公司治理个案研究

陈宇绅 麦润田 主编

BE HEARD.
BE RECOGNISED.

CPA AUSTRALIA

公司治理个案研究

陈宇绅 麦润田

主编

第一版 2016年12月

着作权 ©2016 陈宇绅、麦润田、以及澳洲会计师公会

保留所有权利。若非取得前述出版者及出版机构之许可，此出版品的任何部分或全部内容严格禁止被再出版、储存在检索系统、或以任何形式传送，不论是电子、机械、影印、录制等方式，除非有被简短的引述资料来源为本出版品。

在此出版品中所陈述的观点或意见为作者所有，并不一定也不应被视为澳洲会计师公会所做出。

若您欲取得此出版品中任何案例的使用许可，请联络澳洲会计师公会、陈宇绅副教授、或麦润田副教授。

公司治理个案研究

编辑 : 陈宇绅副教授及麦润田副教授

编辑电子邮件 : vyschen@nccu.edu.tw
bizmakyt@nus.edu.sg

出版 : CPA Australia Ltd
1 Raffles Place
#31-01 One Raffles Place
Singapore 048616

网站 : cpaaustralia.com.au

电子邮件 : sg@cpaaustralia.com.au

国际书号 : 978-981-11-0731-3

目录

前言

序言

亚洲

天外有天：天宇化纤闹剧 1

中信泰富：外汇丑闻 13

国美：前董座的困兽之斗 20

精利控股：烂苹果的牵连 34

奥林巴斯：当场捕获 44

买票风波：电讯盈科私有化丑闻 59

萨蒂扬的会计造假事件 66

中华环保：龙筹股丑闻 76

SK集团：财阀大到不能关 83

新鸿基“世纪贿赂案”：兄弟同心 95

欧洲

布米：家族相争 107

葛兰素史克：中国贿赂弊案 122

汇丰银行：全球最大的本地（洗钱）银行 134

摩根大通：伦敦鲸事件 144

北美洲

波克夏海瑟威：大卫苏克的陨落 158

大帆避险基金：内幕交易 166

绿诺国际：反向收购上市陷入困境 179

嘉汉林业：不存在的资产 189

永利董事会之争：牛仔对决武士 202

雅虎和阿里巴巴的爱恨纠葛 214

前言

全球化逐渐的将焦点放在其衍生出的治理问题及争议，也使得相关组织里的董事及管理阶层承受了更多的压力。公司必须提高其治理及透明度的标准，在策略上做为优先顺序，使公司在市场上可以胜出。更重要的是，在新的世界秩序里，公司应该奉行最高的治理标准及独立性，以符合股东以及其它利益相关者的期望。

出版这第一本中文的公司治理案例研究，澳洲会计师公会旨在唤起大家对跨国公司在重要公司治理议题的意识，并进行深度的讨论。

澳洲会计师公会是在全球拥有超过十六万名会员的专业会计组织，是一个提倡健全公司治理的领导者，我们相信好的公司治理与长期价值创造极大化并与正直与问责息息相关。

澳洲会计师公会感谢陈宇绅副教授及麦润田副教授的指导及翻译新加坡国立大学商学院学生撰写的个案。我们希望在这本书中所探讨的公司治理相关议题能引起丰富多元的讨论，并促使公司及市场提高治理及透明度的标准。我们相信这本书对您在专业领域与工作上会有所帮助。我们也要感谢澳洲会计师公会中国办事处对于文案翻译的校对。

袁有仁 Philip Yuen
澳洲会计师公会新加坡分会会长
Singapore Divisional President, CPA Australia
2016年12月

序言

自2012年起，澳洲会计师公会 (CPA Australia) 每年出版由新加坡国立大学商学院麦润田教授编辑的公司治理案例研究，至今已出版四册，这些以英文撰写的案例研究，涵盖了新加坡、亚洲以及全球性公司，并在全球被许多大学、专业机构以及组织所使用。

我们很高兴的再次与澳洲会计师公会合作，出版第一本中文版的公司治理个案研究，此书汇集的个案是由四本英文版的公司治理案例研究的个案所选出。我们选出20个案例，以公司上市的交易所地区分类，其中10个在亚洲，4个在欧洲，以及6个在北美洲。这10个亚洲的案例包含中国、香港、印度、日本、新加坡以及韩国公司。而在欧洲及北美的公司案例中，许多公司与亚洲息息相关，例如这些公司皆为在欧洲或北美上市的亚洲公司，或为在亚洲有相当营运规模或收入的欧洲或北美公司。这些案例涵盖了许多跨国及跨文化的公司治理相关议题，例如董事会、内部及外部审计、内部控制、风险管理、管理人员薪酬、以及与贿赂、贪污、舞弊、以及非经授权交易相关的公司治理丑闻议题。

这些案例的资料来源皆为公开资讯，每个案例的最后也提出相关问题供读者思考讨论，目的在于藉由讨论以及辩论来加强学习的效果，而这些与个案相关的议题并没有正确的答案，因为造成公司治理失当的原因通常十分复杂，而问题的解决也并不直接或单纯，亦无法速成。

我们希望您对这本中文版的公司治理案例感到兴趣，也对您有所帮助。

我们感谢贾翊廷、黄鸿明及曾柔协助翻译，以及陈朕疆协助校订。

陈宇绅副教授及麦润田副教授
2016年12月

天外有天：天宇化纤闹剧

个案大纲

新加坡交易所（Singapore Exchange，以下简称新交所）于2011年11月下旬发布指令，要求泉州天宇化纤制造实业有限公司（China Sky Chemical Fibre Co Ltd，以下简称天宇化纤）委任特别审计师进行调查。发布指令之原因如下：天宇化纤与其董事会旗下审计委员会主席赖成冠（Lai Seng Kwonn）间发生利害关联方交易（Interested Person Transactions）；天宇化纤中止其于中国之土地收购与开发计划；及天宇化纤发生之重大维修费用。然而，天宇化纤却对这项指令置若罔闻。2012年1月6日，新交所以天宇化纤未遵守其指令为由，罕见地提起法律诉讼，然而在申请庭令十日后，新交所即撤销申请。本个案乃第一次有上市公司违抗新交所委任特别审计师之指令，天宇化纤表示新交所就此事的要求相当不合理，并称自己为受霸凌的小孩[1]。本个案主旨在探讨董事会之独立性、利益冲突，以及上市条例执行相关议题。

天宇化纤公司背景

天宇化纤设立于2005年3月29日，总公司登记于开曼群岛英属西印度群岛（Grand Cayman British West Indies），在2005年10月3日于新交所主板上市[2]。

公司主要业务为生产可以广泛运用之高端尼龙纤维，运用范围由高端运动服、休闲服饰、窗帘、桌布、室内装潢材料、鞋子、包包、行李袋、雨伞、帐篷、缎带，至边带等产品，生产商品以天宇（Tian Yu）为商标及品牌名称进行销售。

公司董事长为张荣链 (Cheung Wing Lin)，黄忠 (Huang Zhong Xuan) 则为执行董事兼首席执行官 (CEO，同时也是公司最大股东，握有37.8%的股权[3]。其余四名董事会成员包括执行董事宋健生 (Song Jian Sheng)、非执行董事王志伟 (Wang Zhi Wei)，以及两名新加坡独立董事余光华 (Er Kwong Wah) 及赖成冠。

董事会旗下由三个委员会组成，其中提名委员会主席及薪酬委员会主席皆为余光华，余光华在2005年被指派为天宇的独立董事，同时也是新加坡少数同时在十个以上董事会服务的人，截至2010年4月，他已在不同产业的十两家上市公司担任董事[4]。

审计委员会主席为另一位独立董事，赖成冠，其在会计、税务及财务方面约有30年的经验，并经营赖成冠会计师事务所 (SK Lai & Co)[5]。

事件起点

事件发生初期，新交所曾对天宇化纤提出几项疑问，包括在2010年3月质疑其2009年度的财务相关声明、在2010年8月质疑其2010年第二季营运状况，以及在2011年3月质疑其2010年年度营运状况。

天宇化纤在2011年4月22日为回应上述质疑而发布一份声明，声明内容包含利害关联方交易、支付独立董事之总金额、独立董事持续保持独立性的正当理由、特定董事从关联企业获取之报酬、关联企业员工选择权之授与、授与董事选择权之日期、未披露其授与之原因、支付第三方收购土地使用权之保证金，以及公司如何遵守新交所上市条例。在4月25日及4月29日，天宇化纤针对上述声明相关之事项进一步说明厘清。

在4月27日，新加坡国立大学麦润田 (Mak Yuen Teen) 教授，对天宇化纤在4月22日发表之声明，针对赖冠生独立性之内容发布了严厉的批判[6]。麦润田教授的看法如下:

“赖先生所经营之赖成冠会计师事务所提供天宇化纤重大会计相关服务，同时赖先生却担任天宇化纤的独立董事及董事会旗下审计委员会主席……事务所提供之服务包括对天宇化纤之内部控制、会计与报告之协助、核阅每季财务报表及营运状况报告，以及会计程序之顾问服务，包括与子公司的合并程序。身为审计委员会主席，赖先生有责任监督会计师事务所提供之相关会计服务，因此导致监督自己事务所所执行工作之结果。此外，审计委员会须监督对公司财务状况出具查核意见的外部审计师，而赖成冠会计师事务所对天宇化纤财务报表编制相关之控制及会计程序提供咨询管理。公费金额显示赖成冠会计师事务所提供之服务是重大的……由于赖先生身为审计委员会主席并同时提供公司会计相关服务，这中间存有令人无法接受的利益冲突。虽然天宇化纤声称其关联方交易皆为常规交易，且赖先生无法在与其相关的议案上投票，但天宇化纤没有解释为何在众多事务所皆可提供相同服务的情形下，仍然选择赖成冠会计师事务所。此外，审计委员会须负责核阅关联方交易，然而赖成冠会计师事务所却是此关联方交易中唯一的受益者”。

麦润田教授更进一步质疑天宇化纤于2010年提出之公司治理报告。天宇化纤独立董事在报告中确认，独立董事并没有干涉或有可视为会干涉董事进行独立商业判断之关系，麦教授同时亦质疑天宇化纤董事会对新交所回应之声明，在声明中，天宇化纤持续地坚称赖成冠董事的独立性。

在事件中期，2011年5月2日天宇化纤委任叶伟钢 (Yeap Wai Kong) 为独立董事[7]，并改组董事会。天宇化纤另雇用新加坡律师事务所，瑞德律师事务所 (Rodyk and Davidson)，提供咨询并对公司目前的公司治理程序做评估藉以发现缺点并提供建议改善[8]。

新交所要求天宇化纤委任特别审计师 (2011/11/16)

新交所要求天宇化纤委任特别审计师是源于新交所对天宇化纤2006年至2010年度报告之审查[9]，审查结果发现天宇化纤与审计委员会主席赖成冠间之关联方交易，以及被中止之福建省土地收购计划。

天宇化纤暂停交易股票停牌 (2011/11/17)

新交所作出委任特别审计师指令后，隔日，天宇化纤随即要求股票停牌[10]。天宇化纤表示，为避免建立虚假市场，暂停交易有其必要性[11]，且新交所之指令会引起投资者之猜疑与不确定性，进而造成公司股价失真。在经过新交所多次质疑其公司2010会计年度的财务报表后，天宇化纤此时的公司股价已重跌40%，而比起2007年10月的高峰，更是跌了96%[12]。

天宇化纤谴责新交所 (2011/12/16)

在12月15日，天宇化纤发布声明，公司将不会遵守新交所发出委任特别审计师之指令，并认为该举动并不当亦不符合其公司及股东之最大利益。

天宇化纤表示，纵使新交所认为其公司交易不寻常，但没有指控公司有会计违规或舞弊之情事，因此，新交所委任特别审计师之指令不合理，并谴责交易所对公司之策略管理及日常营运过分干涉[13]。

12月16日时，新交所发表声明谴责天宇化纤及其董事持续未遵守其指令，“尽管新交所已给予天宇化纤及其董事会多次机会”，并表示对其财务报表前后不一致及未实质披露存有疑虑[14]。

在2011年12月21日，天宇化纤对新交所的声明做出回应，响应内容表示新交所之谴责毫无益处，并清楚显示对其股东权益之漠视。此外，天宇化纤亦表示，公司自2009年4月以来对一连串的调查皆相当配合[15]，因此对新交所之谴责感到十分震惊。

天宇化纤不遵守指令之行为导致新交所在2011年12月22日拒绝其恢复股票交易之要求[16]。

董事会重组 (2011/12/31)

随着委任特别审计员指令之截止期限，2012年1月5日，逐渐逼近，新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore，以下简称金管局) 罕见地为新交所撑腰，声明天宇化纤应遵守新交所指令[17]。金管局发表立场后，在2011年12月31日，天宇化纤即重组董事会。2012年1月1日起，审计委员会改由余光华先生主持，赖成冠先生则改为担任提名委员会主席[18]，然而，对于是否遵守新交所指令依然绝口不提。

独立董事集体请辞 (2012/1/5)

在2012年1月5日，天宇化纤三名独立董事余光华、叶伟钢及赖成冠相继递交辞呈。三名独立董事皆表示，公司2011年11月16日不遵守新交所指令的决定是他们卸下职务之主因[19]。独立董事的下台立即表明了天宇化纤继续反抗新交所之态度。

新交所采取法律行动—起诉天宇化纤 (2012/1/6)

新交所在2012年1月6日至高等法院提起法律诉讼，要求强制天宇化纤执行其指令。并对天宇化纤以及其董事们黄忠炫、张荣链、宋健生与王志伟等人，以违反证券及期货交易法 (Securities and Futures Act) 第25条提起告诉（法院有权强制执行遵守上市规则）[20]。

此外，独立董事的辞职导致天宇化纤不符合上市规则第221条及第720条第3项，规则要求公司须任命至少两名身为新加坡居住者之独立董事，进而使新交所得以任命董事进入董事会，以弥补董事人数不足三名之缺额[21]。此事亦被上报给高等法院，强制天宇化纤及其董事需遵守上市规定。

新交所撤回诉讼 (2012/1/16)

于2012年1月16日，新交所撤回日前对天宇化纤之诉讼，对于撤告原因并未多作解释，当天公布之唯一声明为诉讼双方的代表律师已会面进行协商，且天宇化纤的代表律师正寻求公司的进一步指示[22]。

总经理及首席财务官请辞 (2012/2/7)

天宇化纤的首席执行官黄忠炫以“个人健康状况”为由，于2012年2月7日请辞，三天后，公司首席财务官以缺乏领导者指导及未获首席执行官与独立董事支持为由亦请辞[23]。

金管局及警方展开调查 (2012/2/26)

在2012年2月16日，金管局及警方发表了联合公告，声明新交所已提出一份报告，详细叙述天宇化纤违反证券及期货交易法之嫌疑[24]。

金管局已将上述报告中提到之违法行为交给商业事务局 (Commercial Affair Department) 调查，商业事务局为负责调查公司案件之警方单位。

金管局请求法院冻结天宇化纤前首席执行官资产 (2012/4/9)

据报导，金管局于2012年4月9日请求法院冻结黄忠炫之资产[25]，限制黄忠炫利用其在新加坡之瑞士信贷集团 (Credit Suisse Group AG) 账号将钱汇出海外，这项预防措施主要是为了避免黄忠炫隐匿银行存款之风险。

根据法庭文件，黄忠炫在2012年3月5日已从账户转出约一千万美元，此后，于2012年3月27日时他曾指示转出其账户所余资金三百七十万美元。瑞士信贷集团已将黄忠炫之开户申请书及其2010年12月6日至2012年3月27日银行业务详情提供予商业事务局，商业事务局另要求银行提供3月26日当天交易之详情记录[26]。

前任独立董事对上新交所 (2012/4/18)

天宇化纤前任独立董事，叶伟钢，曾试图通过法院之撤销决定来推翻新交所于2011年12月16日对他进行之谴责，并雇用了义正律师事务所 (TSMP) 之顾问陈清汉 (Tan Cheng Han) 作为其代表律师[27]。

在为期三日的听证会中，陈清汉表示新交所在高等法院之举动是利用权力的暴虐行为，根据叶伟钢之说法，天宇化纤其实有打算遵守委任特别审计师的指令，与新交所之说法相反。而之所以没有在期限内委任，仅仅是因为公司需了解委任特别审计师之用意[28]，因此花费过多时间。

此案于2012年5月9日为高等法院之菲利普 (Philip Pillai) 法官裁定不成立，菲利普法官认为，新交所已给予叶伟钢一个全面且公平的听证会[29]。

查核会计师请辞 (2012/4/23)

在2012年4月23日，天宇化纤收到德勤会计师事务所(Messrs Deloitte and Touche LLP) 即日请辞之通知。请辞理由为无法履行其作为查核会计师之责任。自2012年1月开始，公司缺乏独立非执行董事及独立审计委员会成员，导致事务所处于无法执行工作之处境[30]。

天宇化纤管理阶层换新血 (2012/9/11)

天宇化纤重新委任公司首席执行官、首席财务官、两名独立董事，以及一位公司秘书。林友光 (Ling Yew Kong) 身兼首席执行官及执行董事；李仲平 (Lee Chong Ping) 为首席财务官；陈友志 (William Tan Yew Chee) 担任非执行独立董事及提名委员会主席，而前任独立董事余光华则重新担任非执行独立董事及审计委员会主席[31]。

近期发展

在2012年10月25日，天宇化纤终于让步，委任石林企业咨询有限公司 (Stone Forest Corporate Advisory Pte Ltd) 作为其特别审计师。审计查核事项包括2009年第一季维修费用、福建省的购地开发计划，以及关联方交易[32]，当初反抗新交所之行为则被称为是由于沟通不良所致[33]。

天宇化纤的案件到此终于暂时告一段落，后续发展端看特别审计师之报告而定。天宇可能仍需要一阵子时间才能解除它的停牌限制，与此同时，股东们只能等待。

问题与讨论

1. 请评论一家公司（如天宇化纤）之董事会、管理阶层，与股东间三权分立（或缺乏）的情形，及其对公司治理之影响。
2. 请就天宇化纤与赖成冠之间的关联方交易，对董事独立性进行讨论。
3. 请就独立董事余光华身兼多家董事职务做一探讨评论。
4. 探讨是否应该允许首席执行官及独立董事在没有接替人选下辞职。
5. 评论新交所对天宇化纤未遵行委任特别审计师指令所采取之措施是否恰当。此外，新交所还可以采取何种措施处置未遵守其规则或指令的上市公司？
6. 如天宇化纤一样的外国公司，现有规则制度是否足以确保良好的公司治理？还有什么可以用来增进外国公司的公司治理？

This is the abridged version of a case prepared by Chew Jia Yi, Joanne Chin Kai En, Audrey Low Ying Jun, Thai Wei Ying, Jeremy Ng, Yap Jie Hui, Felix Hadiyanto under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Low Jiemin under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Khoo, Lynette, China Sky-SGX saga a test case, 11 Jan 2012, The Business Times,. retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120110e81b00001&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

2 Company disclosure on SGX website, <http://info.sgx.com/webcorpinfo.nsf//CorpInfoCompanyNameList/ 00EDA71C73CD5A3E4825708E007E69A9?OpenDocument> accessed 21 Dec 2012

3 Khoo, Lynette, Did China Sky, SGX meeting breach code? 11 Jan 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120110e81b0000x&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

4 Quah, Michelle, Directorships to the fore in debate over 5, 08 Apr 2010, The Business Times, retrieved from Factiva

5 Khoo, Lynette, China Sky halts trading after SGX directive The Business Times. 18 Nov 2011, retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020100405e6460000h&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

6 Mak, Yuen Teen, Trouble at another S-chip – with a twist," Business Times, 27 April 2011.

7 Khoo, Lynette, NEWS ANALYSIS; Tighter definition for IDs sought in corporate governance code, 5 May 2011, The Business Times, retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020111118e7bi00013&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

8 Tan, Melissa, Former China Sky director 'should have known better', 21 Apr 2012, The Sunday Times, retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120420e84l00003&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

9 Appointment of Special Auditors, 17 Nov 2010, Board's Announcement,

10 Ibid.

11 Ibid.

12 Yahoo Finance

13 Calucag, Ernie. China Sky refuses to appoint special auditor, SGX denies lift of trading suspension. 22 Dec 2011, Biz Daily, <http://bizdaily.com.sg/newsite/china-sky-refuses-to-appoint-special-auditor-sgx-denies-lift-of-trading-suspension/> accessed 21 Dec 2012

14 Singapore Exchange reprimands China Sky Fibre Chemical Limited and the Directors of its Board, 16 Dec 2011, SGX Announcement

15 Response to the reprimand issued by the Exchange to China Sky Chemical Fibre Co., Ltd. and its board, 21 Dec 2011, Company Announcement

16 SGX-China Sky row continues, 22 Dec 2011, Channel News Asia. <http://www.channelnewsasia.com/stories/singaporebusinessnews/view/1172889/1/.html> accessed 21 Dec 2012

17 Tan, Melissa, Appoint special auditors by Jan 5, China Sky told. 31 Dec 2011, The Straits Times, retrieved from Factiva, <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020111230e7cv00002&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

18 Tan, Melissa, China Sky reshuffles board committee 2 Jan 2012, The Straits Times, retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES 0020120101e81200006&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

19 Khoo, Lynette, China Sky's independent directors step down with immediate effect. 6 Jan 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120105e8160000o&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

20 Lynette Khoo. SGX asks for court order in China Sky case, 7 Jan 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120106e81700006&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

21 Regulatory actions by Singapore Exchange Securities Trading Limited: Proceedings to compel compliance with the listing rules, 6 Jan 2012, Company Announcement

22 Khoo, Lynette, SGX backs down from court action against China Sky 17 Jan 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120116e81h0000e&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

23 Teo, Esther, Another top man quits China Sky, 13 Feb 2012, The Straits Times, retrieved from Factiva, <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120212e82d00006&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

24 Joint Statement by Singapore Police Force and Monetary Authority of Singapore <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Press-Releases/2012/Joint-statement-by-MAS-and-SPF.aspx> accessed 21 Dec 2012

[25] Tan, Andrea, Singapore Regulator Sues to Freeze China Sky Ex-CEO Funds 9 Apr 2012, Bloomberg, <http://mobile.bloomberg.com/news/2012-04-09/singapore-regulator-sues-to-freeze-china-sky-ex-ceo-funds> accessed 21 Dec 2012

[26] Ibid.

[27] Singapore Law Watch. Lawyers clash over the roots of the SGX's Powers 22 Apr 2012. <http://www.singaporelawwatch.com/slw/headlinesnews/7519-lawyers-clash-over-the-root-of-sgxs-powers.html?utm_source=rss%20subscription&utm_medium=rss> accessed 21 Dec 2012

[28] Tan, Andrea, China Sky Ex-Director Takes on Singapore Bourse on Rebuke, 18 Apr 2012, Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2012-04-18/china-sky-ex-director-takes-on-singapore-bourse-on-rebuke.html> accessed 21 Dec 2012

[29] Tan, Melissa,. High Court dismisses former China Sky director's application, 10 May 2012, The Straits Times, retrieved from Factiva, <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120509e85a0002u&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

[30] Resignation of Deloitte & Touche LLP as auditors of the company. Company Announcement. 30 Apr 2012.

[31] Haoxiang, Cai China Sky appoints new management 15 Sep 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120914e89f0003e&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

[32] Miscellaneous: Appointment of special auditor. Company Announcement. 25 Oct 2012.

[33] Kwok , Jonathon, China Sky impasse due to 'miscommunication'. 24 Nov 2012, The Straits Times. retrieved from Factiva, <http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020121123e8bo0001w&pp=1&fcpil=en&napc=S&sa_from=> accessed 21 Dec 2012

中信泰富：外汇丑闻

个案大纲

在2008年2月，中信泰富（CITIC Pacific）股价达到每股43港元的高点，然而在爆发外汇丑闻后，公司损失二十亿美元，股价在八个月内骤跌92%，跌至每股3.66港元。该项损失起因于公司未经授权操作外汇避险金融衍生产品。本个案主旨在讨论董事会组成、风险管理、高管薪酬与其他公司治理问题。

未经授权的外汇避险金融衍生产品

中信泰富投资在西澳大利亚的铁矿石开采项目估计需要十六亿澳元和八千五百万欧元[1]，此外，未来二十五年每年营运支出估计至少十亿澳元。

中信泰富的现金预测以美元计价，然而费用是以澳元和欧元付款，这使得公司暴露于外币汇率浮动之风险，为规避上述风险，中信泰富签订货币交换合约，以美元交换澳元与欧元。尽管此避险行为相当普遍，中信泰富面临其使用“累计期权 (Foreign exchange accumulator)”所带来之问题。

累计期权为中信泰富用以计算其结清外汇远期合约与每日应计合约之衍生工具。与一般衍生金融商品不同，累计期权有一个独有特色 – 敲出条款，敲出条款是指当合约获利达到事先预定的金额时，该合约将自动终止，此功能将导致公司避险获利有上限限制，然而避险损失则无下限，造成不对称之回报。

香港著名公司治理推动者戴维·韦伯 (David Webb) 曾对此表示“这已非避险，而是一个彻底的赌注[2]。”，中信泰富从事避险交易所承担之风险远远超过其实际需求，中信泰富投资之采矿项目实际上在初期仅需要投入十六亿澳元资金，然而中信泰富却签订九十亿澳元避险合约[3]，该项合约之资金超过九成是在2008年10月投入，当时澳元对美元兑换攀升至高点，1澳元可兑换87美分，此后澳币贬值20%，1澳元仅得兑换70美分，使得此交易预期将产生一百五十五亿港元损失[4]。

该项消息发布后震惊投资者，投资者先前对公司之高杠杆澳元合约的曝险程度并不知情[5]，不仅如此，公司早在2008年9月7日，即发布盈利警告的六周前，便知道合约的曝险亏损。

盈利警告造成中信泰富股价暴跌74.8%，由每股14.52港元跌至3.66港元的历史新低，该公司股价的高点在2008年2月，当时每股43港元。

董事会结构

中信泰富有十九名董事，荣智健 (Larry Yung Chi-Kin) 为董事长兼执行董事，董事会包含十二名执行董事与七名非执行董事，其中四名依据上市条例被视为具有独立性，有两名独立董事为兄弟关系。

董事会的成员皆符合资格并具有能力，他们的能力及产业经验指出他们应该熟悉香港法规，然而董事会却未能及时宣布损失，违反上市规则13.09，要求及时披露价格有关信息的规定[6]。

高阶主管薪酬

中信泰富管理阶层薪酬取决于其绩效[7]，高阶管理阶层之薪水有一大部分是和公司营运绩效做连结，藉以反应他们对公司的贡献，荣智健总薪酬有94％来自分红与配股，而董事总经理范鸿龄 (Henry Fan Hung Ling) 则有95％薪酬来自分红与配股，此外，荣智健持有公司19％股份，取得公司五亿六千九百万港元的股利。

所有权与经营权集中

中信泰富之控制权主要坐落于荣智健与法人大股东中信集团 (CITIC GROUP) 手中[8]，造成主要股东同时拥有所有权与经营权之情形。

未能分离所有权与经营权所造成的信息不对称对控制一方有利，在避险损失发生前，有二名个人大股东常常买进公司股份，然而在9月上旬他们却不约而同地停止买入股份[9]。

荣氏家族对中信泰富的管理具有重大影响力，创办人荣智健担任董事长，他的儿子荣明杰 (Carl Yung) 担任公司副董事总经理职位，在外汇争议前，荣智健的女儿荣明方 (Frances Yung) 亦担任公司财务董事。

监管规定

在2008年10月20日发布盈利警告时，中信泰富指出公司“了解在9月7日签订合约时的曝险程度[10]”，也就是公司竟需耗时六周了解衍生品合约的财务参数和风险，相当不合理。公司未及时披露股价有关之信息虽然违反上市规则13.09，然而法规却没有对未披露股价有关信息订定相关罚则，香港证券交易所 (Hong Kong Stock Exchange) 无权对公司违反披露规定展开调查[11]。

2008年9月16日，在一份不相关的公文，董事们表示“公司在2008年9月9日前未发生重大不利变动[12]”，然而此说法与公司早在9月7日即得知盈利警告之消息互相矛盾。显示这项公文陈述可能涉及不实及误导投资大众，依据期货与证券条例 (Securities and Futures Ordinance) 第298条之规定，董事可能需背负法律责任。

内部控制失效

中信泰富内部审计部门负责定期审查内部控制系统之有效性，该部门亦负责对公司所有事业单位与子公司进行有系统的独立性评估，然而内部控制仅能提供合理但非绝对保证所有重大不实表达风险均能被侦测或移除。

公司之外币交换衍生品合约未经适当授权与充分评估潜在风险，财务董事张立宪 (Chang) 未遵守公司避险政策—并未遵守标准程序在签订合约前得到董事长批准，而公司内部监管机制亦未能发挥功能主动侦测，财务总监本扮演监控的角色，然而财务总监周志贤 (Chau Chi Yin) 并未将这非寻常避险交易通知董事长造成公司内部监管机制失衡。

重生之路

管理阶层洗牌

在2009年4月8日，中信泰富宣布将重整管理阶层，创办人兼董事长荣智健与董事总经理范鸿龄相继下台，他们辞职期间正好是警方展开调查期间，在香港证券交易所的声明中，中信泰富表示“荣先生相信他的辞职是为了公司最大利益着想”。中信集团副董事长兼总经理常振明 (Chang Zhenming) 接任董事长，张极井 (Zhang Jijing) 则接任公司董事总经理。在2009年底，公司任命新财务总监、会计长与数名高阶管理人员，公司并承诺将任命更多独立董事。公司财务董事荣明方并未被迫离职，但被降职减薪。

内部控制改善

中信泰富透过招募有经验的专业人员，对财务控制团队进行重大改组，新的团队在辨认、报告与管理集团资金调度与财务风险方面扮演了重要角色[13]。

普华永道会计师事务所（PricewaterhouseCoopers）被委任评估审查中信泰富的财务风险管理与公司层级的内部控制，在采纳普华永道之建议后，公司内部审计师扩大以风险基础的内部审计服务，藉以提供审计委员会使用。此外中信泰富亦委托一管理顾问公司，对公司财务部门及功能做一深入研究及评估[14]。

公司亦重新更改了审计委员会的职责，更新后审计委员会职责范围增添监督功能，包括与管理阶层讨论公司内部控制系统，并确保管理阶层在营运上及推动业务时有采取内部控制的措施。

中信泰富在改善内部控制及加强公司治理的努力似乎发挥效用并使得投资者重拾信心，在中信泰富宣布重整管理阶层后，隔日公司股价上升19%，尽管该项未授权外汇交易的赌注导致中信泰富产生一百亿港元损失，并承担九十三亿八千万港元之负债[15]，在2009年中信泰富仍保有好的营运表现，这归功于公司在中国发展之钢铁业务、房地产项目的获利，以及在澳大利亚投资之铁矿开采项目的发展。

问题与讨论

1. 未能将所有权、董事与经营权分开，会如何损害公司的公司治理?
2. 请讨论薪酬制度会如何影响公司的风险偏好与公司治理?
3. 造成中信泰富丑闻之主要原因为何? 董事会软弱的监督、内部控制失效还是有缺陷的薪酬制度?
4. 除了中信泰富采取的措施外，还有哪些措施可以加强司治理与内部控制?

This is the abridged version of a case prepared by Clara Chua, Clarice Koh, and Low Wai Ling under the supervision of Professor Mak Yuen Teen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was prepared by Amanda Aw Yong under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 CITIC Pacific. “Profit Warning”, 20 October 2008, <http://www.citicpacific.com/upload/en/20081020-2e.pdf>

2 Jeremiah Marquez. “Citic Pacific hit by wrong-way currency bets”. October 2008. <http://news.theage.com.au/technology/citic-pacific-hit-by-wrongway-currency-bets-20081026-58tv.html>

3 Leanne Wang. “Exotic derivatives cost CITIC Pacific dearly”. October 2008. <http://www.chinastakes.com/2008/10/exotic-derivatives-cost-citic-pacific-dearly.html>

4 Ng, Katherine. “Heads roll as $15.5b losses loom.” 21 October 2008. The Standard. 15 December 2011. <http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?pp_cat=30&art_id=73153&sid=21085671&con_type=3>

5 Low, Chee Keong.. “Silence is Golden – The Case of CITIC Pacific in Hong Kong”. Social Science Research Network. 14 Apr 2002 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1381990>

6 CITIC Pacific. “Chapter 13. Equity Securities.” June 2011. <http://www.hkex. com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/documents/chapter_13.pdf>

7 CITIC Pacific. CITIC Pacific Annual Report 2007.

8 CITIC Group owned 29% of CP through CITIC HK. Chairman Yung had 19% of shares while the other company executives owned a total of 3%. The remaining 49% was held by private investors.

9 “Tang, Theresa. Citic Pacific Slumps 55% on $2 Billion Currency Loss.” 21 Oct 2008. <http://english.caijing.com.cn/2008-10-31/110025046.html>, accessed on 14 April 2010.

10 CITIC Pacific. “Profit Warning”. 20 Oct 2008, <http://www.citicpacific.com/upload/en/20081020-2e.pdf>

11 Wan, Hanny. “Hong Kong Proposes Fines for Poor Company Disclosure”. Business Week. 29 March, 2010.

12 CITIC Pacific. “Discloseable and Connected Transaction” 16 September, 2008. <http://www.citicpacific.com/upload/en/20080912-1e.pdf>

13 Chang, Zhenming. “Chairman’s letter to shareholders”. August 2009. <http://www.citicpacific.com/upload/en/20090826-1e.pdf>, accessed on 14 April 2010.

14 Ibid.

15 Reuters. “CITIC Pac shares soar as reshuffle calms investors”. 9 April, 2009.

国美：前董座的困兽之斗

个案大纲

国美电器控股股份有限公司 (GOME Electrical Appliance Holdings，以下简称国美) 的创办人兼前董事长黄光裕 (Huang Guangyu) 在2010年5月18日[1]被判处十四年有期徒刑定案，此事件这对于曾是中国最有钱富豪之一的黄光裕来说犹如从天堂掉到地狱一般。2008年末，在黄光裕被逮捕之后，其首席执行官陈晓 (Chen Xiao) 在2009年1月取而代之成为国美的董事长。在陈晓的带领之下，国美脱离了原本的经营策略，外来投资者像是贝恩资本有限公司 (Bain Capital LLC，以下简称贝恩资本) 被应邀入股国美。对于黄光裕而言，这些企业发展导向已经威胁到他对该企业的掌控[2]。因此，身陷囹圄的他发起了一场与董事会的争斗。本个案主旨在讨论有关由创办人经营之企业的公司治理、企业商业手法以及中国企业的公司治理、贿赂行为、内幕交易以及市场操作、董事会的组成与控制。

国美的成长

成立于1987年，国美的成功能被大多归因于“最佳价格策略”。根据创办人以及前董事长黄光裕的说法，藉由提供较低价格，顾客会非常欣喜并且更支持该品牌，也会相互口耳相传[3]。在黄光裕的管理之下，国美逐渐成为一家以最优惠的价格销售产品的家电零售厂商。黄光裕更被誉为“价格屠夫”[4] 以及“中国的山姆沃尔顿”(Sam Walton of China) [5]。

随着该公司的快速成长，黄光裕决定在2004年将国美集团于香港交易所(Hong Kong Stock Exchange，以下简称港交所) 上市。大约百分之九十国美的高收益零售店都被纳入即将挂牌上市的国美集团里，而剩下未纳入挂牌的零售店则是被黄光裕个人所掌控[6]，并被国美依协议备忘录纳入经营范畴。当契约到期时，这些未纳入挂牌的零售店管理控制权将回到黄光裕的手上。国美快速成长后，便成为中国家电的领导品牌[7]，在2005年黄光裕更被时代杂志 (Time Magazine) 评选为中国最有钱的人[8]，一直到他在2008年被捕入狱。在此身为首富的时期，黄光裕的个人财产高达六十三亿美元[9]。

黄光裕被捕

在2008年，在中国政府针对公司贪腐的执法行动下[10]，黄光裕被逮捕并且因为贿赂、内幕交易以及洗钱嫌疑受检调调查中[11]。在黄光裕将被拘留18个月的新闻曝光后[12]，国美的股票也在2008年11月24日被暂停在港交所交易。该公司股票价格更在2008年11月25日跌落至每股1.12港元[13]。

贿赂丑闻

经调查发现后，黄光裕涉嫌直接行贿并间接唆使行贿五名政府官员[14]，其中包括以总价值约四百五十六万人民币的现金与资产回馈政府官员以求特别关照，并对该企业在商业上给予帮忙[15]。

在2006年6月，北京国家税务局下令六个省税务局调查有关国美逃税的争议[16]。北京市公安局经济犯罪侦查处的资深官员靳红利 (Jing Hongli) 主动接触两个该调查团队重要的成员梁丛林 (Liang Conglin) 以及凌伟 (Ling Wei)，并要求两人对于国美的调查报告从宽处理[17]。后来，梁丛林与凌伟甚至还与黄光裕以及公司重要企业合伙人北京市中关村科技发展股份有限公司 (Beijing Centergate，以下简称中关村科技) 的前董事长许钟民(Xu Zhongmin) 共进晚餐[18]。

在梁丛林与凌伟的调查之下，国美的北京分店仅因为逃税而投入资金至空壳公司，被轻罚不到2百万的人民币。两人随后各收到有人民币五十万额度的银行卡作为回馈[19]。许钟民也被调查发现在黄光裕的指示下，行贿警察以及政府税务官员。另外，靳红利与孙海渟 (Sun Haiting) 也从许钟民那里各收到一百五十万以及一百万人民币[20]。

内幕交易与其他违法事件

黄光裕也被调查发现在2007年4月到9月涉入内幕交易，包含其身为在深圳挂牌上市的中关村科技的大股东[21]的股票内幕交易。黄光裕更指示他人其中包括由黄光裕控制[23]的北京鹏润投资有限公司 (Beijing Eagle Investment Co Ltd)[22] 去大量购买价值十四亿一千五百万人民币[24]的中关村科技股票。此非法股票交易在对外宣布关于中关村科技的重整计划前就已经进行了，中关村科技的股票在计划公布后就开始飙升。利用重整计划与股票交换等类似手段，黄光裕也参与三连商社股份有限公司 (Sanlian Commercial)[25]的股票内幕交易。利用拥有此两间企业的内幕讯息进而从事内幕交易已经让黄光裕非法获利达超过三亿九百万人民币[26]。

除了内幕交易，黄光裕也犯下洗钱罪名。从2007年9月到12月，黄光裕转了八亿人民币至香港，这笔钱利用非法管道像是地下钱庄[27]兑换成八亿两千两百万港元。

北京第二中级人民法院判定黄光裕贿赂以及内幕交易的罪名，并裁定十四年有期徒刑[28]，并科六亿人民币之罚金，以及冻结其两亿人民币的资产[29]。

国美股票回购丑闻

除了在中国的不法行为，黄光裕也在中国境外从事不法活动[30]。黄光裕与其妻子杜鹃 (Du Juan) 一起策划大规模的股票回购计划，抛售其在国美持有之股票，以偿还黄光裕个人二十四亿港元的债务。在2008年1月28日，黄光裕移转其五千万国美的股票至妻子的全权控股公司，在此同时，黄光裕与他持有的祥平有限公司 (Shine Group Ltd) 分别转移大约九十万[31]与一亿三千六百万[32]张国美的股票给其它家庭成员，黄光裕的股权也相对减少，但事实上这些家庭成员并不包括他的妻子与小孩[33]。

在2008年1月22日到2008年2月5日这段期间，国美开始回购其在市场的股票，该企业以每股17.23元港元回购了一亿两千九百八十万张股票，大约花费了二十二亿港元[34]。这个回购计划被香港的证券及期货事务监察委员会 (Securities and Futures Commission，以下简称证期会) 所关注，尽管黄光裕并未直接卖出其个人的股票。证期会则认为此回购行动对于国美的财务状况有不利的影响，并且此举并未为国美及其股东的利益着想[35]。反而是利用回购与人为操作手段提高国美的股价，让黄光裕以间接的管道在较高的价格抛售其股票。事实上，在股票回购的最后一天，国美的股价从每股4.405港元跌至每股1.12港元，跌幅达74.6%，也让其投资人损失近十六亿港元[36]。

在2009年8月7日，证期会向法院声请以证券与期货条例 (Securities and Futures Ordinance) 第213条冻结黄光裕在国美市值十六亿五千五百万的股权[37]。因为此新闻，国美的股票在2009年8月7日从每股2.57港元跌至每股2.37港元[38]，跌幅7.8%。这对于小股东而言是相当昂贵的裁决，尽管此裁决的目的是保护小股东权益。

董事会成员大洗牌

2009年1月16日[39]，黄光裕因为无法履行其董事长职责而辞职，其接班人陈晓开始引领国美走与黄光裕希望不同的道路。在2009年，陈晓实行改造国美的策略，优先建立网络合理化与提高个别店家的获利率。他与供货商建立更巩固的关系以获得规模经济的优势，也更关注其投资者。陈晓集中在削减开支使该企业更精实且有效率。因此，陈晓并未像黄光裕一样选择扩张国美的零售版图，反而是决定关闭189家未有充足获利的店面[40]。

对于黄光裕而言，第二个严重的岐义点是陈晓为了帮国美电子带进更多投资人并稳住其财务状况[41]，陈晓以私募股权方式为国美增资、提振该企业疲弱的财务表现并同时解决债务问题。目的是吸引有声誉的投资人，并藉由他们对于管理国美的兴趣来说服香港监管机关有关于该企业的复苏并重拾投资人的信心。因此，陈晓邀请机构投资者，例如科尔伯格・克拉维斯・罗伯茨 (Kohlberg Kravis Roberts) 以及贝恩资本，一同成为该利害关联方[42]。

2009年6月22日，尽管黄光裕激烈地反对[43]，国美正式签署与贝恩资本的合约。由于黄光裕只持有三分之一的股权，他无法推翻受董事会支持的陈晓提案。贝恩资本因而得以投入四亿一千八百万美元的资金，进而取得23％的股权[44]，也同意以较多的折价[45]获得12％的可转换公司债。一如预期，此投资案成功后，市场即看涨国美股价。美林证券 (Merrill Lynch) 两位分析师罗成 (Chen Luo) 与丹尼丝・蔡 (Denise Chai)[46] 也说“最糟糕的时候已经过去了”。在宣布贝恩资本的资金将投入后，国美的股价在2009年6月23日[47] 狂升至每股2.32港元的高点，涨幅107％。

当国美的股价飙升后，贝恩资本在中国股票市场获利许多。贝恩资本也拥有转换其公司债至股票的权利，或是继续持有该债权并享有5%的票面利率，此利息收入将保证贝恩资本至少1.5倍投资成本的利润[48]。此外，贝恩资本也被赋予提名三位董事会成员[49]的权利，这可减缓任何大股东想对贝恩资本投资不利的企图及手段。

由于贝恩资本为继黄光裕后国美第二大股东，黄光裕似乎失去对于其成立的公司之掌控。然而双方当时还尚未发生任何直接的冲突。

在狱中与董事会争斗

2010年5月11日[50]，当黄光裕的判决裁定后，一切的和平随即消逝。藉由其委任的董事，黄光裕否决贝恩资本提名的三位董事。然而。此动作随后被证实无效，因为贝恩资本得以提名三位董事成员[51]的权利明文列示在2009年6月签约的合约上。

2010年8月5日[52]，国美的董事会向黄光裕提出告诉，由于其违反身为董事成员应履行的信托责任，并且以不法的股票回购案造成公司损害[53]。为了回击，被宣判有罪的黄光裕企图利用其在国美的股权优势（由耀冠控股公司 (Shinning Crown) 持有）[54]撤换陈晓的董事长职务。然而，股东纷纷投下对此议案的反对票时，黄光裕的计谋也宣告失败[55]。尽管如此，黄光裕强力反对一项关于未先让现有股东认股就授权发行新股以增资的提案时，成功地阻止自己的持股比率被稀释。

黄光裕与有贝恩资本撑腰的陈晓势力在董事会互相抵销后，此争夺控制权的争斗演变成为一场谁能掌握多数股权的拉拢战。当贝恩资本获得国美大约45%股份[56]机构投资人支持时，业内人士都认为这是一场有关代理问题的斗争，贝恩资本随后藉由执行可转换公司债的股票转换权，获得额外9.98%的股权[57]，增加它的投票权。

然而，黄光裕认为自己仍掌握一点筹码。首先，他把持着在2004年尚未上市的三百家国美零售店的拥有权[58]。这些零售店大多依即将到期的管理合约被挂牌的公司营运着，因此，黄光裕可以在换约时取得更多优势。第二，黄光裕仍持续地全权拥有国美的商标权。未经其授权，国美必须被强迫重新建立其品牌。

此时，黄光裕面临几个选择，他可以直接公开收购股权，增加他与妻子现今32.4%的持股[59]。但是，此动作耗费巨资，特别是当国美的股价在2009年6月23日恢复交易后攀升至高点[60]，因此，黄光裕必须抛售一些他未上市的资产去购买该股票[61]。而最后一个选项则是合作停火协议。

权力斗争的终结

在2010年11月11日，国美宣布让黄光裕的两名委派代表进入董事会，在与黄光裕独资拥有的耀冠控股公司签署的备忘录里[62]，国美的董事会人数由11位扩大为13位董事，并由黄光裕的妹妹黄燕虹 (Huang Yanhong) 出任独立董事；而另一方面，黄光裕的亲信邹小春 (Zou Xiaochun) 被任命为执行董事。这样的让步似乎能终结双方的权力斗争。此协商也能消除国美的未来不确定性，同时也能减少因恶性的董事会斗争所产生的纷争。而黄光裕自始想拔除身为国美董事长陈晓的计谋在陈晓于2011年3月9日[63]辞去其董事长的身份后出现了契机。在2011年3月10[64]，北京大中电器有限公司 (Beijing Dazhong Electrical Appliance Co.) 的创办人张大中 (Zhang Dazhong) 接任陈晓为国美的董事长。对于黄光裕而言，陈晓的去留能消弭这一直争论的问题，也能意味着国美将重回其原本的轨道[65]。

在张大中的领导下，国美以长达五年的计划让60%的新分店在中国第二线与第三线城市开设[66]，试图提高国美的曝光度。在近期的对外发布中，国美似乎蓄势待发地迎接这一连串的内部改革，包括一项新的股票认购计划。这些计划显然让国美从陈晓的领导走回黄光裕的期望，也象征着黄光裕成功斗垮了陈晓[67]。最后，持有10%股权的贝恩资本也宣布承诺将长期投资国美[68]。

问题与讨论

1. 家族企业以公开上市筹资所带来的好处会比坏处还多，您是否同意这样的说法呢？

2. 在经济合作与发展组织 (OECD) 所编订的公司治理原则中，董事会成员应该要有独立客观的判断能力，特别是不受管理阶层所控制。这强调董事会与管理阶层应有明显划分的重要性，而在本个案中，黄光裕的哪种作为说明他并未遵照此原则？

3. “此争斗没有最终的胜利者，且国美的股价是被低估的，当国美弭除任何未来不确定性时，其股价也会立即有所反应[69]。”法国巴黎银行 (BNP Paribas) 分析师查理・陈 (Charlie Chen) 在回应国美董事会争斗时说。而国美小股东的利益是如何在此件事中遭受损害的呢？有任何国美的股东在此争斗中成为胜利者吗？

4. 黄光裕强烈反对2009年6月贝恩资本的资金投入，此举有别于几年前他善于接纳机构投资者的态度。考虑私募股权的投资者与机构投资者在公司扮演的角色，黄光裕为何会如此强烈反对贝恩资本资金的进驻？而黄光裕的动机是否是为了公司整体的利益而考虑呢？

5. 在国美丑闻案里的监管机关为何？这些监管机关是否在监督企业运作与执法上善尽应有的责任呢？

6. 在文末，黄光裕面临一些抉择，就您的观点而言，哪一个选择会对国美的股东是最佳的利益呢？

7. 对于小股东而言，投资一家像国美这样的企业的风险为何？就近来的发展而言，您会投资这样的企业吗？

This is an abridged version of a case initially prepared by Teo Chun Peng Justin, Khong Xiang Zheng, Ker Wanling, Chiu Weiqi, and Abdul Hakeem under the supervision of Professor Mak Yuen Teen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was prepared by Amanda Seah Jia Hui under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 “Crime, punishment”. 19 May 2010. China Daily. 29 December 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2010-05/19/content_9866032.htm>

2 Chang, Bao. “Jailed tycoon loses battle for Gome”. 29 September 2010. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/29/content_11362716.htm>

3 Du, Lijun. “Huang Guangyu”, 24 May 2010. China Radio International. 5 April 2011. <http://big5.cri.cn/gate/big5/english.cri.cn/4406/2010/05/24/1942s571665.htm>

4 “Chinese tycoon Huang Guangyu sentenced to 14 years in prison”, 19 May 2010. The China Post. 11 December 2011. <http://www.chinapost.com.tw/china/national-news/2010/05/19/257053/Chinese-tycoon.htm>

5 “Going, Gome, gone?” 27 Novmber 2008. The Economist. 11 December 2011. <http://www.economist.com/node/12700920>

6 Lee, Don. “You’ve got to be rich silently”, 1 May 2006. The Standard. 5 April 2011. <http://www.thestandard.com.hk/news_print.asp?art_id=17672&sid=7744630>

7 Tschang, Chi-Chu. “Gome Is Tops in China”, 10 September 2008. Bloomberg Businessweek. 5 April 2011. <http://www.businessweek.com/globalbiz/content/sep2008/gb20080910_374448.htm>

8 Fang, Yunyu. “Investors sue former Gome chairman Huang for insider trading”, 6 September 2011. Global Times. <http://www.globaltimes.cn/NEWS/tabid/99/ID/674142/Investors-sue-former-Gome-chairman-Huang-for-insider-trading.aspx>

9 “Chinese tycoon Huang Guangyu sentenced to 14 years in prison”, 19 May 2010. The China Post. 15 December 2011. <http://www.chinapost.com.tw/china/national-news/2010/05/19/257053/Chinese-tycoon.htm>

10 “CPC to tighten crackdown on corruption”,17 January 2008. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/china/2008-01/17/content_6399769.htm>

11 “China’s richest man ‘under investigation”, 24 November 2008. CNN. 5 April 2011. <http://edition.cnn.com/2008/BUSINESS/11/24/china.probe/index.html>

12 Tsim, Jimmy. “Trading in GOME shares suspended – HK bourse”, 23 November 2008. Reuters. 5 April 2011. <http://www.reuters.com/article/2008/11/24/gome-suspension-idUSHKU00111920081124>

13 “0493.HK Historical Prices” Yahoo Finance. <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=0493.HK+Historical+Prices>, accessed on 23 February 2012.

