



公司治理个案研究

第二卷

陈宇绅 麦润田 主编

公司治理个案研究

陈宇绅 麦润田

主编

第二版 2018 年 8 月

著作权 © 2018 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

目录

前言

序言

亚洲

阿里巴巴：芝麻开门	1
凯德商用产业重回凯德集团：私有化的争议	16
汉能的停牌危机	28
怡和集团：特立独行的大企业	43
黎明集团：锱铢必较的董事分红	56
瑞穗集团：与黑帮共舞	67
被冰山袭击的来宝	79
三星物产与第一毛织并购案	91
新加坡邮政：登载不实的邮件	103
东芝：企业文化短路	123

大洋洲

Cabcharge 的薪酬争议	133
-----------------------	-----

欧洲

赛诺菲：王国领导的免职	143
寻找企业道德的爱生雅	154
西卡集团：阿尔卑斯山的雪崩	166
特易购会计黑洞	176
大众汽车：废气排放丑闻	191

北美洲

eBay：与维权主义股东的搏斗	206
巴西石油贪污案：非典型的洗车	217

前言

在一个不断变化的时代，投资者和利益相关者的期望越来越高，公司的业务格局也随之变得越来越复杂。这也使得良好的公司治理对业务可持续性更加至关重要。即使多年来公司在治理及透明度方面均取得了重大进展，但却还有很大的进步空间。

良好的公司治理并非一蹴而就。这是一个持续的旅程，需要整个组织和所有利益相关者——员工、管理层和董事——都参与其中。公司正面临越来越大的压力，通过超越自身底线来创造出一种透明和信任的文化，以确保他们能在颠覆性商业环境中获得成功。在新加坡，澳洲会计师公会很自豪能够参与到个案出版的项目过程中来，以支持公司治理更好的发展。

澳洲会计师公会很荣幸能再次与澳洲资深注册会计师、新加坡国立大学商学院麦润田副教授，以及国立政治大学陈宇绅副教授共同出版第二本中文版公司治理案例个案研究。此版本的发行是基于2017年发行的第一本中文版公司治理案例个案研究。

我们感谢麦润田副教授和陈宇绅副教授在选择和翻译新加坡国立大学学生撰写的案例研究方面所做的指导和努力。我们希望第二本中文版公司治理案例个案研究能继续促进新加坡、亚太地区及其他地区在有关公司治理和透明度方面进行丰富及深入的讨论。我们还要感谢澳洲会计师公会中国办事处的团队对于个案研究的翻译和校对。

我们相信您会发现本书对您的专业工作有益处。

杨允仁 澳洲资深注册会计师

Yeoh Oon Jin FCPA (Aust.)

澳洲会计师公会新加坡分会会长

Singapore Divisional President, CPA Australia

序言

我们很高兴的再一次与澳洲会计师公会（CPA Australia）合作，出版第二本中文版的公司治理个案研究。

自 2012 年起，麦润田教授与澳洲会计师公会一起合作，每年出版一本公司治理个案研究，至今已发行了六本英文版个案研究。这些个案最初是由新加坡国立大学商学院会计系高年级学生所撰写，经助理编辑校订，最后由麦润田教授做最终审核与校订出版。

这些案例的数据源皆为公开信息，主要的目的是促进并深化公司治理与相关议题的探讨。这些个案在全球被许多大学及机构用于公司治理的教育及培训课程。

由于这一系列公司治理个案研究丛书的成功，我们决定与澳洲会计师公会合作，将一部份的英文公司治理个案翻译成中文，以期有更多的读者能从中获益。

我们两位曾在新加坡国立大学商学院共事，并一起教授公司治理课程。首本中文版的公司治理个案研究在 2016 年 9 月发行。

由于第一本中文公司治理个案研究深受各界欢迎，我们决定编辑第二本中文公司治理个案研究。此书由英文版个案研究的第四与第五册中选出 18 个公司治理案例，其中 10 个为亚洲公司治理个案，1 个为大洋洲，5 个为欧洲，2 个为北美洲。这些案例涵盖了许多与公司治理相关的议题，例如：道德、董事职责、董事会组成、薪酬、内部及外部审计、信息披露、会计舞弊、贿赂及贪污、股东行动主义、政府监管及双重股权结构。

我们希望您对这第二本中文版公司治理案例研究的内容感兴趣，也对您有所帮助。

我们感谢政治大学会计系及会计研究所的李佩儒、李怡萱、陈建勋及杨智凯协助翻译，以及张大羿帮忙校订。

陈宇绅及麦润田

2018 年 6 月

阿里巴巴：芝麻开门

个案大纲

2013年，阿里巴巴集团控股公司（Alibaba Group Holdings Limited，以下简称阿里巴巴）希望进行首次公开募股，并考虑在三个证券交易所——香港交易所（HKEX）、美国纽约证券交易所（NYSE）或美国纳斯达克交易所（NASDAQ）一发行的可行性。阿里巴巴的首选是香港交易所，然而，阿里巴巴独特的28人合伙人组织结构类似双重股权结构（dual class structure），并不符合香港上市规定，因此他们的上市申请被香港交易所拒绝。阿里巴巴在香港交易所上市失败后，引发监管机构与公众对现有上市规则及可能进行的改变进行探讨，以避免今后更多优秀企业无法在港上市。本个案主旨在于讨论：双重股权结构；股权与控制权的不一致；及证券交易所如何平衡监管职能与激励市场活力间的微妙关系。

背景

“没有人愿意相信马云”¹

—马云

阿里巴巴董事会主席马云（Jack Ma）在2013年向香港交易所，做出一个极富吸引力的提议——他将把一手创立的非常成功的电子商务平台阿里巴巴在香港上市。然而，在数星期的反复协商后，阿里巴巴仍因其独特的28人合伙结构不符合香港交易所的上市规定，上市申请被香港交易所拒绝。马云由此面临艰难抉择：是要改变在这个市价1680亿美元电子商务巨头运作良好的合伙人结构吗²？抑或放弃在香港上市梦想，前往纽约证券交易所或纳斯达克交易所？

电子商务英雄的诞生

马云的职场生涯是以在中国杭州担任英文导游开始³，他并没有任何与计算机或科技相关的经验。然而当他发现互联网搜寻找不到中国相关信息时，事情出现了转机⁴。马云意识到互联网的机遇来了，因此成立了中国第一个商业互联网网站——中国黄页（China Pages）⁵。

马云的业务与中国电信竞争，所以当这家国企提出和他一同成立合资公司时，马云欣然接受这个好到无法拒绝的提议⁶。尽管马云是一名董事，但他无法掌控由五人所组成的新合资公司董事会，他的想法一次又一次地被拒之门外⁷，在被束缚且无法推行自己点子的情况下，马云认为他最好的选择就是离开。

1999年初，马云决定给他的创业梦另一个机会。他计划成立一家全球性的电子商务公司，并在他的公寓里与其他18个人分享了这个梦想⁸。那个夜晚，成为了马云电子商务旅程的重要转折点。尽管马云和其他18个合伙人用6万美元创立了阿里巴巴，取阿里巴巴这个名字是因拼写简单并与著名的“芝麻开门”口令相关⁹。

马云认为以他中国元素的方式可以创立一个成功的企业——全球视野、本地优势¹⁰。不同于其他中国企业家多采用成功的美国互联网商业模式¹¹，即B2C和C2C交易模式进行管理¹²，阿里巴巴创建了自己的商业模式，侧重于B2B，并将中小企业相互连接在一起¹³。

阿里巴巴集团

如今，阿里巴巴已经成为中国最大的在线供应商和线上交易平台，在中国B2C和C2C中市场占有率达80%，快递包裹总量占中国包裹运送市场的总量70%以上，并且阿里巴巴的快递包裹总量仍在持续增长。¹⁴在全球，阿里巴巴在商品总值方面胜过亿贝（eBay）和亚马逊（Amazon），这两家公司在2012年商品总

值分别为 678 亿美元和 878 亿美元¹⁵。

阿里巴巴集团有几个主要业务部门——阿里巴巴、淘宝、天猫和支付宝。除此之外，阿里巴巴还提供云端计算和其它周边相关服务¹⁶。

阿里巴巴 (Alibaba.com)

阿里巴巴是 1999 年集团首次进军电子商务领域的产物，这是一个 B2B 在线入口，将中国制造商与世界各地的买家联系起来。这个商业模式主要基于两个对中国市场的观察：第一，中国人注重成本，因此阿里巴巴网站提供买卖双方免费的基本服务^{17,18}，而为了迎合对价格敏感度较低的卖家，阿里巴巴提供额外的服务¹⁹及在线广告的选项²⁰。第二，中国消费者关心卖家的可靠性，为解决此问题，在阿里巴巴网站上的卖家可选择通过独立的第三方，取得独立验证服务（Independent Verification Service）及证明。迄今为止，阿里巴巴拥有来自超过 200 个国家和地区的 440 多万注册用户²¹。

淘宝和天猫

2003 年，集团推出等同中国 eBay 的淘宝，在两年内成为中国 C2C 市场的领导者²²。2010 年，阿里巴巴将天猫从淘宝旗下分割，自此，天猫已成为中国最受欢迎的 B2C 网上购物平台。2012 年，淘宝和天猫两平台的商品总值价值 1.1 万亿元人民币（约合 1712 亿美元）²³。

支付宝

支付宝是中国在线支付服务的领导者，占有中国网络交易市场的 80%，在 2013 年收入近 1500 亿美元²⁴。支付宝系统支持阿里

巴巴网站所有的在线交易。该系统允许卖家先收钱，然后把钱存入一个第三方托管账户，确保买家不会不付款²⁵。

二十八人小组掌舵

阿里巴巴拥有 28 位合伙人，由公司的创始人和主要高阶管理人员所组成²⁶，这 28 位合伙人并不是董事会董事²⁷，但他们有权提名绝大多数的董事²⁸。

虽然提名主要由 28 名合伙人提出，但全体股东有权根据其持股投票赞成或反对提名，这 28 位合伙人共持有阿里巴巴总股份的 13%，而雅虎和软银集团（SoftBank Corporation）分别持有 24% 和 37%²⁹，其余股份由分散的少数股东所持有。然而，若被提名的董事候选人被拒绝，合伙人可提名其他合适的候选人³⁰，这个提名过程会一直重复，直到董事会成立。

马云表示，这种合伙人结构的目的是确保公司由“对公司充满热情并且由使命驱动的一群人”所经营³¹，这一观点也得到集团执行副董事会主席蔡崇信（Joe Tsai）的支持，他认为即使最初的创始人离开公司，合伙人结构也有助于保存公司的创新文化，确保公司聚焦长期策略，而非短期利益³²。

阿里巴巴的神灯 – 股票上市

阿里巴巴过去十年中在电子商务领域获得的成功，可由 2014 年彭博社（Bloomberg）经十二种不同评价指标，估值阿里巴巴约为 1680 亿美元予以证明³³。

阿里巴巴合理的下一步是股票上市，集团希望在证券交易所上市以筹集资金，并进一步扩宽在有潜力的手机购物和社交媒体领域的发展³⁴。

双城记 – 东方之珠或大苹果

2013年7月阿里巴巴已经准备好上市，但在三家入围的股票交易所之间进行考虑——纽约证券交易所，纳斯达克交易所和香港交易所³⁵。最后，阿里巴巴决定在香港或美国中做一选择。

在美国上市与香港相比有几个优势，首先，美国交易所允许阿里巴巴现有的合伙人结构³⁶。香港交易所则采取“同股同权”的原则，除特殊情况外，不允许双重股权结构³⁷。

其次，脸书（Facebook）和亚马逊等全球最大的科技公司均在美国交易所上市，且大部分都在纳斯达克交易所上市³⁸。相反，香港没有很多高科技或互联网³⁹的上市公司。

第三，西方投资者对科技产业有较多的了解，可提高科技公司估值的准确性⁴⁰。此外，纽约证券交易所和纳斯达克交易所是全球市值最大的证券交易所⁴¹。

第四，与香港交易所不同的是，纳斯达克交易所并不要求公司在上市前三年需有获利^{42,43}。

但另一方面，相较在香港上市，在美国上市也有不利之处。如果阿里巴巴没有及时公开披露相关资讯，就可能面临潜在的诉讼风险，因此美国的诉讼文化可能会是个问题^{44,45}。这也是阿里巴巴所担心的，因为淘宝以前曾面临过仿冒品问题⁴⁶，尽管试图解决但仍于事无补⁴⁷。相反的，香港没有集体诉讼的法律制度⁴⁸。

此外，美国也比世界上任何其他国家更密切地审视其金融市场⁴⁹。由于沙宾法案（Sarbanes-Oxley Act）有额外的监管规定，美国上市公司法律遵循成本较高⁵⁰。

同时，美国上市的中国公司价值被低估⁵¹，因为过去十年来中国在美国上市公司爆发许多会计违规、欺诈和丑闻等事件，导致投资者对这类公司的信心下降⁵²。

最后很重要的一点是，阿里巴巴在香港上市后较能保持现状，因为香港有相似的文化、使用相同的语言、并与中国的地理位置接近⁵³。因为阿里巴巴的收入主要来自中国，这一点尤为重要。

2013年9月，阿里巴巴决定在香港上市并向香港交易所提交申请，为了上市，阿里巴巴必须得到香港证券及期货事务监察委员会（Hong Kong Securities and Futures Commission，以下简称香港证监会）和香港交易所批准。

神灯梦碎

2013年9月下旬，在提交申请几周之后，阿里巴巴与香港交易所的协商彻底失败⁵⁴。

香港交易所拒绝的原因源于阿里巴巴的上市提案给予28名合伙人额外的权力。香港交易所说明，合伙人结构使握有较少股权的部份人拥有较多的权力，类似于双重股权结构，这破坏了“同股同权”的原则⁵⁵。

香港交易所行政总裁李小加（Charles Li）重申香港交易所采取“同股同权”原则的立场，并说明只有在非常特殊情况下才可能允许双重股权结构⁵⁶。他进一步强调，交易所还未准备好为一个申请人而改变现有的上市规则⁵⁷。

香港交易所的两难

“对香港交易所很重要的是，维护市场诚信且没有例外，尤其是鉴于近年来中国公司所发生的事情。很多香港和中国公司都想要做类似的事，因此允许一个例外会陷入非常艰难的处境。”⁵⁸

—瑞士信贷集团分析师 Arjan Van Veen

“失去一两间上市公司对香港来说并没有什么大不了的，但失去

一代中国新经济的公司却是大事。况且如果没有经由适当的辩论就失去是更不可接受的。”⁵⁹

—香港交易所行政总裁李小加

虽然阿里巴巴上市案的审议看来似乎应该是一个很单纯的决定——接受或拒绝，但审议过程却不那么简单。

痛苦的审议过程

在被拒绝上市前的这段时间，阿里巴巴和香港证监会就上市问题私下进行了多次的讨论。在这段谈判期间，香港证监会反对阿里巴巴提出的合伙人组织结构，而双方一直无法达成共识⁶⁰。据悉，香港交易所就修改香港上市条例曾向香港证监会提交咨询草案。香港证监会也将草案作一系列的调整并送回⁶¹。

2013年9月下旬，香港交易所拒绝阿里巴巴上市申请。但是在接下来的一个月，香港交易所上市委员会开始讨论交易所应该提供股权结构的类型⁶²，并决定在不久的将来进行公众民意调查，以决定在这个问题上的适当方向⁶³以及其它需要公众反馈的议题。有关部门一再强调关于股权结构的辩论，并不是因阿里巴巴事件所引起，而是为因应千变万化的香港经济环境⁶⁴。

然而与此同时，香港交易所行政总裁表示，阿里巴巴的提案促使管理层重新检视现有的经营模式，如果不进行改革，最终的损失可能会更大⁶⁵。

多样的利益诉求

作为交易所上市规则的监管者和第一线的执行者，香港交易所的监管部门必须确保上市公司遵守其上市条例。而权力和责任也延伸到对违反上市规则或条例的公司采取行动，以维护金融体系的秩序⁶⁶，并确保上市指令和程序被遵守。

另一方面，香港交易所的业务推广部门负责吸引更多公司在交易所上市，香港交易所必须找出赚钱且具成长潜力的公司，并极大化交易所收入。最终，香港交易所是一个需考虑盈利并需遵守自己一套财务责任和义务的公司。它必须同时考虑潜在上市公司能带来的好处，并吸引这些公司在交易所上市，而在此处的案例便是阿里巴巴。

而让阿里巴巴般的公司上市⁶⁷，这是否应该被视为违反上市规则和监管失误？或者这只是作为推动业务的手段⁶⁸？

新格局

由于香港交易所对上市架构没有做进一步的改变，阿里巴巴在2014年3月16日发表声明，决定在美国上市⁶⁹，他们重起炉灶，预计在未来几天内在纽约证券交易所或纳斯达克交易所申请上市。

结束语

在阿里巴巴宣布决定在美国交易所上市后，纽约证券交易所和纳斯达克交易所更加把劲以吸引史上最大的科技公司上市⁷⁰。最后，纽约证券交易所获胜，阿里巴巴于2014年9月21日上市，其上市规模为有史以来最大，共筹资250亿美元。在第一个股票交易日，阿里巴巴收报每股93.89美元，相对于每股68美元的上市价格，上涨超过35%^{71,72}。第二个交易日收盘价则略低于90美元⁷³。另一方面，在香港证监会与香港交易所交换讨论过咨询草案后，香港交易所决定进一步讨论修改上市条例。经过一轮全面性的公众咨询后，交易所似乎会考虑允许加权投票结构，并将在2015年第四季度公布细节⁷⁴。然而，在6月25日，香港证监会表示反对该计划提供双重股权制⁷⁵，这让此项提议胎死腹中。

问题与讨论

1. 简要讨论双重股权结构，以及这样的股权架构与阿里巴巴的 28 人合伙制度有何相似或不同。此外，阿里巴巴的合伙人制度是否会增加利害关系人的价值？
2. 为什么大股东雅虎和软银愿意允许 28 人的合伙人制度？
3. 是否有些公司适合采用双重股权结构，而哪些公司却不适合？请列举一些采用双重股权结构而出问题的公司，以及一些采用双重股权结构非常成功的公司。
4. 香港交易所拒绝阿里巴巴上市申请是正确的决定吗？您会建议香港交易所重新考虑修订双重股权结构的规定吗？
5. 新加坡正在修订“公司法”，允许上市公司采用双重股权结构，这可能使采用双重股权结构的公司到新加坡交易所上市。请讨论您是否建议允许采用双重股权结构的公司到新加坡交易所上市。如果您建议的话，您会提出什么样的保护措施？

附注

1. Einhorn, B., & Balfour, F. (2012, June 14). Jack Ma Is the Loneliest Billionaire in China. Businessweek. Retrieved from <http://www.businessweek.com/articles/2012-06-14/jack-ma-is-the-loneliest-billionaire-in-china>
2. Chen, Y. (2014, April 17). Alibaba Valuation Rises to \$168 Billion After Earnings. Bloomberg News. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2014-04-17/alibaba-valuation-rises-to-168-billion-after-earnings.html>
3. 4-traders. (n.d.). Jack Ma - Biography. 4-traders. Retrieved from <http://www.4-traders.com/business-leaders/Jack-Ma-204/biography/>
4. D'onfro, J. (2014, September 15). How Jack Ma Went from Being a Poor School Teacher to Turning Alibaba into a \$160 Billion Behemoth. Business Insider. Retrieved from <http://www.businessinsider.sg/the-story-of-jack-ma-founder-of-alibaba-2014-9/#.VYglAFWqpOE>
5. Ibid.
6. Fannin, R. (2008, January 1). How I Did It: Jack Ma, Alibaba.com. Inc.com. Retrieved from <http://www.inc.com/inctv/2008/10/how-i-did-it-jack-ma-of-alibacom.html>
7. Ibid.
8. Ibid.
9. Ibid.
10. Ibid.
11. Such as Amazon and eBay
12. WantChinaTimes.(2012, June 24). Copy That: China's Internet Entrepreneurs Get the Message. WantChinaTimes. Retrieved from <http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?id=20120624000014&cid=1502>
13. Splinder, C. (2009, June 22). Alibaba.com Surpasses 1 Million SME Members in India. Alibaba.com. Retrieved from <http://news.alibaba.com/article/detail/Alibaba/100121912-1-alibaba.com-surpasses-1-million-sme.html>
14. Yilun Chen, L. (2013, July 24). Alibaba Building China Delivery Net in Shift to Consumers. Bloomberg News. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2013-07-23/alibaba-building-china-delivery-net-in-shift-to-consumers.html>

15. The Economist. (2013, March 23). The World's Greatest Bazaar. The Economist. Retrieved from <http://www.economist.com/news/briefing/21573980-alibaba-trailblazing-chinese-internet-giant-will-soon-go-public-worlds-greatest-bazaar>
16. Alibaba.com. (2014). Our Businesses. Alibaba.com. Retrieved from <http://www.alibabagroup.com/en/about/businesses>
17. Basic services include listing of products, conducting the transaction and exchanging information between buyers and sellers.
18. Alibaba.com (n.d.). Alibaba.com Membership Package. Alibaba.com. Retrieved from http://service.alibaba.com/buyer/faq_detail/10631996.htm
19. Extra services include website design, business analytics, exclusive access to buyers, targeted exposure to tradeshow buyers worldwide.
20. Alibaba.com (2014, April 19). Key Benefits of Gold Supplier. Alibaba.com. Retrieved from http://www.alibaba.com/help/premium_memberships.html
21. Walraven, P. (2009, January 22). A Brief History (and Future) of Alibaba.com. TechNode. Retrieved from <http://technode.com/2009/01/22/a-brief-history-and-future-of-alibabacom/>
22. Larson, C. (2014, February 18). The Secret of Taobao's Success. Businessweek. Retrieved from <http://www.businessweek.com/articles/2014-02-18/the-secret-of-taobaos-success>
23. The Economist. (2013, March 23). The World's Greatest Bazaar. The Economist. Retrieved from <http://www.economist.com/news/briefing/21573980-alibaba-trailblazing-chinese-internet-giant-will-soon-go-public-worlds-greatest-bazaar>
24. Reuters. (2014, February 8). Alibaba Payment Arm Says it Handled \$148 bln in Transactions in 2013. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/02/08/china-commerce-alipay-idUSL3NOLD07H20140208>
25. The Economist. (2013, March 23). The World's Greatest Bazaar. The Economist. Retrieved from <http://www.economist.com/news/briefing/21573980-alibaba-trailblazing-chinese-internet-giant-will-soon-go-public-worlds-greatest-bazaar>
26. Neither Yahoo! nor SoftBank sits among the 28 partners. There are no other outside investors in the partner committee either.
27. Ho, P. (2014, March 28). Alibaba's 1% Banker Fee Among Lowest for Tech IPOs. MarketWatch. Retrieved from <http://www.marketwatch.com/story/alibabas-1-banker-fee-among-lowest-for-tech-ipos-2014-03-28>
28. Softbank has the right to nominate one director.

29. Byrne, B. (2013, September 27). Yahoo, Softbank Agree to Alibaba's Restructuring Plans. ValueWalk. Retrieved from <http://www.valuwalk.com/2013/09/yahoo-softbank-agree-to-alibabas-restructuring-plans/>
30. Malay Mail Online. (2014, March 17). Alibaba's US IPO a Blow to Hong Kong. The Malay Mail Online. Retrieved from <http://www.themalaymailonline.com/money/article/alibabas-us-ipo-a-blow-to-hong-kong>
31. Erickson, J. (2013, September 10). Alibaba Group's Ma Explains His Company's Unusual Partnership System. Alizila. Retrieved from <http://www.alizila.com/alibaba-groups-ma-explains-his-companys-unusual-partnership-system>
32. Osawa, J. (2013, September 26). Softbank, Yahoo Support Alibaba's Partnership Structure. WSJ. Retrieved from <http://blogs.wsj.com/digits/2013/09/26/softbank-ceo-supports-alibabas-partnership-structure>
33. Chen, Y. (2014, April 17). Alibaba Valuation Rises to \$168 Billion After Earnings. Bloomberg News. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2014-04-17/alibaba-valuation-rises-to-168-billion-after-earnings.html>
34. Reuters (2014, April 16). Chinese E-commerce Giant Alibaba Expected to File for US IPO Next Week. IBNLive. Retrieved from <http://ibnlive.in.com/news/chinese-ecommerce-giant-alibaba-expected-to-file-for-us-ipo-next-week/465456-11.html>
35. Xiaoyan, Z. (2014, September 18). Alibaba IPO Looms. Beijing Review. Retrieved from http://www.bjreview.com.cn/quotes/txt/2014-09/18/content_610871.htm
36. Demos, T., Osawa, J., & Bunge, J. (2013, October 21). NYSE, Nasdaq Approve Board-Control Plan for Potential Alibaba Listing. WSJ.com. Retrieved from <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303672404579149981322056134>
37. HKEx (2014, April 20). Chapter 8 EQUITY SECURITIES. HKEx. Retrieved from https://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/documents/chapter_8.pdf
38. France-Presse, A. (2013, November 4). Twitter Opts for NYSE, Not the Tech-friendly NASDAQ. Inquirer.net. Retrieved from <http://business.inquirer.net/150727/twitter-opts-for-nyse-not-the-tech-friendly-nasdaq>
39. He, S. (2014, March 28). Alibaba: the Fairy Tale Ends. China Daily Asia. Retrieved from http://www.chinadailyasia.com/focus/2014-03/28/content_15127751.html
40. Reuters. (2014, March 19). Alibaba's Choice of U.S. IPO Spurred by Rivals, Hong Kong Impasse –Sources. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/03/19/alibaba-ipo-idUSL3N0MGOF420140319>
41. World Federation of Exchanges (2014, January 28). 2013 WFE Market Highlights.

Retrieved from http://www.world-exchanges.org/files/2013_WFE_Market_Highlights.pdf

42. Rovnick, N. (2013, March 7). Alibaba may Choose New York over Hong Kong for its Hotly Anticipated IPO. Yahoo News. Retrieved from <http://finance.yahoo.com/news/alibaba-may-choose-york-over-051625803.html>
43. Ibid.
44. Jackson, E. (2013, September 24). An Interview with David Webb: What Alibaba Wants From Its IPO And What It Will Likely Get. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/ericjackson/2013/09/24/an-interview-with-david-webb-what-alibaba-wants-from-its-ipo-and-what-it-will-likely-get/>
45. Ibid.
46. Ibid.
47. Xiaoyan, Z. (2014, September 18). Alibaba IPO Looms. Beijing Review. Retrieved from http://www.bjreview.com.cn/quotes/txt/2014-09/18/content_610871.htm
48. Haigh, A., & Nishizawa, K. (2014, March 24). Alibaba Loss Seen as Price Worth Paying for Hong Kong Investors. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2014-03-23/alibaba-loss-seen-as-price-worth-paying-for-hong-kong.html>
49. Xiaoyan, Z. (2014, September 18). Alibaba IPO Looms. Beijing Review. Retrieved from http://www.bjreview.com.cn/quotes/txt/2014-09/18/content_610871.htm
50. Chang, G. (2013, October 3). Chinese Companies to Nasdaq: Sayonara, Zai Jian, Bye Bye. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/gordonchang/2013/03/10/chinese-companies-to-nasdaq-sayonara-zai-jian-bye-bye/>
51. Hrnjic, E. (2014, September 8). Alibaba's New York IPO: A Watershed for China and a Wake-up Call for Asia. Think Business. Retrieved from <http://thinkbusiness.nus.edu/articles/item/249-alibaba%E2%80%99s-new-york-ipo-a-watershed-for-china-and-a-wake-up-call-for-asia>
52. Ibid.
53. J. Davis, P. (2013, May 28). Alibaba Set to Sunb US with HK Listing. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/47a47a60-c7a6-11e2-be27-00144feab7de.html#axzz2zPKq5QuY>
54. Shukla, V. (2013, September 25). Alibaba Plans For U.S. IPO, Walks Away From HK. ValueWalk. Retrieved from www.valuewalk.com/2013/09/alibaba-plans-for-u-s-ipo/

55. Li, C. (2014, April 7). Are We Asking the Right Questions About Weighted Voting Rights? HKEx. Retrieved from <https://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/blog/140407blog.htm>
56. HKEx.(2012, February). Chapter 8 Equity Securities. HKEx. Retrieved from https://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/documents/chapter_8.pdf
57. CFO Innovation Asia. (2014, March 17). Alibaba to List in New York, May Force Hong Kong to Amend IPO Rules. CFO innovation ASIA. Retrieved from <http://www.cfoinnovation.com/content/alibaba-list-new-york-may-force-hong-kong-amend-ipo-rules>
58. Himaras, E. (2013, September 26). Hong Kong Exchange Sticks to Rulebook on Alibaba IPO. Bloomberg News. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2013-09-25/hong-kong-bourse-sticks-to-rulebook-on-alibaba-ipo.html>
59. Hong Kong Business (2013, October 29). HKEx Lost US\$60b Listing of Alibaba Group. Hongkong Business. Retrieved from <http://hongkongbusiness.hk/markets-investing/news/hkex-lost-us60b-listing-alibaba-group>
60. Reuters (2014, March 19). Alibaba's Choice of U.S. IPO Spurred by Rivals, Hong Kong Impasse –Sources. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/03/19/alibaba-ipo-idUSL3N0MG3PK20140319>
61. Ibid.
62. Reuters (2013, November 7). Despite Rebuff, Alibaba may Still List in HK. Asian Legal Business. Retrieved from <http://www.legalbusinessonline.com/news-analysis/despite-rebuff-alibaba-may-still-list-hk/64364>
63. Wang, C. (2014, April 15). Investors Oppose Proposed Alibaba Partnership Structure. The Asset. Retrieved from <http://www.theasset.com/article/26456.html#ax-zz2z4PfJ9dM>
64. He, S. (2014, March 28). Alibaba: the Fairy Tale Ends. China Daily Asia. Retrieved from http://www.chinadailyasia.com/focus/2014-03/28/content_15127751.html
65. CFO Innovation Asia (2014, March 17) Alibaba to List in New York, May Force Hong Kong to Amend IPO Rules. CFO Innovation Asia. Retrieved from <http://www.cfoinnovation.com/content/alibaba-list-new-york-may-force-hong-kong-amend-ipo-rules>
66. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (2014, April 17). Rules & Regulations. HKEx. Retrieved from <http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/regulatory.htm>
67. Yuen Teen, M. (2013, October 5). A Modern Day Tale of Alibaba and the 28 Partners. Governance For Stakeholders. Retrieved from <http://governanceforstakehold->

ers.com/2013/10/05/a-modern-day-tale-of-alibaba-and-the-28-partners/

68. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (2014, April 7). Charles Li Direct. HKEx. Retrieved from <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/blog/140407blog.htm>
69. Wee, W. (2014, March 16). China's Alibaba Confirms it will IPO in New York. Tech in Asia. Retrieved from <http://www.techinasia.com/alibaba-ipo-new-york/>
70. Hope, B. (2014, June 26). Alibaba to List on New York Stock Exchange. WSJ.com. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/alibaba-to-list-on-new-york-stock-exchange-1403802203>
71. Mac, R. (2014, September 22). Alibaba Claims Title for Largest Global IPO Ever with Extra Share Sales. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/ryanmac/2014/09/22/alibaba-claims-title-for-largest-global-ipo-ever-with-extra-share-sales/>
72. CNBC, Reuters. (2014, September 22). Alibaba IPO Biggest Ever; Shares Decline. CNBC. Retrieved from <http://www.cnbc.com/id/102020026>
73. Mac, R. (2014, September 22). Alibaba Claims Title for Largest Global IPO Ever with Extra Share Sales. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/ryanmac/2014/09/22/alibaba-claims-title-for-largest-global-ipo-ever-with-extra-share-sales/>
74. Graham, D. (2015, June 19). Weighted Voting Rights Consultation Conclusions. HKEx. Retrieved from <https://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2015/Documents/1506192news.pdf>
75. Chan, R. (2015, July 8). Hong Kong's Stock Regulator Opposes Proposal for Weighted Voting Rights. South China Morning Post. Retrieved from <http://www.scmp.com/news/hong-kong/article/1826565/hong-kongs-stock-regulator-opposes-proposal-weighted-voting-rights>

凯德商用产业重回凯德集团： 私有化的争议

个案大纲

在 2014 年，凯德商用产业（CapitaMalls Asia，以下简称 CMA）在新加坡交易所（Singapore Exchange，以下简称新交所）上市仅五年后，凯德集团（CapitaLand）决定将其私有化，此消息一出令许多分析师感到震撼。事件开始是在 2014 年 4 月 14 日，母公司凯德集团打算以每股 2.22 新元收购 CMA 其它股东的股权，股东因收购价仅略高于上市价格而表示不满，使凯德集团很快的将收购价提高到每股 2.35 新元。这两次出价都经 CMA 独立董事委员会和独立财务顾问确认为公允且合理。在 2014 年 6 月 5 日前，凯德集团取得 92.7% 的股份，已超过将 CMA 下市所需的 90% 门坎。然而，CMA 独立董事委员会委员由于其母公司凯德集团有所关联，CMA 独立董事委员会的独立性遭受质疑。本个案主旨在讨论母子公司董事间的利益冲突；在私有化过程中不同成员所扮演的角色；监督私有化的方法和规则；以及私有化的评价。

凯德集团简介

凯德集团为 2000 年 11 月由百腾置地（Pidemco Land，原新科集团附属公司）及发展置地（DBS Land，原星展集团附属公司）合并组成，凯德集团是亚洲最大的房地产开发商之一，着重新加坡和中国市场。凯德集团透过其子公司新加坡凯德置地集团（CapitaLand Singapore）、凯德置地（中国）投资有限公司（CapitaLand China）、CMA 及雅诗阁有限公司（The Ascott Limited）所持有的不动产投资信托（REITs）包括：雅诗格公寓信托（Ascott Residence Trust）、凯德商务产业信托（CapitaLand

Commercial Trust)、凯德商用新加坡信托(CapitaLand Mall Trust)、凯德商用马来西亚信托(CapitaLand Malaysia Trust)和凯德商用中国信托(CapitaLand Retail China Trust)¹。在所有凯德集团的子公司中,以总资产和地域覆盖率而言,凯德商用产业是亚洲最大购物商场的开发商、业主及管理公司之一²。

凯德商用产业的上市

林明志(Lim Beng Chee)在凯德集团开始职场生涯,曾担任多个高层职务,之后成为凯德商用新加坡信托的副执行总裁、凯德商用中国信托的执行总裁,最后在2008年11月成为CMA的执行总裁³。紧接着CMA透过公开发行人股票上市以募集资金,在一年内,CMA成为过去十六年来新加坡最大的首次公开上市案(IPO)⁴。

在新交所向 CMA 告别

CMA在公开上市后不到五年便回头往私有化方向迈进,2014年4月14日,母公司凯德集团出价以每股2.22新元收购CMA剩余流通在外股份⁵,相对于上市价格每股2.12新元,溢价为4.72%⁶,与前一个交易日(2014年4月11日)闭市价格每股1.79新元相比,溢价为31.5%⁷。根据凯德集团的说法,私有化CMA的决定是让凯德集团的营运在与CMA共同整合的开发案中更加流畅,达成综效并提升股东价值⁸。

谁是最好的建议者?

“下市或收购的提议对少数的股东来说都是困难的选择,公司所指派独立财务顾问的建议应该是可以提供好的指引,但也可能会引发争议。”

—旭龄及穆(Shook Lin & Bok)律师事务所合伙人 Robson Lee⁹。

对于凯德集团的收购提议，CMA 成立一个独立董事委员会（Independent Board Committee）对少数股东提供建议¹⁰。委员会董事与凯德集团或是其子公司都没有直接关系，不会影响他们提供建议的独立性。CMA 也依照收购准则（Takeover Code），指派德意志银行新加坡分行（Deutsche Bank AG Singapore Branch）作为收购案的独立财务顾问（Independent Financial Advisor），对收购提议的公平性和合理性做专业客观的分析，供独立董事委员会参考¹¹。

关于每股 2.22 新元的收购价，由于交易并没有涉及控制权的移转，独立财务顾问出具“公允且合理”的意见¹²。之后，独立董事委员会审阅并认同独立财务顾问出具的建议。

凯德集团对股东的回应

因为不满收购价格相对于上市价格仅有些微的溢价，股东对凯德集团收购反应很冷淡。然而由于凯德集团拥有 CMA 的控股权，可有效地阻止潜在竞争对手提出更高的收购价，要求凯德集团在收购价中给予股东控制权溢价是不太可能发生的¹³。

直到 2014 年 5 月 9 日，在凯德集团持有 CMA 的股份只有增加 5% 的情形下，要私有化 CMA 的可能性似乎没有了¹⁴。

新加坡证券投资者协会（The Securities Investors' Association Singapore）之后举办了一场股东与凯德集团管理阶层的闭门会谈¹⁵。接着在 2014 年 5 月 16 日，凯德集团修正收购价并调高报价至每股 2.35 新元¹⁶，对于先前已同意以每股 2.22 新元出售给凯德集团的股东，也将收购价调整为新报价。2014 年 5 月 23 日，独立财务顾问再次总结每股 2.35 新元的报价是公允且合理的¹⁷。

对股东来说公允价值就是好价格？

“对少数投资者来说最危险的词为‘公允’，少数投资者渴求的是股票的完整价值，但谁要负责倡导、协商并要求完整而非只是公允的价值呢？”

—前摩根士丹利 (Morgan Stanley) 区执行长 Michael Dee¹⁸。

凯德集团出价的公平性以及独立财务顾问出具 CMA 下市报告的有用性持续引起争论¹⁹，有些批评者主张，鉴于独立财务顾问要做出所谓“公允且合理”的建议有其潜在限制，建议本身对少数股东而言是不可能有用的²⁰。

除此之外，在 CMA 公开上市超四年，收购溢价与上市价格相比仅有 10.8%²¹，自然而然地，股东因没获得其股权投资的风险溢价而不高兴。鉴于新加坡海峡时报指数 (Straits Times Index) 在同时期上涨 15%²²，修订后的收购价仍明显低于同期其他投资者从市场上所获得的收益。

此外，CMA 未来增长的潜力可从上市后获利大幅上涨得到验证，但收购价格却没有反映 CMA 未来增长的潜力²³。一些小股东也认为，收购价为 1.26 倍的账面价值 (book value)，相对于 CMA 上市价格为当初账面价值的 1.55 倍，收购价格显不合理²⁴。

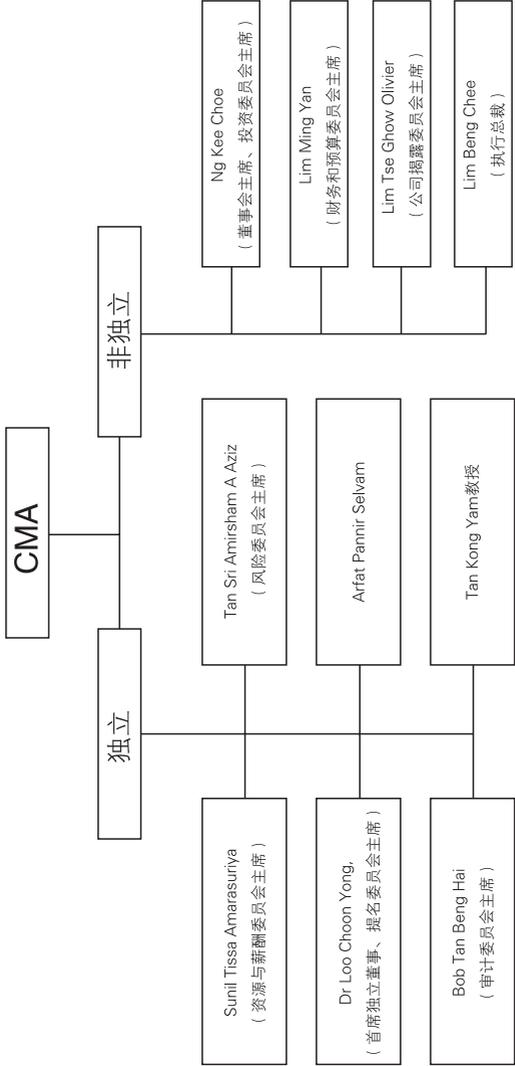
跨越最后门坎

凯德集团最后在 2014 年 6 月 5 日取得 CMA 92.7% 的股权，跨过下市所需的 90% 门坎²⁵。并于 2014 年 7 月 17 日，向新交所申请将 CMA 下市，凯德集团也因为达到 97.1% 最低门坎²⁶，取得收购 CMA 剩余股份的权利。CMA 在 2014 年 7 月 22 日完成下市，正式从新交所和香港交易所除名²⁷。

因为收购价格低导致 CMA 成功下市，有可能是 CMA 董事会无力保护小股东利益所造成的。虽然独立董事委员会的委员在形式

上是独立的，但实际上的独立性是令人存疑的。

一窥凯德商用产业的董事会 28



根据 CMA 最近在 2014 年 4 月 17 日举行的年度股东会（Annual General Meeting）数据²⁹，董事会由十名成员组成——一名非独立执行董事（执行总裁林明志 Lim Beng Chee），三名非独立董事（包括董事会主席吴记绰 Ng Kee Choe）及六名独立董事。尽管 CMA 董事会董事的背景令人印象深刻，但兼任多个董事职位（multiple directorship）等问题困扰着董事会³⁰。

特别的是，有数字 CMA 董事曾担任凯德集团董事或资深管理职务也是一重要关注点：

- CMA 董事会主席吴记绰（Ng Kee Choe）曾经是凯德集团的主席；
- CMA 财务和预算委员会（Finance and Budget Committee）主席林明彦（Lim Ming Yan）也曾是凯德集团的集团总裁兼执行总裁；
- CMA 企业揭露委员会（Corporate Disclosure Committee）主席林之高（Lim Tse Ghow Olivier）曾经为凯德集团的集团副执行总裁；
- CMA 执行总裁林明志曾任凯德集团多个资深管理职务；
- 尽管六位董事被视为独立的，但其中两位 Tan Sri Amirsham A Aziz 和 Arfat Pannir Selvam 同时担任凯德集团的独立董事。据报导 Arfat Pannir Selvam 在 2014 年 4 月 25 日从凯德集团的董事会退休。

虽然证券业协会（Securities Industry Council）不允许这些董事担任独立董事委员会的会员，独立董事委员会的存在不一定意味 CMA 董事会能够在 CMA 与凯德集团的交易案中保护少数股东权益。

修正报价

“从凯德集团提高报价的速度来看，很显然最初的报价是过低的，修正后的报价仍然为凯德集团提供了很多价值，凯德集团在报价还有很大的空间给少数股东，即便它们会说没有。”

—前摩根士丹利 (Morgan Stanley) 区执行长 Michael Dee³¹

尽管凯德集团坚定的指出最后收购价不会进一步再做修改，但许多股东仍觉得收购价被低估。与凯德集团管理阶层的对谈协商中，每股 2.45 至 2.55 新元才是较适当的³²。同时，修订价格的计算公式也没有被详细阐述，唯一被明确提到的原因是增加下市成功的可能性³³。即使 CMA 下市的闹剧已即将结束，仍有许多问题未被答复。

未来之路

“我想重要的是我们必须继续持续地且经常地与利害关系人沟通，尤其现在的市场是非常多变的，…我想最后利害相关人会欣赏我们的开放，因为我们有公开的管道与利害关系人沟通。”

—凯德集团财务长 Arthur Lang³⁴

值得注意的是尽管凯德集团的公司治理方式注重与公司利害关系人持续公开沟通，然而其所宣称相比在 CMA 下市时对不满股东的处理方式显然存在矛盾。或许也因为上述因素，解释了林明志为何突然从 CMA 辞去执行总裁一职。

除此之外，市场观察者也点出一连串辞职的担忧³⁵，在林明志辞职前，新加坡凯德房地 (CapitaLand Residential Singapore) 的执行总裁 Wong Heang Fine、凯德集团副执行总裁林之高、CMA 副执行总裁 Simon Ho 等人离职³⁶，人才流失的担忧可能已开始。尽管 CMA 已被私有化，但一连串的辞职可能让凯德集团执行总裁林明彦驾驶一艘空船驶向不确定的未来。

问题与讨论

1. 检视 CMA 的董事会，有哪些主要的公司治理问题可能危害董事会的有效性？有甚么方法可以解决这些问题呢？而 CMA 董事会的组成以及与凯德集团的连结如何可能损害 CMA 股东的利益呢？
2. 母公司的独立董事若在其子公司担任董事，在子公司是否依然被视为具有独立性呢？依照您国家公司治理的规定，如何处理这样的情况？而在私有化的情况下处理方式又为何？
3. 在私有化案中，被私有化公司董事会、独立财务顾问以及监管单位应扮演什么样的角色？
4. 在您的国家，可用什么样的方法私有化一家上市公司？而规范公司私有化的规定是否应有被加强之处？若有，应如何加强？
5. (a) 新加坡证券业协会于 2014 年 6 月 25 日颁布的独立财务顾问实践报告（IFA Practice Statement）提供了独立财务顾问对收购报价表达意见的准则，根据此份报告，请检视独立财务顾问的角色以及他们的工作的限制。这些限制可能会如何影响独立财务顾问对 CMA 的评价？
(b) 在 (a) 所阐述的限制条件下，独立财务顾问的角色可以如何改善？
6. 对于此私有化事件，受购价格的调整有多少程度可能是由于少数股东施予压力所致？为什么？

附注

1. CapitaLand. (2014). About us. Retrieved from <http://www.capitaland.com/about-capitaland/about-us>
2. CapitaMalls Asia. (2014). About us. Retrieved from <http://www.capitamallsasia.com/en/corporate/about-us/business-structure>
3. CapitaMalls Asia Limited. (2014). Board of directors: Lim Beng Chee. Retrieved from <http://www.capitamallsasia.com/en/corporate/about-us/board-of-directors/lim-beng-chee>
4. The Edge Singapore. (2009, November 25). Capitamalls Up 6% In Singapore's Biggest IPO In 16 Years: Update. Retrieved from <http://www.theedgesingapore.com/component/content/10094.html?task=view>
5. Choo, W. (2014, April 14). Voluntary Conditional Cash Offer For Capitamalls Asia Limited. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/eVoluntaryConditionalCashOfferforCMA.pdf
6. Dee, M. (2014, April 22). CMA Shareholders Should Stand Their Ground Against 'Fair Offer'. The Business Times. Retrieved from <http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1518060724?accountid=13876>
7. Credit Suisse (Singapore) Limited & Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. Ltd. (2014, May 16). Voluntary Conditional Cash Offer. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/CL-Annc.Revision.of.offer.price_160514.pdf
8. Reuters. (2014, April 14). Capitaland Offers \$3 Billion To Take Over Capitamalls Asia. AsiaOne. Retrieved from <http://business.asiaone.com/news/capitaland-offers-3-billion-take-over-capitamalls-asia>
9. Leong, C. T. (2014, July 11). Robson Lee: Duty Of I And Board In Making Recommendation On Takeover Or Exit Offer. NextInsight. Retrieved from <http://www.nextinsight.net/index.php/story-archive-mainmenu-60/924-2014/8731-robson-lee-duty-of-ifa-and-board-of-directors-in-making-a-recommendation-on-a-takeover-offer-or-exit-offer>
10. Choo, W. (2014, April 14). Voluntary Conditional Cash Offer For Capitamalls Asia Limited. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/eVoluntaryConditionalCashOfferforCMA.pdf
11. Ibid.
12. CapitaLand Limited. (2014, May 9). Offerree Circular to Shareholders English.

