情狀於張志營請假前即已存在，並應由金
10 商部執行系爭權證交易風險管控與避險，非風管部可得介
11 入，難認風管部有權核准並控管系爭權證交易之市場風險。
12 陳錦峰復未督促張志營2人依風管規範辦理，堪認上訴人因
13 應上開限額超限所採取之措施，分別違反權證風管注意事項
14 第4條第11項、風管政策第8條第1項第5款、第10條第5項規
15 定，而有過失。

16 (三)陳錦峰預期系爭權證交易壓力限額將超限時，依風管政策第
17 10條第5項規定，應督導金商部申請提高臨時性限額或採取
18 風險抵減措施，於壓力限額超限時，更應採取風險抵減措施
19 以避免超限之產生。張志營2人從事系爭權證交易逾原設定
20 之全公司壓力限額損失後，風管部旋於109年3月10日發出壓
21 力測試限額通知，經陳錦峰簽核，堪認陳錦峰知悉系爭權證
22 交易與避險操作已逾被上訴人控管之壓力限額，卻未督導張
23 志營2人依上開規定採取風險抵減措施以避免超限之產生，
24 顯未盡善良管理人注意義務而有過失。

25 (四)系爭權證之投資人係「看跌」證交所加權指數，109年2至3
26 月間因新冠肺炎疫情造成金融市場動盪，證交所加權指數呈
27 走跌趨勢，系爭權證及相關避險產品價格持續上揚，上訴人
28 從事系爭權證交易與避險操作，遲延採取完全避險措施，致
29 被上訴人須以更昂貴價格買入避險產品而受有損害。被上訴
30 人為求即時降低曝險，於短期內大量買入臺指選擇權沖銷風
31 險，核屬必要，且不受訴外人臺灣期貨交易所股份有限公司

01 規定被上訴人持有臺指選擇權口數之限制。被上訴人自109
02 年3月12日起買入臺指選擇權之支出，與上訴人本應於同年
03 月2日停損限額超限時買入臺指選擇權避險之成本差額，即
04 為被上訴人因上訴人遲延採取完全避險措施所致之損害。經
05 以被上訴人109年3月2日權證管理日報表每檔選擇權欄所
06 載，核算支出避險成本為54億1456萬317元，扣除上訴人如
07 於該日買入臺指選擇權計算避險支出成本5億1824萬2975
08 元，則被上訴人因上訴人遲延採取完全避險措施所致之損害
09 應為48億9631萬7342元，並與上訴人責任原因事實間具有相
10 當因果關係。

11 (五)金融監督管理委員會（下稱金管會）對被上訴人裁罰之理
12 由，概為指摘其現行制度規範不足之缺失，核與上訴人違反
13 既有之風管規範係屬二事；至金管會以風管部主管未盡其監
14 督管理責任對其裁罰，則為風管部主管對系爭權證交易與避
15 險操作之損失應否負責之別一問題。且系爭權證交易風險超
16 限之管控與避險，係由金商部執行，風管部僅有調取內部資
17 料、核發風險檢核單、追蹤風險超限後續處置及得就內部特
18 定事項爭議予以解釋等權限，縱風管部未曾質疑上訴人所採
19 因應措施，或向其等表明應為完全避險，核為風管部人員是
20 否善盡職責問題，仍無從解免上訴人從事系爭權證交易與避
21 險操作應遵循風管規範之義務。被上訴人因上訴人遲延採取
22 完全避險措施所受之損害已然發生，不受被上訴人事後是否
23 調整原買進臺指選擇權之影響，縱被上訴人得於加權指數大
24 幅回升時調整原買進之臺指選擇權以減少損失，係屬被上訴
25 人於損害發生後之另一行為，亦與上訴人所致生之損害無
26 涉，難認被上訴人就損害之發生或擴大與有過失。

27 (六)從而，被上訴人依民法第544條規定及不真正連帶法律關
28 係，請求上訴人各給付1億元本息，如1人為給付，他人於該
29 給付範圍內同免責任，為有理由，應予准許。

