

論經營判斷法則於我國法下 適用之可能 ——以明基併購西門子手機部門一案為例

方 嘉 麟*

要 目

壹、概 論	參、明基併購西門子手機部門
一、經營判斷法則的完美案例—— 明基併購西門子手機部門	一、明基代工毛利走低凸顯品牌重 要性
二、對明基併購西門子手機部門一 案的省思	二、西門子手機部門營收萎縮虧損 日益嚴重
三、本文架構	三、明基大股東與董事會之組成
貳、李焜耀與明基發展	四、交易架構、主要內容與流程
一、李焜耀簡介	五、公開揭露之資訊與專家意見
二、明基發展史	六、對明基股價與營運表現的影響
(一)宏碁旗下的明基	肆、外國法與我國法就負責人注意義 務之比較
(二)明基徹底獨立於宏碁外自行發 展	一、我國法善良管理人注意義務之 初步簡介——以明基案為例
(三)明基併西門子手機部門	
(四)明基分割，品牌與代工分家	

* 政治大學法律學系教授，美國哥倫比亞大學法學博士。

投稿日期：一〇〇年十月七日；接受刊登日期：一〇〇年十二月十五日

責任校對：阮玉婷

二、美國法——注意義務與經營判斷法則	陸、結 論
(一)簡 介	一、經營判斷法則確實發揮屏障作用
(二)重大案例	二、經營判斷法則與風險承擔
(三)成文法範例	三、經營判斷法則與程序實體之別
(四)政策考量	四、注意義務與經營判斷法則的再檢視
三、我國法與美國法之比較——經營判斷法則之引入	(一)從明基西門子一案對商業判斷的省思
(一)我國實務見解	(二)注意義務的重新架構
(二)我國學者見解	附件一：明基公開揭露之資訊（節錄自二〇〇五年明基股東會年報）
(三)我國與美國法之比較	附件二：專家意見（節錄自二〇〇五年明基股東會年報）
伍、個案分析與注意義務之再檢視	
一、特定行為	
二、行為標準與判斷基準	
三、舉證責任	

摘 要

經營判斷法則鼓勵企業冒險以追求高額的利潤，為公司帶來更大的利益。然而，高利潤相對應者即是高風險，而高風險所呈現的即是公司經營者的決策判斷對公司可能衝擊極大，甚至造成市場系統性風險。於我國法制上是否引進商業判斷法則，學界論著甚豐，而目前實務似尚未肯認之。本文以臺灣所發生之案例，公司經營者為追求企業的轉型與外部成長，進行了以小併大、存在高度風險的併購行為——即明基併購西門子手機部門一案。該案可謂係為經營判斷法則所量身定作的經典案例，來探討經營判斷法則的內涵與運作。

美國法院採行經營判斷法則已久，本篇藉由文中所提及的五個美國經典個案事實及法院見解，與明基西門子一案比較分析，輔以我國學界與實務對於經營判斷法則的研析，探討在臺灣企業普遍具有交叉持股、金字塔型持股結構、對公司負責人究責制度尚未完妥、企業文化不同於美國等現象下，是否適宜引入經營判斷法則。

本文認我國目前暫不適宜引入經營判斷法則，同時亦重新審視企業經營者注意義務的架構設計。在我國既有民法委任關係的注意義務體系下，以明基併購西門子一案檢視商業決策迥異於民事案件的特點，配合外國法制之相關規範，提出注意義務的動態衡量標準，以及不同於民法責任全有或全無的思考，更為細緻化地去衡量公司負責人的商業判斷，期使未來企業經營者在追求高風險、高利潤下，承擔相對應的責任，注意義務在重新架構下也能更順利的適用於商事案件。

關鍵詞：經營判斷法則、注意義務、舉證責任、比例究責、利益衝突、善意、系統性風險

壹、概 論

一、經營判斷法則的完美案例——明基併購西門子手機部門

李焜耀公認是眼光獨到、全方位的專業管理人，他一次又一次迎接挑戰，把明基公司推向營收與獲利的高峰。但二〇〇五年併購西門子手機部門，短短十五個月賠掉一個資本額，股價一路下跌，普通股市值蒸發337億元。面對一個原本攻無不克、戰功彪炳的專業經理人，作了一個重大的錯誤決策，法律如何評價並處理無疑是極為棘手的問題，所涉及更是公司治理的核心設計，管理者的注意義務。美國法有所謂經營判斷法則，在該法則下，李焜耀與明基其他董事會成員（包括施振榮）應均無責任可言。經營判斷法則之所以賦予管理者幾乎無限大的裁量空間，有其背後的政策考量，而明基一案，似乎是彰顯這些政策理由的完美案例。

首先，經營判斷法則鼓勵承擔風險，認對創造財富有利。明基案因具小併大、虧轉盈、跨文化以及業務轉型四項特質，隱含高風險。併購若成功，明基自代工低毛利轉型為品牌高毛利，當然創造了極大財富，臺灣多了「BenQ」世界品牌，對整體經濟亦具提升效用。其次，股東可藉投資組合分散風險，故個別企業勇於冒險對股東而言是屬有利。李焜耀勇於挑戰，併購案前也常作出與別人「不一樣的抉擇」而事後證明慧眼獨具，則他在市場普遍不看好下推動併購案，就明基投資人而言，應非屬意外。而明基處於創業衝刺階段，追求高風險高報酬，對投資人也並非當然不利。第三，法院不應作事後諸葛，判斷錯誤可能性過高。明基一案複雜度高，涵蓋併購談判、實地查核、整合規劃以及風險控管等各層面，似亦屬法院不應介入判斷的典型案。最後，若無經營判斷法則，管理者承擔之風險過大，蓋薪酬與賠償金額無法相比。李焜耀本身是專業經理人，持股比率極低，倘因併購決策不當負擔鉅額賠償責任，似

亦與其於明基之獲利顯不相當。綜上所述，明基管理階層依經營判斷法則之理論，對併購造成的龐大虧損不用負責似屬當然之理。然而，問題癥結在法律規範是否應鼓勵承擔風險，而我國在目前又是否適宜引進經營判斷法則。倘不宜引入，商事案件的注意義務相對於一般民事案件有何不同，應如何作特別的架構設計。

二、對明基併購西門子手機部門一案的省思

明基案清楚顯示商業決策迥異於一般民事案件。第一，複雜度高，涉及層面極廣，管理者不可能親力親為、算無遺策；以及第二，個案歧異大難以建立精確、一致性標準。這兩點也是經營判斷法則給予管理者極大裁量空間的原因。惟經營判斷法則高度尊重管理者決策，使其勇於冒險的立場，在美國金融海嘯禍延全球後，即迭遭美國詬病。例如美國金融業者一窩蜂追逐高獲利，競相投入次貸及其他衍生性金融商品市場，對商品市場本身隱含的巨大風險幾達漠視地步。經營判斷法則鼓勵承擔風險的目標開始受到質疑。次就我國情況而言，由於市場、法制、組織以及企業文化各方面與美國均有不同，現階段亦不宜引入經營判斷法則。例如有學者即指出在市場未能有效監控管理者之前，法律賦予經營階層太大裁量權將惡化代理人成本問題，不利於投資人保障。最重要的，美國法由於創設經營判斷法則，趨於全有或全無，較難就注意義務為細緻的審酌與設計。

本文認注意義務應採動態衡量標準，隨企業內部治理良莠、資訊透明程度、所在業別不同以及管理者背景條件而異。相對於經營判斷法則目的在鼓勵冒險，動態標準在鼓勵企業採取更好的治理模式，以及反應市場對管理者能力的合理期待。同時，本文亦建議揚棄民法全有或全無的責任認定思維，採納特定設計以反應商業決策實際上是群策群力的團體產物，而法院亦不致陷入全有或全無的困

境，仍可藉由注意義務的檢視對管理者形成一定程度警惕。

三、本文架構

第壹篇為概論。簡單說明為何採明基一案探討臺美企業經營者的注意義務。第貳篇略述李焜耀與明基發展，除為本文案例分析，提供背景資料外，亦因注意義務採客觀說，但李焜耀個人條件優於一般專業管理人，具體標準仍應依個人較高標準而定。第參篇介紹明基西門子併購案的重要事實，包括併購當時明基董事會之組成、交易架構與流程，公開揭露之資訊與專家意見以及該案對明基股價與營運之衝擊。第肆篇重點在分析美國法經營判斷法則，特別是自近年案例討論該法則之具體運用，同時亦與我國注意義務的設計加以比較。第五篇係以明基個案事實為例，進一步研析注意義務的主要議題，包括行為須特定到何種程度，注意標準應如何決定，以及舉證責任配置有何考量，到哪一階段方滿足舉證條件。第陸篇則為結論，在重新檢視注意義務設計下，本文提出應採動態衡量標準並針對商事案件，為特殊的責任設計，不再因循民法全有或全無的責任認定思維。

貳、李焜耀與明基發展

李焜耀的人格特質是勇於挑戰，例如為貫徹自己理念，不惜與頂頭上司，一手提拔他的施振榮唱反調；更開創自有品牌「BenQ」，不再使用所屬集團宏碁「Acer」標誌。李焜耀也是眼光獨到、全方位的專業經理人，不但具理工、管理領域的雙重學位，也有海外留學，以及跨國合作的經驗。事實上，在併購西門子手機部門前，他獨排眾議的決策事後都被證明眼光獨到。藉由一次又一次的成功併購，他主導的明基於營收與股價上均達致高峯，咸

信明基的發展與李焜耀密不可分。在推動臺灣品牌進入國際市場，他則展現與施振榮同樣的熱情，可以說，過去成功的經驗，勇於挑戰的精神，以及追求品牌國際化的決心，使他作出了市場上認為極度冒險的決定——併購西門子手機部門。不幸的是，冒險並未成功，該併購使明基產生巨大虧損。

一、李焜耀簡介

李焜耀幼時並非出身於富裕人家，從小即須幫忙家中事務與農事工作。閒暇之餘，李焜耀的最大嗜好為登山，大學時代即加入登山社，並常帶領員工陸續征服玉山、雪山、大陸黃山等。二〇〇六年併購西門子手機部門失敗後，李焜耀原先挑戰歐洲第一高峰白朗峰的計畫，即告耽擱¹。可見李焜耀自幼即享受克服困難，走向巔峰的感覺。

身為明基董事長的李焜耀，常作出與別人「不一樣的抉擇」²；而被李焜耀所領導亦同時為泛宏碁集團一員的明基公司，是施振榮眼中「最不聽話的兒子」，然而卻亦是「最賺錢的兒子」³。李焜耀自臺大電機系畢業後，就加入當時員工僅十數人之宏碁公司，員工代號為「007」，中間曾一度負笈瑞士洛桑管理學院⁴。在一九八四年，李氏取得學位歸國後，並未回到宏碁，而是

1 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，企業併購個案研究(二)，頁286，2009年2月；經濟日報，李焜耀冒險將軍併購滑鐵盧，A5版，2006年10月22日。

2 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同前註，頁286。

3 施振榮眼中最不聽話的兒子 這回要槓上美國司法部，今周刊，715期，2010年9月10日。

4 明基董事長李焜耀，數位時代，2005年9月15日，參考：<http://www.bnnext.com.tw/article/view/cid/o/id/3751>，最後瀏覽日：2011年8月17日。

選擇到宏碁下的代工廠——明碁電腦任職⁵。一九九三年，明碁電腦與宏碁正式分家⁶，其後營業跨足通信與家電等領域，並宣布發展自有品牌「BenQ」，不再使用宏碁「Acer」；而公司名稱亦改為明「基」電通，有別於宏碁的基。分家後，明碁與宏碁就處於微妙的競爭狀態，兩家公司甚至演出「兄弟」鬩牆的戲碼⁷。李氏勇於走不同的路，而在西門子一案前，他的「不一樣的抉擇」的確成功帶領明碁集團在二〇〇五年達到超過4,000億元的營收規模⁸。

觀看明碁集團歷史，自李焜耀擔任明碁總經理一職以來，多由其主導經營。自二〇〇〇年起，明碁開始進行併購之路，陸續併購數家公司⁹，股價更一度以每股173元創下歷史天價¹⁰。明碁於併購西門子一案失敗前，在李焜耀主導下，不論是在擴大營運領域、轉投資或企業併購上，均無往不利。尤其明碁規模逐年擴大，到最後

5 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁287。按市場上慣稱已久之明碁電通，現已改名為「佳世達」。原明碁一開始名字為「明碁電腦」，2000年改名為「明碁電通」，2001年再改中文名稱為「明碁電通」，2002年1月公司英文名稱開始使用BenQ名稱。2006年併購西門子手機部門一案失敗後，2007年明碁進行品牌與代工分割，由代工公司持有分割出去的品牌公司100%股份，並擬改名為「佳達」，後因發現大陸已有公司使用相同之名稱，故隨即再改名為「佳世達」。經營品牌的子公司則延續「明碁」名稱。

6 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁287。按此處之分家並非係指股權上的切割，而係當時明碁與宏碁業務高度重疊，兩家公司易生市場難以區分的情況，故明碁開始往「電腦周邊產品」發展，後明碁更往多產品策略前進。

7 經濟日報，施振榮：宏碁明碁衝突是暫時現象，4版，2002年10月5日。

8 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁286。

9 經濟日報，明碁集團收購嘉碩10%股權掌握聲波濾波器零組件貨源，4版，2000年2月21日；聯合晚報，明電今年每股獲利可達6元 營收挑戰600億元集團朝向千億元邁進：「……明電宣布斥資4億元收購「皇景科技」100%的股權，正式進入寬頻網路系統領域……」，31版，2000年2月19日。

10 聯合晚報，明電出售達基 成果豐碩，18版，2000年4月2日。

甚至一度可與宏碁鼎足而立，李氏的領導功不可沒，亦證明其個人堅持「選擇不同的路」是正確的。例如他並未選擇在母公司宏碁發展，就經營策略亦非唯宏碁集團大家長，一手提拔他的施振榮先生馬首是瞻，在在顯示獨到的眼光與堅持的決心。不過，就代工業者到一定階段必須發展自身品牌而言，李氏深受施先生影響，或是他自己理念本與施先生完全一致，這也種下了其後不顧市場負面評論，併購西門子手機本部門的因子。

施振榮先生認為，「不作品牌，臺灣笑不出來。」、「隨著臺灣代工產業勢愈來愈強大，產銷分工將是一條必經之路，且在知識經濟時代，因為知識經濟就是品牌經濟，藉由品牌整合、借重臺灣廠商在創新與製造的優勢，以塑造更多國際知名的品牌。再透過在國際上塑造更多知名的『臺灣品牌』，將有利推動『品牌臺灣』。」由上可知，在施振榮先生領導下的泛宏碁集團，品牌對於集團發展的重要性。以李焜耀對品牌的熱情，以及「選擇不同的路」的堅持，他最終冒險併購西門子手機部門似亦有跡可尋，而李氏的經營風格相信亦眾所周知。

重點是法律如何評價此種熱情與冒險，這可能是一個企業茁壯的關鍵，也可能導致一個企業走向衰敗。實務上，管理者之經營風格與戰績不能說對法官心證全無影響。在李焜耀的例子，一方面投資人已知經營者風格趨於冒險而自願投資，且冒險在過去也確實為公司帶來可觀收益，似不能僅因一次的失利即認係過度冒險、責令經營者負責。但另一方面，屢次冒險成功可能祇是運氣，反導致管理者過度自信而輕忽風險，且昔日再多的成功也不是豁免本次疏忽責任的理由。無論如何，管理者獨有風格在特定時空背景下，是否受到法官認同（例如基於對「臺灣品牌」的高度熱情，甘願冒極大風險），當然也會影響法官的最終判斷。這就是併購西門子一案引人入勝的地方，因為這不是一個侵占背信案，很容易推論出管理者

違反注意義務。面對戰功顯赫的專業管理人作出一個重大損害公司的失敗決策，法律的評價無疑相當困難，也挑戰抽象注意義務的具體標準與內涵。

二、明基發展史

(一)宏碁旗下的明基

一九八四年，明基成立（當時名為明基電腦），設立時登記資本額為新臺幣（以下同）1億4,000萬元，實收資本額為3,500萬元。一九九二年起，身為明基總經理的李焜耀已被稱作「會賺錢的人」，當時經營光碟機業務的只有明基一家賺到錢¹¹。一九九四年，在李焜耀堅持下，明基與宏碁各自為政，兩家公司開始往不同業務方向發展，明基以11億元的資本額，賺了10億6,000萬元，明基不但是宏碁集團最賺錢的「兒子」，也是獲利率相當高的電腦公司之一¹²。之後李氏主導明基跨足資訊、家電與通信三領域¹³；一九九六年明基股票上市¹⁴。

(二)明基澈底獨立於宏碁外自行發展

二〇〇〇年起，明基開始進行併購之路，陸續併購數家公

¹¹ 經濟日報，人物專訪，李焜耀 明碁總經理 明碁專業產銷電腦週邊設備，14版，1996年5月27日。

¹² 經濟日報，現代企業的精靈 傑出專業經理人 系列報導(27) 李焜耀作風強悍賺錢一把罩，12版，1995年4月8日。

¹³ 民生報，電腦業加緊腳步拓展市場 明碁跨資訊、家電及通信三領域，32版，1995年10月27日。

¹⁴ 經濟日報，明碁今年營收更上層樓 目標320億元 比去年成長逾二成，23版，1996年3月6日。

司¹⁵，明基股價也在此時創下高峰¹⁶。公司並自明碁電腦改名為明碁電通，繼續擴大其營運範圍¹⁷。旗下達碁科技與屬於聯電集團的聯友光電合併，成立「友達光電」¹⁸，就面板產品領域，友達已躍居全球第二。二〇〇一年，明碁電通宣布發展自有品牌「BenQ」，不再使用宏碁「Acer」標誌，公司也更名為明碁電通¹⁹，李氏此舉再為明碁開創新局²⁰，不但強調品牌的重要性，也同時宣示開創自有品牌，不再依附或使用宏碁固有品牌。明碁集團並首度成為泛宏碁集團內最大次集團²¹。二〇〇二年，李氏正式接掌明碁董事長²²，明碁並進而取得友達決策主導權²³，該年明碁集

15 經濟日報，明碁集團收購嘉碩10%股權掌握聲波濾波器零組件貨源，31版，2000年2月21日；聯合晚報，明電今年每股獲利可達6元 營收挑戰600億元集團朝向千億元邁進：「……明電宣布斥資4億元收購『皇景科技』100%的股權，正式進入寬頻網路系統領域……」，18版，2000年2月19日。

16 聯合晚報，明電出售達碁 成果豐碩，18版，2000年4月2日。

17 聯合報，明電易名明碁電通 朝通訊網路發展 未來產品版圖將擴及通訊、數位電子等多角化領域，31版，2000年6月30日。

18 聯合報，達碁科技聯友光電合併，友達光電將躍居全球第二，報導指出：「目前達碁為上市公司，聯友光電則為上櫃公司。達碁董事長李焜耀表示，為了募集資金方便，新公司將以達碁為存續公司，保持上市公司的資格。聯電、宏碁各自持有新公司約百分之廿的股權……」，3版，2001年3月14日。

19 經濟日報，BenQ明電全球新品牌亮相 明年起產品全面改用 中文品牌為明碁公司也將更名明碁電通，35版，2001年12月6日。

20 聯合報，李焜耀勇於冒險 屢創新局 帶領明碁找到有利產業位置 自創品牌BENQ要再打下一片天，20版，2001年12月30日。

21 經濟日報，明碁躍居宏碁最大次集團，3版，2002年1月10日。

22 經濟日報，施振榮：明電董事長將交棒李焜耀 泛宏碁集團進入公司治理文化落實專業經理人接班，6版，2002年4月3日。

23 經濟日報，明電取得友達決策主導權 董事席次首度超越聯電 外傳聯電撤資友達 董事長澄清是落實外部董事規劃，19版，2002年5月15日。

團營收超過2,000億元，大幅成長八成²⁴。

二〇〇三年，明基旗下友達亦進行併購²⁵，明基同時與臺灣飛利浦電子雙方合資2,000萬美元，成立飛利浦明基儲存科技公司²⁶，二〇〇四年十一月明基自有品牌BenQ手機，在印度市場以4%市占率拿下歐規GSM²⁷市場的第四名²⁸。在西門子一案進行前，友達每股稅後盈餘為2.69元²⁹、明基每股稅後盈餘為1.33元³⁰，均可謂獲利良好之公司。事實上，在李氏力主明基與宏碁各自為政下，宏碁對明基影響日減、競爭日益激烈。二〇〇二年甚至公開發生過短暫的衝突，報導指出，「一向給人好脾氣印象的宏碁公司總經理王振堂突然發火，對象還是過去的老同事、明基公司董事長李焜耀，……現在為了營業績效，再也顧不了面子」³¹。二〇〇三年到二〇〇五

24 經濟日報，明基集團今年營收逾2,000億成長八成 李焜耀看好手機前景 全力發展通訊事業 相關產品未來比重將增至四成，3版，2002年7月12日。

25 經濟日報，友達取得富士通子公司20%股權，1版，2003年1月29日。

26 經濟日報，明基飛利浦攜手 深耕光學儲存市場，3版，2003年2月13日；聯合晚報，明基還會飛多高？李焜耀說：2005年，營收 100億美元！報導內容指出，「明基集團BenQ誕生甫一歲半，旗下明基、友達兩家上市大廠今年上半年雙雙排入上市前10大，合計締造近千億元營收。董事長李焜耀說，『格局決定一切，要做就一次做好。』」13版，2003年7月13日。

