

A blue-tinted photograph of two men in business suits and glasses, engaged in a conversation. The man on the left is gesturing with his hands while speaking, and the man on the right is listening attentively with his hands clasped. The background is a plain, light blue wall.

# 公司治理個案研究

陳宇紳 麥潤田 主編

BE HEARD.  
BE RECOGNISED.

CPA  
AUSTRALIA



# 公司治理研究個案

陳宇紳 麥潤田

主編

第一版 2016年10月

著作權 ©2016 陳宇紳、麥潤田、以及澳洲會計師公會

保留所有權利。若非取得前述出版者及出版機構之許可，此出版品的任何部分或全部內容嚴格禁止被再出版、儲存在檢索系統、或以任何形式傳送，不論是電子、機械、影印、錄制等方式，除非有被簡短的引述資料來源為本出版品。

在此出版品中所陳述的觀點或意見為作者所有，並不一定也不應被視為澳洲會計師公會所做出。

若您欲取得此出版品中任何案例的使用許可，請聯絡澳洲會計師公會、陳宇紳副教授、或麥潤田副教授。

## 公司治理研究個案

---

編輯 : 陳宇紳副教授及麥潤田副教授

編輯電子郵件 : vyschen@nccu.edu.tw  
bizmakyt@nus.edu.sg

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

網站 : cpaustralia.com.au

電子郵件 : sg@cpaustralia.com.au

國際書號 : 978-981-11-0770-2

# 目錄

---

## 前言

## 序言

## 亞洲

天外有天：天宇化纖鬧劇 .....	1
中信泰富：外匯醜聞 .....	12
國美：前董座的困獸之鬥 .....	18
精利控股：爛蘋果的牽連 .....	31
奧林巴斯：當場捕獲 .....	40
買票風波：電訊盈科私有化醜聞 .....	53
薩蒂揚的會計造假事件 .....	60
中華環保：龍籌股醜聞 .....	69
SK集團：財闊大到不能關 .....	76
新鴻基“世紀賄賂案”：兄弟同心 .....	88

## 歐洲

布米：家族相爭 .....	99
葛蘭素史克：中國賄賂弊案 .....	113
匯豐銀行：全球最大的在地（洗錢）銀行 .....	123
摩根大通：倫敦鯨事件 .....	133

## 北美洲

波克夏海瑟威：大衛蘇克的隕落.....	146
大帆避險基金：內線交易.....	154
綠諾國際：反向收購上市陷入困境.....	165
嘉漢林業：不存在的資產.....	174
永利董事會之爭：牛仔對決武士.....	186
雅虎和阿里巴巴的愛恨糾葛.....	197

# 前言

全球化逐漸的將焦點放在其衍生出的治理問題及爭議，也使得相關組織裏的董事及管理階層承受了更多的壓力。公司必須提高其治理及透明度的標準，在策略上做為優先順序，使公司在市場上可以勝出。更重要的是，在新的世界秩序裏，公司應該奉行最高的治理標準及獨立性，以符合股東以及其它利益相關者的期望。

出版這第一本中文的公司治理案例研究，澳洲會計師公會旨在喚起大家對跨國公司在重要公司治理議題的意識，並進行深度的討論。

澳洲會計師公會是在全球擁有超過十五萬五千名會員的專業會計組織，是一個提倡健全公司治理的領導者，我們相信好的公司治理與長期價值創造極大化並與正直與問責息息相關。

澳洲會計師公會感謝陳宇紳副教授及麥潤田副教授的指導及翻譯新加坡國立大學商學院學生撰寫的個案。我們希望在這本書中所探討的公司治理相關議題能引起豐富多元的討論，並促使公司及市場提高治理及透明度的標準。我們相信這本書對您在專業領域與工作上會有所幫助。

袁有仁 Philip Yuen

澳洲會計師公會新加坡分會會長

Singapore Divisional President, CPA Australia

2016年10月

# 序言

自2012年起，澳洲會計師公會(CPA Australia)每年出版由新加坡國立大學商學院麥潤田教授編輯的公司治理案例研究，至今已出版四冊，這些以英文撰寫的案例研究，涵蓋了新加坡、亞洲以及全球性公司，並在全球被許多大學、專業機構以及組織所使用。

我們很高興的再次與澳洲會計師公會合作，出版第一本中文版的公司治理個案研究，此書蒐集的個案是由四本英文版的公司治理案例研究的個案所選出。我們選出20個案例，以公司上市的交易所地區分類，其中10個在亞洲，4個在歐洲，以及6個在北美洲。這10個亞洲的案例包含中國、香港、印度、日本、新加坡以及韓國公司。而在歐洲及北美的公司案例中，許多公司與亞洲息息相關，例如這些公司皆為在歐洲或北美上市的亞洲公司，或為在亞洲有相當營運規模或收入的歐洲或北美公司。這些案例涵蓋了許多跨國及跨文化的公司治理相關議題，例如董事會、內部及外部審計、內部控制、風險管理、管理人員薪酬、以及與賄賂、貪污、舞弊、以及非經授權交易相關的公司治理醜聞議題。

這些案例的資料來源皆為公開資訊，每個案例的最後也提出相關問題供讀者思考討論，目的在於藉由討論以及辯論來加強學習的效果，而這些與個案相關的議題並沒有正確的答案，因為造成公司治理失當的原因通常十分複雜，而問題的解決也並不直接或單純，亦無法速成。

我們希望您對這本中文版的公司治理案例感到興趣，也對您有所幫助。

我們感謝賈翊廷、黃鴻明及曾柔協助翻譯，以及陳朕疆協助校訂。

陳宇紳副教授及麥潤田副教授

2016年10月

# 天外有天：天宇化纖鬧劇

---

## 個案大綱

新加坡交易所 (Singapore Exchange, 以下簡稱新交所) 於2011年11月下旬發布指令, 要求泉州天宇化纖制造實業有限公司 (China Sky Chemical Fibre Co Ltd, 以下簡稱天宇化纖) 委任特別審計人員進行調查。發布指令之原因如下: 天宇化纖與其董事會旗下審計委員會主席賴成冠 (Lai Seng Kwonn) 間發生利害關係人交易 (Interested Person Transactions); 天宇化纖中止其於中國之土地收購與開發計劃; 及天宇化纖發生之重大維修費用。然而, 天宇化纖却對這項指令置若罔聞。2012年1月6日, 新交所以天宇化纖未遵守其指令為由, 罕見地提起法律訴訟, 然而在申請庭令十日後, 新交所即撤銷申請。本個案乃第一次有上市公司違抗新交所委任特別審計人員之指令, 天宇化纖表示新交所就此事的要求相當不合理, 並稱自己為受霸凌的小孩<sup>1</sup>。本個案主旨在探討董事會之獨立性、利益衝突, 以及上市條例執行相關議題。

## 天宇化纖公司背景

天宇化纖設立於2005年3月29日, 總公司登記於開曼群島英屬西印度群島 (Grand Cayman British West Indies), 在2005年10月3日於新交所主板上市<sup>2</sup>。

公司主要業務為生產可以廣泛運用之高端尼龍纖維, 運用範圍由高端運動服、休閒服飾、窗簾、桌布、室內裝潢材料、鞋子、包包、行李袋、雨傘、帳篷、緞帶, 至邊帶等產品, 生產商品以天宇 (Tian Yu) 為商標及品牌名稱進行銷售。