30 四、本院廢棄原判決之理由：

01 (一)接受任人處理委任事務，應依委任人之指示，其受有報酬
02 者，應以善良管理人之注意為之。是以受任人受委任處理事
03 務，自應依委任之本旨，即依委任之目的與所處理事務之性
04 質，為最合理之處理。從而，受任人認為委任人之指示不當
05 者，得請求委任人變更；如有急迫之情事，並可推定委任人
06 若知有此情事亦允許變更其指示者，亦得變更委任人之指
07 示，以保護委任人之利益。此觀民法第535條、第536條規定
08 即明。原審雖認上訴人處理系爭權證避險事務未遵循風管規
09 範辦理而有過失。惟觀諸被上訴人108年12月風險管理委員
10 會會議紀錄、風管部員工林威仰分別於109年3月2日及4日寄
11 給陳沛之電子郵件（見商調字卷347頁、原審原告卷(一)255
12 頁、卷(五)331、343頁），似見被上訴人面臨Greeks超限時，
13 未必強制金商部於5個交易日內自行改善或調整至符合權
14 限，可以酌情採取限額流用或諸如甲措施之變通方式。又權
15 證價值包含內在價值（權證持有人行權時所能獲得之收益）
16 及時間價值（權證有效期內標的資產價格波動為權證持有人
17 帶來收益可能性所隱含之價值）；權證投資最大特色在於投
18 資人期望用時間換取連結標的波動所帶來之利潤，當權證到
19 期時，沒有行權價值之權證將被註銷，權證持有人即無任何
20 收益。而109年2、3月間因新冠肺炎疫情發生，造成金融市
21 場波動加劇，上訴人就停損限額超限係採乙措施，就風險值
22 限額超限則採丙措施，均為原審認定之事實。張志營2人於
23 風管部於109年3月間發出認購（售）權證風險檢核單後，研
24 判系爭權證多於同年6月17日到期，系爭權證市場價格偏離
25 風險不會無限延續，屆時大多數價格偏離將會歸0，並分析
26 當前可降低風險之臺指選擇權價格昂貴，不適宜買進鎖定風
27 險，故採取上開措施，有109年3月3日、10日、13日、16日
28 停損限額通知可稽（見商調字卷163至166頁）；陳沛亦辯
29 稱：當時若持續持有選擇權會受傷，所以改成放空期貨，讓
30 期貨下跌賺的錢可以cover權證的損失，這是當時決策之目
31 的等語（見原審本院卷362頁）；參諸風管部109年3月10日

01 壓力測試限額通知所載，似見當時市場避險買盤升溫，以致
02 加權指數認售權證賣出部位市值與流通在外張數增加，且因
03 市場波動已大幅上升，若強制買入期指選擇權部位，可能造
04 成避險成本的損失，金商部已申請暫緩執行相關風險限額強
05 制調整，於此期間保有交易靈活度，不致因為強制調整風險
06 限額而造成損失（見商調字卷168頁），及被上訴人109年3
07 月13日權證事件擬採因應對策會議（下稱因應對策會議）仍
08 指示金商部以期貨空單為避險工具（見原審原告卷(-)327至3
09 40頁）。對照被上訴人提出系爭權證109年損益計算總表、
10 卷附大盤指數走勢圖所示結果（分見商調字卷171頁、原審
11 被告陳錦峰卷258頁），似亦無不合。倘若為真，上訴人抗
12 辯：系爭權證避險工具不以選擇權為限，金商部透過臺股期
13 貨避險同樣可達規避風險結果等語（見原審本院卷296、301
14 頁、原審被告陳錦峰卷129至130、265頁），是否全無可
15 採，非無研求之餘地。乃原審未遑審酌權證交易之特性，並
16 說明上開事證何以不足為有利於上訴人認定之依憑，復未究
17 明當時新冠肺炎疫情發生，造成金融市場波動加劇，上訴人
18 未依風管規範處理權證避險事務，有無民法第536條規定之
19 適用，徒以上訴人違反風管規範，遽認其未盡善良管理人注
20 意，尚嫌速斷。

21 (二)又損害乃指財產法益或其他法益所受之不利益，被害人之財
22 產受有損害時，其損害之範圍應就侵害事故發生前、後財產
23 之價值狀態，綜合衡量比較，以定其財產法益所受不利益之
24 數額。原審既認被上訴人因上訴人遲延採取完全避險措施所
25 受損害，係被上訴人為沖銷風險於109年3月12日起買入臺指
26 選擇權之支出（實際成本），與上訴人本應於同年月2日停
27 損限額超限時買入臺指選擇權避險所生成本（想定成本）之
28 差額。但在算定其損害額時，則係以109年3月2日權證管理
29 日報表「權證到期前1日對應的TX0避險成本（不包含先前已
30 實現部位）」欄所示（參原審原告卷(六)65頁光碟資料），核
31 算實際成本為54億1456萬317元，並以上訴人如於該日買入