27 GSM：2G無線行動通訊標準，依此技術架構，陸續發展GPRS及EDGE等2.5G無線行動通訊標準，後續並有3G無線行動通訊標準WCDMA及HSDPA技術。GSM原為歐洲郵電管理協會（CEPT）為規劃可橫跨整個歐洲單一標準的行動電話通訊系統，成立GSM委員會所訂定空中介面的無線電技術，此技術為歐洲主導而生。

28 經濟日報，BenQ手機 得意印度，A3版，2004年11月19日。

29 2005年友達第1季財務報表。

30 2005年明基第1季財務報表。

31 聯合報，施振榮：要告經銷商 不是明基 誤會源於經銷商誤導 將安排王振堂李焜耀溝通，23版，2002年10月5日；經濟日報，施振榮：宏碁明基衝突是暫時現象，4版，2002年10月5日；聯合報，宏碁怨：大樹底乘涼 對方享盡品牌

年，宏碁持續出脫持股，自20.53%降至9.51%，並開始淡出明基經營階層，威信李氏此時已漸全面掌控友達與明基。二〇〇七年友達更以5.12%首度超越宏碁成為明基第一大股東。³²可以說宏碁與明基長期以來處於一種既同家（同是泛宏碁集團）又競爭的微妙狀態，宏碁在二〇〇四年與二〇〇五年大幅成長，個人電腦與筆記型電腦均躍居全球第四大品牌³³，反觀明基代工毛利率逐年下滑，這或許強化了李氏追求品牌的決心。

（三）明基併西門子手機部門

二〇〇五年六月，明基董事會通過收購德國西門子公司手機事業案³⁴，同年七月，明基召開股東臨時會，通過收購德國西門子公司手機事業案³⁵。當時的董事僅有七人，明基並無設置審計委員會、獨立董事，雖有外部董事³⁶及監察人，但在年報中，並未發現該等人士對併購西門子手機部門議案有任何發言。二〇〇六年九月，明基宣布放棄併購西門子手機部門，自此約一年間，明基公司淨值即從原本的500多億元，剩下250億元左右³⁷。其中失敗原因，不乏探討。此將於第參篇詳細討論。

資源明基氣：衝鋒陷陣是我 對方銷售能力差，7版，2002年10月4日；聯合報，品牌保衛戰 宏碁將告明基經銷商，7版，2002年10月4日。

32 經濟日報，李焜耀漸掌控明基友達 宏碁淡出明基經營減少董監事各一席 改由友達派任，A2版，2005年4月18日。

33 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁280-281。

34 2005年明基股東會年報。

35 同前註。

36 同前註。外部董事係指未於明基或受其控制之關係企業擔任管理職務，此處係指施振榮與彭錦彬（宏碁代表人）。

37 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁281。

④明基分割，品牌與代工分家

二〇〇七年四月，明基正式分割，分為佳世達公司與明基電通公司，前者專注於產品設計與代工製造，後者負責BenQ品牌事業，佳世達公司100%持有明基電通³⁸。儘管明基在二〇〇六年因併購西門子手機部門受創甚深，二〇一〇年明基友達集團董事長李焜耀表示，全年集團營收可望超越二〇〇七年的220億美元水準，突破新臺幣7,000億元，創下歷史新高；明基要匯聚集團內各企業的技術，讓BenQ品牌如蝴蝶展翅高飛³⁹。以此觀之，明基已自谷底翻身，而主導併購案的李焜耀先生亦於二〇一〇年被《遠見雜誌》列入「臺灣最佳董事長50強」名單中⁴⁰。

明基的分家或許係來自於宏碁經驗，以及李焜耀昔日長官——施振榮先生走品牌之路理念的影響。在二〇〇一年，宏碁將代工、品牌業務切割，由緯創進行代工部分，並對外宣示宏碁專注於品牌經營，只有三分之一訂單留給緯創，其餘外包給廣達、鴻海等公司。明基於二〇〇七年的分家或許仿倣宏碁模式，亦或許在使形象因西門子併購一案深受影響的BenQ品牌，與佳世達作出某程度的切割。佳世達在二〇一〇年每股稅後盈餘達1.94元⁴¹，新產品陸續成為核心獲利來源。就事後來看，二〇〇五年併購西門子手機部門

³⁸ 2007年佳世達年報。

³⁹ 經濟日報，明基友達 營收拚7,000億，A3版，2010年8月31日。

⁴⁰ 聯合晚報，遠見雜誌評比最佳董座 蔡明介擠下郭董，B3版，2010年4月30日。

⁴¹ 佳世達99年合併營收為新臺幣894億元，單計臺灣母公司營收為新臺幣613億元；稅後盈餘新臺幣37.4億元，每股稅後盈餘新臺幣1.94元。同時，於100年股東常會通過每股配發現金股利0.5元以及股票股利0.2元。佳世達網站，<http://www.qisda.com.tw/unewscontent.aspx?uid=20&cid=20&id=105>，最後瀏覽日：2011年8月17日。

的豪賭，似乎並非面對業務瓶頸，有時間上急迫與必要性的不得不然。

參、明基併購西門子手機部門

二〇〇五年六月明基決定併購西門子手機部門，這項交易外界普遍並不看好，股價應聲大跌。但在明基決策背後，李焜耀推動臺灣品牌進入全球市場的決心至為關鍵。由於明基董事會成員若非李氏下屬，即為與李氏一樣對品牌深具熱情者，如施振榮先生，故李氏此一決策，雖風險極高，仍獲董事會全力支持。在程序上，併購亦有專家就價格合理性背書並經由股東會通過。面對西門子手機部門營收萎縮虧損日益嚴重，明基管理階層認提升績效與降低成本應可於短期內使手機事業轉虧為盈，或至少損益兩平。尤其是西門子為促成併購，願意授權明基於一定期限內使用「Siemens」此一國際品牌，更符合管理階層企圖使明基自代工低毛利朝品牌高毛利轉型的目標。遺憾的是明基預期產生的綜效與成本擷節均未出現；反而，各項指標顯現手機事業的燒錢速度讓明基負擔龐大債務，財務狀況迅速惡化，導致短短十五個月此併購即正式宣告失敗。

一、明基代工毛利走低凸顯品牌重要性

二〇〇二年開始，明基代工毛利率開始呈現顯著下滑趨勢，自二〇〇二年的13%⁴²，掉到二〇〇五年的5%⁴³。而明基致力於經營自有品牌「BenQ」，也使代工業務受到排擠⁴⁴。二〇〇四年手機

⁴² 2003年股東會年報。

⁴³ 2005年股東會年報。

⁴⁴ 94年度股市總覽春季報，電子業，頁99。

銷售量才200萬餘支，市占率約0.5%，無法擠入全球前十名，二〇〇五年前五個月營收更衰退34%⁴⁵。惟全球手機市場規模預計仍有大幅成長空間，特別是亞洲市場在全球的市場規模和成長率均為第一。⁴⁶而當時全球前二大品牌手機廠Motorola與Nokia據專家估計，自二〇〇五年起五年毛利率平均可達30%以上⁴⁷，由此可見只要能衝刺市占率與打響品牌，低毛利的現象將獲得有效改善。

以自有品牌而言，明基「BenQ」手機於二〇〇四年年底在印度市場以4%市占率攻下歐規GSM市場第四名⁴⁸。同年，宏碁的「Acer」品牌筆記型電腦於歐洲市場大有斬獲，並首度超越惠普，躍居歐洲第一大品牌⁴⁹。這應該使一直想要將臺灣品牌打進國際市場的的李焜耀，更加堅定的邁向品牌之路，而西門子「Siemens」品牌的高知名度，加上該公司在歐洲與拉丁美洲具通路優勢，倘能結合明基本身在中國大陸、亞太地區及印度市場之既有基礎⁵⁰，BenQ-Siemens品牌應有機會能迅速擴大市占率，並奪得品牌產品的高毛利。這可能也是為何李焜耀在面臨高風險下，仍無法拒絕併購西門子手機部門的原因。

二、西門子手機部門營收萎縮虧損日益嚴重

西門子公司是世界上最大電機工程和電子公司之一。二〇〇五年會計年度總營收約750億歐元，手機部門僅占4.5%，但虧損日益

45 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁298。

46 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁283。

47 同註34，附錄2，獨立專家意見部分。

48 經濟日報，BenQ手機 得意印度，A3版，2004年11月19日。

49 同註34，附錄2，獨立專家意見部分。

50 同註34，附錄2，獨立專家意見部分。

嚴重，拖累整個集團營運表現⁵¹。該公司手機市占率持續下滑，自二〇〇二年13%，到二〇〇五年第一季已跌至5.5%⁵²，全球已滑落到第六名⁵³。銷售量不斷下降，成本卻居高不下，是虧損的主因⁵⁴。惟西門子手機主要市場集中在歐洲與拉丁美洲，恰可與明基在中國大陸及印度通路產生互補⁵⁵，更重要的，西門子「Siemens」乃高知名度的國際品牌，使得李焜耀願承擔極高風險取得該手機部門，將BenQ透過「BenQ-Siemens」形塑成世界級品牌。

西門子手機部門二〇〇五年第一季營收為8億4,200萬歐元，但虧損達1億3,800萬元（約55億2,000萬新臺幣⁵⁶），在市占率持續下滑下，該部門繼續營業勢將成為一個財務黑洞，也因此西門子才不得不以倒貼明基現金方式，出脫其手機部門。觀察同時期明基第一季盈餘為3億6,000萬元，顯示明基本身盈餘遠不足以彌補手機部門虧損（事實上，西門子手機部門營收規模超過明基整個公司的規模），要靠西門子併購時的補貼，以及迅速改善該部門績效，才能防止虧損持續擴大。

三、明基大股東與董事會之組成

觀察董事會成員之組成，首先，明基之專業經理人均係以個人

51 鄭凱元，併購關鍵成功因素之研究：以明基西門子為例，政治大學企業管理研究所碩士論文，頁30，6月，2007年6月。

52 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁298。

53 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁282。

54 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁285。

55 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁298。

56 鄭凱元，同註51，頁30。

身分當選，在某程度上顯示經營團隊互信基礎極高⁵⁷，否則李焜耀會選擇讓麾下的李錫華與王文燦以法人代表人身分出任，便於掌控。其次，李氏能控制的董事已逾三分之二，不是在明基任職的下屬，便是代表受明基控制的公司。不過，惟二可稱為外部董事的施振榮與彭錦彬，影響力卻不容小覷。雖然僅占七席中二席，就席次尚不足以左右大局，但兩人的意見，特別是施振榮的意見，必然會受到高度重視。惟李氏與施振榮均出身宏碁集團，特別在打造品牌方面兩人理念幾完全一致，董事會成員或獨立性不足，或同質性過高，或許能解釋明基董事會為何在短時間內無異議的採取一個外界普遍認為高度冒險的決策——併購西門子手機部門。

因西門子是德國公司，併購案具跨國跨文化特質，類似案例是Sony和Ericsson整合雙方手機部門，以合資方式成立新公司推展手機業務。就董事會之組成來看，主導之Sony國際化程度顯較明基為深，董事會十二席中有二席由非日本籍人士出任，反觀明基董事會成員清一色是臺灣人，雖不能將外籍人士與國際化劃上等號，但在國際化程度上明基不可否認略遜一籌，這自然會影響併購後文化整合的成功率⁵⁸。

四、交易架構、主要內容與流程

明基併購西門子手機部門，係由明基於荷蘭設立明基通訊荷蘭控股公司（BenQ Mobile Holding B.V.，以下稱「明基荷蘭」），由該公司再於各國設立子公司。西門子公司將其手機部門位於世界各地的營業與財產分別轉予明基本身之子公司，或明基荷蘭之子

⁵⁷ 當然，董事出脫持股過半即當然解任，以個人身分當選也可能是鎖股手段之一。

⁵⁸ 鄭凱元，同註51，頁34-35。

公司⁵⁹。

最主要的，明基取得西門子整個手機部門（含相關專利），並未支付後者任何現金，西門子尚將認購5,000萬歐元之明基股份或存託憑證，並提供逾2,500萬歐元之技術服務，協助明基順利承接手機業務，明基亦獲授權於一定期限內使用「Siemens」商標。明基則承諾依西門子現有勞動條件接收其員工⁶⁰。總言之，西門子給付現金、服務，同意讓明基使用其商標，並將手機研發成果轉予明基，就為換取明基能繼續手機業務及保障員工權益，也就是由明基承擔手機部門日後產生的一切虧損，包括未來與人事相關的所有支出。很明顯的，西門子並不看好其手機部門，以致願作出各種承諾與付出，只求止血，避免集團營運繼續受手機業務拖累。相對的，明基顯然認為它能使在西門子手中彷彿吸金無底洞之手機部門起死回生，更可以藉「Siemens」此國際品牌，讓「BenQ」迅速站上世界舞臺。

明基管理階層決定收購西門子手機部門後，二〇〇五年六月六日明基董事會通過該項決議，七月二十八日並決議於2億美金額度內，投資成立明基荷蘭，同日股東臨時會通過收購西門子手機事業案。二〇〇六年三月，鑑於手機業務虧損迅速惡化，明基董事會決議於3億美金額度內，對明基荷蘭持續增資，以挹注手機事業資金，八月又再通過增資4億美金。但此時明基與西門子就當初交易條件已產生嚴重爭執，雖同意持續挹注資金，明基董事會也同時決議就西門子提出手機事業之淨資產數額交付仲裁。九月二十八日，可以說不過短短一年多，此重大併購案即宣告失敗，董事會決議對

⁵⁹ 經濟日報，BenQ併購的決策風險，A4版，2006年10月4日。

⁶⁰ 同註34。

明基荷蘭停止增資⁶¹。事實上，明基採取以子公司出面接收西門子手機業務，也是在某程度內築起防火牆。設計之初應有預想到倘手機事業有何隱藏負債、營運惡化太嚴重、或與西門子就併購交易嚴重爭執，將僅及於明基子公司，明基本身不致於被整個捲入⁶²。控股公司的架構在相當層面也能維持各子公司獨立運作，明基管理階層應亦考慮到臺德國情文化大不同，維持某程度的獨立性可降低整合困難⁶³。

五、公開揭露之資訊與專家意見

明基對此交易公開揭露之資訊，有關成本效益方面有：(一)明基可使用「Siemens」品牌，(二)西門子手機部門在市場、技術等方面與明基互補，將發揮綜效，以及(三)明基可有效降低手機生產成本與費用（節錄請參附件一）⁶⁴。至於明基所聘專家對此交易之意見，其評估意見為「明基公司若能有效改善該部門經營效率並擴大市場占有率下，本交易對明基公司應為有利」（意見詳請參附件二）。有關此部分將於第肆篇詳細討論。

六、對明基股價與營運表現的影響

對於明基決定收購西門子手機部門，市場上的反應多屬負面，可以說自二〇〇五年六月消息公布，股價就一路下跌，雖於年底略止跌回升，但隨著手機業務虧損愈來愈大，股價跌跌不休。二〇〇

61 同註34。

62 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁318。

63 關於跨國併購文化整合的困難，詳參廖雙利，跨國併購與文化整合的研究，政治大學國際經營與貿易研究所碩士論文，2007年6月。

64 同註34。

六年九月正式宣布不再對明基荷蘭注資，也就是對手機事業畫下休止符，股價跌勢隨即趨緩。

總結這段期間，明基宣布併購案時收盤價為31.6元，而在正式放棄後隔週一的收盤價為18.75元，明基普通股市值蒸發新臺幣337億元⁶⁵，明基管理階層所推動的此一併購案，對明基投資人而言損失巨大。次就明基淨值觀察，明基二〇〇四年的業主權益為490億元餘、二〇〇五年為440億元餘；併購西門子手機部門失利後，二〇〇六年業主權益陡降為190億元餘，與前一年相較，減少250億元⁶⁶。

股價與淨值的銳減，主要應來自西門子手機部門出人意料（至少不是在明基管理階層預期之中）的虧損速度。二〇〇五年十月一日，西門子手機部門正式併入明基集團。據報載，當季明基本業虧損90億元，二〇〇六年第一季、第二季本業虧損分別為83億元、93億元，幾乎每天一睜開眼，就有1億元流出口袋⁶⁷。如此龐大的資金缺口，明基採取了許多方式籌措資金，最後仍比不上手機部門燒錢的速度⁶⁸。明基的淨值報酬率從二〇〇五年九月尚維持正數，到二〇〇五年十二月就呈現-11.18%，自此之後，如同坐雲霄飛車般下滑，一年後達到最低點-86.4%，一直到明基與西門子手機事業分道揚鑣，獲利能力才從谷底翻升⁶⁹。

獲利能力的持續惡化，理由之一即在明基決定併購時的樂觀預估——併購綜效及成本管控均未實現，或更精確的講，無法在明基

⁶⁵ 同註59。

⁶⁶ 惟2007年，年度重大訊息中顯示，佳世達當年經董事會通過決議減資彌補虧損。

⁶⁷ 經濟日報，嫁妝一牛車 還是不夠花，A3版，2006年9月21日。

⁶⁸ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁291。

⁶⁹ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁313。

預估的一年內就實現。明基毛利率持續下降，二〇〇六年年底下降到2.72%，較諸併購前比腰斬還慘⁷⁰。原因是銷貨收入遠不及銷貨成本上升的速度，手機市占率更迅速萎縮⁷¹，明基期待藉由併購轉型，自代工低毛利轉至品牌高毛利至此完全落空。

最後，觀察明基的籌資能力，這方面顯示明基在併購案風險大過預期時的口袋深度。在併購案前，明基的負債比率約維持在40%左右，宣布併購前的負債比率為41.6%，而二〇〇六年半年報之合併報表顯示負債比率高達76%，這表示明基愈來愈需要仰賴舉債以取得資金。如前所述，手機部門虧損速度驚人，幾乎每天一睜開眼，就有1億元流出口袋。為了填補此一資金缺口，明基出售資產，進行聯貸，計畫私募與發行債券等等，但多方籌措似乎仍捉襟見肘，窮於應付。而負債比率的急遽升高，大幅提高公司營運風險，公司再也禁不起任何風吹草動，也無任何餘裕因應市場突發狀況⁷²。

肆、外國法與我國法就負責人注意義務之比較

經營判斷法則就是對管理者作極端有利之推定，簡言之，經營階層在善意、無利益衝突、資訊充分且決策具理性基礎下，就被認定已善盡注意義務。美國法採該法則係為鼓勵管理者勇於任事、承擔風險。勇於冒險被認對社會整體而言，可促進經濟發展；對個別企業而言，可提升股東財富。同時，降低管理者責任風險方能吸引一流優秀人才，強化企業競爭力。但，美國銀行引發全球金融風暴，世界經濟因之搖搖欲墜之際，該法則強調的目標，勇於冒險，

⁷⁰ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁313。

⁷¹ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁313。

⁷² 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁314。

開始受到進一步檢視。而我國就注意義務，目前實務上似尚未採經營判斷法則，惟公司法學者多持應予引入之立場。純就理論設計，我國現行法與美國似有四方面不同：舉證責任、審查內容、行為標準以及責任限縮之彈性。但觀察實務，特別在該法則核心的舉證責任方面，我國實體法雖無管理者善盡義務的推定，惟倘我國法院係要求原告就管理不當負責舉證，則其舉證往往被要求須達一定強度，實質上與美國法推定的效果相去不遠。同時，由於我國企業股權結構相對集中，責任追究的執行設計並不完善，美國法因經營判斷法則致違反注意義務的案例如「大海撈針」，我國法案例亦極少，且原告勝訴多屬管理者已近乎侵占背信程度。

一、我國法善良管理人注意義務之初步簡介——以明基案為例

明基這個案例，高風險的併購決策，最後導致公司產生鉅額虧損，管理階層究竟是否要負管理不當的責任⁷³？這個問題的答案，其實沒有想像中簡單。首先，公司虧損並不代表管理不當，管理者並不保證公司一定賺錢，譬如金融海嘯絕大部分公司營收與獲利都大幅衰退，股價也慘跌，沒有人會因之主張管理不當。是以，管理不當必係針對管理者的特定決策或行為。而現代企業公司事務經緯萬端，除非是公司內部人，很難辨識出管理者的個別決策造成如何損害。除了很難將個別決策或行為獨立出來，同時也難以將之與公司的虧損適度連結外，最重要的是何為管理不當，如何衡量不當，原告（無論是公司或代公司訴追的股東）究竟要舉證到何種程度，案件才算成立。

⁷³ 管理者理論上要負管理不當的責任，通常並不代表實際上這種責任會發生。公司本即受管理者控制，不會追究不當管理責任；而小股東因資訊不對等難以查知或舉證，或乏經濟上誘因訴追等均會妨礙責任設計落實。

我國公司法上對於公司負責人之注意義務很簡單，就是「盡善良管理人之注意義務」。負責人與公司間是委任關係，民法上對受有報酬之受任人，也是規定「應以善良管理人之注意」處理委託事務。「善良管理人」之注意係一高度抽象的概念，一般解釋指係依交易上一般觀念，認為有相當知識經驗及誠意之人應盡之注意⁷⁴，學者⁷⁵與實務均採客觀說，認為「行為人注意之程度，依一般社會上之觀念，並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。⁷⁶」

然而，李焜耀與施振榮，或許就跨國併購其能力較一般專業管理人尤強⁷⁷，明基本身則雖無跨國併購經驗，但原所屬的宏碁集團卻不乏此類案例，例如一九八七年併美國Counter Point，一九八八年併美國Service Intelligence，一九九〇年併美國Altos Computer