Retrieved from http://www.finanznachrichten.de/pdf/20140509_185157_C31_618KAN799HZH3ZKY.3.pdf

13. Kwok, J. (2014, May 12). Offer For CMA 'Fair And Reasonable'. The Straits Times. Retrieved from <http://business.asiaone.com/news/offer-cma-fair-and-reasonable>
14. Credit Suisse (Singapore) Limited and Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte Ltd. (2014, May 9). Dealings Disclosure. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/CMA_Dealing_Disclosure_dtd_9_5_2014.pdf
15. Khoo, L. (2014, May 13). SIAS Holds Dialogue For CMA Shareholders, Execs. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/sias-holds-dialogue-for-cma-shareholders-exec>
16. Credit Suisse (Singapore) Limited and Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte Ltd. (2014, May 16). Revision Of Offer Price, Waiver Of Acceptance Condition, Offer Declared Unconditional In All Respects, Level Of Acceptances And Extension Of Closing Date. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/CL-Annc.Revision.of.offer.price_160514.pdf
17. CapitaMalls Asia Limited. (2014, May 23). Letter To Shareholders From The Board: Revision Of Voluntary Conditional Cash Offer. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/20140523_Supplemental_Letter_IFA_Letter_Eng_23May2014_Final.pdf
18. Dee, M. (2014, April 22). CMA Shareholders Should Stand Their Ground Against 'Fair Offer'. The Business Times. Retrieved from <http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1518060724?accountid=13876>
19. Dee, M. (2014, June 6). Takeover Offers – You're Your Best Adviser. The Business Times. Retrieved from <http://btoprdfeeds.asiaone.com/archive/thursday/premium/editorial-opinion/opinion/takeover-offers-youre-your-best-adviser-20140606>
20. Goh, E. (2014, April 28). Takeover Bids Revive Debate Sparked By Similar Wave Over A Decade Ago. Retrieved from <http://www.valuebuddies.com/thread-5011.html>
21. Dee, M. (2014, April 22). CMA Shareholders Should Stand Their Ground Against 'Fair Offer'. The Business Times. Retrieved from <http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1518060724?accountid=13876>
22. Based on Yahoo Finance
23. Dee, M. (2014, April 22). CMA Shareholders Should Stand Their Ground Against 'Fair Offer'. The Business Times. Retrieved from <http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1518060724?accountid=13876>

24. Ibid.
25. CapitaLand Limited. (2014, June 5). CapitaLand Now Owns More Than 90% Of CapitaMalls Asia: CMA Shares Will Be Suspended From Trading At Close Of Offer. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/CapitaLand-News.Release_5Jun2014.pdf
26. Teh, S. (2014, June 9). Capitaland Set To Gain 100% Of CMA Under Compulsory Acquisition. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/top-stories/capitaland-set-to-gain-100-of-cma-under-compulsory-acquisition>
27. CapitaLand Limited. (2014, July 16). Update On Delisting Of The Company. From CapitaLand's Newsroom: http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/eCMA_Update_on_Delisting_Announcement_16July2014.pdf
28. Nah, T. L. (2014, April 17). Poll Results Of Annual General Meeting And Extraordinary General Meeting Held On 17 April 2014. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/4.17.14/2/eAnnc_PollsResultsofAGMnEGM%202014_CMA_Final.pdf
29. Ibid.
30. CapitaLand Limited. (2013). Annual Report 2013. Retrieved from http://investor.capitaland.com/phoenix.zhtml?c=130462&p=irol-reportsannual_pf
31. Dee, M. (2014, May 29). Offer for CMA is still undervalued. The Business Times. Retrieved from <http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1529988539?accountid=13876>
32. Khoo, L (2014, May 17). Capitaland Sweetens Delisting Offer For CMA With Higher Price Of \$2.35 Per Share. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/top-stories/capitaland-sweetens-delisting-offer-for-cma-with-higher-price-of-235-per-share>
33. Ibid.
34. Corporate Governance Report. (n.d.) Arthur Lang: How Corporate Governance Has Affected Asia's Real Estate Market. Corporate Governance Report. Retrieved from <http://www.corporategovernancereport.com/corporate-social-responsibility/arthur-lang-how-corporate-governance-has-affected-asias-real-estate-market-capitaland-video/>
35. Rashiwala, K. (2014, October 7). Has A Brain Drain Started At Capitaland? The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/opinion/has-a-brain-drain-started-at-capitaland>

36. Mok, F. (2014, October 26). Bench Strength 'Helps Capland Weather Exit Of Senior Execs'. Retrieved from <http://business.asiaone.com/news/bench-strength-helps-capland-weather-exit-senior-execs11>

汉能的停牌危机

个案大纲

汉能薄膜发电集团有限公司（Hanergy Thin Film Power Group Limited，以下简称汉能）是香港联合交易所（Stock Exchange of Hong Kong，以下简称联交所）2014年10月，交易最活跃的股票之一。但股价的急速上涨不禁让人怀疑公司成长的可信度与持续性。终于，在2015年5月20日，汉能的股价暴跌，也因此遭到停牌。本个案主旨为探讨在香港挂牌上市的中国企业公司治理的问题；公司治理警讯；各种利害关系人——包含监管机构与审计人员在内——的角色与责任；以及监管机构对海外企业到本地上市执法时所面临的困难。

“我始终相信，当你带着使命感去做一件事的时候，上帝或上天将赋予你神奇的力量，让你正确地处理每一件事，并让你享有一切好运。”

—李河君，2014年2月¹

是下一个特斯拉或是安然？

时间回到2015年9月29日。

几个月前，李河君夺下福布斯（Forbes）2015年中国富豪榜冠军宝座，震惊全球²。

这一天，汉能迎来二十一周年纪念日，与此同时，却搁置了公司的扩建计划。这家在香港上市的太阳能设备制造商，裁员幅度已逾总员工数五千五百名的三分之一³。为了重组这家曾经被誉为中国特斯拉（Tesla）的企业，出售太阳能工厂的谈判也正在进行中⁴。

过去的辉煌成就让汉能受到越来越严格的审视，有些人甚至怀疑它将可能成为中国的安然（Enron）。

有钱人的世界总是晴天

一切都要从 1967 年，一个距离中国广东省河源市二十公里处的小村子说起⁵。当时谁都没想过一个中产阶级出身的男孩会成为中国的“传奇人物”。李河君以机械工程师的背景，年纪轻轻地便展现了生意头脑，在大学时期集结了三十位同学组成销售团队，在食堂前兜售相机胶卷⁶。

最初，李河君透过收购私营水力发电资产开始累积财富，其中，位于中国西南部的金安桥水力发电厂，每天为他带来约一千万人民币的收入⁷。这个发电厂发展的传奇，经历了长达十年之久后，对他的形象很有帮助⁸。李河君开始以充满决心的企业家之姿，在新能源革命中带领中国。

喜爱阳光的造雨人

这个太阳能界的传奇，开始于李河君向大学教授借款五万人民币创业，贩卖电子器材⁹。六年后，他在中华人民共和国创立了汉能控股集团（Hanergy Holding Group Ltd，以下简称汉能控股），在 1994 年首次进军能源产业。

而汉能在联交所的事业可以追溯到康健科技中心（Town Health Technology Centre）。这栋办公大楼位于香港近郊的沙田区，有许多其他小型上市公司进驻，这些公司除了买卖彼此的股票，也相互提供贷款，或是交换高级主管¹⁰。特别的是办公大楼的所有人——许家骅医师（Dr. Hui Ka Wah Ronnie），他在 2011 年到 2014 年间担任汉能的行政总裁以及财务董事，也担任大楼中其他小型公司的高级主管和董事。

经过一连串的并购与变更公司名称，2014 年 10 月，汉能在联交

所主板上市，股票代码 566: HK。

汉能是一家高科技能源企业，总部设立在香港，主要业务活动包含研发与制造装配薄膜电项目全线生产线，以及开发与营运下游薄膜发电项目与应用产品。

汉能的董事会共有十名成员，包括主席李河君与六名执行董事。六名执行董事中，有五名执行董事同时也是未上市母公司集团——汉能控股的高阶主管，而李河君则身兼汉能控股董事长与行政总裁。

汉能的董事会

在四名独立非执行董事中，赵岚（Zhao Lan）与徐征（Xu Zheng）先前并没有担任过上市公司董事的经验。这四名独立非执行董事同时也是薪酬委员会、提名委员会，以及审计委员会的成员。赵岚担任薪酬委员会与审计委员会主席，王同渤（Wang Tongbo）则担任提名委员会主席，而李河君与行政总裁戴明芳（Dai Frank Mingfang）亦为提名委员会的成员。汉能的董事会具备商业管理、科学、工程、会计以及经济等多元化背景。

董事会在 2013 年 12 月 31 日截止的年度总共举行了六十二次全体董事会会议¹¹，但来年却只有四次¹²。

汉能越大，雾霾越少？

从 2014 年 10 月上市到 2015 年 5 月，汉能的股价足足翻了五倍，的确堪称奇迹¹³。

汉能股价的攀升有一部分是来自中国投资者的需求。2014 年 11 月 17 日，沪港股票市场交易互联互通机制（Shanghai-Hong Kong Stock Connect，以下简称沪港通）开设，从此中国投资者便得以在联交所进行交易，反之亦然。追求干净可持续能源实现

中国梦的前景，吸引了大批中国投资者，汉能股票在 2015 年 2 月至 5 月成为中国投资者透过沪港通交易最活跃的一支股票¹⁴。一位来自李河君故乡——河源市的官员表示，沪港通的开通使得购买汉能股票成为当地热门话题，因为“许多人都声称他们接获股票会持续上涨的消息”¹⁵。

截至 2015 年 3 月，汉能的股票有大约 32% 是经由沪港通的南向交易买卖¹⁶。

2015 年 4 月，《彭博社》（Bloomberg）报导由于汉能的市值上升，李河君购买五千三百九十万股汉能股票，增加他在公司的股份¹⁷。

尽管中国其他太阳能公司的股价，因为 2014 年 9 月与 2015 年 3 月间的油价下跌而下滑，汉能的股价反而上涨 479%¹⁸。分析师们对汉能够逆势与大盘抗衡所吸引，于是开始关注这家企业。

日蚀

《华尔街日报》（The Wall Street Journal）在 2015 年 1 月 5 日，刊登一篇名为《太阳能巨人汉能需要更多防晒乳》的文章，对从无人知晓窜起成为全球市值最大太阳能厂的汉能提出质疑¹⁹。除了优异的股价表现，汉能当时的总市值更高达一百四十四亿港币，大约是全球前三大太阳能公司——太阳城（SolarCity）、Sun Edison、第一太阳能（First Solar）——总市值的加总²⁰。

汉能并未对此篇报导作出响应。2015 年 5 月，汉能的市值已经成长了六倍，超越中国整个太阳能产业的总市值²¹。

未经证实的科技

2015 年 3 月 9 日，《彭博商业周刊》报导汉能的科技“未经证实”²²。《彭博新能源财经》（Bloomberg New Energy Finance）也“未

能找到任何就其太阳能计划的详细说明，替过去一年内股票价飙升五倍的情形做佐证。”另外，《彭博社》也发现汉能薄膜主要价值在薄膜科技以及在中国项目发展管线，但这些都仍尚未证实能大规模的商业生产²³。然而，汉能对此仍旧没有作出回应²⁴。

异常的交易模式

《金融时报》(Financial Times)在“汉能：十分钟的交易”一文中指出，汉能的股票在联交所收盘前十分钟内，会出现不寻常的交易轨迹²⁵。这篇文章观察到“股价总是大约在每日收盘前十分钟飙升”，并强调这样的交易轨迹“非常不可能是随机的发生”，这意味着股价很可能被“系统性操纵”。

为了对“李河君操纵股价”的影射作出响应，汉能发表了一项声明，表示公司“并不清楚任何人有涉及报导所声称的市场不当行为”²⁶。

非传统会计处理

2015年4月1日，福布斯刊登一篇文章，指称汉能使用可疑的会计方法²⁷：

- 汉能实质上只有一位客户：母公司汉能控股与子公司。公司的销货收入超过99%都来自于关系人交易。
- 净利与现金流量因为有很大一部分的应收帐款未收回，而产生巨额的差异。应收帐款总额占收入比重在2013年与2014年之间，从129%增加到195%，且有超过八成的应收帐款逾期。
- 更令人吃惊的是，身为一家制造公司，汉能95%的非流动资产竟然是商誉及无形资产。

再一次地，汉能并没有出面澄清公司的会计处理。尽管分析师提

出更多的质疑，公司并没有响应，汉能的股价仍然以令人吃惊的速度持续飙升²⁸。

2015年5月18日，李河君增加了七亿九千五百万股空仓²⁹。联交所的数据显示，截至2015年5月20日，他的净持股已经累积达74.96%，非常接近联所在《主板上市规则》中规定的25%最低公众持股量³⁰。

无火不升烟

2015年5月20日，年度股东会于上午十点在香港举行。而就在会议开幕前不久，汉能股票开始出现繁忙交易。股票交易非常热络，交易员每笔交易都涉及数百万股买卖³¹。

就在不到一秒的时间内，从八千股到三万股不等的一系列买单，迅速地以不断走低的价格成交。汉能的股价也因而每股6.80港币下跌至3.91港币，公司市值在不到一分钟的时间，缩水了将近两百亿美元³²。

上午十点四十分，在汉能请求下，汉能股票暂时停牌。截至那时，大约有一亿七千五百万股成交，是自2015年4月24日以来的单日最高成交量³³。

汉能并没有立刻对股价的暴跌作出响应。李河君也没有出席公司的年度股东会。被媒体追问时，其代表人则说李河君“另有要事”³⁴。

在之后2015年5月27日与中国官方通讯社——新华社，的访谈中，李河君否认可能受香港证券及期货事务监察委员会（Hong Kong's Securities & Futures Commission，以下简称证监会）调查的可能性，他说：“这纯粹是谣言，绝对不可能。”又说“如果主管机关有计划调查，我会在第一时间知道，但我对这样的消息一无所知。”³⁵

2015年5月28日，证监会不寻常地对李河君的言论作出响应，

证实了正在对汉能的“事务”进行调查³⁶。

第六部曲：中国的防火演习

2015年7月15日，证监会下令联交所延长汉能的停牌时间³⁷。这样的举动并不常见，除非联交所发现公司散布“任何存有重大虚假、不完整或是具误导性的信息”。2003年以来，这项规定只被使用了七次。其中，只有一家公司在未受到惩处的情况下被准许复牌³⁸。

隔天，汉能打破了一直以来的沉默，表示证监会的规定“不公平也不合理”，因为公司无法提供“不属于公司的文件”³⁹。汉能呼吁证监会撤回命令，恢复交易，否则不排除在法庭上挑战监管单位的可能性。

随后，沪港通宣布将汉能从名单上剔除。投资者至此之后再也无法透过这个管道买进汉能的股票，但如果之后恢复交易，可以卖出股票⁴⁰。

公司考虑买回股票来补偿在2015年5月20日以前，以每股六块港币购入公司股票的员工⁴¹。然而，持有价值二十六亿港币约1.6%股票的中国散户就没有那么幸运了。据估计，汉能有四十亿股流通在外，若以停止交易前的股价计算，公司需花费一百六十亿港币来买回股票⁴²。

在接下来的几个月，汉能也发布了若干公告，说明停止与汉能控股及其关联企业的关系人交易。这些交易的取消产生了巨大的影响，截止至2015年6月30日的六个月，汉能亏损五千九百万港币，相较于去年同期，公司赚进是十七亿港币，不胜唏嘘⁴³。

第七部曲：救火——太少也太迟

“政府与监管单位没有尽其应尽之职责。”

—保罗·吉利斯 (Paul Gillis) , 2015 年 6 月 ⁴⁴

对证监会的批评声浪

在汉能垮台之后，Quartz 发表了一篇文章，指责监管单位没有仔细检查那些对汉能经营与股价表现发出警讯的公开报告 ⁴⁵。而其中一个原因是证监会人力不足。随着沪港通的开办，交易量大幅提升，但证监会的员工人数并没有等比例增加。再加上相较于其它成熟市场——美国、英国以及澳大利亚——证监会的预算相对较少。证监会失效的问题，也因为久任的执法部门主管——马克·斯图尔德 (Mark Steward) 离开而恶化 ⁴⁶。

另一个结构性的问题是，尽管监管单位仰赖审计人员（而不是证监会）核实公司的财务报告，但审计人员却缺乏监督 ⁴⁷。

证监会也由于保密规定，未能早点揭露对汉能的调查而遭受苛责。尽管证监会至少在股价大跌的两个月之前，便着手调查汉能操弄市场的行为 ⁴⁸，但却在李河君公开否认调查时才公开向大众揭露。戴维·韦伯 (David Webb) ——公司治理维权斗士——认为，相关揭露在早些时候就应该发布，因为“那至少会让大众有所留意” ⁴⁹。

对联交所的谴责

Quartz 在该文章中也对联交所的上市委员会的适任性提出质疑，因为它在决定公司是否应被准许上市中扮演了关键角色 ⁵⁰。

灰烬里飞出的凤凰

“虽然我本身的直接损失惨重，但让我更痛心与不安的是股东、投资者、投资机构以及公司员工的损失。”

—李河君，2015年10月⁵¹

接连几个月来困扰汉能的问题，让李河君回想起了公司内部的分裂。对于未来，他提出几项将被实施的变革，包括一个“更开放、更透明的合作机制”，他也重申并未参与股票操纵。但，唯有时间才能证明汉能是否真的“歧路已尽，正途将启”⁵²。

后记

2016年5月17日，在汉能停牌恰好满一年的这天，李河君在董事会后以“加强公司治理”为由，请辞董事会主席与行政总裁⁵³。尽管如此，李河君仍然是汉能科技“最瞩目的推手”⁵⁴。汉能的崩溃影响了他与数家知名银行（例如：锦州银行）⁵⁵的关系。他的继任者——袁亚彬（Yuan Yabin）曾任中国人民政治协商会议全国委员会委员，显现出公司与政治有很好的连结⁵⁶。

问题与讨论

1. 请评论汉能的董事会结构与程序，并指出汉能的公司治理可能涉及哪些问题。
2. 请讨论可能导致汉能股价跳水的原因。在您看来，最重要的原因为何？
3. 请指出媒体报导中所提到的汉能营运警讯。鉴于媒体所提，您认为不同的利益关系人（例如：董事会、投资者以及员工）可以采取什么样的行动？
4. 请评论联交所与证监会的角色与职责，以及他们对知名刊物

提出质疑所作出的响应。您认为证监会的保密规定是否有效地帮助其善尽职责？

5. 请就关系人交易讨论安永会计师事务所（EY）出具的“真实且允当”意见。新加坡与其它国家在 2016 年引进了新式审计报告（expanded auditor's report）。您认为这样的审计报告是否可能影响汉能案发展，并为投资者提供较多保障？
6. 汉能以汉能控股为非上市公司且由中国而非香港管辖为由，拒绝提供与其相关文件。要如何避免这样的情形发生？这样的公司在香港挂牌上市，会产生哪些疑虑？

附注

1. Hejun, L. (2015). Entrepreneur Wiki. Retrieved from http://www.entrepreneur.wiki/Category:l_always_believe_that_when_you_are_doing_something_with_a_sense_of_mission,_then_God_or_heaven_wi...
2. Hornby, L. (2015, March 5). Hanergy's Li Hejun leaps to top of Forbes' China rich list. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/93f9ff8a-c307-11e4-ac3d-00144feab7de.html#axzz3pZ4sDPRH>
3. Ma, W. (2015, August 30). Hanergy thin film to cut workforce by more than a third in restructuring. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/hanergy-thin-film-to-cut-workforce-by-more-than-a-third-in-restructuring-1440782801>
4. Hornby, L. (2015, September 13). Hanergy turns to overseas solar markets. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c24f90fc-588f-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3pZ4sDPRH>
5. Guo, A., & Engle, S. (2015, June 10). Chinese solar billionaire remains an enigma after 47% plunge. Bloomberg Business Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-09/li-s-magical-thinking-leaves-hanergy-a-broken-empire>
6. Ibid.
7. Hu, Y., & Cheng, Y. (2015, February 16). Always sunny, in the rich man's world. China Daily Asia Retrieved from http://www.chinadailyasia.com/hknews/2015-02/16/content_15228594.html
8. Hornby, L. (2015, May 22). Li Hejun, a solar billionaire feels the heat. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3bfcece8e-ff00-11e4-94c8-00144feabdc0.htm>
9. Ibid.
10. Johnson, M., Hornby, L., & O'Murchu, C. (2015, July 20). FT Investigation: The strange tale of ticker '566'. The Financial Times Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/68842bf4-24c9-11e5-9c4e-a775d2b173ca.html#axzz3pZ4sDPRH>
11. Hanergy. (2013, December 31). Annual Report. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/68842bf4-24c9-11e5-9c4e-a775d2b173ca.html#axzz3pZ4sDPRH>
12. Hanergy. (2014, December 31). Annual Report. Retrieved from http://www.hanergythinfilmpower.com/images/cw_0566frp-20150418q4.pdf

13. BBC. (2015, May 21). Hanergy said in “good financial” position despite sharp plunge. Retrieved from <http://www.bbc.com/news/business-32822642>
14. Yiu, E. (2015, June 8). Hanergy case a test for Hong Kong and Chinese regulators. South China Morning Post. Retrieved from <http://www.scmp.com/comment/insight-opinion/article/1818287/hanergy-case-test-hong-kong-and-chinese-regulators>
15. Yu et al. (2015, July 28). Hanergy thin film power removed from stock connect program. Caixin Online. Retrieved from <http://english.caixin.com/2015-07-28/100833646.html>
16. Ng, E. (2015, March 5). Hanergy is Hong Kong's most traded stock as price jumps 22pc. South China Morning Post Retrieved from <http://www.scmp.com/business/companies/article/1729572/hanergy-hong-kongs-most-traded-stock-price-jumps-22pc>
17. Bloomberg. (2015, April 30). Hanergy Chairman Li raises stake as market value surges. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-30/hanergy-chairman-li-raises-stake-as-market-value-surges>
18. Ren, S. (2015, March 5). Is Hanergy China's Tesla? Barron's Asia. Retrieved from <http://blogs.barrons.com/asiastocks/2015/03/05/is-hanergy-chinas-tesla/>
19. Bhattacharya, A. (2015, January 5). Solar giant Hanergy requires extra sunscreen. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/solar-giant-hanergy-requires-extra-sunscreen-1420444057?cb=logged0.9691278466489166>
20. Eric Wesoff. (2014, August 13). Which solar company boasts the highest market cap? Retrieved from <http://www.greentechmedia.com/articles/read/Which-Solar-Company-Boasts-the-Highest-Market-Cap>
21. Wesoff, E. (2015, May 23). Update: Hanergy thin film CEO shorts stock days before price plummets. Greentech Media. Retrieved from <http://www.greentechmedia.com/articles/read/Update-Hanergy-Thin-Film-CEO-Shorts-Stock-Days-Before-Price-Plummets>
22. Landberg, R. (2015, March 9). Hanergy working with ‘unproven’ solar technology, BNEF Says. Bloomberg Business. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-09/hanergy-working-with-unproven-solar-technology-bnef-says>
23. Ibid.
24. Ibid.

25. Johnson, M., & Jackson, G. (2015, March 24). Hanergy: The 10-minute trade. *The Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/9e87ba44-d20e-11e4-a1a0-00144feab7de.html#axzz3m0B2JI00>
26. Bloomberg. (2015, March 25). Hanergy billionaire chairman denied manipulating shares. *Bloomberg Business* Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-25/hanergy-s-billionaire-chairman-denies-manipulating-shares>
27. Gan, J. (2015, April 1). How Hanergy has exposed weaknesses in Hong Kong's stock market. *Forbes*. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/jiegan/2015/04/01/how-hanergy-has-exposed-weaknesses-in-hong-kongs-stock-market/>
28. *The Financial Times*. (2015, July 15). HK regulator suspends Hanergy thin film shares. *The Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/fastft/2015/07/15/post-360151/>
29. Yan, S. (2015, May 22). China's richest man bet his company's shares would fall. *CNNMoney*. Retrieved from <http://money.cnn.com/2015/05/22/investing/hanergy-li-shorts-stock/>
30. Kwong, R., Johnson, M., & O'Murchu, C. (2015, May 20). Q&A: What is going on at Hanergy? *The Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/cea87e76-fedb-11e4-94c8-00144feabdc0.html#slide0>
31. Wong, J., & Patterson, S. (2015, May 22). Hanergy: bulk of stock collapse occurred in less than a second. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/hanergy-bulk-of-stock-collapse-occurred-in-less-than-a-second-1432316315>
32. Ibid.
33. Ibid.
34. Jonathan, G. (2015, May 20). Hanergy Chairman misses AGM, shares tumble. *The Financial Times*. Retrieved from http://www.pv-magazine.com/news/details/beitrag/ft--hanergy-chairman-misses-agm--shares-tumble_100019512/#axzz4FCKhap00
35. Clover, C. (2015, May 28). Hong Kong regulator confirms Hanergy probe. *The Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/576f5f1c-0509-11e5-9627-00144feabdc0.html#axzz3p5FPjI7S>
36. Securities and Futures Commission. (2015, May 28). SFC statement on Hanergy Thin Film Power Group Limited. Retrieved from <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR56>
37. Yu et al. (2015, July 28). Hanergy thin film power removed from stock connect

- program. Caixin Online. Retrieved from <http://english.caixin.com/2015-07-28/100833646.html>
38. Ibid.
 39. Hanergy Group (2015, July 16). Latest announcement on suspension of trading. Retrieved from http://www.hanergythinfilmpower.com/images/eng_20150716.pdf
 40. Ibid.
 41. Bloomberg News. (2015, July 23). Hanergy considers repurchasing shares bought by employees. Bloomberg Business. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-23/hanergy-considers-repurchasing-shares-bought-by-employees-icfzor3p>
 42. Yu et al. (2015, July 28). Hanergy thin film power removed from stock connect program. Caixin Online. Retrieved from <http://english.caixin.com/2015-07-28/100833646.html>
 43. Hornby, L. (2015, August 28). Hanergy thin film power swings to a net loss in the first half. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/cef14856-4d9e-11e5-9b5d-89a026fda5c9.html#axzz3pb2HmFjV>
 44. Timmons, H., & McCafferty, G. (2015, June 15). A tidal wave of Chinese money is causing chaos in Hong Kong's stock market. Quartz. Retrieved from <http://qz.com/412975/a-tidal-wave-of-chinese-money-is-causing-chaos-in-hong-kongs-stock-market/>
 45. Ibid.
 46. Securities and Futures Commission. (2015, June 5). Executive director of enforcement to leave SFC. Retrieved from <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR61>
 47. Timmons, H., & McCafferty, G. (2015, June 15). A tidal wave of Chinese money is causing chaos in Hong Kong's stock market. Quartz. Retrieved from <http://qz.com/412975/a-tidal-wave-of-chinese-money-is-causing-chaos-in-hong-kongs-stock-market/>
 48. Jucca, L., & Jim, C. (2015, June 2). Despite probe, Hanergy sold shares to staff days before crash. Retrieved from <http://mobile.reuters.com/article/idUSL5N0YL07520150602>
 49. Wong, J., & Areddy, J. T. (2015, May 28). Hong Kong regulator investigating Hanergy thin film power. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/hong-kong-regulator-investigating-hanergy-1432789280>

50. Timmons, H., & McCafferty, G. (2015, June 15). A tidal wave of Chinese money is causing chaos in Hong Kong's stock market. Quartz. Retrieved from <http://qz.com/412975/a-tidal-wave-of-chinese-money-is-causing-chaos-in-hong-kongs-stock-market/>
51. Li Hejun, (2015, September 29). Hanergy: Change and Rebirth. Retrieved from http://www.hanergy.com/en/content/details_37_3045.html
52. Ibid.
53. Lucy, H. (2016, May 21). Hanergy founder resigns one year after stock plunge. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7f40e722-1f02-11e6-a7bc-ee846770ec15.html#axzz4BQOUeJ92>
54. Ibid.
55. Ibid.
56. Ibid.

怡和集团：特立独行的大企业

个案大纲

英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority，以下简称 FCA），在 2013 年 11 月 5 日发表了一份咨询文件¹，建议改进对控股股东（controlling shareholders）的控制和加强少数股东权益的保护，这是为了响应投资界对伦敦证券交易所（London Stock Exchange，以下简称伦敦证交所）中有控股股东的高级板上市公司治理的担忧²。在伦敦证交所上市的怡和集团（Jardine Group）符合控股股东公司的定义³，高级板上市（Premium Listing）条例的改变对怡和集团产生不利影响。因为他们必须遵守新的高级板上市规定，否则将被降级到标准版上市（Standard Listing）。怡和集团公司的董事会往往缺少“独立性”的要素，而新的高级板上市的规定却很强调董事会的平衡性与独立性，所以若要符合新的规定，集团公司们董事会势必得重新改组。本个案主旨是要讨论家族企业的公司治理；控制股东的影响；股东、董事会和管理阶层间的不分离性；家族控制的企业遵守公司治理规定的情形；不同国家的监管规定；证券交易所双重角色的利益冲突；以及公司在海外上市。

集团背景

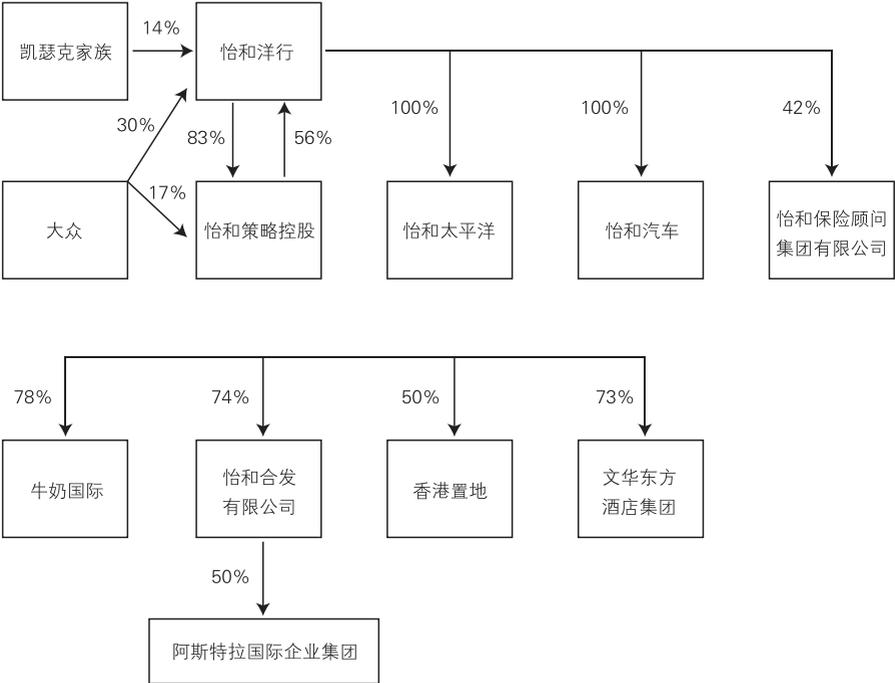
怡和集团成立于 1832 年，是最早的跨国贸易商之一。在经过多年的成长后，怡和集团晋身为世界上最大的综合性集团之一，集团版图横跨零售、物流、房地产、金融服务、酒店和汽车等众多产业⁴。

怡和集团在它的主要经营地区香港遗留下许多产业，像是地标渣甸街（Jardine's Bazaar）和怡和大厦（Jardine House）。然而，在 1980 年代香港亿万富翁李嘉诚（Sir Ka-shing Li）试图收购怡和集团失败后，怡和集团元气大伤⁵，也积极地寻找安全的地

方来管理整个集团。在百慕大群岛（Bermuda）设立公司后，集团中的很多子公司都在伦敦证交所上市，包括怡和洋行（Jardine Matheson）、怡和策略控股（Jardine Strategic）、香港置地（Hongkong Land）、牛奶国际（Dairy Farm International）和文华东方酒店集团（Mandarin Oriental）⁶。在2013年，怡和洋行和怡和策略控股荣登了全球市值前两百大的上市公司⁷。

怡和集团的控股股东是凯瑟克家族（Keswick family），而凯瑟克家族的成员也在集团里各子公司担任董事或管理阶层要职。

图 1: 怡和集团相互持股图⁸



注：表格中的股权数据为至 2014 年 9 月 30 日截止资料。

建立堡垒

在 1980 年代，持有怡和集团 3% 股权的香港大亨李嘉诚即将收购怡和集团的谣言传得沸沸扬扬⁹。即使收购没有发生，怡和集团也无法在李嘉诚的进逼下存活¹⁰。怡和集团高层很担心李嘉诚真正的商业动机，再加上被中国内地收购的隐忧，怡和集团的主要股东建立起保护机制以避免控制权被夺¹¹。之后，怡和集团在 1984 年将总部转移到百慕大，也影响李嘉诚的收购计划¹²。在李嘉诚收购失败之后，怡和集团为对付恶意收购，借着复杂的交叉持股结构，增强保护控制权机制，使公司几乎达到不被收购的保证¹³。在百慕大的法律中，子公司可以投票给其母公司，且百慕大的交叉持股让这些公司的董事会能够藉由交叉持股在任一年股东会投票重新选出董事来巩固原董事会的地位¹⁴。

催化改变

英国 FCA 负责监管英国金融机构，维护英国金融市场的诚信以确保投资者的信心和信任。在 2013 年 11 月 5 日公布的咨询报告，目的在进一步加强高级板上市公司投资者的信心，藉由一系列的改革限制控制股东，规范控制股东对高级板上市公司经营与管理影响力¹⁵。

“为使市场能良好运作，所有股东积极的参与是必要的。这些改变保护少数股东免受控股股东的迫害，可以提升市场的诚信度并给予少数股东权力为其所投资的公司负责。”

— FCA 市场总监 David Lawton¹⁶

很多的改革对怡和集团产生不利影响。高级板上市公司的运作需独立，与控股股东切离，并且独立股东被给予可否决关联方交易的权力¹⁷。一个确保企业独立的指导原则要求控股股东不能影响高级板上市公司的营运，或与营运有关连性，即使是重要子公司的大股东¹⁸。此外，控股股东被要求与公司签订具法律约束力的协议，确保他们遵循若干独立性条款，包括公司与控股股东或其

关系人的交易必须是公平且正常的交易¹⁹。FCA 也为双重股权制选任独立董事及连任做出限制，在新的规定下需要独立股东和全体股东的同意²⁰。新的改革再度强调以独立性²¹保障少数股东权益，但怡和集团董事会没有太多独立性的表象²²。

由于改革侧重限制控股股东对公司管理以及提升独立性，怡和集团在新的高级板上市条例下无法继续保有现有的公司治理机制。与此同时，改革立法已到了最后阶段，并预计在 2014 年生效²³，这也迫使怡和采取行动。

而改革同时也强化少数股东对于控股股东想要将高级板上市公司下市或从高级板上市转成标准板上市的影响力²⁴，除了在股东会决议需获特别多数的同意通过，也须在事先获得大多数独立股东的同意²⁵。所以若怡和集团想在伦敦证交所降级，在改革生效后会变得更为困难。

怡和的对策

怡和集团在过去有未遵循英国公司治理准则（Corporate Governance Code）的记录，尽管怡和集团宣称致力于高标准的公司治理准则，但他们却时常未遵守公司治理准则的规定²⁶。

举例来说，怡和洋行的董事会有十名执行董事和四名非执行董事²⁷，背离了准公司治理准则建议的除主席外²⁸，董事会应至少有过半的独立非执行董事（小公司除外）。此外，怡和洋行的非执行董事皆不独立²⁹，怡和洋行也未能符合其它相关的“独立性”规定，例如：董事会主席与审计委员会董事在选任时应为独立董事，董事会也没有提名或薪酬委员会，且好几位非执行董事在董事会已任职数十年³⁰。

怡和集团未能符合 FCA 提出的改革草案及公司治理准则中的多项规定。由于是海外公司，怡和集团旗下公司在 2005 年起便在年度报告中指出其公司治理实务与公司治理准则的不同处，并自 2010 年被要求解释不合规的地方。怡和集团不认为官方的公司

治理准则适用于怡和集团³¹。

“基于在亚洲市场进行长期策略的考虑，公司的稳定度为至关重要基础，因此公司会致力于高标准的公司治理。然而本公司治理的方式为长久发展而形成，与英国公司治理准则所建议的不同。³²”

相较于高级板上市，标准板上市公司治理规定较少，像是标准板上市公司不受英国公司治理准则管制，只受欧盟治理指令规范³³，又如规范高级板上市公司在重大交易和关系人交易的规定也不适用于标准板上市公司，同样地，关于高级板上市公司优先购买权（pre-emption rights）的规定也不影响怡和集团³⁴。

随着规则的强化，要求所有高级板上市公司的控股股东与公司保持“适当的距离”，不干预日常公司经营³⁵，怡和集团不得不从高级板降级成标准板以维持当前的治理结构，因为透过这样做，集团可以维持现有的组织结构和治理模式，目前治理结构“很适合亚洲的情况，并使每个集团公司长远发展经营、持续增长股东价值。”³⁶

承受冲击

2014年3月6日，经过数月的审查和考虑，怡和集团正式宣布他们将把怡和洋行、怡和策略控股、香港置地、牛奶国际和文华东方酒店集团从高级板降级至标准板上市，尽管这个决定仍需取决于之后的股东的同意³⁷。

怡和集团相信，股东会对这个提议感到满意，因为这只是一种保持目前治理安排的措施，而这个措施已经证明在创造股东价值方面是成功的³⁸，事实上，在怡和集团宣布降级之前的十年间，怡和集团的表现大大超过了市场，每年的股东权益报酬率高达23%³⁹。

然而，尽管大多数股东长期以来一直接受怡和集团不遵守英国公司治理准则的事实，有一些股东对降级的决定感到惊讶。虽然负

面的投资人情绪没有散布开来，仍有几个不同意见表达了对这一决定的担忧⁴⁰，有人也觉得降级意味着股东往后得信任凯瑟克家族的后代，并相信他们会成为好的管理者⁴¹。

“很不幸的，有一家公司，多年来一直没有在公司治理项目上达标，但我们也都算了，因为公司还算善待少数股东，而他们现在却要求将这个项目拿掉。”

—匿名投资人⁴²

决定宣布后的股价表现依然强劲，投资人前景看来也相当稳定⁴³，但是，降级的决定仍然依赖股东的投票，以决定是否能最后得到批准，该提案被视为特别决议，需要有75%的同意才能通过⁴⁴。

怡和集团的复杂股权架构意味着除了香港置地仅有50%股权被家族掌控外，其它每家欲降级的公司至少有70%的股权是受家族控制的⁴⁵。所以除了香港置地外，所有怡和集团公司特别议案的通过几乎是很确定的。为此提案进行投票于2014年4月8日举行的特别股东会（Special General Meeting）很快就到来了⁴⁶，为确保能顺利降级换板，仍需要说服部分股东。

怡和集团以有效为股东创造超常报酬的角度来安抚投资人，说明为了赚取这样的报酬，必须偏离公司治理结构的规范，怡和集团有一套很适合自己的治理结构，这使得集团能长期规划创造价值⁴⁷。一些投资专家也赞同了这样的说法，将怡和集团的获利归功于长远规划的能力，并能在置产时做出良好的判断⁴⁸。研究也指出家族所拥有的上市公司确实具有优势，可以让他们赚取超常的报酬，部分可归因于家族长远规划的能力⁴⁹，以及较低的代理成本⁵⁰。怡和集团已被证明成功的治理结构让投资人投票倾向支持降级，某些公司治理专家也认为这个提议不会遭受太多阻碍而通过⁵¹。

2014年4月8日在特别股东会上，所有寻求降级的公司均通过特别决议案⁵²，意味怡和集团不会再受到FCA改革的影响。2014年5月27日，伦敦证交所公告五家怡和集团公司从高级板降级到标准板⁵³。

争执四起

怡和集团极具争议的降级决议在其它各地引起广泛讨论，包括这些降级公司第二上市的所在地——新加坡。在新加坡提倡公司治理的麦润田 (Mak Yuen Teen) 教授，就怡和集团降级所涉及在新加坡第二上市 (Secondary Listing) 提出担忧，他质疑“怡和集团旗下公司是否仍然符合新加坡交易所 (Singapore Exchange, 以下简称新交所) 第二上市规定的要求”⁵⁴。他还指出，虽然怡和集团旗下公司降级至标准板意味着他们不再有资格被纳入富时指数 (FTSE)，但这三家怡和旗下公司仍被列为富时新加坡海峡时报指数 (Straits Times Index) 的“蓝筹股”，他质疑是否应对这三家公司纳入海峡时报指数的适当性进行审查。

新交所响应他们仍与怡和集团进行讨论，作尽职调查，来决定如何因应怡和集团的提案⁵⁵。在新交所第二上市公司并不需要遵守交易所主板上市 (Primary Listing) 规定，只需要遵守其主要上市所在地交易所上市规定及其它新交所规定⁵⁶。然而，伦敦证交所标准板上市要求远低于新交所主板上市要求⁵⁷。

新交所将在伦敦证交所标准板上市的怡和公司列为主板上市，但有人担心“伦敦证交所本身并不认为标准板上市等同于伦敦证交所的主板上市”⁵⁸，并以伦敦证交所网站将第二上市被标准板上市取代做为证据。尽管新交所最近的一份咨询文件将伦敦证交所标准板上市视为主板上市⁵⁹，但争议仍没有解决。相比之下，香港交易所认定伦敦证交所标准板上市不被视为主板上市，因此不符合香港交易所第二上市规定⁶⁰。

余波

尽管辩论很激烈，结果仍未有共识，怡和集团在降级决定通过后迅速回复，投资人对此事几乎没有反映，使集团在这场考验中相对毫发无伤，在新交所⁶¹和伦敦证交所⁶²的股价仅有小幅波动就是证明。尽管仍留下了很多问题，争论几乎已经平息下来。

问题与讨论

1. FCA 的改革是对控制股东的治理问题做出的响应。请讨论这些改革在实务上的意涵，并评估限制控股股东影响的利弊。
2. 怡和集团的降级决定透过他们控制的董事会和股东决议得以成功通过。请思考董事会、管理团队和所有权不分离的影响，并讨论其利弊。
3. 请检视为何在不对股价造成负面影响下，怡和集团成功降级的因素。在您的答案回答中，请考虑怡和集团的董事会和股权结构，以及家族企业的特征。
4. 怡和是一家长久以来获利良好的家族企业集团，请评估这种与“英国公司治理准则规定”相差甚远公司治理结构的可行性。您是否同意英国公司治理准则所采取的方法？
5. 怡和集团认为，不受独立性和公司治理准则的规范可使公司以较长远的角度做出决策，您同意这种说法吗？若背离这些规定可能会有哪些风险呢？
6. 根据怡和集团的反应，请评估 FCA 改革的有效性。您认为是否有其他公司可能会效法怡和集团来规避新的高级板上市规定？
7. 在您看来，怡和集团的行为对如新交所般扮演双重角色的交易所可能产生什么样的影响？商业与监管角色上的冲突会如何影响新交所对怡和集团降等及其在新加坡第二上市地位做出处置（或不处置）？要如何解决这些冲突？

附注

1. Financial Conduct Authority. (2013, November 5). The FCA Strengthens the Listing Rules to Enhance Protection for Shareholders. Retrieved from <http://www.fca.org.uk/news/the-fca-strengthens-the-listing-rules-to-enhance-protection-for-shareholders>
2. Ibid.
3. Deloitte. (2013). Governance in Brief: FCA to Strengthen the Listing Rules to Enhance Protection for Minority Shareholders. Retrieved from http://www.deloitte.com/view/en_GB/uk/services/audit/corporate-governance/d6ef507a40672410VgnVCM1000003256f70aRCRD.htm
4. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, March 6). Jardine Matheson Group Companies Propose Transfer of Listing Segment. Jardine Matheson Holdings Limited. Retrieved from <http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306.pdf>
5. Vines, S. (2007, January 25). Secrets of survival in the Noble House. The Spectator. Retrieved from <http://www.spectator.co.uk/columnists/any-other-business/27570/secrets-of-survival-in-the-noble-house/>
6. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from <http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf>
7. Financial Times. (2013). FT 500 2013. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/indepth/ft500>
8. Stevenson, N. (2013, October 29). Jardine Matheson: High Quality At A Low Price. Seeking Alpha. Retrieved from <http://seekingalpha.com/article/1780602-jardine-matheson-high-quality-at-a-low-price>
9. The Economist. (1997, August 7). Superman Versus the Hong. Retrieved from <http://www.economist.com/node/153623>
10. Ibid.
11. Ibid.
12. Ibid.
13. Webb, D. (2001, May 16). Jardine's Back Door. Webb-site Reports. Retrieved from <https://webb-site.com/articles/jmhcrack.asp>

14. Webb, D. (2014, March 27). What the U.K. should Learn From Jardines. Webb-site Reports. Retrieved from <http://webb-site.com/articles/jardown.asp>
15. Financial Conduct Authority. (2013, November 5). The FCA Strengthens the Listing Rules to Enhance Protection for Shareholders. Retrieved from <http://www.fca.org.uk/news/the-fca-strengthens-the-listing-rules-to-enhance-protection-for-shareholders>
16. Ibid.
17. Ibid.
18. Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP. (2014, May 8). FCA Listing Rule Changes Applicable to Premium Listed Companies. Skadden. Retrieved from <https://www.skadden.com/insights/fca-listing-rule-changes-applicable-premium-listed-companies>
19. Norton Rose Fullbright. (2014, June). U.K. Listing Regime Tightened for Premium Listed Companies. Norton Rose Fullbright. Retrieved from <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/108924/uk-listing-regime-tightened-for-premium-listed-companies>
20. Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP. (2014, May 8). FCA Listing Rule Changes Applicable to Premium Listed Companies. Skadden. Retrieved from <https://www.skadden.com/insights/fca-listing-rule-changes-applicable-premium-listed-companies>
21. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, March 6). Jardine Matheson Group Companies Propose Transfer of Listing Segment. Retrieved from <http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306.pdf>
22. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from <http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf>
23. Financial Conduct Authority. (2013, November 5). CP13/15 - Enhancing the effectiveness of the Listing Regime: feedback to CP12/25 and further consultation on related issues. Financial Conduct Authority. Retrieved from <http://www.fca.org.uk/news/cp13-15-enhancing-the-effectiveness-of-the-listing-regime>
24. Financial Conduct Authority Press Release. (2013, November 5). The FCA strengthens the listing rules to enhance protection for shareholders. Financial Conduct Authority. Retrieved from <http://www.fca.org.uk/news/the-fca-strengthens-the-listing-rules-to-enhance-protection-for-shareholders>
25. Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP. (2014, May 8). FCA Listing Rule

Changes Applicable to Premium Listed Companies. Skadden. Retrieved from <https://www.skadden.com/insights/fca-listing-rule-changes-applicable-premium-listed-companies>

26. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from <http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf>
27. Ibid.
28. The Financial Reporting Council Limited. (2014, September). The UK Corporate Governance Code. Retrieved from <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>
29. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from <http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf>
30. Ibid.
31. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, March 6). Proposed Transfer of Listing Segment from Premium to Standard on the London Stock Exchange and Notice of Special General Meeting. Retrieved from <http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306a.pdf>
32. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from <http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf>
33. London Stock Exchange. (2010). A Guide to Listing on the London Stock Exchange. London Stock Exchange. Retrieved from <http://www.londonstockexchange.com/home/guide-to-listing.pdf>
34. Ibid.
35. Hughes, J. & Fleming, S. (2014, March 10). Jardines Seeks to Downgrade Premium London Listing. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ab546a04-a827-11e3-a946-00144feab7de.html#axzz3Ft7Kb9AA>
36. Kwok, J. (2014, March 14). 5 Jardine Firms Plan to Downgrade Premium Listing in London. Asiaone Business. Retrieved from <http://business.asiaone.com/news/5-jardine-firms-plan-downgrade-premium-listing-london#sthash.tzzUqhDO.dpuf>
37. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, March 6). Proposed Transfer of Listing Segment from Premium to Standard on the London Stock Exchange and Notice of Special General Meeting. Retrieved from <http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306a.pdf>
38. Hughes, J. & Fleming, S. (2014, March 10). Jardines Seeks to Downgrade Premium

London Listing. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ab546a04-a827-11e3-a946-00144feab7de.html#axzz3Ft7Kb9AA>

39. Ibid.
40. Ibid.
41. Ibid.
42. Ibid.
43. Hughes, J. & Bland, B. (2014, March 11). Jardines Still Marches to its Own Beat. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/225d1bd4-a8da-11e3-bf0c-00144feab7de.html#axzz3HPwyKM7B>
44. Financial Conduct Authority. (2013, April 1). Cancellation of Listing of Equity Shares. Financial Conduct Authority Handbook, LR 5.2.5. Financial Conduct Authority. Retrieved from <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/LR/5/2>
45. Ibid.
46. Jardine Matheson Holdings Limited (2014, March 6). Jardine Matheson Group Companies Propose Transfer of Listing Segment. Jardine Matheson Holdings Limited. Retrieved from <http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306.pdf>
47. Ibid.
48. Hughes, J. & Bland, B. (2014, March 11). Jardines Still Marches to its Own Beat. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/225d1bd4-a8da-11e3-bf0c-00144feab7de.html#axzz3HNbil0xk>
49. Le Breton-Miller, I. & Miller, D. (2006). Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30: 731–746.
50. Gedajlovic, E. & Shapiro, D. M. (2002). Ownership Structure and Firm Profitability in Japan. *Academy of Management Journal*. 45 (3), pp. 565-575.
51. Webb, D. (2014, March 27). What the U.K. Should Learn from Jardines. Webb-site Reports. Retrieved from <http://webb-site.com/articles/jardown.asp>
52. London Stock Exchange. (2014, April 8). Result of Special General Meeting. London Stock Exchange. Retrieved from <http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140408.pdf>

53. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, May 27). Transfer of Listing Segment on the London Stock Exchange Becomes Effective. Retrieved from <http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-strategic/p140527.pdf>
54. Mak, Y. T. (2014, March 31). Jardine Group Listing Changes Raise Questions. Governance for Stakeholders. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2014/03/31/jardine-group-listing-changes-raise-questions/>
55. Mohamed, I. N. (2014, April 6). Where SGX and LSE Listings Differ. Governance for Stakeholders. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2014/04/06/where-sgx-and-LSE-listings-differ/>
56. Singapore Exchange (n.d). Mainboard rules. Retrieved from http://rulebook.sgx.com/en/display/display_main.html?rbid=3271&element_id=4830
57. Mak, Y. T. (2014, April 7). Jardine U.K. Listing Change Seems to be in Response to a Raising of Standards. Governance for Stakeholders. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2014/04/07/jardine-uk-listing-change-seems-to-be-in-response-to-a-raising-of-standards/>
58. Ibid.
59. Mak, Y. T. (2014, June 26). SGX Needs to Rethink Listing Rules. Governance for Stakeholders. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2014/06/26/sgx-needs-to-rethink-listing-rules/>
60. HKEx and H.K. SFC. (2013, September 27). Joint Policy Statement Regarding the Listing of Overseas Companies. HKEx. Retrieved from http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/Documents/new_jps_0927.pdf
61. Yahoo! Finance (n.d). Jardine Matheson Holdings Ltd (J36.SI). Retrieved from <https://sg.finance.yahoo.com/echarts?s=J36.SI>
62. Yahoo! Finance (n.d). Jardine Lloyd Thompson Group plc (JLT.L). Retrieved from <https://sg.finance.yahoo.com/echarts?s=JLT.L#symbol=JLT.L;range=1d>

联明集团：

锱铢必较的董事分红

个案大纲

2015年7月，由于对执行董事绩效红利发放上的意见不同，造成联明集团有限公司（Lian Beng Group Ltd，以下简称联明集团）两名独立董事——司徒宇滨（Sitoh Yih Pin）与阮顺美（Wan Soon Bee）——突如其来的请辞。这个事件引起新加坡交易所（Singapore Exchange，以下简称新交所）以及专家们进行详细的检视。本个案主旨讨论董事薪酬的决定；服务合约（service agreement）的使用与其对公司管理高层薪酬的影响；董事会的组成；以及家族企业的公司治理。

关键时刻

王邦益（Ong Pang Aik）从位子上起身叹气。他努力工作了大半辈子让联明集团年复一年稳定地茁壮，终于成为新加坡最大及知名的营建工程企业之一。然而令他意想不到的，集团竟然是因为薪酬争议而受到镁光灯的瞩目。即使利润是在增长，股价却因这个负面新闻在走下坡路。集团也因此遭到新交所的调查以及外界排山倒海的批评攻击。

谦逊的开始

王锡聪（Ong Sek Cheong）在1973年创立了公司。不同于父亲，年轻的王邦益怀抱着更大的梦想，他不希望联明仅只满足地当个小小的承包商，而是慢慢扩展成有能力承标大型建案的公司¹。王邦益在父亲创立联明的五年之后加入公司，负责的是工程的监

督以及项目的投标。在他的努力之下，黎明不论在营收或规模都一步步稳定地成长。1978至1988年间，黎明藉由投标项目大的案子，例如在建设案中担纲主要的包商，来取得更大金额的合约并扩大营运的范围。1988年，公司提升能力将业务扩大至大型的政府部门公共项目标案，包括一些学术机构、诊所、图书馆与工厂的升级与建造等；在非公领域，也成功赢得了一些私人住宅以及工业建设等项目标案²。

为了因应公司快速扩展的速度，王邦益在1991年邀请了姐姐王丽环（Ong Lay Huan）加入公司。接着，他的另一位姐姐王丽君（Ong Lay Koon）也在来年加入。在家族成员一同努力下，黎明的业务达到一个更高的层次，也立下了许多重要的里程碑。

1993年，黎明首次成功地在淡滨尼住宅区（Tampines area）标下了建屋发展局（Housing and Development Board）的建设案。这个合约也开启了接下来一连串在建屋发展局的竞标中胜出，使黎明有了阶段性的跃进。乘着这波气势，黎明在1996年首次标下金额超过一亿新元的标案，更在同一年度注册成为新加坡建设局（Building and Construction Authority）第八等级（G8）——当时的最高层级（相当于现在的A1等级）³的建设包商。王邦益将黎明打造成业界巨人的梦已逐渐浮现轮廓。

产业巨人的成形

从1996年开始，黎明的企业结构透过成立新的子公司开始转变。1996年，黎明涉足工程以及建筑机器设备的租赁，并成立了黎明工程机械私人有限公司⁴。来年则成立了信风机械设备私人有限公司。这些举动是希望透过向营建产业提供服务来实现收益多元化与支持本身的核心业务。经过多年来一步步的提升，王邦益在1998年12月16日接任集团的执行董事。王邦益的两位姐姐也紧接在1999年3月20日⁵双双被委任集团的执行董事。同时间，公司老臣谭惠宏（Tan Swee Hong）也委任为董事与总经理。在王邦益的扩张野心驱使下，黎明集团随后也在1999年于新交所公开上市⁶。

从本土到国际化

集团上市后，新任命了两位独立董事：后来成为国会议员的司徒宇斌，以及曾任政务部长及国会议员的阮顺美博士。在接下来的十年，黎明集团透过成立一连串的子公司来从事多元化经营与国际化发展，积极快速的成长。这些子公司包括在 2000 年成立罗卡投资私人有限公司（Rocca Investments Pte Ltd）负责开发新项目、2008 年成立千禧年国际建筑私人有限公司（Millennium International Builders Pte Ltd）负责超高级的利基市场项目、2004 年成立 PT 黎明能源（PT Lian Beng Energy）以抢下在印度尼西亚的覆盖物清除项目、以及在 2006 年成立黎明阿明合资私人有限公司（Lian Beng—Amin Joint Venture Pte. Ltd）以取得马尔代夫的住宅项目。黎明集团更买下帝恩工程有限公司（Deenn Engineering Pte Ltd），这是一家有着第八级（G8）认证的知名设计与建筑公司。然而这些都比不上在 2007 年，黎明集团获得了极受瞩目的滨海湾金沙度假村建设案⁷。