14 “Chinese tycoon Huang Guangyu jailed for bribery”, 18 May 2010. BBC. 5 April 2011. <http://news.bbc.co.uk/2/hi/asia-pacific/8688623.stm>

15 “Chinese tycoon Huang gets 14 years in prison”, 19 May 2010. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/china/2010-05/19/content_9866895.htm>

16 “Tax officials jailed for taking payoffs from Gome, others”, 31 May 2010. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/cndy/2010-05/31/content_9909407.htm>

17 Ibid.

18 Ibid.

19 Ibid.

20 “Chinese tycoon Huang gets 14 years in prison”, 19 May 2010. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/china/2010-05/19/content_9866 895.htm>

21 Chung, Olivia. “Gome breathes easier as Huang jailed”, 19 May 2010. Asia Times. 29 December 2011. <http://www.atimes.com/atimes/China_Business/LE19Cb01.html>

22 China.org.cn. “The ‘seven deadly sins’ of Huang Guangyu”, 3 December 2008. <http://english.china.com/zh_cn/business/news/11021613/20081203/15218177.html>, accessed on 5 April 2011.

23 Caijing.com.cn. “Dead End for a Tycoon’s Creative Financing”, ND. <http://english.caijing.com.cn/2008-12-11/110037416.html>, accessed on 5 April 2011.

24 “Chinese tycoon Huang Guangyu sentenced to 14 years in prison” 19 May 2010. The China Post. 5 April 2011. <http://www.chinapost.com.tw/china/national-news/2010/05/19/257053/Chinese-tycoon.htm>

25 “Suspended Gome Chairman Behind Insider Trading Plot” 31 December 2008. Pacific Epoch. 5 April 2011. <http://pacificepoch.com/china-investment-research/articles/report-suspended-gome-chairman-behind-insider-trading-plot/>

26 “Chinese home appliance tycoon sentenced to 14 years in prison”, 18 May 2010. Xinhua News Agency. 5 April 2011. <http://news.xinhuanet.com/english2010/china/2010-05/18/c_13300615.htm>

27 Chung, Olivia. “Gome breathes easier as Huang jailed”, 19 May 2010. Asia Times. 29 December 2011. <http://www.atimes.com/atimes/China_Business/LE19Cb01.html>

28 “Chinese home appliance tycoon sentenced to 14 years in prison”, 18 May 2010. Xinhua News Agency. 5 April 2011. <http://news.xinhuanet.com/english2010/china/2010-05/18/c_13300615.htm>

29 Chung, Olivia. “Gome breathes easier as Huang jailed”, 19 May 2010. Asia Times. 29 December 2011. <http://www.atimes.com/atimes/China_Business/LE19Cb01.html>

30 “China Appliance Chain Gome Sues Jailed Founder”, 6 August 2010. China Digital Times. 11 December 2011. <http://chinadigitaltimes.net/2010/08/china-appliance-chain-gome-sues-jailed-founder/>

31 900,087 shares. From: Webb-site.com. “Take the GM out of GOME”, 7 September 2010. <http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>, accessed on 5 April 2011.

32 136,037,394 shares. From: Webb-site.com. “Take the GM out of GOME”, 7 September 2010. <http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>, accessed on 5 April 2011.

33 Webb-site.com. “Take the GM out of GOME”, 7 September 2010. <http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>, accessed on 5 April 2011.

34 Ibid.

35 Hong Kong. Securities and Futures Commission. “Court grants injunction to freeze assets of ex-GOME chairman and wife.” 7 August 2009. <http://www. sfc.hk/sfc PressRelease/EN/sfcOpenDocServlet?docno=09PR109>

36 Webb-site.com. “Take the GM out of GOME “, 7 September 2010. <http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>, accessed on 5 April 2011.

37 Hong Kong. Securities and Futures Commission. “Court grants injunction to freeze assets of ex-GOME chairman and wife.” 7 August 2009. <http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/EN/sfcOpenDocServlet?docno=09 PR109>

38 Kwok, Donny; Li, Fion. “GOME ex-chairman in share buyback fraud-SFC”, 7 August 2009. Reuters. 5 April 2011. <http://www.reuters.com/article/2009/08/07/gome-exchairman-idUSHKG16152120090807>

39 Hong Kong. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited and The Stock Exchange of Hong Kong Limited. Resignation of Director, Appointment of Chairman, Reappointment of Executive Director and Appointment of Nomination Committee Member and Remuneration Committee Member. 18 January 2009. <http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/20090118/LTN20090118003.pdf>. Huang is referred to as “Wong Kwong Yu” here, the Cantonese form of his name.

40 “Gome expects little impact from founder’s criminal trial”, 4 August 2010. China Daily. 11 December 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/hkedition/2010-04/08/content_9699656.htm>

41 Chris, Oliver. “Bain to buy convertible bonds in Gome, underwrite shares”, 22 June 2009. Market Watch. 5 April 2011. <http://www.marketwatch.com/ story/bain-capital-to-buy-convertible-bonds-in-gome>

42 “KKR, Bain Capital sizing up stake in China’s GOME”. 23 April 2009. Reuters. 5 April 2011. <http://www.reuters.com/article/2009/04/23/dealtalk-gome-idUSHKG 12913020090423>

43 “Gome shares surge after Bain Capital investment”, 24 June 2009. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/business/2009-06/24/content_8316094.htm>

44 Ibid.

45 China.org.cn. “Bain Capital invests US$412m in Gome.” 8 Jun 2009. <http://www.china.org.cn/business/highlights/2009-06/08/content_17909087.htm>, accessed on 5 April 2011.

46 “Gome shares surge after Bain Capital investment”, 24 June 2009. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/business/2009-06/24/content_8316094.htm>

47 Rappeport, Alan. “Gome shares soar on Bain investment”, 23 June 2009. The Financial Times. 29 December 2011. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/59674ef8-5f31-11de-93d1-00144feabdc0.html#axzz1hvyTC8qi>

48 Stein, Peter. “Bain Capital Gets Break with GOME Electric Truce”. 13 November 2010, Wall Street Journal Asia. 11 December 2011. <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704514504575613533502948198.html>

49 Diaz Reus. “Has Bain Capital Won Gome”, November 2010. <http://www.diazreus.com/news-articles-bain-capital-won-gome.html>, accessed on 11 December 2011.

50 Webb-site.com. “Take the GM out of GOME”, 7 September 2010. <http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>, accessed on 5 April 2011.

51 Chang, Bao. “Jailed tycoon loses battle for Gome”, 29 September 2010. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/29/content_11362716.htm>

52 “Appliance chain Gome sues jailed founder”, 6 August 2010. Beijing Today. 29 December 2011. <http://www.beijingtoday.com.cn/blogger/news-blogger/ahen/appliance-chain-gome-sues-jailed-founder>

53 Mao, Debra. “Gome Sues Billionaire Founder Huang Guangyu, Driving Down Stock”, 6 August 2010. Bloomberg. 5 April 2011. <http://www.bloomberg.com/news/2010-08-05/gome-electrical-to-start-legal-proceedings-against-founder-huang-guangyu.html>

54 “Gome sues former chairman Huang Guangyu.” 5 Aug 2010. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/china/2010-08/05/content_11105839.html>

55 Chang, Bao. “Jailed tycoon loses battle for Gome”, 29 September 2010. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/29/content_11362716.html>

56 Caixin Online. “Gome Founder Forces an Investor Showdown”, 13 August 2010. <http://english.caing.com/2010-08-13/100170359.html>, accessed on 5 April 2011.

57 Mao, Debra. “Bain Converts Gome Electrical Bonds to 9.98% Stake, Getting Say at Meeting.” 16 September 2010. Bloomberg. 5 April 2011. <http://www.bloomberg.com/news/2010-09-15/bain-converts-gome-electrical-bonds-to-9-98-stake-getting-say-at-meeting.html>

58 CaixinOnline.“GomeFounderForcesanInvestorShowdown”, 13 August 2010. <http://english.caing.com/2010-08-13/100170359.html>, accessed on 5 April 2011.

59 Chang, Bao. “Battlelines drawn in Gome tussle. “ 28 August 2010. China Daily. 5 April 2011. <http://www0.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-08/28/content_11218244.htm>

60 Rappeport, Alan. “Gome shares soar on Bain investment”, 23 June 2009. The Financial Times. 29 December 2011. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/59674ef8-5f31-11de-93d1-00144feabdc0.html#axzz1hvyTC8qi>

61 “Ex-chief may sell stores to hike stake in Gome”, 14 September 2010. China Daily. 5 April 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/14/content_11299033.htm>

62 Chiu, Joanne; Lee, Yvonne. “Gome reaches deal with founder.” 11 Nov 2010. Wall Street Journal. 11 December 2011. <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703805004575607430580824988.html>

63 “Gome returns home as Chairman ousted by family”. 10 March 2011. Want China Times. 11 December 2011.<http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?cid=1302&MainCatID=13&id=20110310000147>

64 “Gome chairman resigns”, 10 March 2011. China Daily. 29 December 2011. <http://www.chinadaily.com.cn/business/2011-03/10/content_12147810.htm>

65 “Gome returns home as Chairman ousted by family”. 10 March 2011. Want China Times. 11 December 2011.<http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?cid=1302&MainCatID=13&id=20110310000147>

66 Chiu, Joanne; Duncan, Mavin. “Zhang Navigates Major Changes At Gome.” 11 Sept 2011. Wall Street Journal. 11 December 2011. <http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904836104576558000772672330.html>

67 “China’s Gome to adopt new share option plan”, 9 December 2011. Want China Times. 11 December 2011. <http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?id=20111209000011&cid=1206>

68 Chiu, Joanne. “Gome Shareholder Bain Says It’s in for Long Term.” 1 Sept 2011. Wall Street Journal. 11 December 2011. <http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904716604576544172709246908.html>

69 Wong, Amy. “Gome shareholders vote against jailed founder”, 28 September 2010. International Business Times. 18 April 2011. <http://www.ibtimes.com/articles/66512/20100928/gome-shareholders-vote-against-jailed-founder.htm>

精利控股：烂苹果的牵连

个案大纲

2009年7月6日，新加坡的精利控股公司 (JLJ Holdings) 以每股0.27新元首次公开募股 (IPO) 一千九百万张股票。该公司的股票极受欢迎并全数售光。然而，一年后，由于苹果公司 (Apple Inc.) 的一名全球供货经理卷入收贿丑闻并遭逮捕，精利控股的声誉变得恶名昭彰。精利控股旗下企业的一名员工也被指控积极地涉入此贿赂案。本个案主旨在探讨有关企业贪污的风险所造成的影响、企业应实行何政策减轻该风险、董事会在校正企业风气上应该扮演何角色，以及董事会该如何调查贪污案件并对此议题进行沟通。

历史沿革

在2009年3月18日，精利最早是在新加坡依据公司法成立的私人有限公司。2009年5月19日，精利转而成为一家上市有限公司。而该企业的起源可以被追朔至1993年7月，精利的执行董事蔡钦元 (Chua Kim Guan) 与一群朋友创立精利制模有限公司 (Jin Li Mould，以下简称精利制模)。蔡钦元看到模具设计与制作具有无限成长潜能，因此精利制模便将其作为利基市场。尽管该公司的规模不大且资源有限，精利制模仍因提供优质服务与技术，迅速地建立良好名声。在1997年，精利制模还得到与惠普科技股份有限公司 (Hewlett Packard) 合作的机会。2001年，更与苹果公司签下供应合约，为精利制模奠定长远且高获利的业务基础。

2003年，蔡钦元预见在中国的商业契机，便在苏州以独资开展新业务—昆山新艺洲制模 (Emold Kunshan)。

与苹果公司一起成长茁壮

截至2008年，精利制模大量地为苹果公司的产品例如 iPod、iPhone 以及麦金塔计算机等生产相关零件。为满足苹果公司需求的增加，昆山新艺洲制模着重在生产苹果公司相关产品的零件。由于该公司邻近苹果公司在中国外包的生产设备，得以更有效率地支持苹果公司的生产运作[1]。此业务关系对于供应厂商而言是非常重要的，举例而言，从2006年到2008年，与苹果公司的合约就为他们带来巨额营收，且合约营收占总营收的比率从70.8%成长至82.5%[2]。

当苹果公司发布其2009年第二季净利为十二亿一千万美元以及对于全球电子产品的消费市场预测在2012年将达到价值两千六百零七亿美元时[3]，人们对于蔡钦元公司持续成长与其亮眼的表现抱持非常高的期望。蔡钦元也这样说道：

“有鉴于我们与苹果公司所建立的良好关系，我们也准备好将与迎接全球大量产品需求的苹果公司一同成长[4]。”

精利首次公开募股

2008年11月，新艺洲控股 (EMold Holdings) 成立并且自蔡钦元那里取得昆山新艺洲制模的全部股本。在一连串的股权交换合约进行后，精利取得精利制模、新艺洲控股、以及新艺洲塑料 (Emold Plastics) 所有股权，此重整使得精利变成整个集团的控股公司。

2009年7月6日，精利首次公开募股，以每股0.27新元发行一千九百万张股票。公开募股全数被机构与私人投资者认购，也为该企业募得五百一十万新元[5]。2009年7月10日，精利在新加坡股票交易凯利板 (Singapore Exchange Catalist) 以每股0.26新元首次上市，而公开投资人持有该企业约15.4%的股票。

有了公开上市所募集的资金后，精利开始执行其董事会规划在2010以及2011年扩张新艺洲昆山、朱比利 (Jubilee) 与精利制模版图的计划，也试着发掘汽车设备与医疗器材产业的新商业契机[6]。

贿赂计划的萌芽

在精利上市后，该集团主要获利成长的驱动因素仍是与苹果公司的合作契约，尤其是精利制模与苹果公司的业务往来。当时，苹果公司的全球供货经理保罗・迪瓦恩 (Paul S. Devine，以下简称迪瓦恩) 促成了精利制模与苹果公司的合作关系。该经理2005年开始便在苹果公司任职，迪瓦恩也参与遴选iPhone与iPod耳机零件材料的供货商。同时，身为全球供货经理，他得以取得企业机密信息以及苹果公司私人第三方信息。

在2006年10月，迪瓦恩与精利制模的助理经理安德鲁・洪 (Andrew Ang，以下简称安德鲁) 合作，计谋由迪瓦恩交与苹果公司机密信息给精利制模与其他五家苹果公司在亚洲的供货商。该机密信息包括产品预测、价格定位、产品规格与苹果公司的合作厂商的相关资料[7]，这些信息能使这五家供货商在竞标苹果公司合约时占尽上风。迪瓦恩则是抽成供货商与苹果公司之间的生意作为报酬[8]。安德鲁也同意作为迪瓦恩与其他供货商之间机密信息交换的中间人，并从迪瓦恩收取的回扣里分一杯羹。

自2006年10月到2010年8月，透过苹果公司配给的笔电，迪瓦恩与安德鲁以其私人的Hotmail与Gmail账户相互往来。除此之外，他们还利用特殊的暗号掩人耳目，例如：以“样本”用来作为回扣金额的暗号，“咨询服务”合约中也与其中一间供货商往来，此动作也是为了隐瞒贿赂的事实。

掩饰索贿之手段

为了收取回扣款项，迪瓦恩指示供货商以电汇的方式汇钱至其妻子的名下账户。由于担忧该账户有大量的资金汇入会引起银行或是主管机关侧目，迪瓦恩在亚洲国家以妻子的名义设立诸多银行账户，并且把汇款都分散在各账户。他也告知供货商在汇钱时不得一次汇超过一万美元。2007年10月，他在一封寄给供货商的电子邮件上面提到：

“我还尚未收到9月的款项，能否与会计部门核对一下？请别一次把9月与10月的款项汇款给我，超过一万美元的汇款都会引起不必要的注意[9]。”

在此同时，迪瓦恩也从其他供货商或是代理人那里直接收取款项。迪瓦恩与安德鲁则会在亚洲进行会议时分配个人的报酬。2008年1月22日，一封看似“两人正常业务往来”的电子邮件里迪瓦恩写道：

“我们也许得在澳门碰面以处理“样本”（意指回扣酬劳）[10]。”

迪瓦恩也采取更积极的手段掩饰他与安德鲁的索贿计划，甚至还成立一家CPK工程公司 (CPK Engineering Corporation)，并以该公司名义在银行设立诸多账户用以收取回扣款项，然后在汇至其私人账户。这样的做法可以掩饰该笔款项来源、持有者以及支付性质。在此索贿计谋中，这些款项前前后后被分配至14个以其妻子与CPK工程公司在美国、南韩与新加坡所开立的银行账户里[11]。

索贿曝光

迪瓦恩收取回扣与安德鲁抽成获益的计谋进行得一帆风顺，直到2009年4月，安德鲁向精利制模辞去职务。为延续此计谋，迪瓦恩与蔡钦元联络，并协议继续泄漏苹果公司内部信息。2009年6月，在一封迪瓦恩给蔡钦元的电子邮件中提到：

“我将会持续地提供（精利制模）苹果公司的机密信息，让精利制模顺利地营运下去[12]。”

之后，蔡钦元给予迪瓦恩九万美元作为报酬并告知他可以获得三十一万美元的余款与市值四十万美元精利制模股票[13]，迪瓦恩也立即提供精利制模竞争对手的报价信息作为回报。

然而，在苹果公司开始暗中调查迪瓦恩的行动后，这样的索贿计划在2010年4月开始瓦解[14]。迪瓦恩计算机里客户邮件数据库 (Microsoft Entourage database) 中的往来信件及Hotmail与Gmail的聊天记录随之曝光，这些电子邮件里包含了回扣的付款细节，以及与蔡钦元、安德鲁还有其他供货商往来含有机密信息的信件。苹果公司也发现在迪瓦恩任职的五年当中，不法获取超过一百万美元的回扣。

2010年8月，苹果公司向迪瓦恩提出民事诉讼。针对迪瓦恩违反职务的指控包含未遵守义务通报相关利益冲突以及泄漏机密信息行为、对供货商间缺乏公正性、私下往来与自我交易。在2005年迪瓦恩加入苹果公司时便已签署商业行为守则 (Business Conduct Policy)，而他与洪的舞弊勾当已经明显违反相关守则。苹果公司发言人史蒂夫・道林 (Steve Dowling) 也对外表达苹果公司对于此事件的不满：

“在苹果公司的经营与管理，我们致力于遵循最高的道德准则，绝不容忍在公司内外进行的不诚实行为[15]。”

除了苹果公司所提出的民事诉讼，美国联邦调查局 (Federal Bureau of Investigation) 与美国国家税务局 (Internal Revenue Service) 也开始展开调查。由于安德鲁身为精利制模的员工并且涉案其中，使得精利在此索贿计划的角色备受质疑，精利以及其他名列在诉讼案件中的新加坡企业也受到“不想得到的关注”[16]。

精利股价下跌

相较于前一月份每日平均四十九万六千张的股票交易量，在迪瓦恩被逮补当天精利有两千五百六十万张股票被交易。2010年8月16日，在一份提交新加坡交易所 (Singapore Exchange，以下简称新交所) 的文件中，精利承认安德鲁被“清楚地名列”在美国进行的民事与刑事诉讼名单上，但是精利向投资人保证这对于精利与苹果公司的业务往来并无任何明显的不利影响[17]。在2010年8月18日，精利再次向新加坡交易所发出声明重申：

“精利、精利制模以及任何集团内的员工都未涉入在与苹果公司或是任何的诉讼当中[18]。”

尽管精利重复保证并无相关员工参与不法行为，这样的做法并未能阻止精利股价的下跌。在迪瓦恩被逮捕以及被诉讼缠身期间，精利在8月19日与8月24日提出了两次交易暂停的请求。2010年8月19日，精利的股价暴跌至每股0.12新元，并且在2010年8月30日，跌至每股0.10新元的最低点。

精利管理层级改组

2010年8月19日，当贪污调查局 (Corrupt Practices Investigation Bureau) 着手调查此案时，蔡钦元自发性地辞去其执行董事长的职务。而在一份精利对新交所的声明中也载明：

“安德鲁·洪是公司执行董事长的连襟。为了使公司以及子公司与苹果公司相关诉讼案件的调查具有公正性，在此期间，本公司的执行董事长决定离开其工作岗位[19]。”

然而，首席执行官黄文龙 (Ng Boon Leng) 并未从其职位退下，精利对此表示：“由于没有直接证据指出黄文龙知晓或是涉入本次与苹果公司的索贿案[20]。”

五天过后，在2010年8月24日，在新加坡上市公司担任董事的傅世敦(Foo Say Tun) 被指派作为精利的独立非执行董事长[21]。由于没有任何迹象显示蔡钦元是否只是短暂去职，傅世敦将在此艰难时刻带领精利。

精利的辩解

在该公司的独立调查后，精利在2010年11月8日向新交所发表声明说道:“根据经由本公司审计委员会与首席财务官证实所得到的信息显示，精利制模以及本公司任何一子公司都从未给予迪瓦恩和迪瓦恩的空壳公司与苹果公司诉讼案有关的回扣。”

尽管安德鲁的下落仍不明，精利强调安德鲁在2009年5月28日就离开精利制模，精利的一位营运经理也表示:“安德鲁已经不再精利任职长达一年了，也没有员工知道他目前的行踪[22]。”

迪瓦恩认罪

2011年2月28日，迪瓦恩承认犯下邮电诈欺、同谋罪与洗钱罪。此计谋里，迪瓦恩诈取苹果公司的金钱、财产与违反诚信服务的行为已经让苹果公司损失超过两百四十万美元[23]。在迪瓦恩认罪协商之下，他同意让与两百二十八万的不法获利，也将面临二十年的有期徒刑[24]。然而，在此同时，安德鲁的下落仍成谜。

风暴后的营运表现

精利的盈余在2010年度与去年同期相比令人惊艳地成长了847.2%，从三十万新元增加至两百九十万新元。该公司营收也成长了6.6%，从六千零一十万新元成长至六千四百万新元。2011年上半年，精利的营运表现持续维持强势成长，净利增加3.2%；同时，营收相较于去年同期也提高14.9%。2011年12月30日，精利股价在最后交易日以0.08新元收盘，至于此贿赂丑闻是否会对精利造成长期影响仍有待观察。

问题与讨论

1. 像精利这样的企业应该依循什么样的程序才能将与贿赂相关的风险极小化?
2. 此贿赂事件发生后，精利所面临的营运影响为何?
3. 请评论董事会对于此事件所采取的行动?
4. 在定义组织内部道德环境标准时，董事会扮演何角色?
5. “吹哨子”机制在许多组织里被视为实践内部公司治理概念架构重要的一环，这种告密机制在何种程度可以帮助阻止或揭发贿赂与舞弊事件?
6. 随着许多国家对贿赂与舞弊相关的立法，以及跨国企业开始强制要求供货商遵守行为守则的情况下，这对新加坡企业在海外的营运会有何影响?

This is the abridged version of a case prepared by Athena Chan, Elaine Ang, Elicia Ng, Emily Sim, and Regina Lin under the supervision of Professor Mak Yuen Teen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was prepared by Amanda Aw Yong under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 JLJ Holdings Ltd. “JLJ Holdings Limited Annual Report.” 2009. <http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/annual_reports_financial_reports>, accessed on 10 April 2011.

2 JLJ Holdings Ltd. “JLJ Holdings Limited Offer Document.” 2009.<http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/ipos>, accessed on 10 April 2011.

3 Ibid.

4 Singh, Gurdip. “Singapore Toolmaker JLJ Holdings plans IPO.”July 2009. Plastic News. 11 April, 2011.<http://plasticsnews.com/headlines2.html?id=1247062737&channel=190>

5 Tang, See Kit. “JLJ Holdings’ IPO fully subscribed and raised S$5.1m.”July 2009. Channel NewsAsia. 10 April, 2011.<http://www.channelnewsasia.com/stories/singaporebusinessnews/view/441436/1/.html>

6 JLJ Holdings Ltd.”JLJ Holdings Limited Offer Document.” 2009.<http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/ ipos>, accessed on 10 April 2011.

7 “Former Apple Inc. Employee Pleads Guilty in Kickback Scheme.” 28 February 2011. USA Breaking News. 10 April, 2011.<http://usabreakingnews.wordpress.com/2011/02/28/former-apple-inc-employee-pleads-guilty-in-kickback-scheme/>

8 Ibid.

9 Apple, Inc. v. Devine et. al. N.D. 10 April, 2011.<http://docs.justia.com/cases/federal/district-courts/californiacandce/5:2010cv03563/230723/1/>

10 Ibid.

11 Williams, Martyn. “Laptop E-mail Cache Tipped Apple to Kickbacks Scheme.” PC World. 17 August 2010. 13 April, 2011.<http://www.pcworld.com/article/203425/laptop_email_cache_tipped_apple_to_kickbacks_scheme.html>

12 Apple, Inc. v. Devine et. al. N.D. 10 April, 2011.<http://docs.justia.com/cases/federal/district-courts/californiacandce/5:2010cv03563/230723/1/>

13 Ibid.

14 Williams, Martyn. “Laptop E-mail Cache Tipped Apple to Kickbacks Scheme.” PC World. 17 August 2010. 13 April, 2011.<http://www.pcworld.com/article/203425/laptop_email_cache_tipped_apple_to_kickbacks_scheme.html>

15 Dalrymple, J. “Apple manager arrested for alleged $1M in kickback. “14 August 2010. Cnet.News. 13 April 2011.<http://news.cnet.com/8301-13579_3-20013665-37.html>

16 Mak, Yuen Teen. Apple Case Throws Spotlight on Corruption.Business Times. 26 August 2010.

17 JLJ Holdings Limited. Company Announcement. 16 August 2010.<http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att_FE8768A5C67043C448257781001C95E0/$file/JLJ-Annoucement-160810.pdf?openelement>, accessed on 10 April 2011.

18 JLJ Holdings Limited. Company Announcement. 18 August 2010.<http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att_889BA972DF7BDCDE48257783002FEC92/$file/Annoucement_18Aug10.pdf?openelement>, accessed on 10 April 2011.

19 JLJ Holdings Limited. Company Announcement. 19 August 2010.<http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att_E573295129593DF6482577840035EF3B/$file/Announcement_19Aug10.pdf?openelement>, accessed on 10 April 2011.

20 Ibid.

21 JLJ Holdings Limited. Company Announcement. 24 August 2010.<http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att_5AEFA471C42F58C648257789003E615C/$file/Announcement24Aug2010.pdf?openelement>, accessed on 10 April 2011.

22 Liang, Annabelle. “Apple names Singapore supplier in US lawsuit.”16 August 2010. My Paper. 14 April 2011. <http://www.asiaone.com/News/Latest%2BNews/Digital One/Story/A1Story20100816-232212.html>

23 Nystedt, Dan. “Ex-Apple Manager Pleads Guilty to Fraud in Kickback Scheme.” 1 March 2011. Computer World. 11 April 2011.<http://www.computerworld.com/s/article/9212039/Ex_Apple_manager_pleads_guilty_to_fraud_in_kickback_scheme?taxonomyId=82>

24 Ernst, Anne. “Former Apple Employee Reaches Plea Agreement in Fraud Case.” 1 March 2011. Cupertino Patch. 11 April 2011.<http://cupertino.patch.com/articles/paul-shin-devine-reaches-plea-agreement-in-apple-fraud-case>

奥林巴斯：当场捕获

个案大纲

在2011年10月14日，日本奥林巴斯株式会社 (Olympus Corp.，以下简称奥林巴斯) 的首席执行官兼总裁，麦可沃德佛 (Michael Woodford，以下简称沃德佛)，遭公司革职[1]。解雇的官方理由为沃德佛与其他高层之间存有文化差异，而使双方在执行公司方针与营运上有所分歧。沃德佛却声称他是因为揭发几宗可疑收购交易的会计违规行为才遭到开除。在2011年11月8日，奥林巴斯承认其不当的会计行为，表示早在1990年起公司即利用资金周转以填补投资亏损。不久后，当时兼任公司首席执行官、总裁，以及社长三职的菊川 (Kikukawa) 当即辞去所有职位。此案件引发日本社会对企业的“Tobashi”手法（日文：“飞ばし”，指用表外债务的手法隐藏负债）及日本薄弱公司治理的担忧。本个案主旨在探讨董事会的有效性问题（如：独立性、任期，多元化）、“吹哨子”机制、外部审计员和公司的关系，以及内部审计与维权投资者的效果。

事件初期 (1980s–90s)

1985年，五个工业发达国家 (G–5) 财政部长与央行行长签署广场协议 (Plaza Accord) 后，日元兑美元大幅升值，出口价格急速上升，削弱包括奥林巴斯在内的日本出口商的竞争力及获利。为提升利润，许多日本企业开始采用“Zaitech”（日文：“财テク”）策略，“Zaitech”为一种投机性投资策略，即企业利用闲置资金进行投资，以弥补公司衰退的盈余，奥林巴斯也不例外，最终导致了泡沫经济[2]。

当时在任的奥林巴斯社长下山敏郎 (Toshiro Shimoyama，1984年1月至1993年6月) 使用较积极的财务管理策略。1987年5月20日，公司管理委员会决议采用“Zaitech”投资策略，在当时会计部财务人员山田秀雄 (Hideo Yamada) 与投资部主管森久志先生 (Hisashi Mori) 的协助下，奥林巴斯开始投资国内外的债券、指定资金信托，以及其他金融商品[3]。

当1990年代经济泡沫化时，投资失利导致了大量亏损，估计未实现损失高达数百亿日元，奥林巴斯为了掩盖亏损而虚报获利[4]。

但在日本开始采用公允价值会计之后，事情越发不可收拾。最迟至1999年底开始，日本企业衡量金融商品须改以市场价值为基础，而非以取得成本入账，此新的会计规定导致奥林巴斯帐上产生九百五十亿日元的亏损[5]，由于损失金额太庞大，奥林巴斯别无选择只能继续进行其会计诈欺行为，以隐藏公司的损失。

奥林巴斯的高层管理人员与相关团队展开“Tobashi”计划以操纵财务报表数字。“Tobashi”依字面意思为不在财报中披露损失[6]。这项虚掩报表的行动仅由少数人处理，而山田秀雄与森久志会定期将损失情况报告给主要高管人员[7]。

菊村刚社长期间 (2000s)

尔后接任公司的二任社长，岸本正寿 (Masatoshi Kishimoto，1993年6月至2001年6月) 与菊川刚 (2001年6月至2011年)，也被发现知道“Tobashi”计划，菊川刚允许并指示山田秀雄与森久志继续虚掩财务报表的行动[8]。

山田秀雄身兼多职，同时为公司内部审计部长 (Head of Internal Audit Office)、稽查员 (Corporate Auditor)、行政管理部长 (Head of Administration Management Division)，以及审计部主管 (Officer in Charge of Audit)[9]，森久志则担任执行副总裁 (Executive Vice President) 以及合规主管 (Compliance Officer)，两人担任公司总部管理职务多年。

凭借他们的财务管理知识以及在公司财务部的职位，山田秀雄与森久志二人持续监督公司的投资损失[10]，并虚掩损失、高估商誉，操纵财务报表长达13年[12]。

董事会

在丑闻披露前，奥林巴斯公司的董事会由十五名男性董事所组成，其中包括菊川刚（社长）、沃德佛（首席执行官兼总裁）、森久志，以及三名非执行独立董事[13]。以日本企业而言，奥林巴斯外部董事所占比例已算高，然而在董事会中拥有财务与会计背景及实务经验者，却仅有负责公司财务与会计的部长一人[14]。日本公司法并未规定独立董事最低人数[15]，因此设有三名独立董事是高于当时日本平均数。而日本企业的董事会一般来说皆由内部董事所组成，奥林巴斯亦不例外，董事多由在公司服务多年的员工担任，且没有轮调职务[16]。

除董事会外，奥林巴斯仍存有其他治理单位。在2001年公司组织尚未改造前，当时奥林巴斯还设有管理委员会 (Management Committee，简称管委会) 与常务董事会 (Board of Managing Directors)[17]。管委会的成员包含所有董事及监事 (即后来的审计委员会成员)，其职责为商议重大营运管理事项及应交由常务董事会决定事项。若有事项需要表决，则决策层得上升到常务理事会。常务理事会是担任常务董事以上职位的成员所组成，地位也因此被视为高于董事会，负责公司最重要的决策。就本质上而言，董事会及管委会皆隶属于常务理事会，常务理事会为公司最高决策单位，负责奥林巴斯的日常营运与管理决策。

2001年起公司组织结构改变，管委会及常务董事会被管理执行委员会(Management Implementation Committee，简称管执会) 取代。管执会的成员包括社长、总裁、副总裁、旗下子公司总裁，以及总部管理人员，大约七至八人。同样的，管执会的设立是把公司日常营运决策独立于董事会之外。管执会决定在董事会无法解决的议案，目的是让大家共同讨论重要的管理事项，避免让总裁成为唯一的决策者[18]。

仅管董事在董事会中有发言权，菊川刚社长依然是公司最终决策者，他还握有任命董事与高层管理人员的权力，以及决定个别董事薪酬。当由并购案产生的非常性损失的议题在第780届董事会议中被提出讨论时，有许多董事表示意见。然而，由于菊川刚先生赞成这项交易，反对董事随即噤若寒蝉，使议案顺利通过，反对者先前表示的顾虑亦未受到进一步讨论[19]。这是日本企业文化典型的范本，亦是其最常被垢病的所在，员工对公司领导者过度的信任与依赖。批评者觉得长期下来这样的文化会形成领导人一人独大的局面，创造出“唯诺是从”的公司文化[20]。

被揭发的“Tobashi”计划

奥林巴斯为掩盖亏损采取了“Tobashi”计划，为使计划成功，公司首先在欧洲、新加坡，以及日本设立基金，接着以公司债形式将资金存入银行，并向各银行取得贷款增加资金规模。随后公司以到手的资金高价购入奥林巴斯帐上不良资产[21]。对于并购案多付出的价格，之后转回奥林巴斯以弥补帐上的金额。

在2008年，奥林巴斯以二十二亿美元收购脑回集团(Gyrus)[22]，一间英国的医学设备制造商，此收购价格相当于奥林巴斯2008年营业额的五倍及息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 的二十七倍[23]。此外，相关的并购费用为六亿八千七百万美元，相当于36.1％的购买价格，这笔并购费用则转入两家小公司，美国之斧 (Axes America LLC，一千七百万美元) 与艾克森姆投资公司 (Axam Investments Ltd，六亿七千万美元，以下简称艾克森姆)，二家公司分别是在美国与开曼群岛 (Cayman Island) 登记设立。

一般并购案的所收取的费用约占收购价格的1–2%，奥林巴斯此次因收购产生的并购费用前所未闻[24]。艾克森姆在2010年6月收到奥林巴斯最后款项，三个月后，艾克森姆公司即因未支付公司设立登记费用而被开曼群岛撤销公司登记[25]。

同年奥林巴斯也斥资七亿七千三百万美元收购三家小型风险性公司：阿尔提斯（Altis)、呼马拉宝（Humalabo)，以及新闻大厨（NewsChef)，三家公司全都没有处于获利状态，且与提高奥林巴斯核心竞争力无关。之后，奥林巴斯认列上述投资损失的金额高达五亿八千六百万元，使收购公司价值仅剩原先收购价的四分之一[26]。奥林巴斯为收购脑回集团及三家公司所支付的溢付价格及相关并购费用金额至少为十五亿美元。奥林巴斯被揭发的真相也使大家回忆起，在1980年代Tobashi为一种很普遍为日本企业用来隐藏损失的方法[27]。

黑色十月—会计弊案的爆发

沃德佛于2011年成为公司的首席执行官，使奥林巴斯成为日本少数几家由外籍人士担任领导着的企业之一[28]，成为当时一大新闻，引起社会大众议论。然而由于沃德佛不会说日语[29]，因此反对者认为聘用沃德佛纯粹是为了方便菊川刚控制公司所采取的手段[30]。

身为首席执行官，沃德佛对公司内许多重大决策皆不知情，然而尽管在东京的管理人员及董事绝口不提，在就任两周后，沃德佛仍从他的德国同事那边辗转得知了数个令人起疑的收购交易。沃德佛的德国同事转寄了日本商业杂志，菲克特杂志 (Facta Magazine)，上的一篇文章，文章内容强调奥林巴斯为收购脑回集团与其他三家公司，花费了极不寻常的高额成本与费用[31]。

从9月23日至10月初，沃德佛陆续写信向董事会询问可疑交易的相关事项，在此同时，他提供相关数据并委任普华永道会计师事务所 (PricewaterhouseCoopers) 对公司收购脑回集团一事进行调查。在2011年10月11日，普华永道出具一份中期报告，表示收购案的过程中“可能有不当的行为发生”[32]。接获报告后，沃德佛致函菊川刚、森久志、公司查核会计师安永会计师事务所 (Ernst & Young，以下简称安永)，以及公司法律顾问，要求相关的管理人员应辞职，对其不当行为负责，意指菊川刚与森久志[33]。

戏剧化的结局

2011年10月14日，奥林巴斯董事会招开紧急会议，原定将讨论与收购交易相关议题[34]，然而议程却临时改为讨论解除沃德佛的总裁、代表董事、以及首席执行官的职务，且由于沃德佛为当事人，基于利益冲突考虑而无法投票。最终董事会一致同意沃德佛的解职案，官方理由为沃德佛身为外国人，因此造成领导统御上的文化差异，并与公司其他日本高层管理人员存在冲突[35]。沃德佛只能打包并随即离开日本。

离开奥林巴斯后，沃德佛向英国严重诈欺办公室 (UK's Serious Fraud Office) 举报奥林巴斯不当的收购行为并提供相关证据。严重诈欺办公室及随后美国联邦调查局 (Federal Bureau of Investigation) 展开调查，促使东京证券交易所 (Tokyo Stock Exchange) 在2011年10月下旬要求奥林巴斯对相关交易做完整详细的披露，这也引投资者的恐慌。也因此，奥林巴斯在2011年11月1日成立一项目小组调查这些指控。在2011年11月8日，相较于丑闻爆发初期，公司股价已下跌80%[36]，来到历史新低点，每股9.05美元[37]。

在11月8日，奥林巴斯终于承认公司使用收购交易以掩饰投资损失[38]，11月24日，公司宣布山田秀雄、森久志与菊川刚三人请辞其管理及董事职务，而菊川刚才刚接替离职的沃德佛担任总裁与首席执行官。公司总裁及首席执行官职务随即由高山修一 (Shuichi Takayama) 接任。

“吹哨子”机制

2004年日本通过了告密者保护法[39]，随后奥林巴斯于2005年11月设立了公司内部的举报热线与系统。举报热线的最上级长官是合规官，也就是森久志[40]。

尽管有这样的机制，奥林巴斯的文化是员工不敢发表意见挑战上级，尤其当负责举报案件的主管是森久志[41]。再者，尽管热线系统可以用匿名方式举报案件，然而依照奥林巴斯的举报机制，只有在举报者愿意表明身份的情形下，相关调查才会展开[42]，不意外地，有多起案件，员工在得知需要表明身份调查才得以进行的情况下，最后都选择撤案。

未战先败

在11月30日，沃德佛请辞其于董事会的职位，并着手打股权之战，希望能改革董事会并重整公司管理组织[43]。尽管涉及会计弊案的董事均已请辞，其他董事仍能保留董事职位[44]。

然而，这场战役比沃德佛想象中更加困难，奥林巴斯的股权相当分散，其中49.68%股权为日本国内金融机构所持有，27.71%则属于海外机构投资者。最大的公司股东为日本生命保险公司 (Nippon Life Insurance Co.)，持有公司8.26%股份[45]。在日本，大型机构投资人常与他们所投资的公司有紧密的商业交易，常有以经联会 (keiretsu) 或交叉持股的方式互相连结[46]。因此，日本国内机构投资人会避免得罪他们投资以及关系紧密公司的管理当局[47]，再加上股东维权主义在当时的社会氛围下具有争议性[48]，最终沃德佛未能赢得日本国内金融机构的支持，他也在2012年1月6日放弃了这场股权之战[49]。

看门员还是奉承者？

奥林巴斯从1974年11月至2009年6月是委由毕马威会计师事务所（KPMG AZSA LLC，以下简称毕马威）进行审计查核工作，之后改由安永查核其2010年度财务报表[50]。尽管奥林巴斯在事件爆发前已操纵财务报表多年，查核的会计师事务所却总是对其财务报表出具无保留意见[51]。然而，一个独立小组经过调查后，确认二家会计师事务所并没有涉及不法行为[52]。

在外部审计过程中，查核的会计师事务所与奥林巴斯是有发生过冲突的。有好几次，毕马威和奥林巴斯公司高层产生争执。最早从1999年开始，毕马威在多次询问奥林巴斯管理高层后，发现奥林巴斯有进行会计操纵的痕迹，然而奥林巴斯高层总是找理由搪塞及不回应毕马威的询问[53]。后来，随着“Tobashi”计划扩大，奥林巴斯开始提供不完整数据，并伪造报表[54]来阻碍审计查核。2009年，毕马威针对奥林巴斯收购脑回所支付的六亿八千七百万美元巨额顾问费，以及收购其余三家公司所支付的高额费用与公司举行会议，然而毕马威却无法判定奥林巴斯与艾克森姆的关系[55]。之后，奥林巴斯决议更换毕马威而由安永接任。2009年7月，当安永接手查核工作后，他们也对脑回与艾克森姆交易提出类似的质疑[56]。相同的，在证据不足的情况下，安永无法判定艾克森姆为公司关系人。

由于奥林巴斯将交易繁复化，且管理阶层意图隐匿真相以阻碍毕马威的调查，也因此独立调查小组判定毕马威已执行所有相关测试并已尽专业上应有的注意[57]。对安永的判定也是如此，尽管他们的查核时间较短[58]。

后期发展

在一系列的国内外调查展开后，奥林巴斯在2012年2月控告19位公司前任与现任的管理人员[59]，此外，涉及此案的三名奥林巴斯高阶管理人员[60]与四家银行人员被控告诈欺[61]。由于奥林巴斯的负债资产比率并未违反上市条例最高值的规定，东京证券交易所并未将奥林巴斯下市，而仅对其罚款一千万日元（相当于十二万五千美元），并将其列为警戒股，限期三年内改善公司治理问题以避免下市[62]。

2012年4月20日，公司召开临时股东会选任新任董事与管理团队[63]。对此沃德佛表示新任管理团队仍会对董事会决策产生重大影响，因此这项改变明显不足。新任社长为木本泰行 (Yasuyuki Kimoto)，曾任职于三井住友金融集团 (Sumitomo Mitsui Financial Group)，是奥林巴斯的主要债权人[64]。

在5月22日，奥林巴斯引进新的合规措施，新政策包括外部举报热线，并由无利益相关的第三方独立律师负责。此外，公司亦建立合规委员会，由外部人士担任主席并加上一位外部董事及外部律师所组成。合规委员会之职责是向董事会提出与合规政策的相关政策与方法的建议[65]。

展望未来，奥林巴斯面临了许多不确定性，外界也高度质疑新的董事会及管理团队能改变奥林巴斯。可以确定的是，为挽回国内外投资大众之信赖，奥林巴斯还有一条艰巨的路要走来恢复往日声誉，而结果如何仍有待观察。

问题与讨论

1. 一个有效的董事会有何特点？请论述奥林巴斯董事会是由于未具备何种特点而导致会计弊案的发生？

2. 请讨论像奥林巴斯的日本公司其公司治理有何特点？其特点如何影响公司治理的质量？

3. 奥林巴斯自2005年以来即建立“吹哨子”机制，有哪些因素限制了举报系统的有效性？奥林巴斯近期对“吹哨子”机制设置的改变是否会鼓励员工举报公司不法行为？

4. 请探讨个案中外部及内部审计师扮演的角色，他们如何做的更好来防止弊案发生？

5. 为何沃德佛的股权之战以失败告终？在何种情形下这样的股权之战才有可能成功？

This is the abridged version of a case prepared by Cynthia Yeo, Deborah Chew, Grace Chew, Quek Yong Xin, Sophia Soh, Soong Kah Weng, Marie Tan and Teoh Hui Qing under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Cynthia Yeo Li Tian under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Greenfeld, K. T. The Story Behind the Olympus Scandal - Businessweek. Businessweek, 16 February 2012 Business News, Stock Market & Financial Advice: <http://www.businessweek.com/articles/2012-02-16/the-story-behind-the-olympus- scandal> accessed 13 December 2012

2 Craft, L,. Olympus Scandal Could Hasten Disclosure Changes, 16 November 2011, NPR: Morning Edition. <http://www.npr.org/2011/11/16/142385395/olympus-scandal-could-hasten-corporate-disclosure-changes> accessed 13 December 2012

3 Layne, Nathan, Fuse, Taro, Promfret, James, Special Report: Bubble Trouble, December 2011, Reuters, <http://graphics.thomsonreuters.com/AS/pdf/Olympus12_CC.pdf> accessed 13 December 2012

4 Third Party Committee, Investigation Report.

5 Ibid, p13

6 Olympus scandal triggers Japan shareholder activism, 23 January 2012, The Sydney Morning Herald, <http://www.smh.com.au/business/world-business/olympus-scandal-triggers-japan-shareholder-activism-20120123-1qcsk.html> accessed 13 December 2012

7 Third Party Committee, Investigation Report.

8 Third Party Committee, Investigation Report. p17

9 Ibid, p123

10 Ibid.

11 Olympus Ex-President, Others Arrested: Media 15 February 2012, CNBC, <http://www.cnbc.com/id/46406381/?Olympus_Ex_President_Others_Arrested_Media> accessed 13 December 2012

12 Yasu, M, Olympus Former Chairman and Six Others Arrested Over Fraud, 21 February 2012, Bloomberg Businessweek, <http://www.businessweek.com/news/2012-02-21/olympus-former-chairman-and-six-others-arrested-over-fraud.html> accessed 13 December 2012

13 Olympus Annual Report 2012: Board of Directors, Corporate Auditors and Executive

14 Third Party Committee, Investigation Report. p145

15 Jones, Colin P.A., Corporate Governance in the Shadow of Olympus, 13 December 2011 The Japan Times Online, <http://www.japantimes.co.jp/text/fl 20111213zg.html> accessed 13 December 2012

16 Third Party Committee, Investigation Report. p182

17 Ibid, p115

18 Ibid, p118

19 Ibid, p138

20 Wood, D. J., Japan's Corporate 'Yes' Culture, 21 December 2011, The New York Times, <http://www.nytimes.com/2011/12/22/opinion/japans-corporate-yes-culture.html?_r=1> accessed 13 December 2012

21 Wakabayashi, D, Dvorak, P, Panel Calls Olympus 'Rotten' at Core, 7 December 2011, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204083204577082163172106608.html?mod=ITP_marketplace_0> accessed 21 January 2013

22 Carroza, D., The Real Cost of 'Choosing Truth Over Self', March/April, 2012, FRAUD MAGAZINE <http://www.fraud-magazine.com/article.aspx?id=4294972183> accessed 13 December 2012

23 Cooper, C., Olympus Sale of Growing Unit Helped Hide Balance-Sheet Hole, 14 November 2011, Bloomberg <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-14/olympus-2009-sale-helped-hide-balance-sheet-hole.html> accessed 13 December 2012

24 Carroza, D., The Real Cost of 'Choosing Truth Over Self', March/April, 2012, FRAUD MAGAZINE <http://www.fraud-magazine.com/article.aspx?id=4294972183> accessed 13 December 2012

25 Ridley, K., A. S., Special Report: In Japan, a foreigner speaks out, 1 November 2011, Reuters, <http://www.reuters.com/article/2011/11/01/olympus-woodford-idUSL4E7LV27X20111101> accessed 13 December 2012

26 Woodford, Michael C, Letter 6: Serious Governance Concerns Relating to The Company's M&A Activities, 11 October 2011, <http://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/20111018/letter-text.pdf> accessed 13 December 2012

27 Cooper, C., Olympus Sale of Growing Unit Helped Hide Balance-Sheet Hole 14 November 2011, Bloomberg <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-14/olympus-2009-sale-helped-hide-balance-sheet-hole.html> accessed 13 December 2012

28 Kubota, Y. Olympus ex-CEO attacks Japan investors as comeback bid struggles, 15 December 2011, Reuters, <http://www.reuters.com/article/2011/12/15/us-olympus-idUSTRE7BB04P20111215> accessed 13 December 2012

29 Soble, J., Woodford's mix of righteousness and initiative, 2 December 2011, The Financial Times, <http://www.ft.com/cms/s/2/ee2a243a-1cf2-11e1-8daf-00144feabdc0.html> accessed 13 Deceber 2012

[30] Ridley, K., A. S., Special Report: In Japan, a foreigner speaks out, 1 November 2011, Reuters, <http://www.reuters.com/article/2011/11/01/olympus-woodford-idUSL4E7LV27X20111101> accessed 13 December 2012

[31] Greenfeld, K. T., The Story Behind the Olympus Scandal, Businessweek - Business News, 16 February 2012 <http://www.businessweek.com/articles/2012-02-16/the-story-behind-the-olympus-scandal> accessed 21 January 2013

[32] Third Party Committee, Investigation Report.

[33] Greenfeld, K. T., The Story Behind the Olympus Scandal, Businessweek, 16 February 2012 Business News, <http://www.businessweek.com/articles/ 2012-02-16/the-story-behind-the-olympus-scandal> accessed 21 January 2013

[34] Ibid.