74 最高法院42年臺上字第865號判例。

75 劉連煜，現代公司法，頁106，2011年9月增訂7版。

76 最高法院79年度臺上字第1203號判決，其意旨：「(一)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。」王文宇教授認為我國學說上雖多以民法上之標準解釋第23條第1項規定之「善良管理人」注意義務內涵，惟對於善良管理人注意義務之實質內涵仍未盡明確，其並以美國法為例，認為注意義務不僅從客觀事實上作定義之審查，亦著重於主觀意圖上之判斷，並按權責相符原則對於義務與適用詳盡探討、細緻化其操作標準。見王文宇，公司法論，頁118，2006年8月3版。

77 李焜耀有如第貳篇所述具理工、管理領域的雙重學位，也有海外留學及跨國合作的經驗。至於施振榮，宏碁本身有多次海外併購經驗，早期併購更使宏碁遭逢重大挫敗。聯合報，宏碁20年併購史 傷痕累累，A2版，2007年8月28日。

Systems，特別是Altos一案宏碁慘賠告收，主要原因就是跨國併購文化差距大，難以整合⁷⁸。但客觀說抽象上係就一般管理人，在遇到此種交易時，會如何進行來衡量其應盡之注意標準。則兩人是否因本身經歷反而負較高注意義務？這點容後文詳細討論。

另，客觀說仍未解決以下問題：(一)具體標準。首先，一般專業管理人在處理此類事物時會具備的注意程度，仍高度抽象而不確定。祇有在較極端案例，例如應取得股東會同意但未取得，管理者逾越權限自然構成應注意而未注意。一般而言，程序面問題比較能判斷有無違反注意義務，蓋較易有客觀一致性標準。例如併購交易複雜而金額龐大，管理者卻未諮詢任何專家，沒有進行任何查核或資料蒐集就完成交易，顯然是未達應具之注意程度。但，若牽涉實體面，也就是就利弊得失為實質判斷，因沒有兩個案件會完全相同，每個案件都有其獨特之處，就很難從觀察一般業界事務之處理，設定一個超然的專業管理人，想像他在特定情況會如何判斷。由於標準充滿不確定性，使得第二個待解決問題相形之下尤其重要。(二)舉證責任。在法律爭訟中，特別是難以決斷的灰色地帶，舉證責任的配置往往成為關鍵，蓋舉證責任之一方常為敗訴之一方。

以明基個案觀察，明基管理者究有無責任亦圍繞在此二核心議題——即具體標準與舉證責任。明基一案較單純（也是較一般追究管理者責任案件更容易的）是，由於併購案影響太重大，相關資料透明度也較日常業務高，很容易辨識併購決策是造成如此大虧損的原因。而併購從宣布到失敗以終歷經時間相當短，僅一年多一點，虧損也較易與併購連結，排除掉其他可能因素。但終極問題是併購西門子手機部門是否為管理不當？要如何證明係屬不當？很明顯的，在注意標準很難於具體個案有高度確定性下，特別是事實落於

⁷⁸ 鄭凱元，同註51，頁35。

責任似有若無的臨界案件（borderline cases），對原告或對被告（管理者）作有利之推定決定一切。

若推定有利於被告，則或者原告未能滿足舉證責任從而管理者無責；或善盡注意義務的區間極大，管理者決策極易落於區間內自亦無責。事實上，究竟對何方採有利之推定往往比抽象概念「抽象輕過失」或「重大過失」還更重要。以明基個案為例，西門子手機部門虧損的速度是關鍵因素。假設100億到1,000億都被認屬合理範圍，則明基準備300億應付虧損似無不當，管理者可能連「抽象輕過失」都沒有；但假設區間縮小為500億到1,000億，則僅準備300億管理者不但有不當，可能還被認涉重大過失。當然，受有利推定即享有較大餘裕迴旋，例如100億到1,000億，有高達900億的空間。而且，推翻該推定的舉證強度亦高，例如假設實際虧損600億，而明基僅準備300億，相差300億可能不認為強到可推翻推定。簡言之，推定的作用擴張了管理者失誤被容許的空間，美國法「經營判斷法則」（business judgement rule）以及相關案例對兩個核心問題有詳盡討論，本文先於下一章介紹美國法，再於第三章為進一步比較與剖析。

二、美國法——注意義務與經營判斷法則

（一）簡 介

美國法下，企業管理者被賦予注意義務（duty of care）。該義務之內容實際上與我國法極為相似。具體而言，即管理者必須合理相信其係為公司最大利益，以不低於一般謹慎之人在類似職位與情況下的注意程度善意執行其職務⁷⁹。我國法所稱之善良管理人注意

⁷⁹ RMBCA § 8.30(a) “Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (1) in good faith, and (2) in a manner the director

與美國法一般謹慎之人的注意義務似乎並無太大差別，惟美國實務上違反注意義務的案例相當罕見，甚至被學者形容為「大海撈針」⁸⁰。一個很重要的原因不能光看注意義務的抽象設計，而是要看美國法院所創設，迄今廣泛被遵循的「經營判斷法則」⁸¹。根據該法則，管理者原則上被推定係基於善意，考量公司利益後為審慎判斷。換言之，法院對管理者的經營判斷給予高度尊重，祇有符合下述條件之一，管理者才不受經營判斷法則之保障：1. 就判斷事項具利益衝突；2. 不具充分資訊即作出判斷，以及3. 其係為公司利益作出判斷此點不具理性基礎⁸²。這三個條件完全彰顯美國司法實務界對企業經營判斷在少數例外情況始介入的立場。第一個例外，也是法院介入意願最高的，就是管理者有以私害公的疑慮。第二個例外顯現法院充其量祇願就程序面審查，第三個例外更是在極端場合，法院無法想像管理者為何如此判斷時始有適用。至於經營判斷法則與注意義務間究為何種關係亦被學者廣泛討論⁸³。有謂前者係法院審查標準，後者係行為標準；有謂前者一旦適用後者幾不可能違反，前者才在實體與程序法上具有意義。本章將簡單介紹經營判

reasonably believes to be in the best interests of the corporation.”

80 JESSE H. CHOPER, JOHN C. COFFEE & RONALD J. GILSON, JR., *CASES AND MATERIALS ON CORPORATION* 74 (2008).

81 關於該法則內容與討論，請詳參STEVEN L. EMANUEL, *CORPORATION, EMANUEL LAW OUTLINES* 179-187 (2000)；劉連煜，同註75，頁119以下；王文宇，同註76，頁119。

82 CHOPER, COFFEE & GILSON, *supra* note 80, at 104 and note 41. 其他被提及不予適用「經營判斷法則」者，尚有詐欺及不法情事，以及管理者將本身道德或政治偏好置於公司利益之前。EMANUEL, *id.* at 186-87. 事實上，不具善意也通常被認是不受經營判斷法則保障的第4個例外。後文討論將顯示此例外於近年重要性日增。

83 詳請參STEPHEN M. BAINBRIDGE, *CORPORATE LAW* 132-33 (2009)；EMANUEL, *supra* note 81, at 180.

斷法則在不同時間的發展，以及注意義務如何被認知與體現。

(二) 重大案例

1. *Shlensky v. Wrigley*⁸⁴

本案是典型法院不擬介入公司決策，尊重管理者判斷之案例。該案中，原告股東主張公司連年虧損，係因拒絕裝設夜間照明設備，導致公司經營的棒球場不能舉行夜間球賽，提高觀眾人數。而被告為公司大股東兼總經理，無視於其他球場經營者多設置夜間照明系統，並因之產生盈餘，在公司業績不理想情況下，仍堅拒裝設此類設備，無非基於該大股東兼總經理自己片面認知，棒球是日間活動不應夜間舉行，顯然違反注意義務。法院雖簡短討論拒絕的理由，認長期對公司非屬不利，例如舉行夜間球賽可能降低居住品質從而使球場所在的社區不動產價格趨跌，並針對業界風潮（即裝置夜間照明以舉行夜間球賽），認管理者無遵循必要，似乎在某程度內審酌了管理者拒絕裝設有無不當。但重點是法院表明，祇有在顯現管理者具詐欺、不法或利益衝突情事，法院才會介入，就管理者所為之判斷為實質審查⁸⁵。

2. *Smith v. Van Gorkom*⁸⁶

這是美國法討論管理者應具充分資訊必被提出之案例。該案被告因未獲得充分資訊即決定出售公司而被認違反注意義務。被告之

⁸⁴ *Shlensky v. Wrigley*, 95 Ill App 2d 173, 237 N.E. 2d 776 (1968).

⁸⁵ 請參 *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000). 除非管理者有利益衝突，判斷不獨立，或非基於善意，或決策無任何理性基礎，或決策過程有重大過失，例如在資訊不備下草率作出判斷，法院將高度尊重管理者的判斷。該案法院強調所謂注意義務在一般案件，就是程序注意。換言之，法院祇審查程序是否重大瑕疵，對決策實質面絕不介入判斷。

⁸⁶ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

一Van Gorkom是一家上市公司董事長，為專業經理人，持有公司股份比例極低。因即將屆齡退休，擬出售其所持公司持股，最後是某企業願以每股55元合併該公司。合併卒經董事會及股東會通過。雖該公司股份近年成交價格，徘徊於29至38元間，最高為39.5元，表示此合併股東享有大幅溢價，惟法院仍認被告與其他董事因後述情事，係在資訊不備下草率決定合併，構成重大過失：

(1)公司並未聘任投資銀行或其他專家就合併價格進行研究，換言之，董事會成員未為任何努力去發掘公司真實價格以評估55元是否合理。

(2)董事會決議合併之該次開會通知並未載明決議事項，董事會成員在事先不清楚討論議題下，仍於短短二小時作成合併決議。

(3)董事會成員無人審視過合併契約草案，祇靠董事長口頭報告大致瞭解主要內容，因此對某些條款，例如在其他企業出價較55元更高時，對公司轉與該他企業合併作相當限制一節毫無所悉。

法院指出被告未具充分資訊驟下決斷，一方面使被告不能享有經營判斷法則之保障，另一方面也構成了被告執行職務有重大過失，因之違反注意義務。而股東會雖通過合併，但因董事會並未揭露其係在如此草率情況決議合併，例如未揭露董事會從未聘請專家檢視55元是否合理，股東會之合併決議也不能使董事卸脫未盡注意義務之責任⁸⁷。

⁸⁷ 請參Code & Co. v. Technicolor Inc., 634 A.2d 345 (Del. 1993). 類似Van Gorkom一案，董事在本案中也被認是無充分資訊下草率決斷。法院表示經營判斷法則僅在防止法院「不合理干預企業之經營判斷。法院隨之指出下列3項顯示董事有重大過失，違反其注意義務：(一)在合併前，董事會未檢視合併外其他選擇；(二)合併契約一旦簽訂，董事會無理由相信其他企業會競價併購；(三)董事在決議合併該次會議前，對合併及其條件幾無所悉。

3. In re Walt Disney Co. Derivative Litigation⁸⁸

本案原告雖無法突破經營判斷法則對被告之屏障而敗訴，但法院在主觀惡意與純粹重大過失間，創造出第三種類型，即有意識的不顧本身職守（conscious disregard for one's duties），法院認此亦構成違反善意，從而無經營判斷法則之適用。該案原告股東主張被告（即Walt Disney公司董事）就聘任Ovitz出任該公司總經理，包括與Ovitz訂定五年聘任合約一事有惡意或重大過失，導致Ovitz在短短十四個月後，因去職而得向公司領取高達1億3,000萬美元之離職金。法院嚴守經營判斷法則，表示被告得合理信賴專業經理人與委員會意見，就聘任案毋庸負責，且Ovitz已表示若無提前解任之保障，即無可能應聘，而Ovitz在當時亦被市場認係接掌Disney的理想人選，這從宣布該聘任案後，Disney股價隨即上漲4.4%可知。

法院同時指出根據德拉瓦州法律，公司得以章程免除董事違反注意義務所產生之責任，但若董事行為非屬善意則不在免除之列。而且，董事基於非出於善意之行為所負擔之費用或債務亦不得向公司請求返還或補償。因此，單純的重大過失並不足以構成缺乏善意，必須是有意的廢弛職務，或有意識的全然不顧及本身責任始足當之。法院並認下列情事之一就可顯示行為非屬善意：(1)行為目的並非為促進公司最大利益，(2)意圖違反法律規範，或(3)雖有作為義務但有意消極不作為。

4. Stone v. Ritter⁸⁹

本案進一步將惡意與違反忠實義務連結，等量以觀。該案涉及銀行被詐騙集團利用擔任受託人，以及違反聯邦反洗錢法案等情事。原告股東主張被告（即銀行董事）疏於監控，致銀行因違法被

⁸⁸ In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 84-1906 A.2d 27 (2006).

⁸⁹ Stone v. Ritter, 911 A.2d 362 (2006).

政府課以高額罰款。該案原告雖敗訴，法院首次明白將善意與忠實義務（*duty of loyalty*）連結。表示倘董事會持續、慣性疏於監控，即非屬善意，因此，董事就無從自經營判斷法則獲得庇護。法院更進一步主張，若董事會根本未建立內控機制，或雖有此機制，但就該機制是否有效運作完全漠視，從而對營運風險或相關問題一無所悉即屬有意廢弛職務，這就構成違反忠實義務，也推翻了董事善意執行職務的推定。本案的重大意義在界定廢弛職務即屬非善意，又等同違反忠實義務。這提供近年美國學者倡導在公司承擔的風險過於巨大而管理者全無風險意識時，即不應適用經營判斷法則理論基礎，蓋此時管理者既非善意又不忠實。

5. *In re Citigroup Inc. Shareholder Litigation*⁹⁰

本案確立祇要董事沒有利益衝突或不具善意情事，無論企業行為涉及的風險或虧損有多大，仍受經營判斷法則的保障。該案被告是花旗集團公司（*Citigroup Inc.*，以下簡稱花旗）之董事，花旗因投資次貸產品發生鉅額虧損。法院針對金融機構在從事投資業務（事後來看，風險極高）時，管理者如何方被認為管理不當作了詳細討論。

原告主張花旗多數董事屬財務專家，且擔任董事期間尚爆發花旗涉入恩龍（*Enron*）弊案，理應對財務警訊（*red flags*）格外敏感。雖然如此，花旗於次貸產品市場涉入頗深，而在此類市場安全性接二連三發生警訊時，董事會卻未妥適控管風險，也沒有取得充分資訊以評估花旗於次貸產品的曝險程度。法院首先指出經營判斷法則已推定被告善盡管理之責，而要證明未盡監控（*oversight*），也就是應作為但未作為更是難上加難。法院進一步指出本案與一般公司進行監控，防範詐欺、不法情事有所不同。本案被告係被控以

⁹⁰ *In re Citigroup Inc. Shareholder Litigation*, 964 A.2d 106 (Del. Ch. Ct 2009).

未盡監控致花旗承擔過高風險，然投資何種商品，評估其風險報酬正是管理決策，也是經營判斷法則擬保障的核心領域。法院認原告祇是一廂情願的認為，假使花旗具備良好風控設計並順利運作，不可能產生如此鉅額損失，由此推斷董事會必然違反了應負的注意義務。但是，要滿足舉證責任，空泛的如此主張是不夠的，原告要舉出具體事實顯示花旗監控機制不足，而被告董事雖知道不足卻有意忽視未採取任何作為。

(三)成文法範例

1. American Law Institute, Principles of Corporate Governance⁹¹

⁹¹ § 4.01(a): A director or officer has a duty to the corporation to perform the director's or officer's functions in good faith, in a manner that he or she reasonably believes to be in the best interests of the corporation, and with the care that an ordinarily prudent person would reasonably be expected to exercise in a like position and under similar circumstances. This Sub-section (a) is subject to the provisions of Subsection (c) (the business judgment rule) where applicable. (1) The duty in Subsection (a) includes the obligation to make, or cause to be made, an inquiry when, but only when, the circumstances would alert a reasonable director or officer to the need therefore. The extent of such inquiry shall be such as the director or officer reasonably believes to be necessary. (2) In performing any of his or her functions (including oversight functions), a director or officer is entitled to rely on materials and persons in accordance with §§ 4.02 and 4.03 (reliance on directors, officers, employees, experts, other persons, and committees of the board).

§ 4.01 (b) Except as otherwise provided by statute or by a standard of the corporation [s 1.36] and subject to the board's ultimate responsibility for oversight, in performing its functions (including oversight functions), the board may delegate, formally or informally by course of conduct, any function (including the function of identifying matters requiring the attention of the board) to committees of the board or to directors, officers, employees, experts, or other persons; a director may rely on such committees and persons in fulfilling the duty under this Section with respect to any delegated function if the reliance is in accordance with ss 4.02 and

由於篇幅有限，本文以下舉美國法曹協會一九九四年制定之公司治理原則（American Law Institute, Principles of Corporate Governance）作為美國將經營判斷法則與注意義務成文法之範例⁹²。該原則分為三大部分，注意義務、經營判斷法則以及舉證責任。第一部分是規定董事及高階經理人⁹³應負注意義務，且此注意義務是採客觀標準。簡言之，董事本身無經驗或缺乏知識並不會使該董事之注意義務降到一般具此職位之人在類似情況下應盡的注意標準之下⁹⁴。但是若特定董事經驗、專業超出一般人，則以該董事本身標準判斷，例如具會計師證照，在會計方面，即繩以一般會計師之水準。對董事責任之判斷，法條文義務雖似採一般過失標準（即抽象

4.03.

§ 4.01 (c) (a) A director shall perform the duties of a director, including duties as a member of any committee of the board upon which the director may serve, in good faith, in a manner such director believes to be in the best interests of the corporation and its shareholders and with such care, including reasonable inquiry, as an ordinarily prudent person in a like position would use under similar circumstances. (b) A director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills the duty under this Section if the director or officer: (1) is not interested in the subject of the business judgment; (2) is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and (3) rationally believes that the business judgment is in the best interests of the corporation.

§ 4.01(d) A person challenging the conduct of a director or officer under this Section has the burden of proving a breach of the duty of care, including the inapplicability of the provisions as to the fulfilment of duty under Subsection (b) or (c), and, in a damage action, the burden of proving that the breach was the legal cause of damage suffered by the corporation.

⁹² 另請參閱RMBA8.30。

⁹³ ALI係針對董事與高階管理者，但RMBCA僅針對董事，亦有討論高階經理人注意義務應較董事為高。

⁹⁴ EMANUEL, *supra* note 81, at 175; CHOPER, COFFEE & GILSON, *supra* note 80, at 105.

輕過失），然於實務層面，在經營判斷法則運作下，注意義務之標準已大幅降低，有謂管理者僅就重大過失（*gross negligence*），甚至決策達無理性（*rationality*）方始負責⁹⁵。

本部分亦規定原則上董事會得善意、合理的授權他人或其他機關（例如審計委員會、專家或高階管理者）執行原屬董事會的職務，或信賴此等人士所提供之資料或意見。針對董事何時應質疑並對管理階層提出詢問（*inquiry*），條文則明白規定僅在一般董事會成員合理會有所警覺時方有詢問義務，至於詢問的內容則以合理必要範圍為準。第二部分則是將美國法院創設的經營判斷法則成文化。簡言之，董事在善意、無利益衝突，取得合理必要資訊，且理性的相信是為公司最大利益的四個前提下，就被認定已善盡注意義務。最後一部分是課原告就推翻經營判斷法則的假設負舉證責任，也就是原告須證明該法則的四個前提至少有一個並不成立。原告同時須就損害與違反注意義務的因果關係加以舉證。

2. DGCL 102(b)(7)⁹⁶

⁹⁵ BAINBRIDGE, *supra* note 83, at 132; EMANUEL, *supra* note 81, at 174.

⁹⁶ DGCL 102(b)(7): “A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit. No such provision shall eliminate or limit the liability of a director for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective. All references in this paragraph to a director shall also be deemed to refer to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board

在Van Gorkom一案後，德拉瓦州修正公司法，明文規定公司章程得限制或免除董事責任。惟於董事違反忠實義務，不具善意，或出於故意或明知而為違法行為，非法發放盈餘，或董事私下獲得個人利益四種情況，所生之責任不得以章程限制或免除之。此立法模式廣泛被美國各州採行，甚至更進一步限縮董事注意義務⁹⁷。然以德拉瓦州前述立法而言，Van Gorkom一案董事被認定未取得充分資訊係屬重大過失，從而違反注意義務一節，乍視之似因成文法的修訂將獲得平反，蓋資訊不備尚不構成不忠實或不善意。然在Stone一案，法院將疏於監控與不具善意，乃至不忠實予以連結，則立法者企圖藉成文法進一步限縮、消弭董事責任是否成功有待進一步觀察。這也是晚近美國法經營判斷法則重新受到重視，熱烈討論議題之一，也攸關西門子一案明基董事責任之判斷基準，將於第五篇詳細討論。

(四)政策考量

總言之，美國法在成文法的條文設計上，特別是觀察注意義務的標準，似乎看不出來與其他國家相較有何重大不同⁹⁸。最大不同

of directors by this title.”

97 例如俄亥俄州公司法明文規定在董事違反注意義務案例，除非該公司章程對董事課以較高注意義務，否則原告須明確舉證（clear and convincing evidence），董事行為具有傷害公司利益的意圖，或完全漠視公司利益。簡言之，採取的幾為故意（含間接故意）標準。

98 例如英國公司法（the Companies Act 2006）第174條純就文義觀之與美國法出入不大，“(1)A director of a company must exercise reasonable care, skill and diligence. (2)This means the care, skill and diligence that would be exercised by a reasonably diligent person with- (a)the general knowledge, skill and experience that may reasonably be expected of a person carrying out the functions carried out by the director in relation to the company, and (b)the general knowledge, skill and experience that the director has.”