公司董事長為張榮鏈 (Cheung Wing Lin), 黃忠炫 (Huang Zhong Xuan) 則為執行董事兼執行長 (CEO), 同時也是公司最大股東, 握有37.8%的股權<sup>3</sup>。其餘四名董事會成員包括執行董事宋健生 (Song Jian Sheng)、非執行董事王志偉 (Wang Zhi Wei), 以及兩名新加坡獨立董事余光華 (Er Kwong Wah) 及賴成冠。



董事會旗下由三個委員會組成，其中提名委員會主席及薪酬委員會主席皆為余光華，余光華在2005年被指派為天宇的獨立董事，同時也是新加坡少數同時在十個以上董事會服務的人，截至2010年4月，他已在不同產業的十二家上市公司擔任董事<sup>4</sup>。

審計委員會主席為另一位獨立董事，賴成冠，其在會計、稅務及財務方面約有30年的經驗，並經營賴成冠會計師事務所 (SK Lai & Co)<sup>5</sup>。

## 事件起點

事件發生初期，新交所曾對天宇化纖提出幾項疑問，包括在2010年3月質疑其2009年度的財務相關聲明、在2010年8月質疑其2010年第二季營運狀況，以及在2011年3月質疑其2010年年度營運狀況。

天宇化纖在2011年4月22日為回應上述質疑而發布一份聲明，聲明內容包含利害關係人交易、支付獨立董事之總金額、獨立董事持續保持獨立性的正當理由、特定董事從關聯企業獲取之報酬、關聯企業員工選擇權之授與、授與董事選擇權之日期、未揭露其授與之原因、支付第三方收購土地使用權之保證金，以及公司如何遵守新交所上市條例。在4月25日及4月29日，天宇化纖針對上述聲明相關之事項進一步說明厘清。

在4月27日，新加坡國立大學麥潤田 (Mak Yuen Teen) 教授，對天宇化纖在4月22日發表之聲明，針對賴冠生獨立性之內容發布了嚴厲的批判<sup>6</sup>。麥潤田教授的看法如下：

“賴先生所經營之賴成冠會計師事務所提供天宇化纖重大會計相關服務，同時賴先生却擔任天宇化纖的獨立董事及董事會旗下審計委員會主席……事務所提供之服務包括對天宇化纖之內部控制、會計與報告之協助、核閱每季財務報表及營運狀況報告，以及會計程序之顧問服務，包括與子公司的合併程序。身為審計委員會主席，賴先生有責任監督會計師事務所提供之相關會計服務，因此導致監督自己事務所所執行工作之結果。此外，審計委員會須監督對公司財務狀況出具查核意見的外部審計人員，而賴成冠會計師事務所對天宇化纖財務報表編制相關之控制及會計程序提供諮詢管理。公費金額顯示賴成冠會計師事務所提供之服務是重

大的……由於賴先生身為審計委員會主席並同時提供公司會計相關服務，這中間存有令人無法接受的利益衝突。雖然天宇化纖聲稱其關係人交易皆為常規交易，且賴先生無法在與其相關的議案上投票，但天宇化纖沒有解釋為何在眾多事務所皆可提供相同服務的情形下，仍然選擇賴成冠會計師事務所。此外，審計委員會須負責核閱關係人交易，然而賴成冠會計師事務所却是此關係人交易中唯一的受益者”。

麥潤田教授更進一步質疑天宇化纖於2010年提出之公司治理報告。天宇化纖獨立董事在報告中確認，獨立董事並沒有干涉或有可視為會干涉董事進行獨立商業判斷之關係，麥教授同時亦質疑天宇化纖董事會對新交所回應之聲明，在聲明中，天宇化纖持續地堅稱賴成冠董事的獨立性。

在事件中期，2011年5月2日天宇化纖委任葉偉鋼 (Yeap Wai Kong) 為獨立董事<sup>7</sup>，並改組董事會。天宇化纖另雇用新加坡律師事務所，瑞德律師事務所 (Rodyk and Davidson)，提供諮詢並對公司目前的公司治理程序做評估，藉以發現缺點並提供建議改善<sup>8</sup>。

## 新交所要求天宇化纖委任特別審計人員 (2011/11/16)

新交所要求天宇化纖委任特別審計人員是源於新交所對天宇化纖2006年至2010年度報告之審查<sup>9</sup>，審查結果發現天宇化纖與審計委員會主席賴成冠間之關係人交易，以及被中止之福建省土地收購計劃。

## 天宇化纖暫停交易股票停牌 (2011/11/17)

新交所作出委任特別審計人員指令後，隔日，天宇化纖隨即要求股票停牌<sup>10</sup>。天宇化纖表示，為避免建立虛假市場，暫停交易有其必要性<sup>11</sup>，且新交所之指令會引起投資者之猜疑與不確定性，進而造成公司股價失真。在經過新交所多次質疑其公司2010會計年度的財務報表後，天宇化纖此時的公司股價已重跌40%，而比起2007年10月的高峰，更是跌了96%<sup>12</sup>。

## 天宇化纖譴責新交所 (2011/12/16)

在12月15日，天宇化纖發布聲明，公司將不會遵守新交所發出委任特別審計人員之指令，並認為該舉動並不當亦不符合其公司及股東之最大利益。

天宇化纖表示，縱使新交所認為其公司交易不尋常，但沒有指控公司有會計違規或舞弊之情事，因此，新交所委任特別審計人員之指令不合理，並譴責交易所對公司之策略管理及日常營運過分幹涉<sup>13</sup>。

12月16日時，新交所發表聲明譴責天宇化纖及其董事持續未遵守其指令，“盡管新交所已給予天宇化纖及其董事會多次機會”，並表示對其財務報表前後不一致及未實質揭露存有疑慮<sup>14</sup>。

在2011年12月21日，天宇化纖對新交所的聲明做出回應，響應內容表示新交所之譴責毫無益處，並清楚顯示對其股東權益之漠視。此外，天宇化纖亦表示，公司自2009年4月以來對一連串的調查皆相當配合<sup>15</sup>，因此對新交所之譴責感到十分震驚。

天宇化纖不遵守指令之行爲導致新交所在2011年12月22日拒絕其恢復股票交易之要求<sup>16</sup>。

## 董事會重組 (2011/12/31)

隨着委任特別審計人員指令之截止期限，2012年1月5日，逐漸逼近，新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, 以下簡稱金管局) 罕見地為新交所撐腰，聲明天宇化纖應遵守新交所指令<sup>17</sup>。金管局發表立場後，在2011年12月31日，天宇化纖即重組董事會。2012年1月1日起，審計委員會改由余光華先生主持，賴成冠先生則改為擔任提名委員會主席<sup>18</sup>，然而，對於是否遵守新交所指令依然絕口不提。

## 獨立董事集體請辭 (2012/1/5)

在2012年1月5日，天宇化纖三名獨立董事余光華、葉偉鋼及賴成冠相繼遞交辭呈。三名獨立董事皆表示，公司2011年11月16日不遵守新交所指令的決定是他們卸下職務之主因<sup>19</sup>。獨立董事的下臺立即表明了天宇化纖繼續反抗新交所之態度。