[35] Olympus Press Release, Corporation Resolved Dismissal of President Michael C. Woodford,14 October 2011, Olympus

[36] Big trouble in Tokyo, 12 November 2011, The Economist, <http://www.economist.com/node/21538154> accessed 13 December 2012

[37] Izard Nobel LLP Announces Class Action Lawsuit Against Olympus Corporation, 16 November 2012, Reuters, <http://www.reuters.com/finance/stocks/OCPNF.PK/key-developments/article/2435832> accessed 21 January 2013

[38] Olympus Press Release, Notice Concerning Past Activities Regarding Deferral in Posting of Losses, 8 November 2011

[39] Olympus' Whistleblowing Hotline Protected Misdeeds, 19 April 2012, CFO innovation Asia, <http://www.cfoinnovation.com/content/olympus_whistleblowing_hotline_protected_misdeeds> accessed 13 December 2012

[40] Ridley, K., A. S., Special Report: In Japan, a foreigner speaks out, 1 November 2011, Reuters, <http://www.reuters.com/article/2011/11/01/olympus-woodford-idUSL4E7LV27X20111101> accessed 13 December 2012

[41] Investigation Report, Third Party Committee, p128

[42] Ibid.

[43] Olympus whistleblower Michael Woodford quits board, 1 December 2010, The Economic Times, <http://economictimes.indiatimes.com/articleshow/10940823.cms?prtpage=1> accessed 27 September 2012

[44] Pageau G., Ousted CEO Woodford attends Olympus Nov. 25 Board Meeting, 28 November 2011, Newsline,<http://pmanewsline.com/2011/11/28/ousted-ceo-woodford-attends-olympus-nov-25-board-meeting/> accessed 13 December 2012

45 Olympus Annual Report 2012

46 Harner, S., Olympus, Woodford, Duty, and Honor in Japan, 6 January 2012, Forbes <http://www.forbes.com/sites/stephenharner/2012/01/06/olympus-woodford-duty-honor-and-original-sin-in-japan/> accessed 13 December 2012

47 Olympus whistleblower Michael Woodford quits board, 1 December 2010, The Economic Times <http://economictimes.indiatimes.com/articleshow/10940823.cms?prtpage=1> accessed 27 September 2012

48 Inagaki, K., Olympus Ex-CEO Faces Fight, 5 December 2011, The Wall Street Journal, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204770404577077852645139544.html> accessed 13 December 2012

49 MATSUTANI, M., Woodford ends fight to lead Olympus, 6 January 2012, The Japan Times, <http://www.japantimes.co.jp/text/nn20120106x1.html> accessed 13 December 2012

50 Investigation Report, Third Party Committee, p159

51 Tabuchi, H., Olympus Clears Auditors in an Accounting Cover-up, 17 January 2012, The New York Times, <http://www.nytimes.com/2012/01/18/business/global/auditors-not-involved-in-cover-up-olympus-says.html> accessed 13 December 2012

52 Notice Concerning the Establishment of a Third Party Committee, 6 December 2011, Olympus Corporation, <http://www.olympus-global.com/en/corc/ir/tes/pdf/nr111206.pdf> accessed 13 December 2012

53 Investigation Report, Third Party Committee, p159-170,

54 Tabuchi, H K. B., The Culture Was Corrupt at Olympus, Panel Finds, 6 December 2011, The New York Times <http://www.nytimes.com/2011/12/07/business/global/banks-aided-in-olympus-cover-up-report-finds.html?pagewanted=all&_r=0> accessed 13 December 2012

55 Investigation Report, Third Party Committee

56 Akins, M., The Olympus Controvery: a snapshot of fraud, December 2011, Financier Worldwide, <http://www.financierworldwide.com/article.php?id=8798> accessed 13 December 2012 Investigation Report, Third Party Committee, p159-170

57 Ibid.

58 Ibid, p170-174

59 Buerk, R., Former Olympus Chariman arrested in accounting probe, 16 February 2012, BBC News, <http://www.bbc.co.uk/news/business-17054089> accessed 13 December 2012

60 Kaiser T., Three Former Olympus Executives Arrested for $1.7 Billion Cover-Up, 16 February 2012, Daily Tech <http://www.dailytech.com/Three+Former+Olympus+Executives+Arrested+for+17+Billion+CoverUp/article24019.htm> accessed 13 December 2012

61 Tabuchi, H, Arrests in Olympus Scandal Point to Widening Inquiry Into a Cover-up, 16 February 2012, The New York Times, <http://www.nytimes.com/2012/02/17/business/global/7-arrested-in-olympus-accounting-cover-up.html> accessed 13 December 2012

62 TSE to fine Olympus but won't delist its stock, 18 January 2012, The Asahi Shinbun <http://ajw.asahi.com/article/economy/business/AJ201201180018> accessed 13 December 2012

63 Appointment of Executives, 20 April 2012, Olympus Corporation, <http://www.olympus-global.com/en/news/2012a/nr120420corpe.html> accessed 13 December 2012

64 Kelly, T, Kubota, Y., Olympus eyes fresh start, ex-CEO mulls legal threat, 20 April 2012, Reuters <http://uk.reuters.com/article/2012/04/20/business-us-olympus-egm-idUKBRE83I19920120420> accessed 13 December 2012

65 Olympus Management Announces Commitment to Compliance, 22 May 2012, Olympus Corporation <http://www.olympus-global.com/en/news/2012a/nr120522corpe.html> accessed 13 December 2012

买票风波：电讯盈科私有化丑闻

个案大纲

在公司股价八年内大跌97%后，香港电讯盈科（PCCW，简称电盈）的管理阶层提出了“公司私有化”的提议，计划将小股东持有的股份全数回购。为了达到这个目标，由李泽楷(Richard Li Tzar–kai)带领的管理团队将股份分配给一家保险公司的保险经纪人，但前提是这些经纪人必须要投票支持这个私有化的决议。然而，这举动违反了香港关于公司治理的精神及相关规定。在经过冗长的法律诉讼后，法院判决这个具争议性的投票结果无效。本个案主旨在讨论由管理阶层控制的其公司治理相关议题、不同公司治理机制的角色和有效性、如何在公司私有化的情况下保护小股东的利益，以及企业伦理。

成败参半的电讯盈科

电讯盈科的创立者李泽楷为香港首富李嘉诚 (Li Ka–shing) 之子。电盈是香港电讯 (HKT Group Holdings Limited) 的母公司。香港电讯是一家电信服务供货商，提供电信、宽带和多媒体的服务。香港电讯同时也在英国设有宽带部门、在香港设有不动产开发公司。

在1999年，电盈在没有公开拍卖的的情况下，直接从政府取得了高价的湾区不动产。此举被媒体和其他不动产开发商大肆批评[1]。在2000年，电盈以四百一十亿美元取得了香港电讯，创下了当时在亚洲最高金额的并购纪录。但是因为在并购过程产生的债务、香港当地电信激烈的竞争、以及一项与澳洲澳大利亚电信 (Telstra Corporation) 的合资案所带来的挑战，电盈的股价在2000年到2008年之间从高点每股131.75元，重挫了97%。电盈在2008年六月从香港股市的恒生指数 (Hang Seng Index) 中被除名[2]。

李泽楷在2006年试着要出售他拥有的电盈股份，但遭到中国政府透过其控制的中国网通 (China Netcome) 进行阻挠，中国网通持有电盈20%的股权[3]。

在2008年，电盈受到全球衰退的重创，利润在前半年就下滑了20%[4]。但是一些重要的财务指标，例如税息折旧及摊销前利润 (EBIDTA) 以及每股盈余 (EPS) 都保持稳定。尽管受到危机的影响，电盈的财务状况仍属平稳，并发放每股0.133港元的股利。

董事会

到2009年12月31日为止，电盈的董事会由15位董事组成，包含了五位执行董事，四位非执行董事，和六位独立非执行董事。

百分之四十的董事会成员由独立非执行董事组成，虽然第六位独立非执行董事谢仕荣 (Edmund Tse Sze Wing) 在2009年9月才上任，但也符合香港的上市规则与指引以及香港的公司治理准则的最低要求。电盈要求每一位独立非执行董事每年缴交独立性证明书，确保董事对公司保持独立性。根据公司章程，在年度股东大会时，三分之一的董事将会以退休的方式轮替。每一位非执行董事以三年为一任，而他们最多也只能当一任的董事[5]。

买票丑闻

在李泽楷试图出售股份遭到中国政府阻挠后，开始了三年的计划打算将公司私有化。由于电盈在香港证券交易所 (Hong Kong Stock Exchange) 挂牌，其私有化的方案是由《公司条例》(Companies Ordinance) 和《公司收购和合并准则》 (Code of Takeovers and Mergers) 所规范。根据《公司条例》关于人数的规定，只要有四分之三的股东投票通过某项提议，不论是亲自投票或是代理投票，则该提议视为通过。换句话说，不论每位股东各自持有多少股份，最少要有75%的股东同意私有化的提议，表决权以人数计算，而非以股权比例计算[6]。

在2008年10月30日宣布的方案里，李泽楷与中国网通一起提出了以一百五十九亿港元向少数股东回购股票。这会使得李泽楷在电盈的持股从27.7%提高到66.7%，而中国网通则从19.8%提高到33.3%。他们提出以每股4.5港元的价格向少数股东收购股票。尽管4.5元的收购价格和2000年并购香港电讯前的每股港元131.75元相比相差甚远，但在宣布收购后，电盈的股价仍从2008年10月14日股票停止交易前的的每股港元2.9元，升到了2008年11月5日股票恢复交易后的每股港元3.58元。在股东会议上，公司管理阶层被指控为了通过私有化的提案进行操纵投票，但是提案最后还是以8成的支持率通过了[7]。

香港证券及期货事项监察委员会(Securities and Futures Commission，以下简称证监会)　在收到知名的香港公司治理维权投资者戴维・韦伯 (David Webb) 的投诉后，对电盈买票的争议进行调查。调查显示有一千手的股票（香港把股票最小交易单位称为一手）被分配给先前由电盈所持有的富通保险（亚洲）(Fortis Insurance Company Asia) 公司经纪人。给予股票的条件是保险经纪人必须在投票委托书同意电盈私有化的提案。袁天凡 (Francis Yuen)，电盈副主席，遭指控是这项计划的发起者，而林孝华 (Inneo Lam)，富通保险区域总监，则是负责将电盈的股票分配给500位保险经纪人。如果没有这五百名保险经纪人的支持，私有化提案将会有903名股东支持，854名股东反对[8]。仅高于多数决的票数，无法达到75%门坎的人数规定。

香港高等法院原诉讼庭 (Court of First Instance) 原本认同这个私有化方案。但是香港证监会对上诉法院 (Court of Appeals) 提出上诉[9]，要求上诉法院否决股东会议的投票结果。2009年5月11日，上诉法院判决认为投票结果是明显的人为操作，而且其操弄的程度让人质疑投票结果的公正性。此外，法庭说明投票的操弄是不诚实的行为，而法院不会批准这样的行为。法官考虑到那些身为电盈小股东的高龄投资人，说出了下面这段话：

“这些人将一生的积蓄投入在电盈的股票上，什么也没有留。结果看看发生了什么事，股价从每股120港元跌到所剩无几！这是很可悲的…收购和欺压小股东是有差别的。”[10]

私有化议题：股东权益、商业道德与合法性

这项丑闻引起了私有化应该如何被决定的讨论，以及分割投票权是否违反当初制订法律来保护小股东的初衷。

许多机构投资人只是意图短期投资，电盈提出的收购价高于股票价格，因而接受了电盈的私有化提议。但是上诉法院指出了个人投资者的困境：

“这些没有卖出股份的小股东实际上就是被公司抛弃了，我看不出来这对公司有任何好处。”[11]

另一件重要的议题是收购的方案是以李泽楷和中国网通为最大利益者的情况下拟定。根据提案，在电盈成功私有化后，李泽楷和中国网通将会收到特别股利作为奖励以支应公司私有化的支出，并在交易程序完成后额外取得二十九亿港元[12]。由于管理阶层并没有合法解释为何发放特别股利给予提出并购提议的相关方，一位听到此案的法官批评这个提案「不像话」[13]。这些问题使小股东十分担忧，因为股东会议时间冗长超过七小时[14]，很多小股东由于年事已高，在还没投票之前就已离场。

技术上来说，操弄投票并没有违反了香港的法律，因为没有相关法律规范分割投票权的行为。但是因为此行为有违反关于人数规范的精神，李泽楷和中国网通必须依照上诉法院的判决撤回私有化的提案。

问题与讨论

1. 像电盈这样由一位控制股东掌握的公司，通常会面临什么样的代理问题？
2. 以电盈来说，股东、董事会、和管理阶层能有何种程度的分离？这又与促成公司私有化计划有何关联？
3. 电盈私有化失败的案例说明了关键的公司治理机制是有效还是无效？
4. 在重要的公司交易里，例如电盈的私有化，不同的股东可能有不同利益与偏好。董事会与监管机构如何在不同股东间的利益取得平衡？
5. 电盈的私有化需要75%的出席股东（或他们的代理人）在股东会议上同意。您认为这对小股东公平吗？对大股东公平吗？
6. 电盈的董事会和管理阶层在公司私有化的过程中，其决策与行为是否符合企业伦理？

This is an abridged version of a case initially prepared by Keh Guat Teing Jasmine and Lee Yi Wen under the supervision of Professor Mak Yuen Teen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was prepared by Sreevardhan Agarwal under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 “Cyberport Critics Get Stake Hint.” 21 March 1999. The Standard. 6 December 2011. http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?pp_cat=&art_id=25641&sid=&con_type=1&d_str=19990321&sear_year=1999

2 Bloomberg. “PCCW Investors Approve Li’s $2.05 Billion Buyout bid (Update 2) ”. 4 February 2009. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=apYGAEz9.AzQ>, accessed on 6 December 2011

3 “Hong Kong Exchange Rejects Carving Up of PCCW.” 27 April 2011. Wall Street Journal. 6 December 2011. <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703778104576287800475886730.html>

4 Bloomberg. “PCCW Investors Approve Li’s $2.05 Billion Buyout bid (Update 2) ”. 4 February 2009. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=apYGAEz9.AzQ>, accessed on 6 December 2011

5 PCCW. “Annual Report, 2009.” 2009. <http://www.pccw.com/staticles/PCCWCorpsite/ About%20PCCW/Investor%20Relations/Financial%20 Results/2009/e-Annual%20Report.pdf>, accessed on December 2011

6 Loh, Timothy. “The PCCW Privatization: A Guide to the Applicable Law for Schemes of Arrangement.” 2 March 2009. <http://www.timothyloh.com/Publications/090302_PCCW_Privatization.html>, accessed on 6 December 2011

7 Wang, Tina. “PCCW Saga Goes Into Extra Innings.” 2 May 2009. Forbes. 10 April 2010. <http://www.forbes.com/2009/02/05/pccw-richard-li-markets- equity-0205_china1.html>

8 Chung, Olivia. “Shocked, Shocked!!” 28 April 2009. Asia Times Online. December 2011. <http://www.atimes.com/atimes/China_Business/ KD28Cb01.html>

9 Securities and Futures Commission. “Court of Appeal stays decision on PCCW privatization.” <http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/EN/sfcOpenDocServlet?docno=09PR41>, accessed on December 2011

10 Scent, Benjamin, “It’s Outrageous” 21 April 2009. The Standard. 6 December 2011.<http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?pp_cat=30&art_id=81081&sid=23531732&con_type=1&d_str=20090421&sear_ year=2009>

11 Scent, Benjamin. “It’s outrageous”. 21 April 2009. The Standard. 26 January 2012. <http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?sid=23531732&art_id=81081&con_type=1&pp_cat=30>

12 Wang, Tina. “PCCW Saga Goes Into Extra Innings.” 2 May 2009. Forbes. 10 April 2010. <http://www.forbes.com/2009/02/05/pccw-richard-li-markets- equity-0205_china1.html>

13 Chung, Olivia. “Shocked, Shocked!!” 28 April 2009. Asia Times Online. December 2011. <http://www.atimes.com/atimes/China_Business/ KD28Cb01.html>

14 Wang, Tina. “Li Pulls The Plug on $2 Billion PCCW Bid.” 23 April 2009. Forbes. 6 December 2011.<http://www.forbes.com/2009/04/23/li-pccw- court-markets-equity-hong-kong.html>

萨蒂扬的会计造假事件

“就像骑上了一只老虎，不知道如何下来而不被吃掉…我现在正准备向法院自首并面对其带来的结果。”

—萨蒂扬 (Satyam) 的创办人兼董事长拉马林加・拉朱 (Ramalinga Raju)

个案大纲

2009年1月，印度萨蒂扬 (Satyam) 的创办人拉马林加・拉朱 (Ramalinga Raju，以下简称拉朱)　突然宣布请辞，并承认自己从2001年开始作假帐。他承认操纵公司的财务报表，使帐上利润比实际的利润多了十几倍并虚报了现金逾十五亿美元。

这份个案描述了舞弊案件的性质、参与舞弊的各种不同角色、舞弊的结果。本个案主旨乃讨论印度的公司治理环境和商业惯例、会计舞弊、董事会组成、独立董事和审计师的角色。

萨蒂扬和它的创办者

2009年，萨蒂扬 (在梵文中是真实的意思) 被大家认为是印度信息技术产业的先驱，有着二十亿美元的营收。在当时萨蒂扬是唯一一家在三个国际证券交易市场挂牌上市的印度公司，甚至因为完好的公司治理制度，获得了极高荣誉的金孔雀奖 (Golden Peacock Award)[1] 。萨蒂扬当时和全球数一数二大的科技公司，像是印孚瑟斯 (Infosys) 和维布络 (Wipro) 一起竞争。

萨蒂扬由拉朱创办。拉朱是印度最受大家尊敬的企业家之一，他的家族握有大笔的房地产。在萨蒂扬成功成为全球性的公司后，拉朱依然持续他对房地产的热情。拉朱在大众心中的形象无可挑惕，一位曾报导拉朱的记者这样说："很难在印度找到比他声音还轻柔的首席执行官，他只在被问到关于公司治理问题时才会开口。"[2]因为这样的形象，拉朱被印度信息城，海得拉巴市 (Hyderabad) 的地方首长选为该市的指标。

然而，拉朱的公众形象和缠绕在他身上的争议有极大的对比。他因为诈取萨蒂扬在纽约证券交易所 (NYSE) 以及萨蒂扬网络 (Satyam Infoway) 在纳斯达克 (NASDAQ) 公开募股的资金而被调查。他同时也被控涉及逃税。除此之外，世界银行 (World Bank) 在2008年将萨蒂扬列入黑名单，世银认为萨蒂扬向其员工提供了"不当的利益"[3]。拉朱将握有的萨蒂扬持股向银行抵押贷款，贷来的钱以高于市价的价格买入土地，操弄地价。尽管如此，他仍获颁许多奖项，包含2007年安永企业家奖 (Ernst & Young Entrepreneur of the Year)[4] 。

董事会

萨蒂扬的董事会负责监督公司策略、批准大部分的公司决策和审查绩效。一位华顿 (Wharton) 商学院的教授，赛凯特・乔胡瑞 (Saikat Chaudhuri) 指出像萨蒂扬这样的印度公司，董事会只参与公司策略上的决策，实际上的营运仍然是公司创办者负责[5]。

萨蒂扬的董事会有三个委员会：审计委员会、薪酬委员会、投资者申诉委员会。和一般公司比，少了提名委员会。除了拉朱之外，公司还有另外两名执行董事，分别是拉朱的哥哥拉马・拉朱 (B. Rama Raju) 和拉姆・米纳帕提(Ram Mynampati)。

董事会的六位非执行董事中，有五位被认为是独立的。依照印度证券交易委员会 (Securities and Exchange Board of India) 的规定，一位独立的董事必须和该公司、公司管理阶层、公司出资者以及子公司没有任何金钱上的往来。哈佛的会计教授克里席纳・帕雷普 (Krishna Palepu)，因为是萨蒂扬的顾问所以被认定为非独立董事。

在五个独立董事中，斯里尼瓦桑 (Srinivasan) 从1991就是董事会成员，是任期最久的一位[6]。他和拉奥 (Rao) 以及V.S Raju同为审计及薪酬委员会的成员。除此之外拉奥还是印度商学院 (Indian School of Business) 的院长，印度商学院的董事会成员。

印度商学院因为该校信息技术网络中心的研究而收到了斯里尼・拉朱 (Srini Raju) 六百六十万美元的捐款[7]。斯里尼是拉朱的姐夫，同时也是萨蒂扬的技术长(Chief Technical Officer)。有趣的是，根据2008年萨蒂扬董事薪酬的公开信息，Rao的基本薪资约一千八百美元，但其他非执行董事的基本薪资则从两万一千两百到两万两千五百美元不等。

非执行董事如果出席会议也有出席的津贴，克里席纳・帕雷普获得了九百一十万卢比（相当于十七万三千五百美）元作为出席的津贴，一万股的股票（相当于五千股美国信托凭证 (ADR)），其中有七百九十万卢比（相当于十五万美元）是他提供顾问服务的报酬。其它独立董事的薪酬在一百二十到一百三十万卢比（相当于两万两千五百–两万四千五百美元）不等，再加上至少五千股限制型股票的股票报酬[8]。

萨蒂扬身为信息业界的翘楚，其董事会成员也是即为抢手并为许多知名上市公司的董事会成员。维诺德・达姆 (Vinod K Dham) 曾经是英特尔 (Intel) 的副总裁及总经理，也是八个公司的董事会成员。T.R.普拉萨德 (Prasad) 则是印度前内阁秘书长、第十二届财政委员会的成员，也是八个公司的董事。

印度的企业文化

印度职场深受种姓制度和印度教的影响，阶级分明。职场里，后辈只能服从前辈的指示，且大部分决策都是前辈做的。对后辈而言，向前辈说“不”不仅有失礼貌而且很可能冒犯权威。

从印度的皇冠之珠到最大的舞弊

拉朱从2001年就开始操弄萨蒂扬的账本，让萨蒂扬的财务状况看起来比同业的印孚瑟斯和维布络更好些，维持公司身为信息技术产业龙头的形象。此外，高获利也会让股价上升，让拉朱有更多的资金可以买土地。

拉朱想要掩盖萨蒂扬虚报的资产，所以他希望能藉由合并梅塔建设(Maytas Infra) 和梅塔不动产 (Maytas Properties)，这两家由拉朱的儿子拥有的公司，进而取得这两家公司的现金。2008年12月16日，拉朱召开了董事会，寻求董事们对这个金额高达十六亿美元交易的批准。拉朱和他的哥哥拉马・拉朱因为是利害关联方所以并没有参与这次董事会[9]。在会议中，非执行董事和独立董事则对这个交易表达严重的疑虑[10] 。

“你不能只把我们这些董事当成橡皮印章，然后期待我们对你的每个决策举双手赞成。如果你没有要咨询我们的意见，那你要我们这些董事干嘛？”

— 斯里尼瓦桑

“这个举动会不会使得公司竞争力下降？这项交易的风险是什么？”

— 拉奥

然而，在这次董事会里做报告的梅塔资深经理们在事前都接受过拉朱的指导，知道如何成功地从董事会取得原则上的批准。在这项合并案批准后，拉朱在纽约证券交易所发布了合并梅塔的声明。投资者对并购案表达强烈的不满，他们认为这个并购案只是为了图利拉朱家族。

萨蒂扬藉由不实财报建构的纸牌屋在声明稿发布后开始崩解。萨蒂扬失去了投资者们的信心，股价一落千丈，和梅塔的并购案也没有实现。世界银行不久后也发布声明，将萨蒂扬列入黑名单，原因是“提供不当利益给员工”[11]。除此之外，三位萨蒂扬的董事，斯里尼瓦桑，达姆和帕雷普在并购案宣布后辞去了职务，同时发表了严厉的声明，质疑这件并购案：

“我（斯里尼瓦桑）除了立刻离开萨蒂扬外别无选择。我在董事会上提出许多关于并购程序的疑虑，也表达了我对并购案的保留意见。但最终我并没有投下反对票，对此我必须负道德上的责任[12]。”

有趣的是，帕雷普戏剧化地改变了他对于辞职理由的立场。他最初的辞职理由是因为他在哈佛教学的工作而无法履行他在萨蒂扬董事的职务，但是他后来表示辞职是因为他发现拉朱和其他的支持者将萨蒂扬股票向金融机抵押贷款，但这些股票却因为价值狂跌，在金融机追缴保证金的压力下，不得不售出[13]。

为了萨蒂扬的未来，拉朱在仅存的几个解决方案中选择向美林证券(Merrill Lynch) 求救，但美林证券却发现了萨蒂扬财报严重的舞弊。拉朱在东窗事发后选择辞去在萨蒂扬的职务并坦承虚报财务报表上的获利，一共有价值十五亿现金的美元并不存在、利息收入被高估、负债则被低估。

舞弊的关键：萨蒂扬的分工结构

这起弊案发生的关键是萨蒂扬的公司结构。拉朱将萨蒂扬的公司结构精密地划分，在五万一千名员工中[14]，只有少数员工真的了解公司的营运状况。每个部门都有自己的财务部门，并向财务长斯里尼瓦桑・瓦德拉玛尼(Srinivasa Vadlamani) 领导的中央财务团队汇报各自的财务状况。每个单位对其他单位的营运状况都不了解。拉朱亲手挑选管理高层，包含了几位专业人士和他的亲戚，此外，这些高层们都配有大量的萨蒂扬股票，如此一来就可以确保他们有诱因去做让股票价格上涨的事。

萨蒂扬在审计委员会的指导下有制定关于“吹哨子”的机制。在这个机制下，有一位员工曾写信给帕雷普并指出公司的的账目已经被操弄。虽然这封信有在董事会传阅，但董事会并没有采取任何行动[15]。

收拾残局

萨蒂扬的股价在丑闻被公诸于世的那一天从每股179.1卢比（约3.4美元）暴跌到每股23.85卢比（约0.45美元），87%的市值在一天瞬间蒸发[16]。1月10号，印度的公司法监理机关 (Company Law Board) 决定停止萨蒂扬董事会经营公司的职权，并提名十位董事会成员[17]。如此迅速的行动是考虑萨蒂扬和IT产业对印度经济的重大影响力及印度在海外名声。印度特许会计师的主管机关也对萨蒂扬的外部注册会计师普华永道会计师事务所(PricewaterhouseCoopers，以下简称普华永道) 发出陈述理由令(show-cause notice)[18]，普华永道可以说是此弊案的共谋，因为其对萨蒂扬财务报表作出真实及允当表达的签证。拉朱被逮捕并以许多罪项起诉，包含伪造文书、违背信托、预谋犯罪等等。在审判的过程中发现萨蒂扬虽然宣称有五万一千名员工，但实际上的员工数只有四万。拉朱被指控每个月从公司提取四百万美元来支付这些不存在员工的薪水[19]。

在丑闻爆发后，萨蒂扬的金孔雀最佳公司治理奖被撤销。2009年的公开拍卖上，萨蒂扬被马辛达科技 (Tech Mahindra，Mahindra & Mahindra集团下的科技公司) 所接手。

监管制度的改革和独立董事的冲击

这个案例引起了许多人质疑独立董事所扮演的角色。尽管是萨蒂扬，一个在印度公司规模数一数二的公司。华顿商学院的吉天陀・辛格 (Jitendra Singh) 教授指出，某些印度公司的董事是替提拔他到董事会的人工作，这也可能是萨蒂扬董事会的问题[20]。

印度政府因应这个弊案的方法是推行“公司条例2009”(Companies Bill 2009) 来处理公司治理及相关议题。这个条例提高成为独立董事的门坎，举例来说，如果要成为萨蒂扬独立董事，在任职前三年不得为萨蒂扬的员工；不能是和公司相关会计、法律事务所以及顾问公司员工；不可以持有萨蒂扬超过2%的投票权；任职的公司不可以有超过25%的获利来自萨蒂扬[21]。

印度商学院的拉杰·查克拉芭蒂 (Rajesh Chakrabarti) 教授在弊案爆发后，于经济时报 (Economics Times) 发表了一篇关于印度公司独立董事的缺失。在弊案发生后的几个月内，辞职的独立董事高达一百零九位，远高于先前平均的三十位。以长期来看，董事的辞职率上升了20%。他指出独立董事们普遍都在重新评估他们担任董事的风险，因为他们一生经营的名誉很可能会因为像拉朱这样无良的经营者而毁于一旦[22]。他认为这些变化对印度企业的公司治理并非好事。

后续进展

2011年11月，拉朱在坐三年的牢后，和拉马·拉朱、斯里尼瓦桑·瓦德拉玛尼一起被保释出狱。法院的理由是因为他们刑责最重是七年有期徒刑，而他们已经服完大部分的刑期。另外一个理由是，弊案的调查已经接近尾声，法院认为他们已经无法再用任何方法左右弊案的调查[23]。2012年1月，目前由马恒达科技 (Tech Mahindra) 集团持有的萨蒂扬计算机服务公司提出诉讼，对象是前董事会成员、几位前员工以及签证事务所普华永道，理由为“舞弊、违反道德责任义务、玩忽职守”。这些被告，包含萨蒂扬、普华永道及相关人士，都因为不当地高估萨蒂扬财务报表而被美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission) 处以联合罚款一千七百五十万美元[24]。

问题与讨论

1. 描述投资人在投资像萨蒂扬这样的公司时，需要特别考虑的印度商业环境。

2. 讨论萨蒂扬的企业文化和企业架构，有什么是弊案的前兆？

3. 萨蒂扬有“吹哨子”机制，而且有位员工曾经向董事举报公司作假帐。在如萨蒂扬一般的公司内，有效执行这个政策的挑战是什么？董事们应该要怎么处理这些举报？

4. 分析萨蒂扬董事会的独立性和董事会的能力对萨蒂扬的营运做独立的判断。以非独立董事的资格来看，为什么董事会都没有发现公司内有如此长期的弊端？

5. 有部分董事在梅塔并购案夭折后及舞弊案东窗事发前辞去董事职务。他们应该辞职吗？或是他们可以多做什么来保护股东们的权益？

6. 谁应该要为股东的损失负责？

7. 印度在弊案发生后在监管制度上采取的改革措施是否对印度的公司治理有正面的影响？在不麻烦的提高成为董事的门坎前提下，独立董事的功能可以如何被加强？

8. 独立董事和非执行董事是否要替萨蒂扬弊案负责？

This is an abridged version of a case initially prepared by Vania Edrea, Theo Farah Izzah and Chong Stacey Janine Tan under the supervision of Professor Mak Yuen Teen on the basis of published sources only. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was prepared by Sreevardhan Agarwal under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Satyam, Mahindr. “Satyam Receives Golden Peacock Global Award for Excellence in Corporate Governance.” ND. 13 April, 2009. <http://www.mahindrasatyam.com/media/pr6sep08.asp>

2 “India’s Enron”. 8 January2009. Rediff Business. 10 April 2009. <http://www.rediff.com/money/2009/jan/08satyam-indias-enron.htm>

3 VCC Circle. “World Bank Names Wipro, Satyam Among Blacklisted Indian IT Firms”. January 13th, 2009. <http://www.vccircle.com/500/news/world-bank-names-wipro-satyam-among-blacklisted-indian-it-rms>, accessed on December 2011.

4 Seth, K. “Satyam’s Raju IS E&Y Entrepreneur Of The Year 2007”. 21 November, 2007. 10 April 2009.

5 India Knowledge @ Wharton. “Scandal at Satyam: Truth, Lies and Corporate Governance”. 9 January 2009. <http://knowledge.wharton.upenn.edu/india/article.cfm?articleid=4344>, accessed on 10 April 2009.

6 Nag, K. “The Double Life of Ramalinga Raju- The Story of India’s Biggest Corporate Fraud.” 2009. April 2009.

7 ISB News & Events. “Major Endowment sets CITNE on a New Wave of IT Centric Research”. 10 April, 2010. <http://www.isb.edu/media/UsrSiteNewsMgmt.aspx?topicid=381>, accessed on April 2011.

8 “Ram Mynampati got more salary than Raju, directors!”13 January, 2009. Nseguide. January 2012. <http://nseguide.com/press-releases/ram-mynampati-got-more-salary-than-raju-directors/>

9 Sheth,N & Range, J. “Satyam Directors Questioned Purchases.” 16-18 January, 2009. Wall Street Journal. April 2009.

10 Nag, K. “The Double Life of Ramalinga Raju-The Story of India’s Biggest Corporate Fraud.” 2009. April 2009.

11 VCC Circle. “World Bank Names Wipro, Satyam Among Blacklisted Indian IT Firms”. 13 January 2009. < http://www.vccircle.com/500/news/world-bank-names-wipro-satyam-among-blacklisted-indian-it-rms>,
accessed on December 2011.

12 Nag, K. “The Double Life of Ramalinga Raju- The Story of India’s Biggest Corporate Fraud.” 2009. April 2009.

13 Livemint.com. “Palepu quit after Satyam disclosure.” 31 December 2008. <http://www.livemint.com/2008/12/30235615/Palepu-quit-after-Satyam-discl. html>, accessed on January 2012.

14 Datamonitor. “Satyam Computer Services Limited Company Pro le”. 2009. 10 April 2009.

15 Ibid.

16 Moneycontrol.com. ND. accessed on <http://www.moneycontrol.com/stock-charts/mahindrasatyam/charts/SCS>, accessed on December 2011.

17 Domain-b.com. “Government nominees to replace Satyam board.” 9 January 2009. <http://www.domainb.com/companies/companies_s/Satyam_Computers/20090109_satyam_board.html>, accessed on December 2011

18 Livemint.com.“ICAI to seek explanation from Satyam auditor PWC”. 7 January 2009. <http://www.livemint.com/2009/01/07165018/ICAI-to-seek-explanation-from.html>, accessed on December 2011

19 “Satyam Fudged FD’s, has 40,000 employees: Public Proscecutor” 22 January 2009. The Times of India. December 2011. <http://timesondia.indiatimes.com/India_Business/Satyam_fudged_FDs_has_40000_ employees_Public_prosecutor/articleshow/4015830.cms>

20 India Knowledge @ Wharton. “Scandal at Satyam: Truth, Lies and Corporate Governance”. 9 January 2009. <http://knowledge.wharton.upenn.edu/india/article.cfm?articleid=4344>, accessed on 10 April 2009.

21 Lok Sabha, 2009. The Companies Bill. April 2010. <http://www.mca.gov.in/Ministry/actsbills/pdf/Companies_Bill_2009_24Aug 2009.pdf>

22 Chakrabarti, Rajesh “The Drop in Number of Independent Directors in The boardroom Bodes Ill for Corporate Governance”. Economic Times. 20 August 2011. December 2011. <http://articles.economictimes.indiatimes.com/2011-08-20/news/29909298_1_independent-directors-satyam-crisis-satyam-scandal>

23 “Satyam’s Ramalinga Raju, two others get bail.” 5 November 2011. The Economic Times. January 2012. <http://articles.economictimes.indiatimes.com/2011-11-05/news/30363825_1_internal-chief-auditor-b-ramalinga-raju-ch-srisailam>

24 “Satyam sues former board of directors, certain employees, Price Waterhouse.” 9 January 2012. The Economic Times. 9 January 2012. <http://articles.economictimes.indiatimes.com/2012-01-09/news/30607641_1_mahindra-satyam-lovelock-lewes-price-waterhouse-bangalore>

中华环保：龙筹股丑闻

个案大纲

中华环保 (Sino–Environment) 的首席执行官兼董事长孙建荣 (Sun Jianrong) 涉及借款违约，揭发另一件龙筹股 (S–Chips) 的丑闻，进而造成新加坡股市震荡。本个案主旨在讨论在新加坡上市的中国公司的商业手法及内部治理问题、独立董事所扮演的角色，以及外国公司在新加坡交易所上市所遇到的挑战。

中华环保公司背景介绍

“随着新工厂在2006年底完工，本公司制造能力将增加一倍以上，现在的每月三样装置届时也会增加到七样。我们也将扩张业务，进入处理及管理其他类型工业废气的市场，尤其是发电厂产生的二氧化硫。依靠优秀的研究发展部门及专注的管理团队，在现今中国持续工业化与注重环境保护的情况下，本公司发展将日益壮大。”

—孙建荣先生于中华环保初次欲在新加坡上市时的发言

中华环保公司为解决环境问题的专家，主要在四大环境领域：(1)工业废气与有机化合物的处理、管理及回收；(2)工业与市政污水处理及管理、(3)除尘，与 (4) 二氧化硫与氧化氮的废气处理及管理。

该公司采用产品差异化策略，利用公司本身的研发能力保持领先技术，并不断改进技术与应用创新。

董事会成员

该公司董事会由七名董事所组成，其中包括三名独立董事：吴志伟 (Goh Chee Wee)、黄长彦 (Wong Chiang Yin) 与潘金泉 (Pan Jinquan)。吴志伟被指派为首席独立董事，此外，他同时担任其他九家上市公司董事，也担任其它重要职务，例如全国职工总会 (National Trades Union Congress，简称NTUC) 董事。黄长彦也在其他上市公司担任董事，并在马来西亚一间医疗保健集团担任高阶管理人员，分别在集团内不同公司担任首席执行官与执行董事，同时兼任新加坡医药协会 (Singapore Medical Association) 总裁。潘金泉则与上述二位不同，没有在上市公司担任董事的经验。

剩下的四位执行董事分别担任公司重要管理职位，孙建荣为董事长兼首席执行官、尤胜全 (You Shengquan) 为营运长、李守信 (Li Shouxin) 教授为技术长，陈达威 (Tan Tar Wuei) 则担任财务长。董事会旗下的薪酬委员会、提名委员会与审计委员会成员均由三位独立董事担任，董事会成员在不同领域各有所长，例如商业管理、科学、工程、会计、医学与经济，并且至少有一位有工业废弃物处理相关经验。

当年度，董事会举行四次会议。

事件开端

中华环保的困境，是由公司董事长兼首席执行官孙建荣将其所持有的公司的全部股份 (56.29%，约一亿九千八十万股)，向避险基金作个人抵押借款所引起的[1]。当大拇指（中国）控股公司 (Thumb China Holding，以下简称大拇指控股) 违约未能偿还一笔一亿两千万新元的借款消息曝光后，大众才得知原来中华环保公司背后的控制股东为大拇指控股，且大拇指控股为孙建荣先生全资持有[2]。

当孙建荣在2009年3月违约时，避险基金将他所持有的中华环保公司股份在市场上出售，使孙建荣丧失对中华环保公司的控制权[3]。出售股份的结果导致价值约一亿四千九百万新元的可转换公司债需被提早赎回[4]，这是因为当初发行公司债时，其中有一条款是要求孙建荣需对公司具有控制权。

这事情的严重性在中华环保公司委任的普华永道会计师事务所(PricewaterhouseCoopers)因为对其继续经营有所疑虑而对财务报告出具无法表示意见而浮上台面，因此中华环保特别委任恩堂理财顾问有限公司 (nTan Corporate Advisory Pte，以下简称恩堂) 担任独立财务顾问，评估违约之严重性，并采取措施保全公司资产[5]。

公司警讯

在2009年5月，中华环保公司无法出具第一季财务报告，普华永道受委托核阅公司在2009年1月到3月期间的重大现金交易，碰巧也正是孙建荣贷款违约期间[6]。这也令人怀疑同年4月，财务长陈达威使否是因“个人因素”辞职。而公司并未指派新任财务长。

在2009年5月5日公司其他执行董事—首席执行官、科技长与营运长无原因的集体请辞，对公司抛下震撼弹[7]。对此，独立董事们请求执行董事留任，以维持公司正常营运[8]。在5月29日，上述三位执行董事决议继续留任，前任财务长陈达威则改任非执行董事[9]。然而，在辞呈受理期间，上述管理阶层仍保留在中国子公司的控制权，并有权限进入公司银行账户。

在2009年9月，公司终于停止市场股票交易，而在普华永道项目审查出具报告后，事情急转直下，报告中显示，公司有超过八千五百万新元的现金交易未经过董事会授权或批准[10]，包括其它可疑交易，有证据显示公司现金被不当挪用。

公司内斗

当普华永道前往中国执行审计工作时，受到与可疑交易相关的负责人特意刁难。例如由“特别”银行行员出面应付普华永道审计人员，迫使他们离开银行处所，并且不愿意或无法证实相关财务信息。在此情形下，普华永道不得不停止进一步的调查。

在新加坡，中华环保公司内部纷争也公开化，独立董事指控执行董事滥用权力，执行董事则表示董事会所任命的财务总监不当使用公司资金，支付普华永道及恩堂的顾问费用而非偿还流通在外的可转换公司债。而这次，独立董事要求执行董事立即请辞[11,12]。

采取行动

为了保护自身利益，在2009年11月，中华环保的小股东请求招开临时股东大会[13]。为了安抚股东，孙建荣告诉新加坡证券投资者协会 (Securities Investors Association of Singapore) 总裁兼首席执行官大卫・杰乐 (David Gerald)，中华环保在中国银行有四千万新元的储备现金，然而实际上该账户仅有三千一百万新元[14,15]。孙建荣仅向杰乐而不向社会大众完整批露信息的行为，导致中华环保被监管机构—新加坡交易所 (Singapore Exchange) 大加批评[16]。

公司独立董事在2009年12月决议寻求法律途径来解除执行董事们的职务，然后事实证明这是不必要的，因为在临时股东会招开前，执行董事们再度集体辞职。在2010年2月10日，公司委任岑仲坚 (Sam Chong Keen) 成为新任首席执行官[17]。

事件结局

在2010年5月11日，被委以重任重建公司的新任首席执行官岑仲坚在不到六个月的两年合约期即下台。而更多阻挠调查的事情也发生，当新的管理团队到中国取得授权书藉以查核银行账户以及找出遗失档案[18]时，却只拿到新开立银行账户的授权书，且该账户是由岑仲坚所控制[19]。

此外，许多知悉公司内部信息的员工相继辞职，而中国监管单位与孙建荣亦对公司提供极少的协助，尽管有证据显示公司资金在二个不同账户之间流用，福州调查局却主张孙建荣并无挪用公款罪证[20]。

最终公司认为普华永道无法实施对现金与项目审计调查，董事会决议将相关事证交由司法调查[21]。

问题与讨论

1. 请评论中华环保公司丑闻爆发前的董事会组成结构。当时有任何征兆能让投资者提高警觉的吗?
2. 根据此案，对在新加坡上市的中国公司，董事与审计人员会面临什么样的挑战?
3. 本案所发生的问题，独立董事应付多少责任?
4. 新加坡监管单位面对在新加坡上市的中国公司，会面对什么样的挑战?
5. 根据此案，公司治理法规准则应作何种改进?
6. 您认为在新加坡上市的中国公司，应用另一套不同的监管架构与公司治理法规来管理吗?

This is the abridged version of a case prepared by Chong Jie Ying, Goh Ai Ling, and Koh Kai Ling under the supervision of Professor Mak Yuen Teen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was prepared by Elaine Kok Shin Yean under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Wong, Carey. “Sino-Environment: Major Shareholder in Default”. 6 March 2009. OCBC Investment Research. 10 December 2011. <http://www.ocbcresearch.com / Article.aspx?type=research&id=20090 30611 0140_66443>

2 Wong, Carey. “Sino-Environment: Major Shareholder in Default”. 6 March 2009. OCBC Investment Research. 10 December 2011. <http://www.ocbcresearch.com/ Article.aspx?type=research&id=2009030611 0140_66443>

3 Gerald, David. “Sino-Environment Technology Group Limited”. 24 November 2009. SIAS. 10 December 2011. <http://www.sias.org.sg/index.php?option= com_conten t&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20% 3Apress- releases&Itemid=43&lang=en>

4 Goh, Eng Yeow. “S-Chip firms in big trouble”. 7 May 2009. AsiaOne Business. 10 December 2011. <http://www.asiaone.com/Business/News/ My%2BMoney/Story/ A1Story20090505-139444.html>

5 Gerald, David. “Sino-Environment Technology Group Ltd”. 24 November 2009. SIAS. 10 December 2011. <http://www.sias.org.sg/index.php?option =com_conten t&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20% 3A press- releases&Itemid=43&lang=en>

6 “Sino-Environment Tech requests for further deadline extension”. 30 June 2009. The Edge Singapore. 10 December 2011. <http://www. theedgesingapore.com/ component/content/5588.html?task=view>

7 Kwok, Jonathan. “Sino-Environment causes stir as directors resign”. 5 January 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <http://www.asiaone.com/Business/ News/My+Money/Story/A1Story20100 105-189804.html>

8 Gerald, David. “Sino-Environment Technology Group Ltd”. 24 November 2009. SIAS. 10 December 2011. <http://www.sias.org.sg/index.php?option=com_content &view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid =20%3Apress- releases&Itemid=43&lang=en>

9 Goh, Eng Yeow. “A Cautionary tale for S-chip investors”. 17 November 2009. Think Positive. 10 December 2011. <http://guanyu9.blogspot.com/2009/11/ cautionary-tale-for-s-chip-investors.html>

10 Kwok, Jonathan. “Sino-Environment causes stir as directors resign”. 5 January 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <http://www.asiaone.com/Business/ News/My+Money/Story/A1Story201001 05-189804.html>

11 Khoo, Lynette. ”Sino-Environment Execs hit back at IDs”. 19 November 2009. Think Positive. 10 December 2011. <http://guanyu9.blogspot. com/2009/11/ sino-environment-exec-directors-hit.html>

[12] Chew, Xiang. “Executive Directors hit back; war of words at Sino- Environment escalates”. 28 November 2009. Think Positive. 10 December 2011. <http://guanyu9.blogspot.com/2009/11/executive-directors-hit-back- war-of.html>

[13] Gerald, David. “Sino-Environment Technology Group Ltd”. 24 November 2009. SIAS. 10 December 2011. <http://www.sias.org.sg/index.php?option=com_content&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20%3Apress- releases&Itemid=43&lang=en>

[14] Khoo, Lynette. “Mystery bankers, dodgy deals, missing millions”. 7 December 2009. AsiaOne Business. 10 December 2011. <http://business. asiaone.com/ Business/News/Story/A1Story20091207-184400.html>

[15] Yahya, Yasmine. “PwC’s report on Sino-Environment highlights grave concerns”. 4 December 2009. Channel NewsAsia.10 December 2011. <http://www. channel newsasia.com/stories/singaporebusinessnews/ view/1022579/1/.html>

[16] Goh, Eng Yeow. “Protecting the integrity of SGXnet”. 9 December 2009. AsiaOne Business. 10 December 2011. <http://www.asiaone.com/Business/ News/My+Money/Story/A1Story200912 10-185067.html>

[17] “Sino-Environment Technology appoints Sam Chong Keen as CEO”. 11 February 2010. The Edge Singapore. 10 December 2011. <http://www. theedgesingapore.com/component/content/12552.html?task=view>

[18] Lee, Martin. “Sino-Environment Applies for Judicial Management”. 12 May 2010. Martin Lee@Sg. 10 December 2011. <http://www.martinlee.sg/sino- environment-applies-for-judicial-management/>

[19] Kwok, Jonathan. “Sino-Environment Files for Judicial Management”. 14 May 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <http://www.asiaone.com/Business/ News/Story/A1Story20100512-215793.html>

[20] Khoo, Lynette. “Sino-Environment plot thickens, unsettling questions raised”. 6 January 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <http://www.asiaone.com/Business/News/Story/A1Story20100105-189797.html>

[21] Kwok, Jonathan. “Sino-Environment Files for Judicial Review”. 14 May 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <http://www.asiaone.com/Business/ News/Story/A1Story20100512-215793.html>

SK集团：财阀大到不能关

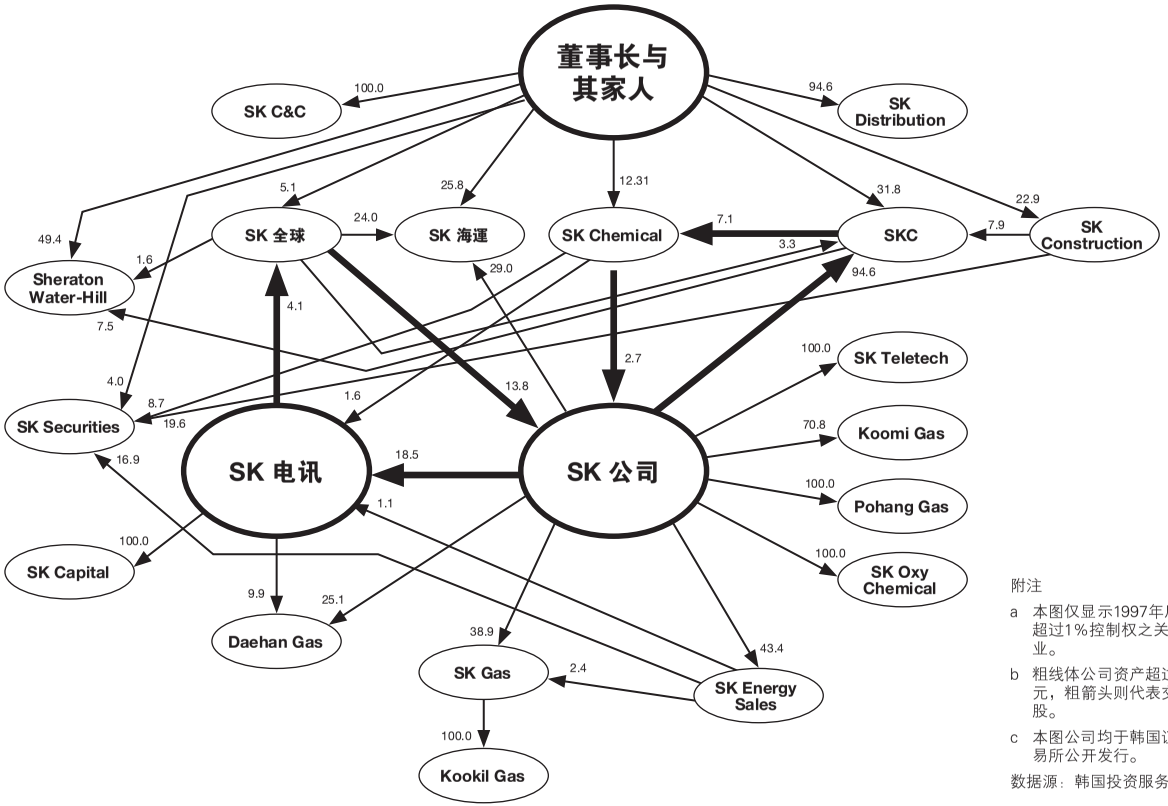
个案大纲

2013年1月31日，韩国SK集团董事长崔泰源 (Chey Tae-won) 被判处四年有期徒刑，罪名系挪用SK电讯 (SK Telecom) 及其它SK关系企业四百九十七亿韩元公款，用以弥补发生在2008年投资期货的损失[1]。该犯罪行为乃起因于2004年到2005年间，公司为了防止主权资产管理公司 (Sovereign Asset Management，以下简称SAM) 试图收购SK集团而改组该集团所造成。本个案主旨在讨论韩国家族集团公司治理问题、集团舞弊行为、防止舞弊采取之行动、独立董事扮演之角色、韩国政府及韩国财阀间的特殊关系、以及是否遵循公司治理准则会引领公司好的行为规范。