2014 年，黎明集团的足迹遍及中国、孟加拉国、马尔代夫、马来西亚与澳大利亚，多达 60 个以上的办事处与子公司。集团的财务表现强劲，获利从 2005 年至 2014 年已经成长超过 20 倍。

不仅财务表现出色，集团也获得许多奖项的表扬，如 2014 年荣获建设局杰出营造奖与皇家灾害防止协会（RoSPA）在职业健康与安全领域的金奖⁸。这些都巩固了黎明集团在新加坡本土营建集团的领先地位。在 36 年的时间中，王邦益将父亲的一家小小建筑包商转变成一家在营建业最强大的集团之一。

董事会

黎明集团的董事会成员共有五位，分别为司徒宇斌和阮顺美博士两位独立董事以及三名执行董事。王邦益是董事主席及执行董事，他的两位姐姐王丽君与王丽环则是另两名执行董事。其中王丽君掌管财务与人力资源部门，王丽环则是负责合约管理部门。公司并未任命首席独立董事。

危机的征兆

故事并非一帆风顺。在 2012 年，王邦益被指控涉嫌收买他人替他背违规停车的黑锅⁹。

近几年，集团的业务开始出现波动。众多观察家指出虽然黎明一直以来有亮眼的表现，但未来看来似乎不那么的乐观。尽管集团最近取得了一些建案目标以维持短期的成长，但由于政府最新的房产降温政策，在需求上面临潜在的瓶颈¹⁰。房产降温措施不仅包含了调升印花税使住宅建物价格上涨，也限制房贷的额度降低个人贷款的空间。

除此之外，由于政府持续抑制外籍劳动人口的进入，集团也面临劳动成本的上扬。为了让外籍劳动力维持以现在的速度成长，政府持续的抑制外籍劳工的流入。对比 2011 年外籍劳动人口成长了八万人，2014 年仅成长两万六千人¹¹。

最令人担心的或许是黎明集团的股价在 2015 年 7 月份开始逐渐下跌。光是 2015 年 7 月 6 日股价就从每股 0.73 新元的高点下滑至每股 0.535 新元。而且这样的下滑是建立在前景仍被看好的前提下：集团良好的财务状况、能够维持接下来数年收入的建案订单¹²以及集团在 2009 年全球金融风暴后的 2010 年到 2014 年连续四年稳定上扬的股价。尽管许多分析师指出黎明集团的股价可能被低估并推荐投资人买进，联明的股价依旧在整个 2015 年呈现下滑趋势。在 2014 年，王邦益家族成员合计持有三成的流通在外股份。

炸弹的引燃

2015 年 7 月 10 日，集团宣布两位独立董事司徒宇斌和阮顺美博士的辞职。他们已经在董事会任职超过十五年之久¹³。这个突如其来的消息震惊了整个产业以及股票市场。司徒宇斌是薪酬委员会的主席以及审计与提名委员会的成员，而阮顺美则是审计与提名两个委员会的主席以及薪酬委员会的成员。起初两人宣称其请

辞的理由为“在特定公司事务上与管理阶层的意见不合”¹⁴。取而代之的，集团火速找来高鸿集团（KOP Limited）的执行董事柯传安（Ko Chuan Aun）以及 OEL 控股（OEL Holdings）的执行董事刘明婷（Low Beng Ting）接任独立董事的职缺。

追根究底

在司徒宇斌和阮顺美辞去董事的几天后，黎明集团遭到有关当局的调查。新交所对联明的独立董事闪电请辞一事进行了一连三天共两阶段的调查。也让请辞背后的真正原因水落石出，主要是在执行董事分红计算上的意见不合所致。

调查的第一天 2015 年 7 月 13 日，新交所将调查重点放在是什么样的意见不合重大到引发两位独立董事的请辞¹⁵。集团则回应是在计算截至 2014 年 5 月 31 日的 2014 财务年度执行董事的绩效红利时，两位前任独立董事认为应根据扣除少数股东权益后的集团合计税前盈余来计算。少数股东权益又称为非控制权益，是针对非由母公司百分之百持有或控制之子公司，计算其非母公司所持有的股份份额。

两位前任独立董事要求集团以“扣除少数股东权益”的合计税前盈余为基础对执行董事们自 1999 年公司上市开始的绩效红利重新计算。就在集团打算根据这样的意见对执行董事的分红重新核算调整时，王邦益与他的姐姐们强烈反对这样的计算，他们反驳认为一直以来公司都是以“加计少数股东权益”的基础来计算。王邦益更进一步指出计算的基础是恰当的，因为早在 1999 年公司上市时，公司与王邦益、谭惠宏两人签定的服务合约内容就已依此基础来计算分红。而这也同样被沿用于他的两个姐姐在 2009 年上任时所签订的服务合约。

绩效分红：是否应合计少数股东权益？

新交所对于黎明集团的响应不甚满意，因此在接着两天进行更

深入的调查。在第二阶段的调查中进一步询问 2013 财务年度与 2014 财务年度的绩效红利，根据扣除少数股东权益与否对红利计算的金额差异有多少？以及究竟加计少数股东权益是否真的比较公平？

公司的响应则是重申这样的计算基础是自从 1999 年与董事签订服务合约后就开始的。并且表示管理阶层不论在百分之百持有或部分持有的子公司上都贡献同样的精力来管理，因此在部分持有的子公司上以加计少数股东权益的基础来计算董事报酬是合情且合理的¹⁶。

在 2014 财务年度，王邦益的薪酬介于五百二十五万到五百五十万新元，其中绩效分红占了 86% 以上；王丽环则拿到介于两百七十五万到三百万新元的薪酬，绩效分红占了其中的 83%；王丽君的薪酬介于两百万到两百二十五万新元，绩效分红占了当中的 80%。其他三位担任集团重要管理阶层的王家成员，有一位拿到了介于五十万到七十五万新元，另外两位得到介于二十五万到五十万新元之间的薪酬。除此之外，王邦益在集团中任职的两个儿女也被指出各拿到了五万新元的分红。对此公司则以市场竞争与信息敏感度和信息保密的立场拒绝提供更详细的薪酬纪录。

相比 2013 财务年度有着一千八百六十万新元的少数股东权益，集团在 2014 财务年度的少数股东权益增加到三千九百九十万新元。在 2014 财务年度，绩效分红若以加计少数股东权益为基础是一亿两千七百万新元，而不是扣除少数股东权益的八千七百万新元¹⁷。这意味着两种不同基础让王家三名董事在 2014 财务年度的分红差距高达 万新元以上，对比之下 2013 财务年度则仅相差六万四千新元。

在海峡时报（Straits Times）的专访中，两名请辞的独立董事表达了与新交所合作并揭开事件真相的意愿。他们表示：“希望与新交所人员见面并呈现此事件的全貌”¹⁸。尽管黎明集团相当配合新交所的调查，然而投资人的信心很显然地已受调查后的许多负面新闻所动摇。联明的股价在 2015 年 7 月 16 日跌价 0.93%

到每股 0.535 新元，在隔日甚至下跌了 2.78% 至每股 0.525 新元。

事件后果

在新交所的调查后，各界专家也热烈的讨论这事件。其中薪酬顾问公司——淡水顾问（Freshwater Advisers）——指出黎明集团用加计少数股东权益的集团合计盈余作为红利计算基础是业界普遍的做法，并强调新加坡的上市公司在计算董事分红时采取的这一套利润基础公式并未扣除少数股东权益，是因为“少数股东权益的金额通常不具重大性”¹⁹。然而，在黎明集团的事件中，少数股东权益是一个重大的金额，它在 2013 与 2014 财务年度间成长了一倍。

在卸任黎明集团独立董事后，阮顺美博士评论了这样的计算基础是不公平的，并且应该根据“公司实际赚了多少钱”来计算分红²⁰。淡水顾问董事主席约翰罗宾森（Jon Robinson）同样表示，在公司治理的层面上，采用利润基础的公式来计算红利并不是最好的做法，此外规范红利的条款也应视公司的商业模式而有所调整。他同时指出薪酬委员会应该每年或每三年评估董事们的薪酬是否合理，并定期的检讨服务合约中的红利约定，不该被签订合约时的产业标准或公司规定制约²¹。

新加坡国立大学商学院前副院长同时也是会计系副教授的麦润田（Mak Yuen Teen）博士也表示²²，原则上不将少数股东权益从红利的计算盈余基础中扣除是有问题的，因为执行董事是根据其对集团股东所做的贡献获得报酬，而非对集团股东外的少数股东。他也强调清楚订立服务合约、聘用合约与红利计划是相当重要的，并认同定期检讨合约内容以及在必要时更新的重要性。

尽管这些讨论渐渐平息，许多问题依旧成谜。为什么计算绩效红利看法的不同在两位独立董事就任十六年后才被提出？是他们之前的疏忽吗？或仅是因为少数股东权益在之前相对来说不具重大性而没有被注意到？

荆棘满布的未来

在丑闻平息以后，许多投资人不满意联明股价落后的表现。在2015年9月的股东年会上有忧心的投资人提出了这个问题，并要求公司以增加股利发放或是回购股票的方式来解决。作为响应，王家表示公司并没有股利发放政策，所有的股利都是根据公司该年度的表现来决定发放多寡。除此之外，自2014年10月起也就是股价开始下跌之际，公司早已经启动了回购股票的机制，至今已经买回超过两千五百万股²³。然而回购股票的作法是否能直接挽回公司持续下跌的股价仍是未知数。

随着股东年会的结束与丑闻，对王邦益来说，无疑有着数不清的事等着他在接下来一年好好处理。意兴阑珊的坐回位子上，王邦益不禁纳闷究竟他耗尽大半辈子打造的公司未来会如何发展。公司的命运在这一年会是如何？这个争议风波长期会对公司造成什么影响？也许更重要的是，究竟集团能否能持续成长？这些对王邦益与他的帝国来说确实是很大的考验。

问题与讨论

1. 请探讨联明集团董事会的规模与组成。联明集团在多大程度上遵循新加坡公司治理守则？
2. 联明集团董事会中的潜在利益冲突为何？就董事会的现况，独立董事会面临何种困境？
3. 请讨论独立董事在审核与批准薪酬政策与方案时所扮演的角色。请探讨两名独立董事是否从上任到辞职都尽其应尽的职责。
4. 对股东而言，纳入少数股东权益来计算管理阶层的分红是否公平合理？请讨论公司在制订薪酬时，有哪些典范措施（best practice）可供参考。

5. 每位董事的服务合约与薪酬方案中，关键的议题有哪些？
6. 请探讨联明集团对薪酬的揭露。以联明集团的薪酬政策来说，少数股东可能会面临的风险为何？
7. 根据这个案例，请探讨家族企业公司治理的挑战为何？

附注

1. Bone, M. (2014, May 20). Lian Beng Construction. Retrieved from <http://www.asiaoutlookmag.com/outlook-features/lian-beng-construction-440>
2. Lian Beng. (2011, May 10). Our Milestones Lian Beng Group Ltd. Retrieved from <http://www.lianbeng.com.sg/02 history.htm>
3. Ibid.
4. Ibid.
5. Lian Beng. (2011, May 10). Board of Directors Lian Beng Group Ltd. Retrieved from <http://www.lianbeng.com.sg/05 board of directors.htm>
6. Lian Beng. (2011, May 10). Our Milestones Lian Beng Group Ltd. Retrieved from <http://www.lianbeng.com.sg/02 history.htm>
7. Ibid.
8. Lian Beng. (2014, July 17). Awards & Certifications Lian Beng Group Ltd. Retrieved from <http://www.lianbeng.com.sg/11 construction awards.htm>
9. Chia, R. (2012, September 17). Boss of recycling company denies charges. AsiaOne. Retrieved from http://news.asiaone.com/News/LatestNews/Singapore/Story/A1Story_20120917-372071.html
10. Kih, S. (2013, December 4). LIAN BENG: Directors pump millions in insider buying in 2013. Retrieved from <http://www.nextinsight.net/index.php/story-archive-mainmenu-60/919-2013/7760-lian-beng-directors-pump-millions-in-insider-buying-in-2013>
11. Chang, R. (2015, March 9). Singapore Budget 2015: Labour market to tighten sharply as workforce growth slows: Tan Chuan-Jin. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/singapore/singapore-budget-2015-labour-market-to-tighten-sharply-as-workforce-growth-slows-tan-chuan>
12. Lim & Tan Securities. (2015, July 29). LIAN BENG: Only 0.6 price/book, yield sustainable at 5.5%. Retrieved from <http://www.nextinsight.net/index.php/story-archive-mainmenu-60/927-2015/10171-lian-beng-only-0-6-price-book-yield-sustainable-at-5-5>
13. Boon, R. (2015, March 9). Two independent directors leave Lian Beng board. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/two-independent-directors-leave-lian-beng-board>

14. Lee, J. (2015, July 10). Two Lian Beng independent directors resign over differences with board. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/two-lian-beng-independent-dir_ctors-resign-over-differences-with-board
15. Ong Pang Aik. (2015, July 14). Reply to SGX query. Retrieved from <http://files.shareholder.com/downloads/AMDA-10EM7F/0x0x845719/9DA96D6B-591B-4A28-8B77-D6A1CFA3672D/845719.pdf>
16. Ong Pang Aik. (2015, July 16). Reply to SGX queries. Retrieved from <http://files.shareholder.com/downloads/AMDA-10EM7F/0x0x845720/54058831-0AE1-4DF0-B7CB-0BB62A4D1EDA/845720.pdf>
17. Chong, K. (2015, July 15). Lian Beng resignations: Bonus dispute key factor. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/lian-beng-resignations-bonus-dispute-key-factor>
18. Ibid.
19. Chong, K. (2015, July 28). 'Industry standard used for Lian Beng's bonuses. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/industry-standard-used-for-lian-bengs-bonuses>
20. Ibid.
21. Ibid.
22. Mak, Y. (2015, August 24). Performance bonus spat may be just the tip of an iceberg. Governance for Stakeholders. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2015/08/24/performance-bonus-spat-may-be-just-the-tip-of-an-iceberg/>
23. Leong, C. (2015, October 6). @ LIAN BENG'S AGM: Questions on new dormitory, construction margins, etc. Retrieved from <http://www.nextinsight.net/index.php/story-archive-mainmenu-60/927-2015/10308-lian-beng-s-agm>

瑞穗集团：与黑帮共舞

个案大纲

日本第二大金融服务集团瑞穗金融集团（Mizuho Financial Group，以下简称瑞穗）的关联企业东方株式会社（Orient Corporation，以下简称东方）卷入一起黑帮非法借贷案。日本监管机构金融服务局（Financial Services Agency）最初是将此案视为单一个案，并给予警告，但后来整起事件曝光后，才发现瑞穗总裁兼社长对整起案件是知情的。由于董事会的未能及时反应以及瑞穗未能履行加强内部控制的承诺，导致监督持续松散，也让东方非法贷款融资不被发现。由于瑞穗是由三家银行合并而出现，管理监督方面的鸿沟和缺乏效率的控制，导致无法有效遵循法律并执行。丑闻使瑞穗声誉大跌，瑞穗被迫要求改革董事会结构，提高董事会流程的独立性和透明度。本个案主旨是讨论董事会独立性及其有效性、董事在确保遵循法律及法规时的监督角色；合并所引起的公司治理和管理挑战；集团关联企业的公司治理；和日本体系的公司治理。

回顾过去与展望未来

作为瑞穗总裁兼社长，佐藤康裕（Yizuhiko Sato），以日式鞠躬道歉并承认自己的错误，此时集团才刚刚处于开始复苏的阶段。但决定及处罚接踵而至——停止瑞穗部分的业务、收到业务改善令、管理阶层改组、和减薪。这是瑞穗三个月来的第二次¹因向组织化的犯罪集团提供贷款而受罚。

为什么这些问题持续了这么久？瑞穗为何最终陷入困境？要如何改善目前的情况？事件可能暂时落幕，但瑞穗的问题仍远未解决。

麻烦初现

2011年10月1日,《暴力团排除条例》(Boryokudan Haijojorei)²立法通过,意味着日本再次努力地想将日本黑帮(Yakuza)赶出日本社会。根据《暴力团排除条例》,任何形式对黑帮的资助或付款都被视为犯罪。令人遗憾的是,并不是所有瑞穗的员工都留心这个信息。

事件爆发起因于金融局在2012年12月至2013年3月期间的例行检查,日本金融局负责监督银行、证券及交易、以及保险³。该次调查发现了有230笔贷款与黑帮链接的单位或个人相关,金额超过两亿日圆(约两百万美元),时间超过两年⁴。虽然大部分贷款都是经由瑞穗消费金融关联企业——东方——所取得的汽车贷款,但瑞穗是最终的放款单位⁵。

黑帮：一个无法摆脱的社会份子

黑帮的历史可以追溯到17世纪,当时他们控制了建筑和码头工人,以及妓院、赌场和酒店等特种行业⁶,1980年代,黑社会扩大势力渗透到日本的企业界和金融体系,包括房地产开发和股票市场⁷。

2012年,《暴力团排除条例》进行新的修订,允许“警察将有组织性的犯罪集团列为‘极度危险’,假使任何的集团成员对普通公民做出不合理或非法的要求,可以在不发出禁止令的情况下逮捕该成员。”⁸

尽管有这些措施,黑社会在日本社会的许多地区和阶层依然活跃,目前在日本已知的黑社会成员有六万三千名⁹,他们著名的是用傀儡公司和其它手法伪装来掩饰他们的不法行为,也由于缺乏证据,而使得起诉变得相当困难。而银行业也受到黑帮的渗透和影响,例如,日本花旗银行(Citibank Japan)在2004年失去了私人银行执照,是因为有高层黑帮成员在该行开设多个账户¹⁰。

金融巨头

瑞穗是一家总部位于东京千代田区（Chiyoda）的银行控股公司，在东京证券交易所（Tokyo Stock Exchange）上市¹¹，它是世界上最大的金融机构之一，提供全面性的金融服务，包括银行、信托、证券以及资产管理服务¹²。瑞穗控股公司（Mizuho Holdings, Inc.）是2000年9月透过合并三家银行而成立——第一生命银行（Dai-ichi Kangyo Bank），富士银行（Fuji Bank）和日本兴业银行（Industrial Bank of Japan），瑞穗于2003年1月成立，成为瑞穗控股的母公司以及唯一股东¹³。

在日语，“瑞穗”的意思是“米的丰收”，这也意味着瑞穗致力于“为日本国内外所有客户提供丰收的金融产品和服务”¹⁴，瑞穗的品牌口号是“一个瑞穗：与您共创未来”，标志着他们致力成为“全球最具信赖的金融服务集团，具全球视野及广大客户群，为世界、亚洲和日本的繁荣做出贡献”¹⁵。

树大招风

2013年9月27日，瑞穗收到金融局发出的业务改善令，理由是与“反社会份子”如黑社会等犯罪组织团体从事非法交易¹⁶，警告瑞穗应该依法加强合规（compliance）的过程与程序，禁止与犯罪组织交易。瑞穗以“落实与此有关的改善计划，并尽最大努力进一步改善和强化内部控制”来作为响应¹⁷。

最初，瑞穗声称这些贷款是与一位不良的合规主管相关，也就是并没有其它人员涉入¹⁸。然而，这一声明三天后即被改变，瑞穗承认了公司高层主管，包括瑞穗总裁兼社长佐藤康裕，在丑闻发生很久前就已经知道并涉入其中¹⁹。

因此，金融局要求瑞穗提交一份额外详尽的报告，包括所有知道贷款一案的高层的姓名。不久之后，在10月25日，瑞穗宣布将处罚54名涉及非法贷款的银行主管²⁰。此外，佐藤丧失六个月的薪水²¹，瑞穗和瑞穗银行会长冢本隆（Takashi Tsukamoto）

辞去瑞穗银行会长一职，然而，当时他仍被允许继续担任瑞穗会长²²。

2013年11月5日，金融局开始进行另一项调查，结果在12月26日向瑞穗发出更具惩罚性的行政命令，包括暂停其与消费信贷关联企业的贷款业务一个月，并要求在2014年1月17日前提交强制性业务改进计划²³。

此外，冢本当天宣布，他将于2014年3月辞去集团会长职务，为黑社会贷款丑闻一事负责，除此之外，佐藤的无薪期间从六个月延长到一年²⁴。

而在瑞穗贷款丑闻之后，金融局开始对日本另外两家最大的银行三菱金融集团（Mitsubishi UFJ Financial Group）和三井住友金融集团（Sumitomo Mitsui Financial Group）进行金融检查，确保其遵守与犯罪组织交易相关的法律规定²⁵。

不协调的内部

“以前银行的高层只为自己业务做辩护……甚至从外人来看，我们都知道他们从上到下，很多事都不知道。”

—早稻田大学企业与社会责任感教授谷本一郎（Kanji Tanimoto）²⁶

由三家银行合并而形成的瑞穗，并没有任何一方取得主导地位，这也造成了集团内部沟通与配合度不足的问题，在治理结构上也产生鸿沟。例如，在2002年4月1日瑞穗开业的第一天，由于自动提款机（ATM）系统有许多交易错误，导致发生“历史上最大的银行系统故障”事件²⁷，这件事主因是这三家银行无法对采用单一计算机系统达成一致所导致。最终，三家银行还是没有决定到底选用哪一套计算机系统，而是将三家银行的计算机系统作链接，最后反倒是弄巧成拙，计算机系统负荷过重，造成2011年3月瑞穗ATM大当机，有超过一百万笔的转账交易被延迟处理²⁸。

缺乏专属贷款的监督

更重要的是，经由东方贷给黑帮相关单位的款项，并没有经过严格的尽职和背景调查²⁹，在这种“专属”贷款的情况下，东方批准并担保贷款，而瑞穗则提供资金。然而，客户筛选流程的责任则外包由东方负责，不像瑞穗的普通贷款般，有严格的审核。东方松散的审查制度，可以让黑道用最低程度的身份检查就取得贷款的核准³⁰。尽管金融早在2003年就要求加强内部控制，以便能遏制与黑社会有关的贷款，但直到七年之后，瑞穗仍没有为关联企业客户执行自己的客户背景调查³¹。瑞穗管理高层并没有对其关联企业的公司治理和内部控制进行监督³²，这丑闻显示出，关联企业行为对瑞穗所造成的影响，就如同自己放贷一样。

零行动

也许伤害更大的的是的，前银行总裁西村悟理（Satoru Nishibori）虽然在2010年7月就得知向黑社会提供贷款的讯息，但他却没有采取行动。他在一年后离开时，没有告知他的继任者冢本该非法贷款的交易，也没有告知瑞穗总裁兼社长佐藤。佐藤声称他是在2013年3月，金融局定期检查后发出警讯，才知道这个问题³³，由于瑞穗内部缺乏协调和沟通，这个问题在2013年才得到处理，尽管前总裁西村在2010年已经获悉³⁴。

瑞穗在事件发生后的两年多都未能发现非法交易，突显了董事会在确保符合法规和道德标准方面的不力。在瑞穗，合规部门负责监督与黑道相关以及其他可疑的金融交易³⁵。在当时，小池正雅（Masakane Koike）担任执行董事，是风险管理与合规部门的负责人。虽然各部门未能采取适当的措施来解决问题，但整个董事会也没有监督和确保小池有适当地和努力地履行职责。

董事会的独立性

丑闻发生之前，瑞穗董事会由12名成员组成，由冢本会长、8名执行董事和3名不管理日常业务的“外部”董事组成³⁶。根据

东京证券交易所上市规定，公司至少应有一名独立董事³⁷。瑞穗董事会大多数是执行董事，董事会缺乏独立性的问题至今依然存在。这种董事会大部分成员是公司内部高层的现象在日本很普遍且盛行³⁸。

声誉重伤

这笔两百万美元有争议的贷款对瑞穗的收益和财务表现绝不会产生重大的影响。此外，金融局并没有用重罚款而仅仅是命令瑞穗加强内部控制和合规，而长达一个月的业务暂停与其关联企业往来也不会对财务结果产生影响。然而，业务改善令却让瑞穗有如公众前被掴了一掌，给瑞穗当众难堪，对集团的声誉造成不利的影响。

毫不易外的，瑞穗的投资者和股东对这个消息有负面的反应，在2013年9月27日，金融局公布调查结果后的第一个交易日，瑞穗股价下跌4.1%，为三个月来最大跌幅，交易所指数为下跌1%³⁹。在接下来的几周，瑞穗股价从9月27日的222日圆下滑至10月10日的低点203日圆，市值则从五兆三千七百亿日圆下降到四兆九千一百亿日圆，降幅超过四千亿日圆，远远超过了丑闻所造成的直接财务影响。不过，瑞穗股价在两个月内回升到先前水平，并延续到2014年初。

同样地，东方的股价从9月27日的283日圆跌至10月7日的238日圆。不过，东方的股价在2014年初并没有恢复到之前的水平。

瑞穗的回应

为了应对合规失效的问题，副总裁俊次冈部（Toshitsugu Okabe）在2013年9月30日接替小池担任法遵负责人⁴⁰。为了加强控股公司监督子公司和关联公司的能力和提高透明度，瑞穗宣布将在董事会成立审计、提名和薪酬委员，作为董事会的咨

询单位，董事会也将在集团会长冢本离开后，从外部人挑选新的继任者。因此，瑞穗将成为日本三大银行集团中，首家由多数为外部董事所组成三个委员会来监督管理阶层的银行⁴¹，这使监督与经营运作明确分开，从而提升集团的治理水平⁴²，该计划已于2014年6月召开的股东会上通过⁴³。

一个紧迫的问题：修复玷污的声誉

虽然竞争对手三菱金融集团和三井住友金融集团继续积极拓展海外市场，瑞穗目前最关心的是公司治理和公司文化的问题⁴⁴。

瑞穗在丑闻之后经历了管理阶层的变动，从瑞穗股价迅速回升的情况来看，这似乎得到了股东的认可。2014年3月14日最新一次变动，包括了集团内高层主管职位的调整。2014年4月1日，56岁的瑞穗副总裁 Nobuhide Hayashi 取代了佐藤担任瑞穗银行社长，佐藤继续担任瑞穗社长，专注于改善集团的企业文化⁴⁵。

结束语

自从这个事情后，瑞穗在日本领先公司治理的改革，并转型为较为美式风格的董事会。在2015年6月25日佐藤社长签字的最新报告中提到，转型后的第一年“董事会有很好的起步”，在十三位董事中有六位是外部董事，这六位董事中有五名是独立董事⁴⁶。会长也是外部董事⁴⁷，这代表了董事会整体独立性有显著的进步，瑞穗的股价在改革后也一直上涨，代表着陷入困境的银行扭转了局面。

问题与讨论

1. 您认为，为什么瑞穗董事会在知道非法的商业交易之后，仍选择不采取任何行动来对付非法贷款？

2. 请评估在贷款丑闻前瑞穗董事会的组成。
3. 根据丑闻的严重程度，请讨论金融局所祭出的惩罚是否足够。
4. 瑞穗是否采取适当的措施来改善内部控制和治理结构？
5. 根据瑞穗及其他案例，在合并后可能会出现的公司治理和管理挑战为何？
6. 像瑞穗及东方般的集团治理，可能会面临什么样独特的挑战？
7. 请根据现行的法规和公司治理守则（若有的话）评估日本的公司治理制度。是否有某些文化或商业规范可能导致公司治理的问题？

附注

1. Yui, M., Kawamoto, S. (2013, December 26). Mizuho Chairman Tsukamoto Resigns Over Loans to Crime Groups. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2013-12-26/mizuho-draws-more-penalties-for-transactions-with-crime-groups.html>
2. Translated to English as Japanese Organised Crime Group Countermeasures Law
3. Fukase, A., & Inagaki, K. (2013, October 17). Mizuho Is a Bank Bowed by Its Structure. Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304330904579132822082403460>
4. Hirata, N. (2013, October 29). Japan to Inspect Big Banks in Broadened Yakuza Loans Probe. Reuters. Retrieved from <http://uk.reuters.com/article/2013/10/29/uk-japan-banks-scandal-idUKBRE99S09G20131029>
5. Ibid.
6. Okinawa. (n.d.) The Yakuza. Retrieved from <http://www.okinawanshorinryu.com/okinawa/yakuza.html>
7. Fukase, A. (2013, December 26). Mizuho Ordered to Suspend Some Operations. Wall Street Journal. Retrieved from <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303799404579281673604167640>
8. Adelstein, J. (2012, July 30). Japan's Newest Anti-Yakuza Laws Allow Instant Arrests. Retrieved from <http://www.thewire.com/global/2012/07/japans-newest-anti-yakuza-laws-allow-instant-arrests/55198/>
9. Adelstein, J., Stucky, N. (2013, November 27). Japan's Mega Banks Have Mega Yakuza Trouble. Retrieved from <http://www.thedailybeast.com/articles/2013/11/27/japan-s-mega-banks-have-mega-yakuza-trouble.html>
10. Ibid.
11. Mizuho Financial Group. (2014, September 30). Company Information. Retrieved from <http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/info/index.html>
12. Mizuho Bank Americas. (n.d.). About Us. Retrieved from http://www.mizuhobank.com/americas/about/about_us/index.html
13. Mizuho Financial Group. (n.d.). Corporate History. Retrieved from <http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/info/profile.html>

14. Mizuho Financial Group. (n.d.) About Mizuho Financial Group (Question). Retrieved from http://www.mizuho-fg.co.jp/english/faq/about_mhfg.html#q01
15. Mizuho Financial Group. (n.d.) Corporate Identity. Retrieved from <http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/policy/ci/index.html>
16. Fukase, A., & Inagaki, K. (2013, October 17). Mizuho Is a Bank Bowed by Its Structure. Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304330904579132822082403460>
17. Mizuho Bank. (2013, September 27). Administrative Order from the Financial Services Agency. Retrieved from <http://www.mizuho-bank.com/company/release/pdf/20130927.pdf>
18. Torres, I. (2013, October 14). Tokyo Police to Investigate Mizuho Bank's Dealings with Organized Crime. The Japan Daily Press. Retrieved from <http://japandailynews.com/tokyo-police-to-investigate-mizuho-banks-dealings-with-organized-crime-1437678/>
19. Ibid.
20. Fukase, A. (2013, December 26). Mizuho Ordered to Suspend Some Operations. Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303799404579281673604167640>
21. Ibid.
22. Ibid.
23. Financial Services Agency. (2013, December 26). Administrative Actions against Mizuho Bank Co., Ltd. and Mizuho Financial Group, Inc. Retrieved from <http://www.fsa.go.jp/en/news/2013/20131226-1.html>
24. Japan Times. (2013, October 8). Ex-Mizuho President 'Knew of Yakuza Loans'. The Japan Times. Retrieved from <http://www.japantimes.co.jp/news/2013/10/08/business/ex-mizuho-president-knew-of-yakuza-loans/>
25. Langeland, T., Hyuga, T. (2013, November 7). Kicking the Yakuza in the Assets. Businessweek. Retrieved from <http://www.businessweek.com/articles/2013-11-07/japan-attacks-yakuza-crime-syndicates-via-banking-system>
26. McLannahan, B. (2013, October 28). Mizuho's Flawed Controls Opened the Door for Yakuza Exploitation. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e492a81e-3fc5-11e3-a890-00144feabdc0.html#axzz2ykjNm6y3>
27. Nakao, M. (n.d.). Mizuho Financial Group Banking System Failure. Retrieved from

<http://www.sozogaku.com/fkd/en/cfen/CA1000623.html>

28. Mizuho's Grave Governance Problem. (2013, October 30). The Japan Times. Retrieved from <http://www.japantimes.co.jp/opinion/2013/10/30/editorials/mizuhos-grave-governance-problem/#.VZdNK1Wqqkq>
29. Tabuchi, H. (2013, October 28). Japanese Bank's Inquiry Finds Details of Shady Loans. The New York Times. Retrieved from <http://dealbook.nytimes.com/2013/10/28/mizuho-report-finds-no-cover-up-of-gangster-loans/>
30. Ibid.
31. McLannahan, B. (2013, October 28). Mizuho's Flawed Controls Opened the Door for Yakuza Exploitation. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e492a81e-3fc5-11e3-a890-00144feabdc0.html#axzz2ykJNm6y3>
32. Tabuchi, H. (2013, October 28). Japanese Bank's Inquiry Finds Details of Shady Loans. The New York Times. Retrieved from <http://dealbook.nytimes.com/2013/10/28/mizuho-report-finds-no-cover-up-of-gangster-loans/>
33. McLannahan, B. (2013, October 28). Mizuho's Flawed Controls Opened the Door for Yakuza Exploitation. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e492a81e-3fc5-11e3-a890-00144feabdc0.html#axzz2ykJNm6y3135136>
34. Ibid.
35. Sasai, T. (2013, October 20). Mizuho Bank to Set up Anti-yakuza Department. Retrieved from <http://ajw.asahi.com/article/business/AJ201310200019>
36. Mizuho Financial Group. (n.d.) Annual Report 2012/2013. Retrieved from: http://www.mizuho-fg.co.jp/english/investors/financial/annual/data1303/pdf/data1303_all.pdf
37. Japan Exchange Group. (n.d.). Independent Directors/Auditors. Retrieved from <http://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/ind-executive/>
38. Nagata, K. (2012, January 17). Corporate Japan: Woeful Lack of Outside Directors. The Japan Times. Retrieved from <http://www.japantimes.co.jp/news/2012/01/17/reference/corporate-japan-woeful-lack-of-outside-directors/#.U0qpMtzEUfM>
39. The Asahi Shimbun. (2013, October 5). Mizuho Bank says Deputy Presidents Knew of Gangster Loans, Yet Took No Action. Retrieved from <http://ajw.asahi.com/article/business/AJ201310050042>
40. Yui, M., Kawamoto, S. (2013, October 4). Mizuho Takes Steps to Improve Compliance After Crime-Group Loans. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/>

news/2013-10-04/mizuho-takes-steps-to-improve-compliance-after-crime-group-loans.html

41. Reuters. (2013, December 26). Mizuho to Restructure Amid Loan Scandal. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2013/12/27/business/international/mizuho-to-restructure-amid-loan-scandal.html?_r=0
42. Nikkei. (2013, December 26). Mob Loans Prompt Mizuho to Adopt American-style Governance. Retrieved from <http://asia.nikkei.com/Business/Companies/Mob-loans-prompt-Mizuho-to-adopt-American-style-governance>
43. Mizuho Financial Group. (n.d). Enhancement of Corporate Governance. Retrieved from <http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/strategy/enhancement/index.html>
44. Uranaka, T. (2014, January 23). Mizuho Replaces Core Unit CEO After Mob Loan Scandal. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/01/23/mizuho-management-idUSL3N0KX2F420140123>
45. Ibid.
46. Mizuho Financial Group. (2015, June 25). Corporate Governance. Retrieved from http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/structure/governance/pdf/g_report.pdf
47. Ibid.

被冰山袭击的来宝

个案大纲

在 2015 年，财务分析公司冰山研究（Iceberg Research，以下简称冰山）发表三篇研究报告，指出来宝集团（Noble Group，以下简称来宝）有疑似会计舞弊和公司治理的缺陷。该报告中的指控包括来宝未实现按市价计价的商品合约公允价值规模和增长率的异常，以及来宝的公司治理。冰山还质疑查核来宝的安永会计师事务所的可信度，以及来宝的董事会是否真的超然独立。来宝则质疑冰山的动机为自己辩护，因为冰山在没有事先通知的情况下，选择在来宝财务结果发布前公开这些报告。接着，来宝声称报告背后的策划者是一位怨恨被来宝解职的前员工。本案的主旨是讨论董事会的角色及其在监督管理阶层的有效性；董事会的结构；外部审计人员的角色；以及关于公允价值会计及关联企业投资的会计议题。

来宝的崛起

来宝集团管理多样品项的全球供应链，从金属商品到能源制造的原物料如煤、油和天然气。¹ 在 1987 年由理察·埃尔曼（Richard Elman，以下简称埃尔曼）以其个人存款十万美元创立^{2,3}，而后取得了显著的成功，并在埃尔曼的领导下，在 2015 年财富世界 500 强中（2015 Fortune Global 500）排名第 77 名。⁴ 虽然来宝的总部设立在香港，但它在百慕大群岛注册，并于 1997 年在新加坡交易所（Singapore Exchange，以下简称新交所）上市。⁵ 在 2014 年的年报中，来宝声称致力维持高水平的公司治理，以维护股东的利益。⁶

冰山的袭击

2015年2月15日，就在来宝发布其2014年财务结果之前，财务分析公司冰山透过匿名博客发布了一份质疑来宝会计处理的严厉报告，声称来宝对其关联企业的分类隐藏了巨大的损失并夸大其关联企业的价值，以虚增盈利。⁷ 报告中指出，对来宝对其关联企业的评价有所质疑，特别是来宝对兖煤澳大利亚有限公司（Yancoal，以下简称兖煤）的投资评价为六亿三百万美元，这金额高于兖煤的账面价值。虽然来宝只持有兖煤13.2%的股权，它仍将兖煤分类为关联企业，辩称来宝提供“必要的技术讯息给兖煤”，“第二大股东且在董事会有自己的代表”，并以与兖煤有“重大交易”往来为由宣称等同对兖煤有重大影响力。⁸ 冰山对宝来主张其对关联企业具重大影响力有所质疑，并暗示宝来利用对关联企业的会计处理来避免巨额的减损。同样地，冰山质疑关联企业PT Atlas的重新分类以及由于重新分类而导致的“预先存在利息两千五百五十万美元的重新衡量利益”。⁹ Noble Agri的恢复也被冰山认为是透过可疑的折旧削减和补贴所“制造”出来的。据称，这些关联企业因为需要资本重组，导致来宝的现金荒。¹⁰

在新交所的公告中，来宝响应了冰山所提出的质疑，称其遵守财务报导准则且会计师提供无保留意见的报告。¹¹ 而来宝对冰山在未事先通知的情况下匿名发布报告，怀疑冰山的意图和报告可信度。冰山反驳此一说法，并声称将维持其立场并继续追求真相。¹²

冰山接着发布第二份报告，该报告的重心在讨论来宝按市值计价资产的规模和增长速度，由于公司对于评价模型的参数和方法的使用有相当程度的裁量权，报告强调操纵这些按市值计价资产的潜在风险。¹³ 来宝的按市值计价资产在这几年间大幅增长，在2014年的第三季达到三十八亿美元，占其股东权益的68%。来宝的按市值计价资产也比它的竞争者高出许多，¹⁴ 尽管它的竞争者嘉能可（Glencore）的股权价值超过来宝十倍，来宝的按市值计价价值几乎是嘉能可的五倍。¹⁵ 冰山进一步批评查核来宝的安永会计师事务所，称其为共谋而给予来宝管理层判断其评价有效性和适当性的自主权。冰山指出来宝来自营运活动的现金流量与其报导的获利有很大的差异，并称来宝为了增加股东报酬率陷入

了一个恶性循环，也就是必须“制造越来越多”按市值计价的评价，以增加获利。¹⁶ 冰山在报告中的结论是，有鉴于来宝的公平价值“大部分都是虚构的”，所以无法实现大部分按市值计价的价值，所以也不会有“奇迹般恢复的可能”。¹⁷

尽管来宝计划在冰山第二次报告发布后的隔天发布 2014 年财务报表，但安永突然要求以“有鉴于第三方的指控，在签发查核报告之前，需要更多时间来审核内部控制流程。”¹⁸ 来宝决定对其投资兖煤股份的价值做减损，但坚持此决定不是受冰山指控所影响。在对冰山的反驳中，来宝发动了攻势，声称一位心怀不满的前员工是冰山指责背后的策划者，而来宝正准备对冰山采取法律行动。¹⁹

冰山的攻势不因此而减弱。冰山接着发布第三份关于来宝的报告，将股东的注意力转向来宝低估负债以及公司内关键的公司治理议题。²⁰

董事会

在 2014 年，来宝的董事会有 13 名成员，其中八名为独立非执行董事。执行董事由创办人兼董事会主席埃尔曼、执行长优素福·阿里雷扎 (Yusuf Alireza, 以下简称阿里雷扎) 和总裁威廉詹姆斯·兰德尔 (William James Randal, 以下简称兰德尔) 担任。在独立董事之中，伊恩弗格森·布鲁斯 (Iain Ferguson Bruce, 以下简称布鲁斯)、艾伦霍华德·史密斯 (Alan Howard Smith, 以下简称史密斯)、陈子亮 (Robert Chan Tze Leung) 和伯顿·莱文 (Burton Levin, 以下简称莱文) 长期担任独立董事。其中，布鲁斯和史密斯做了 13 年，而陈子亮和莱文为 19 年。²¹

来宝独立董事的薪酬政策进一步受批评者的挑战，大多数来宝董事会的独立董事获得大量的股票和选择权以作为他们薪酬的一部分。由于这些独立董事的薪酬与公司绩效表现相关连，因此冰山认为董事会没有很强的动机去反对或质疑管理层的决策。²²

新加坡国立大学麦润田教授在《商业时报》（The Business Times）的一篇文章中重申了对来宝非执行董事独立性的担忧，许多非执行董事已经超过2012年新加坡公司治理准则（Code of Corporate Governance 2012）建议的九年任期。麦润田教授也批评该公司的董事在经验和专业知识上缺乏多元化——没有任何一位董事有商品交易方面的经验，而大部分的董事出身银行业，也对董事会是否具备相关知识和能力来监督来宝管理阶层提出的策略有所担忧。他也指出执行董事长埃尔曼参与审计、薪酬和提名委员会对来宝的公司治理产生过份的影响。他进一步指出董事会似乎缺乏地域的多样性，尽管来宝的营运范围横跨全球且在新加坡上市，但大多数董事的根据地都在香港，没有新加坡代表。此外，麦润田教授认为来宝可以在董事会中多倚重较年轻的董事，因为年轻董事的经验和能力可能与来宝目前所面临的商业环境更为相关。麦教授最后总结“来宝的利益相关者不应该期望董事会是独立且能有效地监督管理阶层。”²³

审计人员的角色

安永（香港）查核来宝已有二十多年的历史。冰山提到安永有注意到来宝利用会计准则的漏洞，在不违法的情况下，营造不真实的财务状况。冰山声称安永对估计来宝未实现合约公允价值的参数和评价模型采取消极被动的立场，将判断参数的合理性和适当性的责任交给来宝的管理当局，特别的是，安永允许来宝管理当局根据它们自己对评价中需使用的参数的内部评估，来决定公允价值的分类。²⁴ 投资人是根据安永的认证确保来宝财务报表资料的可靠性。此外，来宝的信用评级也是基于财务报表中所报告的信息而做成。

为响应冰山的指控，来宝成立一个由审计委员会成员组成的独立董事委员会，并任命另一家会计师事务所普华永道（PricewaterhouseCoopers）来调查其在估计按市值计价资产的评价方法之适当性。普华永道的结论是来宝使用的评价方法与产业惯例和会计准则一致，并指出与同业相比，来宝以“更精密的”方法估计公允价值，并“在提供关键参数的不同小组间，有较强

的职责分离”。²⁵ 在报告中，普华永道也建议来宝，关于按市价计价资产的跨期间变化，可以提供更高的透明度，并强化整体的公司治理和监督。²⁶

冰山迅速驳斥普华永道的报告，并表示该报告并没有提到股东对按市价计价合约的主要担忧，却仅证实来宝的评价假设和方法符合财务报导准则。²⁷

其它公司治理议题

2015年8月12日发布的第三份也是最终报告中，冰山注意到来宝网站上没有负面保证确认以及主要股东离开。主要的股东，尤其是中国主权基金和中国投资公司，已经出售它们持有的股票。此外，来宝的共同创办人哈里·邦加（Harry Banga）也已出售他持有公司的所有股票。²⁸

几位关键的主管也离开公司，包括宝来硬商品部门的财务长安迪·可菲恩（Andy Cornfield）。过去三年，首席风险长也更换数次，冰山强调这是个警讯。²⁹

批评声浪

在冰山报导之后，其他批评开始涌现，呼吁来宝提高其会计政策的透明度，尤其是按市价计价的评价信息。2015年4月9日，浑水研究公司（Muddy Waters Research，以下简称浑水）发布一篇关于来宝的报告，与冰山相同，报告中提及关于按市价计价评价的相关问题，并特别关注 PT Alhasanie 的购买和后续出售。³⁰ 浑水宣称来宝、PT Dayana 及 PT Atlas 之间的交易只是为了让来宝创造实质上较低的会计利润并掩饰交易。

摩根士丹利（Morgan Stanley）东南亚地区前执行长及淡马锡控股（Temasek Holdings）前资深执行董事——麦可·迪（Michael Dee，以下简称迪）写了一篇给来宝员工的公开信。³¹ 他呼吁员

工要确保“来宝会主动澄清”，因为员工“有较多的个人权益”。在信中，他恳求来宝停止对冰山采取法律行动，而应尽力澄清所引发的争议。更明确地说，来宝应该专注辩护他们对兖煤的评价为购买价的30倍是正当的，以及回复其对银行存货销售是否真的附买回协议。迪也建议来宝更换会计师，并提到安永为雷曼兄弟（Lehman Brothers）的会计师及其在该案中扮演的角色所受的惩罚。他还呼吁来宝增加资深高层主管的薪酬政策的透明度。迪也对来宝员工提出警告，呼吁认真地看待冰山和其他评论家提出的警讯，而由前员工提供给冰山的指控更应特别注意。

来宝的改变

在受指控之后，埃尔曼辞去审计委员会和提名委员会的职务。³² 2015年10月3日，三位资深高层主管——艾伦·强（Ellen Chon）、布赖恩·法力（Brian Falik）和斯蒂芬·布朗（Stephen Brown）——离开了公司。³³

由于来宝可疑的会计处理以及商品价格暴跌，导致三大信用评级机构——标准普尔（Standard & Poor's）、穆迪投资者服务公司（Moody's Investors Service）和惠誉国际（Fitch Group）——将来宝债券降为垃圾等级。³⁴ 这导致来宝在募集资金上经历了巨大的困难。标准普尔以来宝明年需要有三十亿美元再融资的信用额度为由，将来宝的信用评等降级。³⁵ 2016年6月3日，为了因应此状况，来宝公布将向股东折价发行新股以募集五亿美元的资金³⁶，并宣布计划出售其余下的珍宝之一——来宝美洲能源解决方案（Noble Americas Energy Solutions）³⁷，以减少债务并将资本释放予商品交易。³⁸

2016年5月30日，来宝执行长阿里雷扎以“家庭因素”为由辞职。³⁹ 执行长由兰德尔和杰夫·弗雷泽（Jeff Frase，以下简称弗雷泽）共同担任，他们两位都曾在公司担任高级主管。⁴⁰ 兰德尔曾是来宝的总裁及执行董事，⁴¹ 而弗雷泽早前在高盛（Goldman Sachs）和摩根大通（JP Morgan）担任石油交易员，并在扩大公司石油交易方面发挥至关重要的作用。⁴² 对于来宝管理阶层的

改变，冰山评论说这是“姗姗来迟”。⁴³

在同一周，来宝在6月3日宣布它的创办人埃尔曼将在下一年度辞去执行董事主席一职。⁴⁴此外，四面楚歌的来宝也说明其公司治理的改变，包括设立非执行董事主席，以及延揽一名具国际商品和期货交易背景的独立非执行董事进入董事会。⁴⁵一个由卫·艾尔敦（David Eldon）领导由来宝董事会成员组成的委员会将找寻下一任非执行董事主席。⁴⁶在新加坡上市的股票跌了13%至0.26新元⁴⁷，是过去13年以来的最低点。⁴⁸在五年的时间里，来宝的市值已经从一百多亿新元降至二十亿新元。⁴⁹2016年6月6日，来宝的全球天然气和电力交易负责人加雷斯·格里菲斯（Gareth Griffiths）离职，据称是与公司简化组织结构的计划相符。⁵⁰

在2016年6月24日举行的特别股东会上，来宝计划以全部一对一认股方式筹集五亿美元资金，并得到了股东的热烈支持。⁵¹发行价为每股0.11新元，相较于三周前2016年6月2日（认股公告的前一天）在新交所的每股0.30新元收盘价，折价幅度约为63.3%。⁵²2016年6月28日，来宝在新交所交易除权后，再下跌24.7%至每股0.16新元。藉由一对一的认股，来宝募集到五亿两千八百二十五万美元。⁵³

虽然在一连串事件下，来宝似乎增加了透明度并采取积极的策略来改善其公司治理和财务结构，但该集团是否能够继续存活仍有待观察。

问题与讨论

1. 请讨论冰山所提出关于来宝的会计议题。来宝的会计处理是否值得担忧？您同意将兖煤分类为关联企业吗？这样的分类会如何影响会计处理？
2. 请讨论来宝的会计师安永是否扮演好其身为外部审计人员的角色？外部审计人员在多大程度上应参与或负责公司在决定按市价计价的评价和假设？

3. 您认为仅在财务报表中遵守现行会计准则能足以真实及允当地表达公司的财务状况吗？请检视来宝在会计处理上的道德考虑，记得同时考虑安永提供的无保留意见。
4. 冰山批评安永长期为来宝做审计服务。强制要求会计师事务所轮调会使审计报告更可靠吗？请说明。
5. 在您看来，来宝的备受质疑的会计处理与来宝的公司治理质量有关吗？请提出改善来宝公司治理的方法，请着重于董事会的独立性和董事会结构。
6. 您认为更多的公众监督和更积极的主管机关可以使得新加坡资本市场能更透明并更有效的运作吗？您建议新加坡金融管理局和新交所在高层次的监管框架中扮演甚么样的角色？

附注

1. Noble Group. (n.d.) Retrieved from <http://www.thisisnoble.com/>
2. Miles, T. (2008, April 28). Noble founder Richard Elman turns scrap into gold. Reuters. Retrieved from <http://www.chinapost.com.tw/business/asia/hong-kong/2008/04/28/153952/Noble-founder.htm>
3. CNN. (2007, September 24). Noble Group: the facts. CNN. Retrieved from http://edition.cnn.com/2007/BUSINESS/09/21/noble.facts/index.html?eref=rss_latest
4. Fortune. (2015) Global 500. Retrieved October from <http://fortune.com/global500/noble-group-76/>
5. Noble Group. (1997, February 27). SGX IPO Prospectus. Retrieved from <http://www.thisisnoble.com/images/stories/documents/prospectus2.pdf>
6. Noble Group. (2015, February 26). Noble Annual Report 2014. Retrieved from <http://www.thisisnoble.com/images/stories/documents/ar/ar2014/ar2014.pdf>
7. Iceberg Research. (2015, February 15). Noble Group, a repeat of Enron. Retrieved from <https://icebergresearch.files.wordpress.com/2015/02/report-1-associates-andagri-15022015.pdf>
8. Ibid.
9. Ibid.
10. Ibid.
11. Noble Group. (2015, February 17). SGX Announcement by Noble Group. Retrieved from <http://www.thisisnoble.com/noble-news/2535-sgx-announcement-by-noblegroup.html>
12. Ibid.
13. Iceberg Research. (2015, February 25). Noble Group, a repeat of Enron. Retrieved from <https://icebergresearch.files.wordpress.com/2015/03/report-2-fair-values-andocfc.pdf>
14. Tan, A. (2015, February 26). Update: Noble says auditor EY seeks more time, refutes Iceberg's fresh allegations. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/update-noble-says-auditor-ey-seeksmore-time-refutes-icebergs-fresh-allegations>

15. Iceberg Research. (2015, February 25). Noble Group, a repeat of Enron. Retrieved from <https://icebergresearch.files.wordpress.com/2015/03/report-2-fair-values-andocfc.pdf>
16. Ibid.
17. Ibid.
18. Noble Group. (2015, February 26). Announcement. SGX. Retrieved from http://infopub.sgx.com/FileOpen/Announcement_260215.ashx?App=Announcement&FileID=336193
19. Noble Group. (2015, March 23). Announcement. SGX. Retrieved from <http://infopub.sgx.com/FileOpen/Announcement-230315.ashx?App=Announcement&FileID=339735>
20. Iceberg Research. (2015, February 25). Noble Group, a repeat of Enron. Retrieved from <http://iceberg-research.com/2015/03/21/third-report-on-noble-group-a-repeat-of-enron-governance-debt-and-liquidity-headroom/>
21. Ibid.
22. Ibid.
23. Mak, Y. T. (2015, June 25). Noble should pay heed to its corporate governance. AsiaOne Business News. Retrieved from <http://business.asiaone.com/news/noble-should-pay-heed-its-corporate-governance>
24. Ibid.
25. Tan, A. (2015, February 26). Update: Noble says auditor EY seeks more time, refutes Iceberg's fresh allegations. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/update-noble-says-auditor-ey-seeksmore-time-refutes-icebergs-fresh-allegations>
26. PricewaterhouseCoopers. (2015, August 10). Review of mark-to-market valuation of commodity derivatives, management report. Retrieved from <http://www.thisisnoble.com/images/stories/documents/pwc/Noble%20Group%20Management%20Report%20and%20Assurance%20Report.pdf>
27. Iceberg Research. (2015, August 12). Comments on the PwC review and Noble's Q2 financial results. Retrieved from <http://iceberg-research.com/2015/08/12/comments-on-the-pwc-review-and-nobles-q2-financial-results/>
28. Ibid.