## 新交所採取法律行動一起訴天宇化纖 (2012/1/6)

新交所在2012年1月6日至高等法院提起法律訴訟，要求強制天宇化纖執行其指令。並對天宇化纖以及其董事們黃忠炫、張榮鍾、宋健生與王志偉等人，以違反證券及期貨交易法 (Securities and Futures Act) 第25條提起告訴 (法院有權強制執行遵守上市規則)<sup>20</sup>。

此外，獨立董事的辭職導致天宇化纖不符合上市規則第221條及第720條第3項，規則要求公司須任命至少二名身為新加坡居住者之獨立董事，進而使新交所得以任命董事進入董事會，以彌補董事人數不足三名之缺額<sup>21</sup>。此事亦被上報給高等法院，強制天宇化纖及其董事需遵守上市規定。

## 新交所撤回訴訟 (2012/1/16)

於2012年1月16日，新交所撤回日前對天宇化纖之訴訟，對於撤告原因並未多作解釋，當天公布之唯一聲明為訴訟雙方的代表律師已會面進行協商，且天宇化纖的代表律師正尋求公司的進一步指示<sup>22</sup>。

## 總經理及財務長請辭 (2012/2/7)

天宇化纖的執行長黃忠炫以“個人健康狀況”為由，於2012年2月7日請辭，三天後，公司財務長以缺乏領導者指導及未獲執行長與獨立董事支持為由亦請辭<sup>23</sup>。

## **金管局及警方展開調查 (2012/2/26)**

在2012年2月16日，金管局及警方發表了聯合公告，聲明新交所已提出一份報告，詳細敘述天宇化纖違反證券及期貨交易法之嫌疑<sup>24</sup>。

金管局已將上述報告中提到之違法行為交給商業事務局 (Commercial Affair Department) 調查，商業事務局為負責調查公司案件之警方單位。

## **金管局請求法院凍結天宇化纖前執行長資產 (2012/4/9)**

據報導，金管局於2012年4月9日請求法院凍結黃忠炫之資產<sup>25</sup>，限制黃忠炫利用其在新加坡之瑞士信貸集團 (Credit Suisse Group AG) 賬號將錢匯出海外，這項預防措施主要是為了避免黃忠炫隱匿銀行存款之風險。

根據法庭文件，黃忠炫在2012年3月5日已從賬戶轉出約一千萬美元，此後，於2012年3月27日時他曾指示轉出其賬戶所餘資金三百七十萬美元。瑞士信貸集團已將黃忠炫之開戶申請書及其2010年12月6日至2012年3月27日銀行業務詳情提供予商業事務局，商業事務局另要求銀行提供3月26日當天交易之詳情記錄<sup>26</sup>。

## **前任獨立董事對上新交所 (2012/4/18)**

天宇化纖前任獨立董事，葉偉鋼，曾試圖通過法院之撤銷決定來推翻新交所於2011年12月16日對他進行之譴責，並雇用了義正律師事務所 (TSMP) 之顧問陳清漢 (Tan Cheng Han) 作為其代表律師<sup>27</sup>。

在為期三日的聽證會中，陳清漢表示新交所在高等法院之舉動是利用權力的暴虐行為，根據葉偉鋼之說法，天宇化纖其實有打算遵守委任特別審計人員的指令，與新交所之說法相反。而之所以沒有在期限內委任，僅僅是因為公司需了解委任特別審計人員之用意<sup>28</sup>，因此花費過多時間。

此案於2012年5月9日為高等法院之菲利普 (Philip Pillai) 法官裁定不成立，菲利普法官認為，新交所已給予葉偉鋼一個全面且公平的聽證會<sup>29</sup>。

## 查核會計師請辭 (2012/4/23)

在2012年4月23日，天宇化纖收到德勤會計師事務所 (Messrs Deloitte and Touche LLP) 即日請辭之通知。請辭理由為無法履行其作為查核會計師之責任。自2012年1月開始，公司缺乏獨立非執行董事及獨立審計委員會成員，導致事務所處於無法執行工作之處境<sup>30</sup>。

## 天宇化纖管理階層換新血 (2012/9/11)

天宇化纖重新委任公司執行長、財務長、二名獨立董事，以及一位公司秘書。林友光 (Ling Yew Kong) 身兼執行長及執行董事；李仲平 (Lee Chong Ping) 為財務長；陳友志 (William Tan Yew Chee) 擔任非執行獨立董事及提名委員會主席，而前任獨立董事余光華則重新擔任非執行獨立董事及審計委員會主席<sup>31</sup>。

## 近期發展

在2012年10月25日，天宇化纖終於讓步，委任石林企業諮詢有限公司 (Stone Forest Corporate Advisory Pte Ltd) 作為其特別審計人員。審計查核事項包括2009年第一季維修費用、福建省的購地開發計劃，以及關係人交易<sup>32</sup>，當初反抗新交所之行爲則被稱爲是由於溝通不良所致<sup>33</sup>。

天宇化纖的案件到此終於暫時告一段落，後續發展端看特別審計人員之報告而定。天宇可能仍需要一陣子時間才能解除它的停牌限制，與此同時，股東們只能等待。

## 問題與討論

1. 請評論一家公司（如天宇化纖）之董事會、管理階層，與股東間三權分立（或缺乏）的情形，及其對公司治理之影響。
2. 請就天宇化纖與賴成冠之間的關係人交易，對董事獨立性進行討論。
3. 請就獨立董事余光華身兼多家董事職務做一探討評論。
4. 探討是否應該允許執行長及獨立董事在沒有接替人選下辭職。
5. 評論新交所對天宇化纖未遵行委任特別審計人員指令所採取之措施是否恰當。此外，新交所還可以採取何種措施處置未遵守其規則或指令的上市公司？
6. 如天宇化纖一樣的外國公司，現有規則制度是否足以確保良好的公司治理？還有什麼可以用來增進外國公司的公司治理？

---

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

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

## 附註

- 1 Khoo, Lynette, China Sky-SGX saga a test case, 11 Jan 2012, The Business Times,. retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120110e81b00001&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120110e81b00001&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>) accessed 21 Dec 2012
- 2 Company disclosure on SGX website, <<http://info.sgx.com/webcorpinfo.nsf//CorpInfoCompanyNameList/00EDA71C73CD5A3E4825708E007E69A9?OpenDocument>> accessed 21 Dec 2012
- 3 Khoo, Lynette, Did China Sky, SGX meeting breach code? 11 Jan 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120110e81b0000x&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120110e81b0000x&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>) accessed 21 Dec 2012
- 4 Quah, Michelle, Directorships to the fore in debate over 5, 08 Apr 2010, The Business Times, retrieved from Factiva
- 5 Khoo, Lynette, China Sky halts trading after SGX directive The Business Times. 18 Nov 2011, retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020100405e6460000h&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020100405e6460000h&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>) accessed 21 Dec 2012
- 6 Mak, Yuen Teen, Trouble at another S-chip – with a twist,” Business Times, 27 April 2011.
- 7 Khoo, Lynette, NEWS ANALYSIS; Tighter definition for IDs sought in corporate governance code, 5 May 2011, The Business Times, retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020111118e7bi00013&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020111118e7bi00013&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>) accessed 21 Dec 2012
- 8 Tan, Melissa, Former China Sky director ‘should have known better’, 21 Apr 2012, The Sunday Times, retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120420e84I00003&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120420e84I00003&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>) accessed 21 Dec 2012
- 9 Appointment of Special Auditors, 17 Nov 2010, Board’s Announcement,
- 10 Ibid.
- 11 Ibid.
- 12 Yahoo Finance
- 13 Calucag, Ernie. China Sky refuses to appoint special auditor, SGX denies lift of trading suspension. 22 Dec 2011, Biz Daily, <<http://bizdaily.com.sg/newsite/china-sky-refuses-to-appoint-special-auditor-sgx-denies-lift-of-trading-suspension/>> accessed 21 Dec 2012