在於美國法院創設的經營判斷法則（其後被成文化），這個法則最初出現時無非是法院的推定，是審判案件時的一個審查標準，但事實上大幅降低了董事的注意義務（或者更精確的說，提高了原告舉證的困難程度，從而降低董事違反義務的風險）。其他各國法律學者也多有探討該法則內涵，乃至本國是否應予以引進⁹⁹。美國作為資本主義國家的代表，經營判斷法則的普遍化絕非只是某個法院靈機一動，其他法院盲目抄襲，而是對美國企業行為乃至經濟形態，有其政策性考量。其他國家是否要引入（無論是藉由立法，或法院個案解釋），當然也必須先瞭解，檢視該法則背後的各種政策考量，以下作一簡單介紹。

1. 鼓勵承擔風險對發展經濟，創造財富有利

美國經濟高度發展，鼓勵企業勇於冒險，突破創新被認為是重要因素之一，當管理者踏入全新領域，風險自然極高，但風險與報酬成正比，這被認為對股東及整個經濟發展皆屬有利¹⁰⁰。

2. 股東可藉投資組合分散風險，故不宜鼓勵管理者趨向保守

自個別公司股東立場，股東可藉投資不同公司分散風險，鼓勵個別公司管理者追求高報酬，雖可能引發高風險，但這可藉投資不同公司加以平衡。經營判斷法則使管理者不致因法律責任趨向過度保守，對股東而言事實上是有利的¹⁰¹。

⁹⁹ 例如劉連煜，董事責任與經營判斷法則，月旦民商法雜誌，17期，頁178-196，2007年9月；廖大穎，公司負責人之注意義務與商業判斷原則的適用——臺北地院九十三年度重訴第一四四號民事判決，月旦裁判時報，1期，頁111-118，2010年2月。

¹⁰⁰ DAVID ROSENBERG, SUPPLYING THE ADVERB: THE FUTURE OF CORPORATE RISK-TAKING AND THE BUSINESS JUDGMENT RULE 6-7 (2009).

¹⁰¹ *Id.* at 7-8; CHOPER, COFFEE & GILSON, *supra* note 80, at 106.

3. 法院干預經營判斷其錯誤成本過高

有學者主張企業管理者當然會犯錯，錯誤也可能往往係因過失造成。但若容許法院介入，實質判斷特定商業決策是否妥適，有無可能違反注意義務，法院犯錯的可能性將高於管理者因過失錯誤判斷的可能性。關鍵因素是當法院作具體判斷時，已知曉該商業決策造成的結果，在人性上法院不可能完全不受結果影響。換句話說，時光不可能倒流，決策現場的百分之百重建也極端困難，使法院無可避免淪為「事後諸葛」，以成敗論英雄，而與管理者在決策當時是否善盡注意反而關聯甚低¹⁰²。

4. 若無經營判斷法則，管理者承擔之風險過大

管理者往往持股比例極低，故當公司積極進取、利潤豐厚時所能分配到的盈餘也極為有限，然而相對的，倘公司因錯誤決策導致鉅額虧損，若無經營判斷法則之屏障，管理者須對公司整體損失負全責，這與分享極低的獲利顯不相當¹⁰³。另一個類似的觀點是許多法律設計的目的往往在分散風險，例如保險，但注意義務，倘無經營判斷法則調和，將造成相反效果。經營風險本由全體股東承擔，但管理者一旦決策錯誤，則風險會自全體股東轉由少數管理者承擔¹⁰⁴。

5. 小 結

綜言之，經營判斷法則與風險承擔實息息相關。美國法認為鼓勵企業經營者勇於任事，承擔風險，就社會整體而言可促進繁榮。就個別企業而言，可提升股東財富（顯然對該企業本身未必絕對有利，但因股東藉投資組合分散風險，對股東而言係屬有利）。同時

¹⁰² ROSENBERG, *supra* note 100, at 8; CHOPER, COFFEE & GILSON, *supra* note 80, at 87.

¹⁰³ ROSENBERG, *supra* note 100, at 9.

¹⁰⁴ CHOPER, COFFEE & GILSON, *supra* note 80, at 106.

降低管理者責任風險才可能吸引到優秀人才參與企業經營，也才可能讓這些菁英發揮所長，強化企業競爭力。在美國經濟獨占世界鰲頭時，經營判斷法則似乎極少受到質疑，但在美國銀行引發金融風暴，世界經濟因之搖搖欲墜之際，該法則強調的目標，勇於承擔風險，開始受到進一步檢視，這也是第伍篇欲探討的重點。

三、我國法與美國法之比較——經營判斷法則之引入

(一)我國實務見解¹⁰⁵

我國實務見解就是否採經營判斷法則無一致見解，有法院以明文¹⁰⁶肯認，亦有法院否定之¹⁰⁷。惟仔細推敲法院判決內容，採肯

¹⁰⁵ 廖大穎、陳啓垂，我國法適用「商業判斷原則」的爭議——評台南地方法院九六年度金字第一號民事判決，台灣法學雜誌，153期，頁212-216，2010年6月。

¹⁰⁶ 臺北地方法院93年度重訴字第144號判決似肯認我國法採「經營判斷法則」，其意旨為：「按有關公司法第23條第1項『應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務』，依條文之結構及前述參考日本學說及我國學說固宜採所謂之『異質說』，即認公司負責人『應忠實執行業務』及『盡善良管理人之注意義務』確有區別，惟公司負責人在實際經營公司之各種各類不同行為中，本即難區分各該行為是否違反所謂『忠實義務』、『忠誠義務』、『善良管理人注意義務』等，是以英美法中即不強加區分而逕以一概括之『fiduciary duty』稱之；且查公司負責人所為若事後證明發生損失時，不論是我國法系或英美法系，均適用所謂「經營判斷原則」，不以事後之損失反推公司負責人未盡公司法第23條第1項之善良管理人之注意義務或忠實執行業務義務，亦應敘明。（編按：粗體與底線為本文自行加上）從而本院下開判斷，雖儘量區分何者為違反公司法第23條之1之善良管理人注意義務，何者為違反忠實執行業務義務，惟因受限於公司經營行為之多樣化、多變性、及多面向等特點，均僅屬於法院或裁判者個人觀點之一而已；同時在法律判斷上，若公司負責人違反公司法第23條第1項之義務，則應對公司負損害賠償責任則屬同一；故法院就具體個案為判斷時，實亦無庸強採學理上『異質說』看法，逕將公司負責人所為之各種商業行為逐一定性、判斷是否違背善良管理人注意、忠實執行

定說者無非謂公司受有損害時，原告不能僅舉證損失，就主張管理者未盡注意，否則損失不會產生。這與美國法經營判斷法則令原告須舉證適用該法則的四個前提至少一個並不存在，即被告不具善意，有利益衝突，資訊不足或無理性基礎，否則即認已盡注意義務¹⁰⁸仍有所不同。

(二)我國學者見解

雖我國實務見解似尚未引入美國法的經營判斷法則，但學者多數認應予引入。亦有學者認從我國實務上來看，縱無經營判斷法則有利於管理者的推定，主張管理者違反注意義務的原告本即應就違

業務之義務，亦應先予敘明。」本判決認為基於英美法中即不強加區分「忠實義務」、「忠誠義務」、「善良管理人注意義務」等名詞，而逕以「fiduciary duty」稱之；且違反善良管理人注意義務或違反忠實執行業務義務，均因受限於公司經營行為之多樣化，而僅屬於法院或裁判者個人觀點之一而已，而並無強行區分何種行為係屬違反善良管理人注意義務或忠實義務（即異質說）之見解。姑且不論此判決對於同質說或異質說之見解是否符合美國法之學理以及是否為學說上所認同，然而此判決顯認公司負責人所為若事後證明發生損失時，我國法系適用所謂「經營判斷原則」並無疑義。

¹⁰⁷ 臺北地方法院92年度訴字第4844號判決。其反對引用「經營判斷法則」，認為推定免責應以法律明文規定為限。其意旨內容為，「然我國程序法推定免責，應以法律明文規定者為限，但並無此推定免責之規定，又公司法上之董事係適用民法委任關係為規範，且受任人處理委託事件具有過失或逾越權限，委任人依委任關係得請求賠償，而公司法無具體排除此項規定適用之明文，是不能採用上開法則（按即經營判斷法則），認本件有該法則適用，而使被告等人即可推定為善意，且對公司經營已有適當注意，仍應按原告之舉證情形分別審酌之。」

¹⁰⁸ 劉連煜教授認並非符合經營判斷法則之前提要件公司負責人即當然毋庸負責，祇是原告須舉證被告負責人係資訊不足或基於惡意等等。劉連煜，同註75，頁110-111。純就理論而言，劉教授當然係屬正確，但在實務上，原告一旦未能滿足舉證責任證明被告不符經營判斷法則之前提，則殊難想像取得該法則保護之被告在何種情況下仍要負責。

反一事負舉證之責，因此實際上與美國法差別不如想像中大¹⁰⁹，經營判斷法則祇是加重原告的舉證責任¹¹⁰。換句話說，一般原告舉證可能讓法官就管理不當有合理懷疑即可，再由被告舉證已善盡責任，但依經營判斷法則，原告須舉證到讓法官相當確信該法則的四個前提（善意、忠實、資訊充足，以及具理性基礎）至少有一個並不成立，舉證責任才會轉到被告一方。

我國學者之所以主張應引入美國法下經營判斷法則，除贊同前述政策考量外，也認為商業判斷極其複雜，若無經營判斷法則，法官針對個案的自由心證極可能因人而異，判決就不具可預期性及一致性。我國學者同時進一步援引美國學者之法律經濟分析，指出市場機制足可淘汰不良管理者，故法院毋庸介入審視商業判斷，而應讓運作良好的資本市場、人力市場以及企業將管理者薪酬與市場的連結，來達到促使管理者善盡職責、追求公司最大利益之目的¹¹¹。

(三)我國與美國法之比較

1. 經營判斷法則

我國就注意義務的設計，與美國似出入不大，但目前實務上似尚未採經營判斷法則，惟公司法學者多持應予引入之立場。綜言之，我國與美國法可能有四方面不同。第一，舉證責任不同，經營判斷法則係法律推定管理者已善盡注意義務，但我國法尚無此推定，則我國法下原告股東舉證責任是否較美國為低值得探討。第二，審查內容不同。經營判斷法則在美國許多案例，均強調僅審查程序，例如董事會有無取得充分資訊，集思廣益作成決策，但不審

¹⁰⁹ 邵慶平，商業判斷原則的角色與適用——聯電案的延伸思考，科技法學評論，8卷1期，頁119，2011年6月。

¹¹⁰ 同前註，頁117。

¹¹¹ 邵慶平，同註109，頁117。

查實體面，也就是針對該決策究竟是否符合專業者利弊得失的評量，並不加以審斷。我國既未採經營判斷法則，理論上法官自亦可實質審查。第三，行為標準不同。美國法因有經營判斷法則的運用，管理者至多也僅就重大過失負責，但我國依公司法規定，管理者理論上就抽象輕過失亦須負責。第四，美國法允許公司以章程更進一步降低管理者責任，我國法似不允許，至少民法不准許事前免除故意或重大過失責任。

承前述，純粹自理論而言，我國法對管理者注意義務的要求明顯較美國為高。但觀察實務，若美國法下管理者違反注意義務的案例如同「大海撈針」，我國法則近乎「水中撈月」。這似乎不能單純用國人避免爭訟的習慣來解釋。一方面，此與企業股權結構¹¹²，以及相關法律設計¹¹³等因素有關；另一方面，我國法院事實上對原告舉證責任要求頗高，換言之，我國實體法雖無美國法經營判斷法則之推定，但倘我國法院係要求原告就管理不當之具體事實負舉證責任，則往往要求其舉證須達一定強度，實質上與美國法推定的效果相去不遠¹¹⁴。

2. 專家意見

企業併購往往要求專家出具意見，美國各州公司法有的明文規定企業管理者可依賴、相信專家所提意見，惟須基於善意並合理。我國公司法就此無明文規定，然證券交易法似認倘管理者之信賴係

¹¹² 我國家族企業占相當比例，管理者多為家族重要成員，其他成員不會對之興訟。而非家族成員的小股東或與公司關係密切，例如係員工或關係企業，或持股實微不足道，自亦不會興訟。

¹¹³ 例如公司法之代表訴訟設計頗多缺失，不利於小股東提起此類訴訟，詳請參閱劉連煜，同註75，頁450-456。

¹¹⁴ 李維心，從實務觀點談商業判斷法則之引進，中原財經法學，22期，頁166，2009年6月。

屬合理、正當，自非法所不許¹¹⁵。但專家意見並非萬靈丹，可使管理者絕對免責，例如有判決即指出「且公司董事每年收取高額之報酬，豈能以財務報告已經會計師查核而免除脫卸其審核應盡之善良管理人注意義務」¹¹⁶。這方面兩國法律應差別不大，即專家意見非當然能證明管理者已盡到注意義務。

3. 股東會決議

企業併購也往往須通過股東會，股東會的背書是否會使管理者因之免責？就美國法而言，至少在股東會未取得充分資訊時，管理者並不因之而免責¹¹⁷。我國法明定會計表冊經股東會決議承認後，視為公司已解除董監責任，但董監有不法行為者，不在此限¹¹⁸。對前述規定，學者雖多有質疑¹¹⁹，但舉重明輕，既然股東常會會計表冊一經承認，董監過去一年的責任原則上均被解除，特定併購案業經股東會針對該案予以決議，似乎並無不解除責任之理。更精確的講，併購在依法須由股東會決議，也經過股東會於充分取得資訊下決議通過，就形成公司的最終決策。董事會也好，經理人也好，都有義務要服從這個決策，管理者去執行決策無責可言。然倘該案重要資訊董事會未向股東會揭露，則董事責任亦不因

¹¹⁵ 證券交易法第20條1第2項，「前項各款之人，除發行人、發行人之董事長、總經理外，如能證明已盡相當注意，且有正當理由可合理確信其內容無虛偽或隱匿之情事者，免負賠償責任。」

¹¹⁶ 桃園地方法院94年度金字第3號民事判決。

¹¹⁷ 請參考Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985)一案討論。

¹¹⁸ 公司法第231條規定，「各項表冊經股東會決議承認後，視為公司已解除董事及監察人之責任。但董事或監察人有不法行為者，不在此限。」

¹¹⁹ 方嘉麟，會計表冊承認制度之研究兼論違法盈餘分派之責任歸屬，載：現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁412-415，2005年8月；劉連煜，同註75，頁444以下。

股東會決議而解除¹²⁰。例如併購案為高風險高獲利，僅強調獲利而未提及風險，最後併購案發生重大虧損，管理者（董事會）自無法以股東會決議通過而主張自己無何責任。但若針對風險部分管理者亦一併說明而併購案卒獲股東會通過，表示股東願意為追求高獲利而承擔高風險，則嗣後股東自不能再以併購案風險過高為由追究管理者責任。這方面臺美公司法似乎亦無重大出入¹²¹。

伍、個案分析與注意義務之再檢視

主張經營者管理不當，應涵蓋：(一)針對特定行為主張不當；(二)該行為未達注意標準，以及(三)就前述兩點，滿足舉證責任的要求。就明基一案觀察，首先，併購西門子手機部門的決策應相當具體、特定。但倘決策本身並無不當，惟造成可能高達300億元的損失，從而主張管理者應停損而未停損，就可能被認定係過於空泛，不夠具體。從這裡可看出積極作為較易被辨識而予特定，但消極不作為（應作為而不作為）就相對困難。明基一案其董事會曾三次決議增資明基海外子公司，以維持手機部門營運，因係積極作為即較易滿足特定行為的要求。

其次，以行為標準來看，美國與我國均採客觀說。然李焜耀與施振榮其管理能力應超過一般專業管理人，則應適用個人較高標準。美國法因採經營判斷法則，一般僅審查程序面，而亦僅在程序

¹²⁰ 劉連煜，同註75，頁444以下。

¹²¹ 英美法下，倘股東會決議通過董事會所提事項，而該事項董事會係有利益衝突，但原則上股東會同意可挪去利益衝突陰影，使董事決策重新受到經營判斷法則的保障。請參閱邵慶平，同註109，頁131-132。惟於無利益衝突場合，在經營判斷法則保護下，管理者幾達廢弛職務，或至少重大過失程度方有責任可言，則事實上不可能發生股東會在資訊充分揭露下批准董事會決策的情況。

面顯示有重大過失時，始課管理者責任，其探討則多集中在管理者有否取得充分資訊。而明基雖進行過實地查核，亦聘有專家提供意見，惟似均流於形式。不過，明基併購的架構設計顯示管理階層並非對風險全無警覺，然因公開資料不足，尚無法遽斷是否已盡程序上的注意義務。就實質面而言，美國案例甚少觸及決策利弊得失之衡量。但實際上，評估程序面往往無法完全不涉及實質面。明基一案由於公開資料有限，亦無法判斷明基是否過度輕忽風險方決定併購，而在發現情況未如預期樂觀時，又過度執著未於第一時間停損。

最後，就舉證責任觀察，美國法因採經營判斷法則，往往加重原告的舉證責任。以舉證最強程度而言，祇要管理者具備任何商業理由，例如發展全球品牌，原告就須舉證併購案經成本效益分析，成功機率太微小，理性的管理者不會為長期品牌目標，冒幾乎如同自殺的風險。惟本文認祇要原告能舉證管理不當的可能性合理存在，例如明基一案具高風險特質，然公開揭露的資訊沒有風險評估與風控措施，相反的，顯示例如實地查核相當草率，嗣後管理者即須舉證其已達專業注意水準。在明基可能延宕時日未及時停損方面，研發主管上任不及一月的掛冠求去，以及手機部門鉅額虧損導致明基財務惡化到某一程度，均可認已滿足錯過合理停損時點的舉證責任。

一、特定行為

與個別事務之委任不同，公司管理者於任期內，係持續處理可能數以萬計的事務，每一件都必須善盡注意。而倘擬主張管理者違反注意義務，也必須是針對管理者特定行為（包括作為與不作為）。單純指出公司有重大虧損，不能得出管理者管理不當，而必須與特定行為連結。這個道理似乎很簡單，管理者並非保證公司必

有盈餘，而造成公司虧損的因素又太複雜，則當然應該就具體事項主張管理者如何不當，而非空泛的以經營結果論斷。但是，一般人要在千頭萬緒中找出特定不當行為，其實絕非易事。即使在明基一案，亦非想像中單純。併購西門子手機部門是想當然爾的不當行為。然而，縱使併購行為並無不當，一年多以來是否早應喊卡停損但不當硬撐？應作為（停損）而不作為也是一種行為。

惟無論如何，法律上要求針對特定行為主張不當，在某程度雖增加了不參與公司事務的一般投資人，追究管理者責任的困難，但也遏止了純然臆測，或以成敗論英雄。此時，被指出的行為通常都具重大性，不會是日常小事（因外部人無法發現並辨識出來該行為如何造成損失，又如何不當），這也防止了濫訴，或過度干預公司日常事務的運作。但，縱使是針對特定行為管理者說不定還是覺得很不公平。企業在管理者領導下，可能從無到有，從一個小工廠到國際知名跨國企業，管理者數十年來為企業締造逾百億、千億業績，但萬件做對不能抵一件行差。祇要針對特定行為管理者疏於注意，仍要就該行為造成的損失負其責任。當然，這也可能是經營判斷法則沒有明言的考慮，所謂「聰明一世，糊塗一時」，既然聰明時創下豐功偉業，沒有道理不原諒一時糊塗。

不過，由於注意義務是針對特定行為，日常千百交易事實上已損益相抵，不會對管理者不利，蓋投資人極難於如此龐大交易量中篩選出特定交易對之為如何主張，故僅重大交易才可能成為究責標的。而且，因法律規範是普遍適用於賢者及不肖者，不論過去有無豐功偉業，針對特定行為有無違反注意義務其標準原則上是一樣的。更何況，比爾蓋茲說過，「成功是最差勁的導師」，法律規範不能設計成因前面劈荊斬棘、無往不利，後面管理者就可以自由選擇冒進或懈怠。是以，從明基管理者角度可能會覺得自歷史發展看，過去選擇眾人不看好的道路，慧眼獨具為公司打下江山，惟討

論法律上有無違反義務，卻侷限於單一行為並不公平。但無論是臺灣或美國，法律規範均係針對特定行為，而非泛指企業營運，也可以說就注意義務，正因針對特定行為，故並不採行功過相抵的模式。

然而，特定行為究竟須具體到何種程度？在Shlensky、Van Gorkom與Disney中行為相當具體、清晰可辨。Shlensky是拒絕裝設夜間照明設備，Van Gorkom是針對併購案，Disney則是簽訂含高額離職金條款的聘任合約。相對的，Stone一案原告主張公司因違反管制被課以高額罰鍰，被告董事必定疏於監控，Citicorp一案則主張公司在次貸產品市場遭受嚴重虧損，被告董事必定未作好風險控制，均被美國法院認原告所指行為不夠特定、具體，不能自結果（鉅額罰鍰及投資損失）就跳躍到被告董事行為不當。本文明基一案較無行為須特定、具體方面問題，併購西門子手機部門應相當具體、特定。但倘併購決策本身並無不當，惟造成可能高達300億元的損失，從而主張管理者應及早停損控制風險暴露就可能被認係過於泛泛，不夠具體、特定。這裡可以看出積極作為較易被辨識出來予以特定，但消極不作為（應作為而不作為）就相對困難。明基一案其董事會曾三次決議增資明基荷蘭，以維持手機部門營運，因係積極作為即較易滿足特定行為的要求。