SK集团背景介绍

SK集团是目前韩国第三大集团，于1953年由崔钟坤 (Choi Jongkun) 创立，当时仅是一家小型规模的纺织公司，取名鲜京 (Sunkyung)，在1970年代公司转入石油业后，公司藉由直整合策略以控制生产制造与原料供应[2]，公司也因此迅速成长。在1990年代公司成长为韩国第五大财阀后，鲜京扩展其业务至电信业，并于1998年更名为SK，为集团内各公司建立一致性的企业识别品牌[3]。

截至2012年，SK集团全球拥有一百二十四个办事处与附属公司，超过三万个员工，其核心事业包括能源与化学、电讯、半导体、贸易与航运[4]。SK集团年收入超过一千亿美元，相当于韩国国内生产毛额 (Gross Domestic Product) 的8.7%，并在2012年全球财富 (Fortune) 前五百大公司的第六十五名。



附注

a 本图仅显示1997年后持有超过1%控制权之关联企业。

b 粗线体公司资产超过3兆韩元，粗箭头则代表交叉持股。

c 本图公司均于韩国证券交易所公开发行。

数据源：韩国投资服务

图一：SK集团结构

自1998年起，SK集团就由崔钟坤弟弟的儿子崔泰源董事长所领导，在2005年集团的改革前，集团的股权结构相当复杂，崔氏家族透过交叉持股与联锁交易，链接并控制为数众多的关系企业，集团复杂的所有权结构如图一所示。

这使得崔泰源与其家人在2007年重新改组之前，拥有整个财阀的控制权，尽管崔氏家族仅持有SK公司1%股权，实际上仍藉由SK控制集团内各公司[7]。

2003年会计弊案丑闻

2012年爆发之丑闻其实已并非是崔泰源第一次触法，在2003年2月23日，崔泰源即因与集团内SK全球 (SK Global) 一笔十二亿美元会计舞弊相关而被逮捕[8]，该项舞弊牵连包含崔泰源在内共十名的公司高层，涉及高估公司盈余与低估负债，隐瞒公司负债超过资产近三十六亿美元之事实[9]。

丑闻消息严重地打击SK集团，在2003年3月19日，SK集团股价跌至每股6,690韩元，十八年来的低点，当年月初时集团股价为每股12,950韩元。在2003年6月，崔泰源被最高法院判刑3年有期徒刑，缓刑五年，并在2008年受到当时的韩国总统李明博 (Lee Myung-Bak) 赦免[10]。

在丑闻高点SK集团股价被压抑期间，数个外国投资者对SK集团产生莫大兴趣，这些投资者利用当时公司价值被低估之潜在机会，增加对SK集团持股，藉以取得对集团内各公司之控制权。

控制权争夺战

2003年4月，主权资产管理公司在买进SK公司14.99%股份后，成为公司之最大外国股东。在崔泰源被判刑，主权资产管理公司多次试图取得SK公司经营权[11]。

在2004年股东年会招开前，SK公司董事会决议以取得股权作为代价，替旗下子公司SK全球解决价值八千五百亿韩元之债务[12]，主权资产管理公司对此决定提出质疑，然而董事会却宣称有鉴于两家公司关系往来密切，该项纾困计划是为了公司利益着想，该项计划与另一拯救集团内另一家被丑闻波及的关系企业SK海运 (SK Shipping) 之举动，导致SK公司2003年盈余滑落93%，并且被标准普尔 (Standard & Poor) 列为负面观察名单[13]。

2004年3月股东大会招开时，主权资产管理公司提案修改公司章程，包括允许累积投票制、设立薪酬委员会、要求每年举行董事选举，以及禁止如崔泰源曾被判决有罪者担任董事会成员。此外，主权资产管理公司另提名五位候选人取代于2004年任期将届满之董事[14]。尽管受到其他外资股东的大力支持，主权资产管理公司之提案未能获得股东大会的批准，且其提名的五位候选人中仅有一位受到大多数股东支持，获选为董事[15]。

2004年10月，主权资产管理公司要求SK公司招开股东临时会修改公司章程关于董事资格的限制，禁止刑事犯罪定案者担任董事，并要求SK公司允许主权资产管理公司推派人选进入董事会，上述要求被拒绝后，主权资产管理公司向法院递交诉状，然而法院却以“持续不稳定的管理阶层可能造成投资者离场，使其投资价值下降”为由，驳回该项申请[16]。

在2005年3月的股东年会上，主权资产管理公司与SK公司展开激烈的委托书争夺战，在3月9日，主权资产管理公司在首尔各大报纸刊登全版广告，呼吁韩国本地股东将崔泰源逐出公司并重新检视公司的公司治理，藉以提高股东价值[17]，然而受到高油价与中国进口成长强烈需求的带动下，SK公司盈余在2004年达到历史新高，取得了包括韩国投资信托管理 (Korea Investment and Trust Management)、朝兴银行 (Chohung bank)、三星电子 (Samsung Electronics) 与韩国工商会 (South Korea Chamber of Commerce and Industry) 等本地股东的支持，其中韩国工商会曾公开收购SK公司股票以防止主权资产管理公司恶意并购[18]。最终，主权资产管理公司未能在股东年会获得支持，用尽所有途径办法后，主权资产管理公司在2005年7月售出其持有之全数SK公司股票[19]。

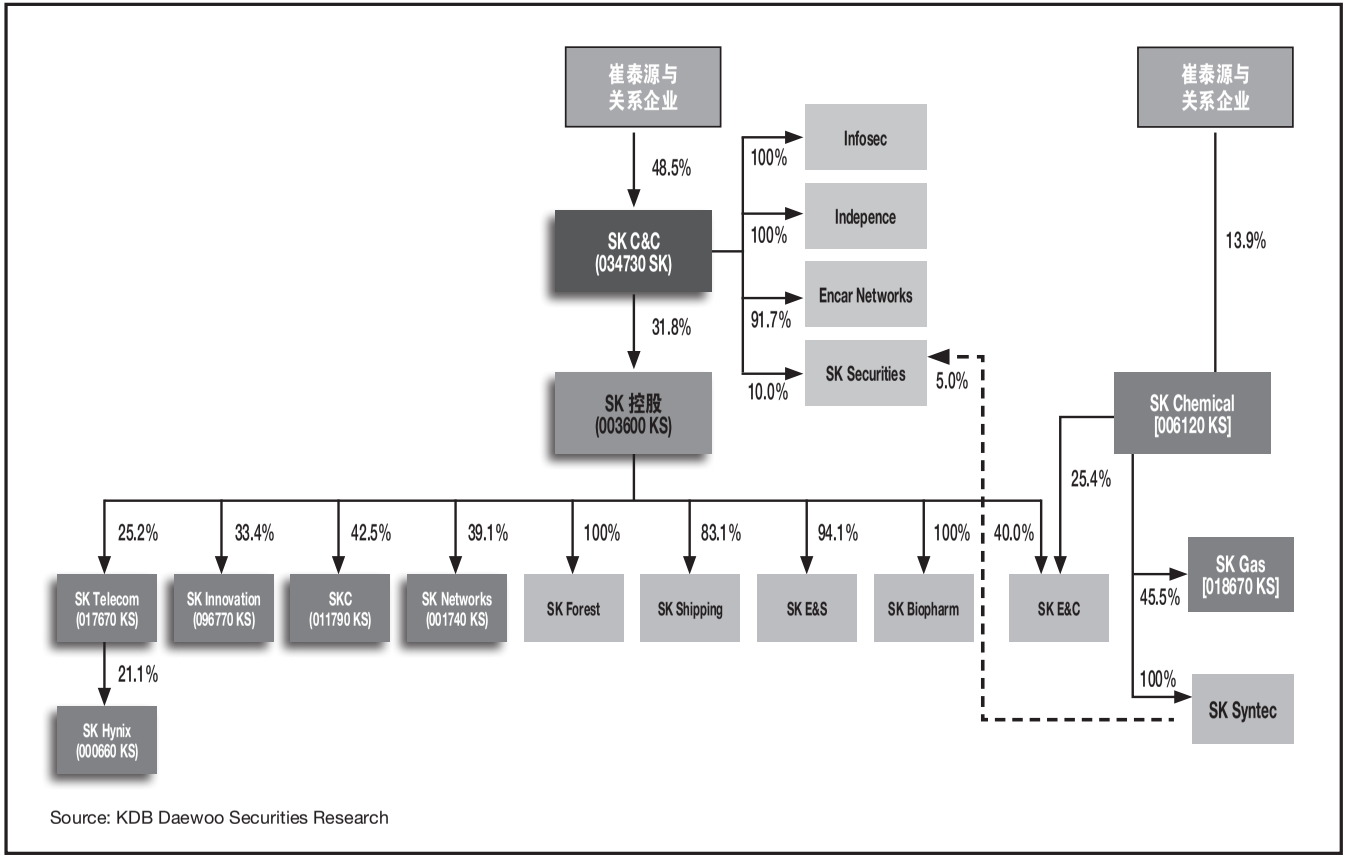
公司建立机制改善治理问题

在与主权资产管理公司争夺控制权中，SK公司最为人所诟病的是其不彰的公司治理，尤其系为了纾困进行舞弊之集团关系企业所作的决策，以及袒护和会计弊案相关的董事如崔泰源等。

在2005年股东年会后，SK公司宣布将改变股权结构，以改善财阀内之公司治理及提升透明度。

在新架构下（如图二所示），SK公司在2007年被分割为二家公司，分别是控股公司SK控股 (SK Holdings) 与营运公司SK能源化学 (SK Energy–Chemical)[20]。每持有100股SK公司的股东，在分割后将会持有29股SK控股股份与71股SK能源化学公司股份。二家公司将在韩国证券交易所 (Korean Stock Exchange) 独立交易，营运公司将负责SK集团内主要炼油、能源业务与管线。控股公司则拥有7大投资，其中包括韩国最大电信公司SK 电讯的22％股份[21]。

未来资产与证券公司 (Mirae Aseet) 的分析师金敬模 (Kim Kyung–Mo) 表示“透过消除交叉持股，SK集团提升公司治理结构透明度、增进管理的有效性，并减低集团内公司间之关联性，进而降低被连累之风险。这样的做法亦使管理阶层易于重整公司并拓展业务”[22]。在公司改革前，由于交叉持股的关系，公司被其他表现不佳之关联企业所绑定，集团内一家公司失败有可能对集团整体表现造成负面影响，分割成立控股公司后，降低了单一关系企业拖累集团整体表现之风险，使集团更容易于消除对集团整体具不良影响之关系企业。



Source: KDB Daewoo Securities Research

图二：重整后之SK集团结构

其他改善公司治理之作法

继股权结构发生改变后，SK集团改善公司治理的努力似乎获得回报，值得一提的是，被SK控股控制之子公司大部分都获得很好的公司治理评价，例如SK电讯2005年至2010年获得A+评等[23]，其余主要子公司如SK创新 (SK Innovation) 与SK网络 (SK Networks) 在类似的公司治理评鉴里，也获得A级评等[24]。

在董事会独立性部分，八名董事成员中有三名为独立外部董事，其主要职责为监督并确保董事会之决策系以公司最大利益考虑[25]。表一叙明三名独立董事之外部背景。

此外，为符合最佳实践的公司治理准则，SK控股旗下之审计委员会包含三名非执行外部董事，每年至少举行五次会议以审查内部会计管理报告，注册会计师对财务报表的查核报告与内部会计系统的评估。提名委员会则包含一名内部董事与两名外部董事，以对外部董事候选人提出建议[27]。表二叙明三个委员会之细节资料。

董事	背景
权五龙 (Kwon Oh–Ryong)	身兼SK控股公司之非执行独立董事与中央人事委员会 (Civil Service Commission) 董事长职务。拥有俄克拉荷马大学公众管理硕士学位。
南相德 (Nam San–duk)	自2010年3月12日开始担任SK控股公司之非执行独立董事，为中央大学 (Chung–Ang University) 教授。曾担任韩国银行内行稽核员。拥有中央大学经济学博士学位。
朴世勋 (Park Sae–hoon)	SK控股公司之非执行独立董事，身兼Widerthan公司顾问。拥有首尔大学国际贸易学位。

表一：SK控股公司之非执行独立董事

	提名委员会	透明管理委员会	审计委员会
主席	权五龙	南相德	朴世勋
委员会成员	一名内部董事 二名内部董事	三名内部董事： 权五龙 南相德 朴世勋	三名外部董事： 权五龙 南相德 朴世勋
职责	推荐外部董事人选。	检验与子公司间内部交易之透明度。提升公司道德管理。	查核公司财务与业绩。

表二：SK控股公司旗下委员会成员

似曾相似的个案

在2011年，新闻报导一起崔泰源卷入另一起与其胞弟暨副董事长崔载源 (Chey Jae–Won) 和贝内创投公司 (Venture Capital Benex) 首席执行官金正相 (Kim Jung Hong) 相关的弊案。该年12月24日，崔载源被首尔中央区检察官以其于2008年挪用SK电讯与其他关系企业四百九十七亿韩元以弥补其在2008年期货投资损失之罪名逮捕[29]，在一周之内，崔泰源与金正相亦因涉嫌参与此案遭到逮捕。此外，检察官以背信罪名起诉崔泰源，因为崔泰源使贝内公司以市场价格八倍之金额，购买其以人头创立的IF Global公司之股票，造成贝内公司两百亿韩元之损失[30]。

在2013年1月31日，崔泰源因挪用公司资金被判处四年有期徒刑，然而其弟崔载源则无罪释放[31]。在判决确定后，崔泰源于2012年卸下财阀董事长的职务，但仍保留SK控股、炼油商SK创新与芯片制造商SK海力士等公司董事长兼首席执行官职务。在2013年3月22日，崔泰源在监狱服刑之期间，再度被选任为SK控股之董事[32]。

韩国财阀的争议

首尔中央地方检察厅发言人表示，2011年SK集团之丑闻系“富豪道德风险与滥用权力的经典案例，SK集团的家族拥有者罔顾集团公司整体的利益，并为了私人的投资利益，利用他们的职位获得资金”[33]。SK集团再度爆发会计丑闻，使得大众对是否应制订更严格的措施降低财阀的势力、改善公司治理，以及惩处经有罪判定之领导者的议题引发热议[34]。

在过去，政府曾试图改善财阀的公司治理，特别是着重于将财阀复杂的交叉持股结构转型为控股结构，这控股结构的改变，意图减少风险暴露、提高透明度，并鼓励财阀有效配置公司资源。然而，引领财阀改革的韩国大学经济学家张和宋教授表示，“讽刺的是，事实上这反而可能提升家族对集团的控制力”，而且“大股东现在有政府法规做后盾增强对公司的控制力”[35]。韩国国会在2007年通过法案，把控股公司控制关系企业的股权标准从30%降到20%，此修法导致财阀保留对关系企业之控制力。韩国前总统李明博过去的措施，包含降低公司所得税税率，并松绑集团交易之限制，都导致韩国集团企业的成长[36]。

此外，韩国法院在2004年以经济发展为理由，拒绝主权资产管理公司所提出解任有刑事案底董事的请求，对股东释出的讯息是法院似乎有默认立场保护财阀，而不是依据请求的正当性做判决。此外，韩国政府对财阀领导人在刑事定罪上宽容的态度引发议论，韩国政府对于确保财阀领导班子的稳定以利经济发展较感兴趣，而非维护公司治理质量。这可能是由于韩国前十大财阀对国内生产毛额有将近8成之贡献所造成[37]。

展望未来

在2013年，新任韩国总统朴槿惠 (Park Geun-hye) 宣布，新政府将实行“经济民主化”计划，内容包括 (1) 严厉打击的不公平商业手段及行为并且降低财阀在工业及其它产业优势地位、(2) 创造公平商业环境，与 (3) 使财阀为其不法行为负责[38]。然而，新政府是否真能解决和财阀相关问题，仍有待观察。

问题与讨论

1. 从公司交叉持股的控制结构转换成控股公司结构，是否有助于改善公司治理？评估SK在2005年所做改革的有效性。

2. 为何公司股东拒绝主权资产管理公司的提议，即使其提案会使他们受惠？

3. 若主权资产管理公司的收购发生在英国，结果是否会不同？

4. 请问遵守公司治理准则以及获得良好的公司治理评鉴，是否一定代表该公司的公司治理良好？

5. 请问韩国政府如何影响韩国财阀之公司治理？

6. 若您是一位公司治理专家，韩国新政府向您咨询建议以改善如SK集团的韩国财阀之公司治理问题，请问您会做出什么建议？

This is the abridged version of a case prepared by Guo Cong, Maria Lim Peiyu, Miao Guannan and See Kai under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Geraldine Tan Juan Juan under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Lee, J., & Kim, D. (2013, January 31). SK Holdings chief jailed as South Koreans get tough on chaebols. Reuters. Retrieved from http://uk.reuters.com/article/2013/01/31/uk-sk-chey-idUKBRE90U06X20130131

2 SK Holdings. (2013). History. Retrieved from http://www.sk.com/About/history/6

3 Song, W. G. (2004, August 10). On the Insider Trades of the SK Chaebol. Paper presented at The 2004 Annual KDI-KAEA Conference on Current Economic Issues of Korea, South Korea. Retrieved from http://www.kdi.re.kr/data/download/attach/7850_8.pdf

4 SK Holdings. (2013). Affiliates. Retrieved from http://www.sk.com/About/affiliates

5 Time Inc. (2012) Fortune 500. Retrieved from http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune500/2012/full_list/

6 Chang, S.J. (2003). Financial Crisis and Transformation of Korean Business Groups – The Rise and Fall of Chaebols. United Kingdom: Cambridge University Press.

7 Kirk, D. (2003, June 14). South Korean Executive given 3 years prison term. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2003/06/14/business/international-business-south-korean-executive-given-3-year-prison-term.html

8 Lee, J., & Kim, D. (2013, January 31). SK Holdings chief jailed as South Koreans get tough on chaebols. Reuters. Retrieved from http://uk.reuters.com/article/2013/01/31/uk-sk-chey-idUKBRE90U06X20130131

9 Institutional Investor (2003, July 1). Déjà vu in South Korea. Institutional Investor. Retrieved from http://www.institutionalinvestor.com/Article/1026849/Dj-vu-in-South-Korea.html

10 Kroll, L. (2013, January 31). Convicted South Korean Billionaire May be Headed to Jail, Again. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/luisakroll/2013/01/31/convicted-south-korean-billionaire-may-be-headed-to-jail-again/

11 MilHaupt, C. J., Kanda, H., Kim, K.S. (2008). Transforming Corporate Governance in East Asia. United Kingdom: Routledge.

12 Kim, H.C. (2003, June 16). SK Group Faces Major Governance Reform. Korea Herald. Retrieved from http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/un/unpan014275.htm

13 ICIS News. (2003, December 23). S&P puts SK Corp on watch, criticises SK Shipping bailout. ICIS.com. Retrieved from http://www.icis.com/Articles/2003/12/23/546240/sp-puts-sk-corp-on-watch-criticises-sk-shipping-bailout.html

[29] Park, S.W, & Kang, S.H. (2011, December 29). SK Holdings' Vice Chairman Chey is Arrested on Suspicions of Embezzlement. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/20 11-12-29/sk-holdings-s-vice-chairman-chey-is-arrested-on-suspicion-of-embezzlement.html

[30] Kim, T. G. (2011, December 24). SK Group vice chairman charged with embezzlement. thehankyoreh. Retrieved from http://www.hani.co.kr/arti/english_edition/ebusiness/511692.html

[31] BBC News. (2013, February 1). SK Group Chairman jailed for embezzling company's funds. BBC News. Retrieved from http://www.bbc.co.uk/news/business-21288947

[32] Lee, J. (2013, March 22). Jailed SK holdings chairman retains top board position. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2013/03/22/sk-chey-idUSL3N0CEFMS20130322

[33] Sung, J.A, & Oliver, C. (2012, January 5). SK Group chairman to stand trial. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1d31f986-378a-11e1-a5e0-00144feabdc0.html#axzz33pPTIouy

[34] Lee J. H. (2012, December 11). Korean presidential candidates clash over chaebol reform. The Korea Herald. Retrieved from http://my.news.yahoo.com/korean-presidential-rivals-clash-over-chaebol-reform-040002140.html

[35] Kim, T.H. (2011). UN Global Compact Includes Who's Who in Forward-Looking Domestic Corporations. Korea Times. Retrieved from http://www.koreatimes.co.kr/www/common/printpreview.asp?categoryCode=123&newsIdx=28043

[36] Yoon, Frances. (2013, March 18). Can Park Geun-hye peel back the chaebols' power?. Global Capital. Retrieved from http://www.asiamoney.com/Article/3171738/Can-Park-Geun-hye-peel-back-the-chaebols-power.html?ArticleId=3171738

[37] Kwon Eun-Jung. (2012, August 28). Top ten chaebol now almost 80% of Korean economy. the hankyoreh. Retrieved from http://www.hani.co.kr/arti/english_edition/e_business/549028.html

[38] Yoon, Frances. (2013, March 18). Can Park Geun-hye peel back the chaebols' power?. Global Capital. Retrieved from http://www.asiamoney.com/Article/3171738/Can-Park-Geun-hye-peel-back-the-chaebols-power.html?ArticleId'=3171738

新鸿基“世纪贿赂案”：兄弟同心

个案大纲

在2011年3月初，新鸿基房地产发展有限公司 (Sun Hung Kai Properties，以下简称新鸿基) 荣获《Asiamoney》评选为香港「最佳企业治理公司」[1]。几个礼拜后，香港廉政公署 (Independent Commission Against Corruption，简称ICBC) 对新鸿基展开一桩贿赂案的调查。不久后，新鸿基的郭炳联 (Raymond Kwok) 和郭炳江 (Thomas Kwok) 兄弟被拘留的新闻就占据香港各大报的头版。这则新闻造成新鸿基股价跌到十四年来的最低点，损失价值高达四十九亿美元[2]。

本个案主旨在讨论家族企业内的公司治理问题、董事会组成和董事独立性、贿赂贪污等问题。

香港的公司治理背景

2011年，香港在世界经济论坛 (World Economic Forum，WEF) 发布的2011年金融市场发展指数排名报告中跃居首位，甚至超越美国和英国。香港国际金融中心的地位归因于堪称楷模的公司治理环境[3]。香港政府一直以来都非常注重公司治理，因为他们认为公司治理是提升香港企业竞争力以及吸引外资进入香港的根本。

香港的各个机构和监督团体都不断地强调上市公司的透明度及责任，香港的公司治理在2012年被亚洲公司治理协会 (Asian Corporate Governance Association) 评比为亚洲十一个国家中的第二名，紧追在第一名新加坡之后[4]。香港也被认为是世界上最清廉的国家之一。国际透明组织 (Transparency International) 公布的报告中，香港的清廉指数在一百八十二个国家中排名第十二[5]。香港能获得如此优异的成绩，其中一个原因就是独立于政府组织之外的香港廉政公署。然而，香港政府和企业界互动紧密是普遍的现象。事实上，香港政府最大的收入来源就是把土地卖给地产发展商[6]。

新鸿基地产的历史

新鸿基地产由郭得胜 (Kwok Tak Seng)、冯景禧 (Fung King–Hei)、李兆基等 (Lee Shau Kee) 三人于1963年成立。新鸿基的主要业务是地产发展、投资，除此之外也经营旅馆、物业管理、建筑业和保险业。并投资其他行业如信息技术、电讯、交通及基础设施等。新鸿基在1972年在香港证券交易所上市[7]。

这些年来，新鸿基成为世界上第二大的地产公司，市值达三百二十亿美元。新鸿基和它的竞争对手，长江实业 (Cheung Kong Holdings)，主宰了香港的住宅大楼和商用办公室大楼产业。在2011年，新鸿基录得的总收入为六百二十五亿五千三百万港元 (约为八十亿三千八百万美元)，和2010年比较成长了88.4%[8]。

获奖荣耀

《Asiamoney》在2011年做的调查中显示，新鸿基在香港公司治理的评比中名列前茅。为了获得此项荣耀，新鸿基也一直塑造公司致力于高标准公司治理的优良形象。除此之外，新鸿基这几年也陆续从《金融亚洲》和《Corporate Governance Asia》取得多个的公司治理奖项[9]。

公司所有权结构

郭氏家族是亚洲最有权力的家族之一。根据《富比士》(Forbes) 杂志报导，郭氏家族估计拥有一百八十三亿美元的资产，在亚洲仅次于亚洲首富李嘉诚 (Li Ka-Shing)，长江集团的创办人。郭氏兄弟和他的家族所拥有的资产在全球排名第二十七。郭氏三兄郭炳湘 (Walter Kwok)、弟郭炳联、郭炳江和他们的母亲邝肖卿 (Kwong Siu-hing) 在2011年时担任新鸿基董事[10]。

邝肖卿在2011年时持股42.17%，是公司最大的股东。邝肖卿透过信托基金持有新鸿基已故创办人郭得胜的股份[11]，郭得胜在1963年创办新鸿基。郭氏三兄弟在家族掌控的信托基金中也有视同权益，也就是说郭氏家族间持股有重叠。

董事局

在2011年6月30日时，董事局是由十八名董事组成（代理董事除外），十八名董事中，七名是执行董事，七名是非执行董事，四名独立非执行董事[12]。董事会有四个委员会：执行委员会、审计委员会、薪酬委员会与提名委员会。非执行董事里有新鸿基前管理高层，例如郭炳湘、黄奕鉴 (Michael Wong)。虽然在2011年有十八名董事，但董事局主席邝肖卿还是利用她所持有的股份和她在家族中的地位，掌控许多公司的决策。

董事局的多样性

董事局另外一个特色就是除了主席之外没有女性成员。除此之外，大部分的董事都有类似的背景，不是在金融业就是地产业。例如董事会成员中的胡宝星(Woo Po-shing) 同时也是恒基兆业地产 (Henderson Development Limited) 的董事[13]。恒基兆业地产也是香港房地产开发商的领导者之一。叶迪奇 (Yip Dicky Peter) 和梁桦泾 (Donald Leung) 两位董事则是来自金融业。

独立董事

新鸿基的一名非执行独立董事冯国纶 (William Fung) 同时身兼汇丰银行 (HSBC bank) 的非执行董事。根据持股披露，汇丰信托是新鸿基的第二大股东，持股超过42.09%。新鸿基认为冯国纶仍被视为具独立性，因为根据年报，他没有操控汇丰信托管理人决定的能力[14]。

除此之外，新鸿基的其他非执行独立董事们也同时也兼任好几个董事会。根据2011年的年报，王于渐 (Richard Wong) 总共任职于七家公司的董事会；另一位独立董事李家祥 (Li Ka-cheung) 也在七家不同公司担任董事，冯国纶则是八家公司董事。

家族纠纷

2008年，郭氏家族掀起一场豪门恩怨。郭炳湘的“红颜知己”唐锦馨 (Ida Tong) 的亲密关系使得郭氏兄弟的兄弟情开始动摇。弟弟们认为唐锦馨影响公司决策，对公司有负面的影响。不久后，从1990年开始担任主席的郭炳湘被拔除主席头衔，并由母亲邝肖卿从2008年5月到2011年12月接任主席。郭炳江和郭炳联指称他们的兄长有躁郁症，无法再胜任他的工作。郭炳湘提出上诉，并在法庭上反驳弟弟们的说法。邝肖卿在2010年以一家之主身份，把郭炳湘从家族信托中除名，以削弱他的势力[15]。2011年12月，郭炳江和郭炳联被指定为新鸿基的联合主席[16]。

郭氏家族的纠纷自此之后并没有平息。从新鸿基2011年的年度报告可以清楚看到家族纠纷的痕迹：郭炳湘被拔除董事局主席和首席执行官的职务[17]。郭炳湘指称自己最近被告知自己在公司的股份，但这数据数据与他的认知有很大的歧异，郭炳湘认为他在公司的持股是有争议的[18]。郭炳湘在2010年和2011年都没有参加董事局会议，也没有参与任何委员会的会议，显示他对公司事务已经不太感兴趣。

许仕仁：国王策士

许仕仁 (Rafael Hui Si-yan)，在政府内部公认为“桥王”(King Strategist)，从小就跟郭炳江和郭炳联两兄弟因为家族关系认识，进而成为好友。根据熟悉郭氏家族的人士，许仕仁也深受邝老太太的信任。2005年许仕仁出任香港政务司司长 (Chief Secretary for Administration)，香港政府第二把手的政务官。许仕仁拒绝搬入位于维多利亚港的司长官邸，他决定要待在位于礼顿山五千平方英尺由新鸿基所建的豪宅。许仕仁每个月都要支付十六万港元（约两万零六百美元）的租金[19]。他的决定引起大众的批评，认为他和郭氏家族过从甚密，有利益冲突的疑虑。身为政务司司长，许仕仁和新鸿基的互动被大众放大检视，特别是许仕仁接下监督新鸿基有参与竞标价值数十亿的西九龙文娱艺术区的职务之后。在那几年，许仕仁不断地提供新鸿基政治上或是商业上的建议。这些建议对身为地产开发商的新鸿基来说是非常有价值的，因为香港的土地供给是由政府管制[20]。

事件爆发

2012年3月19日，六十六岁、任期最久之一的新鸿基执行董事陈巨源 (Thomas Chan Kui Yuen) 因为涉嫌贿赂被廉政公署拘捕[21]。这个负面新闻只让新鸿基的股价小幅度地下跌2.4%。许多分析师认为因为陈巨源已届退休年龄、拘捕对公司长期的营运并不会造成太大的影响，所以市场的反应不大[22]。渣打银行 (Standard Chartered) 分析师John Chan在一篇报告中指出，投资者只有在贿赂案的影响层面扩及公司其他管理高层时才会在意[23]。

在2012年3月29日，新鸿基的联合主席郭炳联、郭炳江因为一起涉及许仕仁的贿赂案被拘捕。新鸿基股票在礼拜四股市开市后，很快地就被暂停交易。隔天当股票恢复交易后，股票大跌了15%。股价下跌和不寻常大量的股票抛售是因为包含花旗 (Citibank) 和巴克莱 (Barclays) 银行在内的至少四家银行和券商调低新鸿基的评等。除此之外，标准普尔 (Standard & Poor's) 也将新鸿基的A+信用评级从加入负面观察名单。至2012年3月30日止，新鸿基的市值蒸发了49亿元美元[24]。

约一个月后，2012年5月4日，新鸿基前主席、现任非执行董事郭炳湘也因为涉嫌违反《反贪污条例》被拘捕[25]。同一天，新鸿基和子公司新意网 (SUNeVision Holdings Ltd.) 的股票都被停止交易。5月4日为止，新鸿基的股价跌了17%，恒生指数同期间的跌幅为2.1%。从2012年3月29日郭炳联、郭炳江被拘捕到2012年5月28日，新鸿基的市值缩水了五分之一[26]。

虽然廉政公署已经对新鸿基管理高层采取法律行动，但并没有对新鸿基采取任何直接的法律行动。在董事局和管理层方面，两位独立非执行董事加入新鸿基董事局加强董事局功能。另外有两位副执行董事被指派为替代董事，负责在郭炳联、郭炳江两位联合主席缺席董事局会议时，代理他们的职务。消息一出，新鸿基的股价和交易量都回升，显示投资人认为这是个利多的消息。但是巴克莱银行、美林银行、CreditSights 仍然对新鸿基的未来持保留态度，认为新鸿基的公司治理问题和接班人计划还不明确[27]。

2012年7月13日，新鸿基因即将披露与股价相关信息而要求暂停股票交易，同一天，郭炳江、郭炳联和许仕仁因为违反《防止贿赂条例》和公职人员行为失当罪行，被香港廉政公署正式起诉[28]。新鸿基股票在7月16日恢复交易。

罪行

郭氏兄弟和许仕仁的罪行包含包括提供错误信息、公职人员行为失当、串谋公职人员行为失当，以及向公职人员提供利益。许仕仁被指控收受新鸿基提供的总值三千四百万港元的现金和无担保贷款以及从2000年6月到2009年1月免费使用两幢位于跑马地 (Happy Valley) 的豪宅。根据香港廉政公署的资料，许仕仁犯行如下：

- 许仕仁收受新鸿基提供的两幢免租金的公寓和三件总价值五百四十万港元的无担保贷款，而且没有向香港政府和积金会 (Mandatory Provident Fund Authority) 披露或申报。
- 许仕仁在担任政务司司长任内，接受郭炳江五百万港元，藉公职做出不当行为。
- 许仕仁在担任政务司司长任内接受新鸿基集团四百一十二万五千港元，藉公职作出不当行为。
- 许仕仁及郭炳联使用误导、虚假的发票，谎称四百一十二万五千港元是用作支付顾问费。
- 许仕仁在任司长间，获得三百万港元无抵押贷款及多次获得延期还款，藉公职作出不当行为。
- 身为政务司司长的许仕仁，收受郭炳江、陈巨源、关雄生 (Francis Kwan) 提供的八百三十五万港元。
- 许在任行政会议非官守成员其间，隐瞒从陈巨源、关雄生所得的一千一百一十八万两千港元[29]。

2014年5月，郭氏兄弟和许仕仁对于被指控提供虚假数据、串谋藉公职作出不当行为等罪行不认罪[30]。但陆陆续续有更多的控罪加诸在他们身上，例如郭炳联多了与许仕仁串谋藉公职作出不当行为。审判预估会持续到2014的9月或10月，新鸿基发布了声明稿，声称该诉讼并没有也不会影响公司营运[32]。

大众的看法

新鸿基的案例被认为是香港贪污案里涉案人员层级最高的。这个事件吸引了非常多人的关注，除了郭氏家族在香港是最有名、最具影响力也是最有钱的家族之一，更重要的原因是这个贿赂案碰巧和香港特首梁振英 (Leung Chung-ying) 的选举时间点相近。此外，这是香港有史以来第一位如此高阶官员涉贪被捕，再加上和郭氏家族有关，所以动摇了许多香港的大众对于政商关系的看法[33]。前香港官员王永平 (Joseph Wong) 提到“这有损香港一直以来清廉的声誉”[34]。这件事只会引起更多人对香港公司治理的不信任和政府高级政务人员道德操守的质疑。

郭家接班人也同样引起大众的关心。郭家第三代二十九岁的郭基辉 (Adam Kwok) 和三十一岁的郭颢澧 (Edward Kwok) 获得任命，分别替代其父郭炳江和郭炳联担任董事。彼得・卓百德 (Peter Churchouse)，香港地产投资公司波特伍资本 (Portwood Capital) 的董事总经理，认为这个任命会引起投资者的质疑：年轻的郭家第三代是否真的准备好掌管这市值三百二十亿美元的公司[35]。

中国经济发展趋缓、全球经济前景不明朗等因素已经开始影响香港的房地产业。再加上贿赂案和家族纠纷，新鸿基的管理阶层要如何带领新鸿基走出公司治理危机，势必困难度增高。

问题与讨论

1. 2011年，新鸿基的董事会结构有什么问题？
2. 根据新鸿基的案例，家族企业会面临什么样的公司治理问题？
3. 请提出改善新鸿基公司治理的方法。
4. 新加坡和香港的公司治理条例主要的相同点和不同点是什么？这个贿赂案有可能在您的国家发生吗？
5. 香港预防贪污的机制是什么？您的国家有类似的机制吗？

This is the abridged version of a case prepared by Liow Wei Quan, Tracey Ng Meiyue, Ong Wei Xiang, Stephanie Bay Tan Hui Huang and Glen Tan Wei Jie under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Geraldine Tan Juan Juan under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012, March 8). SHKP Best for Corporate Governance in Hong Kong again. [Press release]. Retrieved from http://www.shkp.com/en-US/Pages/press-release-detail/1828

2 Flanagan, E. (2012, March 30). Hong Kong property developer's market value drops $4.9 billion in one day. NBCNews.com. Retrieved from http://behindthewall.nbcnews.com/_news/2012/03/30/10944581-hong-kong-property-developers-market-value-drops-49-billion-in-one-day?lite

3 World Economic Forum. (2011, December 13). Hong Kong Tops Financial Development Index for the First Time. [Press release]. Retrieved from http://www.weforum.org/news/hong-kong-tops-nancial-development-index-rst-time

4 Asian Corporate Governance Association. (2012, September 10). CG Watch 2012: Market Rankings. Retrieved from http://www.acga-asia.org/public/les/CG_Watch_2012_ACGA_Market_Rankings.pdf

5 Ko, V. (2012, April 3). Hong Kong Fights for Graft-Free Reputation in Wake of Recent Arrests. TIME. Retrieved from http://www.time.com/time/world/article/0,8599,2110915,00.html#ixzz2OYwdeu3o

6 Legislative Council Secretariat Research Of ce. (2013, August 7). Fact sheet - Major sources of Government revenue. Retrieved from http://www.legco.gov.hk/yr12-13/english/sec/library/1213fs19_20130807-e.pdf

7 Sun Hung Kai Properties Limited. (2013). History and Milestones. Retrieved from http://www.shkp.com/en-US/Pages/about-shkp-milestones#decade_tab=/en-US/Pages/milestones-1972-1980/

8 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012). Annual Report 2011/2012. Retrieved from http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2011

9 Sun Hung Kai Properties. About SHKP: Awards and Recognition. Retrieved from http://www.shkp.com/en-US/Pages/awards-and-recognition/2011

10 Sun Hung Kai Properties Limited. (2011). Directors' Biographical Information (pp117). Retrieved from Annual Report 2010/2011 at http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2010

11 Sun Hung Kai Properties Limited. (2011). Directors' and Chief Executives' Interests (pp100). Retrieved from Annual Report 2010/2011 at http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2010

12 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012). Corporate Governance Report (pp 82). Retrieved from Annual Report 2011/2012 at http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2011

13 Henderson Land Development Company Limited. (2012). About the Group: Corporate Pro le. Retrieved from http://www.hld.com/en/about/prole.shtml

14 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012). Corporate Governance Report (pp 105). Retrieved from Annual Report 2011/2012 at http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2011

15 Wong, K. (2013, December 6). Sun Hung Kai Matriarch Gives Stakes to Sons Thomas, Raymond. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-12-05/sun-hung-kai-s-matriarch-kwong-transfers-shares-to-two-sons.html

16 Ong, H. H. (2014, May 8). 5 things about Sun Hung Kai's Kwok brothers and Hong Kong's biggest corruption trial. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/news/asia/east-asia/story/5-things-about-sun-hung-kais-kwok-brothers-and-hong-kongs-biggest-corrupti#sthash.Mdlp4oNq.dpuf

17 Sun Hung Kai Properties Limited. (2008, May 27). Disclosure to Hong Kong Exchange on Changes to the Board. [Press release]. Retrieved from http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2008/0527/LTN20080527057.pdf

18 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012). Directors' Report (pp 101). Retrieved from Annual Report 2011/2012 at http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2011

19 Lague, D. (2012, April 24). Exclusive: Hong Kong probes $2.5 million payment in Kwok case: source. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2012/04/24/us-hongkong-kwoks-probe-idUSBRE83N0IZ20120424

20 Ibid

21 Chan, K. (2012, March 30). ICAC busts former CS, Kwok brothers. China Daily. Retrieved from http://www.chinadailyapac.com/article/icac-busts-former-cs-kwok-brothers

22 Wong, K. (2012, March 30). Sun Hung Kai Loses $4.9 Billion as Kwoks Arrested. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2012-03-29/sun-hung-kai-says-co-chairmen-arrested-for-corruption-probe.html

23 Mao, D., & Mock, W. (2012, March 20). Sun Hung Kai Executive Director Arrested in Bribery Probe. Bloomberg. Retrieved from http://www.businessweek.com/news/2012-03-19/sun-hung-kai-executive-director-arrested-in-bribery-probe

24 Flanagan, E. (2012, March 30). Hong Kong property developer's market value drops $4.9 billion in one day. NBCNews.com. Retrieved from http://behindthewall.nbcnews.com/_news/2012/03/30/10944581-hong-kong-property-developers-market-value-drops-49-billion-in-one-day?lite

[25] Sun Hung Kai Properties Limited. (2012, May 4). Announcement. [Press release] Retrieved from http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2012/0504/LTN20120504227.pdf

[26] Wong, K. (2012, May 4). Sun Hung Kai Says Ex-Chairman Arrested in Widening Probe. Bloomberg. Retrieved from http://www.businessweek.com/news/2012-05-04/sun-hung-kai-says-former-chairman-arrested-in-widening-probe

[27] Steger, I. (2012, July 15). Sun Hung Kai Co-Chairmen Charged: Analysts React. The Wall Street Journal. Retrieved from http://blogs.wsj.com/deals/2012/07/15/sun-hung-kai-co-chairmen-charged-analysts-react/

[28] Duperouzel, A. (2012, July 13). ICAC charges former Chief Secretary Rafael Hui and the Kwok Brothers. ComplianceAsia. Retrieved from http://www.compliance.asia/journal/2012/7/13/icac-charges-former-chief-secretary-rafael-hui-and-the-kwok.html

[29] Bacani, C. (2012, July 16). Sun Hung Kai Scandal: Testing the Mettle of the CFO. CFO Innovation Asia. Retrieved from http://www.cfoinnovation.com/node/5194?page=0%2C2

[30] Yun, M. (2014, June 5). Ex-Hong Kong Of cial 'in Pay' of Sun Hung Kai, Jury Told. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2014-06-05/ex-hong-kong-ofcial-took-secret-payments-jury-told.html

[31] Lee, S., & Yun, M. (2014, February 13). Sun Hung Kai's Kwoks Face New Bribery Charge Before Trial. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2014-02-13/sun-hung-kai-s-kwoks-face-new-bribery-charge-before-trial.html

[32] Ibid

[33] Wassener, B. (2012, July 13). Hong Kong Billionaires Charged With Bribery. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2012/07/14/business/global/hong-kong-billionaires-are-charged-with-bribery.html?_r=1&

[34] McMillan, A. F., & Pomfret, J. (2012, March 30). Sun Hung Kai dives as billionaire Kwok brothers arrested. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2012/03/30/us-sunhungkai-idUSBRE82T04V20120330

[35] Harjani, A. (2012, July 16). Investors Weigh Extent of Sun Hung Kai Scandal Fallout. CNBC. Retrieved from http://www.cnbc.com/id/48192023/Investors_Weigh_Extent_ of_Sun_Hung_Kai_Scandal_Fallout

布米：家族相争

个案大纲

布米公开募股股份有限公司（Bumi PLC，以下简称布米）系由印度尼西亚巴克里（Bakrie）家族与英国金融家内森尼尔·罗斯柴尔德（Nathaniel Rothschild以下简称内森尼尔） 共同创办之煤炭矿业上市公司。在2012年，二者爆发内部冲突，据报导，内森尼尔曾写信致巴克里家族，要求彻底处理公司之治理问题。同一年度，公司一笔二亿美元的资金被发现下落不明[1]。本个案主旨在探讨合资公司、反向收购 (reverse takeover)、跨国上市、具控制力股东的公司、文化差异，与政府监管等相关的公司治理议题。

反思的时刻

“我是第一个承认我们犯下重大错误的人。”

—内森尼尔·罗斯柴尔德，2013年3月

内森尼尔在阿尔卑斯山上的滑雪小屋受访时坦率地表示，他反省和前任合伙人巴克里家族恶化的关系。就在两周前，内森尼尔试图将布米董事会控制权从巴克里家族手中夺回，然而这夺权行动在股东会中失败。这间他与巴克里家族共同创立的公司，在商品价格下跌、不当的财务行为、以及董事会的斗争浮上台面后，已经摇摇欲坠。

然而，这位有影响力的银行家还未承认失败，内森尼尔对巴克里家族的讨伐行动仍持续进行。在滑雪场上，他仍保持乐观并表示“我的人生其实十分幸运，这次是我运气不好”[2]。

内森尼尔·罗斯柴尔德的家族

内森尼尔来自欧洲最成功又隐秘的银行家族，身为一位风光的银行家，他过着备受争议的奢华富有生活。

有人曾质疑内森尼尔是否担当得起家族名声，他努力证明了自身能力，最终靠自己的力量在基金管理领域闯出一番事业。内森尼尔在瑞德集团 (Lazard) 和格利彻尔 (Gleacher) 公司历练过后，在2005年他成为了提卡斯 (Atticus) 的权益合伙人。在他的带领下，提卡斯在2007年涨到市值两百亿美元的高峰，之后却在2009年因全球金融危机而解散[3]。

不安于现状的内森尼尔，在2010年7月展开他的大胆冒险，他在伦敦证券交易所 (London Stock Exchange) 筹资七亿七百万英镑开办空壳公司瓦拉 (Vallar)[4]，并承诺股东他将公司资金投资在新兴市场自然资源资产[5]。

西方风格的公司治理、利润丰厚的矿产资源、再加上全球最大的成长引擎吸引了投资大众。由于公司拥有良好的董事会并聘请声誉卓著的经理人，并严格遵守公司治理规范[7]，让投资于新兴市场的风险大幅降低。投资者对此反映良好，在超额认购的情况下，内森尼尔成立的公司以每股10英镑的价格公开募股，而内森尼尔本人则投入一亿英镑认购公司股份[8]。

布米公司设立

“若你认识他们，或与他们合作过生意的人交谈，就我的经验而言，大家对巴克里家族的人评价都很好。”

—内森尼尔·罗斯柴尔德，2010年10月

瓦拉公司是由朱利安·霍恩·史密斯 (Julian Horn–Smith，以下简称霍恩史密斯) 爵士担任董事长，内森尼尔则担任公司董事。他们寻找投资目标的过程并没有花太久的时间。在2010年10月，投资银行家伊恩·汉南 (Ian Hannam) 推荐印度尼西亚矿业公司，布米资源有限公司 (PT Bumi Resources，以下简称PT布米) 给内森尼尔[9]，并表示这是他所见过最好的交易。PT布米系印度尼西亚最大煤矿生产公司，由富有及有权势的巴克里家族所掌控[10]。

内森尼尔迅速采纳伊恩·汉南的意见，在三周内，他与巴克里家族的代表尼尔文·巴克里 (Nirwan Bakrie) 会面讨论潜在交易机会。三周后，2010年11月16日，瓦拉宣布了这项巨额的交易，以三十亿美元等值之现金与股票，分别向巴克里家族与商人罗桑·鲁斯拉尼 (Rosan Roeslani，以下简称鲁斯拉尼) 收购PT布米25%股份与布劳煤矿能源有限公司 (PT Berau Coal Energy，以下简称布劳)75%股[11]。之后再经由额外收购与对布劳强制现金收购，将上述持有之股份分别增加至29.2%与84.7%[12]。这项交易在2011年6月完成，使瓦拉公司挤身全球最大动力煤出口商之一，随后更改公司名称为布米。

少数股东把持权力

由于将PT布米与布劳的资产注入瓦拉为反向收购，再加上发行给近一千六百万股的红利股票给予内森尼尔[9]，公司股东结构产生新的变动 (表–)。

	表决权股	暂停股	总股数	持有股份	表决权
布米	**180,514,285[13]**	**60,442,782[14]**	**240,957,076**	**100%**	**100%**
布吉珍珠有限公司 (PT Bukit Mutiara)	24,055,942[15]	–	24,055,942	10%[16]	13.3%[17]
巴克里集团	54,154,285[18]	60,442,782[19]	114,597,067	47.6%[20]	29.99%[21]
内森尼尔	21,032,418[22]	–	21,032,418	8.7%	11.7%[23]

表–：2011年9月30日布米股权结构

其中巴克里家族透过巴克里兄弟股份有限公司 (PT Barkries & Brothers Tbk.) 与霍尔长期控股公司 (Long Haul Holdings)，共取得布米47.6%股份。依据英国收购及合并守则准则 (Takeover Code)，若收购超过公司30%以上表决权者，收购者必须提供向其它公司提出强制性现金收购，为避免上述规范，巴克里家族同意将其对布米之表决权限缩至29.9%[24]。鲁斯拉尼虽然只获得公司10%股份，然而由于限缩了巴克里家族表决权，他获得13.3%的表决权。总体而言，印度尼西亚商人们约持有布米43.3%表决权。

内森尼尔由反向收购仅取得公司2.4%股份，约3.66%公司表决权，然而在9月30日，他将购并完成所取得的红利股票转换为16,064,608股具表决权普通股，使其持有之表决权上涨至11.7%。

权力的移转无可避免的让各大股东成为镁光灯下注目的焦点。巴克里家族系一具有政治影响力之商业家族，追求风险投资[25]，家族事业由高额债务与财务杠杆所堆起，家族由三兄弟所掌控，其中最年长的阿布萨 (Aburizal) 曾在2014年参选印度尼西亚总统[26]。鲁斯拉尼透过资本调整集团 (Recapital Group) 进行多角化投资，与巴克里家族间有紧密的重大商业往来关系。在反向收购发生时，鲁斯拉尼掌控的资本调整资产管理有限公司 (PT Recapital Asset Management) 与布吉珍珠有限公司 (PT Bukit Mutiara) 分别积欠PT布米二亿三千一百万及二亿五千一百美元之债务[27]。

董事会结构

反向收购也显著地改变布米董事会组成。因陀罗・巴克里 (Indea Bakries) 与内森尼尔担任公司董事会联合董事长，新的执行董事也重新选任。公司首席执行官由原PT布米董事长阿里・呼搭亚 (Ari Hudaya，以下简称阿里) 担任，首席财务官则由原PT布米首席财务官安德鲁・贝克汉 (Andrew Beckham) 担任。同时，鲁斯拉尼成为公司非独立，非执行董事[28]。

董事会结构受巴克里家族影响甚巨。在2011年6月16日，巴克里集团与布米签署关系协议，协议中只要巴克里集团持有布米15%投票权，就有布米董事长、首席执行官与首席财务官的提名权[29]。鲁斯拉尼所持有的布吉珍珠有限公司亦有签署相似之协议，不同的是其仅能任命一名非执行董事。上述协议将成为日后事件爆发之主要争议点。