29. Ibid.
30. Muddy Waters Research. (2015, April 8). Noble's accounting: fueling the cashburning fires. Retrieved from <http://www.muddywatersresearch.com/research/nobl/mw-is-short-noble/>
31. Shares Investment. (2015, May 29). An open memo to Noble Group's 15,000 employees. Shares Investment. Retrieved from <http://www.sharesinv.com/articles/2015/05/29/open-leter-noble/>
32. The Business Times. (2015, September 23). Noble Group says chairman Elman steps down from 2 board committees. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/noble-group-says-chairman-elman-steps-down-from-2-board-committees>
33. The Straits Times. (2015, October 3). Three senior executives leave Noble Group. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/three-senior-executives-leavenoble-group>
34. Vasagar, J., Sheppard, D. & Hume, N. (2016, May 30). Noble Group changes its chief executive and strategy. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/57a633da-2631-11e6-8ba3-cdd781d02d89.html#axzz4FDJ6iAs0>
35. Sheppard, D. & Hume, N. (2016, June 15). Commodities: Noble's House of woe. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/f5793f22-3247-11e6-bda0-04585c31b153.html#axzz4FDJ6iAs0>
36. Noble Group Limited (2016, June 3). Noble Group announces US\$500 million rights issue, a comprehensive programme to focus the company on its growth businesses and changes to the board. Retrieved from <http://www.thisisnoble.com/images/documents/announcements/20160603/MediaRelease.pdf>
37. Vasagar, J., Sheppard, D. & Hume, N. (2016, May 30). Noble Group changes its chief executive and strategy. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/57a633da-2631-11e6-8ba3-cdd781d02d89.html#axzz4FDJ6iAs0>
38. Sheppard, D. & Hume, N. (2016, June 15). Commodities: Noble's House of woe. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/f5793f22-3247-11e6-bda0-04585c31b153.html#axzz4FDJ6iAs0>
39. Sheppard, D., Hume, N. & Wells, P. (2016, May 30). Noble Group chief quits, Americas Energy Solutions put up for sale. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/fb05474c-2608-11e6-8b18-91555f2f4fde.html>
40. Ibid.

41. Ibid.
42. Vasagar, J., Sheppard, D. & Hume, N. (2016, May 30). Noble Group changes its chief executive and strategy. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/57a633da-2631-11e6-8ba3-cdd781d02d89.html#axzz4FDJ6iAs0>
43. Sheppard, D., Hume, N. & Wells, P. (2016, May 30). Noble Group chief quits, Americas Energy Solutions put up for sale. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/fb05474c-2608-11e6-8b18-91555f2f4fde.html>
44. Wells, P. & Vasagar, J. (2016, June 3). Noble Group executive chairman to step down within a year. Financial Times. Retrieved from <https://next.ft.com/content/668e331e-292b-11e6-8ba3-cdd781d02d89>
45. Ibid.
46. Williams, A. (2016, June 3). Noble Group founder and chairman Richard Elman to step down, announces US\$500m rights issue. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/noble-group-founderand-chairman-to-step-down-announces-us500m-rights>
47. Ibid.
48. Daga, A. (2016, June 3). Noble Group targets \$500 million cash call, founder Elman to step down. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/us-noblegroup-restructuring-idUSKCN0YPOAG>
49. Sheppard, D., Hume, N. & Wells, P. (2016, May 30). Noble Group chief quits, Americas Energy Solutions put up for sale. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/fb05474c-2608-11e6-8b18-91555f2f4fde.html>
50. Vasagar, J. & Hume, N. (2016, June 6). Noble Group shares sink again on rights issue plans. Financial Times. Retrieved from <https://next.ft.com/content/50186b80-2ba2-11e6-bf8d-26294ad519fc>
51. Wong, S. Y. (2016, June 25). Shareholders give green light for Noble Group's rights issue. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/shareholders-give-green-light-for-noble-groups-rights-issue>
52. Ibid.
53. The Straits Times (2016, June 28). Noble shares plunge as they start trading ex-rights. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companiesmarkets/noble-shares-plunge-as-they-start-trading-ex-rights>

三星物产与第一毛织并购案

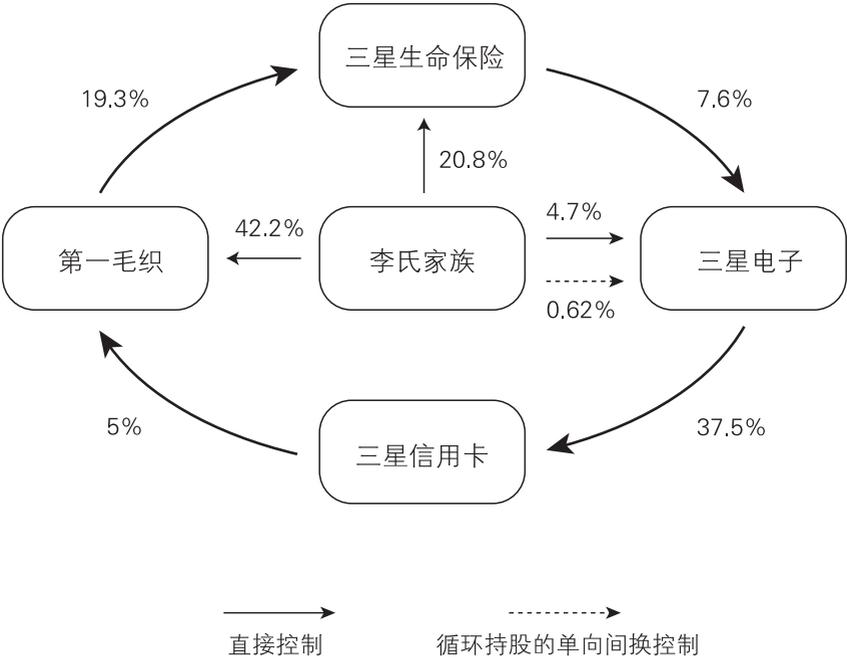
个案大纲

五月底，第一毛织（Cheil Industries）以换发新股的方式合并三星物产（Samsung C&T Corporation），每股三星物产股份可换 0.35 第一毛织股份。三星电子（Samsung Electronics）代理会长李在镕（Lee Jae-Yong），为了巩固李氏家族对三星集团的控制，主导了这项计划，引发韩国史上最激烈的委托权之战（proxy fights）。三星物产的股东之一的美国对冲基金艾略特公司（Elliott Associates，以下简称艾略特），在备受三星物产支持者和媒体的严格检视下，组织结合股东企图阻止第一毛织的收购。结合的目的主要是获得股东的支持，因为三星物产的价值明显被低估，并购条款既不公平，也不符合三星物产股东的最佳利益。艾略特与第一毛织及三星物产正面交锋，试图阻止这起合并，而这在韩国来说是非常罕见的股东维权主义案例（第一个公然反对韩国盛行的财阀循环持股结构）。2015 年 7 月 17 日，股东投票赞成这项韩国最具争议性之一的合并案¹。本个案主旨为讨论股东权益与维权主义；家族事业与循环控股；在不同的司法管辖区进行收购；接班计划问题；以及合并与收购在公司治理机制中所扮演的角色。

三星的故事：循环结构

三星控股集团（Samsung Group Holdings）由李秉喆在 1938 年创立，是韩国最早的几个财阀之一²。1987 年，现任会长李健熙（Lee Kun-Hee）继承了事业，他透过集团旗舰子公司三星电子，将三星的业务推广至国际舞台。在李健熙的带领之下，三星成为韩国最大的财阀。截至 2014 年，三星集团总共有七十四来自不同产业的子公司，包括建筑、消费电子、金融服务、造船和医疗服务。它创造的两百零四兆韩元收入，为韩国贡献了 17% GDP。

三星集团中共有十七个主要持股循环，而集团的核心连结包括三星生命保险（Samsung Life Insurance）、第一毛织（前身为三星爱宝乐园，Samsung Everland）、三星电子、三星信用卡公司（Samsung Card）以及三星物产。李氏家族在集团中仅持有1.53%股份，却透过循环持股模式（参见图一³）掌握了49.7%控制权。最终，李氏家族拥有第一毛织42.2%股份，而第一毛织又拥有三星生命保险19.3%股份，三星生命保险则拥有7.6%三星电子的股份，三星电子握有三星信用卡37.5%股份，而三星信用卡又持有百分之五第一毛织股份。



图一：李氏家族的循环持股

肥水不落外人田

有鉴于李健熙自 2014 年 5 月以来便住院治疗与不稳定的健康状况，由儿子继承的接班计划便应运而生。李在镕希望透过合并第一毛织与三星物产以巩固家族对三星集团的控制。在三星现有的循环架构之下，李在镕已持有第一毛织 23.3% 的股份与旗舰公司三星电子 0.6% 的股份。这起合并案将使他直接握有合并后公司 16.5% 股份，并得以控制三星物产对三星电子所持有的 4.1% 股份⁴，这使得整起并购案形成集团内公司间的关系人交易。

2015 年 5 月 26 日，两家公司都发布了合并公告。这项合并案为全股交易并以股票支付，每股三星物产股票可换得 0.35 股第一毛织股票。换股比率并未经过协商，而是根据全股交易的换股比率需以双方股票当时价格为基础⁵的韩国法律规定而决定。三星物产的股东预定在 2015 年 7 月 17 日投票以决定是否通过合并案，而合并案需要 66.67% 票数才得以通过。

维权对冲基金企图阻止合并案

2015 年 5 月 26 日至 6 月 3 日的这段期间，美国对冲基金艾略特宣布反对合并，并增持三星物产的股份至 7.12%，成为三星物产的第三大股东。2015 年 6 月 4 日，艾略特宣布将号召其他股东一起反对这项合并。

艾略特于 1977 年创立，旗下有两家公司：艾略特联合（Elliott Associates L.P.）与资产管理总额达两百六十亿美元的艾略特国际（Elliott International L.P.）。艾略特的投资者包括退休基金、主权基金、以及医疗与大学捐赠基金。艾略特主要着重在风险控制、稳定性和资本稳定增长，是一家多策略对冲基金，进行多样化的投资活动⁶，包括持有三星物产的股份。

艾略特随后于 2015 年 6 月 9 日，以收购“不合法”与不符合三星物产股东的最佳利益为由，向法院申请禁令以阻止合并。隔天，三星物产宣布将九百万库藏股卖给一家关联企业——金刚高丽化

学株式会社（KCC Corporation，简称金刚高丽），使其成为三星物产的第四大股东。而金刚高丽预期将投票赞成合并。

2015年6月11日，艾略特再度向法院申请禁令阻止三星物产将库藏股卖给金刚高丽，希望禁止金刚高丽对于合并案拥有表决权。

对三星的攻击加温

为了证明申请两项禁令的合理性，艾略特于2015年6月18日公开地发布了一系列投影片说明反对合并交易的原因。这组投影片是由股权代理顾问公司（proxy advisory firm）——机构股东服务公司（Institutional Shareholder Services Inc.，以下简称ISS）而准备，以用于支持艾略特的反对合并案。这些投影片建立在艾略特最初的反应和主张之上，认为此合并“不合法”，且不符合股东利益，关键点如下：

艾略特的主张与发现 ⁷	公司治理问题
现有合并换股比率低估了三星物产的价值	
<p>这项提议收购的条款大幅地低估三星物产的价值。尽管身为领导建筑工程公司，但自2014年12月上市后，三星物产的股价相较于其他竞争者及第一毛织，一直呈现弱势。在公告发布前一天，三星物产的股价仍只有净资产的60%⁸。如此一来，对现有股东来说，第一毛织股票被严重高估。</p>	<p>艾略特认为合并公式僵化，也就是仅以双方历史股价为基础，来决定两家公司全股合并的换股比率。</p> <p>这项提议的收购的换股比率，用双方现有市值为基础没有办法准确并且公平地衡量。一种适合的衡量方式应该要基于双方的公允价值（fair value）。三星物产的董事会应考虑换股比率的合并时点是否不利。</p>
两家公司的合并综效令人怀疑	
<p>几乎没有证据能够证实合并提案所主张的综效和益处。除此之外，三星物产的设计、采购、施工总承包（EPC）合约极为复杂，与第一毛织极为一般的建设和装修组合差别甚多。正因为如此，艾略特认为对三星资产管理公司声称的多元好处非常没道理。</p>	<p>此次合并很大程度上是由于代理会长李在镕企图巩固其在三星财阀的势力。而进行合并交易时，三星物产的董事会并没有适当地就公司和股东的最佳利益为出发点来履行职责。三星物产的董事会也应基于价值和利益的损失，阻止并取消拟议的收购。</p>
合并加强了李氏家族对三星集团的控制权	

事实上，第一毛织是一家金融控股公司，其资产总值超过三星集团的50%。拟议的收购将进一步为合并个体创造新股，从而为李氏家族带来大量循环持股。	重大监管问题包括第一毛织作为金融控股公司可能有潜在无止境的监管风险。如果交易继续进行，这些风险可能对三星物产的股东极为不利。
艾略特认为三星物产在合并日将库藏股出售给金刚高丽尤其令人担忧。	此举因为稀释了三星物产股东所持有的股票价值和投票权，而侵犯了他们的权益。这显示了董事会缺乏独立性，且漠视股东权益。

三星的反击

在艾略特的网络攻击之后，三星物产在2015年6月24日——也就是第一毛织与三星物产的合并日——于公司网页发布了相似的投资者报告⁹。在这项报告中，三星物产将焦点放在重申合并后所带来的好处，例如诱人的成长机会能提高营收、最佳且多元化的业务组合、以及两家公司核心竞争力的结合。

为了阐述合并综效，三星物产详细列出收入以及目标领域（包括工程与建筑、贸易、时尚、食品/休闲和生物技术等）¹⁰，企图以量化证据增加说服力。特别的是，三星物产强调提议的换股比率是韩国法律所要求的。另外，三星物产声明在得出“此项并购符合三星物产及其股东的最佳利益”的结论之前，其董事会与其他第三方专家已尽职尽责地全面审查过合并案的提议。

艾略特愤怒的延烧

艾略特显然对三星物产的响应感到相当不满，持续批评合并案的提议。2015年6月25日，艾略特要求三星物产与第一毛织证明已采取必要的审核步骤。在第二次网络报告，艾略特呼吁两家公司提供证明文件以证实三星物产先前形容的“激进目标”¹¹。艾略特也质疑三星物产目标之客观性，认为这项合并案是由“一个独立性可疑的董事会”所起草。¹²

艾略特也反驳，虽然三星物产的换股比率符合韩国法律，但并未改变报价严重低估且违背股东利益的事实。

在一封邮件回信里，三星物产又再一次声明收购案的提议是“非常明显地符合股东最佳利益”，也呼吁投资者忽略艾略特对此项交易的批评¹³。赞成与反对双方都为了激起对己方的支持而相互较劲。

中央地区法院的判决

2015年7月1日，首尔中央地方法院（Seoul Central District Court）驳回了艾略特为了阻止三星物产合并而申请的禁令。法院确认三星物产的换股比率是“基于相关法律”，且并非对三星物产的股东“明显地不公平”，合理化其判决。法院判决也以三星物产的股价在宣布合并后上涨的事实，反驳了艾略特声称合并会损害三星物产股东利益的说法。¹⁴

在对法院判决的响应中，艾略特在一篇新闻稿中表达失望，坚称“提议的合并既不公平也不是以三星物产股东利益优化为出发点”，并强调将会“继续设法阻止并购案”，并继续鼓吹三星物产的股东投票反对合并¹⁵。随后艾略特于2015年7月3日，对法院的裁决提出上诉。¹⁶

7月6日，艾略特再次遭受打击，被同一个法院驳回第二项禁令——要求禁止金刚高丽以从三星物产购买的库藏股行使投票权。首尔中央地区法院裁定，三星物产出售库藏股有效且价格合理，并不仅仅是有利于三星集团。¹⁷

作为回应，艾略特认为，蓄意出售库藏股以确保提议合并成功是“完全不适当的，尤其是从公司治理的观点来看”¹⁸。它将再次对此判决上诉。¹⁹

三星物产也同时作出回应，为其决定做辩解，声称出售库藏股是“以公司和股东的最大利益为出发点，合法且公平”。对此，第一毛织拒绝发表评论，认为这个问题是一个“三星物产与其股东之间的事”。²⁰

投资者与股东选边站

对于这项合并案，世界第二大退休基金荷兰退休基金公司（APG Groep NV），以及安本资产管理公司（Aberdeen Asset Management PLC，以下简称安本）等投资者，支持艾略特的看法，认为这项合并案不应该被通过。荷兰退休基金批评三星物产不听取股东们的意见，简直是“过河拆桥，自断后路”。安本也质疑这笔交易所能带给股东的益处。ISS 与葛雷斯刘易斯（Glass Lewis & Co）等股权代理顾问公司，也鼓励投资者反对这项合并案，因为这对三星物产的股东价值是不利的。虽然少数股东对并购案的影响能力有限，在韩国的他们仍在网络论坛上为自己的顾虑发声。

另一方面，三星物产也尽全力争取尚未表态股东对其提议合并案的支持，派员工到股东家拜访，并携带西瓜和核桃蛋糕等礼物争取支持²¹。与此同时，公司也发起了积极的广告活动，占尽大部分韩国报纸头版篇幅与搜索引擎首页，说服股东投票赞成合并。

随着三星物产的股东纷纷开始表态，最大股东韩国国家退休基金（South Korea's National Pension Service）却迟迟没有宣布其投票决定。韩国国家退休基金先前曾透过行使买回权，买回其在两家公司的股票，阻止了三星重工业（Samsung Heavy Industries）与三星电机（Samsung Engineering）的合并。导致两家公司因为买回股票成本太高而放弃这笔交易²²。所以，韩国国家退休基金扮演了一个关键性的角色，或许可以防止这项合并顺利进行。

崭新的三星物产

2015年7月16日，首尔高等法院驳回了艾略特关于两项禁令的上诉²³。股东会预期将不受阻挠，顺利进行。2015年7月17日，第一毛织的股东一致同意核准这项合并案。同一天，三星物产投票表决此项合并案，以微小票数差距通过，包括韩国国家退休基金在内，大约有七成的股东赞成。然而，据称，韩国国家退休基

金是在没有先向外部委员会咨询的情况下做出了决定，委员会对此感到“遗憾”，因为那是以往在做出困难决定之前的惯例。²⁴

在由三星物产与第一毛织联合发布的声明稿里，作为对“那些反对者”的响应，三星物产除了承诺股东将有更多的股利，并设立治理委员会，也答应未来将会更开放，广泛采纳股东们的意见。²⁵

另一方面，艾略特表示尽管投票结果如此，它将保留“手边可行的选项”，并预计将在未来的交易中继续反对三星物产²⁶。投票结果对市场产生了负面影响，三星物产与第一毛织的股价分别下降了10.4%和7.7%²⁷，随着三星物产转型为新的三星物产²⁸，合并对三星物产与第一毛织的股东是否确实有益，以及股价的急剧下跌是否反映了未来的市场预期，这些问题的答案仍然未知。

问题与讨论

1. 韩国的财阀文化与交叉持股结构如何影响股东？海外股东与机构投资者的权益是否受到保护？如果艾略特是韩国对冲基金，而不是一家美国公司，事情会不会有所转变？
2. 鉴于会长李健熙长期住院治疗，您认为接班人李在镕意图巩固其在三星集团的地位，是否为此合并案的合理原因？您认为艾略特反对合并案所提出的理由是否合理？试解释双方利益分歧之处。
3. 合并案被通过后，三星物产承诺将提高股利与成立治理委员会。您认为此举能有效地提高三星物产的公司治理吗？
4. 这样的合并案是会如何影响国际与公众对于股东维权主义的观感？关于这样的合并案，在未来，挑战与反对声音可能会造成什么样的结果？
5. 在亚洲，有很多如三星集团般的家族企业，股东维权主义相

对较少。就公司治理的观点而言，您认为股东维权主义对于这样的企业是否有益？请考虑其中的优缺点。如果类似的股东维权主义案例发生在您的国家，您认为会有怎样的结果？在您的国家，股东维权主义会面临哪些阻碍？

附注

1. BBC News. (2015, July 17). Shareholders approve controversial Samsung C&T merger. BBC News. Retrieved from <http://www.bbc.com/news/business-33546434>
2. Chaebols (Chae meaning Wealth, Bol meaning Clan) are family controlled business groups or cross-industry conglomerates that include a large number of affiliated firms as independent legal entities, interlocked by circular shareholdings.
3. Back, Aaron. (2014, June 17). Samsung Restructuring Could Offer Opportunities.” The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/samsung-restructuring-could-offer-opportunities-1402849806>
4. Cheng, Jonathan & Lee, Min-Jeong. (2015, July 17). Samsung Shareholders Back \$8 Billion Merger, in Blow to U.S. Hedge Fund. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/samsung-c-t-shareholders-approve-8-billion-merger-with-cheil-industries-1437105075>
5. Levine, Matt. (2015, July 1). Samsung Group is Doing a Cozy Merger. Bloomberg View. Retrieved from <http://www.bloombergtview.com/articles/2015-07-01/samsung-group-is-doing-a-cozy-merger>
6. Elliot. (2015, September 16). About Elliot. Elliott Management. Retrieved from <http://www.fairdealforsct.com/index.html>
7. Kim, R. (2015, June 18). Elliott Steps Up Attack on Samsung C&T Deal Ahead of Hearing. Bloomberg L.P. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-17/elliott-says-samsung-c-t-cheil-merger-unfair-ahead-of-hearing>
8. Cha, S.J., Park, K.H., and Kim, S.Y (2015, June 26). Elliot Demands Due Diligence Release in Samsung C&T-Cheil Deal. Bloomberg L.P. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-26/elliott-demands-due-diligence-release-in-samsung-c-t-cheil-deal>
9. Samsung C&T. (2016). Investor Relations and IR Information. Samsung C&T Corporation. Retrieved from <http://www.samsungcnt.com/EN/cnt/in/301000/html.do>
10. Ibid.
11. Reuters. (2015, June 25). Elliott keeps up criticism of Cheil Industries-Samsung C&T deal. Thomson Reuters Corporation. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/06/26/us-elliott-samsung-c-t-idUSKBN0P601920150626>
12. Bloomberg. (2015, June 26). Elliott Demands Due Diligence Release in Samsung

- C&T-Cheil Deal. Bloomberg Business. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-26/elliott-demands-due-diligence-release-in-samsung-c-t-cheil-deal>
13. Ibid.
 14. Bloomberg. (2015, July 1). South Korea Court Ruling Raises Likelihood of Samsung Merger. Bloomberg Business. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-01/south-korea-court-ruling-increases-likelihood-of-samsung-merger>
 15. Mundy, Simon. (2015, July 1). Court strikes down Elliot challenge to Samsung Merger. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f915bcb8-1fac-11e5-aa5a-398b2169cf79.html#axzz3mv8JX3RW>
 16. AFP. (2015, July 3). US Fund Elliot files appeal against Samsung merger ruling. Business Insider. Retrieved from <http://www.businessinsider.com/afp-us-fund-elliott-files-appeal-against-samsung-merger-ruling-2015-7?IR=T&>
 17. Ibid.
 18. Ibid.
 19. Reuters. (2015, July 7). Elliot says to appeal S.Korea ruling on Samsung C&T stake sale. Thomson Reuters Corporation. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/07/07/samsung-ct-ma-cheil-industries-idUSL3N0ZN1MZ20150707>
 20. Bloomberg. (2015, June 12). \$486 Billion Dutch Fund Says Samsung Burned Bridges in Fight. Bloomberg Business. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-12/-486-billion-fund-says-samsung-burned-bridges-in-activist-fight>
 21. Bloomberg. (2015, July 12). Small Shareholders Vent Samsung Frustrations, Side with Elliot. Bloomberg Business. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-12/korean-ants-revolt-against-samsung-in-fight-with-elliott>
 22. Mundy, Simon. (2015, June 4). Elliot Associates takes aim at Samsung merger plan. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d7cef15c-0a5b-11e5-82e4-00144feabdc0.html?siteedition=uk#axzz3mwWoMf2F>
 23. Reuters. (2015, July 16). S.Korea court rejects Elliot appeals to block Samsung merger. Thomson Reuters Corporation. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/07/16/samsung-ct-ma-cheil-industries-idUSL4N0ZW1GX20150716>
 24. Reuters. (2015, July 17). Samsung scrapes to victory in proxy battle over US\$8b merger. The Straits Times Business. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/>

business/companies-markets/samsung-scrapes-to-victory-in-proxy-battle-over-us8b-merger

25. Ibid.
26. Ibid.
27. BBC News. (2015, July 17). Shareholders approve controversial Samsung C&T merger. British Broadcasting Corporation. Retrieved from <http://www.bbc.com/news/business-33546434>
28. The new Samsung C&T is the name given to the merged entity of Samsung C&T and Cheil Industries.

新加坡邮政：登载不实的邮件

整个故事是由一个“无心的错误”¹ 而开始……

个案大纲

2015年12月，新加坡邮政有限公司（Singapore Post Limited，以下简称新邮政）承认了一个“行政疏忽”——未揭露首席独立董事郑基（Keith Tay Ah Kee）在了一项并购案中的相关利益。这起事件启动了专项审计，以调查并购案中董事的相关利益，而进一步的调查显示出公司其他的公司治理问题。本个案主旨为讨论董事会组成、董事会改选；、董事独立性、利益冲突、董事职责以及外部审计人员。

公司简介

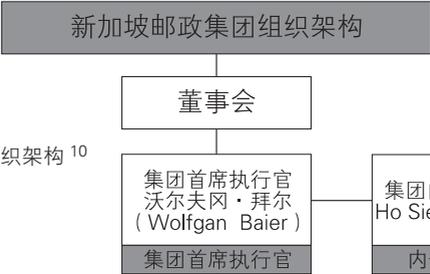
新邮政是新加坡第一个公营邮政事业，于1992年4月1日正式开始民营化²，并随后于2003年5月13日在新加坡交易所（Singapore Stock Exchange）挂牌上市。³

曾经被小说家约瑟夫·康拉德（Joseph Conrad）誉为“东方最重要的邮政”⁴，新邮政，在兼顾公司持续成长能力的同时，致力于提供值得信赖、可靠又实惠的服务。⁵

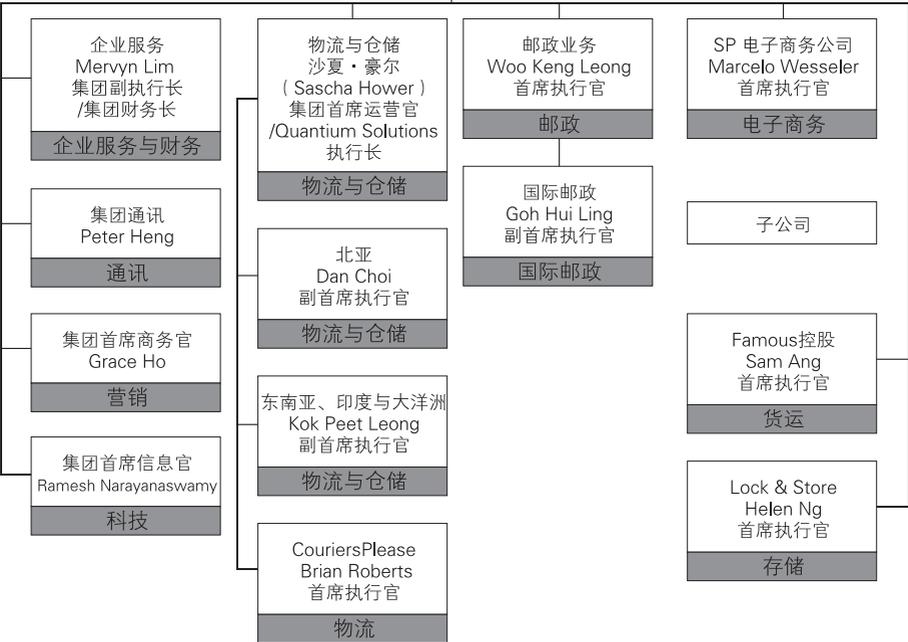
新邮政的两大股东为新加坡电信公司（Singapore Telecommunications Ltd，简称新电信）与阿里巴巴集团（Alibaba Group Holdings Ltd，以下简称阿里巴巴），他们分别持有约23%与10%的股权，而其他机构投资者则占了约三分之一。

崭新的一页

不断变化的邮政产业与科技的进步，为新邮政的传统邮政业务带来了挑战。新邮政则采取业务转型的策略来应对⁶。2011年10月5日，新邮政任命先前担任国际物流首席执行官的沃尔夫冈·拜尔博士（Dr. Wolfgang Baier，以下简称拜尔）为集团首席执行官以及董事⁷。在加入新邮政之前，他曾担任麦肯锡公司（McKinsey）的合伙人以及新邮政的顾问。新邮政也任命了麦肯锡公司其他几位顾问为高级管理团队成员。图一为新邮政的组织架构图。



图一：新加坡邮政集团组织架构¹⁰



透过对电子商务与物流采取积极策略，拜尔将一家停滞不前的本土邮务公司转型成有潜在成长机会的物流业者⁸。2015年，他在新加坡企业大奖（Singapore Corporate Awards）中的大型企业组别里，获得了最佳首席执行官奖。⁹

新邮政的成员

在2014与2015会计年度，新邮政共有十二位董事，其中八人包括董事会主席林和纪（Lim Ho Kee，时年七十岁）为独立董事，而其余四人为非独立董事。¹¹除了拜尔外，其他人都不是执行董事。董事会也任命了郑基（时年七十一岁）为首席独立董事。两个人都是在1998年4月25日被首次任命。另一位董事Tan Yam Pin（时年七十四岁）从2005年2月25日开始便已经是董事会成员。

2014年7月，新邮政又任命了两位新董事，吴耀镇（Goh Yeow Tin，时年六十三岁）被指派为独立董事与董事会副主席；而新邮政大股东阿里巴巴所提名的董事人选——Chen Jun（时年四十一岁），被委任为非独立董事与非执行董事。吴耀镇的职业生涯是从新加坡经济发展局（Economic Development Board, EDB）开始的，并在时信出版集团（Times Publishing Limited）担任副总裁与首席执行官长达十二年之久，也是Vicom有限公司与升菘集团有限公司（Sheng Siong Group Ltd）的首席独立董事、Lereno能源生化有限公司（Lereno Bio-Chem Limited）与亚化集团有限公司（AsiaPhos Limited）的独立董事，以及Seacare Medical Holdings Pte Ltd的非执行董事会主席。

其他独立董事包括审计委员会主席——前毕马威（KPMG）合伙人Soo Nam Chow（时年六十一岁）、风险与科技管理委员会主席——新加坡国家研究基金会（National Research Foundation）首席执行官罗德成教授（Low Teck Seng，时年六十岁）、Indo Trans物流公司执行董事会主席（Indo Trans Logistic Corporation, ITL Corp.）及前国会议员楚其斐·巴哈鲁丁（Zulkifli Baharudin，时年五十五岁，以下简称巴哈鲁丁）、以及唯一的

女董事——推特（Twitter Inc., Singapore）亚太区网络销售首席执行官理阿莉萨·诺克斯（Aliza Knox，时年五十四岁），她也曾先后担任过谷歌（Google）亚太地区网络销售主管以及商务主管。

另外，还有其他两位非独立的非执行董事——新电信（Singtel）集团首席执行官 Bill Chang（时年四十九岁）；以及新邮政旗下投资公司——Postea Group, Inc., 创始人麦克·詹姆斯·莫非（Michael James Murphy，时年六十一岁）。¹²

2015 年 7 月年度股东会

麦润田（Mak Yuen Teen）教授是一名非常知名的公司治理提倡者。2015 年 6 月，身为新邮政的股东，他透过投资者关系部门，发送了一封电子邮件给新邮政的董事会，提出关于新邮政公司治理的问题¹³。以下为其电子邮件复本¹⁴：

“您好：

我是一位新邮政的股东。首先感谢您及时发出会议通知及年度报告，不像其他公司在四个月期限内的最后一周才举行年度股东会。我将出席年度股东会，也希望董事会可以在会上回答以下的问题。

1. 新邮政正在更多的探索电子商务以及金融服务领域的发展（例如与阿里巴巴及安盛跨国保险集团（AXA）间的合作伙伴关系），同时也将业务重心从传统邮政业务转移。这个新的策略方向将如何影响邮政业务的服务质量呢？董事会与管理阶层在开始进行这些新业务之前，所实行的风险评估程序又有哪些？新邮政的金融业务将会受到新加坡金融管理局（MAS）的监管吗？
2. 与其他本土或是国际公司相比，新邮政的董事会有十二位成员，规模相对而言较大。被任命的委员会与董事会成员是否有谨慎地考虑过董事会规模，并认为现有董事会规模是恰当的？

3. 新邮政的执行委员会一年共举行十四次会议，并拥有一位相对而言较年轻的首席执行官。为什么有必要成立一个开会如此频繁的执行委员会？执行委员会是否正在与首席执行官共同管理公司？如果是这样那么执行委员会的独立董事的独立性是否值得怀疑？
4. 考虑到新邮政的业务性质，董事会近年来新增了几位看起来相当合适的独立董事。然而，许多董事任期已久，一部分已经任职近二十年，也都已经超过七十岁。有鉴于新邮政业务的变化，这些董事是否具备相关的能力来帮助新邮政推行目前所采取的新策略？
5. 新邮政委托了亿康先达高阶人才顾问公司（Egon Zehnder，以下简称亿康先达）对于长期任职的董事进行独立性审查，也得到了这些董事仍保有独立性的结论。董事会是否计划重复亿康先达每年对独立性进行“特别严谨的审查”的作法？或是否有计划让这些任职已长的董事们退休，让董事会在不远的将来得以重组？
6. 除了协助评估董事会以及审查董事的独立性，亿康先达还对公司提供了哪些其他服务？公司在过去两个会计年度分别支付了多少费用给亿康先达？

非常感谢您将这些问题转达给董事会。”

在7月的年度股东会，他向一名董事询问是否看过他寄出的电子邮件，却得到了否定的答案。眼看着年度股东会持续进行着，而他提出的问题不会得到回答，于是他继续提出了其中的几个问题。

传递出问题

2015年12月10日，公司突然宣布集团首席执行官拜尔将“为了追求新的理想”而辞职¹⁵，而才刚在9月加入的集团首席财务官将成为代理首席执行官。副董事会主席兼独立董事的吴耀镇，

则被指派为执行董事，在接下来的 12 个月监督合并后的整合工作。而独立董事会主席林和纪将“为管理阶层提供比正常监督更多的指导并投入更多的时间”。麦润田教授因此在 2015 年 12 月 15 日于新加坡商业时报（Business Times）发表了一篇评论¹⁶。他提到自己先前在电子邮件中所提及的问题并没有在年度股东会中得到充分地解决，并且对于公司首席执行官的更替率，以及公司提出的过渡计划有所疑虑。

他比较了新邮政与其他新加坡政府关联企业董事会的规模，例如：新邮政的大股东新电信市值虽然超过新邮政十六倍，却只有九位董事。他主张，大规模董事会可能是缺乏妥善的继任与董事会重组计划所导致。他也同时质疑董事会成员是否具备相关技能、专业知识与经验，能在公司转型电子商务阶段提供最佳的协助。¹⁷

他也质疑执行委员会的组成以及其召开会议的次数。包括董事会主席林和纪、副董事会主席吴耀镇、集团首席执行官拜尔、郑基、以及 Tan Yam Pin 在内的五位董事都是执行委员。

“如果你去看执行委员会名单，会发现成员都是长期任职或是年长的独立董事，而不是……那些具备与新邮政新策略及方向相关能力与经验之人。”¹⁸

在 2014/2015 的会计年度，执行委员会总共开会十四次。¹⁹

新邮政第一任集团首席执行官 Lau Boon Tuan，在任职约两年后，于 2007 年 8 月离开了公司，而他的继任者 Wilson Tan 也在任职两年过后，于 2010 年 4 月离开²⁰。拜尔在 2015 年 12 月请辞前，则担任集团首席执行官约有四年的时间。²¹

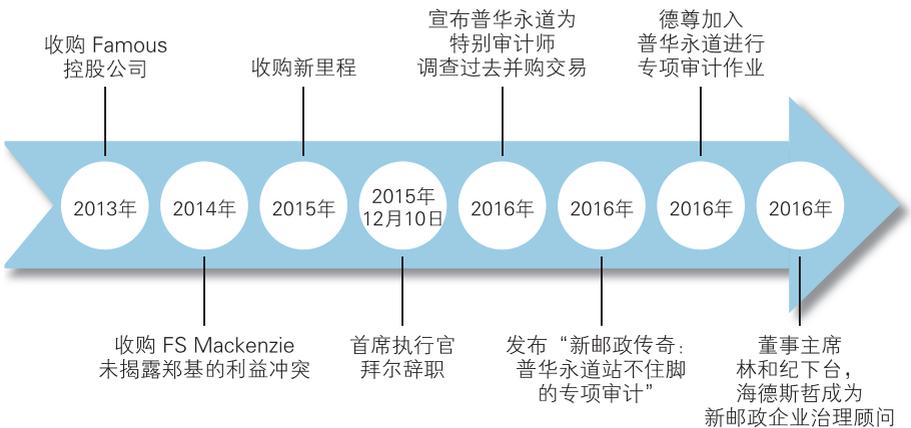
首席财务官的更换率也不低。Ng Hin Lee 在任职约三年过后，于 2014 年 7 月 31 日辞职。他的继任者 Daniel Phua 也在一年后于 2015 年 7 月 24 日辞职²²，并由 Mervyn Lim 于 2015 年 9 月 1 日接替其职位²³。在被指派为集团首席财务官的两个月后，Mervyn Lim 又被指派为集团副首席执行官²⁴，而拜尔的离去也让他成为集团代理首席执行官²⁵。新加坡证券投资者协会

(Securities Investors Association Singapore) 质疑这项任命，认为他来自学术界，身为商业顾问与讲师并没有足够的经验。²⁶

麦教授对于公司的过渡计划表示：“你我都必须怀疑吴先生是否具备对此业务所需的必要专业知识、经验及时间，来担此重任——特别是要在一个新上任且身兼集团首席财务官的集团代理首席执行官身边工作。其他公司的股东也可能会问吴先生是否仍有足够的时间给他们。”他也质疑了董事会主席的独立董事身份，是否会因他在过渡计划里参与管理而受影响。

收发室出漏子

更糟的事情来了。



图二：事件时间轴

配合电子商务和物流业务的发展，新邮政进行了大规模的收购²⁷。其中三起收购（“Famous 收购案”）——2013 年 Famous 控股有限公司²⁸、2014 年运货代理商 FS Mackenzie UK，以及 2015 年新里程货运有限公司（Famous Pacific Shipping (NZ) Limited，以下简称新里程）²⁹——让新邮政事件达到高潮。

新邮政并没有在 2014 年 FS Mackenzie 收购中，揭露首席独立董事郑基的利益冲突。在 2014 年 7 月向新加坡交易所提交的一份文件中，新邮政揭露了一项协议，以高达七百万英镑购买 FS Mackenzie 所有股份，并注记根据一份 2013 年度未经核查的财务报表，被收购的英国公司资产净值为两百五十万英镑。新邮政表示：“在此笔收购中，没有任何一位董事或是控股股东有直接或是间接的利益。”³⁰

2015 年 12 月 23 日，新加坡商业时报刊登了来自麦教授的一封后续信，而这次他提出了关于收购案揭露不足、利益冲突、以及公司秘书更替率等疑虑³¹。他指出，在短短两年内有三位公司秘书参与协助了三笔 Famous 的交易，包括曾参与 Famous 控股集团收购，并在 2014 年 8 月辞职的 Genevieve Tan McCully；2015 年 1 月辞职的 Winston Paul Wong；以及于 2015 年 7 月合约到期日离开的 Jaqueline Woo。2015 年 8 月 19 日，Jocelyn Ng 被指派担任秘书，但在不久之后的 11 月 25 日被 Tan McCully 替代。³²

新邮政在不到三年的时间内换了四位公司秘书。麦教授认为这非比寻常，并要求解释，毕竟公司秘书在法律遵循方面扮演了很重要的角色。

在这封信被刊登的前一天，新加坡商业时报向公司询问了麦教授信里的相关问题。公司随即发布了一篇修正后的声明，内容如下：“公司希望澄清，除了郑基先生以外，没有任何董事或是控股股东，在收购交易中有直接或是间接的利益。”³³ 新邮政表示，先前错误的声明只是一个“行政疏忽”。³⁴

除了担任首席独立董事，郑基也是提名委员会的主席、执行委员

会成员，以及审计委员会前主席与现任成员。他曾是毕马威的管理合伙人、新加坡特许会计师协会（Institute of Certified Public Accountants of Singapore，现已更名为 Institute of Singapore Chartered Accountants）会长与新加坡企业董事协会（Singapore Institute of Directors）副会长。郑基也是施霖高诚企业财务顾问公司（Stirling Coleman Capital Limited，以下简称施霖高诚）的非执行董事与大股东，拥有其 34.5% 的股份。施霖高诚参与了三笔“Famous 收购”。³⁵ 新邮政表示，董事会自从第一笔收购时便已知悉郑基与施霖高诚的关系，并于年报中揭露。另外，新邮政也表示，郑基有放弃此三笔收购交易的投票表决权。³⁶

2015 年 1 月在收购新里程所提交的一份文件中，新邮政并没有揭露董事或控股股东在此笔交易中是否拥有任何利益。³⁷

利益分歧

“... 重要的是要记住，披露、弃权或甚至撤换并不会使利益冲突神奇地消失。”

—麦润田教授³⁸

施霖高诚是一家独立的企业顾问公司，总部设于新加坡³⁹，它在 FS Mackenzie 与新里程所在的英国或是新西兰——都没有设立代表处⁴⁰。施霖高诚在网页上表明，仅为 Famous 控股交易的“安排者”，以及 FS Mackenzie 与新里程交易的“卖方财务顾问”⁴¹。根据麦教授所说的，这将“无疑地引发利益冲突的疑虑”。⁴²

新邮政并没有解释施霖高诚是如何在三笔收购交易中，被指派为安排者与卖方财务顾问⁴³。新邮政分别以 2.8 倍与 9.8 倍净资产价格，收购了 FS Mackenzie 与新里程⁴⁴。麦教授提出了关于独立董事与施霖高诚间关系所引起的“利益冲突与认知问题”。特别是因为施霖高诚必须为了卖方的利益行事，但董事却需要为了新邮政的最佳利益着想⁴⁵。他更质问郑基是否揭露了自身利益，并放弃投票权，回避交易相关的讨论。

专项审计

2015年12月23日，新邮政宣布将委任专项审计师，针对麦教授所提出的相关问题进行调查⁴⁶。2016年1月19日，新邮政宣布将委托普华永道（PwC）为专项审计师。这项专项审计的查核范围包括新邮政对此三次收购的相关章程、内部政策和程序的法律遵行⁴⁷。但这却招致了麦教授与其他评论家对新邮政更多的批评。

新邮政与普华永道

普华永道从2003年新邮政上市起便开始担任其外部审计师，也对新邮政提供非审计服务。过去五年来，非审计服务相对于审计服务的累积公费比率为80.8%。而这些非审计服务的性质并没有被揭露。⁴⁸

根据新加坡《会计师事务所和会计实体专业行为与道德准则》（Code of Professional Conduct and Ethics for Public Accountants and Accounting Entities），从审计客户所收取的年度非审计公费不得超过年度审计公费的一半⁴⁹。一旦超过，审计人员必需确保在必要时考虑并实施特定措施。然而过去五年里有四年，新邮政支付普华永道的公费都超过了这个门坎。⁵⁰

另外，新邮政也被批评没有透过需求建议书（Request for Proposal）来选择专项审计师。⁵¹

新邮政的辩解

2016年2月1日，新邮政为其选择普华永道作为专项审计师的决定，以及没有采用需求建议书的方式辩解，表示在这种情况下委任世界知名、可信赖又有足够资源的四大事务所是必要的。并说明其他三大事务所并不合适，因为其中一家是施霖高诚当时的外部审计师，另一家参与了专项审计两项收购案中的尽职调查，

最后一家则对新邮政提供有关内部审计及公司治理事宜的顾问服务。⁵²

它强调，普华永道提供的审计服务与专项审计服务将完全独立。除此之外，专项审计小组的所有成员，在过去或现在都没有与新邮政有任何业务上的往来。新邮政认为专项审计师所执行的工作并不会导致自我评估风险，进一步影响新邮政的审计服务。⁵³

为了对非审计公费之于审计公费的高占比作响应，新邮政表示其审计委员会已经审核过支付给普华永道的非审计与专项审计公费金额。⁵⁴

信件退回

麦教授对新邮政的响应感到失望。他认为除了新邮政与普华永道之间的长期关系、过去几年来普华永道收取的非审计公费金额，由普华永道进行专项审计工作将产生自我评估风险，因为他认为外部审计师应该要审核评估收购交易是否有适当的监管机制。⁵⁵

他进一步主张，如果普华永道能够通过使用不同的合作伙伴和成员来克服潜在的利益冲突，那么其他审计师也能依样画葫芦。⁵⁶

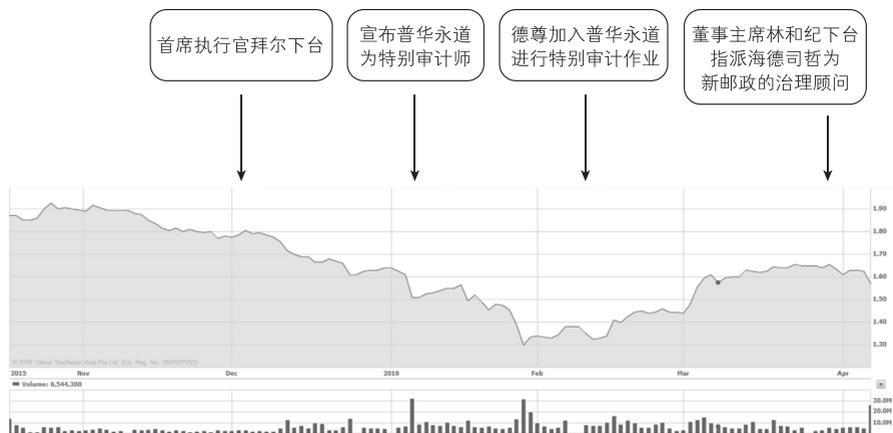
委任普华永道担任专项审计师和招聘施霖高诚担任财务顾问之间也有相似处。麦教授甚至质疑，董事会“一点也不在乎利益冲突与观感问题”。⁵⁷

最后一击

2016年2月5日，新邮政指派德尊律师事务所（Drew & Napier）与普华永道一同进行联合专项审计。查核工作范围与职权范围的细节与普华永道完全相同，且专项审计报告将联合发布。⁵⁸

投资者寻求庇护

公司治理问题为新邮政带来损失，股价从 2015 年 12 月初的每股 1.8 新元，在两个月内掉到每股 1.3 新元⁵⁹。新邮政则将股价走弱归咎于困扰着公司的公司治理问题。⁶⁰



图三：2015 年 12 月至 2016 年 4 月新邮政的股价变化图⁶¹

后记

“（主席）林和纪只是起个头，之后将会有更多的公告发布。”
——新邮政独立董事巴哈鲁丁⁶²

2016 年 3 月 31 日，林和纪以家庭因素宣布将在 2016 年 7 月的年度股东会辞去董事会主席与董事职位。一位分析师认为，他在专项审计师报告发布前离开，时间点不佳，将使事情有更多的不确定性。董事会一致同意任命独立董事罗德成教授担任董事长，罗教授却在几天后拒绝了这项指派，表示这项任命“所需的时间与专注超过他的负荷”。⁶³

新邮政透过详细的需求建议书，任命海德思哲国际咨询公司（Heidrick & Struggles，以下简称海德斯哲）为其公司治理顾问，以研究公司的兼并、收购、撤资以及利益冲突有关的公司治理问题。⁶⁴

2016年4月8日，新邮政宣布郑基将离开董事会⁶⁵，巴哈鲁丁将接替他成为提名委员会主席⁶⁶。随后，吴耀镇于六月辞职，而Tan Yam Pin于2016年7月的年度股东会中宣布不再连选。六月的时候，公司宣布营运长沙夏·豪尔博士（Dr Sascha Hower，时年三十八岁）将在八月辞职以便“在海外寻求新机会”。⁶⁷

新邮政仍接受新加坡会计及企业管制局（Accounting and Corporate Regulatory Authority）的调查，以查明是否违反公司法。曾任淡马锡控股私人有限公司（Temasek Holdings）前执行董事兼总裁，现任新电信董事会主席的赛门·伊斯雷尔（Simon Israel，以下简称伊斯雷尔），接替林和纪成为董事会主席，“渴望为面临领导危机的新邮政带来稳定”。然而，自拜尔离开过后，公司便一直找不到集团首席执行官的合适替代人选。⁶⁸

新邮政在六月公布了董事的商业行为与道德准则，以及关于董事利益冲突、董事会改组和任期的新政策⁶⁹。其中一项改变是设立了董事的六年任期条款，若必要时，可以对董事“必备的关键技能的考量，配合阶段性的发展的考虑”，将任期延长为九年。它还解散了执行委员会，并将其提名委员会更名为公司治理和提名委员会。7月4日，海德斯哲发布了一份评估新邮政的公司治理报告，公司众所期盼的年度股东会则由新任董事会主席伊斯雷尔在2016年7月14日举行。⁷⁰

问题与讨论

1. 请指出新邮政公司治理不佳的潜在危险信号有哪些。
2. 请评估事件发生前的董事会结构与组成。

3. 请讨论在三笔收购交易中，施霖高诚身为安排者或是卖方财务顾问的角色，所引发的相关问题。在这样的情况下，董事必需采取什么行动？郑基在施霖高诚中的角色，会如何影响（如果有的话）他身为新邮政董事的独立性？您认为郑基应如何处理当时的状况？
4. 指派普华永道作为新邮政的专项审计师所引发的问题有哪些？请评估新邮政委任普华永道作为其专项审计师的理由。
5. 您认为新邮政对于利益冲突及其他公司治理问题是否处理得宜？如果您是董事会成员，您会采取什么不一样的作法？
6. 请评论新邮政为了挽回投资者信心所采取的行动。您认为这样是否足够？您认为公司还有应做而未做的行动吗？