二、行為標準與判斷基準

美國與臺灣就特定行為，管理者應具備何種注意程度，均採客觀說。前已述及，客觀說似乎稍稍具體化了高度抽象的善良管理人注意，但實際上仍乏明確標準，蓋針對繁複龐雜，具相當獨特性的企業事務，很難設定一個超然獨立的善良管理人出來，從而確定行為標準。此時，特別在不是黑白分明的案件，法院的判斷標準，有疑問時作對哪一方有利的推定，就變得很重要。前已討論，抽象的

過失標準（抽象輕過失、重大過失）反而不如想像中重要，蓋法院若認應予管理者很大的裁量空間（冒險的自由），在灰色地帶作有利於管理者推定的話，就算名義上採抽象輕過失，法院也會認管理者並無過失，或原告無法舉證管理者有過失。但倘法院是偏向原告，則管理者同樣的行為亦非不可能被認定有重大過失。由於極難就行為標準為客觀、一致性衡量，這也是為何學者主張應採經營判斷法則，以避免法官心證因人而異，個案判決歧異性過大¹²²。總的來講，法院判斷基準，例如是否適用經營判斷法則，因僅審程序面並作對管理者有利之推定，於個案重要性遠逾抽象行為標準的設定。

在明基一案，以行為標準而言，我國在理論上，標準似較美國對管理者嚴格，以下就程序與實質，以及主觀說與客觀說析論之。

1. 程序面與實質面

(1) 程序面

就程序面，本案經董事會、股東會通過，也附有專家意見，表面上觀之完全合法。但進一步觀察，例如併購時程極端緊迫，明基在實地查核上，似乎未組一專業查核團隊，涵蓋各類專家，專赴德國作詳盡的實地查核¹²³，這也導致後來明基對西門子提出仲裁，主張德方高估資產，整個價金應減少超過2億歐元¹²⁴。而所謂專家意見，其結論非常簡略，似無實質意義¹²⁵。例如計算併購價格，

¹²² 邵慶平，同註109，頁117。

¹²³ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁322。

¹²⁴ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁304。

¹²⁵ 2005年明基股東會年報僅載：「明基公司收購德國西門子公司手機部門之交易，該部門之合理價值約介於329到1196百萬美元之間，而本次收購交易，明基公司並未有相關淨支出，因此評估在明基公司若能有效改善該部門經營效率並擴大市場佔有率之下，本交易對明基公司應為有利，經評估本案之收購

在同業市值與營收比較法中，以Nokia及Motorola作比較，然又以西門子手機部門虧損連連為由，僅能計入前兩者之5至10%；在國際收購按市值與營收比較法中，以大陸聯想收購IBM之PC部門作基準，然亦僅計10至20%，至於作此折價的基礎隻字未提，這份專家意見恐流於形式，實際上無法協助任何人決策。祇能說大致觀察下，程序合法。細部檢視，似未十分謹嚴。但，本案規模雖極為龐大，似乎程序應趨於謹嚴，然個案也可能有獨特考量，例如時程緊迫或是因併購有競爭對手不得不加緊腳步¹²⁶，或明基無法自西門子取得更多查核時間等等¹²⁷。如前所述，個案差異性是在評估併購案中管理層有無善盡注意義務的最大困難點，法院不可能避免個人判斷，程序未盡完美是因併購當時主客觀環境使然，或是管理者「應注意不注意」。

美國法因採經營判斷法則，通常僅審查程序面，而往往也祇在程序面顯示有重大過失時，方課管理者責任。這意謂法院心裡有個假設的善良管理人典型，要偏離這個典型相當遠才會被認程序面未盡注意義務。從這個角度，Van Gorkom一案算相當特殊，該案表面上程序均合法，不過法院認董事會成員未審閱整份併購合約，以及未委請專家就公司真實價值提供意見（雖該案併購價格較市價已有相當溢價幅度）等，構成注意義務的違反。惟於Disney一案，法

價值應屬合理。」其評估交易有利的兩項前提，有效改善經營效率，以及擴大市場占有率，似乎可從任何教科書轉載，不具任何個案意義。至於明基並無淨支出，與風險關聯性低，因最大的風險在於明基要獨自承擔手機部門未來產生的所有虧損。如此專家意見，股東會應無法獲得與該併購案相關的有用資訊以評量利弊得失。

¹²⁶ 西門子決定出售手機部門時，明基不是第一個與西門子洽商的，惟最終雀屏中選。廖雙利，同註63，頁54。

¹²⁷ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁323。

院將Disney董事會通過Ovitz聘任合約的程序，與所謂的最佳實務守則（best practice）步驟比較，法院認有所偏離，不過不構成重大過失，亦未達廢弛職務或漠視本身職守程度，也就是並無不具善意的情況。

有趣的是，該案法院首先指出要符合最佳程序，董事會下的薪酬委員會成員應被告知Ovitz在不同情況，依聘任合約規定，可自Disney取得之不同金額，包括Disney在聘約期滿前無正當理由解任Ovitz，以不同期間設算離職金的高低，以及Disney所須負擔的成本。然後法院花了不少篇幅論述上開程序雖未被嚴格踐行，但事實上薪酬委員會的成員以其經歷與已知資訊，對Ovitz提前去職Disney須支付的離職金數目是大致瞭解並有共識的。似乎法院自己雖強調，採取的是重大過失或職務廢弛的寬鬆標準，在具體檢視時並未真正如此寬鬆。

若將明基的程序與美國案例相較，由於公開揭露的資訊並不詳盡，明基董事會有否被告知風險如何評估，由誰進行評估，並就不同風險狀況沙盤推演，乃至設定最大風險承受程度外界不得而知，當然也不清楚董事會對併購案作了哪些檢視，以及如何形成決策（包括三次董事會增資決議之決策過程也無法得知）。

美國法就程序面通常都集中在探討管理者有否取得充分資訊，未取得充分資訊也是管理者喪失經營判斷法則保障的重要原因，Van Gorkom一案法院就強調被告董事就併購案並未取得足夠資訊。而明基雖有聘任專家對併購西門子手機部門提供意見（該專家意見亦於股東會揭露），但似乎形式意義大過實質。不過，明基併購的架構設計顯示明基管理者不是對風險全無警覺，也企圖利用子公司的架構作某程度的風險隔離。雖然，明基的程序稱不上最佳實務運作，然由於可參考的公開資料不足，不能遽斷管理者於程序上違反了注意義務。因本案並非管理顯屬不當的極端案例，更彰顯法院判斷標準，究有無經營判斷法則之適用，其重要性應高於理論上

的注意標準，此點容於後文再詳細討論。

(2) 實質面

具體而言，實質面是要判斷一個專業管理者在考量本案各方面因素後，是否會認為本案可行。在這方面，明基本身在年報對併購預期效益及可能風險，以及因應措施的敘述，可作為檢視的起點。在預期效益上，明基強調其貼近亞洲市場的個人消費定位，同時具研發及生產成本優勢，與西門子深耕歐洲市場，並具核心專利技術產生互補，將發揮綜效，而新產品的推出，也會提升整體銷售。在風險與因應上，則表示強化成本控制，明基將會監控材料成本的採購，重新調整製造成本，並持續降低營業費用。事後來看，明基前述期待無一項達成。首先，明基併購西門子後整體銷售不升反降，以致無法達成量的規模。其次，在銷售量萎靡不振下，成本控制亦告失敗，營業費用節節上升。這當然使虧損幅度日益擴大。

雪上加霜的是，新產品的推出時程又延宕，導致前景更形黯淡，這也是李焜耀決定認賠終止投資的最後關鍵¹²⁸。但是，任何人事後來看，都能得出本案是個失敗投資的結論，惟任何投資皆有風險，理論上風險愈大報酬愈高，故重點在明基管理者於決定併購西門子時，是否評估過風險，並對風險控制有所規劃，亦即是在合理辨識、評估風險且決定因應之道後，有意識的承擔此風險，目的是追求更高的利潤。不能否認的，在探討實質面時，如同美國支持經營判斷法則學者所說的，必然涉及事後諸葛，某程度受到併購案最後終局的影響，因為探討的重點就是外界檢討本案失敗的各項原因，於事後檢視明基管理者是否可能有所預期並擬妥應變，而疏於作這方面努力。

最重要的失敗原因，外界歸咎於明基併西門子帶有高度風險，

¹²⁸ 聯合晚報，斷尾求生 明基嗆升漲停，17版，2006年9月29日。

因該案具備小併大、跨文化、虧轉盈等特質。就最後一項來看，兩家在手機產業均非成功，特別是西門子其競爭力在迅速下滑，而明基顯然未準備好，導致併購後未能有效整合，轉虧為盈。以跨文化而言，明基以代工起家，在成本管控方面自駕輕就熟，但碰到德國的勞工法令、強悍工會組織以及當地企業文化，卻完全施展不開¹²⁹。據報導，明基認為德國人可充分自治，僅派少數幹部到德國進行整合¹³⁰，這顯然對整合的難度相當輕忽。而明基的代工文化與西門子品牌文化，臺灣的東方文化與西方文化都大幅提升整合的困難度。而西門子擁有逾一百五十年歷史，相較於明基成立才超過二十年，尚處於講究快速衝刺的創業階段，企業文化自大相逕庭¹³¹。這在在會拖長併購後整合速度，並提高不確定風險。同樣道理亦適用於以小併大，西門子手機部門營收遠遠超過明基，規模小的企業其幹部想要領導大型企業的管理者（不用說西門子員工可能認其品牌、歷史、人員素質在各方面均優於明基）會受到如何阻力可想而知。若不能有效整合，使西門子手機部門改頭換面，則不可能讓市占率急速下滑的該部門浴火重生，至少在明基尚能忍耐虧損的短短一、二年內極不可能。

整合需要時間與成本，這在每個併購案皆然。明基倘擬追求品牌國際化，提高產品附加價值，避免代工業毛利江河日下，則併購西門子手機部門，取得通路、品牌及研發人力亦非不合理。事實上，西門子手機部門倘非虧損累累，明基根本也沒有併購的機會。所以，明基是否能有效整合，提升整體競爭力，而達到此目標前須

¹²⁹ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁323。

¹³⁰ 太習慣「成功」 李焜耀誤吞苦藥，商業周刊，985期，頁44，2006年10月9日。

¹³¹ 廖雙利，同註63，頁54。

支付多少成本，明基是否能合理負擔就攸關甚鉅。李焜耀自己曾表示，倘明基口袋夠深，這個併購案可能就會成功¹³²。言下之意是整合時間拖的夠長，綜效就會出現。但在手機部門虧損嚴重，手機市場瞬息萬變下，速度就是一切¹³³。

這也正是本案實質面探討的核心，在預期跨越文化，以小併大，由虧轉盈的高難度併購案中，時間與成本恰為成敗關鍵。若口袋夠深，當然可以時間換取空間，惟明基在評估時，對口袋深度如何認知？據報導，明基準備了約300億元應戰，預備花兩年時間轉虧為盈。這部分的金額是參考索尼愛立信（Sony Ericsson）合資案，發生六季虧損金額約250億元而估算¹³⁴。結果是一年不到就耗盡，而且明基須東挪西湊，透過出售資產、向銀行貸款、計畫私募等方案維持現金週轉¹³⁵。事實上，明基在併購後，二〇〇六年半年報負債比率暴增至76%，已顯示明基財務槓桿運用幾達極致，在產品延發時程推遲下，李焜耀宣布終止可謂不得不然的抉擇。

可以說，明基準備300億元，不但是參考索尼愛立信案，而且大約是明基維持正常營運下，能湊出來的最高金額，明基放手一搏心態非常明顯。不但明基對整合速度似乎過度樂觀（索尼與愛立信是否係可類比對象，除了該案並非併購而是合資外，索尼在市場評價與技術水準是否與明基相當自然亦有爭議。而且，如前所述，索尼國際化程度似亦遠較明基為深），這中間祇要市場情況發生意想不到變化（例如發生金融海嘯，手機銷量即會大幅下降），縱然明基對虧損的預估完全準確，明基也會因口袋不夠深而不能因應，更

¹³² 經濟日報，抱歉，我們口袋不夠深，A3版，2006年10月25日。

¹³³ 鄭凱元，同註51，頁32。

¹³⁴ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁307。

¹³⁵ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁291。

何況明基的預估並不準確。顯然，面對併購案的高度風險，明基並未留給自己出錯的任何空間。

而果然整合處處碰壁，相信也間接造成研發時程的延宕，李焜耀看不到未來，銀彈又已耗盡，遂認賠了結。惟遲至最後一刻宣布終止¹³⁶，明基準備賠掉的金額幾乎全數耗盡，無力回天。明基集團此時已茁壯至相當大規模，李焜耀似乎多線作戰，備多力分¹³⁷，停損時點反應也不夠快。當然，明基可能與西門子有某種協議（在明基不再金援，其德國子公司宣告破產後，西門子即對明基興訟），明基也可能是在評估訴訟風險後不得不撐下去。不過，公開資訊未揭露此類協議，而且，假設明基在併購時即與西門子達成此種協議，則明基管理層無疑是將明基置於更大風險暴露中，且此點並未向外界揭露。

美國案例由於採用經營判斷法則，幾無可能碰觸實質面，但首先，美國法院雖強調僅審視程序，包括決策者決策時有無取得充分資訊，但實際上，程序是否周延，資訊是否充分不可能完全不涉及實質面。倘決策相當普通、具一般事務性質，法院不可能對程序或資訊作何等要求，但針對高風險事項，法院的要求自然趨嚴。惟如何劃分一般性與高風險，自然是要對實質面因素作一定程度的檢視。例如Shlensky一案，球場是否裝設夜間照明設備，就經營球場

¹³⁶ 有各種跡象顯示明基未能有效整合，例如明基於2006年4月初任命原西門子員工出掌德國研發團隊並開發通路，但該員卻在5月1日回到西門子總公司，整合研發團隊問題重重已清楚浮現。鄭凱元，同註51，頁33。

¹³⁷ 太習慣「成功」 李焜耀誤吞苦藥，商業周刊，985期，頁44，2006年10月9日。指出「……過去李焜耀是從班長一路當到總司令，任何會議他一律參加。現在他比較會多聽。」明基視訊事業群總經理黃裕國表示。這對於上千億營收規模事業體而言是件好事，但另一方面卻也放權太多。明基策略長雷輝就說過，「合併後每月都虧好幾億，但KY（李焜耀英文名）都交給我們去處理，換成三年前，這種事一定不會發生。……」

而言，此事並不特殊，該案法院雖表示完全尊重管理者判斷，但仍大體討論了拒絕裝設的理由，並認長期而言拒絕裝設說不定對公司反而有利（這本身就是實質判斷了）。所以，Shlensky法院並非如其宣稱根本不碰實質面，祇不過是給管理者極大運作空間，決策祇要能說出個理由法院就買帳。

若以Shlensky標準，明基管理者追求全球品牌，企圖自低毛利代工轉型為高毛利品牌業者當然是有效的商業理由。然不同於Shlensky一案，併購西門子手機部門係含高度風險，Citicorp一案就凸顯風險控管的重要，祇是該案原告一方面不能突破經營判斷法則屏障，另一方面又受有外部人資訊不對等的不利益，無法具體指出控管在哪裡出了問題。然而，美國法院也不是絕對不涉實質面的利弊得失衡量，在Litwin¹³⁸一案，於風險與報酬極度不對等下，法院以被告董事有重大過失，決策幾無理性基礎而認違反注意義務。該案被告任職於銀行，決議通過由銀行向某公司購入債券一批，同時授予該公司選擇權，得於六個月內以原價向銀行買回債券。結果，該批債券價格大跌，當然，擁有選擇權的公司不會選擇買回債券，下跌的損失全數由銀行承受。法院認選擇權剝奪了銀行享受債券價格上漲的機會，導致銀行賺到的無非是微薄的債券利息，卻要承擔整體價格下滑的巨大風險，兩者顯不相當。

由Litwin一案來看，風險的承擔超過一定限度，經營者的決策也會被挑戰而認有違注意義務。Stone一案則認倘管理者完全漠視風險，從而對伴隨風險而來的問題一無所知即構成不具善意，經營判斷法則就無法保障管理者免於責任。從明基股東會公開揭露的各項資料來看，風險很少提及，也未揭露有何應變計畫。整合碰壁是本案失敗主要原因之一，這也顯示程序面的實地查核不夠確實，未

¹³⁸ Litwin v. Allen, 25 N.Y.S.2d 667 (N.Y. Sup. Ct. 1940).

能辨識整合問題從而擬具因應方案。同時，資料並未明確顯示明基管理者是否固定檢討虧損金額與原因，至少在董事會作增資決議時，充分評估風險及各種可能性，有意識的權衡利弊後決定繼續金援以維持德國子公司運作。當然，由於資料有限，並無法判斷明基是否過度輕忽風險方決定併購，而在發現情況未如預期樂觀時，又過度執著未於第一時間停損。不過，李焜耀與施振榮均富併購經驗，特別是施振榮，還經歷過跨國併購重大挫敗，其行為標準是否與沒有併購經驗的人一樣？這是下一節主觀說與客觀說擬討論者。

2. 主觀說與客觀說

臺灣與美國就管理者行為標準均採客觀說，惟我國學者則特別強調除客觀事實外，「主觀意圖」亦應納入考量，揣測應係指善意或誠信。一般而言除非有利益衝突，管理者極少被認為不具善意¹³⁹。明基管理者與西門子毫無瓜葛殆無疑義，也沒有任何證據顯示西門子與任何人檯面下如何以促成明基併購案，善意似乎不是問題。較微妙的一點是，明基以小併大（西門子手機部門規模超過明基本身規模，倘純粹與明基手機業務相較，規模更是天差地別），也符合併購理論中管理者追求建造帝國，滿足本身野心，出於菁英傲慢的典型¹⁴⁰。

¹³⁹ 英國法對善意則界定為純粹以公司利益為攸歸，不能企圖自其中獲得任何個人利益，即使僅為附帶利益亦不例外。

¹⁴⁰ 關於企業進行併購策略之動機上，學說上有歸納出以下數說：綜效理論、傲慢假說與代理理論。綜效理論係指「企業進行併購之目的在提升管理效率、財務、營運，以達到利潤增加及風險降低之目標，產生綜效以獲取經濟利益，期望併購後整體價值會大於個別個體價值之加總」；代理理論則係「指管理者在從事併購動機是由於個人私利而傾向進行非價值極大化的決策，但決策造成支出是由公司內部其他股東所共同承擔，為了監督和控制管理者，所以產生代理成本」。而傲慢假說則是認為有些經營者往往會因為心態過於傲慢或者因自信而高估自身能力，認為併購目標公司之後，能夠讓目標公司

嚴格來講，明基管理層個人持股極微，運用股東匯集的龐大資金，攻城掠地建造帝國，倘成功，本身自屬「經營之神」，不但地位再無可能撼動，也創造個人無法估計的聲譽資產；但若失敗，直接虧損的都是別人（也就是股東大眾）的錢。當然，被公司逐出喪失經營者地位的可能性，以及對自身聲譽的衝擊也必須列入考量¹⁴¹。祇要後者被評估風險很低，且聲譽衝擊祇是暫時，其後仍可回復，以公司資產一博成就個人偉業的動機自然存在。也就是說，用別人的錢追逐自己的夢想是永遠可能存在的衝突。在法律評價上，是否要把善意的範圍擴充到涵蓋如此情況，自值討論。惟法

未來效益現值大於現在價值，但實際上並非如此，管理者往往因評估過於主觀而導致買錯了、買貴了或虧本。詳請參閱吳安妮，臺灣企業併購動機之實證研究，管理評論，11卷，頁2，1992年11月。

¹⁴¹ 倘純係以數字衡量，李焜耀在併購西門子一案中虧掉巨大金額，但仍未失去集團大家長施振榮的信任與支持，得以繼續擔任明基董事長。反觀宏碁原執行長蘭奇，如同李氏之於明基，蘭奇領導下，宏碁衝上全球個人電腦第2名，營收、淨利亦創新高，可謂戰功彪炳。蘭奇於2011年3月底閃電辭職，但2010年與2011年第1季宏碁仍有盈餘，僅兩次財測失準。2010年盈利更創下歷史新高，惟趨勢往下。若單就併購西門子失利與財測失準嚴重性來看，沒有任何道理李焜耀留任而蘭奇去職。但自企業董事會角度，李焜耀在西門子一案重重摔了一跤，可以當作是付學費，因李氏與施振榮發展品牌理念一致，甚至就併購案施氏未嘗不是某程度的默許。由於李氏與施氏兩人可完全控明基董事會，故併購案的失利不會導致李氏下臺。但蘭奇不過是宏碁執行長，董事長王振堂與施振榮對宏碁未來走向與蘭奇嚴重衝突，蘭奇既不能改變想法，執行董事會的經營策略，自然祇能選擇離開。這表示在公司治理上，公司內部考量某人去留，其因素絕不會單純祇針對某個行為或交易，甚至管理學者指出往往企業文化的考量還凌駕績效。這與法律追究管理者責任，完全係針對個別行為，以及對公司盈利數字的影響有極大差異。故理論上除非否定管理者應就個別行為以及對公司造成的帳面上損失負責，否則不能主張公司內部機制在原則上（例如在無利益衝突下）可取代法院的究責設計，而選擇讓法院完全尊重經營者的判斷。有關蘭奇去職的原因探討，詳請參考商業週刊，1220期，頁86-114，2011年4月11日。

律設計或理論或可條列不同要件，例如主觀善意與客觀注意，惟個案無可避免需整體觀察，譬如若有證據顯示明基管理層一心追逐霸業，完全無視、也不在乎公司承受的巨大風險，認為公司不過是遂行個人夢想的工具，這不但影響客觀注意的認定，當然也會影響主觀善意的評斷。

就行為標準而言，客觀說無非謂企業管理者應具備一定程度的最低注意義務，至於有無盡此義務之知識或經驗在所不問。然，前面介紹過李焜耀的學經歷，他本身所在行業即高度國際化，須全球布局。明基在他主導下亦與跨國企業合資，進行過多件併購。他也是臺灣早期電子業管理階層，極少數具理工背景外，還有世界知名瑞士洛桑管理學院學歷者。李氏跨國併購的管理能力，應超過一般專業管理人，施振榮則更不待言¹⁴²。客觀說並非意謂此二人仍僅需盡一般注意義務即可¹⁴³。或謂如此是否對具輝煌戰績者係屬不公，因極可能被認定有超高能力。但進一步分析，如施振榮或李焜耀等，係金字塔頂端之人才，薪酬必較高，而從事任何重大交易或策略規劃，例如本案的併購，不管是投資人或下屬，必因對其能力的信心而給予較大空間。換言之，高風險高報酬，但對一個平庸管理者，他通常無法取得董事會或大股東支持進行高風險活動，因失

¹⁴² 施振榮先生於1976年創立宏碁公司，致力發展Acer品牌國際化。施振榮先生本人在1999年獲國際企業學院「The Academy of Int'l Business, AIB」頒發年度跨國企業經理人「The Int'l Business Executive of the year for 99」。宏碁公司則是經過其長期努力，直接或間接替臺灣開創許多新的高科技事業，由其發展出來的ABW家族（宏碁Acer、明基BenQ、緯創Wistron）更是表現出色。2009年第3季，宏碁躍居成爲全球第二大個人電腦公司，Acer品牌則是自1999年以來連續多年獲讀者文摘評選爲亞洲最佳電腦品牌。網址：<http://www.stanshares.com.tw/stanshares/portal/home/index.aspx>，最後瀏覽日：2011年8月23日。

¹⁴³ 英國法係明定當事人能力較強者應適用較高標準。See PALMER'S COMPANY LAW: ANNOTATED GUIDE TO THE COMPANIES ACT 2006, at 175 (2007).