陈砂民：巴克里家族的白骑士

实行高度财务杠杆的巴克里家族利用其持有布米之股份向瑞士信贷(Credit Suisse AG) 进行十三亿四千万美元的抵押。在2011年10月，布米对巴克里家族发出警告，表示抵押之偿还期限将至，然而巴克里家族对于该如何清偿此债务却毫无头绪[30]。

矿业大亨陈砂民 (Samin Tan) 随即介入此事[31]，在2011年11月1日，他同意透过其所持有之婆罗郎邦能源金属有限公司 (PT Borneo Lumbung Energi and Metal,以下简称为婆罗)，以十亿美元之金额收购巴克里家族所持有布米47.6%股份的一半[32]。这笔交易中，他取得每股平均成本为10.91英镑，溢价的幅度超过布米当日收盘价47%。上述股权并不会被分割，而是透过特殊目的个体所持有[33]。该项收购对投资者而言为一个好消息，布米股价在接下来二周内飙升27%。然而，陈砂民的加入对公司未来的影响将超过大众之预期。

内森尼尔·罗斯柴尔德宣战

“内森是我一个很好的朋友，但他是以硬碰硬的态度处理事情……你不会想象他一样采取相同的方式和一群亚洲的劲敌交手”

—马世民，嘉能可的董事长

收购日后九天，内森尼尔令人意外地公开表达对此事之不满。他在英国金融时报 (Financial Times) 公开一封措辞强烈的信件给布米首席执行官阿里[34]。呼吁其处理公司治理问题与PT布米资产负债表问题，暗示公司透过向关联方贷款，已过度运用财务杠杆，他质疑阿里同时兼具布米与PT布米首席执行官身份，同时亦指责其未响应董事会之质疑[35]。

内森尼尔的不满已经酝酿了一段时间，首先PT布米持有超过五亿五千万美元与煤矿无关之应收借款，产生交易与关联方之相关问题[36]。其次，PT布米帐上持有三亿九千四百万美元非特定商业发展资产。第三，在再融资之前，PT布米持续保有所有货币资产[37]，却向中国投资公司借款六亿美元，并支付19%高昂年利率的利息。内森尼尔认为上述行为与公司治理问题息息相关。

布米后续糟糕的股价表现加剧了内森尼尔的不满，纵使陈砂民的加入对公司股价有正面影响，布米股价仍然低于首次公开募股价格15.4%[38]。尽管上半年营运表现良好，股价却受宏观经济因素拖累，包括欧元区主权债务危机，以及印度尼西亚煤炭价格由高峰急转直下[39]。

内森尼尔公开此信之举动，对他与巴克里家族之关系造成无法挽回之损害。尽管达成新的债务协议，巴克里与陈砂民开始积极地寻求方法将内森尼尔赶出董事会。在被威胁要招开临时股东会将他赶下台后，内森尼尔在2012年3月27日自行辞去其联合董事长之职务，仅保留其非执行董事之身份。陈砂民接任其联合董事长职务。公司首席执行官及首席财务官则双双被辞退，分别改由纳林・瑞德 (Nalin Rathod) 与斯科特・米里斯 (Scott Merrilees) 接任[40]。

财务违规与股价惨跌

布米在2011年度财务结果未尽人意，尽管当年营业收益达到二亿八千万美元，扣除财务成本与税务费用后，总体而言却亏损二亿八千两百万美元。其他恼人的问题亦随之浮现，在2011年8月[41]，布米冲销PT布米价值三亿九千万美元的[42]探勘资产。在2011年报中，布米披露其分别冲销持有PT布米与婆罗二亿四千七百万美元[43]与七千五百万美元[44]的商业发展基金。

在2012年9月24日，公司宣布其在印度尼西亚之业务存有潜在的财务及其他违规行为[45]，并委托麦克法兰律师事务所（Macfarlanes LLP）执行独立调查[46]。这消息对原已在崩盘煤矿价格苦苦挣扎的公司是致命的一击，宣布此消息当日，股价更下跌23%，跌至历史新低点每股147.6便士，比首次公开募股股价低了85%。

巴克里家族的脱离

事件过后没多久，2012年10月11日，巴克里家族提出一个大胆的提案，布米注销巴克里所持有之股份，并以每股430便士之金额[47]回购PT布米及婆罗公司所持有之布米股份[48]，但前提是内森尼尔须返还其持有之一亿六千万红利股份。四天后，内森尼尔即向董事会请辞[49]。

内森尼尔公开批评董事会，表示此提案损害少数股东权益。他还宣称陈砂民曾与巴克里家族有场外交易，以补偿其收购布米股份之金额。陈砂民的助理亚历山大·拉姆利（Alexander Ramlie）并未否认此声明，表示若陈砂民未获补偿，他不会解散其联合持有之特殊目的个体[50]。

布米的独立董事陷入两难，资深的独立董事霍恩史密斯先生反驳内森尼尔的指控，认为内森尼尔过于激进[51]。霍恩史密斯坚持，董事会对该提案很谨慎评估，而董事会的当务之急是让巴克里家族脱离公司，增加公司价值。董事会全体认为有必要与巴克里家族做切割。最终，公司虽拒绝回购婆罗所持有之股份，但仍然讨论是否回购PT布米持有之股份。

关联方与董事会

2012年12月，董事会几名成员纷纷出走，在麦克法兰律师事务所提出调查结果前5天[52]，身为联合董事长之一的因陀罗・巴克里请辞，随后公司首席执行官瑞德亦跟进。陈砂民成为唯一董事长，公司投资者关系部门主管尼克・凡・席恩丁 (Nick Von Schirding) 则被任命为公司首席执行官。

英国收购和合并主管机关 (Takeover Panel)[53]在12月19日接着发布重大裁定，表示巴克里集团、婆罗有限公司与布吉珍珠有限公司均为关联方 (Concert Parties)，将他们对公司的投票权由43.3%减至29.9%，对内森尼尔来说十分有利，接着，鲁斯拉尼宣布下台。

内森尼尔・罗斯柴尔德的圣战

在2013年1月，内森尼尔重新招开股东大会，欲将董事会14名成员中12名改换为自己的提名人选[55]，他认为现存之董事会缺乏独立性，并未实时处理麦克法兰调查发现与英国收购和合并主管机关裁决。内森尼尔与董事会已受到上述事件的牵连，受到公众的谩骂。

内森尼尔主要控诉对象为公司首席执行官凡・席恩丁与关联方。他指控凡・席恩丁伪造法律与会计专业资格[56]，并表且示麦克法兰的调查围绕在一份被泄漏的尽职调查报告，该报告是陈砂民在购买布米前委托所做成的报告[57]，该报告指出陈砂民在加入董事会前早已得知布米有限公司与婆罗有限公司之不法行为。此外，他亦指控陈砂民身为董事并未善尽应有的信托责任。

董事会与关联方驳斥了内森尼尔的控诉，认为巴克里与布米当初的关系协议很讽刺地系由内森尼尔持有的瓦拉顾问 (Vallar Advisors LP) 所促成，巴克里将此项指控交由英国收购和合并主管机关裁决，并反指当初瓦拉顾问未尽其应尽义务，使内森尼尔从中获得一千五百万美元的顾问费。

随着投票日的逼近，二派联盟逐渐形成。内森尼尔与他的相关成员约有25.2%的投票权[58]，然而，之前支持内森尼尔，持有2.2%股份的标准人寿 (Standard Life) 却忽然对董事会的决定表示支持[60]。股权代理机构也介入此事，英国的PIRC公司支持内森尼尔的提案，欲替换凡・席恩丁，并建议应更换所有具有利益冲突之董事[61]。机构股东服务公司 (Institutional Shareholder Services) 对内森尼尔的提案大部分采否定态度，仅同意应将纳林・瑞德、斯科特・米里斯与亚历山大・拉姆利三位董事从董事会中除名。

股东最后的决议

尽管看似大势已定，2月21日股东投票日前三天，内森尼尔却感到错愕不已，鲁斯拉尼出售其持有之10%股份给三名投资者，三名均与巴克里家族和陈砂民毫无关联，使得内森尼尔难以争取到多数票支持[62]。

最终投票后，内森尼尔输了这场斗争，他提的二十二个案子中有十九个被股东们否决[63]，他只成功拉了二名董事下台，但也未能选上董事。尽管大多数股东主张公司与巴克里家族清楚切割，但没人能明确说明原由，可能是由于内森尼尔已对公司造成太大伤害，亦或是股东们想让公司重新开始，又或者这项决定仅仅是股东们已对公司所发生的一连串指控与调查感到疲累罢了。

结尾

在2013年12月17日，股东们决议变更公司名称，由布米改为亚洲矿产资源有限公司 (Asia Resource Minerals plc，以下简称亚洲矿产)，在2014年3月25日，巴克里家族以五亿美元的代价正式与亚洲矿产划清关系[64]。2014年5月7日，公司前董事长陈砂民与其他投资者表明收购股份之意愿，愿意以超过五亿美元的现金回购其它股东股份[65]。然而，上述计划，在2014年5月19日，因亚洲矿产被伦敦证券交易所下市而遭到搁置，仅收回相当于四亿六千五百万美元之股份[66]。

问题与讨论

1. 请就布米及其它案例，讨论反向收购对股东之利弊。内森尼尔是否应该在成立公司前对两家印度尼西亚公司进行实地调查?

2. 就布米这类型的合资公司而言，关键的公司治理问题为何?

3. 很多英国公司大多具有分散之股权结构，然而布米之股权大多集中于关联三方。请讨论此情形将如何影响公司治理独立性与效率。

4. 请讨论本案中有关控制股东与数个大股东引发之公司治理议题。

5. 内森尼尔深信将西方公司治理规范套用在布米上，便可让它成为一家成功的公司，为何他失败了?

6. 监管机构面对像布米一样的跨国公司，其主要股东、管理阶层及营运都在海外，会面临什么样的监管挑战?

7. 维权投资者（如内森尼尔）对一企业的公司治理中会发挥什么样的作用？你认为维权投资者对公司与少数股东是有益处的吗?

This is the abridged version of a case prepared by Daniel Peck, Royce Ng, Mabel Lee and Wee Shuo Ting under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Chloe Chua under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Lee, K. H. (2012, October 25). Bumi PLC: Corporate governance concerns give investors “coal” feet. Retrieved from http://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2012/10/25/bumi-plc-corporate-governance-concerns-gives-investors-coal-feet/

2 Kahn, J. (2013, May 7). Nat Rothschild Rues ‘Terrible Mistake’ in Deal Gone Sour. Bloomberg.com. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-05-07/nat-rothschild-rues-terrible-mistake-in-deal-gone-sour.html

3 Wikipedia. (2013, July 11). Nathaniel Philip Rothschild. Retrieved from http://en.wikipedia.org/wiki/Nathaniel_Philip_Rothschild

4 Riseborough, J. (2010, July 9). Rothschild’s Vallar IPO Raises $1.07 Billion in London. Bloomberg.com. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2010-07-09/rothschild-s-vallar-initial-public-offering-raises-1-07-billion-in-london.html

5 This was subject to the approval of an independent board

6 Goodley, S. (n.d.). Nat Rothschild and Bumi resume conflict after Takeover Panel criticism. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2012/dec/19/nat-rothschild-bumi-resume-conflict

7 Barker, R. (n.d.). Bumi or Bust.Institute of Directors. Retrieved from http://www.iod.com/~/media/Documents/PDFs/.../Bumi%20or%20Bust.pdf

8 Onstad, E., & Vellacot, C. (2010, July 9). Vallar IPO raises £707 million. Retrieved from http://uk.reuters.com/article/2010/07/09/uk-vallar-idUKTRE6681ZX20100709

9 Kahn, J., & Mellor, W. (2013, May 17). Rothschild scion’s deal with the Bakrie family to create a coal colossus goes up in smoke. Washington Post. Retrieved from http://articles.washingtonpost.com/2013-05-17/business/39324664_1_bakrie-family-samin-tan-pt-bumi-resources

10 The Bakrie family business is the Bakrie Group and it is controlled by the trio of Bakrie brothers – Aburizal, Nirwan and Indra Bakrie. While Aburizal has retired to pursue his political career, Nirwan and Indra continue to head the business as co-chairmen.

11 Hodal, K. (2012, September 25). The Bakrie family: an Indonesian business dynasty mired in controversy. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/world/2012/sep/25/bakrie-indonesia-nat-rothschild

12 Bumi plc. (2010, November 16). Acquisition. Retrieved from http://www.bumi-plc.com/system/files/207441_20101116.pdf

13 Reuters, (2011, October 31). REG-Bumi plc. Total voting rights. Retrieved from http://mobile.reuters.com/article/companyNewsAndPR/idUS165771+31-Oct-2011+RNS20111031

[14] Ibid.

[15] Reuters. (2011, May 18). REG-Vallar Plc: holding(s) in company. Retrieved from http://us.mobile.reuters.com/article/companyNewsAndPR/idUS71580+18-May-2011+PRN20110518

[16] Macdonald, A. & Bellman, E. (2013, February 18). Bumi Shareholder to sell 10% stake. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887323495104578311562000916832

[17] Bumi plc. Annual report 2012. (2013, May 31). Retrieved from http://letrader.com/application/feuille/generer/partenaire/3/isincode/GB00B5BLXT62/lng/us.html

[18] Reuters. (2011, September 20). Exchange of founder shares. Retrieved from http://mobile.reuters.com/article/pressRelease/idUS172384+30-Sep-2011+RNS20110930

[19] Ibid.

[20] Bumi plc. (2011, November 1). Update on shareholder credit facility. Retrieved from http://www.asiarmplc.com/regulatory_news_article/173

[21] Bumi plc. (2012, December 19). Announcement. Retrieved from http://www.asiarmplc.com/regulatory_news_article/413

[22] Add the 16,064,608 bonus shares issued to Rothschild on September 30, 2011 to his 4,967,810 voting shares held originally as of April 8, 2011

[23] Bumi plc. (2013, May 31). Annual report 2012. Retrieved from http://letrader.com/application/feuille/generer/partenaire/3/isincode/GB00B5BLXT62/lng/us.html

[24] Under Rule 9.7 of the Takeover Code

[25] Bumi plc. (2011, June 15). Completion of PT Berau Coal Energy Tbk ("Berau") Tender Offer. Retrieved from http://www.bumi-plc.com/system/files/208466_20110615.pdf

[26] Budiono, A. (n.d.). Indonesia's 2014 Presidential Candidates; a Profile of Aburizal Bakrie. Indonesia Investments. Retrieved from http://www.indonesia-investments.com/news/news-columns/indonesia-s-2014-presidential-candidates-a-profile-of-aburizal-bakrie/item827

[27] Ferreira-Marques, C. & Turner, L. (2011, November 17). UPDATE 3-Coal miner Bumi says output on track after Q3 jump. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2011/11/17/bumi-idUSL5E7MG3VH20111117

[28] Roeslani was not considered independent as he was appointed under the relationship agreement between Bukit Mutiara and Bumi PLC.

29 Lee, K. L. (n.d.). Views on the integrity of global capital markets. Market Integrity Insights. Retrieved from http://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2012/10/25/bumi-plc-corporate-governance-concerns-gives-investors-coal-feet/

30 Bumi plc. (2011, October 5). Update on Shareholder Credit Facility. Retrieved from http://www.bumi-plc.com/regulatory_news_article/170

31 Ibid.

32 Tan indirectly controls 73% of PT Borneo

33 Due to the JV structure, the Bakrie Group and PT Borneo were a concert party. Thus the voting rights of the stake were still limited at 29.9%

34 Deutsch, W. M. (2011, November 10). Rothschild calls for clean-up at PT Bumi. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/05e43ebc-0afb-11e1-b62f-

35 Bumi's 2011 AR stated that Hudaya attended 3 out of 7 board meetings that fiscal year.

36 Riseborough, J. (2012, August 31). Bumi Says Recapital Misses $231 Million Repayment Date. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2012-08-30/bumi-says-recapital-misses-231-million-repayment-date-correct-.html

37 Rothschild, N. (n.d.). NR Investments Limited. Financial Times. Retrieved November 7, 2013, from http://www.ft.com/intl/cms/f9619dd0-0b84-11e1-9a61-00144feabdc0.pdf

38 At 10th November 2011 market close, Bumi's share price was 846 pence, 15.4% below Vallar's IPO price of 1000 pence.

39 The Economist. (2012, September 29). Bumi's a bum deal for investors. Retrieved from http://www.economist.com/node/21563729

40 Riseborough, J. (2012, March 28). PT Borneo's Tan Named Bumi Chairman After Rothschild-Bakrie Spat
Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2012-03-27/rothschild-ousted-as-bumi-co-chairman-as-tan-takes-over-post.html#disqus_thread

41 1H FY2011 results were released on 17 August 2011

42 The company did not provide any specific disclosure regarding the write-down

43 Specific disclosure of the US$247m write-down was first made known in the 2011 AR.

44 A US$75m loan that Berau had made to an entity called "Chateau Asean Fund I".

45 This concerned the aforementioned US$637 million and US$75 million write-downs at PT Bumi and Berau.

46 Bumi plc. (2012, October 15). Proposal received from shareholders. Retrieved from http://www.bumi-plc.com/regulatory_news_article/207

47 Bumi plc. (2012, October 11). Board change. Retrieved from http://www.bumi-plc.com/regulatory_news_article/204

48 The Bakries would swap their existing 23.8% Bumi stake for 10.3% of PT Bumi and buy the remaining 18.9% for US$278 million. They also offered US$947 million for Bumi's 85% Berau stake.

49 Bumi plc (2012, October 15). Proposal received from shareholders. Retrieved from http://www.bumi-plc.com/regulatory_news_article/207

50 Rowley, E. (2012, October 25). Bumi chairman Samin Tan 'will get his cash back'. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9633999/Bumi-chairman-Samin-Tan-will-get-his-cash-back.html

51 Rowley, E. (2012, October 16). Rothschild 'Wrong' on Bumi's Deal Dangers, Says Deputy Chairman Sir Julian Horn-Smith. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9613140/Rothschild-wrong-on-Bumis-deal-dangers-says-deputy-chairman-Sir-Julian-Horn-Smith.html

52 The company's update on the Macfarlanes investigation turned out to be underwhelming, only revealing that information related to the investigation had been obtained by illegal e-mail hacking.

53 The UK's merger and takeover regulator

54 Rowley, E. (2012, December 19). Takeover Panel Rules Bumi Shareholders Are 'In Concert'. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9756932/Takeover-Panel-rules-Bumi-shareholders-are-in-concert.html

55 Bumi plc. (2013, January 7). Announcement. Retrieved from http://www.asiarmplc.com/regulatory_news_article/418

56 Osborne, A. (2013, Jan 22). Bumi chief's CV causes further row. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9819750/Bumi-chiefs-CV-causes-further-row.html

57 The report was leaked by a whistle-blower.

58 RD. (2013, February 18). Takeover Panel urged to intervene in Bumi conflict. MoneyWeek. Retrieved from http://moneyweek.com/takeover-panel-urged-to-intervene-in-bumi-conflict-130218-0925-94297/

59 Biesheuvel, T. (2013, February 20). Rothschild's Bumi Bid Struggles as Standard Life Backs Board. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-02-20/roths child-s-bumi-bid-struggles-as-standard-life-backs-board.html

60 Ibid.

61 Osborne, A. (2013, February 8). Replace Bumi boss Nick von Schirnding, advises Pirc. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9858839/Replace-Bumi-boss-Nick-von-Schirnding-advises-Pirc.html

62 Suhartono, H. & Pearson, M. (2013, February 20). Bumi Stake Sale May Hinder Rothschild Bid to Have Board Replaced. Retrieved from http://www.bloomberg.com/ news/2013-02-19/bumi-plc-stake-sale-may-hinder-rothschild-bid-for-board-control.html

63 Bawden, T. (2013, February 21). Nat Rothschild vows to fight on after losing Bumi battle.
Retrieved from http://www.independent.co.uk/news/business/news/nat -rothschild-vows-to-fight-on-after-losing-bumi-battle-8506058.html

64 Riseborough, J. (2014, March 25). Bakries complete $501 million deal to sever London ties. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2014-03-25/bakries -completes-501-million-deal-to-sever-london-ties.html

65 Risborough, J. (2014, May 7). ARMS to review former chairman Tan's proposal to de- list compant. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2014-05-06/arms-to-review-former-chairman-tan-s-proposal-to-de-list-company.html

66 Risborough, J. (2014, May 19). ARMS shelves plan to de-list in favour of $465 million dividend. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2014-05-19/arms-shelves-plan-to-de-list-in-favor-of-465-million-dividend.html

葛兰素史克：中国贿赂弊案

个案大纲

“太可耻了，就我个人而言，我感到非常失望。”

—葛兰素史克公司首席执行官安德鲁·韦提

葛兰素史克公司 (GlaxoSmithKline，以下简称葛兰素史克) 的生意是很高尚的。公司在企业宣言提到“我们的使命是改善人类生活质量，让人们可以做更多、感觉更好、以及更长寿”。然而，谚语“金玉其外，败絮其中”似乎可以叙述葛兰素史克目前的状况。葛兰素史克卷入多项丑闻，包括全美国最大的医疗保健诈欺案，该项案件和解金高达三十亿美元[1]。2013年6月，有报导指称葛兰素史克在中国的资深管理人员被传出涉嫌贿赂医生与政府官员。本个案主旨在讨论董事会对公司治理应负之责任、葛兰素史克允当监督其海外子公司营业活动的责任，以及在视贿赂及不道德商业行为常态的国家，实施良好公司治理会面临之挑战。

中国：孕育腐败的摇床

“判断企业花钱贿赂或花钱拓展人脉是相当困难的一件事，因为这在中国做生意的方式里扮演很重要的角色。”

—媒体评论员露辛达·周[2]

“关系”是中国商业环境下很重要的一部份。其特征是为个人及组织建立一个紧密与非正式的关系，在这关系网络下，彼此间相互支持、合作以及往来交易。靠“关系”做生意的商业模式在中国十分兴盛，因此许多交易都疏于监管。以法律的观点而言，如此的文化造成决定交易与否具有相当的主观性[3]。

尽管近期修改监管政策，中国的监管环境仍被视为缺乏公平及选择性的执法，以及司法审判过程缺乏独立性，尤其司法案件是和国营企业有关时[4]。

医界悲歌

中国的高度管制环境使得政府得付出高昂的营运成本。此外，许多药品成本有上限的限制，使得医院能给职员加薪的空间有限。在北京，一位刚毕业医生包括红利之平均月薪约为三千人民币（相当于四百九十美元），与出租车司机薪水相当[5]。医生的薪水在现行医疗体制下分为两部分，低起薪的基本薪水，再加上根据开给病患处方数量的变动薪资[6]。由于医生很难仅靠他们的薪水过活，因此，收贿被视为医界重要的薪水补贴，在一些情况下贿赂金额约可达医生月薪的80%[7]。

尽管有严密之规定，中国医疗保健系统一直处于经费严重不足状态。随着政府减少公共医疗支出，医疗服务大举落到私部门手上。私营企业拥有自主权，也为贿赂此等手段带来很好的商业机会，例如，制药公司会走后门给予医生贿款，确保医生使用该公司产品[8]。

医疗巨人葛兰素史克

葛兰素史克在2000年由葛兰素威康 (Glaxo Wellcome) 公司与史克必成 (SmithKline Beecham) 公司合并而成，公司主要业务包含制药、疫苗与消费者保健，是全球在医疗保健研究与发展的领导者之一[9]。

葛兰素史克总部位于伦敦，并在伦敦证券交易所 (London Stock Exchange) 与美国纽约证券交易所 (New York Stock Exchange) 上市，营业据点遍布全球一百一十五个国家[10]。这制药巨人在中国拥有庞大业务，包括八个子公司，投资总额超过五亿美元[11]。

尽管面临国际化之挑战，葛兰素史克持续展现优异的获利能力，在过去五年平均年净利达到四十三亿两千万英镑[12]。

主事者

在2012年，葛兰素史克管理团队由十六位高管人员组成，由首席执行官安德鲁·韦提 (Andrew Witty，以下简称安德鲁) 爵士领军。组织结构以功能性及地区性做划分，每位高管人员各自负责一地区或一重点领域[13]。

董事会包含十五位成员，克里斯多福 (Christopher Gent) 爵士担任公司董事已有九年，担任董事长一职也超过八年。十五名成员里，三名为执行董事，其余皆为非执行董事。三名执行董事，包括首席执行官安德鲁、首席财务官赛门 (Simon Dingemans) 与全球研发与疫苗董事长孟赛夫 (Moncef Slaoui) 博士，仅参与财务委员会。三名执行董事中，孟赛夫已在公司服务八年，年资最久[14]。

董事会其余十二名非执行董事，依据英国公司治理准则 (U.K. Corporate Governance Code) 被视为具有独立性。此外，公司设有一位资深独立董事 (Senior Independent Director)，由罗伯特 (Robert Wilson) 爵士担任，扮演董事长与其余董事间传声筒及可信赖第三者的角色[15]，并可作为与股东间之沟通管道[16]。此外，在2012年7月公司任命林恩 (Lynn Elsenhans) 与李晶 (Jing Ulrich) 为非执行董事后，董事会中女性成员达到33%[17]。

目前葛兰素史克董事会旗下有六个委员会，包括审计与风险委员会、企业责任委员会、薪酬委员会、财务委员会、提名委员会与公司行政及交易委员会。

董事会誓言确保非执行董事来自不同的产业，包括制药和医疗保健、医学研究及学术界、零售与金融服务，并拥有适当的经验与全球化的视野[18]。

葛兰素史克之公司治理：事实胜于雄辩

“我们把病患与消费者之利益放在首位，并将公司价值注入一切行动中。”

—2012年葛兰素史克公司治理报告

根据葛兰素史克公司年报，该公司的公司治理是建立在正直与透明两信条上，所有葛兰素史克员工均受公司行为守则规范，然而该守于近期已被公司精简化[19]。守则中提醒员工“须注意收受或提供招待与礼物”[20]，经由此份守则，葛兰素史克寻求防止贿赂贪污的行为，也作为预防及侦测舞弊的工具。

葛兰素史克众多的公司治理披露显示公司对贿赂及贪污采取极强硬的态度，如公司自己描述是采取零容忍的方式[21]。葛兰素史克设有“吹哨子”政策，并有全球的机密举报专线，使员工有通报不当行为可疑案子的管道[22]。

这些所采取的措施使葛兰素史克达到英国公司治理准则之要求。然而，尽管葛兰素史克之公司治理机制确实详细、丰富与广泛[23]，这些机制是否有被确实执行似乎让人起疑。在2002年，葛兰素史克因无视内部员工对管理阶层试图掩盖公司药品存有缺陷之举报，饱受公众之严厉批判，公司治理也因此被认为严重不合[24]。

台面下的真相

“我在此清楚地表示，我们与中国政府当局看法一致，希望根除现存之贪污与贿赂行为。我们会持续和公安部合作，将采取任何必要措施来协助调查的进行。”

—葛兰素史克欧洲、日本、新兴市场与亚太地区总裁阿巴斯[25]

在2013年6月，葛兰素史克被指控以透过旅行社汇款之方式，向政府官员与医生行贿。据称贿赂是以安排旅行及现金付款的方式作为医生的“讲师费”，尽管参访察过程中并未规划训练课程。这起案件会浮上台面是因为警察调查的过程中发现上海临江国际旅行社 (Shanghai Linjiang International Travel Service) 在业务量偏低之情况下，年营业额却由数百万元跃升至数亿元，之后也发现该旅行社自2007年来就与葛兰素史克有商业往来[26]。

2013年7月，葛兰素史克上海总部遭到搜索，多位葛兰素史克中国高管被拘留，包括两位副总裁、一位法律主管与一位商业开发部经理，据信这几位所涉及的贿赂金额高达三十亿人民币[27]，之后当中一位高管人员在国家电视台上承认确有此事[28]。葛兰素史克中国区总经理黄红 (Huang Hong) 表示，葛兰素史克将年收入的成长率目标设为25%，比整个产业的平均成长率高出7%，如此高的目标加上变动薪资结构，等同于变向鼓励员工从事“可疑商业行为”[29]。尽管公司矢口否认，试图将炮火移转到个别员工身上[30]，指称这些员工并没有依照公司程序执行业务，中国警方还是启动调查葛兰素史克是否确实有结构性的贿赂计划。

据称涉及贿赂案的旅行社共有四家，其中有几家甚至提供性服务予葛兰素史克高管人员，以保持业务上之往来合作[31]。此外根据文件显示，一旦葛兰素史克与医生建立关系后，销售人员会给予医生每处方签一百人民币的现金做为诱因，以及进修教育的学分帮助医生达到医院持续进修的要求[32]。黄红也承认，公司有一独立团队，每年有一千万人民币之预算用以和医院重要高管人员维持良好关系[33]，这些都导致医生最后高度使用葛兰素史克药品以增加收入。一名在上海执业之张姓医生于采访中透露，在他的国家，医生收受药厂代表红包之行为是很普遍的[34]。

葛兰素史克之因应措施

因应贿赂案的发生，葛兰素史克的首席执行官安德鲁指派阿巴斯 (Abbas Hussein) 带领资深律师及审计师团队和中国政府协商。葛兰素史克的内部调查发现，被拘留之高管人员利用欺瞒使用特别的增值税发票和开立假发票，违反中国税务法[35]。安永 (Ernst & Young) 稍后也以外部独立审计师之身份调查此事[36]。

阿巴斯随后发表公开道歉声明，表示葛兰素史克对公司高管人员与相关第三方之不道德行为感到失望，并强调葛兰素史克会与中国警方合作铲除贿赂贪污的商业行为，并保证公司会降低药品价格让民众更能负担[37]。公司首席执行官安德鲁也强调对此事深感失望，并已向美国与英国监管机关报告此事[38]。

为加强公司治理，葛兰素史克指派欧洲区高级副总裁埃尔韦·吉瑟罗 (Herve Gisserot) 担任中国区主管，前任主管马克莱礼 (Mark Reilly) 则留任在管理团队。吉瑟罗的任务是确保葛兰素史克中国地区的营运在调查的情况下仅受轻微的影响[39]。

葛兰素史克的因应措施公众有不同的反应，中国分析师安德鲁·哈普 (Andrew Hupert) 表示“中国检察机关想要的是一个中式道歉，也就是简短、直接承认错误、并公开对不当行为致歉”[40]。然而，若葛兰素史克采取此方法，这意味着葛兰素史克承认在海外进行贿赂，这违反美国之海外反腐败法 (U.S. Foreign Corrupt Practices Act) 与英国之反贪污法 (U.K. Bribery Act)，面对这窘境下，葛兰素史克从未正面承认公司在中国有犯下错误[41]。

业务上之影响

自调查在6月展开后，葛兰素史克在中国之业务下降60%[42]，大型医院纷纷拒绝葛兰素史克药厂代表进入医院。在2013年9月，尽管葛兰素史克在中国近年来每年销售呈现十位数百分比的成长，有谣传指出葛兰素史克将退出中国市场，而中国市场约占其收入的3.6%[43]。中国一位资深业内人士表示，葛兰素史克想退出中国市场的原因可能与其将面对之巨额罚款有关（可能高达二十亿英镑），而且公司与大医院已切断关系，将对使其在中国的推动业务造成困难[44]。

公司惨败后的下一步

“我们很清楚的了解我们必须再次赢回中国人民之信任，我们会采取一切行动来挽回。”

—葛兰素史克公司首席执行官安德鲁·韦提[45]

在2013年10月，首席执行官安德鲁坚持葛兰素史克将不会退出中国市场，公司之贿赂案已使其失去在世界第二大经济体三分之二的生意[46]，尽管销售额下降，葛兰素史克在中国仍有数亿英镑的业务，令公司难以放弃这块有利可图的市场[47]。葛兰素史克丑闻将无可避免地增加合规成本，但整个产业在这时点应展望中国医疗系统的有效性，以及讨论应有哪些措施避免此类事件在未来再度发生。

问题与讨论

1. 讨论以关系为基础之商业模式如何影响葛兰素史克在中国的公司治理？

2. 哪些因素造成葛兰素史克的贿赂丑闻？在何种程度上董事会应为此贿赂案负责？

3. 评论葛兰素史克对贿赂一案的相关回应是否得宜。

4. 葛兰素史克之丑闻使得大家对于跨国公司是否有能力去执行行为守则规范之疑虑。有鉴于此，跨国公司在扩展业务至新市场时，应如何改善海外子公司之公司治理？

This is the abridged version of a case prepared by Chen Xinyi, Cheryl Liew, Ng Wai Chuan and Thia Hui Ting under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. This case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Lim Jin Ying under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 BBC News (2012, July 2). GlaxoSmithKline to pay $3bn in US drug fraud scandal. BBC News. Retrieved from: http://www.bbc.co.U.K./news/world-us-canada-18673220

2 Chow, Lucinda. (2013, September 12). GlaxoSmithKline: Drugged Up On China's Culture of Corruption? Impact. Retrieved from: http://www.impactnottingham.com/2013/09/glaxosmithkline-drugged-up-on-chinas-culture-of-corruption/?replytocom=84589

3 Munier, Francis. (2008, May 6). Guanxi and business environment in China: An innovative network as a Process of Knowledge-based Economy. Université Louis Pasteur. Retrieved from: http://rrifr.univ-littoral.fr/wp-content/uploads/2008/05/guanxi-and-business-environment-in-china1.pdf

4 Clarke, Donald C. (2008, March 24). China's Legal System: New Developments, New Challenges. Retrieved from: The China Quarterly.

5 Takada, Kazunori. (2013, July 23). Bribery serves as life-support for Chinese hospitals. Reuters. Retrieved from: http://www.reuters.com/article/2013/07/23/us-china-hospitals-bribery-idUSBRE96M12Y20130723

6 Liu, Dong. (2013, August 4). Underpaid doctors trapped in chain of medical corruption. Global Times. Retrieved from: http://www.globaltimes.cn/content/801320.shtml #.Um41V_mnqwY

7 Takada, Kazunori. (2013, July 23). Op. cit.

8 Shobert, Benjamin. (2013, July 30). Why Glaxo's China Scandal Needed to Happen. CNBC. Retrieved from: http://www.cnbc.com/id/100923253

9 GlaxoSmithKline. (2012). Annual Report 2012. GlaxoSmithKline. Retrieved from: http://www.gsk.com/content/dam/gsk/globals/documents/pdf/GSK-Annual-Report-2012.pdf

10 GlaxoSmithKline. (2007). GSK Global Introduction. GlaxoSmithKline.Retrieved from: http://www.gsk-china.com/english/html/aboutus/gsk-worldwide.html

11 GlaxoSmithKline. (2007). GSK China Business Development. GlaxoSmithKline. Retrieved from: http://www.gsk-china.com/english/html/aboutus/business-development.html

12 Market Watch. (2012). GSK Annual Income Statement. GlaxoSmithKline.Retrieved from: http://www.marketwatch.com/investing/stock/gsk/financials

13 GlaxoSmithKline. (2012). Annual Report 2012. GlaxoSmithKline. Retrieved from: http://www.gsk.com/content/dam/gsk/globals/documents/pdf/GSK-Annual-Report-2012.pdf

14 Ibid.

15 Ibid.

16 Ibid.

17 Ibid.

18 Ibid.

19 GlaxoSmithKline. (2012). GSK Corporate Responsibility Report 2012. GlaxoSmithKline. Retrieved from: http://www.gsk.com/content/dam/gsk/globals/documents/pdf/corporateresponsibility/cr-report-2012/gsk-cr-2012-report.pdf

20 GlaxoSmithKline. (2012). The GSK Code of Conduct. GlaxoSmithKline. Retrieved from: http://www.gsk.com.ng/common/pdf/GSK-Code-of-Conduct-POL-GSK-001.pdf

21 GlaxoSmithKline. (2012). GSK Corporate Responsibility Report 2012. GlaxoSmithKline. Op. cit.

22 GlaxoSmithKline. (2012). Annual Report 2012. GlaxoSmithKline. Op. cit.

23 Ibid.

24 Finch, Brian. (2010, October 29). Glaxo SmithKline and Corporate Governance. Finches Blog. Retrieved from: http://finchesblog.blogspot.sg/2010/10/glaxo-smithkline-and-corporate.html

25 Press Release. (2013, July 22). GSK statement regarding recent meeting with Chinese authorities. GSK. Retrieved from: http://www.gsk.com/content/gsk/global/media/press-releases/2013/gsk-statement-regarding-recent-meeting-with-chinese-authorities.html

26 Zhou, Wenting and Wang, Hongyi. (2013, July 16). Pharma giant in bribery scandal. People. Retrieved from: http://english.people.com.cn/90778/8327366.html

27 Roules, Daniel, Zhan, Olivia, and Wang, Rayna. (2013, July 31) Legal commentary on the GSK China Bribery Case. Squire Sanders. Retrieved from: http://www.squiresanders.com/files/Publication/aa47b85d-f53d-4703-a5d7-7d01931f1087/Presentation/PublicationAttachment/c7d3fb9b-178c-460e-aec4-b12b638be326/Legal-Commentary-on-the-GSK-China-Bribery-Case.pdf

28 Neate, Rupert and Monaghan, Angela. (2013, July 22). GlaxoSmithKline admits some staff in China involved in bribery. The Guardian. Retrieved from: http://www.theguardian.com/business/2013/jul/22/glaxosmithkline-admits-bribery-china

[29] Takada, Kazunori. (2013, September 3). Bribery by GSK China was coordinated at company level: Xinhua. Reuters. Retrieved from: http://www.reuters.com/article/2013/09/03/us-gsk-china-idUSBRE98207S20130903

[30] Chow, Lucinda. (2013, September 12). Op. cit.

[31] Zhou, Wenting and Wang, Hongyi. (2013, July 16). Op. cit.

[32] Burkitt, Laurie. (2013, August 19). Glaxo Trips for Chinese Doctors Played to Overburdened Medical System. The Wall Street Journal. Retrieved from: http://stream.wsj.com/story/latest-headlines/SS-2-63399/SS-2-303826/

[33] Takada, Kazunori. (2013, September 3). Op. cit.

[34] Burkitt, Laurie. (2013, August 19). Op. cit.

[35] Roules, Daniel, Zhan, Olivia, and Wang, Rayna. (2013, July 31). Op. cit.

[36] Roland, Denise. (2013, July 24). Glaxo in China: History of a crisis. The Telegraph. Retrieved from: http://www.telegraph.co.U.K./finance/newsbysector/pharmaceuticalsandchemicals/10200321/Glaxo-in-China-History-of-a-crisis.html

[37] Ibid.

[38] Ibid.

[39] Hirschler, Ben. (2013, July 25). GSK replaces China chief amid corruption scandal. Reuters. Retrieved from: http://www.reuters.com/article/2013/07/25/us-gsk-china-idUSBRE96O12720130725

[40] Shobert, Benjamin and DeNoble, Damjan. (2013, October 10). Compliance after China's Healthcare Bribery Scandals. China Business Review. Retrieved from: http://www.chinabusinessreview.com/compliance-after-chinas-healthcare-bribery-scandals/

[41] Ibid.

[42] Hirschler, Ben. (2013, October 23). Bribery scandal slashes GlaxoSmithKline's Chinese drug sales. Reuters. Retrieved from: http://www.reuters.com/article/2013/10/23/us-gsk-earnings-idUSBRE99M0DB20131023

[43] Roland, Denise. (2013, September 24). GSK China sales suffer under bribery scandal. The Telegraph. Retrieved from: http://www.telegraph.co.U.K./finance/newsbysector/pharmaceuticalsandchemicals/10330256/GSK-China-sales-suffer-under-bribery-scandal.html

[44] Moore, Malcolm. (2013, September 6). GSK mulling China withdrawal. The Telegraph. Retrieved from: http://www.telegraph.co.U.K./finance/newsbysector/pharmaceuticalsandchemicals/10292136/GSK-mulling-China-withdrawal.html

45 Rankin, Jennifer. (2013, October 23). GSK boss says firm won't pull out of China despite corruption scandal. The Guardian. Retrieved October 23, 2013, from The Guardian: http://www.theguardian.com/business/2013/oct/23/gsk-china-corruption-scandal-glaxosmithkline

46 Ibid.

47 Ibid.

汇丰银行：全球最大的本地(洗钱) 银行

个案大纲

在2012年12月银行业巨头汇丰银行（HSBC，以下简称汇丰）被美国有关当局指控涉嫌洗钱及进行非法金融活动，罚款十九亿二千万美元。这也是继2012年7月，一份由美国参议院常设委员会 (U.S. Senate Permanent Subcommittee) 公布的调查报告指出汇丰的反恐融资系统与反洗钱程序有严重瑕疵，美国监管机关所采取的行动。尽管过去七年来，汇丰收到多次被要求加强反洗钱程序的警告，汇丰却未能作出适当修正。十九亿二千万美元在当时是有史以来涉及银行业案件中最大的一笔罚款，因此对汇丰的名声造成了莫大的损害，本个案主旨在探讨公司治理问题，如“吹哨子”政策及道德守则用以防止员工舞弊的有效性，以及完善的内部控制与良好公司治理之间的关系。

事件开端

“汇丰事件的结果对跨国银行来说，是它们忽视对反洗钱责任结果强而有力的警钟。”[1]

—美国参议员卡尔・列文 (Carl Levin)[2]

汇丰在全球超过八十个国家有七千两百多家的办事处，2012年年度税前净利超过两百零六亿美元[3]，在2013年，以其市值计算排名，为世界第三大银行[4]。

尽管汇丰有行为准则与“吹哨子”政策来规范商业行为，但由于其缺乏遵循的文化，导致汇丰多年来遭到许多项参与违法洗钱的指控。

在美国参议院常设委员会所发表厚度达三百四十页的调查报告中，指出汇丰参与洗钱成为惯例的根源是由多项因素所导致，主要是汇丰的反洗钱机制 (Anti–Money Laundering Program) 有结构上的缺陷，以及美国金融管理局 (Office of Comptroller Currency) 未能彻底执行法规遏止汇丰的恶行[5]。此外，调查报告还指出汇丰利用何种管道进行洗钱，据指出汇丰是透过在墨西哥的交易以及与恐怖组织相关的交易对象，来规避美国财政部海外资产控制办公室 (U.S. Treasury Office of Foreign Assets Control's) 的审查[6]。

高风险的墨西哥分支机构

“这个金融机构缺乏反洗钱的资源、反洗钱的系统与控制、以及反洗钱的领导层。”

—美国参议院委员会报告

汇丰美国 (HSBC USA) 在超过80个国家的各分支机构设有相对账户，可用来兑换以美元计价的金融商品，如旅行支票等，占汇丰美国美元付款总额的63%[7]。其中一分支机构来自于汇丰墨西哥 (HSBC Mexico)，负责处理近二十亿美元资产以及八百万个客户[8]。

早在汇丰收购墨西哥分支机构前，美国国务院已警告过汇丰美国，墨西哥是毒品买卖高风险的地区，国际洗钱人士常在此进行洗钱，将贩卖毒品所得汇入国际金融体系中[9]。尽管受到警告，汇丰美国仍透过银行特定国家风险评估程序，将汇丰墨西哥视为低风险机构[10]。

除了其营运地点存有高风险外，汇丰墨西哥长久以来一直有严重反洗钱机制的缺陷。这些问题包括对客户数据的了解不够充分，重要客户与贩毒交易有高度关联性，以及大量账户因与可疑的商业活动相关而被关闭[11]。

从在地银行摇身一变为洗钱银行

“这些毒品贩子不需要很努力的尝试，他们有时就带着设计精准到刚好可以通过柜台人员窗口的箱子，在汇丰墨西哥的分行单日在单一账户里存入数十万现金。”[12]

—美国助理司法部长蓝尼・布尔 (Lanny Breuer) [13]

由于先前汇丰美国将汇丰墨西哥归类为低风险机构[14]，因此反洗钱机制监督系统无法侦测到八亿八千一百万美元的可疑交易[15]。

美国金融管理局的工作是监督和规范国内银行[16]，在2005年到2010年的五年期间，其对汇丰进行四十多次反洗钱测试，并指出至少有八十三个反洗钱相关事项需要注意[17]。尽管如此，美国金融管理局并未采取任何正式或非正式的执法行动，使得汇丰的反洗钱机制缺陷持续恶化。调查更进一步发现，汇丰墨西哥对于这些洗钱活动完全知情。

规避管制

在2001年，汇丰欧盟 (HSBC European Union) 提议用银行的对应账户与汇丰美国清算与伊朗梅里银行 (Bank Melli)[19] 相关的“掉头交易”(U–turn transactions)，并获得批准[20]。汇丰欧盟随即要求所有“掉头交易”须透过银行间转账完成，并隐藏交易的起源地，以规避美国海外资产控制办公室的稽查[21]。尽管汇丰美国的合规主管拒绝该项要求[22]，汇丰欧盟仍指示梅里银行进行“掩盖付款”[23] (cover payment)，有效地隐藏梅里银行在洗钱行动中扮演的角色，经由汇丰欧盟将现金洗入美国金融系统。

“汇丰知道发生了什么事，但仍允许欺骗行为继续。”

—参议员卡・列文

尽管汇丰美国的合规管理人员不断提醒汇丰美国要充分披露有关伊朗的交易[24]，汇丰欧盟与汇丰中东 (HSBC Middle East) 仍不断经由汇丰美国的美元帐户进行掉头交易，并且没有披露这些交易与伊朗的关连[25]，一些汇丰美国管理人员索性假装他们对这些欺骗性的掉头交易一无所知[26]。

忽视与恐怖分子的联结—拉吉哈银行 (Al Rajhi Bank)

拉吉哈银行掌管五百九十亿美元资产，是沙特阿拉伯 (Saudi Arabia) 最大的私人银行[27]。汇丰提供拉吉哈银行各项银行服务超过25年，包括提供其美元流通账户。在2002年，美国情报员透露拉吉哈银行创始人之一的苏莱曼 (Sulaiman Al–Rajhi)，提供金源给奥萨玛・宾拉登 (Osama bin Laden)[28]进行恐怖行动。

由于拉吉哈银行涉嫌提供恐怖分子资金，美国政府将其列在调查名单，并且名列在美国海外资产控制办公室特别管制之名单[29]。在汇丰集团合规主管提出建议后，汇丰美国决议在2005年与拉吉哈银行切断合作关系[30]，然而宣告断绝合作关系后四个月，汇丰集团合规部门又重新宣布汇丰关系企业允取恢复与拉吉哈银行间之业务往来[31]。与此同时，拉吉哈银行威胁汇丰，若不恢复两家银行间之美元流通账户，将完全断绝业务往来关系[32]，有鉴于此，汇丰美国的合规部门最终在2006年12月核准了两家银行间美元流通业务。

直至2010年，在美国金融管理局的批评下[34]，汇丰最终才决议停止与拉吉哈银行进行美元流通业务[33]，也终止两家银行充满争议之关系。

后续发展—汇丰美国的改变

“我们为过去的错误承担责任，我们对所有受牵涉的人深感抱歉，再一次的深感抱歉。”[35]

—汇丰集团行政总裁欧智华 (Stuart Gulliver)

为降低未来的洗钱风险，汇丰美国采取多项措施以加强内部控制，包括在美国当地严格实施KYC标准[36]，并对位于美国以外地区的分支机构，采取和美国分支机构般的严格审查。此外，为降低其暴露于高风险交易之风险，汇丰美国终止109个代理行关系，也为汇款交易建置新的系统，并且重新改良客户风险评分方法[37]。

为了加强内部规范，汇丰美国追回和不当洗钱相关人员的红利，以及合规管理人员之奖金，银行并增加反洗钱相关经费近九倍，以解决人员不足问题，并重组反洗钱部门[38]。

大到不能关

“对法治而言这是黑暗的一天。”

—纽约时报社论, 12月11日2012年

美国联邦和州政府当局调查结束后，决议不控告汇丰任何人员[39]，尽管此事相当的严重，汇丰仅需付十九亿两千万美元了结此事，和汇丰2012年税前净利两百零六亿美元相比，这惩罚十分轻微[41]。

汇丰未被起诉的主要原因是由于汇丰雇用近一万六千五百名的员工，若银行面临刑事诉讼，必然失去营业许可，进而影响数以千计美国人的生计[42]。因此，法院以为社会整体利益为由，不对汇丰银行起诉[43]。

尽管哥伦比亚的毒贩因为利用汇丰的宽松规定洗钱而入监服刑，汇丰的员工无视法规允许而从事不法交易却可以全身而退[44]，纵使罚款金额为前所未见，未判刑期的结果仍引起隐忧。难道全球性的银行因其对经济的影响力便可脱离牢狱之灾吗？至少到目前为止，没有人对此问题有答案，包括参议员卡尔·列文在内。

问题与讨论

1. 本个案有哪些道德难题？基于本案所提供的三种情境进行讨论。
2. 汇丰有行为准则、道德规范，以及“吹哨子”政策，然而未能有效执行，您认为未有效执行的原因为何？
3. 请评论监管单位对汇丰的恶行所采取的行动是否妥适，有哪些征兆可以让监管者有所警觉？
4. 汇丰反洗钱机制最主要内部控制的疏失为何？汇丰新的内部控制机制以及改进后的反洗钱系统能够改善这些问题？
5. 对银行来说，涉入洗钱行为会对公司造成何种影响？从道德层面而言，司法部决定不提起刑事诉讼的决定是否适当？

This is the abridged version of a case prepared by Apple Goh, Chidambara Thanu, Mabel Koh, Lew Karxieu, Oh Kai Li and Song Huizhen under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or management. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Rachel Goh Yi Ling under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 U.S. Senator for Michigan. (2012, December 11). Levin Statement on HSBC Settlement. Retrieved from http://www.levin.senate.gov/newsroom/press/release/levin-statement-on-hsbc-settlement.

2 Carl Levin is a U.S. Senator and the Chairman of the US Permanent Subcommittee on Investigations.

3 HSBC Holdings PLC. (2013, March 4). 2012 Results Highlights. Retrieved from http://www.hsbc.com/investor-relations/~/media/HSBC-com/InvestorRelations Assets/annual-results/pdfs/hsbc2012arn.ashx.