- 14 Singapore Exchange reprimands China Sky Fibre Chemical Limited and the Directors of its Board, 16 Dec 2011, SGX Announcement
- 15 Response to the reprimand issued by the Exchange to China Sky Chemical Fibre Co., Ltd. and its board, 21 Dec 2011, Company Announcement
- 16 SGX-China Sky row continues, 22 Dec 2011, Channel News Asia. <<http://www.channelnewsasia.com/stories/singaporebusinessnews/view/1172889/1.html>> accessed 21 Dec 2012
- 17 Tan, Melissa, Appoint special auditors by Jan 5, China Sky told. 31 Dec 2011, The Straits Times, retrieved from Factiva, <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020111230e7cv00002&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020111230e7cv00002&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>)> accessed 21 Dec 2012
- 18 Tan, Melissa, China Sky reshuffles board committee 2 Jan 2012, The Straits Times, retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120101e81200006&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120101e81200006&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>)> accessed 21 Dec 2012
- 19 Khoo, Lynette, China Sky's independent directors step down with immediate effect. 6 Jan 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120105e8160000o&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120105e8160000o&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>)> accessed 21 Dec 2012
- 20 Lynette Khoo. SGX asks for court order in China Sky case, 7 Jan 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120106e81700006&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120106e81700006&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>)> accessed 21 Dec 2012
- 21 Regulatory actions by Singapore Exchange Securities Trading Limited: Proceedings to compel compliance with the listing rules, 6 Jan 2012, Company Announcement
- 22 Khoo, Lynette, SGX backs down from court action against China Sky 17 Jan 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120116e81h0000e&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120116e81h0000e&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>)> accessed 21 Dec 2012
- 23 Teo, Esther, Another top man quits China Sky, 13 Feb 2012, The Straits Times, retrieved from Factiva, <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120212e82d00006&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120212e82d00006&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>)> accessed 21 Dec 2012
- 24 Joint Statement by Singapore Police Force and Monetary Authority of Singapore <<http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Press-Releases/2012/Joint-statement-by-MAS-and-SPF.aspx>> accessed 21 Dec 2012

- <sup>25</sup> Tan, Andrea, Singapore Regulator Sues to Freeze China Sky Ex-CEO Funds 9 Apr 2012, Bloomberg, <<http://mobile.bloomberg.com/news/2012-04-09/singapore-regulator-sues-to-freeze-china-sky-ex-ceo-funds>> accessed 21 Dec 2012
- <sup>26</sup> Ibid.
- <sup>27</sup> Singapore Law Watch. Lawyers clash over the roots of the SGX's Powers 22 Apr 2012. <[http://www.singaporelawwatch.com/slw/headlinesnews/7519-lawyers-clash-over-the-root-of-sgxs-powers.html?utm\\_source=rss%20subscription&utm\\_medium=rss](http://www.singaporelawwatch.com/slw/headlinesnews/7519-lawyers-clash-over-the-root-of-sgxs-powers.html?utm_source=rss%20subscription&utm_medium=rss)> accessed 21 Dec 2012
- <sup>28</sup> Tan, Andrea, China Sky Ex-Director Takes on Singapore Bourse on Rebuke, 18 Apr 2012, Bloomberg, <<http://www.bloomberg.com/news/2012-04-18/china-sky-ex-director-takes-on-singapore-bourse-on-rebuke.html>> accessed 21 Dec 2012
- <sup>29</sup> Tan, Melissa., High Court dismisses former China Sky director's application, 10 May 2012, The Straits Times, retrieved from Factiva, <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120509e85a0002u&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020120509e85a0002u&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>)> accessed 21 Dec 2012
- <sup>30</sup> Resignation of Deloitte & Touche LLP as auditors of the company. Company Announcement. 30 Apr 2012.
- <sup>31</sup> Haoxiang, Cai China Sky appoints new management 15 Sep 2012, The Business Times, retrieved from Factiva <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120914e89f0003e&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STBT000020120914e89f0003e&pp=1&fcpil=en&napc=p&sa_from=>)> accessed 21 Dec 2012
- <sup>32</sup> Miscellaneous: Appointment of special auditor. Company Announcement. 25 Oct 2012.
- <sup>33</sup> Kwok , Jonathon, China Sky impasse due to 'miscommunication'. 24 Nov 2012, The Straits Times. retrieved from Factiva, <[http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020121123e8bo0001w&pp=1&fcpil=en&napc=S&sa\\_from=>](http://global.factiva.com.libproxy1.nus.edu.sg/aa/?ref=STIMES0020121123e8bo0001w&pp=1&fcpil=en&napc=S&sa_from=>)> accessed 21 Dec 2012

# 中信泰富：外匯醜聞

---

## 個案大綱

在2008年2月，中信泰富 (CITIC Pacific) 股價達到每股43港元的高點，然而在爆發外匯醜聞後，公司損失二十億美元，股價在八個月內驟跌92%，跌至每股3.66港元。該項損失起因於公司未經授權操作外匯避險衍生性金融商品。本個案主旨在討論董事會組成、風險管理、高管薪酬與其他公司治理問題。

## 未經授權的外匯避險衍生性金融商品

中信泰富投資在西澳大利亞的鐵礦石開採項目估計需要十六億澳元和八千五百萬歐元<sup>1</sup>，此外，未來二十五年每年營運支出估計至少十億澳元。

中信泰富的現金預測以美元計價，然而費用是以澳元和歐元付款，這使得公司暴露於外幣匯率浮動之風險，為規避上述風險，中信泰富簽訂貨幣交換合約，以美元交換澳元與歐元。儘管此避險行為相當普遍，中信泰富面臨其使用“累計期權 (Foreign exchange accumulator)”所帶來之問題。

累計期權為中信泰富用以計算其結清外匯遠期合約與每日應計合約之衍生工具。與一般衍生金融商品不同，累計期權有一個獨有特色 – 敲出條款，敲出條款是指當合約獲利達到事先預定的金額時，該合約將自動終止，此功能將導致公司避險獲利有上限限制，然而避險損失則無下限，造成不對稱之回報。

香港著名公司治理推動者戴維·韋伯 (David Webb) 曾對此表示“這已非避險，而是一個徹底的賭注。”<sup>2</sup>，中信泰富從事避險交易所承擔之風險遠遠超過其實際需求，中信泰富投資之採礦項目實際上在初期僅需要投入十六億澳元資金，然而中信泰富却簽訂九十億澳元避險合約<sup>3</sup>，該項合約之資金超過九成是在2008年10月投入，當時澳元對美元兌換攀升至高點，1澳元可兌換87美分，此後澳幣貶值20%，1澳元僅得兌換70美分，使得此交易預期將產生一百五十五億港元損失<sup>4</sup>。