敗的可能性太大了；但一個被視為能力過人的菁英，就可能取得相關支持放手一搏，而若成功了，他就自菁英躍入菁英中菁英，未來事業發展不可限量。是則，法律評價上沒有理由無視於他本身專業能力，以及投資人與員工對他的期待，而繩之以所謂的一般水準。

以併購西門子一案來講，較高注意表示對風險的評估其觀照應更全面，從而評估更準確，例如本案一個很大風險在整合速度（因之影響其虧損下降幅度），這個速度受到哪些因素影響，影響有多大，能掌控到什麼程度，分析層面愈廣愈深入自然評估愈準確。而評估愈準確，應變速度自更快，因評估中當然會涵蓋不能控制的因素，若已然評估過各項因素，對整合過程中的警訊就會高度敏感，準備好的多套方案也會更早一一啟動。換言之，較高的注意義務絕不是保證結果一定會成功，而是較精確的預估與縝密的應變。風險不可能被消除，但可在一定程度內控制、駕馭。此控制、駕馭的水準即使依客觀說，在本案亦須納入管理者本身能力超強的考量。

三、舉證責任

美國法採經營判斷法則，該法則不僅將法院的審酌原則上侷限於程序面，更是加重原告的舉證責任¹⁴⁴。我國公司法對注意義務的違反其舉證責任並無明文規定，學者一般似傾向引入經營判斷法則¹⁴⁵。純就條文設計來看，二〇〇一年公司法條文在注意義務

¹⁴⁴ 邵慶平，同註109，頁117。

¹⁴⁵ 國內學者認為應引進之理由在於如此方足以鼓勵董事承擔風險，積極進取、創新商業活動，見劉連煜，董事責任與經營判斷法則之運用，載：公司法理論與判決研究(五)，頁37-38，2009年4月；相同見解見戴志傑，公司法上「經營判斷法則之研究」，月旦法學雜誌，106期，頁176，2004年3月。惟亦有採較保留之態度者，理由在於目前似無具體事證足以證明，我國目前在未引進商業判斷原則的情況下，公司董事普遍不積極進取、創新商業活動等表現。見

外，加上忠實義務，無疑是向英美法傾斜，採納美國法下著名的經營判斷法則似亦言之成理。另一方面，董事裁判解任，限於「有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項」¹⁴⁶，倘採經營判斷法則，幾可確定違反注意義務必構成「有重大損害公司之行為或違反法令或章程之重大事項」，但就體系而言，公司法顯不認為違反注意義務就構成裁判解任事由。換言之，由於經營判斷法則對管理者作有利的推定，倘非管理者未盡注意的情節重大，甚至接近惡意瀆職，根本不可能認其違反注意義務。如此一來，祇要被認定未達注意，即當然符合裁判解任的條件，而法條卻未明定董事執行業務「違反二十三條第一項」，得由符合要件的股東訴請裁判解任，反而贅述「有重大損害公司之行為……」，可見體系上並未認違反注意義務必定涉及重大疏失¹⁴⁷。

惟究是否採經營判斷法則最終仍為一政策考量，此點容於最後一篇結論詳析之。即便不採經營判斷法則，我國法下就管理不當學者亦主張本應由原告負舉證責任¹⁴⁸。故，有無採經營判斷法則的區別無非在原告舉證責任有多高。我國程序法學者亦有對原告舉證責任要求極高者¹⁴⁹，果如此則實質上我國就已經採行經營判斷法

廖大穎、陳啓垂，論我國法適用「商業判斷原則」與舉證責任之分配，興大法學，9期，頁27，2011年5月。

¹⁴⁶ 公司法第200條。

¹⁴⁷ 公司法第231條亦曾有學者主張係納入美國法之經營判斷法則，蓋表冊一經股東會承認，董監除涉及「不法行為者」責任均被解除。惟無論如何，第231條有美國法所無之表冊承認前提，倒過來說，承認之前縱未盡注意程度輕微責任仍然成立。詳請參閱方嘉麟，同註119，頁413以下。

¹⁴⁸ 就舉證責任配置的詳細討論請參邵慶平，同註109，頁112-114。

¹⁴⁹ 姜世明教授認為我國民事訴訟證明度理論應設定於90%，不應設定於我國實務部分判決所採之「優越蓋然性理論」（超過50%蓋然性即可）。詳請參閱姜世明，正義之可容許自然耗損——談證明度兼評臺北地方法院九十四年度重

則。但設非一概對原告作高度舉證的要求（也看不出有任何理由對原告舉證一律設高門檻），在介於有責或無責的臨界案件，舉證強度的配置就可能決定勝敗。

美國法院大體上均遵循經營判斷法則，故對原告舉證責任要求極高。例如Shlensky，原告舉證被告拒絕讓球場裝設夜間照明設備而球場連年虧損，其他球場多已有此種設備並有盈餘，法院則主張管理者並不需要遵從業界多數作法，原告舉證無法證明被告違反注意義務。相對的，被告拒絕夜間球場祇要能提出一個商業考慮就可以，不用舉證作了任何相關的數字分析或調查統計。從這個角度看，Van Gorkom降低了原告的舉證責任，雖表面上法院仍遵從經營判斷法則，祇是被告併購決策未取得充分資訊，故無法獲該法則保護。該案原告舉證被告倉促決定合併，董事會開會時間短、被告未閱讀相關契約又未延聘專家提供公司真實價值意見，即順利舉證被告是在資訊不完備下作的決定。縱然被告舉證合併價格較市價有大幅溢價，而且市場上無人競價表示合併價格對被併公司股東而言相當合理，都無法證明自己已盡注意義務。

Disney則是容忍管理者在相當程度內偏離最佳實務程序，原告雖舉證Disney沒有遵循該程序，被告應該但並未獲得針對不同情況，薪酬數字如何變動的試算表，但法院最終認定被告對Disney總經理高額離職金是有認知並具共識（依被告經驗自己可以設算），顯然認某程度的程序偏離可被接受，也沒有將之歸類為未取得充分資訊。Stone與Citicorp原告則是舉證公司有大筆虧損，主張公司風控制度若完善不可能有此虧損，被告對風控制度的建立與運作顯未盡注意。法院認原告未能指出風控制度究哪一點有疏失，該

訴字第五九五號，月旦法學雜誌，152期，頁241-256，2008年1月。

疏失又如何與被告違反注意義務連結，而認原告未盡到舉證責任。

前已述及，我國學者有主張應引入經營判斷法則者，並以聯電提供和艦公司聯電擁有的各種資源為例（和艦係聯電充分支援下在大陸成立的公司，當時臺灣政府不允許聯電在大陸設廠，聯電乃以人力、管理技術、客源與營業秘密技術等提供和艦，並協助和艦資金籌募、建廠、營運與客服管理等事宜，長程規劃是聯電與和艦合併），強調「以公司資源協助其他公司」之單一事實並不能證明被告（聯電董事）之商業決定並非「善意」，也無法推翻經營判斷法則有利於管理者之推定¹⁵⁰。該學者顯係依循Shlensky一案法院觀點，被告祇要能提出一個商業考慮（為全球布局，聯電協助和艦係在當時臺灣法令下的抉擇）就可以，不用提出如此協助和艦，聯電董事會如何評斷可能風險，有無討論過替代方案，以及如何控管風險。相對的，原告舉證「以公司資源協助其他公司」，在非屬關係企業（兩公司至少在表面上並無任何投資或隸屬關係）場合此極度不尋常，仍不能證明被告未盡注意義務，似乎必須否定被告有任何商業理由，才能認有「惡意」存在，也才能推翻經營判斷法則。

就明基併購西門子手機部門一案，可想見至少大致有四種可能的舉證程度：(一)併購案導致鉅額虧損，明基董事會必有未盡注意之處，否則不可能產生如此虧損；(二)併購案具一般併購所無的四項特質，即小併大、虧轉盈、跨文化、代工轉品牌，代表本案風險極高，也就是隱含鉅額虧損可能性。現果致極大虧損，顯示管理者未取得足夠資訊或作好風險控管¹⁵¹；(三)指出特定行為管理者應注意而未注意，例如實地查核過程粗糙，導致其後明基主張高估了西門

¹⁵⁰ 邵慶平，同註109，頁123。

¹⁵¹ 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，同註1，頁307。

子2億歐元資產¹⁵²，以虧損兩年約300億金額為預估，顯過度樂觀，因明基併西門子手機部門，不能與索尼愛立信成立合資事業相提並論¹⁵³。明基本身及該併購案委請的專家均表示併購綜效在「有效改善經營效率」並「擴大市場占有率」，然邏輯上達成機率極低。前者是明基代工業者的專長——控制成本，後者是結合雙方通路與研發以提高產品銷量。

但，就以控制成本而言，明基擬透過「Siemens」，打造「BenQ」為國際品牌，品牌業者廣告、行銷成本極高，明基如何一邊控制成本，一邊迅速轉型為品牌業者？又例如德國人事成本極高，但由於德國工會強而有力且法令偏向勞工，明基對此部分始終無法施力，則事前就資訊的搜集與人事整合的評估即有缺失。況，明基仰賴德國研發人員推出新產品，以與「Siemens-BenQ」新品牌結合，一舉衝高市占率及打響品牌，但德國研發人員必受到裁員、降低人事成本的壓力，是則控制成本又與衝刺研發相互矛盾。當然，以上特定行為的舉證可能還要輔以具體數字比較與分析。(四)縱然原告就特定行為已舉證到前述(三)的程度，但祇要被告具備任何商業理由，例如發展全球品牌，原告就須舉證此一併購案經成本效益分析，成功機率太微小，理性的管理者不會為長期品牌目標，冒幾乎如同自殺的風險。

¹⁵² 同前註。

¹⁵³ MICHAEL A. HITT, DUANE R. IRELAND & ROBERT E. HOSKISSON, *CONCEPTS STRATEGIC MANAGEMENT COMPETITIVENESS & GLOBALIZATION* 198-203 (9th ed. 2011). 併購失敗的九大原因分別是整合困難，實地查核不確實，負債過高，綜效無法實現，過度多角經營，過度仰賴併購，以及企業規模太大。併購案倘合理預期將具一或多項問題，又無法有效控制風險，就是高度冒險行為。任何專業管理者，在面對具備小併大，虧轉盈，跨文化及業務轉型4項特質其中任何一項的併購都會認為是高難度挑戰。

假設我國係採經營判斷法則，原告至少需舉證到第(三)至第(四)階段。*Stone*與*Citicorp*均要求針對特定作為及不作為舉證，則第(一)或第(二)階段顯無法達到要求。以*Shlensky*與我國學者所舉聯電案，似乎應到達最後第(四)階段。*Van Gorkom*與*Disney*則顯毋庸達此階段。總的來講，完全看特定法官對所謂程序不完備的具體標準，例如明基併購案的專家意見是否聊備一格，太過簡略，明基對德國人事制度與法令是否具充分資訊，以及明基董事會有無充分討論如何整合西門子手機部門。我國若不採經營判斷法則，並鑑於原被告取得證據的難易程度¹⁵⁴，或許法院可認原告在第(二)與第(三)階段交界點即已滿足初步舉證責任，亦即管理不當的可能性是合理存在（特定併購為高風險，然公開揭露的資訊看不出風控措施），嗣後管理者即須舉證其已達專業注意水準，例如就併購風險已為評估並擬具應變方案。

當然，管理者不需要也不能作到完美，介於上窮碧落下黃泉的一百分，與漠視風險全然冒進的十分，中間有九十分的空間。經營判斷法則要求原告舉證到接近低標十分，而如此強的舉證要求實際上已將管理者行為標準降低到重大過失乃至不具善意。從另一角度看，管理者迴旋空間極大，當然，法院誤判冤枉良善的機率就很低。倘不採經營判斷法則，假設六十分是為及格，原告祇要舉證到

¹⁵⁴ 邵慶平，同註109，頁118-119。學者有主張在我國追究董事管理不當責任，多在公司「政權輪替」情況。則昔日在野派成為今日公司派後，對被告卸任董事就訴訟證據的取得並非弱勢，有時更相對有利。但「政權輪替」祇是部分解決資訊不對等，當事人對決策的形成與執行自最為清楚，不能認當事人解釋自己行為是如何居於舉證弱勢。更何況，我國因資訊未如英美透明，故責任追究多發生於「政權輪替」新公司派可取得資訊之時，不能以公司資訊不夠透明，罕見小股東代表公司訴訟為常態，而認毋庸顧慮處於舉證弱勢的小股東。

接近六十分，讓法官合理懷疑被告未及格即可。以前述聯電案為例，原告祇要舉證被告將聯電資源挹注和艦而此二公司表面觀之無任何關係即可。因對非關係企業慷慨援助，特別援助對象業務相同，是潛在競爭者，不合常情。被告即須舉證有何特別考量與安排，未違反注意義務。

於此必須指出，美國法雖採經營判斷法則而原告敗訴亦多半在於不能突破該法則對管理者的屏障，但由於適用該法則的四個前提中所謂管理者須具充分資訊，美國法對企業程序面的要求其實遠比臺灣一般公司為高，Van Gorkom固不待言，Disney董事會就總經理薪酬實際上也取得相當多資訊而有多方面考量，包括參考人力資源專家的評估以及董事會多次的討論。綜言之，我國法院應緩和實務上對原告舉證高強度的要求。在不採經營判斷法則下，就西門子一案，併購決策即特定行為，辨識出併購涉高風險，而管理階層控制風險措施有瑕疵，例如實地查核與整合計畫失之草率（在具體舉證時需考慮原告取得證據的難易，例如股東會議資料有無臚列風險與應對之道），應即認原告已滿足舉證責任。而在其後明基可能延宕時日未及時停損方面，研發主管上任不及一月的掛冠求去，以及手機部門鉅額虧損導致明基財務惡化到某一程度，均可認已滿足錯過合理停損時點的舉證責任。

陸、結 論

一、經營判斷法則確實發揮屏障作用

明基一案的檢視，顯示經營判斷法則就管理者責任認定確實發揮屏障管理者的作用。特別在討論併購決策實體面時，無可避免受到本案重大虧損的影響，辨識虧損理由時會傾向管理者有過失，乃

至重大過失。即使表面上專注討論程序面，本案的重大虧損多少會影響風險程度的認定，也就不可避免左右程序設計的標準。相對的，依嚴格不介入審查，把經營判斷法則發揮到淋漓盡致的美國法案例，明基管理者未必會有任何責任。這涉及是否要採用經營判斷法則，若要採用，如何採用，而最重要的關鍵是對風險承擔的態度。

二、經營判斷法則與風險承擔

在美國恩隆案後，美國法面對大型企業的舞弊，就揭露與簽證者責任強化管制。在金融風暴席捲全球後，美國法學者終於直指公司治理的核心——經營判斷法則是否過度鼓勵管理者冒險，從而美國經濟承擔過多風險¹⁵⁵。學者就美國公司普遍購買次貸商品，在不動產市場泡沫化後，承受鉅額虧損一事指出，美國公司管理者顯現一種對風險毫不介意，對企業承擔的風險究有多大，是否值得冒此風險純然冷漠、不聞不問態度。當然，在析論中，美國學者盡力在抽象原則上維持經營判斷法則架構，把這種不聞不問提升到非善意，不忠實層次¹⁵⁶，而認縱使在經營判斷法則下，盲目購入次貸商品之企業管理者仍應負違反注意義務的賠償責任。不過，對經營判斷法則提供管理者屏障，導致管理者勇於承擔風險，學界已開始質疑這是否造成承擔「過多」的風險，認經營判斷法則本身應予修正（雖然是迂迴的，表面上仍採用該法則建制與語言，但實際上是增加管理者必須負責的可能）。事實上，在不同時代，對風險的意涵應有不同評估。例如在最初引進有限責任概念，該時鼓勵企業募集大量資金，從事高風險活動（例如開採礦場與興建鐵路），故對

¹⁵⁵ MORTEN HUSE, *BOARDS, GOVERNANCE AND VALUE CREATION* 184 (2007).

¹⁵⁶ *Id.* at 198.