4 Banks around the world (2013). Top Banks in the World 2013. Retrieved from http://www.relbanks.com/worlds-top-banks/assets.

5 Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 8). Retrieved from https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4.

6 Ibid (pp 6).

7 Jersey State Assembly Government. (2013) Retrieved from http://www.states assembly.gov.je/AssemblyPropositions/2013/P.010-2013.pdf.

8 HSBC Global Connections. (2013) Retrieved from https://globalconnections.hsbc.com/global/en/tools-data/country-guides/mx-march-2013/foreword.

9 United States Department of Justice. (n.d.) Retrieved from http://www.justice.gov/opa/documents/hsbc/dpa-attachment-a.pdf.

10 Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 8). Retrieved from https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704 bcce990d4.

11 Ibid (pp 25).

12 Breuer, L. (2012, December 11). United States Department of Justice. Retrieved from http://www.justice.gov/criminal/pr/speeches/2012/crm-speech-121211.html.

13 Lanny Breuer is an Assistant Attorney General from the US Department of Justice who worked out the US$1.92 billion settlement for HSBC.

14 BBC News. (2012, December 11). HSBC Money Laundering Report: Key Findings. Retrieved from http://www.bbc.co.uk/news/business-18880269.

15 McCoy, K. (2012, December 11). USA Today. Retrieved from http://www.usatoday.com/story/money/business/2012/12/11/hsbc-laundering-probe/1760351/.

16 About the OCC. (n.d.), OCC. Retrieved from http://www.occ.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html

17 Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 283). Retrieved from https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4.

18 The OFAC (Office of Foreign Asset Control) of U.S. Department of Treasury imposes economic and trade sanctions through the OFAC filter, which screens through all U.S. banks transactions and earmarks those associated with a predetermined list of prohibited people and countries. Although Iran is on the list, the U.S. has made some exceptions to allow those relating to crude oil to pass. These exceptions are known as “U-turn” transactions and are meant to facilitate more efficient trading.

19 Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 122). Retrieved from https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4.

20 Ibid.

21 Ibid.

22 Ibid.

23 Ferrari, E, (2012, December 12). The Upward Spiral: A Timeline of HSBC’s Iran Sanctions Violations, Centre for Economics Sanction and Reform. Retrieved from http://www.thecesar.com.php53-7.ord1-1.websitetestlink.com/research/the-upward-spiral-a-timeline-of-hsbcs-iran-sanctions-violations/.

24 U.S. Senate Permanent Subcommittee. (2012, July 17). Levin Opening Statement, “U.S. Vulnerabilities to Money Laundering, Drugs, and Terrorist Financing: HSBC Case History”. Retrieved from http://www.levin.senate.gov/newsroom/speeches/speech/levin-opening-statement-us-vulnerabilities-to-money-laundering-drugs-and-terrorist-financing-hsbc-case-history.

25 Dawn Newspaper. (2012, July 17). Senators accuse HSBC of giving terrorists access to US system. Retrieved from http://dawn.com/2012/07/18/senators-accuse-hsbc-of-giving-terrorists-access-to-us-system/.

26 U.S. Senate Permanent Subcommittee. (2012, July 17). Levin Opening Statement, “U.S. Vulnerabilities to Money Laundering, Drugs, and Terrorist Financing: HSBC Case History”. Retrieved from http://www.levin.senate.gov/newsroom/speeches/speech/levin-opening-statement-us-vulnerabilities-to-money-laundering-drugs-and-terrorist-financing-hsbc-case-history.

[27] Business Insider. (2012, July 17). Report Shows How HSBC Maintained Its Ties With One Of Osama Bin Laden's Key Benefactors. Retrieved from http://www.businessinsider.com/hsbc-ties-to-al-rajhi-bank-2012-7.

[28] Ibid.

[29] Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 205). Retrieved from https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4.

[30] Ibid (pp 208).

[31] Ibid (pp 209).

[32] U.S. Senate Permanent Subcommittee. (2012, July 17). Levin Opening Statement, "U.S. Vulnerabilities to Money Laundering, Drugs, and Terrorist Financing: HSBC Case History". Retrieved from http://www.levin.senate.gov/newsroom/speeches/speech/levin-opening-statement-us-vulnerabilities-to-money-laundering-drugs-and-terrorist-financing-hsbc-case-history

[33] FCPA Compliance and Ethics Blog. (2013, January 14). The HSBC AML Settlement – Lessons Learned for the AML Compliance Practitioner. Retrieved from http://tfoxlaw.wordpress.com/2013/01/14/the-hsbc-aml-settlement-lessons-learned-for-the-aml-compliance-practitioner/.

[34] Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 224). Retrieved from https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4.

[35] McCoy, K. (2012, December 11). USA Today. Retrieved from http://www.usatoday.com/story/money/business/2012/12/11/hsbc-laundering-probe/1760351/.

[36] Wall Street Journal Online. (2012, December 11). HSBC to Pay Record U.S. Penalty. Retrieved from http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324478304578171650887467568.html.

[37] xon 1 April 2013. rieved froml from United States Department of Justice. (2012, December 10). Retrieved from http://www.justice.gov/opa/documents/hsbc/dpa-executed.pdf.

[38] Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 284). Retrieved from https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4.

39 The New York Times. (2012, December 11). Too Big to Indict. Retrieved from http://www.nytimes.com/2012/12/12/opinion/hsbc-too-big-to-indict.html.

40 DealBook. (2012, December 11). HSBC to Pay Record Fine to Settle Money-Laundering Charges. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2012/12/11/hsbc-to-pay-record-fine-to-settle-money-laundering-charges/.

41 HSBC Holdings PLC. (2013, March 4). 2012 Results Highlights. Retrieved from http://www.hsbc.com/investor-relations/~/media/HSBC-com/InvestorRelations Assets/annual-results/pdfs/hsbc2012arn.ashx .

42 The Economist. (2012, December 15). Too Big to Jail. Retrieved from http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21568403-two-big-british-banks-reach-controversial-settlements-too-big-jail.

43 China Securtities Journal. (2012, December 13). HSBC: Too big to jail?. Retrieved from http://www.cs.com.cn/english/finance/201212/t20121213_3776640.html.

44 Congress of the United States. (2013, January 14). Letter to the Attorney General Holder. U.S. Government. Retrieved from http://georgemiller.house.gov/sites/georgemiller.house.gov/files/HSBC%20Letter.pdf. higan. (2012, December 11). Levin Statement on HSBC Settlement. Retrieved from http://www.levin.senate.gov/newsroom/press/release/ levin-statement-on-hsbc-settlement. georgemiller.house.gov/files/HSBC%20Letter.pdf.

摩根大通：伦敦鲸事件

个案大纲

在2012年，媒体报导了伦敦鲸事件（London Whale)，在摩根大通（JP Morgan Chase & Co.）任职的二位交易员利用了非典型的交易策略，大幅增加他们管理之投资组合的规模和风险，该项策略之后被该集团首席执行官形容为有缺陷、复杂、难以核阅、难以执行且难以监控，而并导致相关交易发生超过市值二十亿美元之损失。

然而谁是造成该事件的罪魁祸首？是有责任监督整个公司交易的风险委员会，还是身为主管机关的美国金融管理局（U.S. Office of the Comptroller of the Currency)，亦或是摩根大通的管理阶层？为了彻查此事，公司成立了项目小组。本个案主旨在讨论摩根大通如何处理上述情事，以及不同的利害关联方应如何防止此类巨额损失发生。

公司概况

摩根大通（纽约证券交易所代码JPM）系领导全球的金融服务公司，且为美国最大的金融机构之一。摩根商业银行(JP Morgan & Co.)在1871年于纽约起家，经过一连串合并收购，才演变成今日的摩根大通银行[1]。

摩根大通的业务分为六大部门，包括投资银行部门、零售金融部门、信用卡/汽车部门、商业银行部门、财务/证券/资产管理部门，以及公司/私募部门。其中公司/私募部门包含私募基金、首席投资办公室（Chief Investment Office，以下简称投办室)、以及集中管理的公司后勤单位[2]。

2005年投办室在银行内被分拆为一个独立单位，主要职责为运用银行的超额存款进行投资及避险交易。伊娜·德鲁 (Ina Drew，以下简称伊娜) 从2005年到2012年5月担任银行的首席投资长。在2007年，投办室推出合成信贷资产组合 (Synthetic Credit Portfolio，以下简称合成信贷组合)，为市场提供一个规避信用风险及信用违约的保障[3]。

丑闻的发生

投办室的信用交易负责人哈维尔·马丁 (Javier Martin–Artajo，以下简称哈维尔) 与信用衍生商品交易员布鲁诺·伊克西尔 (Bruno Iksil，以下简称布鲁诺) 在2007年到2011年间，透过对赌特定公司信用指数为银行赚取数十亿元的利润[4]。2011年底，银行高管人员指示他们减少风险加权资产 (Risk Weighted Assets)，然而哈维尔与布鲁诺不但不照投资长会做的标准程序处分合成信贷组合中的高风险资产，反而在2012年1月买进更多长期信用衍生商品，以冲销短期信用衍生商品的部位。这个交易策略最终增加投资组合的规模、风险与风险加权资产，并移除避险的保护[5]。

尽管合成信贷组合持有的衍生商品增加，组合的价值却减少，避险基金内幕人，萨巴资本管理 (Saba Capital Management) 的韦恩斯坦 (Boaz Weinstein) 发现，信用违约交换 (Credit Default Swap) 市场可能被2012年2月市场激烈波动所影响[6]，伊娜在2012年3月23日暂停该项投资组合的交易[7]。

在4月初，媒体爆出了伦敦鲸事件，披露摩根大通投办室为市场大量部位交易的幕后黑手，由于合成信贷市场的信用衍生品规模小且买家少，投办室持有大量的部位及交易很容易被发现，依据投办室内部分析，合成信贷组合总体是损益两平的，目前市场失序以及市价计价的损失只是暂时的并在可控制的范围。摩根大通集团的首席执行官杰米·戴蒙 (Jamie Dimon，以下简称戴蒙) 也同意合成信贷组合相关问题仅是市场小题大作，首席财务官道格拉斯 (Douglas Braunstein) 在4月13日与分析师的对话中也表示银行对目前所持有的部位很“放心”[8]。

在与分析师对话后，损失持续扩大，4月下旬银行指派非投办室的人员核阅并接管合成信贷组合，后来发现该项投资组合风险暴露远比早先投办室报告的更高，市场对投办室处境之了解也使其更难减低损失以及清算部位。一份有普华永道会计师事务所 (PricewaterhouseCoopers) 参与有关合成信贷组合部位的评价报告指出，合成信贷组合的评价是依以一般公认会计准则 (GAAP) 所编制[9]。

在2012年5月10日，戴蒙承认合成信贷组合的交易策略存有瑕疵、复杂、核阅不足、执行不当且监控不足。此时相关交易已造成超过二十亿美元的市值损失，公司为了彻查此事，在5月10日后成立了专门小组来调查相关损失[10]。

摩根大通表示，再次与普华永道讨论过后，银行不确信3月31日合成信贷组合所有金融商品的估价反映了公平价值的诚信估计。7月13日，摩根大通发布五十八亿美元的损失，并重编第一季净利，下调四亿五千九百万美元[11]。

金融衍生产品的不当评价

在美国，像摩根大通一样拥有金融衍生产品的公司，每日需依一般公认会计准则决定金融衍生产品的公允价值，然而，在一般公认会计准则下，运用主观判断决定允当的公允价值是必要的也是被允许的[12]。尽管大多数企业采用每日买卖价差中间值作为衡量的基础，或称“标记”，投办室则在2012年第一季后半段开始违反此行业惯例，藉以隐藏其合成信贷组合衍生商品的公允价值损失[13]。

管理合成信贷组合的交易员们也同时负责每日会计评价的衡量，根据他们选定的“标记”来决定商品的公允价值。据银行初级交易员朱利安 (Julien Grout) 所述，依银行惯例，每位合成信贷组合团队的初级交易员每日会向投办室的主要人员报告投资组合的损益表现，为了掩饰部分未实现损失让损益看来不那么糟，交易员开始不采用买卖差价中间值的衡量方式来决定投资组合的公允价值[14]。

从3月中旬开始，朱利安记录了他们汇报给公司的数值与运用中间值方法设算数值的差异，在3月16日，该项差异（意即未披露的损失）已达三亿美元，朱利安表示若继续到月底，未披露损失恐将成长至十亿美元[15]。这项差异在接近第一季季末时开始缩小，因为交易员决定回头采用中间值方式衡量投资组合公允价值，但这导致损失金额持续扩大，也引起高管阶层对此事之关注。

根据美国法规，银行须建立内部程序以核实资产价值的正确性。摩根大通投办室的评价控制小组 (Valuation Control Group) 在每月底执行内部核实程序，并将结果直接向投办室的首席财务官报告。在衡量合成信贷组合金融衍生产品方面，评价控制小组采用独立评价服务、结合真实事务数据与市场价格信息。在2012年第一季的月底衡量报告中，评价控制小组批准投办室对合成信贷组合投资组合的评价衡量方式，因为银行在评价上准许相当程度上的主观判断，由于交易员使用的标记价格虽非采用中间价，但价格也落在每日买卖价格范围，也在监督小组所设定的价格范围内[16]，因此合成信贷组合的交易员们并未被要求停止使用对他们有利的价格而改采中间值衡量评价投资组合。然而在5月时，投办室被命令将评价方式改采中间值衡量法，这是因为在3月时，摩根大通的投资银行部门被调查发现，其与投办室持有极为相似的信用衍生性商品，但两者所报导的价格竟然存有差异。

违反风险控管

首投室针对交易采用五种不同的风险指标来监管曝险程度，包括风险价值 (Value–at–Risk，以下简称VaR) 限制、信用利差扩大01 (Credit Spread Widening 01，CS01) 限制、信用利差扩大10% (Credit Spread Widening 10%，CSW10%) 限制、压力损失限制 (stress loss limits) 与停损建议 (stop loss advisories)[17]。2012年1月到4月间，上述限制总共被违反超过330次[18]。

根据公司规定，若违反上述限制必须上报其所直属负责人、投办室风险委员会、市场风险委员会、与商业控制委员会。若有违反曝险限制情事发生时，“营业单位除非经过一次性核准通过，不然须立即采取措施降低风险以符合曝险限制规定”[19]。其中一次性核准代表可暂时提高相关的曝险限制。合成信贷组合的VaR是对当日依市价估计损失最高值的预测，早在2012年1月，VaR已超过预设的曝险限制[20]。对此，首席执行官戴蒙与首席风控长约翰·霍根 (John Hogan) 分别核准一次性的VaR限额由一亿两千五百万提升至一亿四千万美元直到1月底[21]。

在此同时，首投室采取了新的VaR衡量模型，瞬间将VaR价值降低近一半，使VaR价值在新的计算方式下不再超过限额。之后，戴蒙宣称新的衡量模型并不足以衡量风险，在5月10日银行决定采回原先使用的VaR衡量模型[22]。

摩根大通稍后在面对参议院质问时承认，新的模型相当匆促地通过内部审核，银行的模型核阅小组 (Model Review Group) 发现新的模型存有问题，并要求要有行动计划解决这些问题，然而终究未来得及改善[23]。

在投资组合规模不断扩大之下，也导致违反其余风险指标，由于投办室持有大量的部位，只要有小的市场变动就会造成合成信贷组合大笔损失[24]。因此管理阶层仅能对违规行为视而不见，或是提高风险指标的限制。

投办室风险委员会

在2012年第1季前，和其它重要的单位相比，投办室的风险委员并不常受检，这导致投办室风险控制薄弱，以及相关机制未能有效执行。此外，风险委员会本身人手不足，更糟的是，公司的风险部门也没有重视这问题，为投办室雇用更多的风险专业人才。不过即便聘用风险专业人员，这些员工似乎是更效忠于投办室的管理阶层，而非公司的风险部门。也因此，一些风险管理人员觉得独立性不足，使得他们无法对投办室旗下单位采用之交易策略作出监督。总体来说，没有良好的机制来监督投办室的交易行为。

除了2011年风险委员会仅举行三次会议外，其成员组成也不适当，委员会成员大多由投办室主要管理人员担任，再加上一向消极被动的态度，风险委员会无法及时更新投办室的风险结构与风险限制。随着合成信贷组合规模渐大且日趋复杂，这些投办室既有的风险管理缺失变得更加严重。伴随这些缺失所带来对公司的威胁包括批准追求高风险之交易策略，以及让合成信贷组合的规模和复杂度显著的成长。

尽管投办室新任风控长古德曼 (Goldman) 在2012年1月上任，并受托重建风险控制与改善风控的执行，但却为时已晚，他所建立的架构已无法帮投办室降低庞大的损失。此外，古德曼在风险管理方面仍没有足够的经验。

董事会风险委员会[26]

与其它美国大型银行不同，摩根大通事会下的风险委员会缺乏有相关银行和财务风险管理经验的成员，唯一一位具有经验者在金融业服务仍未超过二十五年，尽管成员严重缺乏相关经验，风险委员会自2008年以来从未做任何的更换。此委员会由詹姆士・冠 (James Crown) 担任主席，成员包括艾伦・夫特 (Ellen Futter) 与戴维・寇特 (David Cote)，规模也相对较小。

由于风险委员会成员严重缺乏华尔街经验，使得他们面对投办室的风控长时，无法提出质疑来降低交易策略的潜在风险。在2011年仅举行七次会议中，由于缺乏相关经验，风险委员会对银行采取之风险政策均表示无虞。

其他控制、监督委员会与董事会[27]

和投办室风险委员会之情况相同，由于合成信贷组合规模及复杂度增加增长，评价控制小组面临探讨其营运上的缺失，同时，由于不适当的价格及评价测试等相关问题，评价控制小组也饱受摩根大通内部审计部门的批评。若每日回报交易报告，将有助于侦测这些事件，然而摩根大通并未实施该项作法。尤其是首席财务官应注意到交易员缺乏控制所产生之重大财务风险。

此外，批准及执行新型VaR模型的程序更是混乱，首席执行官戴蒙似乎在给与批准时欠缺思考，因为在国会作证时，他表示并没有印象批准此案[28]。尽管有良好的运作及风险措施，以及模型核阅小组发现新模型在运作与计算上的问题，然而这些问题都被忽视，直至1月底模型启用前仍未改善。

金融管理局

金融管理局系摩根大通的主要监管单位，其主要职责为特许、管理、及监督所有美国国内银行与联邦储蓄机构。在2012年4月伦敦鲸交易事件被媒体报导前，合成信贷组合的相关信息几乎未上报给金融管理局，由于摩根大通没有披露相关信息，使得金融管理局无法作有效的监督，在2012年前也没有对合成信贷组合做相关检查。披露不足的行为有效地排除了金融管理局的监控，因此在2012年前，其并未对合成信贷组合执行相关核阅[30]。然而，有征兆可以发现升高的风险是和投办室交易有关连的。在2011年摩根大通提呈给金融管理局的风险报告中，披露了投办室在2011年上半年不断违反风险压力指标，金融管理局应该要注意到此不寻常行为并进行后续的追踪，但金融管理局却没有做任何处理。此外，在2012年，投办室进行高达10亿美元之高风险衍生性商品对赌，为投办室赚进四亿美元，金融管理局虽然知道这4亿美元的获利，但未对投办室针对该项交易内容与原因进行询问。

在2012年1月，合成信贷组合的角色被银行进一步淡化，投办室向金融管理局误报将缩小合成信贷组合规模，然而，第一季结束后，规模却反而增加3倍[31]。此外，在接下来的几个月，摩根大通开始在上呈金融管理局的报告中删去投办室重要的营运数据，金融管理局却未注意到报告中有遗漏部分，也没有向摩根大通要求新的投办室管理报告书。此外，摩根大通将投办室多次违反VaR限制情事披露在风险报告中，然而金融管理局却没有核阅报告或质问违反VaR相关交易活动的缘由。在伦敦鲸事件被披露后，金融管理局终于对其原先之疏失进行调查。在2012年10月，金融管理局发布一份内部报告，承认其未对投办室多次违反风险指标一事进行彻查，另外不当允许摩根大通提交汇总的投资组合营运数据，藉以隐匿投办室从事高风险交易活动的行为[32]。

沃尔克法则 (Volcker Rule) 的启示

沃尔克法则被引入为多德–福兰克法案 (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 的一部份，藉由限制联邦提供保险的银行、关联企业与子公司进行高风险自营交易活动，进而降低银行业风险[33]。然而沃尔克法仍允许从事避险行为。

2012年4月13日，摩根大通首席执行官戴蒙驳斥有关伦敦鲸事件之报导，认为媒体小题大作。此外，首席财务官道格拉斯更向投资者、分析师，以及社会大众保证合成信贷组合的交易活动是出于长期投资行为，过程公开透明、经银行风险管理人员核准，具有避险功能，且最终符合正于立法中的伏克尔法则。

然而，在业绩发布日的前一天，伊娜写信给首席财务官布朗斯坦 (Braunstein)，表示伏克尔法则仍在制定阶段，银行最终是否符合法规仍属未知[34]。此外，银行早先已向监管机关表明，对伏克尔法则将限制合成信贷组合金融衍生产品交易感到担忧。

在2012年第一季，投办室对监管机关不实表达及隐匿合成信贷组合、未叙明合成信贷组合长期性的投资决策过程、合成信贷组合在避险中扮演之角色，以及宣称合成信贷组合符合伏克尔法则等种种行为，误导了投资者、监管单位以及社会大众，导致上述利害关联方对首投室信用衍生金融商品产生错误印象。

对股价之影响

在2012年5月11日摩根大通公告交易亏损后，银行股价下跌超过9%，从每股40.74美元跌至36.96美元[35]。也促使芬克尔斯坦·汤普森 (Finkelstein Thompson) 律师事务所代表摩根大通股东，针对银行的亏损进行查。2012年6月4日，摩根大通股价相比3月28日最高点每股46.27美元，已下跌33%来到每股31.00美元。翌日，报导指出美国监管机构会探讨追回与交易损失相关员工分红的可能性。投资者对此举大表支持，因为他们可望用追回的分红弥补部分的交易损失，使得股价小幅回升3%。在7月13日，在公布第二季盈余的同时，摩根大通重编第一季盈余，并向公众表示媒体所报导的问题已经解决了[39]。投资者们知悉此事后，对银行采取补救措施感到振奋，股价当日再度回升6%[40]。在公布第二季盈余表现后，摩根大通股价持续攀升，在9月中时回到5月11日前之水平，并在2013年1月初升回2012年3月28日之高点。

后续发展

自从交易丑闻曝光后，投办室管理阶层也有所变动，投资长伊娜下台并退休，并自愿归还二年的薪酬给银行[41]，其它几位投办室的人士，包括哈维尔、布鲁诺与朱利安也被解雇[42]。

在2012年5月宣布交易损失后，多个官方调查开始展开，摩根大通成立项目小组调查内部疏失，并提出相关措施以彻底杜绝此类事件再次发生[43]。美国参议院亦公开调查此事，传唤银行关键人士与收集内部证据，之后针对此事出具一份全面的调查报告[44]。

问题与讨论

1. 摩根大通主要的公司治理问题为何？该如何改善摩根大通的风险管理与内部控制？与另一个美国金融机构做一个对比。

2. 请对摩根大通在丑闻爆发后和利害关联方的沟通做评论。

3. 政府在管制金融机构应扮演何种角色？请以美国与新加坡之情况进行比较。

4. 非执行与独立董事应该对摩根大通投办室的交易损失负责吗？事后来说，假使您是董事会成员之一，在2012年丑闻公开爆发前，您会怎么做？

5. “公司高层的态度对一家公司的公司治理有显著影响”。这句话与摩根大通之交易损失有何关联性？请解释。

6. 违反规定的行为是有可能被避免的。若您是交易员，您会怎么做？您觉得“吹哨子”机制是否可以防止违反规定行为的发生？

This is the abridged version of a case prepared by Benjamin Chua Kok Lee, Lian Jiahui, Lim Meei Shin, Vanessa Poh Yun Han and Jason Tan Jia Shen under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Trina Ling Tzi Chi under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 JPMorgan Chase. (2008). The History of JPMorgan Chase & Co.: 200 Years of Leadership in Banking. Retrieved from http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/document/shorthistory.pdf

2 JPMorgan Chase. (2011). 2011 Annual Report. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2265496134x0x556139/75b4bd59-02e7-4495-a84c-06e0b19d6990/JPMC_2011_annual_report_complete.pdf

3 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf

4 Zuckerman, G., & Fitzpatrick, D. (2012, August 3). J.P. Morgan 'Whale' Was Prodded. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/article/SB10000872396390443545504577565062684880158.html

5 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013

6 Ahmed, A. (2012, May 26). The Hunch, the Pounce and the Kill. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2012/05/27/business/how-boaz-weinstein-and-hedge-funds-outsmarted-jpmorgan.html?pagewanted=all

7 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf

8 Ibid.

9 Ibid.

10 Ibid.

11 Ibid.

12 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013

13 Ibid.

14 Ibid.

15 DealBook. (2013, March 14). The Things Bankers Say, the London Whale Edition. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/03/14/the-things-bankers-say-the-london-whale-edition/

16 Zuckerman, G., & Fitzpatrick, D. (2012, August 3). J.P. Morgan 'Whale' Was Prodded. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/article/SB10000872396390443545504577565062684880158.html

17 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013

18 Lenzner, R. (2013, March 15). J P Morgan Breached its Risk Limits More Than 330 Times in 2012. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/robertlenzner/2013/03/15/the-cover-up-is-always-worse-than-the-crime/

19 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf

20 Financial Conduct Authority. (2013). Final Notice. Retrieved from http://www.fca.org.uk/static/documents/final-notices/jpmorgan-chase-bank.pdf

21 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf

22 Keoun, B. (2012, June 2). JPMorgan's Iksil Said to Take Big Risks Long Before Loss. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2012-06-01/jpmorgan-s-iksil-said-to-take-big-risks-long-before-loss.html

23 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013

24 Ibid.

25 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf

[26] Kopecki, D., & Abelson, M. (2012, May 26). JPMorgan Gave Risk Oversight to Museum Head With AIG Role. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2012-05-25/jpmorgan-gave-risk-oversight-to-museum-head-who-sat-on-aig-board.html

[27] JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf

[28] Pollack, L. (2013, June 4). This is the VaR that slipped through the cracks. Retrieved from http://ftalphaville.ft.com/2013/04/10/1455152/this-is-the-var-that-slipped-through-the-cracks/

[29] Office of the Comptroller of the Currency. (n.d.). About the OCC. Retrieved from http://www.occ.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html

[30] United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013

[31] Ibid.

[32] Ibid.

[33] Ibid.

[34] Ibid.

[35] United States District Court. (2012). Class Action Complaint. Retrieved from http://securities.stanford.edu/filings-documents/1048/JPM00_01/2012514_f02c_12CV03852.pdf

[36] Finkelstein Thomspon. (2012). JP Morgan & Chase Co. Retrieved from http://www.finkelsteinthompson.com/investigation/jp_morgan.php

[37] Yahoo Finance. (2012). JPMorgan Chase & Co. (JPM) – NYSE. Retrieved from http://finance.yahoo.com/q/hp?s=JPM&a=02&b=28&c=2012&d=05&e=4&f=2012&g=d

[38] Clarke, D. & Alper, A. (2012, June 5). U.S. regulator says looking at JPMorgan clawbacks. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2012/06/05/us-jpmorgan-occ-idUSBRE8541A420120605

[39] Silver-Greenberg, J. (2012, July 13). JPMorgan Says Trading Loss Tops $5.8 Billion; Profit for Quarter Falls 9%. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2012/07/13/jpmorgan-reports-second-quarter-profit-of-5-billion-down-9/

40 Yahoo Finance. (2012). JPMorgan Chase & Co. (JPM) – NYSE. Retrieved from http://finance.yahoo.com/q/hp?s=JPM&a=06&b=12&c=2012&d=06&e=14&f=2012&g=d

41 Kopecki, D. (2012, July 13). JPMorgan's Drew Forfeits 2 Years' Pay as Managers Ousted. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2012-07-13/dimon-says-ina-drew-offered-to-return-2-years-of-compensation.html

42 Melendez, E.D. (2013, March 13). Julien Grout, Former JPMorgan Junior Trader, Challenged The London Whale. The Huffington Post. Retrieved from http://www.huffingtonpost.com/2013/03/15/julien-grout-jpmorgan-london-whale_n_2884375.html

43 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf

44 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013

波克夏海瑟威：大卫苏克的陨落

“让公司亏钱，我能体谅理解；让公司失信，我将毫不留情。”

—波克夏海瑟威公司董事长兼首席执行官，华伦巴菲特[1]

个案大纲

波克夏海瑟威公司 (Berkshire Hathaway，以下简称波克夏) 的董事长兼首席执行官华伦巴菲特 (Warren Buffett，以下简称巴菲特) 于2011年记者会中突然宣布，大卫苏克 (David Sokol，以下简称苏克) 基于个人原因已辞去职务，消息释出后震惊各界。苏克一直被外界视为巴菲特的接班人，如今闪电请辞引起了股东的质疑。消息指出苏克曾于建议巴菲特收购路博润公司 (Lubrizol) 前，先买进路博润股票。尽管受到内幕交易指控，苏克坚称其买进路博润股票之行为并无不法，此事件使波克夏的公司治理及良好声誉受到怀疑。本个案主旨在就其牵涉之道德问题、内幕交易、以信任为基础之公司治理、董事会监督之有效性，以及接班计划之重要性进行讨论。

波克夏公司背景

波克夏是一家跨国控股公司，由波克夏精纺协会 (Berkshire Fine Spinning Associates) 及海瑟威制造公司 (Hathaway Manufacturing Company) 于1955年合并而成[2]。在1962年，巴菲特开始（以其认为被低估的价格）买进波克夏的股票，并于1967年成为该公司之最大股东。停止公司之纺织业务后，巴菲特利用波克夏作为投资主体，对其它公司进行收购，多以保险业公司为主。也让波克夏扩展为多元化公司[3]。在1965年至2011年期间，波克夏在公司股票价格表现上持续优于市场[4]，并于2012年被富比士 (Forbes) 评比为中成为全美国最有信誉的公司之一[5]。

以信任为基础的公司治理[6]

尽管规模庞大，波克夏的公司治理结构却相对简单，即以信任为基本原则。有鉴于巴菲特始终认为公司是靠合伙人间的信任关系方能运作，以信任为基础的公司治理方式并不令人感到讶异。此独特的治理方式亦体现于波克夏实际的公司运作。

波克夏公司资本集中于总部，如何运用及投资其底下营运单位赚得之现金流，完全端看巴菲特一人的决定，有时巴菲特会咨询他的长期合伙人查理芒格 (Charlie Munger)，但他的决定却从未被任何委员会审核过。而波克夏也没有正式的投资委员会的编组来检视核阅资金分配决策。各营运单位之营运决策由各单位管理阶层自行决定，无需与总部咨商，甚至无需缴交各单位预算及长期计划。上述营运模式显示公司总部信任各管理阶层之正直性。

此外，波克夏的内部控制机制极少，公司委员会未对收购之决策实施详尽调查，且董事会很少检视核阅收购决定，大多数收购决策皆由巴菲特一人决断。

查理芒格形容波克夏之公司治理系统为“一张值得信赖，无缝的网”，并认为此系统帮助公司从1965年资本一千万美元成长至2011年二千亿美元[7]。

苏克崛起

苏克原为中美能源公司（MidAmerican Energy）首席执行官[8]，1999年波克夏收购中美能源公司，从1999年至2011年间，苏克展现了他卓越的管理绩效，使外界猜测苏克为最有可能接替巴菲特的候选人。在苏克的领导下，原先表现不佳的佳斯迈威（Johns Manville）公司及利捷（NetJets）公司营运逐渐回到正轨，更强化苏克在波克夏中“明星球员”的地位[9]。此外，苏克也在波克夏选择某些收购目标的过程中扮演着不可或缺的角色。2010年起，苏克参与波克夏筛选向外收购目标的任务[10]，进而导致往后一连串事件，而这也成为苏克争议性辞职事件的起点。

收购路博润公司[11]

收购路博润之交易起始于2010年底，当时花旗（Citigroup）的投资银行家们提供给苏克一份潜在收购目标列表，列表内容列出他们认为波克夏可能感兴趣的化工公司。整份清单中苏克仅选择了路博润一家公司，并委托投资银行家们对路博润的首席执行官表示波克夏收购路博润之意愿。在苏克的要求下，花旗银行随后安排了路博润的首席执行官詹姆士(James Hambrick) 与苏克会面，苏克即代表波克夏出席此次会谈。

2011年1月中旬，苏克向巴菲特报告其与路博润首席执行官之会谈，并建议收购路博润公司，对谈中，巴菲特询问苏克是利用何种管道知晓路博润公司，苏克回复他持有路博润的公司股份，然而，却没有提及他买进股份的金额及时间点。2011年1月25日，苏克再度与詹姆士会面，并于隔日向巴菲特报告会谈内容。一个多礼拜后，巴菲特亲自与詹姆士会面协商收购条件，并于2011年3月14日宣布并购协议，最终波克夏同意以九十亿美元收购路博润公司。

当花旗的代表前来祝贺巴菲特这项并购案时，他透露花旗在这次合并中扮演的角色。这促使了波克夏展开相关调查，并进一步发现苏克在合并案提出的前几天所购买之路博润股份，在这并购案中成功后获得高达三百万美元的巨额利润[12]。此事公开后，苏克随即被公众指控滥用其在波克夏职位获得内幕消息，以私人持股方式进行内幕交易获取不当利益。

苏克反驳

苏克闪电辞职引起众多猜疑，为了捍卫自身名誉，苏克于2011年3月31日答应接受CNBC采访，访谈中，他提出以下说法[13]。

首先，买进股份是基于他的个人决定，而非基于建议巴菲特收购路博润所造成之潜在并购机会。其次，他买进路博润股份时对波克夏有意收购路博润并不知情。此外，苏克辩称其并未利用任何花旗所提供之内幕消息，并强调花旗所提供的信息皆为公开信息，个人购买股票之行为是为了进行个人家庭的财富管理。最后，巴菲特在波克夏一人掌控投资决定权，因此苏克认为他对路博润的收购决策并无控制权，指控他进行内幕交易并不公平。

审计委员会报告

苏克辞职后，波克夏之审计委员会决议调查此事，并对苏克辞职事件发表公开说明。2011年4月底[14]，波克夏发布一份长达十八页的报告，报告中审计委员会批判苏克买进路博润股份之行为，并概述苏克的行为违反公司政策及法律之原因。

首先，该交易违反波克夏公司内部交易政策及程序之规范，规范中明定当握有公开公司重大信息时，不得与其进行私人交易。尽管巴菲特的收购决策有其重大不确定性，从苏克在花旗的清单中选择路博润的那一天起，他即应放弃与路博润进行私人交易。

此外，苏克亦违反了波克夏的商业行为与道德规范。当苏克已知路博润考虑收购计划后，收购成功的可能性即提高，该信息虽非重大，却有其机密性，因此波克夏的商业行为与道德规范中明文禁止此行为。苏克利用此机会达成其个人利益亦违反规范，甚至可能玷污波克夏的名誉，使其进行敌意收购，并削弱日后潜在合作伙伴对波克夏之信任。

最后，苏克并未履行职责对此交易作充分的披露，这行径不仅违反公司规范，亦违反特拉华州（Delaware）法律，依据法律规范，任何可合理预期将产生利益冲突及个人利益之交易皆需充分披露。

巴菲特选任接班人之挑战

苏克辞职不仅引发一波对波克夏公司治理实务及制度相关之批评，此外，波克夏的继任问题又再度引起热议。

在事件爆发前，苏克原为巴菲特接班人的热门人选，如今接班规划问题再度成为波克夏投资者的关心议题[15]。随着苏克辞职，巴菲特的接班人问题及选择过程之有效性问题再度被提起，尽管巴菲特一再向大众保证波克夏已经准备好交替[16]，并已确定一名接班候选人及两名候补接班人，但因此宣告尚有待观察，且高龄82岁的巴菲特已于2012年4月11日被诊断出患有前列腺癌[17]，因此接班问题仍引起许多人的焦虑。2012年5月5日，一项关于将接任政策记录并详细披露的股东提案被否决[18]，董事会认为正式公布公司的接班计划并没有任何好处。

然而对良好的公司治理而言，一个清楚的接班计划是必要的。波克夏真正的难题在于如何有效率地选择候选人并执行无缝交替，将权力交接给适当的接班人，接班人至少需能保持公司文化及波克夏的杰出表现。

波克夏的下一步

苏克的丑闻事件为巴菲特及波克夏董事点出波克夏公司治理系统的几个问题。波克夏公司总个治理结构是否应该改变？公司是否需要有更多内部控制？苏克或其他高阶管理阶层是否曾从事类似交易行为，却因为薄弱的内控系统未被察觉？波克夏是否需要重组董事会，并赋予其监督首席执行官与其决策之权利？

鉴于上述担忧，巴菲特与董事会的当务之急是确保公司声誉，毕竟，耗费二十年建立起的声誉，只需要五分钟即可将其摧毁。

事件结局

1月上旬，美国证券交易委员会 (U.S. Securities and Exchange Commission) 撤销对苏克的调查。根据苏克的律师所言，由于没有证据，苏克已完全排除其嫌疑[19]。

问题与讨论

1. 苏克之行为是否不道德？美国证券交易委员会放弃追查苏克，是否代表波克夏与社会大众对苏克不公？
2. 此事件是否与波克夏目前公司治理制度有关？要如何修改其公司治理制度以避免此类事情再度发生？
3. 公司如何在给明星管理阶层(如：苏克) 适当自由与监督间取得平衡？
4. 为什么投资者担心波克夏的接班人计划？董事会该如何解决此问题？

This is the abridged version of a case prepared by Chan Ying Ying, Grace Foo Mao Jia, Rachel Goh Yi Ling, Lui Wing Kee, Sebastian Joseph Widodo, Tan, Francis de Jesus, Annis Teo Zhen Ni under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Rachel Goh Yi Ling under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Buffett, Warren, Opening Statement before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Energy and Commerce Committee of the U.S. House of Representatives. 4 Sep 1991.

2 Berkshire Hathaway, 20 Feb 2012, Financial Information, World Finance, <http://finance.mapsofworld.com/company/b/berkshire-hathaway.html> accessed 23 Dec 2012

3 Ibid.

4 Reeves, Jeff, Are the Best Days of Berkshire and Buffett Behind Us?, 25 Feb 2012, InvestorPlace. <http://www.investorplace.com/2012/02/are-the-best-days-of-berkshire- and-buffett-behind-us/> accessed 23 Dec 2012

5 Smith, Jacquelyn, America's Most Reputable Companies, 4 Apr 2012, Forbes, <http://www.forbes.com/sites/jacquelynsmith/2012/04/04/americas-most-reputable-companies/3/> accessed 23 Dec 2012

6 Extensive reference to "Berkshire Hathaway: The Role of Trust in Governance" by Larcker and Tayan, 28 May 2010, Stanford Graduate School of Business, was made in creating this section.

7 Wesco Financial, Annual Meeting 2007. Cited in: Outstanding Investor Digest, Vol. XXI, No. 1 & 2, 29 Feb 2008.

8 The Resignation of David Sokol: Mountain or Molehill for Berkshire Hathaway?, 21 Apr 2011, Stanford Graduate School of Business.

9 Dumaine, Brian, Warren Buffett's Mr. Fix-It: Full Version, 2 Aug 2010, CNN Money, <http://money.cnn.com/2010/07/29/news/companies/buffets_mr_fixit_full.fortune/index.htm> accessed 23 Dec 2012

10 Trading in Lubrizol Corporation Shares by David L. Sokol, 26 Apr 2011, The Audit Committee of Berkshire Hathaway Inc,

11 Extensive reference to the Trading in Lubrizol Corporation Shares by David L. Sokol, 26 Apr 2011, The Audit Committee of Berkshire Hathaway Inc, was made in creating this section.

12 Barrett, Paul, How Warren Buffett Protégé David Sokol Lost His Way, 28 Apr 2011, Bloomberg Businessweek., <http://www.businessweek.com/magazine/content/11_19/ b4227050988120.htm> accessed 23 Dec 2012

13 Crippen, Alex, CNBC Transcript: David Sokol Defends His Controversial Lubrizol Stock Purchases, 1 Apr 2011. CNBC, <http://www.cnbc.com/id/42365586/CNBC_TRANSCRIPTnbsp_David_Sokol_Defends_His_Controversial_Lubrizol_Stock_ Purchases> accessed 23 Dec 2012

14 Trading in Lubrizol Corporation Shares by David L. Sokol, 26 Apr 2011, The Audit Committee of Berkshire Hathaway Inc,.

15 Lemer, Jeremy, Buffett Heir Apparent Sokol Resigns, 31 Mar 2011. Financial Times <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4d406ba2-5b18-11e0-b2a1-00144feab49a. html #axzz2G61ehppU> accessed 23 Dec 2012

16 Ng, Serena, “Berkshire Brings Clarity, if not Names, to Buffett Succession Plan”, 26 Feb 2012. The Wall Street Journal, <http://online.wsj.com/article/ SB10001424052 970203960804577244973811340012.html> accessed 23 Dec 2012

17 Trotman, Andrew, ‘Warren Buffett Diagnosed with Prostate Cancer’ 17 Apr 2012. The Telegraph, <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksand finance /9210456/Warren-Buffett-diagnosed-with-prostate-cancer.html> accessed 23 Dec 2012

18 Berkshire Hathaway Proxy Statement for Annual Meeting of Shareholders. 5 May 2012.

19 Prasa, Sakthi, “The SEC Dropped Its Probe Of Ex-Berkshire Exec David Sokol”, 4 January 2013. Business Insider, http://www.businessinsider.com/sec-drops-case-against-david-sokol-2013-1> accessed 17 Jan 2013. tt, Warren, Opening Statement before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Energy and Commerce Committee of the U.S. House of Representatives. 4 Sep 1991.

大帆避险基金：内幕交易

个案大纲

大帆船避险基金（Galleon）内幕交易（insider trading）案为华尔街（Wall Street）史上最大的内幕交易案之一，涉及高盛（Goldman Sachs）与宝碱（Procter & Gamble）二家国际性公司之商业机密泄露问题，进而导致两位著名商业领导人顾磊杰（Rajat Gupta）与拉杰·拉贾拉特男（Raj Rajaratnam，以下简称拉杰）失势。顾磊杰本为一位受到高度敬重且具影响力的商业人士，案件爆发后被控一项共谋与五项证券诈欺罪名，信誉扫地。本案主旨在探讨内幕交易、董事职责，以及担任多家公司董事职务之相关议题。

顾磊贾生平简介

顾磊杰为著名美国商业人士，是首位担任麦肯锡商务咨询顾问公司(McKinsey & Company，以下简称麦肯锡)[1]的印度裔执行董事，曾因此声名大噪。尽管出身并非显赫，顾磊杰在求学阶段却表现杰出，取得哈佛大学商学院（Harvard Business School)工商管理硕士学位后[2]，顾磊杰在1973年进入麦肯锡公司，1994年成为公司执行董事，并担任印度商学院（Indian School of Business)、美国印度基金会（American India Foundation)，以及攀缘工业溶剂公司（Scandent)[3]的共同创办人。也正是这时候，他结识华尔街许多富裕的投资银行家[4]，顾磊杰的共犯拉杰后来宣称“顾磊杰本是亿万富豪之流，然而他却想挤进十亿万富豪之圈子”[5]。

顾磊杰亦担任多家公司的董事职位，包括高盛、宝碱、美国航空公司(AMR Corporation)、简伯特 (Genpact Limited) 与哈曼国际工业公司(Harman International Industries)[6]。他也在教育机构及非营利组织担任董事，包括哈佛大学商学院与盖兹基金会 (Gates Foundation)[7]，此外，他仍保留麦肯锡名誉资深合伙人的身份[8]。

顾磊杰与拉杰之友谊

与顾磊杰不同，拉杰出身于斯里兰卡 (Sri Lanka) 的富裕家庭，从小接受英语教育，毕业于华顿商学院 (Wharton Business School)，拥有工商管理硕士学位[9]。拉杰创立世界上最大的避险基金管理公司大帆避险基金，在公司于2009年10月因弊案爆发而没落前[10]，担任该公司避险基金经理人与合伙人，同时兼任大帆科技基金 (Galleon Tech Fund) 之管理阶层及投资组合经理人[11]。与顾磊杰一样，拉杰的名字在华尔街也是相当响亮。

顾磊杰于2006年投资及合资私人企业泰姬资本公司 (Taj Capital) 与新丝路 (New Silk Route Partners) 公司，因而与拉杰结缘，二人迅速地发展好友与商业合伙人关系[12]。此后顾磊杰频繁地造访拉杰办公室[13]，关系之友好可见一斑。

据称在发生内幕交易之期间，拉杰委任顾磊杰担任大帆避险基金的董事长，并给予顾磊杰该公司股份[14]，此外，顾磊杰亦投资大帆避险基金旗下至少两个基金，投资金额约一千万美元[15]。

事件过程

2007年3月12日

顾磊杰在大帆避险基金的处所参与高盛审计委员会的电话会议[16]，会议中委员会曾讨论高盛公司第一季公司盈余，该盈余超乎分析师预期[17]，并预计于会议隔日发表公告。会议结束后约25分钟，拉杰利用公司基金购买高盛公司三十五万股股份[18]，翌日高盛公司发布盈余公告后，该公司股价每股上涨超过2美元，大帆避险基金藉此获得可观利润[19]。

2008年6月10日

高盛公司的首席执行官劳埃德·布兰克芬 (Lloyd Blankfein) 曾告知顾磊杰，该公司第二季盈余会大幅超越分析师预期[20]，据称顾磊杰曾对拉杰通风报信高盛公司盈余的相关消息。隔日早晨开市几分钟后，拉杰透过大帆避险基金旗下基金购买高盛公司7,350股价外期权 (out–of–the–money call option)，并买入三十五万股高盛股票[21]。2008年6月17日，当高盛宣布公司第二季盈余后，拉杰将上述投资售出，获利高达一千九百万美元[22]。

2008年7月29日

顾磊杰在与拉杰的电话会议中，透露高盛公司董事会之商业机密，告知其可能收购美联银行 (Wachovia) 或美国国际集团 (American International Group) 之公司决策[23]。

2008年9月23日

顾磊杰使用其手机参加高盛公司董事会之电话会议，会议过程中，在金融危机的风暴下，董事会决议批准波克夏海瑟威 (Berkshire Hathaway) 五十亿美元之投资[24]，在下午3点54分，决议通过后不到十六秒，顾磊杰即致电拉杰并透露此消息[25]。在下午3点58分，股票市场收盘前两分钟[26]，拉杰指示大帆避险基金以旗下基金买入高盛公司二十一万七千两百股股份，总额约二千七百万美元。

股市收盘后，高盛公开发布波克夏海瑟威投资之信息[27]，翌日早晨，公司以每股128.44美元开盘，比起前一日125.05美元的收盘价[28]，每股上涨超过3美元，大帆避险基金随即售出其持有之二十一万七千两百股股份，赚进约八十四万美元之利润[29]。

2008年10月23日

顾磊杰在董事会电话会议中，从高盛之高阶主管得知当季财务报告状况[30]，根据公司内部财务分析，公司当季（截止至2008年11月28日）每股将亏损2美元，比市场预期地更为严重，亦是公司上市以来第一次发生亏损[31]。会议结束后二十三秒，顾磊杰即将此负面的财务信息致电拉杰[32]，隔日股市开盘后，大帆科技基金开始抛售其持有之高盛公司股份，抛售约十五万股，避免了数百万美元的损失[33]。

2009年1月29日

顾磊杰在宝碱当季财务报告发布前一日的早上9点出席宝碱公司之审计委员会会议[34]。

盈余结果初稿中，公司预期其当年会计年度的销售将成长2到5%，此预测比先前宝碱所公布的预测较差[35]。据称顾磊杰于当日下午1点18分将这消息告知拉杰[36]。不久后，在2点52分，大帆避险基金开利用其基金卖空宝碱十八万股股票[37]，获取超过五十七万美元利益[38]。

2010年7月1日

顾磊杰成为国际商会 (International Chamber of Commerce) 之董事长。华尔街日报于2010年4月披露顾磊杰正接受联邦调查，然而该消息并未动摇国际商会让顾磊杰进入董事会之决定。此外，顾磊杰仍保有其宝碱、美国航空、哈曼国际工业公司与其他公司之董事职位[39]。

2011年3月1日

美国证券交易委员会 (U.S. Securities and Exchange Commission，以下简称证管会) 针对顾磊杰牵涉到与拉杰相关的内幕交易行为提起行政诉讼[40]。顾磊杰坚决否认证管会之指控，并反诉该项指控不仅不公且侵犯人权[41]。在8月4日，证管会撤消其诉讼[42]。

2011年10月13日

拉杰因这几十年来最大的内幕交易案被判刑坐牢十一年[43]、罚款一千万美元，并将其名下五千三百八十万美元充公[44]。

2011年10月26日

顾磊杰向联邦调查局 (Federal Bureau of Investigation) 自首后被逮捕，遭起诉一项共谋与五项证券诈欺罪名，刑期最高可达一百零五年[45]。其后检察官针对顾磊杰在2007年3月12日在大帆避险基金处所，涉嫌泄露高盛公司审计委员会会议内容，额外再起诉一项证券诈欺罪名[46]。

顾磊杰对所有指控皆不认罪，被限制出境后以一千万美元保金交保候传[47]，委任律师仍坚称其无罪[48]。

顾磊杰卸下各家公司董事职务

高盛

在证管会提起行政诉讼前，顾磊杰即决定将不参选高盛公司2010年3月董事会之董事竞选[49]。高盛公司董事长兼首席执行官劳埃德 (Lloyd C. Blankfein) 在新闻稿中表示顾磊杰之建议与对公司文化之了解对公司有巨大帮助[50]。然而劳埃德在顾磊杰审判中以证人身份出席时，承认在顾磊杰辞职前对顾磊杰和拉杰的关系略有察觉，但表示顾磊杰下台后他对此事才多所了解[51]。尽管当时有所察觉，高盛并未采取任何举动。