附注

1. Singapore Business Review. (2016). Should investors be worried over SingPost's corporate governance woes. Singapore Business Review. Retrieved from <http://sbr.com.sg/transport-logistics/news/should-investors-be-worried-over-singpost%E2%80%99s-corporate-governance-woes>
2. Securities Investors Association Singapore. (n.d.). Background/ History. Retrieved from http://sias.org.sg/index9.php?handler=ir&action=ir_content&ir_content_title_id=86
3. Singapore Post Limited. (n.d.). Corporate Information - History. Retrieved from <http://www.singpost.com/corporate-information/history.html>
4. Grant, J. (2013). Singapore delivers a new post. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/146b5f74-4226-11e3-bb85-00144feabdc0.html#axzz427QwBxJp>
5. Singapore Post Limited. (n.d.). Corporate Information. Retrieved from <http://www.singpost.com/corporate-information.html>
6. Wee, C. F. (2015). Stamping his mark on a changing postal landscape. Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/singapore/stamping-his-mark-on-a-changing-postal-landscape>
7. Post & Parcel. (2011). Singapore Post promotes Wolfgang Baier to Group CEO. Retrieved from <http://postandparcel.info/42695/news/singapore-post-promotes-wolfgang-baier-to-group-ceo/>
8. Cai, H. (2015, July 9). Leading SingPost's e-commerce charge. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/hub/singapore-corporate-awards-2015/leading-singposts-e-commerce-charge>
9. Leow, A. (2015). Singapore Corporate Awards honours J Y Pillay, Keppel group snags top prizes. Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/singapore-corporate-awards-honours-j-y-pillay-keppel-group-snags-top>
10. Singapore Post Limited. (2015). Going International: Annual Report 2014/15. Singapore: SingPost.
11. Ibid.
12. Singapore Post Limited. (n.d.). Corporate Information – Board of Directors. Retrieved from <http://www.singpost.com/corporate-information/board-of-directors>

html

13. Mak, Y. T. (2015, December 15). Corporate governance concerns at SingPost. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2015/12/15/corporate-governance-concerns-at-singpost/>
14. Ibid.
15. Singapore Post Limited. (2015, December 10). Singpost group CEO, Dr Wolfgang Baier resigns. Retrieved from <http://www.singpost.com/media-centre/news-releases/632-singpost-group-ceo-dr-wolfgang-baier-resigns.html>
16. Mak, Y. T. (2015, December 15). Corporate governance concerns at SingPost. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2015/12/15/corporate-governance-concerns-at-singpost/>
17. Ibid.
18. Leong, G. (2015, December 16). Don flags worries about SingPost, Companies & Markets News & Top Stories. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/don-flags-worries-about-singpost>
19. Singapore Post Limited. (2015). Going International: Annual Report 2014/15. Singapore: SingPost.
20. Tan, M. (2015, December 31). Assuring outcome needed from SingPost. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/opinion/assuring-outcome-needed-from-singpost>
21. Channel NewsAsia. (2015, December 10). SingPost CEO Wolfgang Baier resigns. Retrieved from <http://www.channelnewsasia.com/news/business/singpost-ceo-wolfgang/2335916.html>
22. Yi Wen, C. (24 July, 2015). SingPost's chief financial officer to step down. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singposts-chief-financial-officer-to-step-down>
23. Singapore Post Limited. (2015, September 1). Announcement of Appointment: Appointment of Group Chief Financial Officer. Retrieved from http://infopub.sgx.com/Apps?A=COW_CorpAnnouncement_Content&B=AnnouncementToday&F=RC34NSNHLHZFORTL&H=52f0282b1a0bad81d4930e18f66b8bfc265f5981e3b97622ac6522dffdfe0b2e
24. Channel NewsAsia. (2015, November 16). SingPost changes organisational structure after acquisition of TradeGlobal. Retrieved from <http://www.channelnewsasia.com/news/business/singpost-changes/2265136.html>

25. Channel NewsAsia. (2015, December 10). SingPost CEO Wolfgang Baier resigns. Retrieved from <http://www.channelnewsasia.com/news/business/singpost-ceo-wolfgang/2335916.html>
26. Singapore Investors Association Singapore (2016, January 19). Press Statement - Questions posed to the Board of SingPost at the meeting with SIAS President and 2 Committee Members on 19 Jan 2016, 3pm, SIAS Conference Room. Retrieved from http://sias.org.sg/index.php?option=com_content&view=article&id=672%3Apress-statement-questions-posed-to-the-board-of-singpost-at-the-meeting-with-sias-president-and-2-committee-members-on-19-jan-2016-3pm-sias-conference-room&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en
27. Singapore Post Limited. (2015). Going International: Annual Report 2014/15. Singapore: SingPost.
28. Singapore Post Limited. (2013, February 20). Completion of acquisition of 62.5% of Famous Holdings Pte Ltd. Retrieved from <http://www.singpost.com/download/FinancialNews/Announcements/2013/ann20130220.pdf>
29. Singapore Post Limited. (2015). Going International: Annual Report 2014/15. Singapore: SingPost.
30. Singapore Post Limited. (2014, July 18). Asset Acquisitions and Disposals: Acquisition of the Entire Issued and Paid-Up Share Capital of F.S. Mackenzie Limited. Retrieved from <http://www.singpost.com/download/FinancialNews/Announcements/2014/ann20140718b.pdf>
31. Tan, M. (2015, December 23). SingPost made 'administrative oversight' in 2014 deal disclosure. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-made-administrative-oversight-in-2014-deal-disclosure>
32. Ibid.
33. Singapore Post Limited. (2015, December 22). General Announcement: Supplemental Information. Retrieved from <http://www.singpost.com/download/FinancialNews/Announcements/2015/ann20151222.pdf>
34. Ibid.
35. Tan, M. (2015, December 23). SingPost made 'administrative oversight' in 2014 deal disclosure. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-made-administrative-oversight-in-2014-deal-disclosure>
36. Channel NewsAsia. (2015, December 24). SingPost to appoint special auditors to

probe corporate governance issues. Retrieved from <http://www.channelnewsasia.com/news/business/singapore/singpost-to-appoint/2374022.html>

37. 37 Tan, M. (2015, December 23). SingPost made 'administrative oversight' in 2014 deal disclosure. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-made-administrative-oversight-in-2014-deal-disclosure>
38. 38 Tan, M. (2016, January 31). SingPost defends appointment of PwC as special auditor. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/stocks/singpost-defends-appointment-of-pwc-as-special-auditor/>
39. 39 Stirling Coleman Capital Limited. (n.d.). Corporate Profile. Retrieved from http://www.stirlingcoleman.com/en/corporate_profile.htm
40. 40 Ibid.
41. 41 Leong, G. (2015, December 24). SingPost starts audit probe following expert's queries. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2015/12/24/singpost-starts-audit-probe-following-experts-queries/>
42. 42 Mak, Y. T. (2016, January 31). More Questions than Answers from SingPost's Reply. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2016/01/31/more-questions-than-answers-from-singposts-reply/>
43. 43 Ibid.
44. 44 AsiaOne Business. (21 Jan, 2016). SingPost scrutiny: Keith Tay should take leave of absence. Retrieved from <http://business.asiaone.com/news/singpost-scrutiny-keith-tay-should-take-leave-absence>
45. 45 Mak, Y. T. (2016, January 31). More Questions than Answers from SingPost's Reply. Retrieved from <http://governanceforstakeholders.com/2016/01/31/more-questions-than-answers-from-singposts-reply/>
46. 46 Leong, G. (2015, December 24). SingPost starts audit probe following expert's queries, Companies & Markets News & Top Stories. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/singpost-starts-audit-probe-following-experts-queries>
47. 47 Channel NewsAsia. (2016, January 19). SingPost appoints special auditor to address concerns over purchase of stakes in 3 firms. Retrieved from <http://www.channelnewsasia.com/news/singapore/singpost-appoints-special/2438862.html>
48. 48 Mak, Y. T., & Chew, Y. H. (2016, January 29). SingPost saga: Untenable for PwC to stay on as special auditor. AsiaOne Business. Retrieved from <http://>

business.asiaone.com/news/singpost-saga-untenable-pwc-stay-special-auditor

49. Institute of Singapore Chartered Accountants (ISCA). (2015). Code of Professional Conduct and Ethics. Singapore: International Federation of Accountants.
50. Mak, Y. T., & Chew, Y. H. (2016, January 29). SingPost saga: Untenable for PwC to stay on as special auditor. AsiaOne Business. Retrieved from <http://business.asiaone.com/news/singpost-saga-untenable-pwc-stay-special-auditor>
51. Ibid.
52. Goh, Y. T. (2016, February 1). SingPost clarifies matters to the public. AsiaOne Business. Retrieved from AsiaOne Business: <http://business.asiaone.com/news/singpost-clarifies-matters-the-public>
53. Ibid.
54. Ibid.
55. Mak, Y. T. (2016, February 1). More questions than answers from SingPost's reply. AsiaOne Business. Retrieved from <http://business.asiaone.com/news/more-questions-answers-singposts-reply>
56. Ibid.
57. Ibid.
58. Tan, M. (2016, February 5). SingPost appoints Drew & Napier as joint special auditor with PwC. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-appoints-drew-napier-as-joint-special-auditor-with-pwc>
59. Ramchandani, N. (2016). SingPost shares dive again on Thursday, prompting SGX query. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-shares-dive-again-on-thursday-prompting-sgx-query>
60. Singapore Business Review. (2016, January 29). SingPost blames special audit saga for sharp share price slip. Singapore Business Review. Retrieved from <http://sbr.com.sg/transport-logistics/news/singpost-blames-special-audit-saga-sharp-share-price-slip>
61. Yahoo Finance. (2016). Singapore Post Limited. Retrieved from <https://sg.finance.yahoo.com/echarts?s=S08.SI#symbol=S08.SI;range=>
62. Lim, K. (2016). SingPost chairman exits; more changes expected. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/>

singpost-chairman-exits-more-changes-expected

63. Channel NewsAsia. (2016, April 7). SingPost chairman-designate turns down appointment. Retrieved from <http://www.channelnewsasia.com/news/business/singpost-chairman/2672920.html>
64. Soon, W. L. (2016, March 31). SingPost names Heidrick & Struggles for corporate governance review. The Business Times. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-names-heidrick-struggles-for-corporate-governance-review>
65. Chong, K. P. (2016, April 10). Director at centre of SingPost saga steps down. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/director-at-centre-of-singpost-saga-steps-down>
66. Ibid.
67. Soon, W. (2016, June 21). SingPost COO resigns to pursue overseas opportunities. Retrieved from <http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-coo-resigns-to-pursue-overseas-opportunities>
68. Williams, A. (2016, May 19). Acra investigation possible Companies Act breaches by Singpost. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/acra-investigating-possible-companies-act-breaches-by-singpost>
69. Singapore Post Limited. (2016, June 16). Singpost adopts new directors' code of business conduct and ethics, and policies governing directors' conflicts of interest and board tenure. Retrieved from <http://www.singpost.com/media-centre/news-releases/646-singpost-adopts-new-directors-code-of-business-conduct-and-ethics-and-policies-governing-directors-conflicts-of-interest-and-board-tenure.html>
70. Singapore Post Limited. (2016, July 4). Singpost to adopt recommendations of newly completed corporate governance review. Retrieved from <http://www.singpost.com/media-centre/news-releases/650-singpost-to-adopt-recommendations-of-newly-completed-corporate-governance-review.html>

东芝：企业文化短路

个案大纲

东芝株式会社（Toshiba，以下简称东芝）是一家以微薄的资本，办厂起家的日本电机制造商。历经多年的发展与成长，东芝现在提供的产品与服务，范围十分广泛，包括家电到医疗器材。然而，2015年7月，东芝不合理的会计政策，被一位匿名的举报者揭发而浮上台面。据透露，公司自2008年到2014年间，总共虚报了高达一千五百一十八亿日元的利润，有部分可归咎于公司的绩效导向文化。本个案主旨为探讨企业文化的影响；各方利益关系人的责任；公司治理改革的有效性；以及举报制度等相关公司治理议题。

企业文化出纰漏

“对于给各方利益相关者所造成的麻烦，我由衷地感到抱歉。”
—东芝株式会社社长田中久雄（Hisao Tanaka）¹

在一场在东京举办的记者说明会上，东芝时任社长田中久雄（以下简称田中），对于公司卷入的会计丑闻，以长达15秒的鞠躬表示歉意。他与副社长佐佐木则夫（Norio Sasaki，以下简称佐佐木）——即上一任社长，于2015年7月21日辞职下台。会长室町正志（Masashi Muromachi，以下简称室町）则接任代理社长，希望透过审查与改革整体公司治理结构，重获公众信任与重建投资者信心²。

日本首相安倍晋三（Shinzo Abe）为了吸引外资，实行企业治理的全面性改革，而这次会计丑闻则让他的努力遭受重大打击。东芝在2008年4月到2014年3月间，虚报了一千五百一十八亿日元获利（相当于十二亿两千万美元），再加上田中引咎辞职，使得室町必须一肩扛起企业文化重组与公司复兴的重责大任³。

东芝的历史

东芝成立于 1875 年，当时田中久重（Hishagake Tanaka）在东京设立了田中制造所（Tanaka Engineering Works），开发电报仪器⁴。另一方面，藤冈市助（Ichisuke Fujioka）在 1878 年开发了日本第一个白热电灯泡，并在 1890 年成立了白热舍（Hakunetsu-sha Co. Ltd）生产灯泡⁵。在家电需求不断成长，且须融合技术创新于重型电机中的背景下，以三井银行为首的三井财阀（Mitsui zaibatsu），芝浦制作所（Shibaura Engineering Works）与东京电气，于 1939 年合并为东京芝浦电器（Tokyo Shibaura Denki）。东京芝浦电器在 1983 年正式更名为东芝⁶。东芝搭上了日本 1950 年代的战后经济扩张潮，制造了许多新颖的产品，并研发了原创技术，也为了开拓国际业务，建立海外销售与子公司。截至 2015 年，东芝的营业范围包含了半导体、消费型电子产品、家用电器、医疗器材，以及基础设施。

展开调查

2015 年 2 月，证券交易监督委员会（Securities and Exchange Surveillance Commission）在接获会计违规的匿名揭发之后，下令调查东芝使用完工比例法确认的项目⁷。2015 年 4 月 3 日，东芝在了解这件事情的严重性之后，设立了一个由室町带领的特别调查委员会，针对此会计问题作进一步的内部调查⁸。

2015 年 5 月 8 日，东芝修改先前发布的盈利预测，并宣布取消发放股利，原因是调查委员会决定，将调查范围扩大到其他没有使用完工比例法的项目。随后，其他项目便被查出使用了不适当的会计处理。调查团队先前预估，截至三月的年度净利，将成长 136%，达到一千二百亿日元（十亿美金），销售额则将增加 3% 至六兆七千亿日元⁹。

后续的调查便移交给另一个由专业人士组成的独立委员会接手，团队组成包括上田耕一（Koichi Ueda）——前东京高等检察厅（Tokyo High Public Prosecutors Office）的检事长，以及日本公

认会计师协会（Japanese Institute of Chartered Accountants）前副会长方太一（Taigi Ho）。

2015年6月，股东们因为东芝股价跳水，要求管理层重整¹⁰。公司于是提出改组董事会，重新任命16名董事，其中包括四名外部董事。

2015年7月20日，独立调查委员会查出，公司自2008年以来总共虚报了一千五百二十亿日元净利，并详细指出许多“结构性”的会计舞弊行为¹¹。

不可能的“挑战”

2008年，全球金融危机造成了世界各地股市崩盘；2011年，日本经历了有史以来最具毁灭性的地震，造成日本东北部损失惨重。有二十年间的的时间，日本的家电产业因为亚洲地区低成本竞争者——如三星（Samsung）与LG集团——雨后春笋般出现而面临庞大威胁，销售受创，迫使董事会与高阶经理人采取更有侵略性的策略¹²。

经过这些打击，日本的经济陷入困境，东芝的处境也变得十分艰难。公司高层因此提出一系列以“挑战”为名，不切实际的目标。2013年，尽管国内外经济孱弱，公司高层仍坚持达成这些“挑战”，更要挟将生产线停掉，各业务部门为了达成这些“挑战”只好刻意虚报获利¹³。久而久之，便形成了达成“挑战”优于一切的文化。

东芝荣耀不再

根据投资者金融研究机构 Sustainalytics 的数据显示，日本企业在成熟市场中，公司治理排名最低；董事会独立性与性别多元化两方面，更是敬陪末座¹⁴。有鉴于此，日本政府起草了一份新的公司治理准则，作为首相安倍晋三为了增加国外投资者对国家的信心，促进经济发展，而进行公司治理改革的努力之一。

许多年来，东芝一直被誉为日本公司治理的典范之一，也是日本企业实力的体现。尽管新准则是在 2015 年 6 月颁布，但东芝早已达到许多准则所要求的项目，例如：新准则建议董事会中至少要有两位独立董事，而东芝早在 2006 年便设置了四位。也因此，目睹一家在公司治理的领导者涉及这样的弊案，日本政府改革企业治理的努力备受质疑。

无情的管理与暴政

独立调查委员会找到的数据显示，东芝的管理监督系统并没有发挥效果。高管层明知特定业务部门必须透过“刻意虚报账面上的当期利润”，以及“延后确认费用及损失”，才能达到目标，却持续施加严苛的“挑战”，加剧了“为达挑战，不择手段”的企业文化。

另外，证据也显示了“高管层对正确的会计处理缺乏认识与了解”¹⁵。与会计处理相关的业务部门主管，甚至是社长本身，对于会计准则都没有足够的知识。他们了解的范围仅限于基本的会计原则（例如，他们知道必须要计提负债准备），却不知道更准确的会计处理。

看门犬不看门：监察人失效

东芝的调查突显了监督者的失败，尤其是监察人（Kansayaku，相当于日本企业的审计角色）并未有效地发挥其职能。而这样的结果，来自于内控的不足，例如，尽管知道不当行为正在进行（也就是指，销售多于需求的零组件给原设计制造商），审计委员会（Audit Committee）主席兼财务长久保诚（Makoto Kubo）并未采取任何行动，就连他的继任者村冈富美雄（Tomio Muraoko），也是在指导该问题的情况下无任何作为。

但是事实上，无动于衷的不只是首席财务官们。2015 年 1 月 26 日，审计委员会委员岛冈圣也（Seiya Shimaoka），再次对计算机业

务的会计处理提出警告（原应在 2014 年 9 月解决），但还是没有得到任何响应。在此之前，他也曾多次请求调查，甚至是向社长田中。

另一方面，东芝内部稽核的执行也备受质疑¹⁶。因为公司并没有将重点放在评估内部控制的有效性、风险管理、或是治理过程，反而着眼于监督经营效率。

再者，东芝的审计委员会委员也没有专业财务或会计知识。大部分的审计委员会委员，包括外部委员与行政支持人员，都不具备所需的知识，也没有接受过相关的训练，去侦查出不适当的会计处理。只有前首席财务官们具有相关知识，但这些创新的会计方法却始终没有被发现¹⁷。

不合宜的绩效指标？

东芝主要根据绩效表现来评估员工与主管。例如，一般主管的薪酬由基本薪资与奖金所组成，而其中奖金的 40% 到 45% 来自主管绩效。由于“挑战”所设定的绩效目标难以透过正常手段达成，导致管理阶层最终屈服于压力，操纵财务数字以达成目标。

不能质疑“挑战”的文化

上述事件也显示了东芝的核心企业文化：“员工不愿挑战上级”，以及“公司内部不可动摇的阶级制度”。所以，当公司高层制定激进又无法实现的“挑战”时，员工并没有质疑或反对，反而随后采用不道德的手法应对。日本社会阶级分明，也因员工十分效忠公司而闻名¹⁸。普遍而言，一旦目标确定，员工便会设法让高阶主管满意，也由于根深蒂固的文化使员工倾向不挑战上级。

默不作声的举报者

调查报告显示东芝的举报者制度十分薄弱。尽管揭发了其他问题，在丑闻发生之前却从来没有发生过员工投诉。因此，调查委员会猜测，“举报者制度一定因为某些原因没被充分利用”。

室町时代来临：东芝的下一步

2015年7月，将近两千名投资者出席了一场在东京外举行的投资者会议，对新的管理阶层表达他们的顾虑。东芝的应对措施有一部分致力于修正过去不合规定的会计处理，由独立调查委员会与东芝的前任会计师事务所——新日本有限责任监查法人（Ernst & Young ShinNihon LLC）负责。东芝也宣布设立新的部门并强调强化公司治理与内部控制¹⁹。

然而，专家对于东芝是否有能力重整公司治理仍存在有疑虑。因为有三名前董事会成员又再一次被任命，高级管理层的改组被视为是换汤不换药。

2015年10月，根据日本时报（The Japan Times），东芝将对前高阶主管提起诉讼，要求支付赔偿金用以支付调查费用与恢复公司名誉²⁰。但也有人提出，尽管公司在提议的六十天内不提出诉讼，股东们也可以依照日本公司法第847(1)条，以公司的名义，直接对前高层提出诉讼²¹。如此一来，法院的介入便是无可避免的。

2015年11月初，东芝宣布对五名前高层正式提出诉讼，包括前三任社长田中、佐佐木、西田厚聪（Atsutoshi Nishida），以及两位首席财务官。经过三名律师组成的外部委员会调查，证实这五个人的确玩忽职守，运用了不适当的会计处理。随后东芝便在东京地方法院对他们提出诉讼²²。

为了走出丑闻，东芝将注意力集中在重建半导体业务，也是会长室町建功立业的产业²³。这次重建，室町展现了必要的决心要将

东芝从丑闻中救出。然而，公司对于恢复名誉与重获公众信任所作的努力，成效仍有待观察。

问题与讨论

1. 请指出东芝在公司治理方面可能存在哪些缺失，因而导致了会计问题？此外，东芝的企业文化在多大程度上导致了会计丑闻发生？
2. 您认为三名社长该为此事件负责吗？除了社长，您认为还有谁应该为丑闻负起责任？请说明理由。
3. 日本首相安倍晋三对日本企业公司治理的改革才刚起步，新的公司治理准则在 2015 年 6 月生效。对于东芝来说，您认为这个新的公司治理准则有效吗？请说明原因。
4. 东芝实施的举报者制度直到丑闻发生前都仍运作得宜。您认为为何举报者系统在这特定事件中失去作用？像东芝这样的企业应该采取哪些措施，以确保举报者制度能持续且有效地运作？

附注

1. Mochizuki, T. (2015, July 21). Toshiba CEO Resigns After Accounting Scandal. Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/toshiba-ceo-felled-by-accounting-scandal-1437468537>
2. BBC. (2015, July 2015). Toshiba chief executive resigns over scandal. British Broadcasting Corporation. Retrieved from <http://www.bbc.com/news/business-33605638>
3. Mochizuki, T. (2015, July 20). Toshiba Must Adjust Operating Profit Down by \$1.2 Billion. Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/toshiba-must-adjust-operating-profit-down-by-151-8-billion-1437400355>
4. Toshiba Co. (2015). History. Toshiba Corporation. Retrieved from <https://www.toshiba.co.jp/worldwide/about/history.html>
5. Toshiba Co. (2015). The Origins of Toshiba. Toshiba Corporation. Retrieved from <http://www.toshibamea.com/en/the-origins-of-toshiba>
6. Toshiba Co. (2015). Chronology of History. Toshiba Corporation. Retrieved from https://www.toshiba.co.jp/worldwide/about/history_chronology.html
7. Inagaki, K. (2015, July 21). Toshiba chief Hisao Tanaka resigns over \$1.2bn accounting scandal. Financial Times. Retrieved November 5, 2015, from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b8301b7c-2f7d-11e5-91ac-a5e17d9b4cff.html#axzz3qZIMSFpj>
8. Toshiba Co. (2015, April 3). Notice regarding establishment of Special Investigation Committee. Toshiba Corporation. Retrieved from <https://www.toshiba.co.jp/about/ir/en/news/20150403.pdf>
9. Inagaki, K. (2015, May 8). Toshiba scraps dividend after finding accounting irregularities. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b639924c-f57d-11e4-bc6d-00144feab7de.html#axzz3qZIMSFpj>
10. CNA. (2015, September 30). Toshiba execs face investor wrath over accounting scandal. Channel News Asia. Retrieved from <http://www.channelnewsasia.com/news/business/toshiba-exec-s-face/2160746.html>
11. Alpeyev, P and Amano, T. (2015, July 21). Toshiba Executives Resign Over \$1.2 Billion Accounting Scandal. Bloomberg L.P. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-21/toshiba-executives-resign-over-1-2-billion-accounting-scandal>

12. Gapper, J. (2015, July 22). Japan will gain from Toshiba's overhaul. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0f9e1b6a-3074-11e5-8873-775ba7c2ea3d.html#axzz3qZlMSFpj>
13. Layne, N and Ando, R. (2015, August 24). In Toshiba scandal, the 'tough as nails' target setter. Thomson Reuters Corporation. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/08/24/us-toshiba-accounting-nishida-insight-idUSKCN0QT2B520150824>
14. Bloomberg. (2015, April 10). Japan's Corporate Governance Overhaul. Bloomberg L.P. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/professional/blog/japans-corporate-governance-overhaul/>
15. Toshiba Co. (2015, July 20). Investigation Report, Summer Version. Toshiba Corporation. Retrieved from https://www.toshiba.co.jp/about/ir/en/news/20150725_1.pdf
16. Bhattacharyya, A K. (2015, August 9). Toshiba - a case of internal audit failure. Business Standard. Retrieved from http://www.businessstandard.com/article/opinion/toshiba-a-case-of-internal-audit-failure-115080900760_1.html
17. Bhattacharyya, A K. (2015, August 9). Toshiba - a case of internal audit failure. Business Standard. Retrieved from http://www.businessstandard.com/article/opinion/toshiba-a-case-of-internal-audit-failure-115080900760_1.html
18. The Hofstede Centre. (n.d.). [Graph illustrating Hofstede's audit failure-115080900760]. The Hofstede Centre. Retrieved from <http://geerthofstede.com/japan.html>
19. CNA. (2015, September 2015). Toshiba execs face investor wrath over accounting scandal. Channel News Asia. Retrieved from <http://www.channelnewsasia.com/news/business/toshiba-execs-face/2160746.html>
20. Jiji, K. (2015, October 26). Toshiba to sue former top brass over role in accounting scandal. The Japan Times. Retrieved from <http://www.japantimes.co.jp/news/2015/10/26/business/corporate-business/toshiba-sue-three-former-presidents-involvement-accounting-scandal/#.Vj9reLcrJD9>
21. Companies Act Subcommittee. (2013). Japan's involvement in Ministry of Justice. Retrieved from <http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=2052&vm=04&re=02>
22. Inagaki, K. (2015, November 8) Toshiba sues former executives over accounting scandal. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/516aabe8-85c5-11e5-9f8c-a8d619fa707c.html#axzz3quox1Vo5>

23. The Japan Times. (2015, October 29) Toshiba takes 1st restructuring steps / Semiconductor business a symbolic place to start. The Japan Times. Retrieved from <http://the-japan-news.com/news/article/0002527066>

Cabcharge 的薪酬争议

个案大纲

在 2011 年，Cabcharge 因其首席执行官雷金纳德·克尔莫德（Reginald Kermode，以下简称克尔莫德）高额的固定薪酬以及未能将高层主管薪酬与股东利益挂勾而成为瞩目的焦点。其他公司治理的问题，例如董事会的独立性，也随着 2011 年 7 月出现的“双重打击（two-strikes）”法案通过而浮现，本个案的主旨是讨论公司治理问题，如高层主管的薪酬；股东维权主义；董事会独立性；以及以法规加强董事会问责的成效。

Cabcharge：出租车帝国

澳洲 Cabcharge 有限公司（Cabcharge Australia Limited）由克尔莫德于 1976 年成立，总部位于澳大利亚东悉尼（East Sydney）¹，1999 年 12 月在澳大利亚交易所（Australian Securities Exchange）上市，是市值前 200 大的澳大利亚交易所上市公司之一，其主要业务包括提供与出租车有关的付款、预订和派遣服务、出租车付款软件开发和出租车相关的硬件和软件，如出租车安全照相机、设备和仪表。

薪酬争议的开端

在 2011 年之前，Cabcharge 的薪酬结构包括两部分——固定薪酬和短期绩效奖励²，这两部分是基于个人绩效和整体集团绩效。

克尔莫德每年的现金酬劳一直都在两三百万澳元区间³，该公司替其辩护并声称现金酬劳在“市场竞争基础”上反映了“他独特的领导力和远见、丰富的行业经验以及公司在澳大利亚交易所上市以来他对集团业绩的贡献”。但是，公司没有对高层管理人员

的短期绩效奖金和非独立董事薪酬增加来辩护⁴。

克尔莫德的高薪，加上 Cabcharge 薪酬结构缺乏透明度引发投资人不满，在每年的股东大会上对 Cabcharge 的薪酬报告进行抗议。

乌云逼近：“双重打击”法案

2011 年 7 月 1 日，澳大利亚推出了被称为“双重打击”的新法规，加强董事对高管薪酬和奖金的问责⁵。在公司年度股东大会上，如果多于 25% 股东“否决”公司年度薪酬报告，公司则收到一次打击（strike）⁶。若公司连续第二个年度获得“打击”，在同一次的股东大会上，股东应对董事会是否进行重新改选做出投票，如果投票结果有 50% 或更多的简单多数决议通过改选，则公司需要在 90 天内举行股东大会进行董事会改选。所有董事（最近一次股东大会董事报告中列名的董事）都必须被改选，除了执行董事（Managing Director）以外。

“双重打击”规则向 Cabcharge 公司董事会警示一个即将面对的问题，在新法规出来之前，Cabcharge 公司在 2011 年之前的薪酬报告中一直获得 25% 以上的“否决”票⁷。

不受喜爱的薪酬计划：第一次打击

2011 年 11 月 16 日，Cabcharge 在“双重打击”规则实施后首次举行股东年会⁸。由于有 40.6% 的股东否决了薪酬报告，Cabcharge 获得第一次打击。大多数的不满都源于克尔莫德的薪酬方案，股东认为他两百万澳元的固定薪酬过高，并对他的薪酬计划中没有与绩效变动挂钩而不满。然而，克尔莫德非但没有安抚投资者，反而充满攻击性，批评“双重打击”规则⁹。

双重麻烦：第二次打击

在获得第一次打击后，Cabcharge 仅做出很少的改变来解决问题。反而是克尔莫德和其他高层薪酬总额在 2011 年至 2012 年间分别增长了 5.6% 和 16.5%，董事会以克尔莫德同时担任董事会主席及首席执行官的职务，作为继续给予其高薪的理由。

股东们也对缺乏薪酬的长期激励结构感到不满。然而，Cabcharge 董事会强烈地反驳，指称以股权为基础的长期激励计划会稀释现有股权，而且长期激励计划的时效较长，这也意味着公司很难因绩效不佳向高管追回奖励。此外，由于公共交通票价是由各州政府决定的，在此监管环境下，固定薪酬以及短期绩效奖金比长期绩效奖金更适合。尽管如此，大多数的股东仍未被说服，38.7% 的股东对薪酬报告投下了否决票便是证明¹⁰。

闪过子弹：董事会改选

在获得二次打击后的董事会改选投票中，只有 13.8% 的股东投票赞成改选董事会¹¹，远低于改选要求所需的 50%。克尔莫德认为这是由于聘请国家公司和证券委员会（National Companies and Securities Commission，澳大利亚证券投资委员会的前身）的前任主席 Henry Bosch AO¹²，以及聘用公关公司 Kreab & Gavin Anderson 后¹³，提高了透明度和与股东间的沟通。而改选结果也引起了股东们对于是否是用投票客观地对薪酬报告表达不满，亦或是对董事会整体表现和行为表达不满的讨论¹⁴。

更多打击：根源问题依旧

尽管避免了董事会的改选，薪酬争议依然存在，股东们对高层主管薪酬方案越来越感到沮丧。Cabcharge 采取了一些措施来响应股东的担忧，薪酬委员会被改组为公司治理委员会，并制定了一个长期激励计划，其主要内容包括提供在四年期间不重新评估绩效的绩效股权（rights）和期权（options），该长期激励计划

预计将在 2014 会计年度实施。至于固定薪酬，Cabcharge 解释说高层主管的薪酬大部分为固定薪酬是因为高管的能力以及他们可持续的达成预期目标，而克尔莫德高额的固定薪酬是基于他在过去对公司所做出的贡献。不过，股东们仍不信服，有 45.3% 的股东投票反对薪酬报告，Cabcharge 获得第三次打击。

王朝的结束：克尔莫德的逝世

在缺席了 2013 年股东会之后的几个月，克尔莫德于 2014 年 4 月 28 日宣布辞去在 Cabcharge 的职务¹⁵，两天后他去世了¹⁶。他的逝世促使董事会主席与首席执行官角色分离，分别由 Russell Balding 和 Andrew Skelton 担任。尽管薪酬争议中的关键人物逝世了，但紧张局势仍继续存在。

新时代来临：薪酬框架的修订

在获得三次打击后，Cabcharge 引入长期激励计划而重新调整新任首席执行官的薪酬方案，长期激励计划是以股权权利的形式，授予（vesting）期间为四年，由股东总报酬率（total shareholder return）和年营业额增长决定¹⁷，股东总报酬率会使高管的薪酬与股东利益一致，而年度营业额的增加反映了收入来源的重要性以及股东可从稳定的营业结果获益。

“我们想要改变”：澳大利亚股东协会的介入

由于 Cabcharge 对股东的薪酬抗议冷处理，导致 Cabcharge 与股东间呈现紧张的局面。澳大利亚股东协会（Australian Shareholders' Association）¹⁸ 因此威胁，若 Cabcharge 取得第四次打击，将支持进行董事会改选¹⁹。澳大利亚股东协会指称短期奖金没有充分的揭露，而且全部以现金支付，不符合股东利益。

历史重演

在 2014 年的股东会，长期激励计划获得股东正面的响应，有 96% 的股东赞成采用²⁰。然而，由于有 57.4% 的票数反对薪酬报告²¹，也是有史以来的最高纪录，也因此 Cabcharge 取得了第四次打击。主要原因在于高管薪酬总额增加了 37.2%，更具体来说，短期奖金增长了 169%，长期激励增加了 184%，而高管奖金相较于去年同期增加九万七千三百三十七澳元²²。此外，长期激励计划只适用于新任首席执行官，不适用于其他高管，并且只占新任首席执行官总薪酬的一小部分²³。这是 Cabcharge 第二次连续取得双重打击，随后的改选投票仅有 2.45% 股东要求董事会重选，使得董事会再次安全下桩，而“双重打击”规则的有效性也受到质疑。

薪酬计划哪里出错？

Cabcharge 的薪酬结构基本上符合公司治理原则和建议（Corporate Governance Principles and Recommendations）²⁴。除 2011 年以外，其它年度的薪酬结构已在年度报告中明确地披露。在 2011 年度报告中，虽有提及薪酬结构，但没有将执行董事和非执行董事作明确的区分。

Cabcharge 的薪酬委员会改组为公司治理委员会，并且符合公司治理原则和建议，但问题在于公司治理委员会的结构。公司治理原则和建议指出，薪酬委员会大多数成员应为独立董事，由独立董事担任主席，并至少有三名成员。然而，包括主席在内的公司治理委员会大多数成员的独立性是值得怀疑的，因为他们全部都在 Cabcharge 工作超过 10 年。Cabcharge 承认主席尼尔·福特（Neil Ford）并非独立董事，而他被任命为主席的理由是“由于他丰富的薪酬相关经验，是在任命独立主席前珍贵的过渡措施”²⁵。然而，除了他在出租车公司有担任 40 年管理阶层的经验外，没有任何证据可支持尼尔有薪酬方面的经验。此外，也没有证据显示其他委员在薪酬方面有相关的经验。

累赘：薪酬顾问

Cabcharge 在 2012 年和 2013 年聘请丰隆银行 (HLB) 的曼德·贾德 (Mann Judd, 简称贾德) 提供首席执行官薪酬标杆报告, 供公司治理委员会和董事会参考以决定董事会主席和首席执行官的薪酬。2014 年, 贾德和安永会计师事务所 (Ernst & Young) 被任命为顾问, 安永会计师事务所就执行董事主席和首席执行官提供了薪酬建议, 而贾德就非执行董事和首席执行官的薪酬提供建议²⁶。尽管有外部顾问, 但高管薪酬依然偏高, 这让人质疑外部顾问的存在是否仅仅是为了遵守公司治理原则和建议。

火上加油

除了薪酬方面的问题, 其他公司治理问题也开始浮出水面, 其中一个就是 Cabcharge 董事会的独立性。

公司治理原则和建议, 建议大部分董事会成员为独立董事, 此外, 董事会应定期评估已服务超过 10 年的董事, 这也得到了澳大利亚股东协会的支持, 澳大利亚股东协会认为在董事会任职超过 12 年的董事并不具有独立性²⁷。但是, 许多 Cabcharge 的董事在克尔莫德逝世前, 在董事会的任职也都已经超过 12 年。

克尔莫德双重的角色

公司治理原则和建议, 建议董事会主席和首席执行官是独立分开的人选, 但克尔莫德同时担任董事会主席和首席执行官已有 34 年, 也因此受到投资人和公司治理专家的批评。2014 年版的公司治理原则和建议的建议是, 若公司的董事会主席不具有独立, 则公司应有独立的副董事主席或资深独立董事。克尔莫德去世后, Cabcharge 将董事主席和首席执行官由不同人担任, 并新设立副主席一职, 这些都是 Cabcharge 公司治理的改进之处。

令人质疑的独立性

罗德尼·吉尔穆尔（Rodney Gilmour）在 2014 年担任独立董事。然而，吉尔穆尔的独立性因曾经担任 Cabcharge 的支薪顾问近两年而受到质疑。他也是新任董事会主席拉塞尔·巴尔丁（Russell Balding）亲近且长期共事的同事。因此，吉尔穆尔于 2014 年在股东年会上辞职²⁸。

期待崭新的开始

2014 年，Cabcharge 在公司治理方面有更显著的进步，对薪酬政策和董事会独立性都进行各种不同种类的改进。尽管仍存在一些尚未解决的公司治理问题，Cabcharge 将在新任董事主席和首席执行官的领导下有崭新的开始。

问题与讨论

1. 请评估“双重打击”规则在确保澳大利亚董事会问责方面的有效性。股东维权主义如何影响 Cabcharge 管理层的行为？
2. 在 2014 年，高管薪酬的组合和金额是怎样的？董事会是如何决定的？如公司治理原则和建议中所建议，如何将管理阶层利益与股东利益相挂钩？
3. 您觉得克尔莫德的报酬是否合理？在董事是公司控股股东的情况下，应该采取什么样的措施来防止该位董事领取超额的报酬？请评估 Cabcharge 所采取因应措施的有效性。
4. 会计师事务所为公司提供各式各样的服务，在提供这些服务的同时，是否有潜在的利益冲突？如果有的话，可以采取哪些措施来避免这样的利益冲突？
5. 请评估 Cabcharge 董事会的独立性。对于董事会独立性应该有更严格的规定吗？

附注

1. Cabcharge. (2012). History of Cabcharge. Retrieved from <https://www.cabcharge.com.au/company/default.aspx#history>
2. Cabcharge. (2011). Annual report 2011. Retrieved from <https://www.cabcharge.com.au/pdfsubframe.htm?/pdf/2011CabchargeAnnualReport.pdf?sel=conditions>
3. Cabcharge. (2012). Annual report 2012. Retrieved from <https://www.cabcharge.com.au/pdfsubframe.htm?/pdf/2012CabchargeAnnualReport.pdf?sel=conditions>
4. Drummond, M. (2013, October 30). Cabcharge takes third strike from ISS. Retrieved from <http://www.afr.com/business/cabcharge-takes-third-strike-from-iss-20131030-j07ba>
5. Australian Government ComLaw. (2001) Corporations Act 2001. Retrieved from <http://www.comlaw.gov.au/Details/C2013C00003>
6. Wilkins, G. (2012, October 8). What is the 'two-strikes' rule? The Sydney Morning Herald. Retrieved from <http://www.smh.com.au/business/agm-season/what-is-the-two-strikes-rule-20121008-278us.html>
7. Mayne, S. (2014, November 11). Cabcharge investors close ranks as turbulent AGM approaches. Retrieved from <http://www.crikey.com.au/2014/11/11/mayne-cabcharge-investors-close-ranks-as-turbulent-agm-approaches/>
8. ASX. (2011, November 16). Cabcharge's AGM 2011. Retrieved from <http://www.asx.com.au/asxpdf/20111117/pdf/422fdvmyfk9q.pdf>
9. Knight, E. (2011, November 17). Cabcharge CEO has a lash at two-strikes rule. The Sydney Morning Herald. Retrieved from <http://www.smh.com.au/business/cabcharge-ceo-has-a-lash-at-two-strikes-rule-20111116-1nj5n.html>
10. ASX. (2012, November 28). Cabcharge's AGM 2012. Retrieved from <http://www.asx.com.au/asxpdf/20121128/pdf/42bk06ryszc68l.pdf>
11. Ibid.
12. Higginson, P. (2009). ProNed Australia Pty Ltd can rightfully lay claim to possessing the richest history of any firm still doing business today in 2009 within the field of corporate governance. Retrieved from http://www.proned.com.au/pdf/Mentor_Web.pdf
13. Hutchinson, S. (2012, November 28). Cabcharge avoids board spill. Business Review Weekly. Retrieved from <http://www.brw.com.au/p/business/companies/>

cabcharge_avoids_board_spill_Buemoqq5dcLIZ5yC46qFfL

14. Sprange, J. & Evans-Cullen, K. (2011, December 22). The two strikes rule: how has it played out? Retrieved from http://www.claytonutz.com/publications/edition/22_december_2011/20111222/the_two_strikes_rule_how_has_it_played_out.page
15. Mason, M. (2014, April 29). Cabcharge chief Reg Kermode quits. The Sydney Morning Herald. Retrieved from <http://www.smh.com.au/business/cabcharge-chief-reg-kermode-quits-20140429-37f0g.html>
16. Mason, M. (2014, May 1). Cabcharge founder Reg Kermode dead at 87. The Sydney Morning Herald. Retrieved from <http://www.smh.com.au/business/cabcharge-founder-reg-kermode-dead-at-87-20140501-37j1x.html>
17. Cabcharge. (2014). Annual report 2014. Retrieved from https://www.cabcharge.com.au/pdfsubframe.htm?/pdf/Annual_Report_2014.pdf?sel=conditions
18. Australian Shareholders' Association. (2015, April 13). Australian Shareholders' Association. Retrieved from <https://www.australianshareholders.com.au/>
19. Drummond, S. (2014, November 5). Cabcharge Chairman Russell Balding attacks shareholders' association spill threat. Retrieved from <http://www.theleader.com.au/story/2675731/cabcharge-Chairman-russell-balding-attacks-shareholders-association-spill-threat/?cs=7>
20. Cabcharge. (2014, November 26). AGM 2014 - Results of Meeting. Retrieved from https://www.cabcharge.com.au/pdfsubframe.htm?/investorinfo/docs/AGM_2014_-_Results_of_Meeting.pdf?sel=asxcontent
21. Tan, S. (2014, October 30). 'Strike' companies nip and tuck pay packages. The Sydney Morning Herald. Retrieved from <http://www.smh.com.au/business/strike-companies-nip-and-tuck-pay-packages-20141030-11ebr5.html>
22. Ibid.
23. Australian Shareholders' Association. (2015, April 13). Australian Shareholders' Association. Retrieved from <https://www.australianshareholders.com.au/>
24. Australian Securities Exchange. (2010) Corporate Governance Principles and Recommendations with 2010 Amendments (2nd Edition). Retrieved from http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/cg_principles_recommendations_with_2010_amendments.pdf
25. ASX. (2012). Cabcharge's Director's Report 2012. Retrieved from <http://www.asx.com.au/asxpdf/20120928/pdf/4290p7lbslrz5.pdf>

26. Australian Shareholders' Association. (2015, April 13). Australian Shareholders' Association. Retrieved from <https://www.australianshareholders.com.au/>
27. Shaun Drummond. (2014, November 13). Cabcharge audit boss quits ahead of AGM. Retrieved from <http://www.smh.com.au/business/cabcharge-audit-boss-quits-ahead-of-agm-20141102-11fq74.html>
28. Shaun Drummond. (2014, November 27). Cabcharge director Rodney Gilmour quits hours before AGM. Retrieved from <http://www.smh.com.au/business/markets/cabcharge-director-rodney-gilmour-quits-hours-before-agm-20141126-11u222.html>

赛诺菲：王国领导的免职

个案大纲

2008年9月，法国制药大厂赛诺菲（Sanofi）迎来其首位非法籍首席执行官——克里斯多福·魏巴赫（Christopher A. Viehbacher，以下简称魏巴赫）。魏巴赫拥有德国与加拿大双重国籍，为公司带来文化的转变，为了重振日渐孱弱的制药王国，他进行了一连串的改革。尽管股票市场对魏巴赫的改革抱持正向态度，以塞尔日·温伯格（Serge Weinberg，以下简称温伯格）为首的董事会很明显地对这位公司非法籍领导者感到不满。2014年10月29日，魏巴赫毫无预警地被开除，引起市场一片哗然，并开始对这个全球制药巨头之一的公司产生质疑。究竟是什么原因使得魏巴赫被炒鱿鱼？谁又将成为他的接班人？本个案主旨探讨董事会与高层经理人间的关系；首席执行官交接计划；首席执行官特质；文化差异；及如何任免首席执行官。

制药王国——赛诺菲

赛诺菲年收入三百三十七亿七千万欧元¹，为全球第四大药厂。1994年成立于法国，经过数十年的努力，逐渐拓展为世界级药厂，并先后于巴黎的泛欧证券交易所（Euronext Paris）及纽约证券交易所（New York Stock Exchange）挂牌上市。赛诺菲透过并购著名的药厂，如：米迪（Laboratoires Midy）与圣德拉堡集团（Synthélabo）²藉以建立丰富传统及法国创新史，并引以为豪。

董事会组成

赛诺菲的董事会由十五名董事组成，包括魏巴赫、四名非独立董事，以及十位独立董事，且大部分（三分之二）都是法籍人士。身兼董事会主席与独立董事的温伯格，于2010年5月领导董事会。

董事会之下的其中一个委员会，是提名与治理委员会 (Appointments and Governance committee)，负责评估董事会、委员会以及高层管理层的结构与表现。在 2014 年 11 月以前，都是由温伯格担任该委员会主席³，委员会成员共四位，其中三位为独立董事，且皆为法国人⁴。

王国的领导

魏巴赫在 2008 年 9 月以首席执行官身分加入赛诺菲之前，是葛兰素史克股份有限公司 (GlaxoSmithKline) 北美地区的主管。由于有在加拿大、欧洲以及美国的工作经验，使魏巴赫拥有丰富的国际商务历练。他被任命为赛诺菲首位非法籍首席执行官，使大众预期这家法国第二大上市公司将产生重大变革⁵。

赛诺菲的救命仙丹

市场猜测任命魏巴赫的决定意味着公司文化的转变，希望透过走出传统法国与欧洲文化据点，使塞诺菲更加国际化⁶。在魏巴赫被任命之前，塞诺菲一直以来都以欧洲为重心，也不意外地依着“美国市场就之后再说吧”！⁷的想法行事，这样的管理风格阻碍了公司在美国与其他海外市场的发展。而就在魏巴赫上任前夕，赛诺菲的减重药物 (Acomplia) 在美国历经了惨重的失败。

屋漏偏逢连夜雨，赛诺菲也同时面临了占营收达 40% 的六项关键专利权即将到期的问题，赛诺菲也因此被欧洲竞争对手远抛在后，分析师更称其为“欧洲制药界的落后者”⁸。赛诺菲在准备不足的情况下和新竞争者与学名药制造商 (generic pharmaceutical manufacturers) 的潜在敌人竞争。

魏巴赫接管后，他发起了一系列的革旧换新，为公司带来“新气象”⁹，他将焦点放在强化赛诺菲的研发技术，并带领塞诺菲打进国际市场。另一方面，他裁员超过 40% 的员工，并将非核心资产出售，因为他“只是不相信那些计划”。投资人对魏巴赫这一

连串的改革颇表欢迎，赛诺菲的股价一路平稳地从他 2006 年上任时的每股 25.62 美元，到他 2014 年离职时，已经上升到每股 56.43 美元的高峰¹⁰。

自掘坟墓

尽管魏巴赫为公司带来许多贡献，在他担任首席执行官的期间，赛诺菲可说是喜忧参半。他独特的管理风格与文化冲击，在董事会产生对立与不满。

魏巴赫强硬且不容置否的管理风格是众所周知的，而这样的行事风格董事会并不买单。身为首席执行官，他总是独断专行，即使是公司的重大决策也不与董事会咨询讨论，所以董事们往往对他的计划所知甚少。虽然他对自己扭转局面的策略信心十足，管理风格仍然使得他与董事之间的关系愈趋紧绷。在一次与美国《财富》（Fortune）杂志的访谈中，温伯格说：“董事会当时面对的是一位‘没有意愿沟通’的首席执行官，且情况每下愈况，董事们对他的信任越来越低，情况非常艰难。”¹¹ 他也提到，董事会一致认为在一家规模庞大、国际化且复杂的公司里，管理风格应该要更具包容性¹²。

非法籍首席执行官与泛法董事会之间的文化差异更加剧了两者之间的紧张情势。身为外来者，一旦对上了法国文化，魏巴赫实施的盎格鲁——萨克逊式管理风格，被董事会强烈质疑。2014 年 6 月，魏巴赫决定搬到美国波士顿，使得法国政府越来越担心赛诺菲把重心迁出法国本土。即使赛诺菲声称那仅是个人意愿的决定，并不会影响公司的营运¹³，但赛诺菲身为法国最大的公司之一，其根基已深植于本土企业与政治生活中，魏巴赫的决定显然有待商榷¹⁴。

燃烧的副作用：凤凰计划

2014 年 3 月底，魏巴赫秘密计划要将赛诺菲几项成熟药物（专

利过期的药品) 出售给彭博社 (Bloomberg)，但消息却不幸走漏让媒体得知了。在此之前，赛诺菲的董事会对这项名为凤凰计划的秘密行动完全不知情，魏巴赫一直以来都在未与董事会讨论的情况下暗中进行。董事会感到相当震惊，温伯格表示：“董事们是从媒体报导中得知这项计划的，如果他们知情的话，绝对不会允许这种事情发生”。根据报导，魏巴赫在被温伯格质问时一口否认了这项计划的存在¹⁵。

三周后，在2014年6月，另一个计划的文件被法国总工会 (The General Confederation of Labour) ——一个法国国际贸易联盟中心——泄漏给媒体。这份共计二十五页的文件，详细地记录了一项于5月6日呈给投资委员会的计划书，内容提到出售一个由成熟药物与低成长药物所组成，价值超过六十三亿欧元的投资组合¹⁶。这项出售计划影响了六个制造与物流据点，以及在欧洲的两千六百位员工，对当时正逢高失业率的法国，可以说是“不恰当、伤人”¹⁷，且“在法国非常敏感”¹⁸。当温伯格再一次针对这项未公开计划质问魏巴赫时，这位当时的首席执行官将这大规模的行动轻描淡写描述为一项“本地计划”¹⁹。