股東提供有限責任屏障。其後又因損益的不當配置，引入揭穿公司面紗等設計，企圖在某種情況讓股東就公司債務負其責任。

同樣的，經營判斷法則在今日，其四點理由亦未必站得住腳，第一，該法則鼓勵創新累積財富，世界上多數國家並無經營判斷法則，似乎無礙創新。沒有任何實證研究顯示一國經濟發展與經營判斷法則具何關聯。因此，是否要採用經營判斷法則實取決於政策上對「風險」的態度。蓋創新雖隱含高風險，但並非高風險活動均屬創新。事實上，美國金融風暴其系統性風險超乎預期，原因之一就是金融業者均盲目追隨同業大舉進入次貸商品市場，這種行為根本毫無創新可言，卻大幅提高風險。我國實務界普遍不採經營判斷法則，亦有報導指出臺灣企業慣性思維講究「良率」，亦即少犯錯。該報導認創新需要冒險，而冒險意謂可能犯錯，與臺灣慣性思維不同¹⁵⁷。不過，創新需冒險，冒險卻不代表一定有創新。臺灣管理者縱假設如報導所載普遍較美國保守、不冒險，可能與經營判斷法則關聯少，而與文化、產業及社會因素關聯深。

第二，投資人可藉組合分散風險，故設計出一套法則讓個別企業管理者勇於承擔風險對投資人是有益的。但，投資人是否藉組合分散風險是投資人權利、非義務。沒有道理因投資人行使他的權利而降低管理者注意義務。更何況，假設絕大部分企業管理者會因經營判斷法則承擔較高風險，則投資人很難（至少在美國公司間）如何組合去分散、控制風險。

第三，法院無能力就商業決策為判斷。但對許多專業者的決策（例如醫師診斷、工程師設計的決定），法院都沒有表現如此敬畏尊重態度。理論上，法院評斷醫師是否有過失，工程師設計是否有失誤，當然會受到病人接受醫療後病況反急速惡化甚至死亡，以及

¹⁵⁷ 霓虹天鵝效應，商業周刊，1241期，頁124-125，2011年9月5日。

工程倒塌多人傷亡的影響，似乎無法真正返回現場，客觀評斷當時醫師或工程師有無過失。但法院每天仍在作判斷，而沒有發展出醫師或工程師判斷法則。

與這種看法類似的是市場（資本市場、人力市場等）相較於法院，是更好的監督者¹⁵⁸。市場會汰換掉不合格、績效差的管理者，法院自毋庸介入商業判斷，這也是管理不當商業訴訟與醫療不當醫療訴訟的最大區別（後者反而是加重醫師的舉證責任）。惟仔細推敲，市場是否如此有效率頗值商榷，而且通案與個案不同，就算整體視之市場效率尚佳，最終表現不符期待的經營者會淘汰出局，但在最終被淘汰前這些人的無數決定可能已嚴重損害公司，即投資人利益，法院難道要告訴受害股東應堅持忍耐等待市場發揮效能？更何況，某些個案要淘汰所謂不良管理者實際上極度困難，例如家族企業，小股東（通常是員工與其他關係人）總持股比例低，很難推翻掌控經營的家族成員。若該企業湊巧在特許、寡占行業，淘汰更難上加難。

關鍵問題是法院監控管理不當所付出的社會成本（即誤判、不當干涉對經營造成的干擾），與其利益（例如個案獲致衡平結果，以及對管理者產生警惕提高其效能）兩者如何衡量。部分學者主張為避免判決矛盾的社會成本，應採行經營判斷法則，以避免同一個案因法官心證歧異而生不同結果。但有如前述，法官是人，任何案件都有誤判可能，任何個案都可能因法官心證不同而產生矛盾判決，判決一致性本身並非最高價值。以商業判斷案件而言，若祇要追求一致性，創造與經營判斷法則相反的推定，推定管理者均未盡注意，判決也會高度一致，祇是結果相反而已。若謂法官對專業者判斷應予尊重，然醫師、工程師等專業者又未給予同等尊重。察專

¹⁵⁸ 邵慶平，同註109，頁117。

業者正因濫用其專業可能性較高，法院才更需介入保障在專業知識、資訊各方面均居弱勢的另一方。

再論到除法院外有更妥適的監控者，也無法解決個案衡平的問題，或這個妥適監控者在真實世界中是否存在，乃至為何不可能法院與市場監控併存（在一般雇員案件，即法院與市場監控併存，為何獨高階管理者例外）。講穿了，法院對自己就商業決策事後判斷的能力缺乏信心，千方百計想迴避判斷（美國法院在經營判斷法則緊箍咒下，偶爾於個案還是會迂迴判斷，在金融海嘯後，學者也採迂迴方式，企圖表面上仍遵循該法則，實際上擴張法院判斷空間）¹⁵⁹，將信心缺乏正當理論化就是法院並非最佳監控者。但法院根本迴避的態度，不但對個案當事人不公，也喪失了把管理不當相關判斷或規範精緻化的機會，此點將在後文詳述。

第四，管理者報酬與因管理疏失所負的賠償責任金額顯不相當。首先，經營判斷法則使管理者極難成立責任，這是全有或全無，並不是針對不相當部分。其次，這個概念忽視管理者所承擔風險在本質上本來就與股東不同。管理者倘勇於任事致公司大賺，其所分配之盈餘比例極低是完全正當的，因管理者本就不享有或承擔

¹⁵⁹ 美國學者指出按路徑依賴理論（theory of path dependence），法制發展會依循原路徑，不見得必然朝向更有效率的方向。以特定法制對專業管理者及股權分散有利為例，管理者將取得政治上更大發言權，從而鞏固該法制設計不變。Lucian Arye Bebchuk & Mark. J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STANFORD L. REV. 127, 131 (1999). 更詳盡討論路徑依賴理論，包括效率趨動之依賴（efficiency-driven path dependency）與超額利潤趨動之依賴（rent-protection driven path dependency）。請參閱Chi-Wei Huang, *Worldwide Corporate Convergence Within a Pluralistic Business Legal Order-Company Law and the Independent Director System in Contemporary China*, 31 HASTINGS INT'L & COMP. L. REV. 361, 369-371 (2008).

公司經營成敗結果，這是由股東承擔。換言之，公司倘因市場情況大賠，股東可能血本無歸，但管理者照樣領取薪資。所以，不能以管理者參與盈餘比例極低推論其對虧損負完全賠償責任極不公平。

三、經營判斷法則與程序實體之別

經營判斷法則原則上強調法院祇審查程序，並不審查實質。但從法院開始檢視該法則適用前提——是否取得足夠資訊，程序與實體就無法截然劃分。蓋不思考實體面，就不能辨識何種資訊為重要，或何種程序方為妥適。以明基一案為例，其實地查核是否太匆促，有否考慮潛在風險及整合成本，其實都是在對該案事實有一定程度了解，辨識出西門子手機部門資產高估，虧損急速惡化，以及整合徹底失敗為關鍵因素後，再檢視實地查核是否確實執行，有無擬定整合計畫，以及虧損因應或風險控制方案，以確定「程序」方面有無瑕疵。既然沒有一套程序放諸四海皆準，就不可能不因個案差異調整對程序的要求，而所謂的個案差異就不可能完全不觸及實體面。而以美國學者最近熱衷討論的「高風險」次貸品，認企業沒有取得相關資訊貿然投資，簡直到重大過失甚至間接故意程度。但次貸商品「高風險」的認定，難道不是實體面審視，甚至是參考事後結果（金融風暴爆發）的推論？由上可知，經營判斷法則的純粹原型，祇審形式不審實質，在實務運作上，往往也難徹底執行。

四、注意義務與經營判斷法則的再檢視

(一)從明基西門子一案對商業判斷的省思

1. 與民法委任不同的特殊考量

公司法簡單規定負責人應盡善良管理人之注意，與民法受任人處理委任事務，應以善良管理人之注意為之並無不同，但明基西門

子一案顯示企業管理者的審酌標準，其複雜度遠逾一般民事委任案件。首先，企業事務千絲萬縷，投資大眾往往祇知公司虧損嚴重，無法具體指出哪個行為不當而導致虧損，即使明基案較易界定為併購決策，但倘決策並無問題，而是應停損未停損，就很難界定應作為而未作為的時點。其次，商業個案歧異性很大，不容易找到合適對照組建立評量基礎，例如索尼愛立信合資案是否可供明基作為虧損預估的依據，就備受質疑。即使是程序面，似乎也不可避免會受到實體面因素影響，例如明基案四個特質隱含高風險，程序面就會側重管理者有無評估並討論如何管控風險，專家意見有無觸及此點以及對股東會是否已揭露風險相關資訊。蓋若法院對程序面完全不顧及個案特點，而祇作一般通案性要求，則此要求必流於形式，例如明基案的專家意見即僅聊備一格，無實際意義。在這種背景下，回到本文最初問題，所謂善良管理人的注意義務其具體標準為何，又應如何分配舉證責任？

2. 我國社經法制背景

美國法就前述問題的答覆是，藉由經營判斷法則加重原告舉證責任，使得管理者實際僅就重大過失乃至故意方負管理不當之責。理由除商業判斷太過複雜，法院介入難免事後諸葛外，政策上也有迥異於一般民事委任案件的考量。簡言之，美國法院認應鼓勵企業創新冒險，經營判斷法則雖對管理者形成有效屏障，但可使其不怕犯錯勇於追求最大利益。我國不乏學者贊同引進該法則，明基案依該法則，似乎李焜耀等董事會成員不會成立責任，本文則認我國至少在目前不宜引入。

首先，就政策而言，沒有強而有力的理由認法律不應中立而應鼓勵企業勇於冒險。事實上，自從金融風暴以來，美國本身也在反省是否管理者使企業承擔了過高風險。企管學者指出依據最新調查，超過一半的企業管理者不瞭解他們所採取的商業模式隱含的風

險，而由於未評估風險發生的可能性以及帶來的衝擊，企業暴露於過高風險之中，也就是過度冒險¹⁶⁰。而且，由於管理者對風險的欠缺認知，企業就面對的營運風險以及相關管控也明顯揭露不足¹⁶¹。Citicorp法院表示金融商品隱含的風險是金融機構管理者商業判斷的核心而拒絕介入，致美國學者不得不將漠視風險提高到不具善意，違反忠實義務程度以迂迴規避經營判斷法則對管理者的屏障，而真正癥結在，是否經營判斷法則實為法院自廢武功，提供了管理者過度保障？特別是我國占產值相當大的電子業相較於歐美仍多處於創業型階段（明基即被歸類為創業型公司），特色是講究快速彈性，追求任何可以成功的機會¹⁶²，本即勇於冒險，法律是否適宜再採鼓勵冒險的政策就更值商榷。

其次，我國與美國在市場、法制、組織以及企業文化各方面均有不同，可以說我國整體環境更不宜採納經營判斷法則¹⁶³。以市場而言，姑且不論我國資本與人力市場與美國相較效率如何，即以公司股權結構而言，我國企業普遍採行交叉持股以控股¹⁶⁴，明基

¹⁶⁰ DAVID LARCKER & BRAIN TAYAN, CORPORATE GOVERNANCE MATTERS, A CLOSER LOOK AS ORGANIZATIONAL CHOICES AND THEIR CONSEQUENCES 187 (2011).

¹⁶¹ *Id.* at 197.

¹⁶² 廖雙利，同註63，頁54。

¹⁶³ 美國學者亦有主張資本市場未如美國發達，得以有效監控管理者之開發中國家，不宜賦予經營階層太大裁量權，縱使這意謂管理者可能受到過多拘束而喪失商機。蓋於市場未有效運作下，法規進一步向管理者傾斜會惡化代理人成本問題。See Troy A. Paredes, *A Systems Approach to Corporate Governance Reform-Why Importing US Corporate*, 45 WM. & MARY L. REV. 1055, 1142 (2004).

¹⁶⁴ 我國企業普遍採行交叉持股及金字塔型持股以取得集團企業的經營權下，導致控制權與現金流量權呈現偏離的現象。而隨着二者間偏離程度越大時，經營者或控制股東會基於個人利益，操弄財務數字或降低揭露對其他股東攸關的資訊，進而影響公司資訊的透明度。經營者或控制股東由於與小股東利益的不一致，此時基於代理成本問題下，經營者或控制股東越可能進行高風險

隸屬於泛宏基集團，宏基在明基併購西門子手機部門時持股不低，明基掌控的友達與明基交叉持股，可以說祇要施振榮對李焜耀未喪失信心，併購案失利不會影響李氏職位，也不會有控制權移轉的發生。換言之，市場監控的力量我國應較弱。就法制面來講，純粹從理論架構上，公司法似設想違反注意義務是一個等級，但若到情節重大，例如不具善意或以私害公時，就到了另一個等級。前者通常祇能要求損害賠償而後者方可訴諸裁判解任。若引入經營判斷法則，使管理者僅在不善意、不忠實情況下負不當管理之責，無疑消滅了設計上兩者的區別。

但更重要的是由於我國公司法複數資本制及盈餘分派設計鼓勵管理者追求大規模而非高獲利¹⁶⁵，以及我國並未普遍採揭穿公司面紗原則¹⁶⁶，公司人格的有效屏障均會強化管理者承擔風險意願（明基在西門子併購案亦採層層子公司模式，希望控制風險不致漫蔓延到母公司明基），則倘在管理義務的基本設計亦強調鼓勵冒險，即向風險太過傾斜。除法規設計，實務上我國股東代表訴訟相

性的決策行爲；反之，當控制股東或經營者現金流量權比例提高時，控制股東與小股東的利益越趨一致，經營者或控制股東亦可能公正可靠地報導財務資訊，並傳達與股東攸關至鉅的資訊。詳請參閱陳瑞斌、許崇源、翁慈青，*公司治理架構與財務報告透明度之關聯性研究*，中華管理評論國際學報，10卷1期，頁5，2007年2月。

¹⁶⁵ 公司法強制要求提出10%法定盈餘公積（公司法第237條第1項），必法定盈餘公積達資本額方毋庸提列，公司法資本三原則加上前述複數資本制設計，易使公司資金充沛而管理者有虛幻的安全感，忽視風險因素。同時臺灣企業普遍於章程規定董監酬勞為盈餘一定比例，惟公司規模愈大盈餘絕對金額即愈高（但不表示獲利率較高），董監人數倘恆定，每人獲得的金額就愈多。凡此均使管理者趨向承擔較高風險以締造帝國。然規模過大或過度多角化均為併購7大失敗原因之一。HITT, IRELAND & HOSKISSON, *supra* note 153, at 198-203.

¹⁶⁶ 邵慶平，再論公司法第二十七條——公司治理強化下的另一種思考，*財產法暨經濟法*，2期，頁111，2005年6月。

對於美國數量極低，我國公司透明度不及美國，股東訴訟難度極高，法院實務要求原告舉證強度頗高，顯示追究管理者責任整體環境不利於投資人，則似不宜雪上加霜再引入極有利於管理者的經營判斷法則。就組織面而言，我國董事會無論在審計委員會¹⁶⁷或薪酬委員會¹⁶⁸，獨立董事積極參與、監控的運作時間均尚短，董事會一般尚未發展出穩定的制度或團隊文化，例如相互信賴、開誠布公、創意構思、充分交流、質疑詢問，以及會前充分準備等¹⁶⁹，這代表經營團隊較易操控董事會。

3. 董事會風格與文化

明基董事會在併購當時雖無法律上嚴格意義的獨立董事，但有外部董事參與。特別是施振榮與彭錦彬，昔日為李焜耀上司，又有宏碁國際化經驗，兼具獨立性與專業背景，應可發揮集思廣益效果，不過在本案卻似難以施力；至於其他董事會成員多係李焜耀下屬，建言能力自屬有限。我國董事會組成欠缺多元性，而內部制衡監控稍嫌薄弱，引進予經營者極大裁量空間的經營判斷法則即應三思。最後，就文化層面言，東方文化本相對強調威權，創業型文化更傾向中央集權制，經營判斷法則就容易淪為替一、二人獨斷背

¹⁶⁷ 證交法第14條之4第1項至第3項規定，「已依本法發行股票之公司，應擇一設置審計委員會或監察人。但主管機關得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會替代監察人；其辦法，由主管機關定之。審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於3人，其中1人為召集人，且至少1人應具備會計或財務專長。公司設置審計委員會者，本法、公司法及其他法律對於監察人之規定，於審計委員會準用之。」

¹⁶⁸ 證交法第14條之6規定：「股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司應設置薪資報酬委員會；其成員專業資格、所定職權之行使及相關事項之辦法，由主管機關定之。前項薪資報酬應包括董事、監察人及經理人之薪資、股票選擇權與其他具有實質獎勵之措施。」

¹⁶⁹ HUSE, *supra* note 155, at 298.

書。綜上所述，以我國目前而言，並不適宜引入美國法之經營判斷法則，但本文認為，商業案件與民事案件有本質上差異，民事案件也許設計單純的善良管理人注意義務即足以解決問題，惟商業案件在規範設計，或個案判斷上，無疑要求更精緻與細膩的考量，很可惜的是美國法由於創設經營判斷法則，趨於全有或全無，較難在立法或案例上作更細緻的審酌。

(二)注意義務的重新架構

就明基西門子一案，觀察到商業決策迥異於一般民事案件的特點：第一，複雜度高，併購西門子手機部門涉及併購談判、實地查核，與整合規劃各方面，管理者不可能親力親為或全面觀照、算無遺策；以及第二，原告一般而言要辨識特定行為並舉證管理者有所疏失並不容易，此因公司事務龐雜，而所謂專業注意又因個案歧異大難以建立精確、一致性標準。在商業判斷事件，法院一方面應給予管理者較民事案件為大的裁量、迴旋空間，另一方面應提高公司透明度，降低原告舉證難度。本文企圖透過重新架構注意義務，顯示該義務可為一動態的衡量標準，並不需要採取經營判斷法則一概對管理者高度尊重的極端立場。

觀察明基案，該案具備的小併大，虧轉盈，跨國跨文化以及業務轉型四個特質顯現本案屬風險極高之併購決策。而以下各點可能是明基勇於承擔此高風險的原因：1. 李焜耀多次成功後自信滿滿，而明基董事會同質性高，較不會質疑風格強勢，戰功彪炳的董事長；2. 明基股權結構相對穩定，本身與友達交叉持股，而祇要泛宏碁大家長施振榮默許（至少不激烈反對），則縱併購失敗對李氏控制權衝擊應屬有限；3. 明基企業文化偏向創業型，對各種管控程序，例如實地查核與專家意見，在公司大戰略（發展國際品牌）下僅聊備一格。同時，正式化書面化（documentation）程度低，資訊

揭露形式意義大過實質，此觀明基就併購案所為之成本效益分析，以及專家意見的簡陋可見一斑。

若注意義務採動態衡量標準，例如董事會成員高度同質皆屬管理階層，公司交叉持股比例高控制權難以撼動，以及公司遵循法規多屬形式、表面而透明度偏低，法院給予管理者的尊重（即裁量空間）就應相對縮小。換言之，相對於經營判斷法則目的在鼓勵冒險，動態標準在鼓勵企業採取更好的治理模式。在公司內部治理極佳，程序完備情況下法院自可限縮其實體面審查以避免事後諸葛。而不同行業對承擔風險的立場不同，自應納入動態衡量中，例如銀行與創業投資公司對風險的處理就大相逕庭。於此必須指出注意標準即使採客觀說，例如明基案的李焜耀與施振榮，其專業能力應以該二人超強經歷觀察，方符合市場期待，亦即動態標準不應漠視個案管理者的獨有經驗與聲譽，市場既給予較大冒險空間自應負較高責任。而且，所謂的最低標準，在經營判斷法則低於到不具善意或接近故意，在特定行業就會產生系統性風險，美國金融風暴就是金融機構管理者都一窩蜂追求高獲利，全然忽視次貸產品隱含的巨大風險。因此，追隨業界慣例不應成為已盡注意的護身符，到底，若所求於管理者無非是遵循習慣，則其專業幾無附加價值。明基案揭露的風險資訊事後來看明顯不足（或許也可推論管理者並未獲充分資訊而內部風險控制亦屬不足），我國其他併購案一般似未特別討論風險面，企業內部風險管理亦直到晚近才受重視。然姑且不論高風險本為明基案特點，風險控管與資訊揭露縱使依從慣例或已達同業標準本身並不足以脫卸責任，即以美國法來看，要求必資訊完備始能適用經營判斷法則，就該法則全面向管理者傾斜多少也作了某程度的平衡¹⁷⁰。

¹⁷⁰ 實際上，美國證券及上市法規，特別在公開揭露方面其嚴格程度可能居全球

最後，不可否認李焜耀一手造就了明基，包括把明基的營收與獲利都推上高峰，併購西門子的豪賭雖然以失敗告終，但責令其負擔鉅額賠償金似乎又失之嚴苛，相信法官也不會輕易作出250至300億元的賠償判決，因這幾乎使明基管理者永難翻身（我國經營者責任保險並不普遍亦難期待如此高額保險）。當然，政策上不能因昔日豐功偉業降低今日注意標準，但因商業判斷事實上是群策群力，而其隱含的風險可能巨大到非任何個人所能合理期待或負擔，在立法上或可參考比例責任¹⁷¹、返還部分過去薪酬¹⁷²，以及以章程訂

之冠，然許多企業仍選擇除於本國上市外，亦至美國上市（cross-list），美國學者認原因在於較嚴格法規，提供投資人完善保障，可使企業股價攀升，降低企業取得資金的成本。See Kyle W. Pine, *Lowering the Cost of Rent: How IFRS and the Convergence of Corporate Governance Standards Can Help Foreign Issuers Raise Capital in the United States and Abroad*, 30 NW. J. INT'L L. & BUS. 483, 484-485 (2010). 美國在恩龍案後，通過沙氏法案（Sarbanes-Oxley Act），經營規範更日趨嚴格。經營判斷法則由於是法院創設，迄今並無大幅鬆動跡象，惟美國學者在金融風暴後已開始檢討該法則，似可期待美國法院至少在程序面的審查上趨於嚴格，也就是利用資訊完備此前提要件，主張管理者未能符合從而無法享有經營判斷法則的保護。

¹⁷¹ 證券交易法第20條之1第5項規定：「第一項各款（即發行人及其負責人、發行人之職員，曾在財務報告或財務業務文件上簽名或蓋章者）及第三項之人（會計師辦理第一項財務報告或財務業務文件之簽證），除發行人、發行人之董事長、總經理外，因其過失致第一項損害之發生者，應依其責任比例，負賠償責任。」學者有謂法院在具體個案中，應依證據法則或專家證詞判斷可歸責於被告所造成原告損害之比例，以確定被告實際應賠償之金額。劉連煜，新證券交易法實例研習，頁325-326，2011年9月增訂9版。美國證交法近年亦採比例責任原則，請參考15 U.S.C § 78u-4：(f) **Proportionate liability: (A) Joint and several liability** Any covered person against whom a final judgment is entered in a private action shall be liable for damages jointly and severally only if the trier of fact specifically determines that such covered person knowingly committed a violation of the securities laws. (B) **Proportionate liability (i)** In general Except as provided in subparagraph (A), a covered person against whom a fi-

定責任上限等設計，使法院不致陷入全有或全無的困境，而仍可藉由注意義務的檢視對管理者決策形成一定警惕¹⁷³。總言之，企業管理者注意義務的設計因商業判斷特殊性，應不同於一般民法內

nal judgment is entered in a private action shall be liable solely for the portion of the judgment that corresponds to the percentage of responsibility of that covered person, as determined under paragraph (3).

¹⁷² 依美國沙氏法案第304條規定內容為，高階主管之「報酬返還義務」，即企業財務報表若有重大違反規定，而被證管會要求重編時，則其執行長及財務長應將該財務報告公告申報1年內所領取的紅利、處分公司股票已實現之利益及激勵性或股權性報酬（incentive-based or equity-based compensation）返還予公司，以為懲罰。有學者稱此為「食言吐利條款」，且非以高階主管知悉該不當行為、或有故意或過失為要件。詳請參閱羅贊興、陳逸珊、黃書芸、黃馨儀，美國企業改革法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）對我國上市公司管理制度適用性之探討（上），證交資料月刊，505期，頁8-34，2004年5月。其原文如下：Sec. 304. Forfeiture of Certain Bonuses and Profits.: “(a) Additional Compensation Prior to Noncompliance with Commission Financial Reporting Requirements.—If an issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer, as a result of misconduct, with any financial reporting requirement under the securities laws, the chief executive officer and chief financial officer of the issuer shall reimburse the issuer for—(1) any bonus or other incentive-based or equity-based compensation received by that person from the issuer during the 12-month period following the first public issuance or filing with the Commission (whichever first occurs) of the financial document embodying such financial reporting requirement; and (2) any profits realized from the sale of securities of the issuer during that 12-month period. (b) Commission Exemption Authority.—The Commission may exempt any person from the application of subsection (a), as it deems necessary and appropriate.”