該項消息發布後震驚投資者，投資者先前對公司之高杠杆澳元合約的曝險程度並不知情<sup>5</sup>，不僅如此，公司早在2008年9月7日，即發布盈利警告的六周前，便知道合約的曝險虧損。

盈利警告造成中信泰富股價暴跌74.8%，由每股14.52港元跌至3.66港元的歷史新低，該公司股價的高點在2008年2月，當時每股43港元。

## 董事會結構

中信泰富有十九名董事，榮智健 (Larry Yung Chi-Kin) 為董事長兼執行董事，董事會包含十二名執行董事與七名非執行董事，其中四名依據上市條例被視為具有獨立性，有兩名獨立董事為兄弟關係。

董事會的成員皆符合資格並具有能力，他們的能力及產業經驗指出他們應該熟悉香港法規，然而董事會却未能及時宣布損失，違反上市規則13.09，要求及時揭露價格有關資訊的規定<sup>6</sup>。

## 高階主管薪酬

中信泰富管理階層薪酬取決於其績效<sup>7</sup>，高階管理階層之薪水有一大部分是和公司營運績效做連結，藉以反應他們對公司的貢獻，榮智健總薪酬有94%來自分紅與配股，而董事總經理範鴻齡 (Henry Fan Hung Ling) 則有95%薪酬來自分紅與配股，此外，榮智健持有公司19%股份，取得公司五億六千九百萬港元的股利。

## 所有權與經營權集中

中信泰富之控制權主要坐落於榮智健與法人大股東中信集團 (CITIC GROUP) 手中<sup>8</sup>，造成主要股東同時擁有所有權與經營權之情形。

未能分離所有權與經營權所造成的資訊不對稱對控制一方有利，在避險損失發生前，有二名個人大股東常常買進公司股份，然而在9月上旬他們却不約而同地停止買入股份<sup>9</sup>。

榮氏家族對中信泰富的管理具有重大影響力，創辦人榮智健擔任董事長，他的兒子榮明杰 (Carl Yung) 擔任公司副董事總經理職位，在外匯爭議前，榮智健的女兒榮明方 (Frances Yung) 亦擔任公司財務董事。

## 監管規定

在2008年10月20日發布盈利警告時，中信泰富指出公司“了解在9月7日簽訂合約時的曝險程度”<sup>10</sup>，也就是公司竟需耗時六周了解衍生性金融商品合約的財務參數和風險，相當不合理。公司未及時揭露股價有關之資訊雖然違反上市規則13.09，然而法規却没有對未揭露股價有關資訊訂定相關罰則，香港證券交易所 (Hong Kong Stock Exchange) 無權對公司違反揭露規定展開調查<sup>11</sup>。

2008年9月16日，在一份不相關的公文，董事們表示“公司在2008年9月9日前未發生重大不利變動”<sup>12</sup>，然而此說法與公司早在9月7日即得知盈利警告之消息互相矛盾。顯示這項公文陳述可能涉及不實及誤導投資大眾，依據期貨與證券條例 (Securities and Futures Ordinance) 第298條之規定，董事可能需背負法律責任。

## 內部控制失效

中信泰富內部審計部門負責定期審查內部控制系統之有效性，該部門亦負責對公司所有事業單位與子公司進行有系統的獨立性評估，然而內部控制僅能提供合理但非絕對保證所有重大不實表達風險均能被偵測或移除。

公司之外幣交換衍生性金融商品合約未經適當授權與充分評估潛在風險，財務董事張立憲 (Chang) 未遵守公司避險政策—並未遵守標準程序在簽訂合約前得到董事長批准，而公司內部監管機制亦未能發揮功能主動偵測，財務總監本扮演監控的角色，然而財務總監周志賢 (Chau Chi Yin) 並未將這非尋常避險交易通知董事長造成公司內部監管機制失衡。

## 重生之路

### 管理階層洗牌

在2009年4月8日，中信泰富宣布將重整管理階層，創辦人兼董事長榮智健與董事總經理範鴻齡相繼下臺，他們辭職期間正好是警方展開調查期間，在香港證券交易所的聲明中，中信泰富表示“榮先生相信他的辭職是爲了公司最大利益着想”。中信集團副董事長兼總經理常振明 (Chang Zhenming) 接任董事長，張極井 (Zhang Jijing) 則接任公司董事總經理。在2009年底，公司任命新財務總監、會計長與數名高階管理人員，公司並承諾將任命更多獨立董事。公司財務董事榮明方並未被迫離職，但被降職減薪。

### 內部控制改善

中信泰富透過招募有經驗的專業人員，對財務控制團隊進行重大改組，新的團隊在辨認、報告與管理集團資金調度與財務風險方面扮演了重要角色<sup>13</sup>。

普華永道會計師事務所 (PricewaterhouseCoopers) 被委任評估審查中信泰富的財務風險管理與公司層級的內部控制，在採納普華永道之建議後，公司內部審計人員擴大以風險基礎的內部審計服務，藉以提供審計委員會使用。此外中信泰富亦委託一管理顧問公司，對公司財務部門及功能做一深入研究及評估<sup>14</sup>。

公司亦重新更改了審計委員會的職責，更新後審計委員會職責範圍增添監督功能，包括與管理階層討論公司內部控制系統，並確保管理階層在營運上及推動業務時有採取內部控制的措施。

中信泰富在改善內部控制及加強公司治理的努力似乎發揮效用並使得投資者重拾信心，在中信泰富宣布重整管理階層後，隔日公司股價上升19%，儘管該項未授權外匯交易的賭注導致中信泰富產生一百億港元損失，並承擔九十三億八千萬港元之負債<sup>15</sup>，在2009年中信泰富仍保有好的營運表現，這歸功於公司在中國發展之鋼鐵業務、房地產項目的獲利，以及在澳大利亞投資之鐵礦開採項目的發展。

## 問題與討論

1. 未能將所有權、董事與經營權分開，會如何損害公司的公司治理？
2. 請討論薪酬制度會如何影響公司的風險偏好與公司治理？
3. 造成中信泰富醜聞之主要原因為何？董事會軟弱的監督、內部控制失效還是有缺陷的薪酬制度？
4. 除了中信泰富採取的措施外，還有哪些措施可以加強司治理與內部控制？