01 臺指選擇權計算支出避險金額應為5億1824萬2975元（想定
02 成本），因認兩者相減即為被上訴人因上訴人遲延採取完全
03 避險措施所受損害額48億9631萬7342元。就如何認定被上訴
04 人因上訴人債務不履行所生之損害，前後論列似有不一，已
05 有理由矛盾之虞，復未敘明評價該損害額時認定該想定成本
06 所依憑之證據及理由，逕為不利於上訴人之論斷，亦有可
07 議。

08 (三)損害賠償範圍應視債務人之行為與債權人所受損害間有無直
09 接、相當因果關係以定。被上訴人雖主張上訴人怠於自109
10 年3月2日起採取適當避險措施，未依規定執行部位平倉或完
11 全避險，導致其因發行系爭權證產生虧損。然被上訴人於10
12 9年3月17日至27日召開因應對策會議，多次決定持續增加選
13 擇權賣權鎖住流通在外權證1/2避險部位，並於同年月24日
14 轉成全部以選擇權避險，更採取「優先持續買進6月指數賣
15 權」之策略，及特定採「同天期到期之選擇權賣權部位」之
16 避險工具以鎖死風險，有各該會議紀錄可稽（見原審原告卷
17 (-)330至338頁）；被上訴人亦不否認：伊公司董事長於109
18 年3月17日下達指令不惜代價大量買入選擇權，要不計代價
19 力挽狂瀾等語（見原審本院卷222至223頁）；佐以被上訴人
20 提出之加權指數權證109年度損益計算總表及權證管理日
21 報，可知系爭權證僅109年3月18日到期之2檔權證為價內
22 （投資人選擇履約），需結算支付投資人價差，惟經金商部
23 轉嫁風險後，仍獲利23億餘元（見商調字卷171、173、175
24 頁），其餘權證於到期日均為價外（投資人選擇不履約），
25 價值為0（見商調字卷209頁），似見被上訴人未因金商部遲延
26 完全避險蒙受系爭權證之履約損失，反而是採取TX0臺指選
27 擇權避險到期損益均為虧損，致生本件損害。果爾，上訴人
28 抗辯：被上訴人大量買進選擇權避險成本因而產生避險交易
29 損失，與伊等遲延採取適當避險措施間無因果關係等語（見
30 原審本院卷255頁、原審被告陳錦峰卷257頁、原審被告陳沛
31 卷157頁、原審被告張志營卷145頁），是否全無足取，尚滋

01 疑義，亟需進一步釐清。究竟本件被上訴人損害結果之發生
02 是否具有多數原因事實存在？被上訴人董事長指示短期大量
03 買入市價臺指選擇權後，是否無視大盤指數於109年4月中旬
04 (系爭權證多數到期日前)已大幅回升(見原審被告陳錦峰卷2
05 58頁)，系爭權證發生履約損失之風險極低，對於價值與大
06 盤指數亦呈現反向連動之臺指選擇權避險部位，長達2個月
07 均未隨大盤指數之大幅回升而調節、減倉，任由臺指選擇權
08 於到期日價值歸0(見商調字卷209頁)，與上訴人遲延採取適
09 當避險措施，是否同為損害發生原因而具備共同因果關係
10 (單一原因事實雖不致發生損害，然多數原因事實相結合或
11 累積即足生損害)、聚合(競合)因果關係(個別原因事實
12 均足單獨發生損害)或擇一因果關係(僅其中單一原因事實
13 造成損害)，亦待進一步研求。原審未遑推闡明晰，逕以上
14 訴人怠於採取適當避險與被上訴人所受損害間有因果關係，
15 而為上訴人不利之判決，並有疏略。

16 (四)上訴論旨，指摘原判決違背法令，求予廢棄，非無理由。又
17 因本件事實尚待原審調查審認，即無就法律上爭議先行言詞
18 辯論之必要，附此敘明。

19 五、據上論結，本件上訴為有理由。依民事訴訟法第477條第1
20 項、第478條第2項，判決如主文。

21 中 華 民 國 114 年 4 月 16 日

22 最高法院民事第三庭

23 審判長法官 魏 大 曉

24 法官 李 瑜 娟

25 法官 林 玉 珮

26 法官 周 群 翔

27 法官 胡 宏 文

28 本件正本證明與原本無異

29 書 記 官 黃 鉉 淙

30 中 華 民 國 114 年 4 月 23 日