董事会里对魏巴赫的不满情绪日益高涨，导致董事们考虑要在2014年7月将他赶出公司。这也使温伯格在2014年9月初直接和魏巴赫讨论交接计划。

没有我会垮！

在尚未落幕的凤凰计划爆发后两个月，魏巴赫嗅到了董事会内部的不满氛围，促使他写信给董事会，说明他为甚么应该继续保有首席执行官的职位²⁰，也透露了他对温伯格一直很小心²¹。在2014年9月4日写下的这封信里，他提到：“最开始我是透过传闻注意到董事会主席积极地寻找下一任首席执行官，以接替我的职务。”²² 在信中并要求董事会就此问题做进一步的说明。然而他的要求并没有得到任何响应，魏巴赫因此威胁董事会，扬言将采取法律行动²³。

这封充满争议的信，与魏巴赫的个人看法，在2014年10月27日被刊登在《法国回声报》（Les Echos）上²⁴，使赛诺菲内部丑事暴露在大庭广众之下。温伯格怀疑这封信根本是魏巴赫自己泄漏出去的，因为只有首席执行官握有未署名的传阅信件副本，董事会成员收到的都是签过名的信件副本²⁵。

家丑外扬

2014年9月，也就是魏巴赫被解职前一个月，温伯格与魏巴赫达成交接计划的“共识”²⁶，也就是一旦魏巴赫下台，领导权将会和平移转。直到2014年10月27日这封信被泄漏前，协议都还看似坚固。温伯格认为，魏巴赫是为了要混淆视听恶意走漏信件，并意图背弃当时的君子协定（gentlemen's agreement）²⁷。

和平交接于是成了天方夜谭。信件的走漏也导致首席执行官与董事会决裂，瓦解了双方间原本就很薄弱的信任，遑论进行接班计划的协商。有鉴于此，董事会相信这位首席执行官“并不想用自然及信赖的方式合作”，于是，就如温伯格所说的：“董事会必须采取行动”²⁸。

2014年10月27日，也就是信件被公开的同一天，魏巴赫在一场在赛诺菲总部举行的会议上，再次要求对他未来去向做说明，却被温伯格以“首席执行官交接一事并不在议程上”为理由一口拒绝了²⁹。

2014年10月28日，赛诺菲的董事们被通知召开紧急会议³⁰。在2014年10月29日早上举行的临时董事会，董事们无异议地一致同意开除已在制药公司任职六年多的魏巴赫。这决定与董事会两天前的声明有很大的矛盾，不禁使外界质疑董事会为何突然改变心意？

风云变色：魏巴赫离开

2014年10月29日，在十五位董事一致同意解除魏巴赫的首席执行官职务后，魏巴赫与董事会长期以来的斗争画上了句点。在魏巴赫突如其来的离职后，董事会尚未能找人接手首席执行官一职的空缺。身为主席的温伯格被任命为代理首席执行官，这说明了一件事——董事会忽视了其制定接班计划的关键职责。温伯格在《财富》杂志的一篇文章中坦言：“董事会其实并不愿意见到魏巴赫离开，尤其是在没有接班人的情况下。”³¹

赛诺菲的董事会章程明确规定：提名与治理委员会的关键职责之一为：“确保公司的行政组织有合适的接班计划，特别是主席与首席执行官的部份，以便针对突发状况下产生的空缺提出替代解决方案。”³²既然如此，赛诺菲为什么没有拟定魏巴赫的接班人计划？

事实上，董事会曾尝试制定首席执行官接班计划。在魏巴赫就任首席执行官满三年的时候，董事会提出制定接班计划的要求³³，却被魏巴赫拖延阻拦，他压根儿就不想要找出潜在的接班人。

虽然制定一个完善的接班计划并不是董事会的首要任务，温伯格在一次与《财富》杂志的访谈中，帮赛诺菲辩护：“在欧洲，因为首席执行官通常被视为‘万能’的，所以董事会反应都会慢半拍。相较于欧洲其他公司董事会，赛诺菲处理这个问题是已经比较迅速的了。”³⁴

震后余波

魏巴赫突然地被解职使得投资人陷入恐慌，并引发连锁反应，使赛诺菲股价在这决定性的一天下跌4.5%。之后又因公司宣布最畅销、占公司营业额18%的抗糖尿病药物“兰得仕注射剂”（Lantus），在未来几年的销售将因削价竞争而持平，使公司股价创下近二十年来最大的单日跌幅。隔一天，2014年10月29日，赛诺菲的股价在巴黎与纽约更是跌到了最低点。

新任首席执行官

赛诺菲花了四个月的时间，终于在 2015 年 2 月找到接班人，由当时担任拜耳医药保健公司（Bayer's HealthCare AG）管理委员会主席的白理惟（Olivier Brandicourt）接替魏巴赫³⁵。在巴黎受过教育的他，显然让董事会相当满意，温伯格表示，白理惟对于赛诺菲所在的市场相当了解，他的“人格特质”也十分符合这个职位³⁶。在访谈过程中，温伯格又进一步说明，他想要的不仅是一位“有团队精神且可以沟通的人”，也是“拥有产业背景，同时熟悉美国市场的人”³⁷。这暗示着，在董事会的眼里，“管理风格”正是魏巴赫不及格的地方。

赛诺菲选择一位具有相当丰富国际经验的法国公民。除了要重振国际成长计划，白理惟也需要考虑重新订定与沟通公司的法国本地策略，这也是魏巴赫的盎格鲁——撒克逊管理制度惹怒法国官员以及法籍主导的董事会之处³⁸。

问题与讨论

1. 就案例中所述事件，请列出可能导致魏巴赫被开除的原因？请以董事会与首席执行官之间的文化差异以及关系加以评估。
2. 请具体说明您认为中高层（C-suite）主管与董事会之间应该维持着什么样的关系？
3. 首席执行官的角色与责任为何？一位好的首席执行官应该具备哪些条件？根据您列出的条件，请探讨魏巴赫在赛诺菲任职期间，是否为一位好的首席执行官？
4. 大家对魏巴赫被突如其来的离职反应为何？您认为赛诺菲对事发过程的处理是否恰当？
5. 一项好的接班计划该包含哪些要素？请解释为何明确的接班计划对于公司治理十分重要。

6. 提名委员会（即此案例中的提名与治理委员会）在接班计划中应扮演什么样的角色？赛诺菲的提名委员会是否适当地履行应尽职责？
7. 您认为整件事的发生应归咎于魏巴赫的程度为何？您认为谁应该为整起案件负起最终责任？
8. 如果您是温伯格，身为董事会以及提名与治理委员会的主席，面对一位不合作的首席执行官，您会如何处理在信息分享与接班计划上所遇到的问题？

附注

1. Sanofi. (2015). Annual report on form 20-F 2014, p. 2. Retrieved from http://en.sanofi.com/investors/news/financial_publications/financial_publications.aspx
2. Meek, T. (2013, May 24). A look back at Sanofi's merger with Synthelabo. Retrieved from http://www.pmlive.com/pharma_news/a_look_back_at_sanofis_merger_with_synthelabo_477146
3. Sanofi. (2014). Annual report on form 20-F 2013, p. 176. Retrieved from http://en.sanofi.com/investors/news/financial_publications/financial_publications.aspx
4. Sanofi. (2015). Annual report on form 20-F 2013, p. 182. Retrieved from http://en.sanofi.com/investors/news/financial_publications/financial_publications.aspx
5. World of CEOs Dossiers. (n.d.) Chris Viehbacher, CEO, Sanofi-aventis. Retrieved from: <http://www.worldofceos.com/dossiers/chris-viehbacher>
6. Whalen, J. (2014, October 29). Sanofi fires CEO as tensions boil over. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/sanofi-fires-ceo-christopher-viehbacher-1414571451>
7. Edwards, J. (2008, September 10). New CEO Veihbacher, plucked from the U.S., could de-frenchify Sanofi. CBS Moneywatch. Retrieved from <http://www.cbsnews.com/news/new-ceo-veihbacher-plucked-from-the-us-could-de-frenchify-sanofi/>
8. Hirschler, B. (2008, September 9). UPDATE 2-Glaxo's Viehbacher gets a top Sanofi job - source. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2008/09/09/glaxo-sanofi-idINL950118520080909>
9. Kollewe, J. (2014, October 29). Profile: Christopher Viehbacher, the 'smiling killer'. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2014/oct/29/christopher-viehbacher-sanofi-chief-executive>
10. Edwards, J. (2014, October 29). Drugmaker Sanofi fired its CEO and the stock is tanking. Business Insider Singapore. Retrieved from <http://www.businessinsider.sg/sanofi-fires-ceo-chris-viehbacher-2014-10/#.VSovgLqsCkR>
11. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. Fortune. Retrieved from <http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/>
12. Thomson, A. (2014, October 29). 'Style' clash cited as Sanofi ousts Chris Viehbacher. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3217352e-5f81-11e4-986c-00144feabdc0.html>

13. Ward, A. (2014, June 3). Chief of French pharmaceuticals group Sanofi moves to US. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/db1a4436-eb1e-11e3-9c8b-00144feabdc0.html#axzz3X9tgA4Oe>
14. Ward, A. (2015, February 20). Five big challenges facing Sanofi's new chief Olivier Brandicourt. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8cb2611a-b900-11e4-b8e6-00144feab7de.html>
15. Bloxham, E. (2014, October 30). Sanofi's CEO ouster: A snowball of bad judgment calls. Fortune. Retrieved from <http://fortune.com/2014/10/30/sanofis-ceo-ouster-a-snowball-of-bad-judgment-calls/>
16. Huet, N. (2014, July 16). Sanofi held talks with Abbott, Mylan about mature drugs - document. Reuters. Retrieved from <http://uk.reuters.com/article/2014/07/16/uk-sanofi-sale-idUKKBN0FL11420140716>
17. Sean Farrell, J. K. (2014, October 29). Sanofi chief Chris Viehbacher sacked in boardroom row. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2014/oct/29/sanofi-chris-viehbacher-sacked>
18. Bennett, S., & Torsoli, A. (2014, June 4). Sanofi CEO's Move to U.S. Adds To French Concern on Clout. Bloomberg Business. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-06-03/sanofi-says-ceo-viehbacher-moves-to-u-s-for-personal-reasons>
19. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. Fortune. Retrieved from <http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/>
20. Edwards, J. (2014, October 29). Drugmaker Sanofi fired its CEO and the stock is tanking. Business Insider Singapore. Retrieved from <http://www.businessinsider.sg/sanofi-fires-ceo-chris-viehbacher-2014-10/#.VSovgLqsCkR>
21. Huet, N., & Noelle, M. (2014, October 29). Behind the scenes of Sanofi's boardroom bust up. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/10/29/us-sanofi-results-ceo-idUSKBN0IH1TM20141029>
22. Viebacher, C. (2014, September 5). Sanofi lettre confidentielle de Chris Viehbacher au Board. Retrieved from http://www.slideshare.net/jm_cedro/sanofi-lettre-confidentielle-de-chris-viehbacher
23. Huet, N., & Noelle, M. (2014, October 29). Behind the scenes of Sanofi's boardroom bust up. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/10/29/us-sanofi-results-ceo-idUSKBN0IH1TM20141029>
24. Huet, N. (2014, October 27). Sanofi chief wrote to board asking to keep his job:

- Les Echos. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/10/27/us-sanofi-sa-chief-letter-idUSKBN0IG1HY20141027>
25. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. *Fortune*. Retrieved from <http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/>
 26. *Ibid.*
 27. *Ibid.*
 28. *Ibid.*
 29. Dennis, M. (2014, October 29). Sanofi board votes to remove Christopher Viehbacher as CEO. *FirstWorld Pharma*. Retrieved from <http://www.firstworldpharma.com/node/1242842#axzz3Wp0iTHTS>
 30. Whalen, J. (2014, October 29). Sanofi fires CEO as tensions boil over. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/sanofi-fires-ceo-christopher-viehbacher-1414571451>
 31. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. *Fortune*. Retrieved from <http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/>
 32. Sanofi. (2013, October 29). Sanofi Board Charter. Retrieved from http://en.sanofi.com/Images/30256_Board_Charter2013_EN.pdf
 33. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. *Fortune*. Retrieved from <http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/>
 34. *Ibid.*
 35. Ward, A. (2015, February 19). Sanofi appoints Brandicourt as CEO. *Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/beebedce-b880-11e4-b6a5-00144feab7de.html#axzz3X9tgA4Oe>
 36. Bisserbe, N. (2015, February 20). Sanofi names Olivier Brandicourt CEO. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/sanofi-appoints-olivier-brandicourt-chief-executive-1424383378>
 37. Thomson, A. (2015, February 5). Sanofi to appoint chief executive by the end of March. *Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c1580ef8-ad0f-11e4-a5c1-00144feab7de.html#axzz3X1mKEpjC>
 38. *Ibid.*

寻找企业道德的爱生雅

个案大纲

2014年11月,《瑞典日报》(Svenska Dagbladet)发表了一篇调查报告,细述瑞典跨国集团——爱生雅集团(Svenska Cellulosa Aktiebolaget AB,以下简称爱生雅)潜在的超额薪酬问题¹。爱生雅的管理层滥用公务飞机与位于韩瓦伦(Henvålen)的打猎小屋,在平等主义至上的瑞典引起一阵轩然大波。接下来的数月,这项丑闻引发了内部调查,随后公司便将数名重要高管从爱生雅与其关联企业中撤职。本个案主旨为探讨公司治理政策能够处理超额薪酬的程度;董事会的监管角色;企业道德;以及瑞典极度重视的积极所有权(active ownership)公司治理模式的有效性。

爱生雅: 瑞典的伐木工

爱生雅创立于1929年,并在1950年于瑞典证券交易所(Swedish stock exchange,即斯德哥尔摩建券交易所的前身)挂牌上市²。从那时起逐渐发展为一家以个人护理、纸巾、及林业,三个核心事业群为主的公司,也是欧洲最大的私人林地所有者。名下有2.6公顷的林地³,除了满足欧洲市场的广大需求,更兼顾环境永续发展的目标⁴。爱生雅曾获颁多项永续发展大奖,名列富时全球永续指数(FTSE4 Good Global Sustainability Index)以及道琼欧洲永续性指数(Dow Jones Sustainability Europe Index)成分股之一。⁵

股东的权力

瑞典拥有一套受到国际社会青睐的独特公司治理模式⁶。在这个国家,公司治理属于股东的责任^{7,8},相较于英国与美国由市场

机制控制的公司治理模式⁹，形成极大的对比。瑞典公司法¹⁰与公司治理守则鼓励股东积极参与公司内部管理决策。有些人认为，集中且积极的股权“偏好从长期着眼”，能为公司创造稳健的环境，使公司得以从失误中进步。¹¹

但批评者则质疑爱生雅的管理层采用的部分瑞典公司治理模式，包括集中且积极的股权、股东领导的提名委员会，以及外部审计人员有更多的参与。

集中且积极的股权

在瑞典，集中型的股权结构非常普遍¹²，超过半个瑞典证券市场都由 Industrivärden AB 投资控股集团与银瑞达集团（Investor AB）掌控¹³。相对于美国或是英国的公司治理模式，在瑞典模式之下，集中型股权赋予股东更多责任，而爱生雅也不例外。

截至 2014 年 12 月 31 日，爱生雅的两大大股东（就投票权而言）为 Industrivärden AB（29.52%）以及瑞典商业银行（Handelsbanken, Handels, 以下简称瑞典商银）（14.3%）¹⁴。透过基金会与基金¹⁵，Industrivärden、爱生雅、以及瑞典商银建立起复杂的交叉持股网络。双重股权再加上交叉持股，使得 Industrivärden 虽然仅拥有 10.06% 的有效经济利益，却握有爱生雅 29.52% 的投票权。¹⁶

各关联公司董事会共享董事的情形，也同样复杂。这个体制让安德斯·尼伦（Anders Nyren, 以下简称尼伦）身为爱生雅的董事会成员，得以批准董事主席斯韦克·马丁-洛夫（Sverker Martin-Löf, 以下简称马丁-洛夫）的航班赔偿；相对地，马丁-洛夫身为董事主席，也可以批准尼伦在 Industrivärden 的要求¹⁷。如此一来，同一个体制下工作的高层管理人员与董事会成员便得以相互签核。

股东主导的提名委员会

相对于美国与英国，瑞典公司治理模式下的积极股权让股东在股东会时能够发挥更大的影响力，也倡导所有人、董事会，以及执行委员会三者之间达到更佳的权利均衡。¹⁸

在瑞典公司治理结构之下，一个由股东所组成的委员会负责处理提名与薪酬事务，其职务包括在年度股东大会（Annual General Meeting）上献出提议。依循此种积极股权模式，爱生雅由股东主导的委员会负责提名董事会成员与公司的审计人员，以及他们各自的薪酬。委员会成员若不是在股东大会上直接被指派，便是透过特定会议程序而产生。为确保提名委员会正直行事，提名委员会里对于非独立成员有人数上的限制。

爱生雅的提名委员会由公司最大股东（投票权而言）的代表，以及前董事主席马丁－洛夫所组成¹⁹。Industrivärden 与瑞典商银的代表占了提名董事会绝大部分席次。过去几年里，爱生雅的提名委员会通过了让重要董事得以连选连任的提案，而这项规定也适用于自 2002 年以来便一直担任主席的马丁－洛夫。²⁰

外部审计人员的角色

一般而言，瑞典的外部审计人员须在年度股东大会中直接向被任命为提名委员会成员的股东们报告，此外，他们也被瑞典审计专业监管机构——瑞典注册会计师协会（FARSRS）——赋予其他责任。

在瑞典，审计人员的角色包括检视管理阶层在公司的行政绩效²¹。普华永道（PwC）自 2000 年起开始为查核爱生雅的会计师事务所，除了为财务报表及法律遵循提供确信，也需为公司的行政管理与所提的盈余分派做确信。另外，瑞典审计人员也需就是否在年度股东会上向股东们汇报与免除董事会以及（或）执行长提出建议。当董事会的行事方式导致公司承担重大责任或损失时，审计人员就是否免除此种责任提出建议的义务便会产生²²。给予

免除责任的决议便意味着公司放弃了就决议涵盖范围内的事项控告董事会成员以及高管人员的权利。²³

爱生雅的超额薪酬

身为大片林地的所有者，爱生雅颁布了狩猎规定以协助确保其森林地的永续性。作为规定的一部分，占地九千四百英亩的韩瓦伦林地，是爱生雅为狩猎所做的投资项目。根据爱生雅首席执行官扬·约翰松（Jan Johansson，以下简称约翰松）所述，“对爱生雅来说，拥有属于自己的、可供全年使用的设施是非常重要的。”²⁴ 于是韩瓦伦便被当作“邀请顾客、合作伙伴，以及举办员工狩猎与会议”的场所²⁵。2011年，爱生雅为董事主席马丁－洛夫的好友——马斯欧·桑德韦斯特（Maths O. Sundqvist）所有的韩瓦伦狩猎设施投入了五千万瑞典克朗²⁶。2012年，爱生雅高管正式开始在韩瓦伦举行狩猎活动，并经常邀请商业伙伴加入²⁷。据估计，爱生雅为了位于原麋鹿狩猎地的韩瓦伦林地，投资高达一亿瑞典克朗²⁸。狩猎之旅要价不菲，而来自内部参与者的比例更是不容小觑。²⁹

除此之外，爱生雅的主管们据称也会带亲属搭乘公司的飞机。例如，约翰松与其女儿利用公司的商务飞机前往2014年世界杯足球赛，大约花了五百万瑞典克朗³⁰。虽然爱生雅的规定允许员工携伴，但必需要在行程发票上记录姓名，以确保员工支付亲属的旅行花费。然而，证据显示，在许多情况下，尽管公司的商务飞机飞行纪录上明明有亲属的姓名，行程发票上却往往只有员工的姓名。³¹

另外，马丁－洛夫被指控以“紧急会议”的名义，使用爱生雅的飞机往来斯德哥尔摩与他在厄斯特松德的度假小屋。诸如此类的“紧急会议”在2010年与2014年之间，估计让爱生雅支付了四百九十万瑞典克朗。³²

平等的乌托邦？

瑞典在2012年的基尼系数(Gini coefficient)极低,仅有0.2733,瑞典对于平等主义态度坚决,且时常被当作社会重分配的模范。在此背景下,高管滥用公司资源的丑闻,让Industrivärden与其关联企业遭受猛烈抨击³⁴,也让评论家质疑其他国家以瑞典公司治理模式作为榜样是否正确^{35,36}。为了合理化爱生雅高层主管的行为,Industrivärden的董事主席尼伦表示:瑞典是一个“非常小的国家”,有能力经营如爱生雅一样规模企业的人才是处在“一个关系紧密且具有影响力的圈子”³⁷。尽管有令人存疑的企业支出,首席执行官约翰森仍享有“金鸡母”³⁸的美誉,而2014年破纪录的获利即是最佳左证。

若要人不知,除非己莫为

2014年11月消息发布之后,爱生雅的董事会委托了五百位会计人员对公司做两项的独立审计查核³⁹。两份查核报告都表示爱生雅“已遵循瑞典法律以及其公司章程。”⁴⁰虽然普华永道出具了无保留意见,它仍加注了一个“不允当表达”项目,因为爱生雅并没有百分之百遵循其公司章程。自调查开始以来,仅36%的差旅费确实被请款与支付⁴¹。普华永道也认为那些“紧急”会议是早已计划好的,提高了马丁-洛夫“滥用”公司资产的可能性⁴²。随后,在《瑞典商业时报》进行第二次查核工作后,爱生雅修改了公司章程,不准员工亲属搭乘公司公务飞机。⁴³

大扫除：董事会的改造

2015年1月22日,爱生雅宣布在董事会任职29年的马丁-洛夫将不会参与选举⁴⁴。瑞典商银的执行长,同时也是爱生雅与Industrivärden的董事会成员佩尔·波曼(Pär Boman,以下简称波曼),接替担任爱生雅董事主席,并替代尼伦成为瑞典商银的董事主席⁴⁵。不到一个月的时间,约翰森便于2015年2月10日

从首席执行官的职位退下，表示调查行动分散了他的注意力，使他无法专心经营公司⁴⁶。不久之后，爱生雅的副首席执行官被指控和他的妻子搭乘公司的商务飞机，最终也步上马丁 - 洛夫的后尘。⁴⁷

终于，在 2015 年 4 月 27 日，时任 Industrivärden 首席执行官的尼伦，因为不获得股东支持接替马丁 - 洛夫空出的董事主席职位，受到很大的打击。取而代之，股东们终结了他的首席执行官职业生涯，另立福莱迪克·伦德伯格 (Fredrik Lundberg，以下简称伦德伯格) —— 公司大股东兼实业家，也是 Industrivärden 的前董事会成员 —— 为 Industrivärden 的新董事主席。马丁 - 洛夫形容尼伦的撤职为“伦德伯格一方军变般的夺权”⁴⁸。据称，事件的始作俑者正是伦德伯格本人与波曼⁴⁹，后者则在当年早些时候接替了尼伦成为瑞典商银的董事主席，同时也接任爱生雅的董事主席并在商务机丑闻之后整顿公司。⁵⁰

继续寻觅？

波曼因其在爱生雅以及关联企业的职位，握有很大的权力 —— 比任何一位前任董事主席都要来的大⁵¹。除了同时担任瑞典商银的首席执行官与董事主席，波曼当时也是爱生雅的董事主席与 Industrivärden 的董事会成员。他安排心腹伦德伯格成为 Industrivärden 的新任董事主席。伦德伯格不但是瑞典商银的副董事主席，也是集团中另一个企业 —— 瑞典钢铁生产公司 (SSAB) —— 的董事会成员。两人则分别自 2002 年与 2006 年起担任瑞典商银的董事⁵²。然而，波曼据称是一位非常有原则的人，体现了瑞典商银的精神 —— 节俭、勤劳，以及负责⁵³。这样的安排是否会改进集团内的公司治理？又或者，公司将寻觅适当的公司治理模式？

问题与讨论

1. 请举出爱生雅高层的超额薪酬得以不被察觉的主要原因有哪

些？试评估爱生雅的公司治理制度对于防范此种情形的有效性。

2. 基于董事会成员与重要高管等人事调动，试评论这些改变对于防治类似情形的有效性。您认为还能采取哪些措施？
3. 在您的国家，外部审计人员在整体公司治理架构里所扮演的角色是什么？其与爱生雅案例中的责任范围有哪些异同？试比较两者，并说明您的偏好及原因。
4. 请讨论瑞典公司治理制度的主要特色。这样的制度在您的国家是否合适可行？
5. 考虑到波曼与伦德伯格各别担任董事以及高管的机构数目，您认为这样的安排可能会引起哪些与公司治理有关的问题？

附注

1. Cervenka, A. & Isacson, T. (2015, January 18). Independent review of SCA's business aviation at once. SvD Naringsliv. Retrieved from <http://www.svd.se/oberoende-granskning-om-scas-affarsflyg-pa-gang>
2. SCA. (n.d.) History. Retrieved from http://www.sca.com/en/About_SCA/SCA_in_Brief/History/
3. SCA. (n.d.) SCA Forest products at a glance. Retrieved from http://www.sca.com/en/about_sca/scas-business-and-operations-worldwide/sca-forest-products-at-a-glance/
4. SCA. (n.d.) Market for SCA forest products. Retrieved from http://www.sca.com/en/About_SCA/SCAs-business-and-operations-worldwide/SCA-Forest-Products-at-a-glance/Market-for-SCA-Forest-Products/
5. SCA. (n.d.) Sustainability awards and ratings. Retrieved from <http://www.sca.com/en/Sustainability/Sustainability-ratings-awards-indexes-SCA/>
6. Thomsen, S. (2014, November 4). Nordic Corporate Governance and Industrial Foundations. Center for Corporate Governance, Copenhagen Business School. Retrieved from <http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/11/Industrial-Foundations-and-the-Nordic-Model-III.pdf>.
7. PwC. (2015, March). Shareholder activism. Retrieved from <https://www.pwc.com/us/en/corporate-governance/publications/assets/pwc-shareholder-activism-full-report.pdf>
8. Swedish Corporate Governance Board. (n.d.) A brief history of corporate governance. Retrieved from <http://www.corporategovernanceboard.se/corporate-governance/history>
9. Thomsen, S. (2003). The convergence of corporate governance systems to European and Anglo-American standards. *European Business Organization Law Review*, 4(01), 31-50.
10. Swedish Corporate Governance Board. (n.d.) The ownership role. Retrieved from <http://www.corporategovernanceboard.se/corporate-governance/swedish-corporate-governance/swedish-corporate-governance-model/ownership-role>
11. Milne, R. (2013, March 20). Scandinavia: model management. *Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e0f4bc0e-81c2-11e2-ae78-00144feabdc0.html#axzz3ql6XhaLD>

12. Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
13. Milne, R. (2013, March 20). Scandinavia: model management. *Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e0f4bc0e-81c2-11e2-ae78-00144feabdc0.html#axzz4BhUw0SSs>
14. SCA. (2014). SCA Annual Report 2014. Retrieved from <http://www.sca.com/en/IR/Reports/Annual-reports/Annual-reports/2014/SCA-Annual-report-2014/>
15. Milne, R. (2015, November 9). Swedish companies unwind investments exposed by jet scandal. *Financial Times*. Retrieved from <https://next.ft.com/content/3df69252-861a-11e5-90de-f44762bf9896>
16. Calculations with regards to the group's cross shareholding ownership is made by the group.
17. Duxubury, C. & Zander, C. (2015, April 27). Swedish corporate jet scandal topples another CEO. *Wall Street Journal*. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/swedish-corporate-jet-scandal-topples-another-ceo-1430137415>
18. Swedish Corporate Governance Board. (2010). The Swedish Corporate Governance Code. Retrieved from http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf
19. SCA. (2014). Nomination Committee prior to 2014 AGM. Retrieved from <http://www.sca.com/Documents/en/AGM/2014/NOMINATION-COMMITTEE-PRIOR-TO-2014-AGM.pdf?epslanguage=en>
20. SCA. (2002). SCA Annual Report 2002. Retrieved from http://www.sca.com/Documents/en/Annual_Reports/Annual_Report_2002_en.pdf
21. Öhman, P., & Wallerstedt, E. (2010). The development of audit regulation in Sweden and the strengthening of the position of the profession. Retrieved from http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-95_FINAL_paper.pdf
22. Lekvall, P. (2009). The Swedish corporate governance model. *The handbook of international corporate governance*, 2, 368-376. Retrieved from http://www.corporategovernanceboard.se/UserFiles/archive/515/the_swedish_corporate_governance_model_-_article_in_the_iod_handbook_2009.pdf
23. Svernlöv, C. (2007). Discharge from liability in the Swedish listed company. Swedish Corporate Governance Board. Retrieved from <http://www.corporategovernanceboard.se/media/8983/discharge%20from%20liability%20in%20the%20swedish%20listed%20company%20by%20carl%20svernl%C3%B6v.pdf>

24. Zachrisson, O. (2011, October 10). Det är inte bortkastade pengar. SvD Näringsliv. Retrieved from <http://www.svd.se/det-ar-inte-bortkastade-pengar>
25. Ibid.
26. Ibid.
27. Cervenka, A. (2015, April 7). SCA bjuder på lyxig vildsvinsjakt. SvD Näringsliv. Retrieved from <http://www.svd.se/sca-bjuder-pa-lyxig-vildsvinsjakt>
28. Crouch, D. (2015, February 11). Swedish jet scandal claims seventh scalp. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/feb/11/sca-company-jet-scandal-rocks-sweden>
29. SCA. (2015, April 8). Press release and press conference invitation. Retrieved from <http://www.sca.com/Global/Press/2015/Press-release-April-8-2015-Svante-Forsberg-och-Johan-Munck.pdf?epslanguage=en>.
30. Cervenka, A & Isacson, T. (2015, April 9). Åklagare kritisk till SCA-utredares slutsats. SvD Näringsliv. Retrieved from <http://www.svd.se/aklagare-kritisk-till-sca-utredares-slutsats>
31. Cervenka, A & Isacson, T. (2015, February 6). SCA mörkade familjens namn på flygfakturor. SvD Näringsliv. Retrieved from <http://www.svd.se/sca-morkade-familjens-namn-pa-flygfakturor>
32. Cervenka, A & Isacson, T. (2015, April 9). Martin-Löf överutnyttjade flyget. SvD Näringsliv. Retrieved from <http://www.svd.se/martin-lof-overutnyttjade-flyget>
33. OECD. (n.d.) OECD Income Distribution Database (IDD). Retrieved from <http://www.oecd.org/social/income-distribution-database.htm>
34. N.A. (2015, January 22). Swedish corporate shake-up after scandal. Financial Times. Retrieved from www.ft.com/fastft/2015/01/22/swedish-corporate-shake-up-after-scandal/
35. Milne, R. (2016, April 6). Corporate scandals tarnish Sweden's squeaky-clean image. Financial Times. Retrieved from <https://next.ft.com/content/6bf9ec82-fbed-11e5-8f41-df5bda8beb40>
36. N.A. (2016, April 10). Sweden sets an example in corporate governance. Financial Times. Retrieved from <https://next.ft.com/content/34107b60-fd78-11e5-b3f6-11d5706b613b>
37. Milne, R. (2015, January 22). Private jet scandal gives Swedish giant rough ride. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/66e6590c-a206->

11e4-bbb8-00144feab7de.html#axzz3qirKlwoU

38. Crouch, D. (2015, February 11). Swedish jet scandal claims seventh scalp. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/feb/11/sca-company-jet-scandal-rocks-sweden>
39. Crouch, D. (2015, April 27). Sweden corporate jet scandal claims another victim. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/74ba086c-ecca-11e4-b82f-00144feab7de.html#axzz3qG696spa>
40. SCA. (n.d.) Board of Director's on the investigation reports: SCA's representatives acted in compliance with Swedish law and company's policies. Retrieved from <http://www.sca.com/Documents/Cision/documents/2015/20150408-board-of-directors-on-the-investigation-reports-scas-representatives-acted-in-compliance-with-swedish-law-and-companys-policies-en-0-997152.html?epslanguage=en>
41. Cervenka. A & Isacson. T. (2015, April 9). Åklagare kritisk till SCA-utredares slutsats. SvD Naringsliv. Retrieved from <http://www.svd.se/aklagare-kritisk-till-sca-utredares-slutsats>
42. Cervenka. A & Isacson. T. (2015, February 6). SCA mörkade familjens namn på flygfakturor. SvD Naringsliv. Retrieved from <http://www.svd.se/sca-morkade-familjens-namn-pa-flygfakturor>
43. Cervenka. A & Isacson. T. (2015, April 9). Åklagare kritisk till SCA-utredares slutsats. SvD Naringsliv. Retrieved from <http://www.svd.se/aklagare-kritisk-till-sca-utredares-slutsats>
44. The Local. (2015, January 23). How private jets took down a Swedish giant. Retrieved from <http://www.thelocal.se/20150123/one-of-swedens-most-powerful-businessmen-quits>
45. Crouch, D. (2015, April 27). Sweden corporate jet scandal claims another victim. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/74ba086c-ecca-11e4-b82f-00144feab7de.html#axzz3qG696spa>
46. Crouch, D. (2015, February 11). Swedish jet scandal claims seventh scalp. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/feb/11/sca-company-jet-scandal-rocks-sweden>
47. Ibid.
48. Crouch, D. (2015, April 27). Sweden corporate jet scandal claims another victim. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/74ba086c-ecca-11e4-b82f-00144feab7de.html#axzz3qG696spa>

49. Crouch, D. (2015, April 28). Sweden's corporate jet scandal claims fresh victim. Financial Times. Retrieved from <https://next.ft.com/content/74ba086c-ecca-11e4-b82f-00144feab7de>
50. Ibid.
51. N.A. (2015, May 13). Systemet Som Slog Tillbaka. Affärsvärlden. Retrieved from <http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article3907441.ece>
52. Handelsbanken. (2014). 2014 Annual Report. Retrieved from www.handelsbanken.com/shb/inet/icensv.nsf/.../investor.../hb_14_highlights.pdf
53. Milne, R. (2015, January 20). Handelsbanken's Pär Boman carves his own path. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7d0a12ea-9fcd-11e4-aa89-00144feab7de.html#axzz4BhUw0SSs>

西卡集团：阿尔卑斯山的雪崩

个案大纲

2014年12月，法国圣戈班集团(Saint-Gobain, 以下简称圣戈班)，与瑞士西卡集团(Sika, 以下简称西卡) 的创始家族——柏卡德家族(the Burkards) 达成协议，以二十七亿五千万瑞士法郎，取得西卡 16.1% 股权。此项交易包含了为取得股权所附带的优先表决权(superior voting rights) 的溢价。如此一来，尽管只拥有 16.1% 股权，圣戈班仍得以掌握西卡 52.4% 表决权。公司章程中有一条规定提到，当一持股者取得三分之一以上的表决权时，可以规避强制要约收购。因此，圣戈班虽然拥有绝大部分的表决权，却不需要对全体股东发出公开收购要约。这样的情况迫使了西卡的管理阶层、董事们，以及股东介入此交易以保障公司与股东们的利益。本个案主旨为：双重股权制(dual class share structure) 的优缺点；双重股权制在不同国家的差异；制度与法律环境对双重股权结构的影响；以及选择性退出条款(opt-out provision) 如何影响不同利害关系人的利益与权利。

家族事业的终点

西卡(Sika AG) 是一家专业化学公司，在公元 1910 年由卡士柏·温克勒(Kasper Winkler) 在瑞士创办。在过去一世纪的发展历程中，其事业版图已遍及欧洲、南美洲与亚洲¹。西卡的掌舵者为柏卡德家族第四代成员。罗穆亚德·柏卡德(Romuald Burkard) 创立了信可温克勒控股公司(Schenker-Winkler Holdings, SWH, 以下简称信可控股)，以维持家族对西卡的控制，借着双重股权，尽管柏卡德家族仅持有 16.1% 股权，却拥有西卡 52.4% 的表决权²。

眼看着公司连年亏损，西卡掌舵者毅然决然将家族持有的股权，以超过 78% 的市场溢价，卖给他们的法国对手——圣戈班³。这

个决定引发公司管理阶层与小股东的强烈反对。一些人认为这笔收购毫无策略性可言，另一些人则认为这对其他没被圣戈班收购的股东很不公平⁴。万一西卡管理阶层与董事们无法推翻这个决定，公司便会落入他们强力的竞争者手中。这使得西卡董事会与管理阶层采取行动，力挽狂澜⁵。

开战

双方的争执点在于西卡公司章程中的一项特别条款。在瑞士，这项特别条款的立意为防止潜在投资者在取得三分之一以上流通在外股本后，出价购买整家公司⁶。而这项特别条款在1988年被纳入西卡的公司章程⁷。

在2014年12月8日西卡董事会与管理阶层宣布不支持控制权变动后，西卡与圣戈班的股价大跌⁸。西卡的高阶管理人甚至明确表示，如果这笔收购交易成功，他们将集体辞职⁹。对此，信可控股在12月10日要求在年度股东会(Annual General Meeting)前，召开特别股东会(Extraordinary General Meeting)，企图撤换反对出售股权案的董事会主席保罗·黑格(Paul Hälg)以及其他两位独立董事——莫尼卡·里巴(Monika Ribar)和丹尼尔·所特(Daniel Sauter)¹⁰。

不计代价保护西卡

西卡的管理阶层为即将于2015年4月14日举行的年度股东会拟订计划。由于信可控股对此议案有利益冲突的疑虑，西卡管理阶层试图将信可控股的表决权限缩至5%，以防止其行使全部的表决权。除此之外，2014年12月23日，一股东以选择性退出条款对小股东不利为由，提案把选择性退出条款从西卡公司章程中删除。2015年1月，西卡发布了一份新闻稿，声明超过35%的股东支持西卡董事会与管理阶层为保护公司与利害关系人权益的行动¹¹。

2015年1月26日，董事会决议将信可控股的表决权限缩至法定的5%，旨在防范圣戈班在西卡年度股东会中间接地利用表决权通过有利圣戈班的提案¹²。在西卡集团现有的公司章程中有一条规定，限制股东拥有超过总注册股数5%的表决权。以往，柏卡德家族因为历史渊源，得以豁免不受制于此条款，但现在，这项特权与召开特别股东会的权利，都因其股权实际上因移转给圣戈班而丧失¹³。

选择退出条款的合法性

西卡董事会与管理阶层的主张受到许多股东的支持。有一群股东，其中包括比尔及梅琳达·盖茨基金会（Bill and Melinda Gates Foundation Trust，以下简称盖茨基金会）以及卡斯凯德投资公司（Cascade Investment LLC），为查明选择性退出条款是否合法，主动向瑞士并购委员会（Takeover Board of Switzerland）申请调查¹⁴。2015年3月5日，并购委员会裁定选择性退出条款原则上是合法，但对于圣戈班是否可以在此笔交易中要求适用此条款有所存疑¹⁵。然而，2015年4月1日，并购委员会最终裁定巩固圣戈班在收购案中的地位，选择性退出条款适用于信可控股被圣戈班收购交易一案，圣戈班也因此不需要向西卡其它股东发出收购要约，此外，并购委员会也裁定圣戈班收购取得西卡表决权也没有遭到滥用¹⁶。这项裁定也在2015年5月4日受到上级瑞士金融市场监督管理局（Swiss Financial Market Supervisory Authority，以下简称金管局）的认可¹⁷。对于瑞士金管局的裁定，这群股东向瑞士联邦行政法院（Federal Administrative Court，以下简称行政法院）提出上诉¹⁸。

与限制搏斗

鉴于近期不利的行政裁定，西卡董事会决定限制信可控股与圣戈班对公司的影响力。在2015年4月14日的年度股东会上，西卡董事会寻求使用条款限制信可控股对特定议案的表决权，包括：六位董事会成员连任案，包括：里巴、黑格、所特、利兹·凡·迪

克（Frits van Dijk）、乌尔里西·苏特（Ulrich Suter）以及特里斯多夫·拖布勒（Christoph Tobler）；信可控股推举新任董事候选人马克斯·罗斯勒（Max Rosele）议案；董事会主席连任案；以及除了家族代表乌尔斯·柏卡德（Urs Burkard）以外的提名委员会成员，与薪酬委员会成员连任案。

另外，有一群股东也提出自己的议案，这群股东要求特别审计师对此项并购案进行调查，以及成立一专家委员会监督董事会行为，以保障股东权益，这些议案在股东都通过¹⁹。然而，移除选择性退出条款的议案却没通过²⁰。

为了回击，信可控股在2015年6月直接向瑞士楚格（Zug）高等法院上诉，要求解除股东会议案表决权的限制，同时也申请单方命令（ex parte order），避免在2015年7月即将举行的特别股东大会上，表决权受到限制。高等法院驳回信可控股的上诉²¹。而在此之前，信可控股为了2015年4月举行的年度股东会，向最高法院与州政府申请相同的单方命令也同样地遭拒²²。

年度股东会结束之后，金管局驳回盖茨基金会与卡斯凯德投资在2015年5月初提出的上诉，更进一步为并购委员会对选择性退出条款的适用性在西卡股权收购一案背书，这使得圣戈班可以继续进行此笔交易，而不需向西卡其余股东发出收购要约²³。这群股东不服判决，针对金管会驳回，再向行政法庭提出上诉²⁴。

在股东年会后：特别股东会结果出炉

尽管欧盟早在2015年7月24日举行的特别股东会之前，便批准圣戈班对西卡的收购交易²⁵，但由于未能向法院申请到单方命令，对信可控股案在特别股东大会上产生不利的影 响。西卡董事会在特别股东大会上，顺利地将信可控股的表决权缩至5%，并否决信可控股提出要求反对收购案三位董事——董事会主席黑格与其他两位独立董事一起下台的提案²⁶。因为信可控股的表决权被限制在5%，在特别股东大会上，有高达86%的股东反对将三名董事除名议案²⁷。黑格对股东强力支持感到惊讶，表示：“国内外

投资人、政治家与经理人从来没有像今天一样，对这项交易如此强烈抵制。”²⁸ 在信可控股提案受阻后，柏卡德家族发布了一份新闻稿，重申立场，强调仍然会坚持出售持有西卡三十亿欧元股份的承诺²⁹。

2015年9月1日，瑞士行政法庭裁定，根据西卡公司章程中的选择性退出条款，圣戈班不需因收购少数股权取得多数表决权，而负起责任向西卡其他股东发出收购股份要约³⁰。在声明稿中，行政法院强调此判决为最终裁定，不得再行上诉³¹。两周过后，瑞士竞争委员会（Swiss Competition Commission）于2015年9月15日，批准圣戈班对西卡的收购³²。

西卡的未来

2016年4月12日，西卡的年度股东大会上，董事会主席黑格再一次地限制创始家族柏卡德的表决权至5%，使六位董事得以续任一年³³。这举动在瑞士法庭引发争论³⁴，而双方人马都没有退让之意。为取得更多支持，圣戈班向西卡员工保证，将在不裁员的情况下，加速公司的发展，而西卡总部以及股票上市交易所也会留在瑞士³⁵。与此同时，西卡集团的股东，包括盖茨基金会与卡斯凯德投资，依旧表态支持黑格，拒绝圣戈班的收购。贾斯汀·豪尔（Justin Howell）代表盖茨基金会表示，他们希望可以为瑞士甚至世界上更多地方创造先例，力挺良好的公司治理，而不任人摆布³⁶。

西卡的命运目前掌握在瑞士法院手中，预计将在2016年底之前，董事会限制柏卡德家族对西卡重要议案表决权的合法性³⁷。在那之前，西卡收购之战将会持续下去，谁是赢家，仍无定论。

问题与讨论

1. 西卡是一家发规模庞大且有双重股权制的家族企业。请探讨双重股权制的优缺点。

2. 请比较西卡、Facebook 以及 Google 的双重股权制对移转优先表决权（superior voting rights）予外部投资者的规定。您的偏好为何？请说明。
3. 请就西卡的利害关系人采取行动的有效性做出评论。还有没有其它可以保护其权益的方法？
4. 您认为新加坡应该允许双重股权制吗？新加坡与其他国家（例如：美国、瑞士）在制度与法律环境上的差异是否会影响双重股权制的适当性？
5. 瑞士道义基金会（Ethos Foundation）因为选择性退出条款所引发的问题，成立了一团体争取支持废除该条款。为响应，瑞士联邦委员会（Swiss Federal Council）决定在证券交易法（Stock Exchange Act）中，纳入限制选择性退出条款适用范围的规定。请说明股东维权主义（shareholder activism）所扮演的角色与其带来的影响。

附注

1. Sika AG. (2015). 1910: The Start of Sika. Retrieved from <http://www.sika.com/en/group/Aboutus/History/Thestartofsika.html>
2. Allen, M., (2014, December 16), Sika bid tests Swiss takeover system. Retrieved from http://www.swissinfo.ch/eng/family-first_sika-bid-tests-swiss-takeover-system/41172880
3. Zuger Zeitung. (2015). Sika family holding company calls for extraordinary AGM. Retrieved from http://www.zug4you.ch/sika_family_holding_company_calls_for_extraordinary_agm.html
4. Baghdjian, A. (2016, April 13). Sika's fight against Saint-Gobain drags on as board renewed. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-12/sika-caps-voting-rights-of-controlling-family-seeking-to-sell-up>
5. Revill, J. (2015, April 15). Sika exposed to takeover after shareholder vote on charter. Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/sika-exposed-to-takeover-after-shareholder-vote-on-charter-1429102954>
6. The Economist. (2015, February 21). A controversial takeover attempt has exposed a gap in shareholders' rights. Retrieved from <http://www.economist.com/news/business/21644173-controversial-takeover-attempt-has-exposed-gap-shareholders-rights-avalanche-alps>
7. Vogel, A. & Morarcaliev, D. (2015, April 15). Validity of opt-out clauses: Takeover Board issues decisions in Sika battle. Retrieved from <http://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Corporate-FinanceMA/Switzerland/Meyerlustenberger-Lachenal/Validity-of-opt-out-clauses-Takeover-Board-issues-decisions-in-Sika-battle>
8. The Local. (2014, December 8). Sika and Saint-Gobain shares dip over takeover. Retrieved from <http://www.thelocal.ch/20141208/sika-and-saint-gobain-shares-plunge-over-takeover>
9. Huet, N. & Hirt, O. (2014, December 8). Sika management against Saint-Gobain takeover. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/12/08/sikama-saint-gobain-idUSL6N0TS0C820141208#iWKsx3HE67f0QeSq.97>
10. Sika AG. (2014, December 10). Request to convene Extraordinary General Meeting. Retrieved from <https://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/request-to-convene-extraordinary-general-meeting.html>
11. Sika AG. (2015, January 26). Family loses voting rights privilege – 35% of

- shareholders support board of directors' course. Retrieved from https://www.sika.com/content/dam/Corporate/SikaGroup/MediaDocuments/Mediareleases%202015/Sika-Media-Release_Voting%20rights%20privilege_final_e_26Jan15.pdf
12. WorldCement.com. (2015, January 26). Sika restricts Burkard/SWH voting rights to statutory 5% limit. Retrieved from <http://www.worldcement.com/europe-cis/26012015/Sika-restricts-Burkard-SWH-voting-rights-199/>
 13. Sika AG. (2015, January 26). Family loses voting rights privilege – 35% of shareholders support board of directors' course. Retrieved from <http://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/family-loses-voting-rights-priviledge.html>
 14. Ethos Foundation. (2015, March 10). Sika: Ethos supports the request filed by two American investors at the Swiss Takeover Board. Retrieved from <http://www.ethosfund.ch/e/news-publications/news.asp?code=311>
 15. Vogel, A. & Morarcaliev, D. (2015, April 15). Validity of opt-out clauses: Takeover Board issues decisions in Sika battle. International Law Office. Retrieved from <http://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Corporate-FinanceMA/Switzerland/Meyerlustenberger-Lachenal/Validity-of-opt-out-clauses-Takeover-Board-issues-decisions-in-Sika-battle>
 16. Ibid.
 17. FINMA. (2015, May 4). FINMA Takeover Committee rejects appeal made by William H. Gates III and Melinda French Gates (as trustees of the Bill & Melinda Gates Foundation Trust) and Cascade Investment, L.L.C against TOB decision 598/01 in the matter of Sika AG. Retrieved from <https://www.finma.ch/en/news/2015/05/aktuell-sika-20150504/>
 18. Sika AG. (2015, May 18). Shareholder Group Around Bill and Melinda Gates Files Appeal Against FINMA Decision. Retrieved from <http://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/appeal-opting-out.html>
 19. Sika AG. (2015, April 15). Annual General Meeting of Sika AG of April 14, 2015. Retrieved from https://www.sika.com/content/dam/Corporate/SikaGroup/MediaDocuments/Mediareleases%202015/Sika-Media-Release-AGM-EN_15April2015.pdf
 20. Sika AG. (2015, April 15). Annual General Meeting of Sika AG of April 14, 2015. Retrieved from <https://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/annual-general-meeting-of-sika-ag-of-april-14--2015.html>
 21. Sika AG. (2015, June 11). Sika AG: Superior Court of Zug denies appeal of SWH - decision of first instance confirmed. Retrieved from [---

173](https://www.sika.com/content/dam/Corporate/SikaGroup/MediaDocuments/Mediareleases%202015/Sika-Media-</div><div data-bbox=)

22. Sika AG. (2015, April 15). Annual General Meeting of Sika AG of April 14, 2015. Retrieved from <https://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/annual-general-meeting-of-sika-ag-of-april-14--2015.html>
23. Sika AG. (2015, May 4). FINMA rejects appeal against decision of the Swiss Takeover Board. Retrieved from <http://www.sika.com/en/group/Media/Media-releases/finma-confirms-decision-of-swiss-takeover-board.html>
24. Sika AG. (2015, May 18). Shareholder group around Bill and Melinda Gates files appeal against FINMA decision. Retrieved from <http://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/appeal-opting-out.html>
25. European Commission. (2015, July 23). Mergers: Commission clears proposed acquisition of Sika by Saint-Gobain. Retrieved from http://europa.eu/rapid/press-release_MEX-15-5434_en.htm
26. Sleight, C. (2015, October 6) Family challenges Sika EGM decisions. Retrieved from <http://www.khl.com/magazines/construction-europe/detail/item111812/Family-challenges-Sika-EGM-decisions>
27. Revill, J. (2015, July 24). Sika wins another round in battle to block Saint-Gobain's \$3 billion takeover. Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/sika-wins-another-round-in-battle-to-block-saint-gobains-3-billion-takeover-1437740853>
28. Ibid.
29. Förster, J.-H., & Baghdjian, A. (2015, August 15). Sika heirs can't renege on Saint-Gobain deal, says Burkard. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-14/sika-heirs-can-t-renege-on-saint-gobain-deal-says-burkard>
30. Sika AG. (2015, September 1). Federal administrative court confirms validity of opting-out clause. Retrieved from <http://www.sika.com/en/group/Media/Media-releases/Court-decision-regarding-articles-of-association.html>
31. Reed, J. (2015, September 4). Swiss Administrative Court: Saint-Gobain is not obligated to extend offer to all shareholders. The USGlass News Network. Retrieved from <http://www.usglassmag.com/2015/09/swiss-administrative-court-saint-gobain-is-not-obligated-to-extend-offer-to-all-shareholders/>
32. Saint-Gobain. (2015, September 15). The Swiss Competition Commission (COMCO) unconditionally authorizes. Retrieved from https://www.saint-gobain.com/sites/sg_master/files/cp_15_09_2015_sika_va.pdf