---

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

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

## 附註

- 1 CITIC Pacific. “Profit Warning”, 20 October 2008, <<http://www.citicpacific.com/upload/en/20081020-2e.pdf>>
- 2 Jeremiah Marquez. “Citic Pacific hit by wrong-way currency bets”. October 2008. <<http://news.theage.com.au/technology/citic-pacific-hit-by-wrongway-currency-bets-20081026-58tv.html>>
- 3 Leanne Wang. “Exotic derivatives cost CITIC Pacific dearly”. October 2008. <<http://www.chinastakes.com/2008/10/exotic-derivatives-cost-citic-pacific-dearly.html>>
- 4 Ng, Katherine. “Heads roll as \$15.5b losses loom.” 21 October 2008. The Standard. 15 December 2011. <[http://www.thestandard.com.hk/news\\_detail.asp?pp\\_cat=30&art\\_id=73153&sid=21085671&con\\_type=3](http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?pp_cat=30&art_id=73153&sid=21085671&con_type=3)>
- 5 Low, Chee Keong.. “Silence is Golden – The Case of CITIC Pacific in Hong Kong”. Social Science Research Network. 14 Apr 2002 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1381990](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1381990)>
- 6 CITIC Pacific. “Chapter 13. Equity Securities.” June 2011. <[http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/documents/chapter\\_13.pdf](http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/documents/chapter_13.pdf)>
- 7 CITIC Pacific. CITIC Pacific Annual Report 2007.
- 8 CITIC Group owned 29% of CP through CITIC HK. Chairman Yung had 19% of shares while the other company executives owned a total of 3%. The remaining 49% was held by private investors.
- 9 “Tang, Theresa. Citic Pacific Slumps 55% on \$2 Billion Currency Loss.” 21 Oct 2008. <<http://english.caijing.com.cn/2008-10-31/110025046.html>>, accessed on 14 April 2010.
- 10 CITIC Pacific. “Profit Warning”. 20 Oct 2008, <<http://www.citicpacific.com/upload/en/20081020-2e.pdf>>
- 11 Wan, Hanny. “Hong Kong Proposes Fines for Poor Company Disclosure”. Business Week. 29 March, 2010.
- 12 CITIC Pacific. “Discloseable and Connected Transaction” 16 September, 2008. <<http://www.citicpacific.com/upload/en/20080912-1e.pdf>>
- 13 Chang, Zhenming. “Chairman’s letter to shareholders”. August 2009. <<http://www.citicpacific.com/upload/en/20090826-1e.pdf>>, accessed on 14 April 2010.
- 14 Ibid.
- 15 Reuters. “CITIC Pac shares soar as reshuffle calms investors”. 9 April, 2009.



# 國美：前董座的困獸之鬥

---

## 個案大綱

國美電器控股股份有限公司 (GOME Electrical Appliance Holdings, 以下簡稱國美) 的創辦人兼前董事長黃光裕 (Huang Guangyu) 在2010年5月18日<sup>1</sup>被判處十四年有期徒刑定案，此事件這對於曾是中國最有錢富豪之一的黃光裕來說猶如從天堂掉到地獄一般。2008年末，在黃光裕被逮捕之後，其執行長陳曉 (Chen Xiao) 在2009年1月取而代之成為國美的董事長。在陳曉的帶領之下，國美脫離了原本的經營策略，外來投資者像是貝恩資本有限公司 (Bain Capital LLC, 以下簡稱貝恩資本) 被應邀入股國美。對於黃光裕而言，這些企業發展導向已經威脅到他對該企業的掌控<sup>2</sup>。因此，身陷囹圄的他發起了一場與董事會的爭鬥。本個案主旨在討論有關由創辦人經營之企業的公司治理、企業商業手法以及中國企業的公司治理、賄賂行爲、內線交易以及市場操作、董事會的組成與控制。

## 國美的成長

成立於1987年，國美的成功能被大多歸因於“最佳價格策略”。根據創辦人以及前董事長黃光裕的說法，藉由提供較低價格，顧客會非常欣喜並且更支持該品牌，也會相互口耳相傳<sup>3</sup>。在黃光裕的管理之下，國美逐漸成為一家以最優惠的價格銷售產品的家電零售廠商。黃光裕更被譽為“價格屠夫”<sup>4</sup>以及“中國的山姆沃爾頓” (Sam Walton of China)<sup>5</sup>。

隨着該公司的快速成長，黃光裕決定在2004年將國美集團於香港交易所 (Hong Kong Stock Exchange, 以下簡稱港交所) 上市。大約百分之九十國美的高收益零售店都被納入即將挂牌上市的國美集團裏，而剩下未納入挂牌的零售店則是被黃光裕個人所掌控<sup>6</sup>，並被國美依協議備忘錄納入經營範疇。當契約到期時，這些未納入挂牌的零售店管理控制權將回到黃光裕的手上。國美快速成長後，便成為中國家電的領導品牌<sup>7</sup>，在2005年黃光裕更被時代雜誌 (Time Magazine) 評選為中國最有錢的人<sup>8</sup>，一直到他在2008年被捕入獄。在此身為首富的時期，黃光裕的個人財產高達六十三億美元<sup>9</sup>。

## 黃光裕被捕

在2008年，在中國政府針對公司貪腐的執法行動下<sup>10</sup>，黃光裕被逮捕並且因為賄賂、內線交易以及洗錢嫌疑受檢調調查中<sup>11</sup>。在黃光裕將被拘留18個月的新聞曝光後<sup>12</sup>，國美的股票也在2008年11月24日被暫停在港交所交易。該公司股票價格更在2008年11月25日跌落至每股1.12港元<sup>13</sup>。

## 賄賂醜聞

經調查發現後，黃光裕涉嫌直接行賄並間接唆使行賄五名政府官員<sup>14</sup>，其中包括以總價值約四百五十六萬人民幣的現金與資產回饋政府官員以求特別關照，並對該企業在商業上給予幫忙<sup>15</sup>。

在2006年6月，北京國家稅務局下令六個省稅務局調查有關國美逃稅的爭議<sup>16</sup>。北京市公安局經濟犯罪偵查處的資深官員靳紅利 (Jing Hongli) 主動接觸兩個該調查團隊重要的成員梁叢林 (Liang Conglin) 以及凌偉 (Ling Wei)，並要求兩人對於國美的調查報告從寬處理<sup>17</sup>。後來，梁叢林與凌偉甚至還與黃光裕以及公司重要企業合伙人北京市中關村科技發展股份有限公司 (Beijing Centergate，以下簡稱中關村科技) 的前董事長許鐘民 (Xu Zhongmin) 共進晚餐<sup>18</sup>。

在梁叢林與凌偉的調查之下，國美的北京分店僅因為逃稅而把注資金至空殼公司，被輕罰不到2百萬的人民幣。兩人隨後各收到有人民幣五十萬額度的銀行卡作為回饋<sup>19</sup>。許鐘民也被調查發現在黃光裕的指示下，行賄警察以及政府稅務官員。另外，靳紅利與孫海亭 (Sun Haiting) 也從許鐘民那裏各收到一百五十萬以及一百萬人民幣<sup>20</sup>。

## 內線交易與其他違法事件

黃光裕也被調查發現在2007年4月到9月涉入內線交易，包含其身為在深圳挂牌上市的中關村科技的大股東<sup>21</sup>的股票內線交易。黃光裕更指示他人其中包括由黃光裕控制<sup>23</sup>的北京鵬潤投資有限公司 (Beijing Eagle Investment Co Ltd)<sup>22</sup>去大量購買價值十四億一千五百萬人民幣<sup>24</sup>的中關村科技股票。此非法股票交易在對外宣布關於中關村科技的重整計劃前就已經進行了，中關村科技的股票在計劃公布後就開始飆升。利用重整計劃與股票交換等類似手段，黃光裕也參與三連商社股份有限公司 (Sanlian Commercial)<sup>25</sup>的股票內線交易。利用擁有此兩間企業的內線訊息進而從事內線交易已經讓黃光裕非法獲利達超過三億九百萬人民幣<sup>26</sup>。

除了內線交易，黃光裕也犯下洗錢罪名。從2007年9月到12月，黃光裕轉了八億人民幣至香港，這筆錢利用非法管道像是地下錢莊<sup>27</sup>兌換成八億兩千兩百萬港元。