¹⁷³ 我國法院能力是否足以全面檢視商業判斷或有疑問，但不能以此自廢武功，作為引入經營判斷法則法官毋庸審酌的理由，因法院的能力會因案件累積而加強，不予審酌則無從進步，更自失立場，選擇不發揮司法者應具備的功能。

涵，惟本文認為經營判斷法則代表鼓勵冒險、全面向管理者傾斜的極端立場，我國目前不宜引入。本文提出採取更細緻的動態標準，並揚棄民法全有或全無的責任認定思維¹⁷⁴，使注意義務在重新架構下更能順利的適用於商事案件。

¹⁷⁴ 民法一般而言對責任歸屬首釐清究有無責任，其次，應負責之人多就造成的損害全額負賠償之責，至於個別過失程度僅為內部分擔問題。

附件一：明基公開揭露之資訊 (節錄自二〇〇五年明基股東會年報)

1. 併購契約主要內容

(1) 商標授權：西門子公司授權明基公司使用「Siemens」以及中文商標，自二〇〇五年十月一日起十八個月；使用雙方共同的商標，自二〇〇五年十月一日起五年。

(2) 其他智慧財產權的授權與移轉：德國西門子公司將移轉手機的專利給明基公司；雙方並就通訊相關的專利達成交互授權。

(3) 交易：

① 西門子公司將取得等值5,000萬歐元之明基公司授權，明基公司將依法發行普通股股份或海外存憑證方式為之。

② 西門子公司公司將提供逾2億5,000萬歐元之技術服務或其他必要協助，協助明基公司順利承接前述業務。

(4) 員工移轉：明基公司將依據西門子公司現有勞動條件接收其手機事業現有之員工。

(5) 技術支援服務：西門子公司在一定期限內的提供技術支援服務予明基公司。

(6) 資產移轉：取得西門子公司位於德國、巴西、丹麥、中國北京等地的生產基地與研發中心，包括廠房設備、部分土地。取得西門子公司轉投資Symbian公司8.4%股權（但Symbian之其他股東有優先認購權，如其他股東不放棄優先認購權，西門子公司應依明基公司指示出售該股權而交付價金）。

2. 併購之理由與效益成本分析

西門子手機事業係全球知名品牌及手機相關專利的主要擁有者之一，其原以歐洲及南美洲為主要銷售地區，與本公司原自有品牌手機事業以亞洲為主的銷售，具互補作用，本公司也因此項購併

案，於購併後十八個月內銷售手機可使用「Siemens」品牌及五年內可使用「BenQ-Siemens」雙品牌銷售手機的權利。

公司於二〇〇五年六月六日董事會通過與德國西門子手機部門進行合併，為此將會採取開源和節流兩種方式來削減成本和提高收入。在成本控制方面，明基將會採取監控材料成本的採購，重新調整製造成本，並持續降低營業費用等方式，這些效益將從二〇〇六年開始慢慢顯現，而雙方研發的結合，將會為本公司帶來更多新產品，從而帶動整體銷售。由於本公司具有研發及生產成本的優勢，加上貼近亞洲市場的個人消費定位，恰好與深耕歐洲市場、以核心專利技術見長的西門子之間，可產生互補作用，發揮最大的綜效。

此項購併案之收購價格係依下列公式計算：

3億2,500萬美元（約為2億7,000萬歐元），加計本公司及本公司之子公司承接西門子手機事業相關之淨資產帳面值超過600萬歐元的部分，再減計截至二〇〇五年九月三十日西門子手機事業之應計員工退休金負債，此應計退休金負債將移轉予本公司及本公司之子公司負擔。

除上述本公司應支付西門子之價款外，西門子為協助本公司及本公司之子公司順利承接其手機事業，並改善及強化上述手機事業之體質，亦相對提供約6億歐元予本公司及本公司之子公司，本公司及本公司之子公司業將其作為收購成本的調整項目，經此調整後，本公司及本公司之子公司在此次購併所取得之可辨認淨資產公平價值已超過收購成本淨額（本公司及本公司之子公司為淨收款方），於減除所取得之非流動資產後，仍有差額14億3,410萬339歐元，本公司之子公司BMH業將其列為遞延貸項，以直線法於二〇〇五年十月一日至二〇〇六年九月三十日（係本公司預計於購併後進行產品整合所需之期間）之期間內攤銷轉列為收益。

附件二：專家意見（節錄自二〇〇五年明基股東會年報）

收購價值合理性之專家意見書

一、明基電通(股)公司收購德國西門子手機部門交易案(以下簡稱本交易)基本資料

明基電通(股)公司(以下簡稱明基公司)擬收購 Siemens Mobile Device(德國西門子手機事業部門)(以下簡稱 Siemens 或該部門)，並計畫於 2005 年 10 月 1 日前完成本次收購交易，本次交易係可為明基公司取得：

- 取得 GSM/GPRS/3G 技術領域關鍵 IP
- 取得 Siemens 品牌在行動電話產品之使用權(Siemens 單一品牌使用權 18 個月；BenQ Siemens 共同品牌使用權 5 年)
- 取得 Siemens 在行動通訊領域之既有客戶，包括 Vodafone、T-mobile、O2、Orange、Telefonica 等主要電信公司
- 取得 Siemens 的國際級經營管理人才(主要高階主管均已簽署聘任書同意留任)
- 取得 Siemens 位於德國、巴西、丹麥、中國北京等地的生產基地與研發中心，包括廠房設備、部份土地及人員
- 取得 Siemens 轉投資 Symbian 公司 8.4%股權(但 Symbian 之其他股東有優先認購權，如其他股東不放棄優先認購權，Siemens 應依明基公司指示出售該股權而交付價金)
- 雙方業務合併後營運規模大幅擴大，將能提昇整體採購議價能力，進一步提昇成本競爭力
- 借重 Siemens 在歐洲與拉丁美洲之通路優勢，結合明基公司在中國與亞太及印度市場之既有基礎，建立全球優勢

交易金額：

- Siemens 支付明基公司 2.5 億歐元之現金與服務，以協助後續營運
- Siemens 將取得總金額 0.5 億歐元之明基公司股權，成為明基公司策略性股東，建立長期合作關係

二、合理價值評估

(一) 同業市值與營收比較法

- 由於目前國內並無與該部門營收規模與品牌知名度相當之同類採樣公司，因此本次採樣公司將以國際知名手機品牌 Nokia 以及 Motorola 公司做比較。
- 由於目前該部門截至 94 年第一季仍有營運虧損約 202 百萬美元，未來尚待明基公司健全該部門營運，故本交易以穩健保守評估，該部門合理價值將按計算所得出之同業參考價值乘以 5%~10%作為本交易之合理價值。
- 茲分析如下表：

單位：百萬美元

	Nokia	Motorola	採樣區間		Siemens 手機部門 2004 年營收 (註三)	評估價值	
			最低	最高		最低	最高
市場價值/ 2004 年度營收比	1.7 倍 (註一)	1.1 倍 (註一)	0.055 倍 (註二)	0.17 倍 (註二)	\$ 5,979 (註三)	\$ 329	\$ 1,016

註一：係以 2005.6.6 收盤價及 2004 年於美國 SEC 申報之財務報表營業收入計算

註二： $1.1 \times 0.05 = 0.055$ ； $1.7 \times 0.1 = 0.17$

註三：營業收入為 2004 年 1 月~12 月

以上述評估，該部門之價值應約介於在 329~1,016 百萬美元之間。

(二) 近期國際收購案市值與營收比較法

- 由於本案係屬國際重大之收購案，由於目前我國企業尚無其他相類似規模之收購案可供比較，故擬以最近期中中國大陸聯想公司收購 IBM 之 PC 部門案作為採樣案例，並以其收購價值與營收比作為本交易之另一評估方法，並分析如下表：

單位：百萬美元

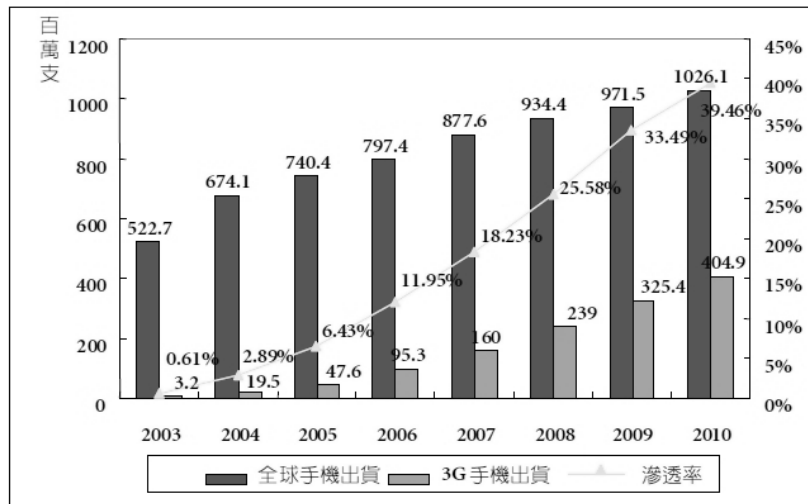
	聯想收購 IBM 案	採樣區間		Siemens 手機部門 2004 年營收 (註五)	評估價值	
		最低	最高		最低	最高
收購價值/ 2004 年度營收比	0.1667 倍 (註四)	0.1 倍 (註五)	0.2 倍 (註五)	\$ 5,979 (註五)	\$ 598	\$ 1,196

註四：IBM PC 部門 2004 年營業收入為美金 105 億元(此係為分析師之預估數)

註五：取介於 0.1 倍~0.2 倍做為本交易案評估之上下限

依上述評估，該部門之價值應約介於在 598~1,196 百萬美元之間。

三、未來全球手機市場評估



資料來源：電子時報

依據專業機構預估，行動通訊未來仍呈現成長趨勢，由上圖可知，預計 2005 年及 2006 年分別仍可達 7.4 億支至 7.97 億支，其中全球大國印度與中國之普及率仍僅為 4% 及 25%，顯示未來成長空間仍大，全球前二大品牌手機廠 Motorola 及 Nokia 過去五年之毛利率平均達 30% 以上，而代工經營模式之低毛利已成為常態下，掌握品牌廠商將可取得較為有利之競爭地位。

四、結論

由上分析可知，本次明基公司收購德國西門子公司手機部門之交易，該部門之合理價值約介於 329~1,196 百萬美元之間，而本次收購交易，明基公司並未有相關淨支出，因此評估本交易在明基公司若能有效改善該部門經營效率並擴大市場佔有率之下，本交易對明基公司應為有利，經評估本案之收購價值應屬合理。

參考文獻

一、中文

1. 方嘉麟，會計表冊承認制度之研究兼論違法盈餘分派之責任歸屬，載：現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁339-426，2005。
Faung, Kai-Line, The Research on Institution of Statements and Records of Accounts of Ratification and Distribution of Responsibilities for Illegal Surplus Earning Distribution, in *The New Issue of Modern Corporate Law*, pp. 339-426, 2005.
2. 方嘉麟、林進富、樓永堅審訂，企業併購個案研究(二)，2009。
Faung, Kai-Line, Lin, Jin-Fu & Lou, Yung-Chien, *Institute of Law and Interdiscipline II*, 2009.
3. 王文宇，公司法論，3版，2006。
Wang, Wen-Yeu, *Corporation Law*, 3d ed., 2006.
4. 吳安妮，臺灣企業併購動機之實證研究，管理評論，11卷，頁1-27，1992。
Wu, An-Ni, Research on the Motivation of Business Mergers and Acquisitions in Taiwan, *Management Review*, vol. 11, pp. 1-27, 1992.
5. 李維心，從實務觀點談商業判斷法則之引進，中原財經法學，22期，頁129-211，2009。
Li, Wei-Sin, A Discussion on Introduction of Business Judgment Rule into Taiwan from the Judicial Practice Viewpoint, *Chung Yuan Financial & Economic Law Review*, no. 22, pp. 129-211, 2009.
6. 邵慶平，再論公司法第二十七條——公司治理強化下的另一種思考，財產法暨經濟法，2期，頁97-135，2005。
Shao, Ching-Ping, Revisiting the Article 27 of Taiwan Company Law-From the Perspective of Reinforcing Corporate Governance, *Property and Economic Law Journal*, no. 2, pp. 97-135, 2005.
7. 邵慶平，商業判斷原則的角色與適用——聯電案的延伸思考，科技法學評

- 論，8卷1期，頁103-139，2011。
- Shao, Ching-Ping, The Role and Application of Business Judgment Rule—Some Extended Thoughts on the UMC Case, *Technology Law Review*, vol. 8, no. 1, pp. 103-139, 2011.
8. 姜世明，正義之可容許自然耗損——談證明度兼評臺北地方法院九十四年度重訴字第五九五號，*月旦法學雜誌*，152期，頁214-256，2008。
- Chiang, Shyh-Ming, Allowable “Natural Wear and Tear” under Justice—Study on Proof Degree and Taipei District Court 94 Year No. 959 Civil Judgement, *Taiwan Law Review*, no. 152, pp. 214-256, 2008.
9. 陳瑞斌、許崇源、翁慈青，公司治理架構與財務報告透明度之關聯性研究，*中華管理評論國際學報*，10卷1期，頁1-42，2007。
- Chen, Ruel-Bin, Hsung, Chung-Yuan, Weng, Tzu-Ching, A Study of Association Between Corporate Governance Structure and Financial Transparency, *Web Journal of Chinese Management Review*, vol. 10, no. 1, pp. 1-42, 2007.
10. 廖大穎，公司負責人之注意義務與商業判斷原則的適用——臺北地院九十三年度重訴第一四四號民事判決，*月旦裁判時報*，1期，頁111-118，2010。
- Liao, Ta-Yung, The Corporation Responsible Persons’ Duty of Care and Application of Business Judgment Rule—Taipei District Court 93 Year No. 144 Civil Judgement, *Court Case Times*, no. 1, pp. 111-118, 2010.
11. 廖大穎、陳啟垂，我國法適用「商業判斷原則」的爭議——評台南地方法院九六年度金第一號民事判決，*台灣法學雜誌*，153期，頁212-216，2010。
- Liao, Ta-Yung, Chen, Chii-Chwei, The Issue of Application of Business Judgment Rule in Taiwan—Review on Taiwan District Court 96 Year No. 1 Civil Judgement, *Taiwan Law Journal*, no. 153, pp. 212-216, 2010.
12. 廖大穎、陳啟垂，論我國法適用「商業判斷原則」與舉證責任之分配，*興大法學*，9期，頁1-48，2011。
- Liao, Ta-Yung, Chen, Chii-Chwei, On the Application of Business Judgment Rule in Our Law and the Allocation of the Burden of Proof, *Chung-Hsing University*

Law Review, no. 9, pp. 1-48, 2011.

13. 廖雙利，跨國併購與文化整合的研究，政治大學國際經營與貿易研究所碩士論文，2007。

Liao, Shuang-Li, The Research of Cross-Border Mergers and Acquisitions and Cultural Integration, Master's Thesis, Department of International Business Dissertation, National Cheng-Chi University, 2007.

14. 劉連煜，董事責任與經營判斷法則，月旦民商法雜誌，17期，頁178-196，2007。

Liu, Len-Yu, Liability of Directors and Business Judgment Rule, Cross-Strait Law Review, no. 17, pp. 178-196, 2007.

15. 劉連煜，董事責任與經營判斷法則之運用，載：公司法理論與判決研究(五)，頁1-42，2009。

Liu, Len-Yu, Liability of Directors and Application of Business Judgment Rule, in The Research for Theory of Corporation Law and Cases V, pp. 1-42, 2009.

16. 劉連煜，現代公司法，增訂7版，2011。

Liu, Len-Yu, Modern Corporate Law, 7th ed., 2011.

17. 劉連煜，新證券交易法實例研習，增訂9版，2011。

Liu, Len-Yu, New Securities and Exchange Act Practice, 9th ed., 2011.

18. 鄭凱元，併購關鍵成功因素之研究：以明基西門子為例，政治大學企業管理研究所碩士論文，2007。

Jheng, Kai-Yuan, Research on Key Success Factor for Mergers and Acquisitions—A Case Study of BenQ-Siemens, Master's Thesis, Department of Business Administration Dissertation, National Cheng-Chi University, 2007.

19. 戴志傑，公司法上「經營判斷法則之研究」，月旦法學雜誌，106期，頁157-176，2004。

Tai, Chih-Chieh, The Research for Business Judgment Rule on Corporation Law, Taiwan Law Review, no. 106, pp. 157-176, 2004.

20. 羅贊興、陳逸珊、黃書芸、黃馨儀，美國企業改革法案（Sarbanes-Oxley

Act of 2002) 對我國上市公司管理制度適用性之探討(上), 證交資料月刊, 505期, 頁8-34, 2004。

Luo, Zan-Sing, Chen, Yis-han, Huang, Shu-Yi, Huang, Sin-Yi, Exploration of Sarbanes-Oxley Act's Applicableness to Administrative System of TSEC Listed Companies (I), TWSE Monthly Review, no. 505, pp. 8-34, 2004.

二、外 文

1. BAINBRIDGE, STEPHEN M., CORPORATE LAW (2009).
2. Bebchuk, Lucian Arye & Roe, Mark. J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STANFORD L. REV. 127 (1999).
3. CHOPER, JESSE H., COFFEE, JOHN C. & GILSON, RONALD J., JR., CASES AND MATERIALS ON CORPORATION (2008).
4. EMANUEL, STEVEN L., CORPORATION, EMANUEL LAW OUTLINES (2000).
5. HITT, MICHAEL A., IRELAND, DUANE R. & HOSKISSON, ROBERT E., CONCEPTS STRATEGIC MANAGEMENT COMPETITIVENESS & GLOBALIZATION (9th ed., 2011).
6. Huang, Chi-Wei, *Worldwide Corporate Convergence Within a Pluralistic Business Legal Order-Company Law and the Independent Director System in Contemporary China*, 31 HASTINGS INT'L & COMP. L. REV. 361 (2008).
7. HUSE, MORTEN, BOARDS, GOVERNANCE AND VALUE CREATION (2007).
8. LARCKER, DAVID & TAYAN, BRAIN, CORPORATE GOVERNANCE MATTERS, A CLOSER LOOK AS ORGANIZATIONAL CHOICES AND THEIR CONSEQUENCES (2011).
9. Paredes, Troy A., *A Systems Approach to Corporate Governance Reform-Why Importing US Corporate*, 45 WM. & MARY L. REV. 1055 (2004).
10. Pine, Kyle W., *Lowering the Cost of Rent: How IFRS and the Convergence of Corporate Governance Standards Can Help Foreign Issuers Raise Capital in the United States and Abroad*, 30 NW. J. INT'L L. & BUS. 483 (2010).
11. ROSENBERG, DAVID, SUPPLYING THE ADVERB: THE FUTURE OF CORPORATE RISK-TAKING AND THE BUSINESS JUDGMENT RULE (2009).

Analysis of Business Judgment Rule under Taiwan's Legal Framework – A Case Study of Ben-Q's Acquisition of Siemens' Mobile Division

Kai-Lin Faung^{*}

Abstract

The Business Judgment Rule encourages corporations to take risks for the sake of higher returns; however, higher returns imply a greater risk association. As such, corporate executives' decision-making would not only have significant impact on a firm's overall performance; it would also bring about systematic risk. There are numerous academic studies regarding the adaptation of the Business Judgment Rule into Taiwan's legal system; nevertheless, the Rule has not yet been established firmly in practice. This paper is based on a Taiwan case, in which the Ben-Q corporate director, in pursuit of business transformation and external growth, inspite of the great risk, bid on the acquisition of the mobile division of a giant firm—the Siemens Corp. This would be the perfect case to explore the nature and the application of the Business Judgment Rule in Taiwan.

^{*} Professor, National Cheng-Chi University; J.D. Columbia University, U.S.A
Received: October 7, 2011; accepted: December 15, 2011

With the acceptance of the Business Judgment Rule under the US court system, this paper analyzes five classic US cases and related court opinions, supplementing this analysis with Taiwanese research on the Business Judgment Rule from both the academic and the practical perspective, and then examines the findings in the context of the BenQ-Siemens case. The objective of the paper is to explore whether the Business Judgment Rule should be adopted into Taiwan's legal system, since the business culture differs from that of the US in areas such as cross-holdings, pyramid structure, and a system that has yet to hold corporate directors fully accountable.

This paper concludes that, at the current stage, it is not appropriate to adopt the Business Judgment Rule in Taiwan and that the duty of care regulations should be redesigned. The BenQ-Siemens case demonstrates how business judgment possesses characteristics uncommon to judgments in average civil cases. This paper recommends an alternative approach to the existing liability structure under Taiwan's civil law, namely, the adaptation of a dynamic measurements accessing the standard of duty of care; such a standard would classify business judgments by directors in a more subtle fashion, and doing so would add accountability to future corporate managers who seek higher returns while taking on greater risks.

Keywords: Business Judgment Rule, Duty of Care, Burden of Proof, Proportionate Liability, Conflict of Interest, Good Faith, Systematic Risk