宝碱

宝碱在其提交之监管文件与新闻稿中表示，顾磊杰自2011年3月1日起已自动辞去董事职位，避免造成宝碱董事会与其业务焦点被模糊[52]。

公司与董事会在前几周即预料到证管会将对顾磊杰提出民事诉讼[53]，尽管顾磊杰曾经向公司提交亲笔声明，保证这指控没有依据，宝碱以股东的利益为由，并未通知股东该事件，并认为此事件并非属重大信息也因此不需要披露[54]。

美国航空与哈曼国际工业公司

自宝碱辞职后，顾磊杰仍保留其于美国航空与哈曼国际工业公司之董事职务，上述二间公司之发言人对其行为表示不予置评[55]。

2011年3月7日，顾磊杰辞去美国航空及其子公司[56]，以及哈曼国际工业公司之董事职务[57]。

麦肯锡

尽管顾磊杰仍保有其于麦肯锡之名誉合伙人身份，有自己的办公室与助手，弊案爆发后，麦肯锡发言人表示，公司与顾磊杰间之事业关系已不复存在[58]。

简伯特

顾磊杰为简伯特之董事长，在事件爆发后公司仍公开对其表示支持，并于声明稿中表示顾磊杰对公司有高度贡献，在公司治理上亦有高度正直性[59]，除证实其将继续留任董事长外，公司将不再做任何声明[60]。然而2011年3月4日，顾磊杰自动向简伯特请辞其董事职务[61]。

印度商学院

与简伯特相同，印度商学院亦表示将支持顾磊杰，认为未来调查结果必会为他平反，将继续委任其作为印度商学院执行董事会的主席[62]。印度内外对此项人事案争议不休，因为顾磊杰辞去所有美国相关机构的董事职务，然而却仍是印度相关机构之董事[63]。尽管有印度商学院的支持，顾磊杰于2011年3月21日辞去印度商学院董事职务[64]。

到2011年4月为止，顾磊杰已辞去所有他曾经担任之董事职务。

罪名成立

顾磊杰的审判从2012年5月22日开始，6月15日时，他被判一项共谋，而五项证券诈欺中有三项罪名成立[66]。

10月24日，顾磊杰被判处有期徒刑两年，并科罚款五百万美元[67]。内幕交易罪名成立后，顾磊杰的名声一落千丈，结束其辉煌多年的商业生涯。

问题与讨论

1. 请评析顾磊杰在各公司董事会担任之职务。
2. 假若证管会之指控为真，请讨论顾磊杰身为董事之责任及应采取之行动。
3. 请讨论当董事面临不法指控时，自愿请辞与被辞退之差异。
4. 请就各公司对证管会控告顾磊杰一事之反应进行讨论。各公司采取之行动是否合乎股东最大利益？公司该如何决议是否向股东及社会大众披露此事？
5. 若本案在你的国家发生，若有犯法将会触犯哪条法律？将处以何种罚则？

This is the abridged version of a case prepared by Pham Yen Thanh, Phung Phuong Thanh, Shen Yange, Chen Dan and Catherine Li Xiaoshuo under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Mabel Lynn Leong Jia Jia under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Rajat Gupta, CrunchBase, <http://www.crunchbase.com/person/rajat-gupta-4> Accessed 20 Nov 2012

2 Helyar, John. Hymowitz, Carol. Srivastava, Mehul, Gupta Secretly Defied McKinsey Before SEC Tip Accusation, 18 May 2011. Bloomberg Markets Magazine, <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-17/gupta-secretly-defied-mckinsey-before-sec-s-tipster-accusation.html> Accessed 20 Nov 2012

3 Sreenivasan, Sreenath, The Superboss – How did McKinsey's Rajat Gupta become the first Indian-born CEO of a $1.3 billion US transnational?, 22 Apr 1994, Business Today, <http://www.sree.net/stories/bt-gupta.html> Accessed 20 Nov 2012

4 Helyar, John. Hymowitz, Carol. Srivastava, Mehul, Gupta Secretly Defied McKinsey Before SEC Tip Accusation, 18 May 2011. Bloomberg Markets Magazine, <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-17/gupta-secretly-defied-mckinsey-before-sec-s-tipster-accusation.html> Accessed 20 Nov 2012

5 Andrews, Suzanna, "How Rajat Gupta came undone", 19 May 2011, Bloomberg Businessweek. <http://www.businessweek.com/magazine/content/11_22/b4230056624680.htm> Accessed 20 Nov 2012

6 Bloomberg Businessweek, Rajat Gupta: Executive Profile & Biography, Bloomberg Businessweek. <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=162849&ticker=SBER03:RM&previousCapId=26939507&previousTitle=Zurich%20International%20%28Bermuda%29%20Ltd> Accessed 20 Nov 2012

7 Ibid.

8 Ibid.

9 Mehta, Suketu., The Outsider, 23 Oct 2011, Newsweek Magazine, <http://www.thedailybeast.com/newsweek/2011/10/23/exclusive-raj-rajaratnam- reveals-why-he-didn-t-take-a-plea.html> Accessed 20 Nov 2012

10 Galleon to Wind Down Hedge Funds, 21 Oct 2009, The Wall Street Journal. <http://blogs.wsj.com/dispatch/2009/10/21/galleon-to-wind-down-hedge-funds/> Accessed 20 Nov 2012

11 Fedarcyk, Janice, Hedge Fund Founder Raj Rajaratnam Sentenced in Manhattan Federal Court to 11 Years in Prison for Insider Trading Crimes, 13 Oct 2011, Federal Bureau of Investigation. <http://www.fbi.gov/newyork/press-releases/2011/hedge-fund-founder-raj-rajaratnam-sentenced-in-manhattan-federal-court-to-11-years-in-prison-for-insider-trading-crimes> Accessed 20 Nov 2012

12 Scannell, Kara, Insider Trading Trial Star Witness Challenged, 17 Mar 2011. Financial Time,. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/454a8b58-4ffb-11e0-9ad1-00144feab49a.html#axzz2CjBEEC9u> Accessed 20 Nov 2012

13 Lattman, Peter, Ex-Goldman Director accused of passing illegal tips, 1 Mar 2011, New York Times, <http://dealbook.nytimes.com/2011/03/01/former-goldman-director-charged-with-insider-trading/> Accessed 20 Nov 2012

14 Gupta helped promote Rajaratnam funds -trial witness, 31 May 2012, Reuters, <http://www.reuters.com/article/2012/05/31/goldman-gupta-idUSL1E8GVBKC2012051> Accessed 20 Nov 2012

15 Rajat Gupta faces more insider-trading charges, 1 Feb 2011, Andhra Headlines <http://www.andhraheadlines.com/nri/rajat-gupta-faces-more-insider-trading-charges-7-95695.html> Accessed 20 Nov 2012

16 Hurtado, Patricia, Gupta Joined Goldman Board Call From Galleon's Office, U.S. Says, 1 Feb 2012. Bloomberg. <http://www.bloomberg.com/news/2012-01-31/u-s-prosecutors-file-new-indictment-against-rajat-gupta.html> Accessed 20 Nov 2012

17 Ibid.

18 Ibid.

19 Ibid.

20 SEC Files Insider Trading Charges against Rajat Gupta - SEC Brings New Charges against Raj Rajaratnam, 26 Oct 2011, Securities and Exchange Commission. <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-223.htm> Accessed 20 Nov 2012

21 Ibid.

22 Ibid.

23 Grocer, Stephen, Rajat Gupta's Career in a Timeline, 15 Jun 2012, Deal Journal, <http://blogs.wsj.com/deals/2012/06/15/rajat-guptas-career-in-a-timeline/> Accessed 20 Nov 2012

24 Bharara, Preet, Rajat Gupta Indictment, 26 Oct 2011, United States Attorney's Office, Southern District of New York. <http://www.justice.gov/usao/nys/pressreleases/October11/guptarajatindictmentpr.pdf> Accessed 20 Nov 2012

25 Ibid.

[26] Ibid.

[27] Ibid.

[28] United States of American vs Rajat K. Gupta Indictment. 26 Oct2011, Financial Times. <http://www.ft.com/intl/cms/4ba585be-ffe3-11e0-8441-00144feabdc0.pdf> Accessed 20 Nov 2012

[29] Ibid.

[30] Ibid.

[31] Ibid.

[32] Ibid.

[33] Ibid.

[34] Ibid.

[35] Ibid.

[36] Ibid.

[37] Ibid.

[38] SEC Files Insider Trading Charges against Rajat Gupta - SEC Brings New Charges against Raj Rajaratnam". 26 Oct 2011. Securities and Exchange Commission. <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-223.htm> Accessed 20 Nov 2012

[39] Andrews, Suzanna, How Rajat Gupta came undone, 19 May 2011, Bloomberg Businessweek <http://www.businessweek.com/magazine/content/11_22/b4230056624680.htm> Accessed 20 Nov 2012

[40] Van Voris, Bob & Gallu, Joshua, Rajat Gupta, SEC Agree to Drop Galleon-Related Suit, Administrative Action, 5 Aug 2011, Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-04/rajat-gupta-sec-agree-to-drop-galleon-related-suit-administrative-action.html> Accessed 20 Nov 2012

[41] Ibid.

[42] Commission Announcements, 5 Aug 2011, U.S Securities and Exchange Commission, "<http://www.sec.gov/news/digest/2011/dig080511.htm>Accessed 20 Nov 2012.

[43] United States of American vs Rajat K. Gupta Indictment, 26 Oct 2011. Financial Times. <http://www.ft.com/intl/cms/4ba585be-ffe3-11e0-8441-00144feabdc0.pdf> Accessed 20 Nov 2012

[44] Ibid.

45 Rajat Gupta arrested, charged with securities fraud, 26 Oct 2011. The Times of India. <http://articles.timesofindia.indiatimes.com/2011-10-26/us/30323840_1_rajat-gupta-raj-rajaratnam-preet-bharara> Accessed 20 Nov 2012

46 Hurtado, Patricia,Gupta Joined Goldman Board Call From Galleon's Office, U.S. Says, 1 Feb 2012, Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2012-01-31/u-s-prosecutors-file-new-indictment-against-rajat-gupta.html> Accessed 20 Nov 2012

47 Popper, Nathaniel. Pfeifer, Stuart, Former Goldman Sachs director Rajat Gupta arrested, 27 Oct 2011, Los Angeles Times, <http://articles.latimes.com/2011/oct/27/business/la-fi-1027-gupta-charges-20111027> Accessed 20 Nov 2012

48 Ibid.

49 Rajat K. Gupta will not stand for re-election to the Goldman Sachs Board of Directors 19 Mar 2010, Goldman Sachs Press Releas. <http://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/archived/2010/rajat-gupta.html> Accessed 20 Nov 2012

50 Ibid.

51 Lattman, Peter. Ahmed, Azam, Goldman Sachs Chief Gets Starring Role at Galleon Trial, 23 Mar 2011, New York Times. <http://dealbook.nytimes.com/2011/03/23/goldman-chief-gets-starring-role-at-galleon-trial/> Accessed 20 Nov 2012

52 Response to Allegations against Mr. Rajat Gupta, 1 Mar 2011. Procter Gamble Press Release. <http://news.pg.com/blog/company-strategy/response-allegations-against-mr-rajat-gupta> Accessed 20 Nov 2012

53 Eaglesham, Jean. Pulliam, Susan, Gupta stayed on after SEC letter, 26 Mar 2011, The Wall Street Journal. <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703696704576223060855122544.html> Accessed 20 Nov 2012

54 Ibid.

55 Ibid.

56 Form 8-K SEC Filing, 7 Mar 2011, United States Securities Exchange Commission. <http://yahoo.brand.edgar-online.com/EFX_dll/EDGARpro.dll?FetchFilingHtmlSection1?SectionID=7780208-821-3524&SessionID=mN3HHSCK0tpmo47> Accessed 20 Nov 2012

57 Form 8-K SEC Filing, 7 Mar 2011, United States Securities Exchange Commission. <http://apps.shareholder.com/sec/viewerContent.aspx?companyid=HAR&docid=7781528> Accessed 20 Nov 2012

58 McCool, Grant. Aubin, Dena, McKinsey in uncomfortable Rajaratnam trial glare, 30 Mar 2011, Reuters, <http://www.reuters.com/article/2011/03/30/us-galleon-rajaratnam-mckinsey-idUSTRE72T4GK20110330> Accessed 20 Nov 2012

[59] Popper, Nathaniel, Rajat Gupta, former Goldman Sachs director, faces SEC accusations, 2 Mar 2011, Los Angeles Times, <http://articles.latimes.com/2011/mar/02/business/la-fi-goldman-sec-gupta-20110302> Accessed 20 Nov 2012

[60] Joseph, Lison. Sood, Varum, Genpact, IIT, ISB keep the faith in Rajat Gupta, 3 Mar 2011, Daily News & Analysis, <http://www.dnaindia.com/money/report_genpact-iit-isb-keep-the-faith-in-rajat-gupta_1514714> Accessed 20 Nov 2012

[61] Form 8-K SEC Filing, 4 Mar 2011, United States Securities Exchange Commission. <http://www.faqs.org/sec-filings/110307/Genpact-LTD_8-K/#b#ixzz1s1Lglyy6> Accessed 20 Nov 2012

[62] Joseph, Lison. Sood, Varum, Genpact, IIT, ISB keep the faith in Rajat Gupta, 3 Mar 2011. Daily News & Analysis, <http://www.dnaindia.com/money/report_genpact-iit-isb-keep-the-faith-in-rajat-gupta_1514714> Accessed 20 Nov 2012

[63] Ibid.

[64] ENS Economic Bureau, Rajat Gupta quits as Indian School of Business chairman, 22 Mar 2011, The Indian Express. <http://www.indianexpress.com/news/rajat-gupta-quits-as-indian-school-of-business-chairman/765610/2> Accessed 20 Nov 2012

[65] Hurtado, Patricia. Glovin, David, Rajat Gupta Defense Rests in U.S. Insider-Trading Trial,13 Jun 2012, Bloomberg. <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-12/rajat-gupta-defense-rests-in-u-s-insider-trading-trial.html> Accessed 20 Nov 2012

[66] Bray, Chad. Rothfeld, Michael. Albergotti, Reed, Insider Case Lands Big Catch, 15 Jun 2012, The Wall Street Journal. <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303822204577468470878668722.html> Accessed 20 Nov 2012

[67] Lattman, Peter, Ex-Goldman Director to Serve 2 Years in Insider Case, 24 Oct 2012, The New York Times. <http://dealbook.nytimes.com/2012/10/24/rajat-gupta-gets-2-years-in-prison/?emc=na.html> Accessed 20 Nov 2012

绿诺国际：反向收购上市陷入困境

个案大纲

绿诺国际股份有限公司 (RINO International Corporation，以下简称绿诺国际) 的股票在其极盛时期曾以高于30美元的价格成交。然而，绿诺国际并未在2010年所被揭发的具质疑性的商业行为—许多中国企业利用反向收购在美国以及加拿大上市中幸免。至于在2011年7月22日，其股票更曾跌落至0.4美元。本个案主旨乃希望能进一步深入探讨关于利用反向收购在美国上市柜的公司所使用的手段、促使上市柜的复杂公司结构的风险以及利用反向收购在美国上市柜的中国企业公司治理与会计相关议题。

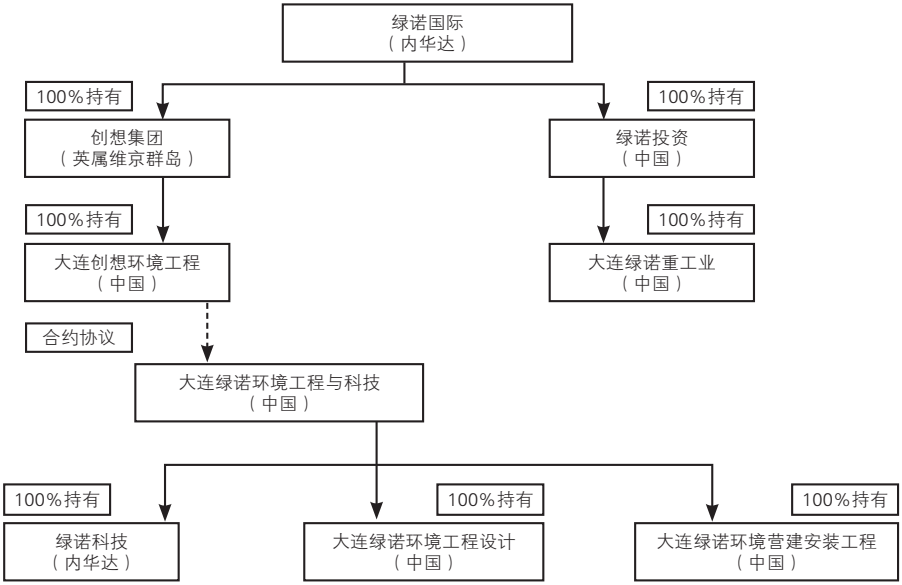
绿诺国际的纳斯达克 (NASDAQ) 之路

对想要在美国挂牌上市的公司来说，反向收购是首次公开募股 (Initial Public Offerings) 的替代方法。因为这种方法的条件比公开募股宽松，使得许多中国企业，如绿诺国际，在寻求美国资本时，常用这种反向收购、借壳上市的方法。

在2006年，大连绿诺环境工程科技有限公司（大连绿诺）的首席执行官 (Chief Executive Officer)，邹德军 (Zou Dejun) 先生，开始寻求让他的公司大连绿诺环境工程和科技有限公司 (Dalian RINO Environment Engineering Science and Technology Co. Ltd) 在美国挂牌上市的机会。经由联系，邹德军找到在一家在美国内华达州的空壳公司—玉山公司 (Jade Mountain Corporation)，此公司于美国场外柜台交易系统 (Over-the-Counter Bulletin Board, 简称OTCBB) 上市，但交易不太活跃。邹德军遂以反向收购玉山的方式进入OTCBB。

在2007年10月5日，大连绿诺（Dalian RINO）以及玉山公司的反向收购藉由独资企业[1]—创想集团有限公司（Innomind Group Ltd）以股权换置完成。首先大连绿诺发行17,899,643普通股给创想集团信托，信托的受益人是邹德军和他的妻子邱建萍（Qu Jianping），夫妻俩得以进一步掌握创想集团。当反向收购完成后，玉山公司更名为绿诺国际股份有限公司(RINO International Corporation)[2]（可参见图一绿诺集团架构）。

绿诺国际唯一的收入来源就是和在中国注册的大连绿诺之间的合约收入。也就是说，大连绿诺100%的利润都会被归到由创想完全持有的子公司[4]。绿诺国际的董事长是邱建萍[3]，首席执行官则是邹德军。邹德军同时也是大连绿诺的首席执行官。除此之外，创想集团的唯一股东也是邹德军和他妻子邱建萍的亲戚。



图一: 绿诺集团架构图

来源：绿诺国际2009年年报

虽然在OTCBB上市带给绿诺新的资金，但邹德军并不满足，他把目标放在纳斯达克上市。为了确认绿诺符合纳斯达克的挂牌规定，他采取了一些措施。在2008年，邹德军聘请了美国的弗雷泽弗洛斯特 (Frazer Frost) 会计师事务所，以及帮助许多家中国企业成功在纳斯达克上市的罗德曼投资银行 (Rodman & Renshaw) 作为上市顾问。2009年七月，绿诺成功从OTCBB转板纳斯达克主板。绿诺国际在纳斯达克上市前六个月，已经藉由发行股票以及权证筹措到近十亿美元的资金[5]。

弊案背后的掌舵手

邹德军在家乡辽宁是一个家喻户晓的人物，更被视为是在环境工程领域中的未来新星。他是百手起家而致富的典型案例，在取得辽宁广播电视大学的学位之前，邹德军凭着自己的努力在海军服役，退伍后至当地的机械配修厂担任技师一职。之后，他看到污水处理业具潜力的前景，即开创他的第一个事业大连应坤能源与环境工程公司 (Dalian Yingkun Energy and Environmental Engineering)。在2003年时，邹德军成立了大连绿诺并且成为该公司的首席执行官[6]。

董事会组成

绿诺国际的董事会有三位独立董事—全协 (Quan Xie) 教授，肯尼斯强生 (Kennith Johnson) 和张卫国 (Zhang Weiguo)，另外还有两个非独立董事—邹德军与邱建萍[7]。

邹德军与邱建萍夫妇藉由他们的高持股数以及在其子公司担任重要职位，对绿诺国际的管理阶层与董事会产生了相当的影响力。相较之下，尽管绿诺国际的三位独立董事背景多元，但是皆缺乏产业实务经验。全协教授为环境与生命科学的学者，强生是有丰富的审计查核经验美国注册会计师，张卫国则是中国配方奶粉公司—圣元 (Synutra) 国际集团的首席运营官，负责其在美国的营运以及经营策略。

董事会旗下委员会

绿诺国际的董事会下辖三个委员会，而这三个委员会—审计、提名以及薪酬委员会—皆由相同成员组成：肯尼斯琼森、张卫国以及全协。委员会的组成符合纳斯达克对于审计委员会需至少三名独立董事的要求[8]。三名董事分别担任各一委员会主席，琼森为审计委员会的主席；张卫国负责提名委员会；全协教授则担任薪酬委员会的主席。

董事薪酬

绿诺国际给予独立董事每季固定报酬两千美元，除了固定报酬，每参加一次董事会或是委员会会议再给予酬金五百美元[9]。但在这些固定报酬和开会酬金之外，琼森在2009年还因为担任审计委员会的主席获取两千张股票，然而，其他的董事并未取得其他额外的薪酬或是津贴。非独立董事则没有任何担任董事报酬或是福利。

尽管2009年的财务报表指出董事会在该年有六次会议纪录，该报表载明付给张卫国以及全协教授两位独立董事却只有八千美元，为每年的基本固定报酬。

首席财务官的更替

绿诺国际在三年内总共替换了三位首席财务官(Chief Financial Officer)：理查德森 (Bruce Carlton Richardson) 任期从2007年10月到2008年8月；邱建萍任期从2008年8月到2010年4月；王本 (Ben Wang) 则从2010年5月上任。

混水危机逼近[10]

在2010年11月10日，美国股票做空机构混水公司 (Muddy Waters) 出具一份质疑绿诺国际实质财务状况的报告。该报告指控绿诺国际2009年的营收可能涉有会计报导不实，混水公司指称该公司2009年之营收在美国申报有一亿九千三百万美元与其在中国官方文件上报导的一千一百万美元的收入相异。混水公司更估计绿诺国际2009年实际营收不到一千五百万美元。

更糟糕的是，大连绿诺并未如合约所载移转其营收至绿诺国际。绿诺国际所筹措的资金反而被转移至资助大连绿诺在中国的营运。另外，绿诺国际的首席执行官邹德军更公开证实主要的六份有关烟气脱硫 (FDG) 的合约有两份并不存在，而其他的四份合约则有问题[11]。

而绿诺国际是一家制造业公司，但在其财务报表上并未有任何固定资产，和其他制造业公司显然不同，各方对于绿诺国际涉入弊案的怀疑声浪更加高涨。此外，绿诺国际向美国证券交易委员会 (Securities Exchange Commission) 揭露的应缴税额以及在中国申报的零税负及与其汇报之相对应的营业收入都不相符。

注册会计师的角色备受质疑

上述的会计问题是被股票做空机构而非会计师事务所揭发，也引来会计师事务所是否具有适任能力的质疑。首先，弗雷泽弗洛斯特会计师事务所是一个相对小型的事务所，而且并未在中国当地有营运活动或是设立分公司。取而代之的是，该会计师事务所的审计师从加州总公司至中国执行审计服务，这样的做法也被质疑该会计师事务所是否具有专业能力使之有效地执行审计查核工作。

负责绿诺国际的会计合伙人苏珊 (Susan Woo) 并未有重要的查核美国上市公司的经验，在美上市的海外企业也为少数。实际上，她只有十三年从事国际税与财经相关的会计经验。而且，经查验后弗雷泽弗洛斯特会计师事务所几乎所有的上市柜客户为中国企业。

浑水余波

混水公司发布报告后一天，绿诺国际即宣布公司内部已经开始内部调查[12]，五天后，绿诺国际决定延后其2010年第三季的法人说明会。在绿诺国际证实其会计舞弊案后，该公司的审计委员会发布一项声明，宣布公司将会针对此弊案展开全面调查。

在混水公司提出对于绿诺国际的指控后，绿诺国际的股价暴跌六成，在六天内从15.52美元跌至6.07美元。2011年4月11日，美国证券交易委员会勒令终止绿诺国际的股票交易[13]。相较于一年前该公司的股价，绿诺国际的股价已经跌掉将近八成。

亡羊补牢

在绿诺国际的会计舞弊以及其他关于中国企业反向收购上市的丑闻披露后，美国证券交易委员会实施更严厉的反向收购公司上市的规定。新的规范要求企业要：

1. 达到至少一年的交易“成熟期”。在此时期，公司的股票只能在美国场外市场、其他在美国合法或是外国交易所交易。
2. 在上市前60天里必须有30天维持至少为每股4美元的收盘价格（依据其上市标准，在纽约证交所 (NYSE) 或是美国证交所 (Amex) 上市必须维持至少3或2美元的收盘价格。）

3. 实时提交所有规定的定期财务报表至美国证券交易委员会或是其他主管机关，提交报告包括至少一份经注册会计师查核的财务报告。财务报告需包含一个完整的会计年度，年度的起算日以完成上述数据开始算[14]。

跨国际议题

美国证券交易委员会以及中国证券监督管理委员会 (China Securities Regulatory Commission) 已经在1994年签署一份备忘录以增进跨国企业间合作的关系。然而，美国证券交易委员会对于中华人民共和国国家工商行政管理总局 (State Administration for Industry and Commerce of the People's Republic of China) 规范所有中国与海外企业每年提交企业的营运报表（包括年度财务报告）的程序并无异议。

在此新制之前，纳斯达克证券交易所并未要求外国企业缴交在其国家必须提供的相关文件，此意味着，绿诺国际只需遵守沙宾法案 (Sarbanes–Oxley Act)，纳斯达克相关的上市条文以及其他对应的美国公司法法条。

问题与讨论

1. 绿诺国际相关的重要公司治理议题为何?

2. 一家中国企业若利用反向收购在美国借壳上市会产生什么样的公司治理问题?

3. 此反向收购上市的个案于2007就发生，然而，其会计丑闻却在2010年才被揭发。为何此会计弊案费时多年才爆发，哪一方未尽其应尽之责任?

4. 从公司治理的角度而言，有哪些为绿诺国际舞弊案关键警讯?

5. 展望未来，这样的舞弊对于中国企业的影响为何? 中国企业应如何因应来吸引投资者投资?

This is the abridged version of a case prepared by Heng Kang Wei Glen, Hong Yuan-Zhang, Liu Zhiyuan, and Tang Xin Yi Wynne under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr. Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was prepared by Elaine Kok Shin Yean under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 "Jade Mountain Corp.", 14 December 2011. Bloomberg Business Week. 11 April, 2011. http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=37348

2 "RINO International Corporation (RINO) Company Description", ND. Seeking Alpha. 12 April 2011. http://seekingalpha.com/symbol/RINO/description

3 Dalian RINO Environmental Engineering Science and Technology Co., Ltd. "Jade Mountain Corporation Announces Name Change to RINO International Corporation", 9 May 2008. Reuters. 9 April 2011. http://www.reuters.com/article/2008/05/09/idUS144192+09-May-2008+PRN20080509

4 Muddy Waters Research. "Muddy Waters initiating coverage on RINO – Strong Sell", 10 November 2010. <http://www.muddywatersresearch.com/research/rino/initiating-coverage-rino/>, accessed on 10 April 2011

5 RINO International Corporation. 2009 RINO International Corporation Annual Report, p.114.

6 "RINO International Corp – Executive Profile: Dejun Zou", 14 December 2011. Bloomberg Business Week. 15 December 2011. <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=38759664&ticker=RINO:US>

7 RINO International Corporation. 2009 RINO International Corporation Annual Report, p.81-91

8 Nasdaq. "Listing Standard and Fees", July 2010. http://www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf, accessed on 20 March 2011.

9 RINO International Corporation. 2009 RINO International Corporation Annual Report, p. 90

10 Muddy Waters Research. "Muddy Waters initiating coverage on RINO – Strong Sell", 10 November 2010. <http://www.muddywatersresearch.com/research/rino/initiating-coverage-rino/>, accessed on 10 November 2011

11 US SEC. "RINO International Corporation (Form 8-K) ", 17 November 2010. <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1394220/000114420410062163/v203177_8k.htm>, accessed on 4 April 2011

12 PR Newswire. "RINO Comments on Muddy Waters Allegations", 11 November 2010. PR Newswire. <http://www.prnewswire.com/newsreleases/rino-comments-on-muddy-waters-allegations-107194818.html>, accessed on 12 April 2011

[13] SEC. “Investor Bulletin: Reverse Mergers”, June 2011. SEC. <http://www.sec.gov/investor/alerts/reversemergers.pdf>, accessed on 11 December 2011

[14] Rochwarger, Jonathan and Rubinstein, Joel. “United States: SEC Approves More Rigorous Listing Requirements Of The Major U.S. Stock Exchanges For Reverse Merger Companies”, 29 November 2011. Mondaq. 11 December 2011. <http://www.mondaq.com/unitedstates/x/155562/Mergers+Acquisitions/SEC+Approves+More+Rigorous+Listing+Requirements+Of+The+Major+US+Stock+Exchanges+-For+Reverse+Merger+Companies>

嘉汉林业：不存在的资产

个案大纲

在2011年6月2日，浑水公司 (Muddy Waters) 发布报告，指控嘉汉林业 (Sino–Forest) 公司舞弊虚报资产与盈余[1]。报告发布后嘉汉林业股价暴跌60%[2]。本个案主旨在讨论借壳上市 (reverse merger)、董事责任、外部审计与审计委员会之有效性、风险管理，以及公司治理之形式与实质。

嘉汉林业的发迹

嘉汉林业公司于1994年由香港企业家陈德源 (Allen Chan) 与前林业局官员潘凯杰 (Kai Kit Poon) 所创立，陈德源成为公司对外形象代表，帮助公司从加拿大与外国投资者募集数亿元之资金；潘凯杰身为前林业局官员，与政府林业局官员关系良好，在中国，与政府官员间之联系对公司发展至为重要[3]。

该公司主要业务为销售木材，第一笔大宗交易对象为公司与中国政府雷州林业局合资之纤板公司，这笔雷州交易帮助公司在1994年于艾伯塔证券交易所 (Alberta Stock Exchange) 借壳上市[4]，陈德源与其他合伙人决议将公司在加拿大上市是因为加拿大投资人对林业较为熟悉，1995年，嘉汉林业最终转到多伦多证券交易所 (Toronto Stock Exchange) 上市[5]。

嘉汉林业主要收入源自中国之林业交易[6]，公司先在当地购入直立木，持有培养二、三年后，再透过被授权中间商 (authorised intermediaries) 转售给买家[7]。

公司高阶主管

陈德源

陈德源为公司首席执行官兼董事长[8]，公司在加拿大上市后，他从加拿大与多国投资人为公司募集近三十亿加元的资金[9]。尽管加拿大仍未有首席执行官与董事长应职务分离之法规而仅有指导方针[10]，职务分离已经逐渐普及，也被视为是公司治理的最佳实践。

马世民(Simon Murray)

马世民曾任和记黄埔 (Hutchinson Whampoa) 之执行董事，系嘉汉林业董事会中最受注目的独立董事，他在1999年进入嘉汉林业董事会，截止至2012年12月仍是公司董事[11]，尽管如此，他对董事议会的参与一直并不热衷。在2010年，16场董事会中马世民仅出席了两场，而委员会的会议他一次也没有出席[12]，这可能是马世民繁忙的行程所导致[13]，他同时担任其它五家公司之董事。

在2010年8月3日，嘉汉林业取得绿森林业公司 (Greenheart，以下简称绿森) 大多数的控制权，而马世民在这桩交易中也有出资[14]。由于这交易，马世民与嘉汉林业成为紧密的商业伙伴，也因此他独立董事的身份也备受质疑。

弊案之开端

1994年至1997年间，嘉汉林业报导与雷州政府合资公司有六千万美元的销货收入[15]，然而其1995年向中国政府申报的验资报告中，却报导此合资公司损失一百一十万美元（约八百七十万人民币）[16]。然而，嘉汉林业并没有向投资人披露这项损失，事实上公司反而在1996年报中宣称该合资公司已连续三年营运获利，嘉汉林业的管理当局从未对1996年报数据与向中国政府呈报数据的差异做出解释。

在1998年，雷州林业局指控嘉汉林业从事非以商业为目的之不正当对外付款，并想要中止与嘉汉林业的合资关系。结束与雷州政府的合作关系并未影响嘉汉林业的获利与成长，公司的获利与资产仍稳定成长。而大部分公司的增长归功于公司2003年开始的商业模式—透过授权中间商进行之转售交易。

声势看涨

2001年到2010年，嘉汉林业的净利由一千八百六十万美元成长至三亿九千五百四十万美元，股价从每股1.19加元涨至23.29加元[17]。许多评等机构给予嘉汉林业良好的信用评价，例如惠誉 (Fitch) 就给予嘉汉林业在非投资等级中最好的信用评等[18]，被《StarMine》誉为加拿大顶尖选股人之一的达里尔・斯韦特利休夫 (Daryl Swetlishoff) “强烈推荐买进”嘉汉林业，并表示嘉汉林业股价被“低估”[19]。从1994年到2010年连续十五年，嘉汉林业查核会计师为安永 (Ernst & Young) 会计师事务所与德豪国际 (BDO) 会计师事务所，二家皆给予嘉汉林业财务报表无保留意见书[20]。2011年3月31日，嘉汉林业市值达到六十二亿加元的高峰[21]。

浑水公司披露真相

2011年6月2日，浑水公司发布调查报告，宣称嘉汉林业在财务报表上虚报资产与收入[22]，外部审计失效。这消息惊动投资人，掀起股票抛售风潮，导致股价大跌，6月2日开盘时每股为18.21加元[23]，至6月3日已跌至每股5.23加元[24]。

1. 高估资产

浑水公司指控嘉汉林业藉由误导一外部林业评价公司，贝利 (Poyry)，来虚报其木材资产。贝利仅被允许调查嘉汉林业0.3%的林地以做评价，也因此在其评价报告中清楚地表示，由于无法尽职调查，许多信息皆由嘉汉林业所提供，所以评价报告中的信息可能是无法被依赖的[26]。然而，嘉汉林业并未在年报中披露此事项，这可能已经误导投资者相信贝利已经确认嘉汉林业所报导林地的所有权。这已违反加拿大证券法要求，董事与管理阶层应披露所有可能影响股价的重大信息[27]。

2. “授权中间商”与收入认列

嘉汉林业在英属维尔京群岛 (British Virgin Islands) 注册成立，由于中国政府对外国企业规范相对严苛，嘉汉林业不允许直接销售直立木给最终端的顾客。因此，嘉汉林业不得不透过授权中间商，依照销售委托协议进行交易[28]。

授权中间商负责购买并运送木材至碎木厂加工，承担从采购到销售过程中之风险及义务，只有在木材等待加工期间，风险与义务由嘉汉林业承担[29]。授权中间商的税后净利将有部分与嘉汉林业享有[30]，然而授权中间商身兼嘉汉林业的供货商及客户两角色，有责任代嘉汉林业支付所有税金[31]。

浑水指控嘉汉林业利用匿名授权中间商虚增销货交易，也没有留下适当文件与交易纪录供缴交增值税使用，这使得在中国的审计工作难以执行[32]。此外，浑水亦质疑授权中间商给予嘉汉林业不合常理的高额利润，因为所有的营运活动皆由授权中间商负责，嘉汉林业既没有冒资金上的风险也没有运送实质商品[33]。

此外，浑水披露嘉汉林业在2011年4月披露的唯一一家授权中间商是公司的关联方[34]，因此怀疑公司之销货交易可能非常规交易，而是未披露之关联方交易。

3. 审计功能不彰

审计委员会之适任性

在2010年12月31日，嘉汉林业公司审计委员会由主席詹姆士・海德 (James Hyde)、威廉・阿代尔 (William Ardell)、詹姆士・鲍兰 (James Bowland) 与加里・韦斯特 (Garry West) 所组成，皆具独立性并有财金相关知识[35]，然而，浑水公司却质疑四人皆缺乏对中国产业、政治与文化相关知识的了解[36]，并质疑他们对公司复杂的会计问题的了解。

聘任查核公司的退休注册会计师

嘉汉林业五位独立董事中，詹姆士・海德与加里・韦斯特二位均为安永会计师事务所的退休合夥人，且二人皆担任审计委员会成员职务[37]，詹姆士・海德甚至担任审计委员会主席[38]。由于审计委员会职责之一是推荐公司外部审计查核的会计师事务所，这也让人对安永是否能保持真正的独立性产生质疑，因为两位独立董事仍可能与他们之前的雇主保有关系及社交网络，这样的关联性可能降低独立性并危害审计工作的有效性。

远距离的审计查核

嘉汉林业主要的营运地在中国，而其委托的会计师事务所远在加拿大，这地理上的距离可能减低审计查核的有效性[40]。此外，加拿大的会计师事务并无执照在中国进行审计查核的动作，所以必须仰赖他们在中国的合作伙伴进行审计查核，但他们在中国的合作伙伴可能并不适任或无法达到加拿大的标准[41]。

安永对于嘉汉林业会计舞弊之问题一直默不作声，直到2011年6月才发表声明[42]，声明中表示由于调查仍在进行中，他们无法表示任何意见。截至目前为止，安永是否在其查核嘉汉林业期间采取合理谨慎态度，以及是否进行适当查核仍然是个待解的谜团。

弊案引爆

2011年6月3日 至 6日

嘉汉林业委由独立并具有财务背景的董事成立一特别委员会，以调查浑水公司之指控是否属实，并向董事会报告已查阅的重大事项[43]。在此同时，公司股价在6月3日已跌至每股5.23加元。在6月6日，公司另外委任普华永道会计师事务所 (PricewaterhouseCoopers) 进行独立调查。

2011年6月8日

安大略省证券委员会 (Ontario Securities Commission) 介入此案，开始对嘉汉林业进行调查[45]。

2011年8月26日

安大略省证券委员会指控嘉汉林业舞弊，不实报导公司之收入与资产状况，因此暂停该公司股票交易[46]。

2011年8月28日

面临多项控诉，陈德源自动请辞公司董事长及首席执行官职务，首席独立董事威廉・阿代尔接下陈德源的职务。陈德源被任命为公司名誉创始董事长[48]。

特别委员会之发现

1. 授权中间商的问题

特别委员会表示，对授权中间商与公司间关系的信息极其有限，所以也没有文件可证明公司与授权中间商间之交易是否属实。也没有办法证明是否公司应付授权中间商的帐款与授权中间商销售木材的应收帐款可以相互构稽。此外，即使可以安排与授权中间商会面，授权中间商也就是第三方也会畏于数据落入中国政府相关单位手上，进而引发政府查税，而不愿意提供相关资料[49]。

2. 木材资产之存在问题

特别委员会成员包括外籍人士，而林业地图属国家机密，外籍人士不得调阅，因此委员会无法核实公司所提供的林业信息。此外，特别委员会亦无法由当地政府机关取得公司之种植权利证明，仅能向当地林业局寻求确认嘉汉林业直立木的拥有权，然而这些并非官方正式文件，而是应公司要求所发予的确认信息，特别委员会也无法确定这些确认信息公司是用何种管道取得的[50]。

3. 公司文化导致内控薄弱

特别委员会指出嘉汉林业的商业模式高度依赖个人社交关系，造成公司过度依赖一小群善于经营客户关系的管理人员，导致权力集中且缺乏职权分工。负责资产收购的管理人员同时负责应收帐款与应付帐款，在这种情形下产生了交易衡量与完整性的风险，进而导致财务报表不实表达。而与授权中间商的契约协议也常不完整，减低其验证性[51]。

管理阶层垮台

“假如你建了一纸牌屋，风吹过来把纸牌屋吹垮了，你不能怪风把你的纸牌屋给吹垮。”

—卡尔森·布洛克，浑水公司创办人在彭博(Bloomberg)上的访问

2012年3月30日，被浑水公司指控诈欺经过的九个月后，嘉汉林业申请破产保[52]。在申请破产后不到一周，其长期委任之安永会计师事务所请辞[53]。

次日，嘉汉林业接到安大略省证券委员会信函，指称公司的行为已违反该省证券法规，并列出相关的不法行为，包括涉及舞弊、操纵市场，以及伪造及提供不实信息[54]。一般来说，安大略省证券委员会只会在调查接近尾声以及在采取正式的行动前才会发出如此信函[55]。

在2012年5月9日，嘉汉林业被多伦多证券交易所强制下市[56]。下市理由系公司未能持续满足上市规则要求，且未能及时提交经查核之期中与年度财务报表。此外，安永会计师事务所与嘉汉林业股东达成一亿一千七百万美元之和解协议，尚未被法院核准[57]。几天后，在2012年12月3日，安大略省证券委员会指控安永会计师事务所未对嘉汉林业善尽适当查核责任。

尽管安大略省证券委员会对嘉汉林业及其前任管理人员之舞弊诉讼仍在进行中，目前已几乎可以确定嘉汉林业公司确实犯下会计舞弊诈欺。

此案引起大众怀疑，嘉汉林业公司是否从营运第一天起即开始进行舞弊。

问题与讨论

1. 嘉汉林业采取借壳上市是否为问题发生之症结点?
2. 请讨论以依靠关系的商业模式如何会影响公司治理。
3. 嘉汉林业审计委员会成员为委任会计师事务所之退休合伙人，请探讨这对公司有何潜在风险?
4. 若嘉汉林业是合法经营的企业，他们能做什么阻止公司股价下跌?
5. 请问嘉汉林业的披露与遵守公司治理守则是否真实的反应良好的公司治理?
6. 近期，浑水公亦做空奥兰国际 (Olam) 的股票并发布对该公司负面的调查报告。您认为像浑水公司这样的做空机构对公司治理是好还是坏?

This is the abridged version of a case prepared by Chen Zi Yang, Clara Goh Shu Fen, Lam Hua Yuan, Lee Shi Jie, Tan Wei Ying, Thia Li Yun and Vanessa Chew Wen Yi under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Mabel Lynn Leong Jia Jia under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research. <http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf> accessed 12 Dec 2012

2 Google Finance – Sino-Forest Corp, <http://www.google.com/finance?q=PINK%3ASNOFF> accessed 12 Dec 2012

3 Hoffman, Andy, MacKinnon, Mark, The roots of the Sino-Forest mystery, 3 Sep 2011, The Globe & Mail, <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/the-roots-of-the-sino-forest-mystery/article2152639/singlepage/> accessed 12 Dec 2012

4 Miller, Hugo, Regulator probing Sino-Forest says Canada should discuss reverse takeovers 15 Sep 2011, Bloomberg <http://www.bloomberg.com/news/2011-09-14/regulator-probing-sino-forest-says-canada-should-discuss-reverse-takeovers.html> accessed 12 Dec 2012

5 Hoffman, Andy, MacKinnon, Mark, The roots of the Sino-Forest mystery 3 September 2011. The Globe & Mail. <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/the-roots-of-the-sino-forest-mystery/article2152639/singlepage/> accessed 12 Dec 2012

6 Sino-Forest Corporation website, Company Profile, <http://www.sinoforest.com/companyprofile.asp> accessed 12 Dec 2012

7 Wong, Louisa, First Quarter 2011 Earnings Conference Call. 14 Jun 2011. Sino-Forest Corporation. <http://www.sinoforest.com/pdf/earningsreleases/2011_Q1_scriptpdf> accessed 12 Dec 2012

8 Ibid.

9 Hoffman, Andy, MacKinnon, Mark, The roots of the Sino-Forest mystery, 3 Sep 2011, The Globe & Mail, <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/the-roots-of-the-sino-forest-mystery/article2152639/singlepage/> accessed 12 Dec 2012

10 Board Leadership: A Global perspective, May 2011 Deloitte, <http://www.corp gov.deloitte.com/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/USEng/Documents/Board%20Governance/Roles%20and%20Responsibilities/Board%20Leadership%20A%20Global%20Perspective_Deloitte_051611.pdf> accessed 12 Dec 2012

11 Sino-Forest 2010 Annual Report, pg. 85

12 Sino-Forest Corporation Management Information Circular 2010, pg. 24

13 Sino-Forest 2010 Annual Report, pg. 85

14 Greenheart Group 2010 Annual Report, pg. 5

15 Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research, <http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf> accessed 12 Dec 2012

16 Ibid.

17 Sino-Forest 2010 Annual Report, pg. 87

18 FITCH affirms Sino-Forest at 'BB+'; outlook stable. 9 May 2011, Reuters, <http://www.reuters.com/article/2011/05/09/markets-ratings-sino-forest-idUSWNA800220110509> accessed 12 Dec 2012

19 Sonali, Verma, Blazing a trail among forestry stocks. 1 Jun 2011, The Globe and Mail, <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/investment-ideas/number-cruncher/blazing-a-trail-among-forestry-stocks/article2043560/> accessed 12 Dec 2012

20 Perell, J, Proceedings under the Class Proceedings Act 1992, 6 Jan 2012, Ontario Superior Court of Justice. <http://financialpostbusiness.files.wordpress.com/2012/01/carriage-decision-of-perell-j.pdf> accessed 12 Dec 2012

21 McCrum, Dan, Sino Forest share fall hits Paulson fund 3 Jun 2011, Financial Times, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/726c8c30-8e08-11e0-bee5-00144feab49a.html#axzz1s4jMKpKm> accessed 12 Dec 2012

22 Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research, <http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf> accessed 12 Dec 2012

23 Pooka, Zebulon, Due Diligence and Investigatory Skills Reap Huge Profits for Short Sellers, 30 Apr 2012. DailyPaul.Com, <http://www.dailypaul.com/229843/due-diligence-and-investigatory-skills-reap-huge-profits-for-short-sellers> accessed 12 Dec 2012

24 Weinbery, Stuart, Sino-Forest Shares Take a Tumble, 04 Jun 2011, Wall Street Journal <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304563104576363420376813228.html> accessed 12 Dec 2012

25 Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research, <http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf> accessed 12 Dec 2012

26 Poyry, Valuation of Purchased Forest Crops as at 31 December 2010, 27 May 2011, Poyry,

27 Black, Robert, Bode, Sarah. Canada: Continuous Disclosure Guidance From The Alberta And Ontario Securities Commissions, 24 Feb 2012, Mondaq, <http://www.mondaq.com/canada/x/164738/Taking+Security+In+PPSA+Jurisdictions> accessed 12 Dec 2012

28 Affidavit of W. Judson Martin, 30 Mar 2012, Ontario Superior Court of Justice, <http://cfcanada.fticonsulting.com/sfc/docs/Affidavit.pdf> accessed 15 Dec 2012

29 Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research, <http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf> accessed 12 Dec 2012

30 Ibid.

31 Affidavit of W. Judson Martin, 30 Mar 2012, Ontario Superior Court of Justice, <http://cfcanada.fticonsulting.com/sfc/docs/Affidavit.pdf> accessed 15 Dec 2012

32 Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research. <http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf> accessed 12 Dec 2012

33 Ibid.

34 Ibid.

35 Page 85, Sino-Forest 2010 Annual Report

36 Block, Carson. Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation. 2 Jun 2011. Muddy Waters Research. <http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf> accessed 12 Dec 2012

37 Sino-Forest 2010 Annual Report, pg. 85

38 Ibid.

39 The distance between Toronto and Hong Kong is approximately 12,500km

40 Sino-Forest 2010 Annual Report, Pg 90,

41 Mcfarland, Janet, Canadian audits of China firms had major gaps: regulator, 3 Apr 2012, The Globe and Mail, <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/canadian-audits-of-china-firms-had-major-gaps-regulator/article2344920/> accessed 12 Dec 2012

42 Norris, Floyd, Troubled Audit Opinions, 9 Jun 2011, The New York Times, <http://www.nytimes.com/2011/06/10/business/10norris.html?pagewanted=all> accessed 12 Dec 2012

43 Sino-Forest Corporation, Investor presentation: First quarter 2011 results, 14 Jun 2011, Sino-Forest Corporation, <http://www.sinoforest.com/pdf/presentations/SFC_ IRppt-Q111.pdf> accessed 12 Dec 2012

44 Ibid.

45 Pasternak, Sean B., Donville, Christopher, Canada's Securities Agency Investigating 'Matters Related' to Sino-Forest, 9 Jun 2011, Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2011-06-08/canada-s-securities-agency-investigating-matters-related-to-sino-forest.html> accessed 12 Dec 2012

46 Wong, Craig, Ontario regulator accuses Sino-Forest of fraud, halts trading of its shares, 26 Aug 2011, The Canadian Press. <http://www.680news.com/news/national/article/270736--ontario-regulator-accuses-sino-forest-of-fraud-halts-trading- of-its-shares?ref=topic&name=tiff&title=> accessed 12 Dec 2012

47 Oliver, Chris, Sino-Forest CEO steps down after shares halted 29 Aug 2011, MarketWatch <http://articles.marketwatch.com/2011-08-29/industries/30754856_1_halt-chan-allegations> accessed 12 Dec 2012

48 Hoffman, Andy, MacKinnon, Mark, The roots of the Sino-Forest mystery, 3 Sep 2011, The Globe & Mail, <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/the-roots-of-the-sino-forest-mystery/article2152639/singlepage/> accessed 12 Dec 2012

49 Sino-Forest Corporation, Final Report of the Independent Committee of the Board of Directors of Sino-Forest, 31 Jan 2012, Sino-Forest Corporation, <http://www.sinoforest.com/Uploads/SFC%20-%20Final%20IC%20Report%20Redacted%20-%20Jan31%202012.pdf> accessed 12 Dec 2012

50 Ibid.

51 Ibid.

52 Noronha, Charmaine, Sino-Forest files for bankruptcy protection. 31 Mar 2012. Yahoo! News, <http://news.yahoo.com/sino-forest-files-bankruptcy-protection-050451645.html> accessed 16 Dec 2012

53 Sino-Forest Corporation, Sino-Forest Announces Resignation of Auditor, 5 Apr 2012, Sino-Forest Corporation, <http://www.sinoforest.com/Uploads/SF-April_5%20-2012_Press%20_Release-Auditor_%20Resignation.pdf> accessed 12 Dec 2012