北京第二中級人民法院判定黃光裕賄賂以及內線交易的罪名，並裁定十四年有期徒刑<sup>28</sup>，並科六億人民幣之罰金，以及凍結其兩億人民幣的資產<sup>29</sup>。

## 國美股票回購醜聞

除了在中國的不法行爲，黃光裕也在中國境外從事不法活動<sup>30</sup>。黃光裕與其妻子杜鵑 (Du Juan) 一起策劃大規模的股票回購計劃，拋售其在國美持有之股票，以償還黃光裕個人二十四億港元的債務。在2008年1月28日，黃光裕移轉其五千萬國美的股票至妻子的全權控股公司，在此同時，黃光裕與他持有的祥平有限公司 (Shine Group Ltd) 分別轉移大約九十萬<sup>31</sup>與一億三千六百萬<sup>32</sup>張國美的股票給其它家庭成員，黃光裕的股權也相對減少，但事實上這些家庭成員並不包括他的妻子與小孩<sup>33</sup>。

在2008年1月22日到2008年2月5日這段期間，國美開始回購其在市場的股票，該企業以每股17.23元港元回購了一億兩千九百八十萬張股票，大約花費了二十二億港元<sup>34</sup>。這個回購計劃被香港的證券及期貨事務監察委員會 (Securities and Futures Commission, 以下簡稱證期會) 所關注，儘管黃光裕並未直接賣出其個人的股票。證期會則認為此回購行動對於國美的財務狀況有不利的影響，並且此舉並未為國美及其股東的利益着想<sup>35</sup>。反而是利用回購與人為操作手段提高國美的股價，讓

黃光裕以間接的管道在較高的價格拋售其股票。事實上，在股票回購的最後一天，國美的股價從每股4.405港元跌至每股1.12港元，跌幅達74.6%，也讓其投資人損失近十六億港元<sup>36</sup>。

在2009年8月7日，證期會向法院聲請以證券與期貨條例 (Securities and Futures Ordinance) 第213條凍結黃光裕在國美市值十六億五千五百萬的股權<sup>37</sup>。因為此新聞，國美的股票在2009年8月7日從每股2.57港元跌至每股2.37港元<sup>38</sup>，跌幅7.8%。這對於小股東而言是相當昂貴的裁決，盡管此裁決的目的是保護小股東權益。

## 董事會成員大洗牌

2009年1月16日<sup>39</sup>，黃光裕因為無法履行其董事長職責而辭職，其接班人陳曉開始引領國美走與黃光裕希望不同的道路。在2009年，陳曉實行改造國美的策略，優先建立網絡合理化與提高個別店家的獲利率。他與供貨商建立更鞏固的關係以獲得規模經濟的優勢，也更關注其投資者。陳曉集中在削減開支使該企業更精實且有效率。因此，陳曉並未像黃光裕一樣選擇擴張國美的零售版圖，反而是決定關閉189家未有充足獲利的店面<sup>40</sup>。

對於黃光裕而言，第二個嚴重的歧義點是陳曉為了幫國美電子帶進更多投資人並穩住其財務狀況<sup>41</sup>，陳曉以私募股權方式為國美增資、提振該企業疲弱的財務表現並同時解決債務問題。目的是吸引有聲譽的投資人，並藉由他們對於管理國美的興趣來說服香港監管機關有關於該企業的復蘇並重拾投資人的信心。因此，陳曉邀請機構投資者，例如科爾伯格·克拉維斯·羅伯茨 (Kohlberg Kravis Roberts) 以及貝恩資本，一同成為該利害關係人<sup>42</sup>。

2009年6月22日，儘管黃光裕激烈地反對<sup>43</sup>，國美正式簽署與貝恩資本的合約。由於黃光裕只持有三分之一的股權，他無法推翻受董事會支持的陳曉提案。貝恩資本因而得以挹注四億一千八百萬美元的資金，進而取得23%的股權<sup>44</sup>，也同意以較多的折價<sup>45</sup>獲得12%的可轉換公司債。一如預期，此投資案成功後，市場即看漲國美股價。美林證券 (Merrill Lynch) 兩位分析師羅成 (Chen Luo) 與丹尼絲·蔡 (Denise Chai)<sup>46</sup>也說“最糟糕的時候已經過去了”。在宣布貝恩資本的資金將挹注後，國美的股價在2009年6月23日<sup>47</sup>狂升至每股2.32港元的高點，漲幅107%。

當國美的股價飆升後，貝恩資本在中國股票市場獲利許多。貝恩資本也擁有轉換其公司債至股票的權利，或是繼續持有該債權並享有5%的票面利率，此利息收入將保證貝恩資本至少1.5倍投資成本的利潤<sup>48</sup>。此外，貝恩資本也被賦予提名三位董事會成員<sup>49</sup>的權利，這可減緩任何大股東想對貝恩資本投資不利的企圖及手段。

由於貝恩資本為繼黃光裕後國美第二大股東，黃光裕似乎失去對於其成立的公司之掌控。然而雙方當時還尚未發生任何直接的衝突。

## 在獄中與董事會爭鬥

2010年5月11日<sup>50</sup>，當黃光裕的判決裁定後，一切的和平隨即消逝。藉由其委任的董事，黃光裕否決貝恩資本提名的三位董事。然而。此動作隨後被證實無效，因為貝恩資本得以提名三位董事成員<sup>51</sup>的權利明文列示在2009年6月簽約的合約上。

2010年8月5日<sup>52</sup>，國美的董事會向黃光裕提出告訴，由於其違反身為董事成員應履行的信託責任，並且以不法的股票回購案造成公司損害<sup>53</sup>。為了回擊，被宣判有罪的黃光裕企圖利用其在國美的股權優勢（由耀冠控股公司 (Shinning Crown) 持有）<sup>54</sup>撤換陳曉的董事長職務。然而，股東紛紛投下對此議案的反對票時，黃光裕的計謀也宣告失敗<sup>55</sup>。盡管如此，黃光裕強力反對一項關於未先讓現有股東認股就授權發行新股以增資的提案時，成功地阻止自己的持股比例被稀釋。

黃光裕與有貝恩資本撐腰的陳曉勢力在董事會互相抵銷後，此爭奪控制權的爭鬥演變成爲一場誰能掌握多數股權的拉攏戰。當貝恩資本獲得國美大約45%股份<sup>56</sup>機構投資人支持時，業內人士都認爲這是一場有關代理問題的鬥爭，貝恩資本隨後藉由執行可轉換公司債的股票轉換權，獲得額外9.98%的股權<sup>57</sup>，增加它的投票權。

然而，黃光裕認爲自己仍掌握一點籌碼。首先，他把持着在2004年尚未上市的三百家國美零售店的擁有權<sup>58</sup>。這些零售店大多依即將到期的管理合約被挂牌的公司營運着，因此，黃光裕可以在換約時取得更多優勢。第二，黃光裕仍持續地全權擁有國美的商標權。未經其授權，國美必須被強迫重新建立其品牌。

此時，黃光裕面臨幾個選擇，他可以直接公開收購股權，增加他與妻子現今32.4%的持股<sup>59</sup>。但是，此動作耗費巨資，特別是當國美的股價在2009年6月23日恢復交易後攀升至高點<sup>60</sup>，因此，黃光裕必須拋售一些他未上市的資產去購買該股票<sup>61</sup>。而最後一個選項則是合作停火協議。