33. Baghdjian, A. (2016, April 13). Sika's fight against Saint-Gobain drags on as board renewed. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-12/sika-caps-voting-rights-of-controlling-family-seeking-to-sell-up>
34. Revill, J. (2016, February 26). Sika's chairman digs in for takeover battle with Saint-Gobain. Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/sikas-chairman-digs-in-for-takeover-battle-with-saint-gobain-1456489101>
35. Baghdjian, A. (2016, April 13). Sika's fight against Saint-Gobain drags on as board renewed. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-12/sika-caps-voting-rights-of-controlling-family-seeking-to-sell-up>
36. Nussbaum, A. & Baghdjian, A. (2016, April 12). Bill Gates Fund digs in for fight over Switzerland's Sika. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-11/bill-gates-fund-digs-in-for-fight-over-switzerland-s-sika>
37. Baghdjian, A. (2016, April 13). Sika's fight against Saint-Gobain drags on as board renewed. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-12/sika-caps-voting-rights-of-controlling-family-seeking-to-sell-up>

特易购会计黑洞

个案大纲

2014年9月，英国特易购公司（TESCO PLC，以下简称特易购）被举报者（Whistle-blower）举报后，坦承其帐上估计有二亿五千万英镑之财务黑洞。德勤会计师事务所（Deloitte，以下简称德勤）展开独立调查后，将其获利虚报金额提高至二亿六千三百万英镑，并发现过去几年间，特易购利用杂货零售业财务收益的会计认定操纵损益。本个案主旨为探讨议题包括：董事会组成——专业知识、技巧与适任能力；董事会的监管角色；股东诉讼；与杂货零售业中，对于商业收益之会计处理。

股神的杂货账单

在CNBC（Consumer News and Business Channel）大楼里，全球知名投资大师华伦·巴菲特（Warren Buffett，以下简称巴菲特）坐在采访者面前，思忖着当初投资特易购的决定。身为特易购第三大股东，鉴于上周一爆发的会计丑闻，他承认这个重大的错误¹。特易购承认虚报二亿五千万英镑的收入，引起股市一阵哗然，股价暴跌，使得市值缩水十一亿英镑²。事发后一个月，巴菲特脱手二亿四千五百万股，减半其股份，在整个过程中，亏损四亿二千七百二十万英镑。

特易购

傲为大英帝国国家资产，特易购是一家英国跨国零售商，在伦敦证券交易所（London Stock Exchange）上市，同时也是富时100指数（FTSE 100 index）的成分股之一。特易购是英国零售业龙头，就营业收入而言，为全球第二大零售商³。特易购于1919年由杰克·科恩（Jack Cohen）创立，透过扩张与收购，

在 1950 年代快速成长，并致力于区域与产品的差异性，其产品包括书籍、服饰、电子用品、金融服务、电子通讯，以及网络服务。

扩张竞争

过去十年间，英国的四大超市——特易购、阿斯达（Asda）、森宝利（J Sainsbury）、威廉莫里斯（Wm Morrison）——都采取积极扩张策略，在超级市场产业衰退情况下，仍然快速展店，新店以前所未有的速度增长⁴。而导致超级市场产业衰退的原因包括：削价白热化、食品成本下跌、高档超市维特罗斯（Waitrose）及量贩店业者奥乐齐（Aldi）与利多（Lidl）激烈竞争、网络商店的兴起与连锁便利商店的普及⁵，其它因素也包括消费者生活型态越趋偏好低成本产品⁶。因此，超级市场难以在这样孱弱的市场维持毛利率。

董事会组成

2014 年，特易购的董事会一共有 12 位成员，包含两位执行董事——首席执行官菲利普·克拉克（Philip Clarke，以下简称克拉克）与首席财务官洛希·麦基尔维（Laurie McIlwee，以下简称麦基尔维），以及其他十位董事，包括董事会主席理查德·博德本特（Richard Broadbent，以下简称博德本特）的非执行董事。其中麦基维尔是唯一拥有零售业背景的董事；博德本特在 2011 年加入特易购前，曾在英国财政部（HM Treasury）、英国海关与税务总局（HM Customs and Excise）、施罗德投资（Schroders）任职，但无任何零售业的经验；其他非执行董事中，三位具有金融背景、一位有通讯业背景、一位对玻璃制造有涉略、两位在政府单位服务过⁷、两位具审计实务经验——前 Cadbury 财务长肯·哈纳（Ken Hanna，以下简称哈纳）⁸，身兼审计委员会主席；以及普华永道会计师事务所（PricewaterhouseCoopers，以下简称普华永道）前合伙人马克·阿穆尔（Mark Armour）。在所有非执行董事中，仅有哈纳及帕特里克·夏思（Patrick Cescau，以下简称夏思）有消费者相关经验⁹。零售业巨人的董事会中缺

乏零售业专家的事实，引发了董事会对于杂货零售产业所需的知识与技巧是否不足的疑虑¹⁰。

早期警讯

早在 2014 年，特易购便发布了一连串盈利警讯。第一个警讯在 2014 年 1 月 9 日发布，由于圣诞节销售不佳，特易购预期其利润低于市场期望金额高达一亿五千万英镑¹¹。尽管克拉克意图力挽狂澜，销售情况仍延续恶化至同年四月。2014 年 4 月 5 日，麦基尔维在与克拉克意见相左之下递出辞呈¹²。克拉克因而成为唯一的执行董事，也是唯一具有零售业经验的董事¹³。其后六个月，在特易购寻找新任首席财务官的同时，麦基尔维为协助交接工作而留任，并在此期间，持续受领八十八万六千四百二十英镑的薪水，以及相当于其半年酬劳两倍的潜在奖金。2014 年 10 月，麦基尔维领取九十七万八百英镑的巨额离职金（Golden Goodbye）离开特易购¹⁴。

2014 年 5 月，特易购自 1983 年来三十年的合作伙伴普华永道¹⁵，在最近的查核报告中，对于特易购与供货商交易所认定的商业收益提出疑虑¹⁶，并将特易购会计中处理营业收益所需要的“判断”与操纵盈余的“风险”，列为高度关注事项¹⁷。特易购的审计委员会对此做出回应，认为并不应该将此事项列为高度关注事项，并揭露于查核报告中¹⁸。尽管如此，仍不影响普华永道出具无保留意见。

商业收益认定的争议性

商业收益被定义为来自供货商的促销费用、回扣与折扣。零售商的促销费用中，通常会有部分比例来自供货商的贡献。实务上，供货商会退回其营业收入的一部分给零售商。一般而言，供货商与零售商会在前一年度便完成退回比例的协商，所以商业收益的现金收现会比实际销售行为发生的时点来得早¹⁹。由于两者发生的时间差异，对于何时应认定商业收益便有模糊的解释

空间。尽管一般公认会计原则（Generally Accepted Accounting Principles）提倡收入与费用的配合，应计收入仍可以被提早认定，而应计费用仍可能被递延，因此当期利益也被高估²⁰。事实上，包括特易购，许多零售业者都利用这灰色地带的会计处理作帐。

零售商要准确地预估何时能达到取得回扣所制定的销售目标是不容易的，因此，零售商应何时将供货商回馈金额入账也莫衷一是²¹。在没有清楚的准则可依循下，特易购早前的获利数字潜藏规模庞大的会计误述，再加上特易购持续发布盈利警讯，以及普华永道先前的警告，在在显示特易购的获利因盈余管理而缺乏可持续性。

接踵而来的警讯

2014年7月21日，特易购发布了第二项盈利警讯，说明其交易与销售利润将比先前预期的低，消息发布后股东们对克拉克与博德本特产生负面观感，这使得提名委员会主席夏思屈服于股东压力，以财务绩效表现并无改善为由，将克拉克逐出公司²²。随后，达夫·刘易斯（Dave Lewis，以下简称刘易斯）被任命为继任首席执行官，并将在同年十月加入²³。尽管财务警讯已出现，特易购的股价反映此次管理阶层变动，在交易第一个小时内，仍然上升了2.8%，攀升至每股292.80便士²⁴。

2014年8月29日，特易购发布了另一项盈利警讯——其上半年获利比预期低四亿英镑²⁵，这导致股价下滑7%至每股230便士，创下十一年新低，市场价值下跌超过十三亿英镑²⁶。

2014年9月1日，新上任的首席执行官刘易斯在一片质疑声浪中提早一个月就职²⁷当天交易的前几个小时内，特易购的股价再一次下跌1.9%，来到每股225便士²⁸。

举报

2014年9月22日，刘易斯表示，特易购发现其上半年获利被夸大了两亿五千万英镑²⁹。因为一名举报者向刘易斯举报，特易购的法律顾问才注意到这个问题，随即展开调查³⁰。据称，这名举报者早在2014年7月便已针对公司的会计错误，试图警告过特易购首席财务官卡尔·罗格伯（Carl Rogberg），但一直忽视³¹。这消息曝光后，也引发大众质疑特易购董事会是否有效发挥其监督角色³²。董事会主席博德本特后来表示，他不确定高估金额的上限为两亿五千万英镑³³。特易购也坦承其首席财务官职位在丑闻爆发前，已空缺长达五个月之久。2015年9月22日星期一，股价在早市交易下跌11.3%至每股203.5便士，再创11年来历史新低³⁴。博德本特表示他不会因会计丑闻而辞职，而是会“永远倾听股东们的心声”³⁵。特易购也在东窗事发后，随即将四位高阶经理人停职。

一波未平一波又起：后续调查

在发表会计不实表达公开声明的同时，刘易斯通报了英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority），并委任德勤与富而德（Freshfields）律师事务所进行相关的内部查核³⁶，对于特易购虚增的商业收益展开一连串繁重的调查。2014年9月23日，新的首席财务官艾伦·史都华（Alan Stewart，以下简称史都华）提早两个月就任，以协助外部调查人员将此案查个水落石出。

2014年10月1日，英国金融行为监管局展开调查，检视特易购是否违反财务揭露规定，并向证券交易所呈报错误的财务报告³⁷。此时，特易购的股价与前年相比已经腰斩³⁸。三个星期后，2014年10月23日，德勤的调查显示特易购盈利虚增的数字及误述的期间都令人震惊——2014年半年报中虚增金额为一亿一千八百万英镑、2013/2014会计年度有七千万英镑、更前一年会计年度也有七千五百万英镑³⁹。博德本特因而宣布离开董事会，与整件事情划清界线⁴⁰。

2014年10月29日，英国严重诈骗办公室（Serious Fraud Office）——专门调查重大金融犯罪的组织⁴¹——接手英国金融行为监管局的调查。调查范围的广泛，使供货商与零售业者间不正当的支付款项与复杂交易得以被发现。

挟着四十年来最大的销售降幅，第五项盈余警讯在2014年12月4日发布。刘易斯宣布年度获利将不会超过十四亿英镑，远低于先前十九亿四千万英镑的预期。特易购的股价大跌16%至156便士，市场价值缩水二十亿英镑⁴²。截至2014年12月18日为止，总共有九位高阶经理人被停职⁴³。与此同时，英国财务报告委员会（Financial Reporting Council）也在2014年12月22日参与调查，调查普华永道的审计查核行为⁴⁴。

两个月后，英国零售法规裁决机构（Groceries Code Adjudicator，以下简称GCA）合理怀疑特易购涉嫌违反《杂货商供给作业守则》（Groceries Supply Code of Practice），在2015年2月5日也加入调查。然而，舆论认为GCA并无法源对违规者进行有效的惩处，因此GCA单一机关难以改变像特易购等超市的商业运作模式⁴⁵。尽管如此，英国杂货零售界产生了剧变。2015年2月4日，英国政府向国会提交新的法案，给予英国GCA更多权力，若超市对供货商给予不良待遇，GCA可处以罚款⁴⁶，大型超市的罚款金额可高达年营业额的1%⁴⁷。但新法不溯及既往，只适用于2015年4月6日之后的违规行为，因此，特易购并不因法律改变所受影响。

股东回击

会计丑闻带来两亿六千三百万英镑的盈利黑洞让股东们怒气冲天。特易购股票绝大部分为大型退休基金与机构投资人所持有，由于愤怒的投资者索求赔偿，一连串的法律诉讼也接踵而至。2014年11月9日，许多美国法律事务所，包含Scott and Scott LLP，都与欧洲机构投资人对于提出法律诉讼做讨论⁴⁸。随后，特易购的股东便在美国提出了一项集体诉讼。2014年11月25日，Stewarts Law法律事务所试图整合每人至少握有一万股股份且

金额超过两万英镑的主要股东在英国提起诉讼，这是因为在英国并没有法律源可让数千名股东联合提起一件大型诉讼⁴⁹。这项由 Bentham Ventures B.V. 所资助的诉讼，以特易购董事与高阶经理人知悉或疏忽特易购的财报是否不真实或具误导性为由，主张特易购违反英国金融服务与市场法（UK Financial Services and Markets Act）⁵⁰。

特易购股东表示，一个由 Scott + Scott 所资助的非营利团体，在 2015 年 3 月 25 日成立，目的是要集合法人股东的支持，对特易购做出行动⁵¹。这个团体也决定以麦奎尔伍兹律师事务所（McGuire Woods）为代表，将索赔发起人扩大至英国的机构投资者。除了高额的诉讼赔偿⁵²，特易购首席执行官刘易斯还必须挽回丧失信心的股东，因为特易购的股价已经在一系列调查中跌到了 14 年来的最低点⁵³。

不同于美国，英国在当时并没有任何法规允许集体诉讼，投资者利用金融服务与市场法提起民事诉讼在英国非常少见⁵⁴。所以，特易购的丑闻成了近年来英国集体诉讼罕见的案件之一，也为未来股东对不负责任的大型企业采取行动定调⁵⁵。

2015 年 1 月 8 日，刘易斯宣布特易购的重建计划，一方面希望能够重拾市场竞争力，一方面希望透过大幅减少费用，每年节省两亿五千万英镑⁵⁶。而删减 2014 年期中股利，也是刘易斯减少支出的方法之一。此消息宣布后，特易购股价大涨超过 15%，闭市股价收在每股 209.25 便士⁵⁷。

太少或是太迟？

调查开始进行后，特易购的董事会重新改组以响应舆论对其董事会组成的批评声浪。2014 年 11 月 1 日，特易购董事会新加入两位具零售经验的非执行董事——前宜家家居（IKEA）首席执行官米凯尔·欧森（Mikael Ohlsson），与金巴斯餐饮业集团（Compass Group）前首席执行官理查德德·库辛斯（Richard Cousins）。

两位女性非执行董事——奥莉维亚·加菲尔（Olivia Garfield）与洁可林·塔默农斯·贝克（Jacqueline Tammenoms Bakker），在2015年2月26日请辞，董事会只剩下唯一一位女董事。这让特易购董事会未能达到政府建议的女性董事比例。新的董事会主席约翰·艾伦（John Allan）提到：“我们致力组成一个均衡且具代表性的董事会，董事会结构也将持续演进。”⁵⁸ 加里斯·布洛克（Gareth Bullock 布洛克）与夏思分别在2015年3月5日及4月7日，离开董事会⁵⁹，但布洛克仍然是特易购银行董事会的一员。2015年5月1日，英国石油（British Petroleum, BP PLC）前首席财务官拜伦·格罗特（Byron Grote）加入董事会⁶⁰。

调查持续地进行，唯有时间才能够证明特易购的未来是否会因为董事会改变与重建计划而有所改善。

问题与讨论

1. 请就特易购在会计丑闻爆发前的董事会组成做评论，并讨论其在会计丑闻发生的过程中有哪些改变？
2. 请提出英国与新加坡公司治理准则对于董事会组成的建议与规定之主要异同。您认为哪一个为董事会组成提供了较好的准则？
3. 特易购首席财务官麦基尔维在会计丑闻爆发前离职，乘着黄金降落伞全身而退，请说明您对这样高阶管理薪酬的看法。此外，特易购高阶管理人员接班计划有无值得注意的缺失？
4. 请评估监管机构在处理此会计丑闻及保护小股东权益的有效性？
5. 请比较美国与英国的法律制度中对于股东诉讼的规范有何异同。您比较偏好哪个法律制度？请说明。

6. 请对产业惯例对商业收益会计处理的影响做评论。鉴讨论范围太大，您觉得企业应如何遵循会计准则？

附注

1. Kollewe, J. (2014, October 2). Warren Buffett: 'Tesco was a huge mistake'. The Guardian. Retrieved from <https://www.theguardian.com/business/2014/oct/02/warren-buffet-tesco-huge-mistake>
2. Farrell, S. (2014, September 22). Tesco suspends senior staff and starts investigation into overstated profits. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2014/sep/22/tesco-investigators-overstating-profit-250m>
3. Deloitte LLP. (2014). Global Powers of Retailing 2014. Retail Beyond Begins. pp. G12. Retrieved from <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Consumer-Business/dttl-CB-GPR14STORES.pdf>
4. Felsted, A., & Allen, K. (2015, January 1). UK supermarkets store up problems with too much space. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/55e150a4-89e6-11e4-9dbf-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV>
5. Bulter, S., & Wood, Z. (2014, November 18). UK grocery sales in decline for first time in 20 years. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2014/nov/18/uk-grocery-sales-decline-price-war-asda-sainsburys-morrisons-tesco>
6. Ruddick, G. (2014, October 4). Shoppers lose appetite for big supermarkets. The Telegraph. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/retailandconsumer/11141300/Shoppers-lose-appetite-for-big-supermarkets.html>
7. Johnson, L. (2014, September 23). Tesco's board is seriously lacking in retail experience. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/2c0f73a2-4245-11e4-9818-00144feabdc0.html#axzz49jTia1Uh>
8. Ruddick, G. (2014, October 11). Tesco audit chairman set to leave as director. The Telegraph. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/epic/tsco/11156131/Tesco-audit-chairman-set-to-leave-as-director.html>
9. Quinn, J. (2014, September 27). It's time for Tesco to stock a new brand of auditor. The Telegraph. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/epic/tsco/11125833/Its-time-for-Tesco-to-stock-a-new-brand-of-auditor.html>
10. Johnson, L. (2014, September 23). Tesco's board is seriously lacking in retail experience. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/2c0f73a2-4245-11e4-9818-00144feabdc0.html#axzz49jTia1Uh>
11. Butler, S. (2014, January 9). Tesco admits profits will be hit by disappointing Christmas sales. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/>

business/2014/jan/09/tesco-warns-profits-lower-supermarket-christmas-sales

12. Felsted, A. (2014, April 3). Tesco's finance director to leave. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/88ae2090-bb4f-11e3-b2b7-00144feabdc0.html?siteedition=uk#axzz3W91QN8PB>
13. Butler, S. (2015, February 26). Tesco board loses two female directors. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/feb/26/tesco-board-loses-two-women-directors>
14. Butler, S. (2014, May 22). Tesco 'CFO emeritus' Laurie McIlwee to get £1m golden goodbye. The Guardian. Retrieved from <https://www.theguardian.com/business/2014/may/22/tesco-cfo-emeritus-laurie-mcilwee-finance-director>
15. Daneshkhu, S., & Oakley, D. (2014, September 1). New Tesco chief pledges to address loss of market share. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/18090bfe-31f4-11e4-b929-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV>
16. Wilmott, H. (2014, October 7). At Tesco everyone is at fault and no one is to blame. Financial Times. Retrieved from: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/71118e80-4a20-11e4-bc07-00144feab7de.html#axzz3WEVGSgTV>
17. Barrett, C., Agnew, H. & Felsted, A. (2014, September 22). Q&A: What went wrong at Tesco? Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5eee792c-423f-11e4-a9f4-00144feabdc0.html#axzz49jTia1Uh>
18. Plumridge, H. (2014, September 22). In Tesco Accounting Error, There's Wiggle Room. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/09/22/commercial-income-as-usual-in-tesco-accounting-error-theres-wiggle-room/>
19. Rosenblum, P. (2014, September 22). Tesco's accounting irregularities are mind blowing. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/paularosenblum/2014/09/22/tescos-accounting-irregularities-are-mind-blowing/>
20. Plumridge, H. (2014, September 22). Commercial Income? As usual, in Tesco accounting error, there's wiggle room. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://blogs.wsj.com/corporate-intelligence/2014/09/22/commercial-income-as-usual-in-tesco-accounting-error-theres-wiggle-room/>
21. Eight tricks of 'creative accountancy'. (2014, September 28). Herald Scotland. Retrieved from <http://www.heraldsotland.com/business/company-news/eight-tricks-of-creative-accountancy.25442234>
22. Felsted, A. (2014, April 3). Tesco's finance director to leave. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/88ae2090-bb4f-11e3-b2b7-00144>

feabdc0.html#axzz3Wzu5EDKk

23. Rankin, J. (2014, July 21). Tesco boss Philip Clarke quits after another profit warning. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2014/jul/21/tesco-boss-philip-clarke-quits-profits-warning>
24. Brinded, L. (2014, Jul 21). Tesco Shares Soar on Philip Clarke Exit as Unilever's Dave Lewis Steps In. International Business Times. Retrieved from <http://www.ibtimes.co.uk/tesco-shares-soar-philip-clarke-exit-unilevers-dave-lewis-steps-1457512>
25. Robinson, M. (2014, December 9). Can 2014 get any worse for Tesco? £2bn wiped off value of beleaguered supermarket's share price after warning annual profits may be £550million worse than expected. DailyMail. Retrieved from <http://www.dailymail.co.uk/news/article-2866567/Tesco-turmoil-warns-annual-profits-550million-worse-expected.html#ixzz3W6mwHJ1g>
26. Butler, S. & Kollewe, J. (2014, August 29). Tesco issues third profit warning of 2014 with dividend slashed by 75%. The Guardian. Retrieved from <https://www.theguardian.com/business/2014/aug/29/tesco-profit-warning-dividend-slashed-75-per-cent>
27. Daneshkhu, S., & Oakley, D. (2014, September 1). New Tesco chief pledges to address loss of market share. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/18090bfe-31f4-11e4-b929-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV>
28. Rankin, J. (2014, September 1). New Tesco boss Dave Lewis starts work as share price falls. The Guardian. Retrieved from <https://www.theguardian.com/business/2014/sep/01/tesco-boss-dave-lewis-share-price-fall>
29. Wearden, G. (2014, September 22). £2bn wiped off Tesco's value as profit overstating scandal sends shares sliding – as it happened. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/live/2014/sep/22/tesco-launches-inquiry-after-overstating-profit-forecasts-by-250m-business-live>
30. Hodge, N. (2014, October). Whistleblower and GC alerted Tesco CEO to accounting issues. International Bar Association. Retrieved from <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=a922455b-eb2f-46e2-9240-d0a79d5824dd>
31. Brinded, L. (2014, September 29). Tesco's whistleblower 'ignored' for months over £250m profit shortfall. International Business Times. Retrieved from <http://www.ibtimes.co.uk/tesco-whistleblower-ignored-months-over-250m-profit-shortfall-1467594>
32. Welfare, A. (2014, September 22). Tesco's Accounting Scandal - A Corporate Governance Failure? LinkedIn. Retrieved from <https://www.linkedin.com/pulse/>

33. Bermingham, F. (2014, September 22). Tesco Chairman Sir Richard Broadbent Will Not Resign in Wake of Profit Misreporting Scandal. *International Business Times*. Retrieved from <http://www.ibtimes.co.uk/tesco-chairman-sir-richard-broadbent-will-not-resign-wake-profit-misreporting-scandal-1466560>
34. Barrett, C., & Fesltd, A., & Sharman, A. (2014, September 22). Tesco reveals it overstated first-half results by £250m. *Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/cms/s/0/67fb8db4-421e-11e4-9818-00144feabdc0.html#ixzz3WD9dXLka>
35. Bermingham, F. (2014, September 22). Tesco Chairman Sir Richard Broadbent Will Not Resign in Wake of Profit Misreporting Scandal. *IBTimes*. Retrieved from <http://www.ibtimes.co.uk/tesco-chairman-sir-richard-broadbent-will-not-resign-wake-profit-misreporting-scandal-1466560>
36. Ruddick, G. (2014, September 22). Tesco suspends four executives over £250m accounting scandal. *The Telegraph*. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/epic/tsco/11113243/Tesco-suspends-four-executives-over-250m-accounting-scandal.html>
37. Farrell, S. (2014, October 1) Tesco to be investigated by FCA over accounting scandal. *The Guardian*. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2014/oct/01/tesco-investigated-fca-accounting-scandal>
38. Butler, S. (2014, October 29). Criminal investigation launched into Tesco's accounting. *The Guardian*. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2014/oct/29/serious-fraud-office-investigate-tesco>
39. Serious Fraud Office starts Tesco criminal investigation. (2014, October 29). *BBC*. Retrieved from <http://www.bbc.com/news/business-29821061>
40. Bentley, G. (2014, October 23). Tesco share price falls again: Chairman Sir Richard Broadbent steps down as profit misstatement is bigger than thought. *City.A.M.* Retrieved from <http://www.cityam.com/1414045415/tesco-crisis-chairman-sir-richard-broadbent-steps-down-profits-collapse-and-profit>
41. Ruddick, G. (2014, December 20). Tesco suppliers dragged into SFO investigation. *The Telegraph*. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/epic/tsco/11305170/Tesco-suppliers-dragged-into-SFO-investigation.html>
42. Robinson, M. (2014, December 9). Can 2014 get any worse for Tesco? £2bn wiped off value of beleaguered supermarket's share price after warning annual profits may be £550million worse than expected. *Dailymail*. Retrieved from <http://www.dailymail.co.uk/news/article-2866567/Tesco-turmoil-warns-annual-profits-550million-worse-expected.html#ixzz3WCxRiRTI>

43. Marlow, B., & Ruddick, G. (2015, January 12). Tesco suspends ninth executive as accounts fallout continues. *The Telegraph*. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/retailandconsumer/11337934/Tesco-suspends-ninth-executive-as-accounts-fallout-continues.html>
44. Doherty, R. (2014, December 22). FRC launches Tesco investigation. *Economia*. Retrieved from <http://economia.icaew.com/news/december-2014/frc-launches-pwc-tesco-investigation>
45. Baldwin, C. (2015, February 5). In the news, Groceries Code Adjudicator Christine Tacon profiled. *Retail week*. Retrieved from <http://www.retail-week.com/topics/policy/in-the-news-groceries-code-adjudicator-christine-tacon-profiled/5071762.article>
46. Snell, P. (2015, February 5). Supermarket watchdog to be handed new powers to levy fines. *Supply management*. Retrieved from <http://www.supplymanagement.com/news/2015/supermarket-watchdog-to-be-handed-new-powers-to-levy-fines>
47. Lowe, D. (2015, March 24). Supermarkets to face 1% annual turnover fines for breaches of groceries code. *Gowling WLG*. Retrieved from <https://gowlingwlg.com/en/united-kingdom/insights-resources/supermarkets-to-face-1-annual-turnover-fines-for-breaches-of-groceries-code>
48. Marriage, M. (2014, November 9). US law firms line up to sue Tesco. *Financial Times*. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4ff7ce62-669f-11e4-91ab-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV>
49. Armitage, J. (2014, November 26). Shareholders poised to sue Tesco over losses from profits scandal. *The Independent*. Retrieved from <http://www.independent.co.uk/news/business/news/shareholders-poised-to-sue-tesco-over-losses-from-profits-scandal-9883497.html>
50. Wood, Z. (2014, November 25). UK law firm solicits Tesco shareholders for lawsuit following profits scandal. *The Guardian*. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2014/nov/25/uk-firm-tesco-shareholders-lawsuit-stewarts-law-compensation-profits-scandal>
51. Neville, S. (2015, March 25). Shareholders in move to sue Tesco after £260m 'black hole' scandal. *The Independent*. Retrieved from <http://www.independent.co.uk/news/business/news/shareholders-in-move-to-sue-tesco-after-260m-black-hole-scandal-10131654.html>
52. Davey, J. & Potter, M. (2015, March 24). U.S. law firm rallies Tesco investors to join lawsuit. *Reuters*. Retrieved from <http://uk.reuters.com/article/2015/03/24/tesco-lawsuit-shareholders-idUKL6NOWQ13E20150324>

53. Ruddick, G., & Roland, D. (2015, March 24). Tesco investors prepare multi-million pound lawsuit over profit black hole. The Telegraph. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/retailandconsumer/11491457/Tesco-investors-prepare-multi-billion-pound-lawsuit-over-profit-black-hole.html>
54. Croft, J., & Felsted, A. (2014, November 25). Tesco shareholders prepare claim over losses. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a05500de-749e-11e4-8321-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV>
55. Butler, S. (2015, March 24). Tesco faces US lawsuit over profit misstatement. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/mar/24/tesco-faces-us-lawsuit-over-profit-overstatement>
56. Wearden, G. (2015, January 8). Tesco turnaround plan: prices cut, stores to close –business liveblog. The Guardian. Retrieved from <https://www.theguardian.com/business/live/2015/jan/08/tesco-turnaround-plan-halfords-ceo-sales-blinkbox-business-live>
57. Ibid.
58. Butler, S. (2015, February 25). Tesco board loses two female directors. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/feb/26/tesco-board-loses-two-women-directors>
59. Torrance, J. (2015, March 23). Yet another non-executive is leaving Tesco's board. Management Today. Retrieved from <http://www.managementtoday.co.uk/go/news/article/1339556/yes-non-exec-director-leaving-tescos-board/>
60. Melville, T. (2015, March 4). Tesco says former BP executive to join board as non-executive. Reuters. Retrieved from <http://uk.reuters.com/article/2015/03/04/uk-tesco-moves-non-execs-idUKKBN0M00Z320150304>

大众汽车：废气排放丑闻

个案大纲

2015年9月15日，大众汽车集团（Volkswagen，以下简称大众汽车）首席执行官马丁·温特康（Martin Winterkorn，以下简称温特康）发布了一项声明，承认公司替自家柴油车加装“减效装置”（defeat device），多年来在废气排放检测中作弊。此项声明是在大众汽车被美国国家环境保护局（United States Environmental Protection Agency，以下简称美国环保署）与加州空气资源委员会（California Air Resources Board）揭露其违反法定排放标准的操纵行为之后才发布。在调查之始，美国环保署与大众汽车联系并给予机会补救，但大众汽车仍决定继续在检测中作弊。初步调查显示，一名技术人员曾内部举报过2011年的造假行为，却得不到公司的任何响应。本个案主旨为探讨公司治理相关议题，包括：德国的双层董事会结构；监督委员会（supervisory board）的多元性与独立性；董事会的员工代表与州（邦）代表；董事会内斗；废气丑闻中主管机关所扮演的角色；以及大众汽车举报政策的有效性。

国民汽车

大众汽车是一家位于德国下萨克森邦（Lower Saxony）的汽车制造商，总部设于沃尔夫斯堡（Wolfsburg）。目前为止，是全球第二大汽车制造商，在超过150个国家销售，并拥有119间制车厂，遍布全球31个国家。2014年总获利超过一百一十亿欧元，生产一千零二十万辆车。大众汽车旗下知名的品牌包括：宾利、布加迪、蓝宝基尼、奥迪、保时捷，与斯柯达。

大众之乡——下萨克森邦

下萨克森邦——大众汽车的沃尔夫斯堡总部所在地，是大众汽车的重要股东。下萨克森邦政府就投票权而言为公司第二大股东（20.2%）。

尽管并非拥有过半股权的大股东，下萨克森邦政府拥有许多特权，包括关闭或迁移组装工厂，与企业并购的否决权。这是因为大众汽车法（Volkswagen Law），规定大众汽车股东会的主要决议必须有八成股权同意。2008年，拥有31%股份的保时捷，想要获得过半股权，他们试图透过修改公司章程使大众汽车有更多的掌控权。尽管大众汽车的董事们欢迎保时捷增加持股¹，这项提案仍因为下萨克森邦政府的否决权所阻挠²。2005年，欧盟因为大众汽车法限制了欧洲跨国资金移动对德国采取行动，大众汽车法也因此于2008年被修订，但是其中需要八成股权同意的规定仍被保留下来，使得下萨克森邦政府的两成股权仍足以否决任何需要股东同意的主要决议，例如：收购³。在一般的德国公司法下，公司需有至少25%股权支持⁴。

尽管欧盟进一步尝试废除大众汽车法，大众汽车当时的监督委员会主席费迪南·皮耶（Ferdinand Piëch，以下简称皮耶），仍设法取得德国总理安格拉·梅克尔（Angela Merkel）的支持。因此即使大众汽车法再怎么被修改，八成股权规定还是会被保留下来⁵。如此一来便产生了双赢的局面——皮耶在稳坐监督委员会主席宝座，而下萨克森邦政府仍可透过否决权对大众汽车保有影响力。

费迪南·皮耶：霸主还是瘟神？

皮耶是一位优秀的汽车工程师，1993年起担任大众汽车首席执行官⁶，并在2002年成为监督委员会主席，在他九年首席执行官任期内，带领大众汽车克服缺乏效率的问题，并且转亏（十亿欧元亏损）为盈（二十六亿欧元盈利）。他主导大众汽车扩张成为一拥有十二个品牌的公司，制造各式各样的汽车，例如：节能车

与四十吨大卡车⁷。

皮耶的远见在于将大众汽车打造成世界上最大且最顶尖的汽车制造商⁸。保时捷——皮耶家族（Porsche-Piëch family）掌握了大众汽车过半（51%）投票权，而皮耶身为其中一员，得以任命他喜欢的高层经理人，或是撤换那些他不喜欢的人^{9,10}。他专制的管理风格使得公司中许多技师或是高层管理者都对他畏惧七分，因为他们都心知肚明，万一让皮耶不开心，就有可能就得卷铺盖走人¹¹。

2012年，皮耶成功地将原本担任幼儿园教师的第四任妻子——乌苏拉·普拉瑟（Ursula Plasser，以下简称普拉瑟），安插进入公司的监督委员会。虽然不少股东都以他妻子适应性与独立性的不足，对这项安排提出抗议，但在保时捷——皮耶家族握有过半投票权的情况下，他们的影响显得微乎其微¹²。更何况，这项安排有下萨克森邦总理戴维·麦卡利斯特（David McAllister）的支持，他表示普拉瑟深谙公司内部营运，也在下萨克森邦居住超过十年，对于该邦有着紧密的连结¹³。

双层董事会组成

在德国公司法下，公开发行公司必需成立双层董事会——监督委员会与管理董事会。监督委员会由20位成员组成，指派并监督管理阶层，并授权主要的经营决策。1976年的《共同决定法》（Co-Determination Act）规定，超过两万名员工的公司必需要在其监督委员会设立二十个席次。

“和谐”的劳资关系：共同决定

德国企业董事会需有劳工代表主要为《三分之一参与法》（One Third Participation Act）与《共同决定法》的规范，几乎仅止于欧洲——尤其在大众汽车——员工对于高阶管理决策拥有很高的影响力。由于大众汽车雇用员工超过两千名，《共同决定法》便

适用于大众汽车。在此法规范下，大众汽车的监督委员会里，员工代表必须与股东们拥有相同数量的席次，换句话说，要形成一比一的共同决策模式¹⁴。

另外，以保护员工利益为宗旨而成立的劳工代表会（Works Council）¹⁵，可推选员工代表进入监督委员会¹⁶。劳工代表会成员则由员工们选出，任期四年¹⁷，这些成员也通常是工会干部或成员¹⁸。

员工的力量有多大？

大众汽车的监督委员会，二十席次中有一半是员工代表。伯尔尼·奥斯特罗（Bernd Osterloh，以下简称奥斯特罗）身兼劳工代表会主席与监督委员会成员，是一位关键性人物。根据一位熟知监督委员会运作的消息来源指出，没有任何一位员工代表在股东大会投票反对奥斯特罗¹⁹。

2014年8月，员工代表强迫管理阶层终止由麦肯锡公司（McKinsey & Company）负责提供由首席执行官温特康主导五十亿欧元节约成本计划的管理咨询服务。奥斯特罗担心麦肯锡的节约成本计划主要着重在德国境内裁员，而非缩减急剧增加的研发费用。这件事对温特康计划拉近与同业间的利润差距来说，无非是一个巨大的挫折²⁰。

回到2008年，大众汽车管理层被揭发支付款项给高级性工作者，并赠送现金礼品给工会干部的情妇，甚至免费提供伟哥（Viagra）。前劳工代表会主席克劳斯·维克特（Klaus Volkert）被查出收受近两百万欧元的非经批准的奖金，并以公费与他的巴西情妇出游。当时担任首席执行官的皮耶却认为这些被指控的罪行，仅是行为不检。一名内部人员透露，这样不当使用公司资源的情形已经持续超过十年之久，但内部却没有对此采取任何行动²¹。

“德国”揭发德国丑闻

这件世纪大丑闻是由约翰·杰曼（John German，以下简称杰曼）与其同事彼得·墨客（Peter Mock，以下简称墨客）所揭发。杰曼是一位美国工程师，他领导一个小规模的非营利组织——国际清洁运输委员会（International Council on Clean Transportation），主要透过科学与技术分析，帮助环保主管机关减少交通工具废气排放量²²。

大众汽车一直以来花费大量心力在世界第二大汽车市场——美国，试着竖立其汽车品牌地位。为吸引环保意识日渐增加的美国消费者并刺激销售，大众汽车推出“清净柴油车”²³。杰曼与墨客的废气排放检测，不是在实验室里模拟测试，而是根据汽车上路且在正常驾驶情况下做的，在此情况下，他们侦测出大众汽车的 Passat 与 Jetta 车款违规²⁴，排放出的有毒物质达到危险水平，超出合法排放量 25 与 35 倍。于是他们通报美国环保署与加州空气资源委员会，而这两个主管机关也对此事件展开正式调查。

大众汽车与主管机关经过了数月沟通，大众声称他们已经找出高废气排放量的原因，随后在 2014 年 12 月召回超过五十万台在美国的汽车²⁵。然而，后续调查结果显示其废气排放量仍旧超过规定，美国环保署与加州空气资源委员会也扬言要拒绝发予大众汽车 2016 年度柴油车款的认证。

2015 年 9 月 3 日，大众汽车终于承认在美国废气排放测试中作弊²⁶。从 2007 年以来大众汽车加装“减效软件”，以大幅减少美国环保署在实验室里检测出大众汽车氮氧化物排放量的事实，也随后曝光²⁷。消息传出后不久，温特康便宣布辞去首席执行官的职位。

年度绿色汽车？

大众汽车素来享有制造省油、环保汽车的美誉。2009 年，其第一款柴油车 Jetta 在洛杉矶车展中，获选“年度绿色汽车”，在

2010年，其 Audi A3 车款也获得同样殊荣²⁸。

大众的董监事会一直以来都特别强调其致力于永续性的决心，温特康与奥斯特罗更视企业永续报告书为公司门面。2014年，大众汽车在11项国际排行榜与相关指标皆名列前茅，并在极具公信力的企业永续评比——道琼永续指数（Dow Jones Sustainability Index）中，以可持续性发展汽车制造商名义荣获桂冠²⁹。

然而，大众汽车在丑闻浮上台面后，便失去了此等尊荣，并在2015年10月6日从道琼永续指数中除名³⁰。

温特康：玫瑰还是荆棘？

温特康拥有金属物理学博士学位厚实的工程背景，又有皮耶做靠山，1993年以质量控制长身份加入大众汽车，并深入参与大众汽车与子公司奥迪（Audi）的技术研发，而后在2007年当上首席执行官³¹。他的目标与皮耶相似，都希望在2018年以前使大众汽车成为世界第一大汽车制造商³²。身为首席执行官，温特康带领公司获利³³，并在2015年，超越丰田汽车（Toyota），得到全球销售第一汽车制造商的名号，比原先预期的早了三年³⁴。

温特康向来有微观经理（micro-manager）的名号，总是格外注意细节³⁵。许多首席执行官都宁愿将琐碎的事情分发给副手处理，他却持续着重工程中大大小小的细节³⁶。他事必躬亲式的管理风格引发许多批评，因为这除了使得模块的开发延迟，也削弱了公司快速反应当地市场的能力³⁷。温特康每年也多次会在大众汽车的集体试驾活动中亲自试驾新车³⁸。

与董事会的游戏

随着时间一点一滴过去，皮耶对温特康越来越失望，因为大众汽车在美国的市占率从2012年的3%跌至2015年的1.9%，并没有成功打击福特汽车（Ford）、通用汽车（General Motors）以

及丰田汽车在市场的主导地位^{39.40.41}。之后，皮耶绕过监督委员会，向德国明镜周刊（Der Spiegel）表示他正与温特康保持距离⁴²。这样子公开表达对温特康的反感向媒体透露出大众汽车的内讧。

回顾在 2006 年 11 月，皮耶成功罢黜在 2002 年继他之后成为首席执行官的柏恩德·皮契斯瑞德（Bernd Pischetsrieder，以下简称皮契斯瑞德）。罢黜皮契斯瑞德的举动让许多人大吃一惊，因为董事会于同年 5 月才刚与皮契斯瑞德续约五年⁴³。在赶走皮契斯瑞德之前，皮耶以两个明显的手段毁灭他的继任者：首先，他违背皮契斯瑞德与大部分董事的意思，强行任用新的人力资源主管；其次，他也公开表示反对皮契斯瑞德的续约⁴⁴。

费迪南没戏唱了

皮耶在 2015 年 4 月曾试图将温特康从首席执行官一职赶走，却不幸失败。而这次，下萨克森邦政府、保时捷——皮耶家族，以及大多数的监督委员会——包括奥斯德罗，都站在温特康这一边，决定不能再让这场内讧继续下去。皮耶默许也同意让温特康留下。但不久之后，皮耶便收到主要股东及利益关系人下的最后通牒——辞职走人或是接受董事会投票将他赶出董事会的耻辱，因为他们已经对这位主席失去信心。皮耶与其妻子之后辞去在监督委员会的职位^{45.46}。

皮耶退出后，监督委员会主席一职便由副主席柏梭·修博（Berthold Huber，以下简称修博）⁴⁷ 暂代。德国金属工业协会（IG Metall）是全球数一数二的工会，几乎所有的德国汽车工人都是其会员，而修博为前任主席⁴⁸。

对举报充耳不闻

罗伯特·博世有限公司（Robert Bosch GmbH）是大众汽车的主要供货商之一，曾在 2007 年警告过大众汽车：其供应的引擎控制软件只能用于公司内部的检验，而非废气测试。然而，大众汽

车却进一步修改程序，一方面，使其废气控制系统在废气测试的过程中可以被启动，并大幅降低排放污染物（例如：氮氧化物）；另一方面，汽车上路时则可以被关闭，使引擎运作优化⁴⁹。

四年过后，2011年初，一位大众汽车的技师举报公司隐瞒柴油车的真实废气排放量，违反废气排放法⁵⁰。内部调查点出大众汽车柴油引擎的问题，但大众汽车没有采取进一步的行动。

大众汽车的问题如雪球般越滚越大，直到最后被美国环保署与加州空气资源委员会发现其所做所为。全世界超过一千一百万台装配有排放作弊软件的大众柴油车须被召回⁵¹。

大众的财务分析

丑闻爆发的隔天，大众汽车的股价下跌了16.7%，导致市值损失超过两百亿欧元，更因违法，面临高达一百八十亿美元的罚款，以及美国司法部（US Department of Justice）的刑事调查⁵²。公司因此必须准备六十五亿欧元以支应导因于废气丑闻的潜在支出⁵³。

前途受阻

废气丑闻促使美国、欧洲与南韩的监管机构，展开对此事件的调查⁵⁴。消费者信心严重动摇，而许多驾驶也因为汽车被召回感到沮丧。另外，一项近期在英国进行的调查结果显示，大众汽车有超过一半的顾客，未来将不愿再购买其制造的柴油车⁵⁵。

2015年10月，大众汽车指派前通用汽车经理，汤姆士·席德兰（Thomas Sedran）担任集团策略长；以及，前德国高等法院法官，克里斯廷·霍曼－登哈德（Christine Hohmann-Dennhardt）带领集团法律与法规遵循部门⁵⁶。

随后，大众汽车宣布将会从品牌部门的年度投资预算删减十亿欧

元，继续制造电动车与插电式油电混合汽车等环保汽车⁵⁷。

众所瞩目的穆勒

整个产业都将焦点聚在大众汽车新上任的首席执行官——马提亚斯·穆勒（Matthias Müller，以下简称穆勒）身上，看他如何带领大众汽车走出这场危机。没有实现提供干净柴油的承诺严重地玷污大众汽车身为绿色企业的名声⁵⁸。面对重重阻碍，大众汽车究竟需要多久才能让大众重拾对其品牌的信赖？唯有时间才能够给出答案。

问题与讨论

1. 在德国公司法下，所有的公开发行公司都必需设置双层董事会——监督委员会与管理董事会。请讨论双层董事会的优缺点，并试着画出与单阶层董事会的比较结构图。
2. 请讨论大众汽车的监督委员会组成。皮耶辞去首席执行官职位后，便直接成为监督委员会的主席。这样位置的转换是否涉及公司治理争议？
3. 美国环保署身为监管者在此排放丑闻中，负有什么责任？美国环保署又应该被究责至什么程度？
4. 2011年，大众汽车的一位技师举发了公司在废气检测中的作弊行为，却没得到响应。既然作弊行为从2007年便已经开始，有什么可能的原因使得真相直到2015年才被发现？
5. 展望未来，大众汽车可以如何改进公司治理以防范类似的危机再度发生？

附注

1. Deutsche Welle. (2008, April 24). Battle for control at Volkswagen - Porsche vs. the State. Retrieved from: <http://www.dw.com/en/battle-for-control-at-volkswagen-porsche-vs-the-state/a-3291440>
2. Dowling, S. (2009, May 8). The world from Berlin: 'Porsche's VW plan was pure megalomania'. Retrieved from <http://www.spiegel.de/international/business/the-world-from-berlin-porsche-s-vw-plan-was-pure-megalomania-a-623705.html>
3. Stevis, M. (2011, November 24). EU to sue Germany again over 'Volkswagen Law'. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204630904577057730270544356>
4. Fuhrmans, V., Crawford, D., & Boston, W. (2012, March 30). German state fights to retain VW veto power. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304177104577313710807960088>
5. Hawranek, D. (2009, July 22). The Porsche story: The downfall of a corporate upstart. Retrieved from <http://www.spiegel.de/international/business/the-porsche-story-the-downfall-of-a-corporate-upstart-a-637542-3.html>
6. Connolly, K. (2015, April 17). VW boss Martin Winterkorn defeats chairman Ferdinand Piech. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/apr/17/vw-boss-martin-winterkorn-defeats-chairman-ferdinand-piech>
7. Schwartz, J., & Prodhan, G. (2015, April 25). Ferdinand Piech resigns, ending an era at Volkswagen. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/04/25/us-volkswagen-ceo-chairman-idUSKBN0NG0N720150425>
8. The Economist Print Edition Business. (2015, May 2). Driven out. The Economist. Retrieved from <http://www.economist.com/news/business/21650152-carmakers-domineering-chairman-leaves-his-successor-would-have-trouble-changing>
9. Sheahan, M., & Prodhan, G. (2015, April 25). Ruthless VW patriarch Piech overplays last hand. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/04/25/us-volkswagen-ceo-piech-newsmaker-idUSKBN0NG0Z720150425>
10. Cremer, A., & Prodhan, G. (2015, April 26). VW board members demanded Piech go after learning of secret plot. Retrieved from <http://finance.yahoo.com/news/vw-board-members-demanded-piech-231452005.html>
11. Levin, D. (2015, October 16). The man who created VW's toxic culture still looms large. Retrieved from <http://fortune.com/tag/ferdinand-piech/>

12. Stewart, J. B. (2015, September 24). Problems at Volkswagen start in the boardroom. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2015/09/25/business/international/problems-at-volkswagen-start-in-the-boardroom.html?_r=0
13. Fuhrmans, V., Crawford, D., & Boston, W. (2012, March 30). German state fights to retain VW veto power. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304177104577313710807960088>
14. Hengeler Mueller. (2015, March 11). Do foreign employees count for board level co-determination in Germany? Retrieved from http://www.hengeler.com/fileadmin/medien/broschueren/20150325_Hengeler_Mueller_Do_Foreign_Employees_Count_for_Board_Level_Co-Determination_in_Germany.pdf
15. Michel, H. (2007, March 1). Co-determination in Germany: the recent debate. Retrieved from <https://www.uclouvain.be/cps/ucl/doc/etes/documents/WDW004.pdf>
16. Page, R. (2011, June 1). Co-determination in Germany – a beginner's guide. Retrieved from http://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_033.pdf
17. Germany Trade & Invest. (2015, November 4). Employee representation. Retrieved from <http://www.gtai.de/GTAI/Navigation/EN/Invest/Investment-guide/Employees-and-social-security/employee-representation.html>
18. Baker & McKenzie. (2015, November 6). Germany trade unions guide. Retrieved from http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Supporting%20Your%20Business/Global%20Markets%20QRGs/Trade%20Unions%20and%20Works%20Councils/qr_germany_tradeunionsguide_2009.pdf
19. Boston, W. (2015, October 6). At Volkswagen, a familiar figure returns. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/at-volkswagen-a-familiar-figure-returns-1444064101>
20. Taylor, E., & Cremer, A. (2014, August 7). Exclusive: Unions force VW to axe consultants in clash over cost cuts - sources. Retrieved <http://www.reuters.com/article/2014/08/07/us-volkswagen-costs-mckinsey-idUSKBN0G71M520140807>
21. Connolly, K. (2008, January 13). Bribery, brothels, free Viagra: VW trial scandalises Germany. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/world/2008/jan/13/germany.automotive>
22. Kodjak, D. (2015, September 18). EPA's notice of violation of the Clean Air Act to Volkswagen. Retrieved from <http://www.theicct.org/news/epas-notice-violation-clean-air-act-volkswagen-press-statement>

23. Plungis, J. (2015, September 19). VW 'Clean Diesel' scheme exposed as criminal charges weighed. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-19/vw-clean-diesel-scheme-exposed-as-u-s-weighs-criminal-charges>
24. Neate, R. (2015, September 26). Meet John German: the man who helped expose Volkswagen's emissions scandal. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/sep/26/volkswagen-scandal-emissions-tests-john-german-research>
25. Plungis, J. (2015, September 20). VW's emissions cheating found by curious clean-air group. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-19/volkswagen-emissions-cheating-found-by-curious-clean-air-group>
26. Vlastic, B. (2015, September 22). Why Volkswagen finally admitted that it cheated in emissions tests. The Economic Times. Retrieved from <http://economictimes.indiatimes.com/news/international/business/why-volkswagen-finally-admitted-that-it-cheated-in-emissions-tests/articleshow/49056567.cms>
27. Knapton, S. (2015, September 22). Volkswagen scandal: how two campaigners exposed the world's biggest car company. The Telegraph. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/news/uknews/road-and-rail-transport/11883343/volkswagen-scandal-campaigners-expose-world-biggest-car-company.html>
28. Wattles, J. (2015, October 1). Volkswagen stripped of two 'Green Car of the Year' titles. Retrieved from <http://money.cnn.com/2015/10/01/news/companies/volkswagen-green-car-of-year-awards-rescinded/>
29. Volkswagen. (2015, September 9). Retrieved from http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/news/2015/09/sustain.html
30. Makortoff, K. (2015, September 29). Volkswagen cut from top sustainability index. Retrieved from <http://www.cnbc.com/2015/09/29/volkswagen-cut-from-dow-jones-sustainability-ranking.html>
31. Plummer, R. (2015, September 23). VW boss Martin Winterkorn's rise and fall. BBC. Retrieved from <http://www.bbc.com/news/business-34334621>
32. Bomey, N. (2015, September 23). Volkswagen CEO Martin Winterkorn resigns amid scandal. Retrieved from <http://www.usatoday.com/story/money/cars/2015/09/23/volkswagen-emissions-scandal-martin-winterkorn/72673028/>
33. Rauwald, C. (2015, April 17). VW top board group backs CEO Winterkorn in power struggle. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-17/vw-s-top-board-group-backs-ceo-winterkorn-against-chairman-piech>