54 Mcfarland, Janet, Regulator's move signals new phase for Sino-Forest, 9 Apr 2012, The Globe and Mail, <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/regulators-move-signals-new-phase-for-sino-forest/article4098929/> accessed 12 Dec 2012

55 Ibid.

56 Sino-Forest Corporation, Sino-Forest Common Shares to be Delisted from Toronto Stock Exchange, 5 Apr 2012, Sino-Forest Corporation, <http://www.sinoforest.com/Uploads/SF%20%20April%205%202012%20Press%20Release%20-%20TSX%20Delisting.pdf> accessed 12 Dec 2012

57 Acharya-Tom Yew, Madhavi, Sino-Forest investigation: OSC accuses Ernst & Young of 'failure to perform sufficient audit', 3 Dec 2012, The Star.com, <http://www.thestar.com/business/article/1296809--osc-accuses-ernst-young-of-failure-to-perform-sufficient-audit-on-sino-forest> accessed 16 Dec 2012

永利董事会之争：牛仔对决武士

个案大纲

永利渡假村 (Wynn Resorts，以下简称永利) 的纷争为公司的共同创办人史蒂夫・永利 (Steve Wynn，以下简称史蒂夫) 与冈田和夫 (Kazuo Okada，以下简称冈田) 所起。靠着史蒂夫令人惊叹之设计能力与冈田的财力，二人一同建立起世界级博奕度假胜地，重新定义赌场业之奢华。

事件开始是在2008年8月，冈田试图透过永利，投资二十亿美元于环球娱乐公司 (Universal Entertainment Corp，以下简称环球) 旗下之菲律宾赌场。在此之前，冈田在公司过去一直扮演着被动的角色，如今他开始在董事会议中发声，批评公司的财务策略并鼓吹投资菲律宾赌场可以为永利带来巨大利益。史蒂夫与冈田间之争斗最后升高为法律战争，在多个法院有不同的控诉及案件。进而使永利的董事会与公司治理成为媒体及大众关注的焦点。本个案主旨在讨论董事长与首席执行官职务分离、永利与史蒂夫家族间之关联方交易 (related party transaction)，以及投资者维权主义 (shareholder activism)。

争端起点—柏青哥富豪的脱序

永利董事长史蒂夫曾经表示，他没有什么不能为冈田做的事。冈田是位亿万富翁，他最有名的是他在日本建立的柏青哥帝国，以及在2000年以恶意收购之方式共同投资永利[1]。凭借着冈田的财力与史蒂夫对博奕业的熟悉，永利在短短六年内在拉斯韦加斯与澳门二地开设赌场[2]。

在2007年夏季，冈田在亚洲展开旅行，为他与环球设计之海滨赌场寻找投资者。冈田持有环球67.9%之股份且为环球的董事长[3]。随着全球经济衰退与柏青哥业绩之下降，冈田向史蒂夫提议一同发展海滨赌场计划，然而史蒂夫提醒这合作案可能带来的风险。在2008年8月，环球取得菲律宾政府发给之博奕牌照，但在筹措二十亿美元的资金时遭遇困难，由于柏青哥产业在日本是游走于反博奕法的边缘地带，潜在投资者因此对环球柏青哥业务前景存有疑虑，冈田暗示永利投资该项目，可以解除潜在投资者对环球营运前景的疑虑，而且投资者也要求以他在永利的股权充当抵押品[4]。史蒂夫起初对冈田的建议抱持赞成态度，让永利与环球一起合作进行菲律宾的开发案，环球公司员工也获得允许调阅永利数据（包括楼层设计图与游客估计数）以及拍摄永利赌场的内部景观[5]。

然而，永利拒绝修正股东协议去允许环球公司旗下的子公司Aruze USA出售或抵押它在永利的股份去筹措资金，协议中也赋予Aruze所持有永利股份的投票权，然而这份股东协议最终仍被签署，因为史蒂夫担心若冈田出售其持有的永利股份或失去对Aruze之控制权，史蒂夫会失去他博奕帝国的控制权[6]。不仅如此，在2009年初，史蒂夫个人贷款六千万美元给环球[7]。

2010年7月7日，冈田的代理人寄一封电子邮件给史蒂夫，信中详细表明冈田身为公司最大股东，有权利知道永利目前与未来之营业活动[8]。冈田成为永利最大股东[9]是因为史蒂夫在2010年1月与前妻伊莲 (Elaine) 离婚的协议中，丧失了他在永利的一半股权，也使得他在永利的持股降到10%。此外，在这封电子邮件中，冈田亦表明希望有权提名董事会成员，也由于他在亚洲推广提高永利的知名度，公司应给予他额外报酬[10]。

贿赂与有争议之捐赠

由于一份内部独立的研究报告指出贪污在菲律宾赌场业是很普遍的，永利董事会对于是否与环球合作抱持着谨慎态度[11]。2011年2月24日，当冈田在董事会中提议送礼给菲律宾官员，董事会投票否决永利与环球的赌场开发计划，以防止永利违反海外反腐败法 (Foreign Corrupt Practices Act) 而失去永利的博奕牌照[12]。

压倒两大亨友谊的最后一根稻草是在2011年9月，一篇在酒店杂志上的报导指出，尽管永利董事会在2011年2月已做出决议，冈田仍把菲律宾的开发案描述为永利与环球是此计划的合作伙伴。此外，此开发案赌场设计图与永利在拉斯韦加斯与澳门建造之赌场极为神似。永利之代表律师指控冈田违反董事信托责任，其涉及之行为会导致澳门之子公司受到竞争威胁。在另一场律师会议中，史蒂夫指控冈田不当使用永利的知识产权，并发给潜在投资人他在永利的名片，使外界误以为永利也参与这开发案[13]，在会议结束之前，史蒂夫要求冈田应该自动辞去其董事职位[14]。

冈田在2012年1月对永利提起法律诉讼展开报复，他宣称永利澳门 (Wynn Macau) 之董事会议上决议对澳门大学 (University of Macau) 一亿三千五百万美元之捐款是不恰当的[15]。根据永利之提案，永利在2011年5月会捐款两千五百万美元，并在2012至2022年期间每年捐出一千万美元，而此期间正好是永利澳门博奕牌照的有效期间。澳门大学校长即澳门总督，对于当地博奕政策有最终决定[16]。冈田是董事会中唯一一位反对该项捐款之董事，他同时以公司屡次拒绝提供与捐款相关的财务信息以及他投资公司一亿二千万美元相关交易的信息，控告公司管理当局[17]。

与此同时，永利已经聘请弗里斯波金沙利文公司 (Freeh Sporkin & Sullivan LLP，以下简称弗里) 对冈田在菲律宾之行为展开私人调查[18]。调查结果显示，冈田提供菲律宾博彩监管官员及相关人员价值十一万美元之酒店住宿、餐饮与礼物，并招待他们免费住宿于永利澳门81度假村，此房型有七千平方英尺，每晚定价六千美元[19]。

驱逐冈田

在2012年2月18日，根据弗里的调查结果，董事会一致通过回购Aruze持有之永利股权，这是依据公司章程第二节a段规定，股东与关联方从事有不当行为，公司可回购股东与关联方所持有之股份[20]。股票回购的决议是有鉴于冈田被发现有违反海外反腐败法的疑虑，进而使永利可能在博奕牌照到期时，无法继续取得牌照。股票会以30%的折价回购，并以十年期票之方式偿还[21]。次日，永利向内华达州法院控告冈田、环球与Aruze，主张冈田已经违反其董事信托责任[22]。

环球在2012年3月12日以反控回击，要求法院下令禁止永利回购Aruze持有的永利股份[23]。在文件中环球主张，永利与Aruze有签署协议，其中一项条款是禁止永利回购Aruze所持有的永利股票，因此永利回购股票之行为不合于法。此外，环球亦主张由于Aruze买进永利股份的时间点是在订定章程第二节a段之前，因此不应被该项条款所限制[24]。环球也对这份期末收到的调查报告之可靠性提出质疑，表示调查报告杂乱无章，缺乏实质证据，也缺乏公司治理的原则及标准。另外，评价报告之可信度亦受到质疑，因为估价工作是由史蒂夫之个人财务顾问美驰 (Moelis & Co) 所执行[25]。

环球的反诉还包含其它项目，包括史蒂夫与公司法律顾问金玛丽·辛纳屈 (Kimmarie Sinatra) 共谋从事财务舞弊与诈欺行为（如：以假借口购买财产与取得签名），这已违反内华达州RICO法，文件中引述“永利如此有成就，但其并非一常规公司，永利的董事长史蒂夫先生把永利视为个人所属般的经营，董事会到处是听命于他的朋友，并支付管理高层丰厚的报酬以换取他们坚定不移的忠诚[27]”。永利随即发布新闻稿，强调冈田的反击控诉中并没有否认弗里之调查结果[28]。

独立性问题

冈田在2012年9月17日透过Aruze公司向永利之股东发表一封公开信，信件重申永利回购股份之行为是为了让冈田对一亿三千五百万美元捐款给澳门一事噤声[29]。信件中，冈田引用伊莲的看法，认为公司未处于失去博奕牌照之风险，因此永利回购股票之行为确有瑕疵[30]。他引用股权代理机构ISS的说法，指称董事会中有58.3%为独立董事（七人/十二人），基于史蒂夫为董事长兼首席执行官之状况而言，永利独立董事比例偏低[31]，尽管如此，永利独立董事人数仍符合纳斯达克（NASDAQ）公开募股的规定[32]。更进一步指出董事会受制于史蒂夫与管理阶层，由于缺乏独立性，公司治理评等仅为D级[33]。

因此，公开信中提议将在永利2012年股东年会中提名二位“十分符合资格并有独立性之候选人”参与董事会选举，这二位提名人每位已各收到五万美元之一次性费用，同意被提名[34]。永利则反驳，表明由于股票已被回购，冈田已不再是公司股东，也没有权利提名董事人选。冈田试图透过法院命令让他在2012年11月2日的会议之前恢复被回购股票的投票权，然而该项请求被内华达州法院的法官伊丽莎白·冈萨雷斯（Elizabeth Gonzalez）所拒绝[35]。

D级公司治理评等

双方的诉讼之争吸引了公众的检视，媒体纷纷聚焦报导永利的公司治理，发现了永利与史蒂夫及其家族间之关联方交易。史蒂夫与伊莲不仅承租永利所拥有位于拉斯韦加斯之公寓，也出租艺术品给公司，并由公司承担展览与保护艺术品之费用（如：相关税负以及恐怖攻击保险费）。2012年3月发表的GMI评等报告中，披露伊莲兄弟与妯娌受雇于永利在拉斯韦加斯之酒店，2010当年度，公司付给伊莲亲戚的薪水以及离职金总共有两百四十万美元。此外，若史蒂夫被公司解雇，他将有权获得价值他现有年薪四倍之离职金，比大部分美国国内一千七百七十五家大型公司之首席执行官还高[36]。

类似交易也牵扯到公司管理阶层，永利澳门首席运营官陈志玲 (Linda Chen) 若到2021年仍任职于公司则可获得一千万美元红利，此外，公司也购买一间价值五百四十万美元的房子给陈志玲，之后陈志玲以一百万美元向公司购买此房产，这是否是提供高阶主管诱因的措施仍有待理清。与此同时，公司在2010年以年薪五十七万两千美元之待遇雇用陈志玲的丈夫[37]。在各媒体的报导中，大多认为陈志玲是史蒂夫的继任者。当史蒂夫受访问到有关谁将成为下一任首席执行官时，据报导他表示“在内华达与澳门都有一些相当不错的年轻人选，非常聪明及健康。很巧的是，陈志玲是母公司董事会成员之一，所以如果你问我会是谁？我只能告诉你是一位中国女性[38]”。

火上浇油

董事会的冲突引起了几位股东的愤怒。路易斯安那市警署雇员退休基金 (Louisiana Municipal Police Employees Retirement System，以下简称路市退休基金) 在2012年3月27日，对公司全体十二位董事提起诉讼，指控他们最近的行为已经对公司造成伤害[39]。2012年4月4日截止，有不同的股东对公司提出其它3项法律诉讼，内容与先前冈田控告永利及董事会大致相同[40]。针对冈田提出的诉讼是与贿赂行为有关，其余十一位董事则与澳门大学捐款一事有关，原告声称该项捐款浪费公司资产并可能使得公司违反海外反腐败法。

虽然路市退休基金之案件在2012年10月被驳回[41]，股东们修正诉状书，于2013年3月18日再次提起告诉。由于冈田在董事会议中反对澳门大学的捐款，因此对冈田的控诉得以撤销。此外，有多项诉讼系针对永利回购Aruze持股的花费（超过十九亿美元），潜在失去博彩牌照的损失、以及公司声誉的伤害[42]。谁是公司董事会争斗下之赢家并非是路市退休基金所关心的，犹如文件所言，“无论谁最后将在这场永利董事会争斗中取得优势地位，这间公司未来以及已经成为最大输家”。自2011年10月以来，永利股价已下跌24%[43]。

歹戏拖棚

在2012年12月，永利采取行动缩减董事人数，将董事会成员人数降为九人，其中包括六名独立董事[44]。原先包括陈志玲在内的两名非执行董事与两名内部董事被迫下台，一名新任独立董事取而代之。与此同时，永利宣布将在2013年2月22日招开特别股东会处理撤销冈田董事资格事宜，公司的理由是冈田送礼物与现金给菲律宾官员时并未考虑公司最大利益。在特别股东会招开前一日，冈田自行辞去董事职务[45]。他对董事会运作的方式与对他采取的行动感到厌倦，在一份声明中，冈田批评董事会“不道德”的行为均由独裁者史蒂夫所指使[46]。

许多先前提到的诉讼仍在持续进行中，而有些反诉正展开。在2013年3月22日，由冈田委任律师委托出具的独立报告，发现先前由弗里出具之独立调查报告有瑕疵。弗里先前提出之调查报告显示冈田有贿赂情事，进而使永利有理由从冈田手中回购股份。然而在冈田委任律师提出的独立报告中显示，弗里在撰写报告时，是首重委任者之利益，尽公正第三方调查者的责任居次[47]。由于冈田与史蒂夫二人声誉危在旦夕，这场董事会的斗争也转变为之雄厚财力与庞大资源的战争。

事件结尾

在2013年4月，美国检察机关第一次以民事诉讼侦察为由取得了六个月的延迟调查，使得检察机关能对一起在2010年环球关系企业交付四千万美元的款项给予一位和菲律宾政府关系密切的顾问作刑事的调查。在2013年10月时，检察机关再度延长延迟调查六个月，民事案也直到2014年5月5日才再度展开[48]，因此对于冈田与史蒂夫的不法行为，他们的交叉对决在2014年初前都毫无进展。在2014年4月24日，环球和冈田向东京地方检察厅控告永利与史蒂夫涉及毁谤，表示永利与史蒂夫发布的调查报告报导他们在菲律宾之行为，散布不实谣言，也伤害了公众对他们的信任[49]。在2014年5月，美国检方再度申请延迟调查，然而被克拉克郡地区法官伊莉莎白・冈萨雷斯拒绝，法官表示美国政府已经给予足够时间[50]。这意味着，冈田与史蒂夫间之法律争斗终于将有后续发展，结果如何仍尚待分晓。

问题与讨论

1. 评论个案公司董事会组成、结构与董事独立性。
2. 指出本案最大股东为谁，并解释法律纠纷对他们的影响，谁受到的影响最大呢？（提示：请阅读永利公司章程中有关更换董事的内容）
3. 什么样的关联方交易造成对公司治理有不良影响？
4. 关于贿赂与贪污的法律诉讼可看出东方与西方商业手段之不同，请问文化如何影响良好公司治理的定义以及道德的商业手段？

This is the abridged version of a case prepared by Fadhilah Abdul Rahman Zamawi, Karishma Kaur, Ng Jun Yan and Sasha Bao Cheng under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Geraldine Tan Juan Juan under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Mavin, D. (2012, February 20). Wynn's Okada Buyout Is a Big Governance Gamble. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052970204909104577234202453660944

2 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K.. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html

3 Freeh, Sporkin & Sullivan LLP. (2013, April 20). Report to the Gaming Compliance Commission. Retrieved from http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000119312512071603/d304177dex992.htm

4 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K.. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html

5 Amended and Restated Stockholders Agreement (2010, January 6). Retrieved from http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000134100410000026/wynn_ex10-1.htm

6 Ibid.

7 Ibid.

8 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K.. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html

9 Green, S. (2012, June 19). Elaine Wynn sues for right to sell shares in casino company. VegasINC. Retrieved from http://www.vegasinc.com/news/2012/jun/19/elaine-wynn-sues-right-sell-shares-casino-company/

10 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html

11 Freeh, Sporkin & Sullivan LLP. (2013, April 20). Report to the Gaming Compliance Commission. Retrieved from http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000119312512071603/d304177dex992.htm

12 Ibid.

13 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html

14 Wynn Resorts, Ltd. v Kazuo Okada et. al (2012, February 19). Retrieved from http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000119312512071603/d304177dex991.htm

15 Koehler, M. (2012, February 14). Wynn Resorts $135 Million University of Macau Donation The Subject of SEC Scrutiny. FCPA Professor. Retrieved from http://www.fcpaprofessor.com/wynn-resorts-whopping-135-million-university-of-macau-donation-the-subject-of-sec-scrutiny

16 Ibid.

17 Pettersson, E. & Ozasa, S. (2012, March 14). Wynn Sued by Okada Over $800 Million Redemption Discount . Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2012-03-12/kazuo-okada-files-counterclaim-in-federal-court-to-wynn-resorts-lawsuit.html

18 Wynn Resorts, Ltd. v Kazuo Okada et. al (2012, February 19). Retrieved from http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000119312512071603/d304177dex991.htm

19 Ibid.

20 Sierotyl, C. (2012, February 16). Okada wants court to stop stock seizure; Wynn says game over. Las Vegas Review Journal. Retrieved from http://www.reviewjournal.com/business/casinos-gaming/okada-wants-court-stop-stock-seizure-wynn-says-game-over

21 Stutz, H. (2012, March 18). Lawsuit against Wynn reads like screenplay. Las Vegas Review Journal. Retrieved from http://www.reviewjournal.com/inside-gaming/lawsuit-against-wynn-resorts-reads-screenplay

22 Shurmur, A. (2014, May 2). Nevada court rejects U.S. request on Okada probe, says Wynn suit can proceed. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/05/03/us-universalentmtwynnresorts-lawsuit-idUSBREA4201I20140503

23 PRNewswire. (2012, March 12). Universal files Counterclaim against Steve Wynn, Wynn Resorts. PRNewswire. Retrieved from http://www.prnewswire.com/bloggers/news-releases/?nrId=142420105

24 Ibid.

25 Berzon, A., & O'Keeffe, K. (2012, March 12). Countersuit Escalates Feud at Wynn. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304450004577277873023438872

26 Master, F., & Zeidler, S. (2012, June 15). Wynn says Okada motion recycles old claims. Reuters. Retrieved from http://mobile.reuters.com/article/idUSBRE85E1CX20120615?ca=moto

[27] Pettersson, E. & Ozasa, S. (2012, March 14). Wynn Sued by Okada Over $800 Million Redemption Discount . Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2012-03-12/kazuo-okada-files-counterclaim-in-federal-court-to-wynn-resorts-lawsuit.html

[28] Ibid.

[29] Green, S. (2012, September 18). Wynn returns fire on Okada over shareholder letter. VegasINC. Retrieved from http://www.vegasinc.com/business/legal/2012/sep/18/wynn-returns-fire-okada-over-shareholder-letter/

[30] Aruze USA, Inc. (2012, September 17). Aruze Issues Open Letter to Wynn Resorts Stockholders. [Press release]. Retrieved from http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000095010312004811/dp32902_dfan14a.htm

[31] Ibid.

[32] Ibid.

[33] Ibid.

[34] Green, S. (2012, September 6). Okada names two proposed Wynn board nominees. VegasINC. Retrieved from http://www.vegasinc.com/news/2012/sep/06/okada-names-two-proposed-wynn-board-nominees/

[35] Pettersson, E. (2012, October 3). Okada Loses Bid to Vote Wynn Resorts Shares at Meeting. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2012-10-02/okada-seeks-judge-s-ruling-to-let-him-vote-redeemed-stock.html

[36] Macau Daily Times. (2012, March 15). Doubts raised over Wynn governance. Macau Daily Times. Retrieved from http://www.macaudailytimes.com.mo/macau/34510-Doubts-raised-over-Wynn-%20governance.html

[37] Flannery, N. (2012, December 3). Wynn-sanity: A Power Struggle at Macau Gambling Giant Wynn Resorts Puts Shareholder Value at Risk. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/nathanielparishflannery/2012/03/12/wynn-sanity-governance-problems-at-gambling-giant-wynn-resorts-put-shareholder-value-at-risk/2/

[38] Mavin, D., & O'Keeffe, K. (2011, May 23). Wynn Resorts CEO Doubles Down on China Casino Business. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704083904576335362902560564.html

[39] Grimes, M. (2012, October 12). Judge reinstates four shareholder actions against Wynn Resorts. Macau Business Daily. Retrieved from http://macaubusinessdaily.com/Gaming/Judge-reinstates-four-shareholder-actions-against-Wynn-Resorts

40 Green, S. (2012, April 6). Fourth shareholder lawsuit filed against Wynn Resorts. VegasINC. Retrieved from http://www.vegasinc.com/news/2012/apr/06/fourth-shareholder-lawsuit-filed-against-wynn-reso/

41 Sieroty, C. (2013, March 21). Wynn Resorts criticises fund's lawsuit. Casino City Times. Retrieved from http://www.casinocitytimes.com/article/wynn-resorts-criticises-funds-lawsuit-61960

42 Ibid.

43 Flannery, N. (2012, December 3). Wynn-sanity: A Power Struggle at Macau Gambling Giant Wynn Resorts Puts Shareholder Value at Risk. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/nathanielparishflannery/2012/03/12/wynn-sanity-governance-problems-at-gambling-giant-wynn-resorts-put-shareholder-value-at-risk/2/

44 Business Wire. (2012, December 13). Wynn Resorts Takes Actions to Streamline Board of Directors and Increase Independent Representation as Company Pursues Growth Strategy. Business Wire. Retrieved from http://www.businesswire.com/news/home/20121213006477/en/Wynn-Resorts-Takes-Actions-Streamline-Board-Directors

45 Zeidler, S. (2013, February 21). Okada resigns from Wynn Resorts board. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2013/02/21/okada-wynn- idUSL1N0BL9NX20130221

46 Agence France-Presse. (2013, February 22). Okada quits Wynn Resorts Board, avoiding ouster. CBNNews. Retrieved from http://www.abs-cbnnews.com/business/02/22/13/okada-quits-wynn-resorts-board-avoiding-ouster

47 Pettersson, E. (2013, April 22). Okada Review Finds Wynn Resorts Probe 'Deeply Flawed'. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-04-22/okada-review-finds-wynn-resorts-probe-deeply-flawed-.html

48 Layne, N. (2014, May 2). U.S. seeks another extension for Okada payments probe. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/05/02/us-universal-entmt-wynn-resorts-lawsuit-idUSBREA4105K20140502

49 Layne, N., & Master, F. (2014, May 1). Okada files criminal complaint against Wynn in Japan. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/05/01/us-universal-entmt-wynn-resorts-complain-idUSBREA4003J20140501

50 Reuters. (2014, May 5). Nevada court allows Wynn suit vs Okada to proceed. Business World Online. Retrieved from http://www.foxbusiness.com/economy-policy/2014/05/02/nevada-court-rejects-us-request-on-okada-probe-says-wynn-suit-can-proceed/

雅虎和阿里巴巴的爱恨纠葛

个案大纲

2011年5月10日，雅虎 (Yahoo!) 在提交美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission) 的文件中指出，阿里巴巴集团 (Alibaba) 已经把支付宝 (Alipay) 的所有权转移给一家由阿里巴巴首席执行官马云 (Jack Ma) 所控制的公司。雅虎在两天后的记者会上表示，直到2011年3月31日才被通知，而所有权移转却早在2010年的8月就已经完成了。阿里巴巴则在隔天反击，说整个移转都遵循相关法规，而且雅虎在事前有被通知[1]。雅虎在支付宝宣布移转的那天股票跌了7.3%，至每股17.2美元，在一个礼拜内股价跌幅超过10%[2]。尽管投资大众的意见分歧，大家心中的共同疑问都是：他们应该相信哪一边的故事？谁应该为这未实时披露的行为负责？谁在试图误导投资者？

本个案主旨在讨论下列公司治理相关议题：董事会代表、董事会结构、董事会的利益冲突、董事会的沟通、董事的决策权和责任。

背景

阿里巴巴集团

阿里巴巴1999年在中国浙江省成立，成立者马云有着用科技网络将中国每个商人结合在一起的梦想。2011年，阿里巴巴网络有限公司成为中国最大在线B2B (business-to-business) 公司，市占率超过50%。2007年，阿里巴巴网络有限公司成功地在香港证券交易所首次公开募股 (Initial Public Offering)。阿里巴巴也持有淘宝，中国最大的C2C (consumer-to-consumer) 网络购物平台；B2C (business-to-consumer) 平台天猫也是阿里巴巴的子公司之一。

阿里巴巴最成功的发明是支付宝，2004年上线的第三方支付平台。支付宝一开始是阿里巴巴底下的单位，用来提供公司旗下网站在线购物的付款功能，如淘宝等。到了2011年，支付宝已经成为世界上最大的支付系统。

雅虎和阿里巴巴的合伙关系

在2005年10月，阿里巴巴取得雅虎中国的经营权，并发行了40%的股票给雅虎，总价值十亿美元，取得和雅虎的策略合作关系。在2012年9月前，雅虎是阿里巴巴的最大股东，持有43%的股份，日本的软件银行 (Softbank) 则持有29%的股份。剩下的28%则是由马云和他的管理团队所持有。

阿里巴巴的董事会由四名成员组成。2005年10月，董事长马云取得了阿里巴巴管理阶层两席董事中之其中一席，另外两席董事分别由雅虎的代表杨致远 (接续为Tim Morse 和 Jacqueline D. Reses) 和软件银行的孙正义所担任。

随后，阿里巴巴扩展国际版图并获得巨大的成功，然而，雅虎几乎在国内每个地区的市占率都在下降。因此，对雅虎来说，阿里巴巴的投资有如皇冠上的宝石，这项投资让总公司位在加州的雅虎得以规避中国政府极其严格的外资投资管制，搭着中国网络使用量大幅飙升的顺风车，取得巨额的获利。

支付宝的分拆

分拆的决定

2010年，中国发布了“非金融机构支付服务管理办法”(Second Ordinance)，要求所有在线支付的公司都必须由中资完全持有，才能够领有营业许可[3]。由外资持有的公司必须个别申请，申请程序相当繁复。这个管理办法是为了要解决由外资企业收集个人财务资料的疑虑。由于支付宝是由中资和外资共同持有，所以这个管理办法就替阿里巴巴制造了新的难题。

在这个新的管理办法发布前，大部分的公司（包含阿里巴巴）都试图要用“可变利益实体”(Variable Interest Entities) 来规避这个法规。控股公司可以在名目上转移子公司所有权，但透过合约上现金流量服务来保留经济利益[4]。

阿里巴巴将支付宝移转给浙江阿里巴巴电子商务有限公司。浙江阿里巴巴由马云持有80%股权，由阿里巴巴的共同创办人和核心管理者谢世煌持有其余20%股权。这次的移转分成两个阶段进行，2009年6月进行第一阶段的移转，占70%的所有权；2010年8月将剩下的30%所有权进行第二次移转[5]。总共付了人民币三亿三千万[6]。

这个可变利益实体的结构在所有权移转之后继续维持着。因此，阿里巴巴仍然依照法规，于2010年的合并财务报表中将支付宝认为子公司。但是在2011年第一季的尾声，马云认为这个可变利益实体已经无法再通过中国政府的严格审查[7]。3月31日，一封正式的通知信寄给了软件银行和雅虎，说明阿里巴巴会将支付宝分拆，并终止这个可变利益实体。从这一天开始，支付宝不再是阿里巴巴的完全持有的子公司，而是一家关系企业。

雅虎延迟披露

2011年5月10日，雅虎在当季财务报表的提交文件中，向美国证券交易委员会披露支付宝的100%所有权已经被移转到由马云控股的浙江阿里巴巴。雅虎投资者随后听到雅虎和阿里巴巴不合的风声。

雅虎版本的故事

雅虎宣称他们直到2011年3月31日才知道支付宝的所有权被移转和分拆的情事，此外雅虎主张董事会并没有批准这个决定。

雅虎的首席执行官卡罗尔·巴茨 (Carol Bartz) 从2009年的1月上任到2011年的9月[8]，被认为任期不够长，也不够了解阿里巴巴的公司事务。根据内部消息指出，雅虎的董事会没有因为巴茨把雅虎和阿里巴巴双方的紧张情势推高而责怪她，雅虎取而代之的是“向中国人开战”[9]。

雅虎在2005年和阿里巴巴签订的公司合作协议中，明文记载雅虎有权取得阿里巴巴两席的董事。2011年2月当时雅虎的首席财务官蒂姆·穆尔斯 (Tim Morse) 指出雅虎目前并没有取得额外的席次的打算，“目前的情况很好，我们没必要破坏现在的平衡”，他说道[10]。

阿里巴巴(马云) 的说法

阿里巴巴否认雅虎的说法，声称移转的事早在两年前就在多次的董事会中被提出讨论[11]。阿里巴巴更进一步地指出董事会早在2009年7月就已经表示“知情同意”(Informal consent)，并将支付宝的事情全权交给管理团队处理[12]。

在一个访谈中，马云说道自从杨致远和孙正义加入董事会的这六年来，“没有一个决定是董事会批准的，很多事都是在董事会外就讨论及决定好的，董事会只是在会议中花几分钟的时间取得共识”，马云也提到，透过董事会做决定是没用的，因为董事会成员不会同意，而支付宝可能会因为无法及时取得营业许可而被迫解散[13]。

马云声称孙正义在2011年3月，以“没有时间讨论”为由，回避讨论有关支付宝所有权移转的议题。此外，孙正义还建议他向中央银行对支付宝的外资股权结构说谎，而非以移转所有权方式解决监管问题。一直到三月底，牌照的申请已经接近截止日，董事会仍对这件事还是没有共识。马云最后单方面决定跳过董事会，以百分之百由中资持有的身份向中央银行申请支付宝的第三方支付牌照。最后支付宝成功地在2011年5月取得在中国营运的第三方支付牌照[14]。

软件银行的说词

软件银行拒绝对所有权移转情事表达意见。根据内部消息指出，软件银行不是这件事情最终决定者，只是在和解会议中的参与者[15]，因为软件银行只在阿里巴巴占了一席董事席次。

股票市场和投资者的反应

在这一整串事情爆发之前，投资者看涨雅虎的股票，因为大家都非常看好支付宝的潜力[16]。2011年5月10日宣布支付宝的移转后，雅虎的股价就应声下跌7.3%[17]，投资者们都担心雅虎在阿里巴巴的投资受损[18]。紧接着在一周内，雅虎的股票从18.55元美元跌到16美元，跌了13.7%[19]。这样的跌幅反应了投资人对于雅虎的不信任，投资人质疑为何雅虎在支付宝的移转中完全是局外人，也质疑雅虎和阿里巴巴的合作关系是否可以持续[20]。

有股东向雅虎提出法律诉讼。股东声称他们被未披露的信息所误导，雅虎的股价是被人为操控出的结果，远高出它应有的价值。也有股东指控既然雅虎在2009年就知道支付宝会被分拆，那么雅虎早就应该有适当的计划来确保其投资阿里巴巴的价值。从5月10号到7月29号，雅虎的股价下跌了29.4%。

分析师的看法

大部分的分析师都认为所有权的移转方式是有争议的。杰弗里 (Jefferies & Co) 的尤瑟夫·斯奎利 (Youssef Squali) 指出，尽管所有权移转是迫于中国的新法规，“阿里巴巴的作法还是有争议的”[21]，因为马云坦承支付宝的移转并没有经过董事会的适当投票程序。

环球资产管理公司 (RCM) 的沃尔特·普莱斯 (Walter Price) 认为雅虎可以把未及时披露的事情处理地更好，在知道支付宝被移转的时候就应该举行记者会[22]。除此之外，新世纪周刊 (Century Weekly) 认为三亿三千万人民币的移转价格过低，并非一公平交易。这引发两个疑虑：马云将支付宝移转给自己控股的浙江阿里巴巴，这之间可能存在利益冲突的疑虑，以及管理层收购 (management buyout) 是否为分拆支付宝的真正主因。

和解

在经过几个月密集的协商后，阿里巴巴、雅虎、软件银行在2011年7月29日宣布他们已经签署有关支付宝移转的正式合约。

合约中的重点摘要如下[23]：

支付宝的持有公司在往后发生清盘事件时（如：首次公开募股），将从清盘所获得收益付给阿里巴巴37.5%的权益金额，最低二十亿最高至六十亿。

在清盘事件发生前，除了技术转让费和权利金之外，持有支付宝的公司还需要付阿里巴巴49.9%的税前利益。

马云和阿里巴巴集团的首席财务官蔡崇信 (Joe Tsai) 成立了APN Ltd.，一家只在清盘事件发生前存在的特殊目的公司 (Special Purpose Vehicle)。这家公司发行面额五亿元，七年期的无息本票给阿里巴巴。为了担保这张本票，马云注入了五千万股阿里巴巴的普通股到这家公司。

分析师对于和解的看法

分析师对于这个和解的看法两极。富比士 (Forbes) 持正面的看法，认为和解有助于消除投资者对支付宝所有权移转的疑虑，也预期支付宝“前景看好”[24]。值钱的支付宝–淘宝收入被留在集团内。除此之外，非淘宝或第三方支付处理的事业体也可以被纳入在这新的支付宝组织架构。

另一方面，富国银行 (Wells Fargo) 和施蒂费尔尼古劳斯 (Stifel Nicolaus) 的分析师认为虽然合约看似公平[25]，但是其实并没有想象中那么乐观，因为亚洲资产可变现价格的不确定性甚高。股票价格和核心业务的表现息息相关，因此雅虎股票价格短期内的前景还不明朗[26]。再加上支付宝所有权移转事件其实有管理层收购的性质，而这也暴露了雅虎在亚洲的发展还是受到马云左右。

有些分析师并没有考虑支付宝公开上市募股的潜力，因为他们没有看到上市募股的时程。雅虎的股东也不乐见支付宝以最高六十亿的价值变卖[27]。除此之外，他们认为中国政府把重点放在中资企业，也因此到国外上市公开募股的机率不高[28]。

其他分析师对于这个和解案保持中立。一位摩根大通 (JP Morgan) 的分析师赞同合约里提供了一个支付宝最终清盘价格的范围，同时也解决了雅虎股票岌岌可危的问题[29]。身为主要股东，雅虎可以在十年后强制清盘，万一支付宝公开上市募股的机率仍小的话。

对于阿里巴巴公开上市募股计划的猜测开始流传。蔡崇信提到目前没有任何计划，但不排除这可能性。根据和解的条款，阿里巴巴可以从新的支付宝取得更多的现金，这有利于阿里巴巴未来的公开上市募股，也进而让雅虎获利。

投资者对于和解的反应

有些投资者在和解合约签订之前就已经出售雅虎的股票，因为他们受不了雅虎缺乏对此事件的应对能力，以及支付宝移转的损失。一名绿光资本（Greenlight Capital）的知名对冲基金经理人抛售他所持有的所有雅虎股份，并在一封给投资者的信里提到“这不是我们所期望的”[30]。雅虎的股价于和解合约公开后在开市前交易上升了6%，这表示投资者对于这个合约是满意的。但是股价在8月3日到8日开始起伏，这可归因于雅虎失去了第三方交易的市场[31]。花旗集团（Citigroup）的分析师马克·马哈尼(Mark Mahaney) 认为虽然合约消除了投资者的部分疑虑，但是雅虎却被迫卖出它在亚洲最关键的资产[32]。

后续发展

在2012年5月20日，雅虎和阿里巴巴两公司达成一个让雅虎对阿里巴巴持股变现的协议[33]。第一步是在2012年9月18日由阿里巴巴以七十六亿美元的价格回购雅虎半数的股票[34]。在这个交易后，雅虎和软银的在公司董事会的投票权都被稀释到50%以下[35]。此外，雅虎被要求在阿里巴巴上市公开募股时卖回剩余股票的一半，上市公开募股后再卖出另外一半[36]。

这个协议提供了双赢的局面，也替“网络史上最长的国际斗争”划下句点[37]。阿里巴巴的首席执行官马云现在已经完全掌握公司[38]，而对雅虎而言，协议提供了一个退场机制，让雅虎可以平衡短期的流动性、回馈现金给股东的同时还能够在阿里巴巴未来价值增加时分一杯羹[39]。

2013年1月15日，马云宣布5月时将从阿里巴巴首席执行官的位置退位，并在下一任首席执行官接棒后担任执行董事长[40]。

问题与讨论

1. 阿里巴巴的董事结构恰当吗？股东们能够依据他们的持股在董事会有适当的代表吗？
2. 参考支付宝的事件，你认为阿里巴巴的董事会在做决策的过程中可能有什么问题？
3. 杨致远和孙正义有尽到他们身为阿里巴巴董事的责任吗？如果没有，可能的原因是什么？
4. 马云把支付宝移转给百分之八十由自己控股的浙江阿里巴巴是对公司最好的决定吗？其他可能的做法有什么？
5. 讨论其他可能的和解方案。

This is the abridged version of a case prepared by Andrew Aw De Cai, Felicia Goh Pei Ting, Lin Jiajing, Low Chern Yik, Min Tianzhu, Michelle Yeo Hui Min, Yvonne Tan Yan Qi under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Low Jiemin under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

Copyright © 2016 Vincent Chen Yu-Shen, Mak Yuen Teen and CPA Australia.

附注

1 Alibaba Group Clari cation with Respect to Alipay Status and Related Statements by Yahoo!, 15 May 2011, Company Press Release <http://news.alibaba.com/article/detail/alibaba/100474800-1-alibaba-group-clarication-respect-alipay.html> accessed 12 Dec 2012

2 Gallagher, D., & Letzing, J,. Yahoo falls on concerns about Alibaba 13 May 2011,. MarketWatch. http://articles.marketwatch.com/2011-05-13/industries/30703189_1_yahoo-co-founder-yahoo-shares-ceo-jerry-yang> accessed 12 Dec 2012

3 Administrative Measures for the Payment Services Provided by Non nancial Institutions 21 Jun 2010, The Central People's Government of the People's Republic of China. <http://www.gov.cn/fg/2010-06/21/content_1632796.htm> accessed 12 Dec 2012

4 Gillis, P., The emperor's new suit: VIEs in China, 9 Mar 2011, China Accounting Blog <http://www.chinaaccountingblog.com/weblog/the-emperors-new-suit-vies-.html> accessed 12 Dec 2012

5 Alipay June 14 Media Press Conference Minutes, 14 Jun 2011 Sina Technology. <http://tech.sina.com.cn/i/2011-06-14/18495647582.shtml> accessed 12 Dec 2012

6 Wang, S., Softbank Gets Tough on Alipay Compensation Terms, 2 Jun 2011, Caixin Online <http://english.caixin.com/2011-06-02/100265604.htm>l accessed 12 Dec 2012

7 Ibid.

8 Swisher, K., Exclusive: Carol Bartz Out at Yahoo; CFO Tim Morse Named Interim CEO, 6 Dec 2011, All Things D, <http://allthingsd.com/20110906/exclusive-carol-bartz-out-at-yahoo-cfo-interim-ceo/> accessed 12 Dec 2012

9 The painful marriage between Yahoo and Alibaba, 16 May 2011, Retrieved from CWW. net. <http://www.cww.net.cn/english/html/2011/5/16/20115161623428716_2.htm> accessed 12 Dec 2012

10 The Bungled Yahoo-Alibaba Relationship Under Bartz [Timeline], 8 Sep 2011, Business Insider <http://www.businessinsider.com/the-bungled-yahoo-alibaba-relationship-under-bartz-timeline-2011-9 > accessed 12 Dec 2012

11 Pepitone, J., Alibaba CEO: Yahoo should break itself up, 1 Jun 2011, CNN Money <http://money.cnn.com/2011/06/01/technology/alibaba_d9_yahoo/index.htm?iid=EAL> accessed 12 Dec 2012

12 Wei, D., MorganMarkets, 15 May 2011, J.P.Morgan <https://mm.jpmorgan.com/stp/t/c.do?i=79488-C6&u=a_p*d_595504.pdf*h_3jbm5fnv> accessed 12 Dec 2012

[13] Bishop, B., Jack Ma Talks To China Entrepreneur Magazine About The Alipay Case (UPDATED) ", 6 Jul 2011, DigiCha <http://digicha.com/index.php/2011/07/jack-ma-talks-to-china-entrepreneur-magazine-about-the-alipay-case/> accessed 12 Dec 2012

[14] Callaghan, B., Alipay Gets Its License to Operate in China", 26 May 2011, All Things D, <http://allthingsd.com/20110526/alipay-gets-its-license-to-operate-in-china/> accessed 12 Dec 2012

[15] Softbank Refuses to Join Talks about Alipay Ownership Transfer, 3 Jun 2011, CapitalVue. <http://www.capitalvue.com/home/CE-news-A1/inset/@56874/post/1907444> accessed 12 Dec 2012

[16] Barboza, D., & Kopytoff, V. G., Alibaba and Yahoo Try to Make Up, 15 May 2011, The New York Time, <http://www.nytimes.com/2011/05/16/technology/16yahoo.html?_r=2&adxnnl=1&pagewanted=all&adxnnlx=1333685921-bMqof5jNm+jZWUiwiWVaDg> accessed 12 Dec 2012

[17] Womack, B., Yahoo Says Alibaba Transferred Alipay Without Telling Board, Shareholders, 13 May 2011, Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-12/yahoo-notied-by-alibaba-of-alipay-reorganization-on-march-31.html> accessed 12 Dec 2012

[18] Ibid.

[19] Yahoo! Finance Data Stream

[20] Pepitone, J., Yahoo and Alibaba reach deal over Alipay, 29 Jul 2011, CNN Money, <http://money.cnn.com/2011/07/29/technology/yahoo_alipay/index.htm> accessed 12 Dec 2012

[21] Ibid.

[22] Womack, B., Yahoo Faulted by Investors for Delayed Alipay Disclosure, 24 May 2011, Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-23/yahoo-faulted-for-delay-in-disclosing-alipay-deal.html> accessed 12 Dec 2012

[23] Alipay's Equity Transfer: An MBO by Unusual Means, 3 Aug 2011, Business Insider <http://articles.businessinsider.com/2011-08-03/markets/29975440_1_liquidity-event- softbank-ownership-transfer#ixzz1quY2hN00> accessed 12 Dec 2012

[24] Jackson, E., Analysis of Yahoo Deal on Alipay: Glass Half-Full, 29 Jul 2011, Forbes, <http://www.forbes.com/sites/ericjackson/2011/07/29/yahoo-deal-on-alipay-glass-half-full/> accessed 12 Dec 2012

[25] Dignan, L, "Alibaba, Yahoo, Softbank settle Alipay rift, 29 Jul 2011, CNET News <http://news.cnet.com/8301-1023_3-20085604-93/alibaba-yahoo-softbank-settle-alipay-rift/?tag=mncol;txt> accessed 12 Dec 2012

26 Pimentel, B., Yahoo a 'forced seller' in Alipay deal: analyst, 29 Jul 2011, Market Watch <http://articles.marketwatch.com/2011-07-29/industries/30806315_ 1_ alibaba-group-alipay-yahoo> accessed 12 Dec 2012

27 Ibid.

28 Rusli, E. M., Yahoo and Alibaba Resolve Dispute Over Alipay, 29 Jul 2011, DealBook <http://dealbook.nytimes.com/2011/07/29/yahoo-and-alibaba-resolve-alipay-dispute/> accessed 12 Dec 2012

29 Ibid.

30 Ibid.

31 Pepitone, J., Yahoo and Alibaba reach deal over Alipay, 29 Jul 2011, CNN Money, <http://money.cnn.com/2011/07/29/technology/yahoo_alipay/index.htm> accessed 12 Dec 2012

32 Pimentel, B, Yahoo a 'forced seller' in Alipay deal: analyst, 29 Jul 2012, Marketwatch, <http://articles.marketwatch.com/2011-07-29/industries/30806315_ 1_alibaba-group-alipay-yahoo> accessed 19 Dec 2012

33 Yahoo! and Alibaba Reach Agreement on Comprehensive Plan for Alibaba Stake, 20 May 2012, Company Press Release

34 Alibaba Closes US$7.6 Billion Share Repurchase and Restructuring of Yahoo! Relationship, 18 Sep 2012, Company Press Release

35 Alibaba closes buyback deal with Yahoo 19 Sep 2012, China Daily <http://www. china daily.com.cn/business/2012-09/19/content_15768583.htm> accessed 12 Dec 2012

36 Swisher, Kara, Fat Lady Finally Sings: Yahoo and Alibaba Of cially Shake on $7 Billion Stock Sale Deal (Updated), 20 May 2012, All Things D, <http://allthingsd. com/ 20120520/yahoo-and-alibaba-of cially-shake-on-7-billion-stock-sale-deal/> accessed 12 Dec 2012

37 Ibid.

38 Ibid.

39 Ibid.

40 Jackson, Eric., Jack Ma's Retirement Might Mean A 2013 Alibaba IPO For Yahoo Shareholders, 15 Jan 2013, Forbes <http://www.forbes.com/sites/ericjackson/ 2013/ 01/15/jack-mas-retirement-might-mean-a-2013-alibaba-ipo-for-yahoo-share holders/> accessed 17 Jan 2013.

关于编辑

陈宇绅副教授 (Vincent Y.S. Chen)

陈宇绅博士现为台湾政治大学 (National Chengchi University) 会计系副教授，他曾任教于新加坡国立大学 (National University of Singapore) 会计系，也担任过新加坡财政部下辖新加坡会计发展局 (Singapore Accountancy Commission) 会计产业研究中心研究总监。他于美国纽约州立大学水牛城分校 (State University of New York at Buffalo) 取得会计博士学位。

陈宇绅博士在学术及实务界担任各种不同职务。他现为新加坡国立大学商学院亚洲会计研究中心荣誉研究员，也是美国圣母大学 (University of Notre Dame) 会计研究教育中心咨询委员，他曾为新加坡特许会计师公会 (Institute of Singapore Chartered Accountants) 整合报告 (Integrated Reporting) 委员会研究及思想领袖工作组成员。他是许多国际会计及财务期刊的审稿人，也担任台湾及香港政府研究计划的审查工作。

陈宇绅博士的研究领域为资本市场研究，专长於公司治理与评价。他的著作发表在许多国际知名的会计、财务、与管理类期刊，也曾获澳洲新西兰会计及财务年会财务会计类的最佳论文奖。除了学术着作，陈宇绅博士也和政府机构及专业组织，包括新加坡会计发展局、新加坡特许会计师公会及毕马威 (KPMG) 一起合作研究，解决会计实务上的问题並为新加坡会计产业界做政策制订的基础。他的研究被新加坡多个媒体引述过，包括海峡时报、商业时报以及联合早报。

陈宇绅博士在政治大学的大学部以及国际经营管理硕士 (IMBA) 学程教授财务会计，并在经营管理硕士 (EMBA) 学程教授公司治理。在新加坡国立大学任教时，他教授公司治理与道德以及财务会计，并参与数个和中国大型银行在国大商学院高层管理教育的学程。

麦润田副教授 (Mak Yuen Teen)

麦教授曾参与制定新加坡上市公司公司治理准则委员会。他也参与慈善理事会 (Charity Council) 并担任其中一委员会主席，负责订定新加坡慈善机构监管准则。

麦教授曾担任新加坡两大型医疗慈善机构的董事长及副董事长职务。有六年的时间，他担任总部位于纽约的联合国 (United Nation) 人口基金 (UN Population Fund) 审计咨询委员会委员。目前他是位在纽约联合国妇女基金 (UN Women) 审计咨询委员会的委员。

麦教授创立了治理与透明度指数 (Governance and Transparency Index)，第一个帮新加坡上市公司作公司治理评鉴的指数。他是东南亚国家联盟 (ASEAN) 公司治理计分卡及评鉴的新加坡专家。他也是一个新成立为上市中小企业做公司治理评鉴方法的咨询顾问。

麦教授经常应邀担任评论家及演说者，对公司、政府单位及慈善机构做治理相关的评论。他常被政府、监管机关、专业机构、及私人企业委托引领研究，并对不同公司治理的问题献策。他的着作也广泛的发表在学术及实务界的期刊。

麦教授于2014年获得由新加坡证券投资人协会 (Sias) 颁发的公司治理卓越奖，以表彰他对新加坡公司治理的贡献。在2015年，他获得由马来西亚小股东看门员组织所颁发的区域认同奖以表扬他在公司治理的贡献。

若想了解更多麦教授的研究成果及着作，请到以下他的网站参观:
www.governanceforstakeholders.com

Beijing

307 – 308B Level 3, Office Tower C2,
Oriental Plaza
1 East Chang An Avenue
Dong Cheng District
Beijing 100738, China

中国北京市东城区东长安街1号
东方广场中2座307-308B
邮编：100738

P: +86 10 8518 5575
E: beijing@cpaaustralia.com.au

Shanghai

Suite 4003-4004, CITIC Square
1168 Nanjing West Road
Shanghai 200041, China

中国上海市南京西路1168号
中信泰富广场40楼4003-04室
邮编：200041

P: +86 21 2213 9850
E: shanghai@cpaaustralia.com.au

Guangzhou

Room 2504 Tower A, GT Land Plaza
85-87 Huacheng Avenue,
Zhujiang New Town, Tianhe District
Guangzhou 510623, China

中国广东省广州市天河区珠江新城花城大道85-87号
高德置地广场A座 2504室
邮编：510623

P: +86 20 8393 0610
E: guangzhou@cpaaustralia.com.au

Singapore

1 Raffles Place
#31-01 One Raffles Place
Singapore 048616

P: +65 6671 6500
E: sg@cpaaustralia.com.au

Download a QR code reader
on your smartphone and
scan for a soft copy of this book.

ISBN 978-981-11-0731-3

cpaaustralia.com.au