34. Eisenstein, P. A. (2015, September 23). The rapid fall of VW's Martin Winterkorn. Retrieved from <http://www.cnbc.com/2015/09/23/all-of-vws-martin-winterkorn.html>
35. Bryant, C. (2015, September 23). Pressure was too much to bear for Martin Winterkorn. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/da8d1240-6206-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3pojEevqf>
36. Bomey, N. (2015, September 23). Volkswagen CEO Martin Winterkorn resigns amid scandal. Retrieved from <http://www.usatoday.com/story/money/cars/2015/09/23/volkswagen-emissions-scandal-martin-winterkorn/72673028/>
37. Cremer, A. (2015, September 24). Volkswagen to pick Porsche boss as new CEO. Retrieved from <http://www.cnbc.com/2015/09/24/reuters-america-wrapup-2-volkswagen-to-pick-porsche-boss-as-new-ceo--source.html>
38. Looss, A. (2015, October 2). Quality across the board. Retrieved from <http://magazine.volkswagen.com/technology-quality-assurance.html>
39. Ruddick, G. (2015, September 23). Volkswagen: a history of boardroom clashes and controversy. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/sep/23/volkswagen-a-history-of-boardroom-clashes-and-controversy>
40. Statista. (2015, November 4). Volkswagen's U.S. market share from 2012 to 2014. Retrieved from <http://www.statista.com/statistics/343189/market-share-of-volkswagen-in-the-us/>
41. Zhang, B. (2015, April 17). Volkswagen may solve its leadership crisis, but it still has massive sales problems in America. The Business Insider. Retrieved from <http://www.businessinsider.sg/volkswagen-has-massive-sales-problems-in-america-2015-4/#.VjzaHbcrLDc>
42. Ewing, J. (2015, April 26). As boardroom struggle ends, Volkswagen looks to the future. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2015/04/27/business/international/as-boardroom-struggle-ends-volkswagen-looks-to-the-future.html?_r=0
43. Landler, M. (2006, November 8). After power struggle, Volkswagen ousts its chief. The New York Times. Retrieved from <http://www.nytimes.com/2006/11/08/auto/mobiles/08vw.html>
44. Milne, R. (2015, April 13). Piëch is a specialist in corporate defenestration at Volkswagen. The Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/af8aaf60-e1cf-11e4-8d5b-00144feab7de.html#axzz3pCglezpg>

45. Boston, W. (2015, April 26). At Volkswagen, a game of thrones as chairman Ferdinand Piech quits. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/challenges-persist-for-volkswagen-as-chairman-piech-exits-1430081445>
46. Cremer, A., & Prodhan, G. (2015, April 27). Volkswagen board members demanded Piech go after learning of secret plot. Retrieved from <http://uk.reuters.com/article/2015/04/26/uk-volkswagen-leadership-idUKKBN0NH0XS20150426>
47. Nees, V., & Henning, D. (2015, May 1). Former IG Metall union leader heads Volkswagen supervisory board. Retrieved from <https://www.wsws.org/en/articles/2015/05/01/vw-m01.html>
48. Allen, F. E. (2011, December 21). How Germany builds twice as many cars as the U.S. while paying its workers twice as much. *Forbes*. Retrieved <http://www.forbes.com/sites/frederickallen/2011/12/21/germany-builds-twice-as-many-cars-as-the-u-s-while-paying-its-auto-workers-twice-as-much/>
49. Wendler, A. (2015, September 21). How Volkswagen got busted for skirting EPA diesel emissions standards. Retrieved from <http://blog.caranddriver.com/how-volkswagen-got-busted-for-gaming-epa-diesel-emissions-standards/>
50. BBC. (2015, September 27). VW scandal: company warned over test cheating years ago. Retrieved from <http://www.bbc.com/news/business-34373637>
51. McGoogan, C. (2015, October 7). Volkswagen scandal: 11 million cars to be recalled in January. Retrieved from <http://www.wired.co.uk/news/archive/2015-10/07/vw-recall-vehicles-emissions-scandal>
52. Channel NewsAsia. (2015, September 23). VW chief under pressure as cheating scandal snowballs. Retrieved from <http://www.channelnewsasia.com/news/business/vw-chief-under-pressure/2146144.html>
53. Geiger, F. (2015, September 29). Cost of Volkswagen's emissions scandal? At least \$11 billion, analysts say. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2015/09/29/cost-of-volkswagens-emissions-scandal-at-least-11-billion-analysts-say/>
54. Makortoff, K. (2015, September 22). What you need to know about the Volkswagen scandal. Retrieved from <http://www.cnbc.com/2015/09/22/what-you-need-to-know-about-the-volkswagen-scandal.html>
55. Ruddick, G. (2015, October 15). VW customers demand answers and compensation over emissions scandal. *The Guardian*. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/oct/15/vw-customers-demand-answers-and-compensation-over-emissions-scandal>

56. Press, A. (2015, October 26). Volkswagen hires Opel exec as strategy chief as it seeks to overcome emissions scandal. U.S. News. Retrieved from <http://www.usnews.com/news/business/articles/2015/10/26/scandal-hit-volkswagen-hires-opel-exec-as-strategy-chief>
57. Makortoff, K. (2015, October 13). Volkswagen to slash investment by \$1.1B per year. Retrieved from <http://www.cnbc.com/2015/10/13/volkswagen-to-slash-investment-by-11b-per-year.html>
58. Preston, B. (2015, September 25). Volkswagen scandal tarnishes hard-won US reputation as green company. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2015/sep/25/volkswagen-scandal-us-reputation-emissions>

eBay：与维权主义股东的搏斗

个案大纲

2014年初，卡尔·艾康（Carl Icahn，以下简称艾康）取得了eBay 2.15%的股份，该股东主义积极人士随后发表声明，指责其两位长期任职的董事斯科特·库克（Scott Cook，以下简称库克）和马克·安德森（Marc Andreessen，以下简称安德森）不符合电子商务巨头的最佳利益，艾康则指称这两位独立董事的外部责任造成了重大的利益冲突，导致公司管理不善。此外，艾康在给股东的信中提出eBay应该摆脱其子公司PayPal，并推荐他的候选人任命为eBay的董事会成员¹，而eBay拒绝艾康的提名和摆脱PayPal的建议作为响应。然而，委托书争夺战在2014年底结束——eBay宣布在来年将PayPal分拆成一家独立的公司以提高其竞争力，以及安德森辞去eBay的董事会职位。本案件的主旨是讨论诸如股东积极主义；利益冲突；报酬；董事的独立性问题。

关于 eBay

1995年9月3日，皮埃尔·奥米迪亚（Pierre Omidyar）在位于加利福尼亚州圣荷西（San Jose）的公寓里创建了一个拍卖网站，在第一年内，他的网站流量天高，并继续从1996年的二十五万次拍卖指数增长到1997年1月的两百万次拍卖²，奥米迪亚与公司第一任总裁杰弗里·斯科尔（Jeffrey Skoll）一起决定在1998年重新命名网站“eBay”，他们还将公司上市纳斯达克，eBay从一个简单的拍卖服务网站发展到一个完全整合的互联网市场。其主要收入来源于全球电子商务平台ebay.com、PayPal以及以Commerce Technologies的形式向其企业客户提供服务，在短短的七年时间里，eBay的净收入从2013年的四千一百万美元增加到一百六十亿美元³。

委托书争夺战之始

艾康在致 eBay 股东的一封信中批评了公司治理不善，他指称其两名独立董事马克·安德森和斯科特·库克的外部责任造成了重大的利益冲突⁴。

马克·安德森

安德森在 2008 年被任命为 eBay 的独立董事，他同时领导与他共同创立的著名美国创投公司 Andreessen Horowitz^{5,6}，艾康指责安德森在 eBay 出售 Skype 时行为不当。在 2005 年以二十六亿美元的价格收购 Skype 之后，eBay 于 2009 年以现金十九亿美元将 70% 的股权卖给银湖投资集团（Silver Lake），而安德森则是银湖的其中一位投资人⁷。在收购后十八个月，银湖将 Skype 以现金八十五亿美元出售给微软，银湖获利四十亿美元，持有银湖 3% 股权的安德森获得巨大利益。艾康则批评说，这次出售“极大地损害了股东的利益，只让私募股权公司获利了四十亿美元”⁸。

另一个遭受艾康批评的是，安德森一直积极地为 eBay 的直接竞争对手，如 Coinbase 和 Dwolla，提供策略和产业上的咨询建议。由于安德森身为董事，他可以获得有关 eBay 的敏感讯息，这使他面临利益冲突⁹。

斯科特·库克

斯科特·库克自 1998 年以来一直担任 eBay 的独立董事，同时库克持有直觉计算机软件公司（Intuit）4.64% 的股份，并且是控制股东¹⁰，库克在直觉软件公司的股权比他在 eBay 的股票高出四倍。艾康声称直觉软件公司的转付支付（Intuit's Go-Payment）与 eBay 的 PayPal Here 相比，具有相同的消费支付处理能力，因此是 PayPal Here 直接的竞争对手¹¹。因此，他质疑库克能否以 eBay 及其股东为最大利益来执行独立判断能力。

艾康的提案

艾康还提出了两个建议。首先，他提出将 eBay 和 PayPal 分离，因为他相信这两家公司各自成为单独个体是保持竞争优势的最佳方式¹²。

其次，艾康认为董事会有崭新的股东代表是 eBay 长期成功的必要条件。他提议任命两名候选人乔纳森·克里斯托多罗 (Jonathan Christodoro, 以下简称克里斯托多罗) 和丹尼尔·尼尼维奇 (Daniel Ninivaggi, 以下简称尼尼维奇) 加入董事会。克里斯托多罗和尼尼维奇分别担任艾康资本 (Icahn Capital) 的执行董事¹³ 和艾康企业 (Icahn Enterprise) 的董事¹⁴，艾康本人则是艾康资本和艾康企业的大股东，而这两者皆是艾康企业的投资部门。

eBay 的回应

为了响应艾康的批评，eBay 董事长皮埃尔发表了一份声明，声明中表示库克和安德森为操守无可挑剔的世界级董事¹⁵。以库克的案子来说，首席执行官约翰·多纳霍 (John Donahoe, 以下简称多纳霍) 驳斥艾康的说法，指出直觉软件公司和 eBay 之间的竞争，占 eBay 总收入不到 1%¹⁶。而安德森的情况，eBay 解释说安德森没有参与 Skype 的分割案，出售 Skype 的用意是把重心放在核心业务¹⁷。安德森也为自己辩护提到，他已经充分披露了他潜在的利益冲突，因此回避与 Skype 相关的所有讨论，他还提到 eBay 在 Skype 分拆后保留 30% 的股份，但安德森只拥有 3% 银狐的权权，也因为较多的股权使得 eBay 在 Skype 决策中扮演更重要的角色，并在出售给微软中获取更大的利润¹⁸。

eBay 也质疑艾康提名他的员工进入董事会的意图，克里斯托多罗和尼尼维奇都缺乏与科技业相关的领导和营运经验¹⁹，并同时兼任四间公司的董事。eBay 透露，克里斯托多罗进入四个公司的董事会是由于艾康对这些公司施予的压力，平均而言他在每个董事会的任职经验都不足一年。两个人都受合同局限，必须依艾康所属公司的利益来行使职权，也就是说他们两位无法成为真正

的独立董事²⁰。

针对分割 PayPal 的提议，eBay 认为尽管 PayPal 为 eBay 的一部分，成长仍然迅速，2013 年收入达六十六亿美元²¹。此外，分拆 PayPal 可能使得 eBay 丧失取得使用一亿两千八百万活跃用户的交易数据权限。另外，eBay 的股价在过去的五年中上涨了 441%，高于标准普尔 500 指数和纳斯达克综合指数，董事会将这一成功归功于 eBay 和 PayPal 绑在一起²²。

委托书争夺战的结束

2014 年 4 月 10 日，eBay 与艾康达成和平协议，结束了委托书争夺战，为了使丹尼尔·多曼 (David Dorman) 加入 eBay 董事会，艾康撤回了分拆 PayPal 的建议、及提名两位候选人加入 eBay 董事会这两项建议作为交换，多曼曾担任摩托罗拉 (Motorola) 管理高层，因此被艾康建议成为董事人选²³。

尽管艾康暂时放弃了分拆 PayPal 的建议，但他仍然认为，eBay 将会从 PayPal 分拆案中受益，并打算通过与 eBay 的保密讨论来推动此案²⁴。

艾康的最终胜利

2014 年 9 月 30 日，eBay 宣布将于 2015 年将 PayPal 分拆为一家独立公司，以提高在快速发展支付处理业务的竞争力²⁵。这消息一出，eBay 的股价上涨了大约 7%²⁶，多纳霍解释说，在对该公司进行的一项评估中显示，“将 eBay 和 PayPal 绑在一起，在 2015 年以后对双方在战略上和竞争性上都不那么有利。”²⁷在反对分拆 PayPal 七个月之后，多纳霍改变了立场²⁸。此外，2014 年 10 月 20 日，安德森宣布辞去 eBay 董事会的职务²⁹。

补偿计划

eBay 所有副总裁及以上职位的主管，薪酬计划的一部分为“以绩效为基础的限制型股票”（Performance-Based Restricted Stock Unit）。股票取得的时程为两年，在年度结束后的3月份可取得50%，其余50%归属在一年之后取得。在2011年，eBay 将授予首席执行官和首席财务官的股权授予期限修改为一年³⁰。

而非执行董事被选任进入董事会后，公司会给予递延股（Deferred Stock Units）。百分之二十五递延股可在授权日后一年取得，其余股票在往后每个月可取得四十八分之一。非执行董事可选择按季收取相当于聘用费（retainer fees）总金额的递延股，以代替聘用费³¹。

截至2013年12月31日，包括递延股代替聘用费，非执行董事持有的递延股总数如下：弗雷德·安德森（Fred Anderson）36,425股；马克·安德森42,668股；爱德华·巴恩霍特（Edward Barnholt）44,476股；库克46,970股；威廉·福特（William Ford Jr）48,846股；凯瑟琳·米堤克（Kathleen Mitic）16,045股；戴维·莫菲特（David Moffett）38,118股；理查德·施洛斯伯格（Richard Schlosberg）35,307股和托马斯·蒂尔尼（Thomas Tierney）44,807股。每位董事在年度股东会收到价值二十二万美元的递延股，高层管理人员每年也获得选择权，这些选择权在四年后全部归属，与递延股奖励的渐进归属模式相似³²。

董事独立和道德

纳斯达克上市规则的5605（b）要求公司拥有大多数的董事会成员必须为独立董事。被eBay视为独立的董事当中，安德森、巴恩霍尔特、库克、福特、施洛斯伯格和蒂尔尼已经在董事会任职了九年以上。

此外，纳斯达克上市规则5605（c）要求审计委员会仅能由独立

董事组成，eBay 任命安德森、施洛斯伯格和莫菲特三位独立董事，符合上是规则。此外，安德森担任审计委员会主席，符合美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission)要求的“审计委员会财务专家”的定义。2014 年股东委托书中披露，美国证券交易委员会于 2007 年 4 月 24 日向安德森和苹果公司的一名前任主管提出了股票期权行使价回溯的不当投诉，安德森被控未能采取措施确保财务报表是否正确。而安德森没有承认或否认美国证券交易委员会的指控，最终包含十五万美元的民事罚款³³，安德森共交出两百九十五万美元的所得利益和五十二万八千一百零七美元的预先判决利息，与美国证券交易委员和解。

结束语

2015 年 1 月 21 日，eBay 宣布与艾康达成协议，让其提名人之一克里斯托多罗成为董事会成员，也允许克里斯托多罗在分拆案后离开加入 PayPal 董事会。eBay 还宣布了分拆后一系列新的 PayPal 治理规则，艾康称这是他的公司与 eBay 间的“合作协议”。新的规定要求 PayPal 董事每年由股东重新选举，并非像 eBay 般每几年重选。此外，预计 2015 年第一季度，eBay 的全球员工人数将减少两千四百人，相当总员工数的 7%³⁴。

分拆后，PayPal 和 eBay 将继续分享许多业务关系，eBay 将在未来五年内通过 PayPal 继续销售大约 80% 的商品总额，PayPal 同意不建立自己的电子商务市场³⁵，另外，eBay 的所有董事预期是被转入 PayPal 董事会，或者同时在两家公司担任职位³⁶。

这个分拆并没有创造双赢。PayPal 的收入显著成长并超越了 eBay 的收入³⁷，此外，eBay 在 2015 年第一季，关键市场部门收入下降了 4%。然而整体来说，eBay 的盈余超过了分析师预期，并且其销售额也高于预期。

问题与讨论

1. 就艾康对两位 eBay 董事的指控和 eBay 辩护的说法，您认为有利益冲突的存在吗？请说明。这种冲突应如何解决？
2. 鉴于 eBay 所有权的分散，股东应如何监督董事会？
3. 就艾康极力推荐其支持的董事人选来看，当股东向董事会推荐他们的提名人时，您认为公司利益和自身利益之间是否有分歧？从小股东的角度来看，维权主义股东推荐他们的提名人，有何利弊？
4. 请评估 eBay 独立董事的独立性。
5. 请讨论非执行董事可以领取股份代替聘用费的适当性。
6. 请评论股票和期权（options）归属期的规定。请问这是否符合公司的利益？

附注

1. Icahn, Carl C. (2014, February 24). Open Letter to eBay Stockholders. Shareholders Square Table. Retrieved from <http://www.shareholderssquaretable.com/open-letter-to-ebay-stockholders/>
2. Lewis, E. (2008). The eBay Phenomenon: How One Brand Taught Millions of Strangers To Trust One Another. United Kingdom, U.K.: Marshall Cavendish Business.
3. Form 10-K. (2013). eBay Inc. United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065088/000106508814000010/ebay201310-k.htm>
4. Icahn, Carl C. (2014, February 24). Open Letter to eBay Stockholders. Shareholders Square Table. Retrieved from <http://www.shareholderssquaretable.com/open-letter-to-ebay-stockholders/>
5. eBay Inc. PayPal and eBay Better Together. (2014, March 25). United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from <http://investor.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=898822-14-178&CIK=1065088>
6. eBay Inc. eBay Inc. Reiterates 'The Truth About Skype'. (2014, March 3). United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from <http://investor.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=898822-14-91&CIK=1065088>
7. Ibid.
8. Shankar, S. (2014, February 25). Carl Icahn and eBay Caught In War of Words with Billionaire Activist Investor's Open Letter Accusing eBay of 'Disregard for Accountability'. International Business Times. Retrieved from <http://www.ibtimes.com/carl-icahn-ebay-caught-war-words-billionaire-activist-investors-open-letter-accusing-ebay-disregard>
9. Icahn, Carl C. (2014, February 24). Open Letter to eBay Stockholders. Shareholders Square Table. Retrieved from <http://www.shareholderssquaretable.com/open-letter-to-ebay-stockholders/>
10. Proxy Statement 2014 Annual Meeting Of Stockholders. (2013). Intuit Inc. Definitive Proxy Statement. United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from http://investors.intuit.com/files/doc_downloads/Proxy/INTU_2013-proxy.pdf
11. Bertoni, S. (2014, February 24). Carl Icahn Attacks Ebay, Marc Andreessen and Scott Cook in Shareholder Letter. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/stevenbertoni/2014/02/24/carl-icahn-attacks-ebay-marc-andreessen-and->

scott-cook-in-shareholder-letter/

12. Icahn, Carl C. (2014, February 24). Open Letter to eBay Stockholders. Shareholders Square Table. Retrieved from <http://www.shareholderssquaretable.com/open-letter-to-ebay-stockholders/>
13. Bloomberg. (n.d.). Executive Profile of Jonathan Christodoro. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/research/stocks/people/person.asp?personId=234416324&ticker=HLF>
14. Bloomberg. (n.d.). Executive Profile of Daniel A. Ninivaggi. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/research/stocks/people/person.asp?personId=6425097&ticker=IEP>
15. Statement by Pierre Omidyar, eBay Inc. Chairman of the Board. (2014, February 17). Business Wire. Retrieved from <http://www.businesswire.com/news/home/20140227005458/en/Statement-Pierre-Omidyar-eBay-Chairman-Board#.VCavIPmSzPo>
16. Mangalindan, JP. (2014, March 10) eBay's John Donahoe Talks Icahn, Conflicts and \$100 Stock Price (Someday). Fortune. Retrieved from <http://fortune.com/2014/03/10/ebays-john-donahoe-talks-icahn-conflicts-and-100-stock-price-someday/>
17. eBay Inc. Ebay Inc. Reiterates 'The Truth About Skype'. (2014, March 3). Retrieved from <http://blog.ebay.com/ebay-inc-reiterates-truth-skype/>
18. Andreessen, M. (2014, March 3), Statement as eBay Inc Board Director Marc Andreessen. Retrieved from <http://blog.ebay.com/statement-ebay-inc-board-director-marc-andreessen/>
19. Our Board Nominees vs. Mr Icahn's Nomiees. (n.d.). eBay Inc. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ebay/0x0x735605/544541FB-D209-4096-A67F-EE700F71446B/eBay_Nominee_3_12_14.pdf
20. eBay Inc. PayPal and eBay Better Together. (2014, March 24). Retrieved from <http://investor.ebayinc.com/releasedetail.cfm?releaseid=835257>
21. Yu, E. (2014, March 12). PayPal: Singapore Firms See Higher Online Exports. ZDNet. Retrieved from <http://www.zdnet.com/article/paypal-singapore-firms-see-higher-online-exports/>
22. eBay Inc. PayPal and eBay Better Together. (2014, March 24). Retrieved from <http://investor.ebayinc.com/releasedetail.cfm?releaseid=835257>
23. Schaefer, S. (2014, April 10). eBay Makes Peace With Carl Icahn, Cuts

- Off Proxy Fight. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2014/04/10/ebay-makes-peace-with-carl-icahn-cuts-off-proxy-fight/>
24. Goldman, D. (2014, April 10). Icahn Settles With eBay Over PayPal. CNN Money. Retrieved from <http://money.cnn.com/2014/04/10/technology/ebay-icahn/>
 25. McCormick, J. (2014, October 1). You Win, Carl Icahn: eBay to Spin Off PayPal as Separate Company. Charlotte Business Journal. Retrieved from <http://www.bizjournals.com/charlotte/news/2014/09/30/you-win-carl-icahn-ebay-to-spin-off-paypal-as.html>
 26. Russolillo, S. (2014, September 30). Analyst on eBay: Limited Upside After Paypal Spinoff. Wall Street Journal. Retrieved from <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/09/30/analyst-on-ebay-limited-upside-after-paypal-spinoff/>
 27. Said, C. (2014, September 30). Icahn Was Right: eBay, PayPal To Become Separate Companies. SFGate. Retrieved from <http://www.sfgate.com/business/article/Icahn-was-right-EBay-PayPal-to-become-separate-5791009.php>
 28. Mangalindan, JP. (2014, September 30). eBay CEO: Why We're Spinning Off PayPal. Fortune. Retrieved from <http://fortune.com/2014/09/30/ebay-ceo-why-were-spinning-off-paypal/>
 29. Sachin, S. (2014, October 20). Marc Andreessen Quits eBay Board Ahead of PayPal Spinoff. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/10/20/us-ebay-director-idUSKCN0I916K20141020>
 30. eBay Inc. Proxy Statement 2011 Annual Meeting Of Stockholders. (2011). United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065088/000119312511072609/ddef14a.htm>
 31. Ibid.
 32. eBay Inc. Proxy Statement 2014 Annual Meeting Of Stockholders. (2014). United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065088/000119312514090232/d661450dprec14a.htm>
 33. U.S. SEC. (2007, April 4). Commission Also Settles Claims Against Former Apple CFO for \$3.5 Million. Securities and Exchange Commission v. Nancy R. Heinen and Fred D. Anderson, Case No. 07-2214-HRL (Lloyd). Retrieved from <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20086.htm>
 34. Whitehouse, K. (2015, January 21). eBay Laying Off 2,400, 7% of Workforce. USA Today. Retrieved from <http://www.usatoday.com/story/money/business/2015/01/21/ebay-paypal-earnings-split-icahn/22109419/>

35. Griswold, A. (2015, April 22). PayPal Has Officially Overtaken eBay's Marketplace in Sales for The First Time. Slate. Retrieved from http://www.slate.com/blogs/moneybox/2015/04/22/paypal_passes_ebay_in_sales_spinoff_planned_for_q3_2015.html
36. Hason, S. (2015, May 15). eBay Inc, PayPal Announce Board After Split. Business Finance News. Retrieved from <http://www.businessfinancenews.com/22444-ebay-inc-paypal-announce-board-after-split/>
37. Griswold, A. (2015, April 22). PayPal Has Officially Overtaken eBay's Marketplace in Sales for The First Time. Slate. Retrieved from http://www.slate.com/blogs/moneybox/2015/04/22/paypal_passes_ebay_in_sales_spinoff_planned_for_q3_2015.html

巴西石油贪污案：非典型的洗车

个案大纲

2014年3月20日，巴西国家石油公司 (Petroleo Brasileiro SA Petrobras, Petrobras, 以下简称巴西石油) 的提炼部门前主管，被指控在这家巴西最大企业任职的期间涉嫌洗钱，并在“洗车行动”(Operation Carwash)中遭逮捕。为了获得检察官指控的让步，保罗 Roberto 科斯塔 (Paulo Roberto Costa, 以下简称科斯塔) 同意进行认罪协商。许多内部消息，包括巴西石油、其商业伙伴、以及巴西政治圈高层人士之间精心设计的回扣计划也因而曝光。巴西就此陷入有史以来最大宗的贪污丑闻。本个案主旨为讨论贿赂及贪污；公共治理 (public governance) 在企业内所扮演的角色；公共治理不佳的国家所面临的贪污风险；贪污活动猖獗的商业环境下，反贪污计划的有效性。

巴西石油——曾经一度启动巴西的未来

“巴西石油的状况真的非常糟，我们不得不称此为阴谋，而不是股票。”

—尼克斯联合基金公司 (Kynikos Associates LP) 创始人
吉姆·查诺斯 (Jim Chanos) ¹

在巅峰时期，巴西石油曾经被视为巴西的骄傲，让全世界眼红。如今，巴西石油被玷污的声誉成了众人茶余饭后的笑柄，受尽奚落。曾被誉为全球能源生产者的标竿，自此陷入低迷。

我想念你，巴西石油！

巴西石油由巴西前总统热图利奥·瓦加斯 (Getúlio Vargas) 于1953年10月创立，总部位于里约热内卢，是石油天然气产

业的重要成员。1997 年于圣保罗证券交易所（Sao Paulo Stock Exchange）挂牌上市，之后也在纽约证券交易所以美国存托凭证形式上市。2011 年，巴西石油成为全球排名第四大能源企业，也是南美洲最大的公司。²

巴西石油的营运共分为五大部门：探勘与制造；石油天然气炼制、运输与营销；石油化学产品；分销衍生产品、电能与生物燃料；其他可再生能源³。巴西石油希望透过这些部门，提供各种自家生产能源加工而成的优质产品

董事会组成

董事会主席一职自 2003 年到 2010 年之间，由迪尔玛·罗赛芙（Dilma Rousseff，以下简称罗赛芙）担任。她在 2011 年赢得总统大选，可说是历史性的一刻，成为巴西有史以来首位的女总统。2012 年 1 月，玛丽亚格拉卡斯·福斯特（Maria das Graças Foster，以下简称福斯特）被控股股东——巴西政府——任命为首席执行官⁴，并为董事会成员。

巴西石油一共有十位董事，任期一年，连选得连任。其中七位是由控股股东所任命，其他三位分别由少数股东、特别股股东、以及员工所选出⁵。在十位董事中，有四位是独立董事。

持股型态

巴西石油发行两种股票——普通股与特别股，后者没有投票权且主要提供给投资者。截至 2015 年 2 月止，巴西政府握有过半的投票权，另外还有 11% 投票权是被政府掌控的组织所拥有。除此之外，政府对于公司的重大决策拥有否决权。⁶

西装笔挺的新贵

“终结贪腐是尚未掌权者的最终目标。”

—保罗·罗伯托·科斯塔⁷

科斯塔拥有一切，或者说，他以为自己拥有一切。引领着上流生活风格，他拥有高级名车，银行户头里有数十亿存款。⁸在能源巨擘里步步高升的过程中，他时常沉迷于上流社会的欢乐世界，而那是一个鼓励追求金钱与追求自我利益的地方。

最终，利欲熏心的科斯塔遮蔽了自己的良心，踏上歧途。在巴西石油任职满三十五年的时候，他透过一项缜密的贪污受贿计划，将公司一笔金额可观的款项放进了自己的口袋。他压根没有想到诈欺的日子，连同他奢侈的生活，会那么快结束。

银铛入狱

2014年3月20日，看似平凡的一天，暗潮汹涌。

在命运降临的那一天，科斯塔在豪华舒适的门禁小区中遭到联邦警察逮捕，以协助非法洗钱案的相关调查。这项出其不意的突击搜查行动，让科斯塔的女儿与女婿惊慌失措，手忙脚乱地将现金、罪证性文件、笔电装进行李箱与背包，避免让检察官搜出。对科斯塔家族来说，很不幸的是这些过程全部都被监视器录了下来，影片也被上呈给主审法官。⁹

大嘴巴

在2004年与2012年间，科斯塔在巴西石油担任精炼与供应部门主管。证据显示，他在生涯颠峰时期，曾担任洗钱者与政府之间的中间人。恶名昭彰的阿尔贝托·尤瑟夫（Alberto Youssef，以下简称尤瑟夫）则谱出这起犯罪二重奏的另一段篇章。他在洗钱案中担任黑市货币交易商，并在2014年3月17日被捕。在此

之前，他前后被逮捕共九次，洗钱金额超过一百亿雷亚尔。¹⁰

2014年8月27日，科斯塔现身在巴拉纳州（Parana）联邦法院，恳求从宽发落。作为认罪协商的一部分，他供出巴西石油近十年来的非法活动，包括所有相关人员的姓名、银行账户、政治连结、与涉入人员的联络方式。尤瑟夫也同样对这起巴西史上规模最大的政治贪污案提供许多细部资料。¹¹科斯塔与其他几个人让巴西石油承包商虚报工程合约款项，在至少七年的时间内，侵占了数百万元公款做为回扣。除此之外，他们也透过中间人贿赂政客，确保他们的投票与执政党一致。¹²在一次的法庭聆讯中，科斯塔形容他从承包商收到的回扣为“百分之三的政治因素调整”，相当于数千万美元。¹³

肥猫伸手，国家倒霉

根据巴西的法律，对国会议员与政府高层官员的调查必须经过最高法院的核准，方可进行，之后若要对这些人提起刑事诉讼或是审判，也需获得最高法院的批准与判决。因此，涉及巴西石油丑闻案人士的司法程序预期将会持续数年。¹⁴

调查的过程中，联邦警方发现共有750项建造工程与公共工程涉及巴西石油的丑闻¹⁵。科斯塔向总检察长总共供出54个名字，其中许多人都是罗赛芙的巴西劳工党（Workers Party）党员，或是其在国会的盟友¹⁶。虽然回扣计划在罗赛芙担任巴西石油董事会主席期间便如火如荼地进行，她却强烈否认知情，最终她的名字被检察官从名单上移除¹⁷。然而，民意调查显示大部分的巴西人相信她对此案有所了解¹⁸。

随着调查持续进行，更多不可告人的秘密与不光彩的行径都浮上台面。进一步的调查显示，巴西有最大的九家基础建设工程公司皆涉及此案¹⁹。知名企业如劳斯莱斯（Rolls Royce），以及新加坡企业，如吉宝集团（Keppel Corporation）也被指控贿赂巴西石油以换取有利合约²⁰。三个政党，包括劳工党、巴西民主运动党（Brazilian Democratic Movement）与进步党（Progressive

Party) 则因被指控收受国营企业的好处而登上报纸头条。2015年3月6日, 12名参议员与22名众议员正式地接受调查。²¹ 2014年10月14日, 自2012年以来负责巴西石油审计工作的普华永道会计师事务所(PwC, 以下简称普华永道), 拒绝查核其第三季季报, 并扬言将此案提交美国主管机关²²。巴西石油承认, 若要以“正确、完整、明确的方式”衡量丑闻为公司带来的损失的确是不可行的²³。普华永道则拒绝评论并要求更进一步的调查。

2014年11月24日, 巴西石油收到美国证券交易委员会(US Securities and Exchange Commission, 以下简称SEC)的传票, 要求提供相关文件协助一项进行中的调查, 而巴西石油应SEC要求配合办理。另一方面, 美国司法部(US Department of Justice)也就巴西石油是否涉嫌违反《海外反贪污行为法》(US Foreign Corrupt Practice Act)进行调查。据称, 美国主管机关早在2014年初便进行调查。²⁴

身陷财务危机

2014年10月21日, 有鉴于巴西石油贪污丑闻缠身与其庞大负债, 穆迪投资者服务公司(Moody's Investors Service, Moody's, 以下简称穆迪)将其全球外币与本国货币债务评级, 从Baa1调降至Baa2²⁵。再加上油价下跌, 当地货币走弱, 巴西石油的前途一片渺茫。尽管不被看好, 罗赛芙仍然在巴西总统大选中赢得51.6%选票, 以些微差距胜出。然而, 巴西石油的投资者对此一消息的反应并不乐观, 股价在2014年10月27日下跌了16.4%²⁶。

在普华永道表达不愿查核的情形下, 巴西石油在2015年1月27日发布了未经查核的2014年第三季季报。由于此消息, 股价在隔天交易日下跌了11.6%来到每股6.59美元²⁷。2015年1月29日, 穆迪调降巴西石油所有的信用评级, 包括优先无担保债务(senior unsecured debt)的信用等级从Baa2降至Baa3, 基础信用评等(Baseline Credit Assessment)则从ba1降至ba2。²⁸

让事态更恶化的是，巴西石油因为违反美国联邦证券法规，同时面临十二起美国投资人提起的集体诉讼，当中包括俄亥俄州（Ohio）的退休基金。²⁹

雪上加霜的是，紧接着穆迪再次调降其长期公司债信评等从Baa3到Ba2（垃圾债券）后³⁰，2015年2月25日，股价再度下跌超过8%来到每股6.29美元。公司也向各方的利益关系人解释信用评级可能被调降的原因，其中包括贪污调查、潜在流动性的压力，以及穆迪对其未来几年偿债能力持负面看法。³¹

这起丑闻对巴西的经济造成严重的伤害，几乎没有人全身而退。因为合约解除与延迟付款，许多营造公司面临信用调降与破产。而石油产业首当其冲，上千名员工被资遣，使得该国失业状况更加恶化。³²

来得容易去得快

回到2012年，福斯特被任命为巴西石油首席执行官一事遭到反对。因为福斯特与罗赛芙往来甚密，许多人质疑福斯特将迎合罗赛芙的政治理念，而非将公司价值极大化，造成利益冲突的发生。虽然没有被指控直接参与此案，但根据报导，福斯特忽视内部举报人举发贪污丑闻一案。前巴西石油的经理韦尼娜韦洛萨达·方茜卡（Venina Velosa da Fonseca）表示，她曾在2008年就虚报合约价格问题提醒过数字主管，包括当时主管天然气和能源部门的福斯特，但福斯特却极力地否认知情。³³

2015年2月4日，福斯特递出辞呈，这项举动被普遍受到市场欢迎，但投资者也担心董事会是否能及时地提出适当的接替人选。而巴西石油其他五位高管也一同辞职。³⁴

领导中空

“今天看到了藐视巴西石油董事会的事情上演，控股股东（政府）再一次地强加其意志在公司利益之上，忽视长期投资人的要求。”

—巴西石油少数股东代表董事毛罗·古尼亚 (Mauro Cunha) ³⁵

在高管集体辞职下台后，罗赛芙利用私人关系为这些重要职缺找到接替者。2015年2月6日，五个空缺在两天内旋即被填补，而他们都是巴西石油的员工，且对工程与石油天然气产业皆拥有丰厚的经验。³⁶

除此之外，罗赛芙还提名国营巴西银行（Banco do Brazil）总裁艾德米尔·班迪尼（Aldemir Bendine，以下简称班迪尼）接替首席执行官。然而，她并没有向独立董事咨询，这项任命也并未得到全体董事会的支持。结果并不令人意外，因为班迪尼并无石油产业相关经验，也并非其专长³⁷。另外，这项任命也让投资人失望，因为他与罗赛芙关系匪浅，且巴西银行是巴西石油与其承包商的主要债权人。如预期地，股市反应不佳，巴西石油股价下跌9%。³⁸

董事会再次改组

巴西的前财政部长吉多·曼特加（Guido Mantega），自2010年3月起担任巴西石油董事会主席，一直到巴西跨国铁矿石生产商淡水河谷（Vale SA）的首席执行官穆里罗·费雷拉（Murilo Ferreira，以下简称费雷拉）接棒为止。众人则引颈企盼着费雷拉能够复制他在淡水河谷解决“极为严重资金配置问题”的经验，来帮巴西石油解决问题³⁹。另外，任命费雷拉与其他两位来自淡水河谷的高阶主管，被视为摆脱任命巴西政府内阁部长与其盟友的传统。⁴⁰

然而，2015年11月30日，费雷拉在就任不到八个月便辞职了。无论巴西石油或是淡水河谷的媒体部门都没有对此事件加以说明，但据说是因为他与班迪尼对于“如何营运”的理念不一

而造成冲突⁴¹。刘易斯尼尔森·格德斯德卡瓦略（Luiz Nelson Guedes de Carvalho）则在之后担任代理主席，并在2016年4月28日改选后连任主席。⁴²

然而，事件至此发生令人意外的转折。罗赛芙因被指控“非法操纵国家账目”⁴³，被迫下台。米歇尔·泰梅尔（Michel Temer）代理总统职务，在“政府高层职位大洗牌”的考虑下，任命巴西国家社会经济发展银行（BNDES）及巴西银行等国有银行的领导人，而巴西石油当然也不例外。⁴⁴

拉丁美洲最大证券交易所，也就是巴西期货证券交易所（BM&Fbovespa SA）董事会主席——佩德罗·帕伦特（Pedro Parente，以下简称帕伦特）接替班迪尼，成为巴西石油两年内第三位首席执行官。虽然帕伦特从来没有管理过石油公司，但他在商场与政府部门的经验获得了投资者的肯定，因为在2002年巴西遭逢干旱时，他担任能源部长，监督能源配给，带领巴西走出了国家危机。⁴⁵

塞翁失马，焉知非福？

产业专家预测，巴西石油与其他受牵连企业被列入黑名单，无法执行合约工作，会将机会给予先前因为“政治壁垒阻碍公开出价”而无法获得大型合约的中型与国际营造工程公司。⁴⁶

2015年3月20日，巴西石油的执行委员会核准了一项计划，同意由班迪尼带领修改公司治理与管理规则。目标是“使公司治理适用于新的商业环境与修正后的投资计划”。⁴⁷

尽管巴西石油身陷麻烦，仍然有一些投资者对其保持希望。例如：Skagen AS——一家斯堪地那维亚员工所有的投资公司⁴⁸——持续投资巴西石油股票，因为它预期巴西石油在贪污调查案过后能重新站稳脚跟，处于更有利的位置。短期而言，现金流因为巴西油价下跌与零售产品价格的固定而似乎有改善。⁴⁹

厉法严施

揭发丑闻的检察官要求更严厉的刑期与更强大的司法权力，以遏止“比由纳税人买单支付每年教育与医疗预算还多的贪污”⁵⁰。随着丑闻一步步地被揭发，许多巴西石油的高阶主管，甚至劳工党的政治人物都锒铛入狱或被起诉。⁵¹

显然地，有些人认为贪污丑闻会让巴西石油的公司治理更好，长远来说，这将会是整个国家的进步。然而，许多事情有待观察，全世界也将密切地注意这件事情的发展。

问题与讨论

1. 巴西石油现有的防治贪污贿赂措施有哪些？它们是否奏效？若答案为否，您认为还有哪些方法可用？
2. 据报导，巴西石油的贪污受贿计划在罗赛芙担任董事会主席期间便已经发生。请讨论董事会对于防治这些情形所应扮演的角色与职责。您认为她是否尽了身为董事会主席应尽之职责？
3. 据报导，吉宝集团（Keppel Corporation）与胜科海事（Sembcorp Marine）都与巴西石油有商业往来。如果您是这两间公司的董事，或身为其高管，您会有哪些担忧与顾虑？
4. 您认为吉宝集团与胜科海事等公司的管理阶层在海外从事商业活动时，应如何将贪污及贿赂的风险降到最低？
5. 前世界银行副总裁兼财务主管朱尔斯·慕伊斯（Jules Muis）曾说：“公共部门及私人部门就如飞机的两只机翼。”以巴西石油为例，国家的公共治理对于该国企业的公司治理有多大程度的影响？
6. 国际透明组织（Transparency International）自2005年以来，

每年都会针对各国“贪污”发布报告，评量 41 个签署国的执法状况。当本国的执法力低落时，是否就表示贪污行为被抓的风险就低？请说明。

附件

1. Business Insider Singapore. (2014, October 21). Jim Chanos Tanked Brazil. Retrieved from <http://www.businessinsider.sg/jim-chanos-tanked-brazil-2014-10/#.V1LJRIShniA>
2. Business Insider. (2011, October 25). The 15 Biggest Energy Companies In The World. Retrieved from <http://www.businessinsider.com/the-15-biggest-energy-comapnies-in-the-world-2011-10?IR=T&op=1?r=US&IR=T#petrobras-brasileiro-12>
3. Reuters. (2016). Petroleo Brasileiro Petrobras SA Profile. Retrieved from <http://www.reuters.com/finance/stocks/companyProfile?symbol=PETROBRAS.N>
4. Petrobras. (2014, February 9). Our Board of Directors elects Graça Foster as CEO. Retrieved from <http://www.petrobras.com/en/magazine/post/our-board-of-directors-elects-graca-foster-as-ceo.htm>
5. Petrobras. (2016). Board of Directors. Retrieved from <http://www.investidorpetrobras.com.br/en/corporate-governance/governance-bodies/board-directors>
6. Aswath Damodaran. (2015, February 10). How low can you go? Doing the Petrobras Limbo! Retrieved from <http://aswathdamodaran.blogspot.sg/2015/02/how-low-can-you-go-doing-petrobras-limbo.html>
7. Bloomberg. (2014, October 21). Brazil Fixated as 'Human Bomb' Revelations Rock Elections. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-21/brazil-fixated-as-human-bomb-revelations-rock-elections>
8. Ibid.
9. Ibid.
10. The Guardian. (2015, March 20). Brazil elite profit from \$3bn Petrobras scandal as laid-off workers pay the price. Retrieved from <http://www.theguardian.com/world/2015/mar/20/brazil-petrobras-scandal-layoffs-dilma-rousseff>
11. Ibid.
12. The Guardian. (2015, 10 July). Brazil oil giant faces \$98bn shareholder lawsuit in US over corruption scheme. Retrieved from <http://www.theguardian.com/world/2015/jul/10/brazil-petrobras-lawsuit-corruption-scheme-shareholders-us>
13. The Financial Times. (2014, October 14). Evidence of Paulo Roberto Costa. Retrieved from <http://blogs.ft.com/beyond-brics/evidence-of-paulo-roberto-costa>

14. The Wall Street Journal. (2015, March 3). Brazil Attorney General Seeks Probes of Politicians in Petrobras Corruption Case. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/brazil-attorney-general-seeks-probes-of-politicians-in-petrobras-scandal-1425430790>
15. Latin Correspondent. (2014, December 9). Operation Car Wash uncovers Brazil's biggest-ever corruption scandal. Retrieved from <http://latincorrespondent.com/brazil/operation-car-wash-uncovers-biggest-corruption-scandal-history-brazil/>
16. Mercopress. (2015, March 4). Petrobras corruption: top prosecutor hands the Supreme Court names of 54 politicians. Retrieved from <http://en.mercopress.com/2015/03/04/petrobras-corruption-top-prosecutor-hands-the-supreme-court-names-of-54-politicians>
17. Reuters. (2014, July 23). Petrobras board cleared of refinery wrongdoing – prosecutor. Retrieved from <http://af.reuters.com/article/commoditiesNews/idAFL2N0PY2CF20140723>
18. Reuters. (2015, March 18). Rousseff declares war on corruption in midst of Petrobras scandal. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/03/18/us-brazil-petrobras-rousseff-idUSKBN0ME2NT20150318>
19. Latin Correspondent. (2014, December 9). Operation Car Wash uncovers Brazil's biggest-ever corruption scandal. Retrieved from <http://latincorrespondent.com/brazil/operation-car-wash-uncovers-biggest-corruption-scandal-history-brazil/>
20. The Telegraph. (2015, February 16). Rolls-Royce caught up in Petrobras bribery claims. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/engineering/11415194/Rolls-Royce-caught-up-in-Petrobras-bribery-claims.html>
21. Reuters. (2015, March 7). Top Brazilian politicians investigated in Petrobras scandal. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/us-brazil-petrobras-politicians-idUSKBN0M22GV20150307>
22. Reuters. (2014, November 1). Auditor refuses to sign off Brazil Petrobras' Q3 results -Estado. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/11/01/petrobras-pwc-results-idUSL1N0SROCM20141101>
23. The Financial Times. (2015, January 28). Petrobras draws a blank on cost of fraud scandal. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/98674a12-a6d5-11e4-9c4d-00144feab7de.html#axzz4AgHcTC3m>
24. Reuters. (2014, November 24). Brazil's Petrobras says received SEC subpoena for documents. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/us-brazil-petrobras-sec-idUSKCN0J826G20141124>

25. Moody's Investor Service. (2014, October 21). Rating Action: Moody's downgrades Petrobras' ratings to Baa2. Retrieved from: https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Petrobras-ratings-to-Baa2--PR_310942
26. Bidness Etc. (2014, October 27). Petrobras Down On Re-Election Of Dilma Rousseff AsBrazilian President. Retrieved from: <http://www.bidnesstec.com/28034-petrobras-down-on-reelection-of-dilma-rousseff-as-brazilian-president/>
27. TheStreet. (2015, January 28). Petrobras (PBR) Stock Plunges Today After Releasing Unaudited Third-Quarter Financial Results. Retrieved from <https://www.thestreet.com/story/13025756/1/petrobras-pbr-stock-plunges-today-after-releasing-unaudited-third-quarter-financial-results.html>
28. Moody's Investors Service. (2015, January 29). Rating Action: Moody's downgrades Petrobras' ratings to Baa3; maintains review for further downgrade. Retrieved from https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Petrobras-ratings-to-Baa3-maintains-review-for-further--PR_316803
29. The Wall Street Journal. (2015, February 9). Ohio Attorney General Files Motion to Join Suit Against Brazil's Petrobras. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/ohio-attorney-general-files-motion-to-join-suit-against-brazils-petrobras-1423508513>
30. The Street. (2015, February 25). Petrobras (PBR) Stock Plunges Today on Moody's Downgrade. Retrieved from <http://www.thestreet.com/story/13058043/1/petrobras-Petrobras-stock-plunges-today-on-moodys-downgrade.html>
31. Moody's Investors Service. (2015, February 24). Moody's downgrades Petrobras' ratings to Ba2; maintains review for downgrade. Retrieved from https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Petrobras-ratings-to-Ba2-maintains-review-for-downgrade--PR_319021
32. Forbes. (2015, April 5). Here's How The Petrobras Scandal Is Helping Destroy Brazil's Job Market. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2015/04/05/heres-how-the-petrobras-scandal-is-helping-destroy-brazils-job-market/#32072eac4e7c>
33. The Financial Times. (2015, February 4). Petrobras chief and 5 executives resign over scandal. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/995ce64a-ac78-11e4-9d32-00144feab7de.html#axzz4Ao1BsStd>
34. Ibid.
35. Reuters. (2015, February 6). Petrobras directors say new CEO does not have support of full board. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/brazil-petrobras-protest-idUSL1NOVG1VT20150206>

36. Petrobras. (2015, February 6). New CEO and Executive Officers. Retrieved from <http://www.petrobras.com.br/en/news/new-ceo-and-executive-officers.htm>
37. Reuters. (2015, February 6). Petrobras directors say new CEO does not have support of full board. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/02/06/brazil-petrobras-protest-idUSL1NOVG1VT20150206>
38. The Financial Times. (2015, February 7). Petrobras shares fall after Aldemir Bendin named new CEO. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9891aaa4-ae06-11e4-919e-00144feab7de.html#axzz3Vuw758jW>
39. World Oil. (2015, April 30). Petrobras appoints Vale head Ferreira as chairman. Retrieved from <http://www.worldoil.com/news/2015/4/30/petrobras-appoints-vale-head-ferreira-as-chairman>
40. Bloomberg. (2015, November 30). Petrobras Dream Team Splits on Approach to Turnaround. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-30/petrobras-chairman-murilo-ferreira-resigns-from-board>
41. Ibid.
42. Bloomberg. (2016, April 29). Petrobras Board May Be Changed by Possible Temer Government. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-29/petrobras-board-may-be-changed-by-possible-temer-government>
43. The Wall Street Journal. (2016, May 12). Brazil Senate Votes in Favor of Dilma Rousseff Impeachment Trial. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/brazil-senate-votes-in-favor-of-dilma-rousseff-impeachment-trial-1463046110>
44. The Wall Street Journal. (2016, May 31). Brazil's Petrobras Board Names Pedro Parente as New CEO. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/brazils-petrobras-board-names-pedro-parente-as-new-ceo-1464695426>
45. Bloomberg. (2016, May 20). Petrobras Gets Brazil Stock Exchange Chairman for CEO Job. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-19/brazil-s-temer-to-invite-parente-as-petrobras-chief-executive>
46. Engineering News-Record. (2015, March 27). Petrobras Pay-To-Play Probe Makes Room for Global Firms. Retrieved from http://enr.construction.com/business_management/companies/2015/0327-petrobras-payto-play-probe-makes-room-for-global-firms.asp
47. Reuters. (2015, March 25). Brazil's Petrobras says to revise corporate governance. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/03/25/petrobras-governance-idUSE4N0VD00Q20150325>

48. Bloomberg. (2016). Company Overview of Skagen AS. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=27422771>
49. Bloomberg. (2015, March 29). Skagen Bets on Petrobras as Producer Seen Emerging Stronger. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-29/skagen-bets-on-petrobras-as-oil-producer-seen-emerging-stronger>
50. Reuters. (2015, March 20). Petrobras scandal prosecutors seek tougher anti-corruption laws. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2015/03/20/us-brazil-petrobras-corruption-idUSKBN0MG2CN20150320>
51. Reuters. (2016, February 22). Timeline: Key moments in Brazil corruption probe. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/us-brazil-petrobras-timeline-idUSKCN0V2E3>

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一职。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。他现为美国圣母大学 (University of Notre Dame) 会计研究教育中心咨询委员，曾任新加坡国立大学商学院亚洲会计研究中心荣誉研究员，以及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，专长于财务会计、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、及管理类期刊，曾获得多个学术奖项，包括科技部吴大猷先生纪念奖、玉山银行玉山学术奖、政治大学学术研究优良奖、澳洲新西兰会计及财务年会财务会计类最佳论文奖以及台湾会计师全国联合会论文金奖。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) 学程及企业家班教授公司治理。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)

麦润田教授现为新加坡国立大学 (National University of Singapore) 国大商学院副教授，曾任国大商学院副院长。他拥有一等荣誉会计与财务学士及硕士学位，为会计博士，也是澳洲会计师公会 (CPA Australia) 的资深会员。



麦教授曾多次参与制定新加坡上市公司公司治理准则委员会，包括最近在 2018 年 8 月发布的公司治理准则。他也参与慈善理事会 (Charity Council) 并担任其中一委员会主席，负责制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 Nations) 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。

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，以及为董事、监管机关及专业机构组织提供公司治理训练课程。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。他的著作也广泛地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著作，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

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

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

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.