## 權力鬥爭的終結

在2010年11月11日，國美宣布讓黃光裕的兩名委派代表進入董事會，在與黃光裕獨資擁有的耀冠控股公司簽署的備忘錄裏<sup>62</sup>，國美的董事會人數由11位擴大為13位董事，並由黃光裕的妹妹黃燕虹 (Huang Yanhong) 出任獨立董事；而另一方面，黃光裕的親信鄒小春 (Zou Xiaochun) 被任命為執行董事。這樣的讓步似乎能終結雙方的權力鬥爭。此協商也能消除國美的未來不確定性，同時也能減少因惡性的董事會鬥爭所產生的紛爭。而黃光裕自始想拔除身為國美董事長陳曉的計謀在陳曉於2011年3月9日<sup>63</sup>辭去其董事長的身份後出現了契機。在2011年3月10日<sup>64</sup>，北京大中電器有限公司 (Beijing Dazhong Electrical Appliance Co.) 的創辦人張大中 (Zhang Dazhong) 接任陳曉為國美的董事長。對於黃光裕而言，陳曉的去留能消弭這一直爭論的問題，也能意味着國美將重回其原本的軌道<sup>65</sup>。

在張大中的領導下，國美以長達五年的計劃讓60%的新分店在中國第二綫與第三綫城市開設<sup>66</sup>，試圖提高國美的曝光度。在近期的對外發布中，國美似乎蓄勢待發地迎接這一連串的内部改革，包括一項新的股票認購計劃。這些計劃顯然讓國美從陳曉的領導走回黃光裕的期望，也象徵着黃光裕成功鬥垮了陳曉<sup>67</sup>。最後，持有10%股權的貝恩資本也宣布承諾將長期投資國美<sup>68</sup>。

## 問題與討論

1. 家族企業以公開上市籌資所帶來的好處會比壞處還多，您是否同意這樣的說法呢？
2. 在經濟合作與發展組織 (OECD) 所編訂的公司治理原則中，董事會成員應該要有獨立客觀的判斷能力，特別是不受管理階層所控制。這強調董事會與管理階層應有明顯劃分的重要性，而在本個案中，黃光裕的哪種作為說明他並未遵照此原則？
3. “此爭鬥沒有最終的勝利者，且國美的股價是被低估的，當國美弭除任何未來不確定性時，其股價也會立即有所反應<sup>69</sup>。”法國巴黎銀行 (BNP Paribas) 分析師查理·陳 (Charlie Chen) 在回應國美董事會爭鬥時說。而國美小股東的利益是如何在此件事中遭受損害的呢？有任何國美的股東在此爭鬥中成為勝利者嗎？
4. 黃光裕強烈反對2009年6月貝恩資本的資金挹注，此舉有別於幾年前他善於接納機構投資者的態度。考慮私募股權的投資者與機構投資者在公司扮演的角色，黃光裕為何會如此強烈反對貝恩資本資金的進駐？而黃光裕的動機是否是為了公司整體的利益而考慮呢？
5. 在國美醜聞案裏的監管機關為何？這些監管機關是否在監督企業運作與執法上善盡應有的責任呢？
6. 在文末，黃光裕面臨一些抉擇，就您的觀點而言，哪一個選擇會對國美的股東是最佳的利益呢？
7. 對於小股東而言，投資一家像國美這樣的企業的風險為何？就近來的發展而言，您會投資這樣的企業嗎？

---

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

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

## 附註

- 1 “Crime, punishment”. 19 May 2010. China Daily. 29 December 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2010-05/19/content\\_9866032.htm](http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2010-05/19/content_9866032.htm)>
- 2 Chang, Bao. “Jailed tycoon loses battle for Gome”. 29 September 2010. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/29/content\\_11362716.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/29/content_11362716.htm)>
- 3 Du, Lijun. “Huang Guangyu”, 24 May 2010. China Radio International. 5 April 2011. <<http://big5.cri.cn/gate/big5/english.cri.cn/4406/2010/05/24/1942s571665.htm>>
- 4 “Chinese tycoon Huang Guangyu sentenced to 14 years in prison”, 19 May 2010. The China Post. 11 December 2011. <<http://www.chinapost.com.tw/china/national-news/2010/05/19/257053/Chinese-tycoon.htm>>
- 5 “Going, Gome, gone?” 27 Novmber 2008. The Economist. 11 December 2011. <<http://www.economist.com/node/12700920>>
- 6 Lee, Don. “You’ve got to be rich silently”, 1 May 2006. The Standard. 5 April 2011. <[http://www.thestandard.com.hk/news\\_print.asp?art\\_id=17672&sid=7744630](http://www.thestandard.com.hk/news_print.asp?art_id=17672&sid=7744630)>
- 7 Tschang, Chi-Chu. “Gome Is Tops in China”, 10 September 2008. Bloomberg Businessweek. 5 April 2011. <[http://www.businessweek.com/globalbiz/content/sep2008/gb20080910\\_374448.htm](http://www.businessweek.com/globalbiz/content/sep2008/gb20080910_374448.htm)>
- 8 Fang, Yunyu. “Investors sue former Gome chairman Huang for insider trading”, 6 September 2011. Global Times. <<http://www.globaltimes.cn/NEWS/tabid/99/ID/674142/Investors-sue-former-Gome-chairman-Huang-for-insider-trading.aspx>>
- 9 “Chinese tycoon Huang Guangyu sentenced to 14 years in prison”, 19 May 2010. The China Post. 15 December 2011. <<http://www.chinapost.com.tw/china/national-news/2010/05/19/257053/Chinese-tycoon.htm>>
- 10 “CPC to tighten crackdown on corruption”, 17 January 2008. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/china/2008-01/17/content\\_6399769.htm](http://www.chinadaily.com.cn/china/2008-01/17/content_6399769.htm)>
- 11 “China’s richest man ‘under investigation’”, 24 November 2008. CNN. 5 April 2011. <<http://edition.cnn.com/2008/BUSINESS/11/24/china.probe/index.html>>
- 12 Tsim, Jimmy. “Trading in GOME shares suspended – HK bourse”, 23 November 2008. Reuters. 5 April 2011. <<http://www.reuters.com/article/2008/11/24/gome-suspension-idUSHKU00111920081124>>
- 13 “0493.HK Historical Prices” Yahoo Finance. <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=0493.HK+Historical+Prices>>, accessed on 23 February 2012.



- <sup>14</sup> “Chinese tycoon Huang Guangyu jailed for bribery”, 18 May 2010. BBC. 5 April 2011. <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/asia-pacific/8688623.stm>>
- <sup>15</sup> “Chinese tycoon Huang gets 14 years in prison”, 19 May 2010. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/china/2010-05/19/content\\_9866895.htm](http://www.chinadaily.com.cn/china/2010-05/19/content_9866895.htm)>
- <sup>16</sup> “Tax officials jailed for taking payoffs from Gome, others”, 31 May 2010. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/cndy/2010-05/31/content\\_9909407.htm](http://www.chinadaily.com.cn/cndy/2010-05/31/content_9909407.htm)>
- <sup>17</sup> Ibid.
- <sup>18</sup> Ibid.
- <sup>19</sup> Ibid.
- <sup>20</sup> “Chinese tycoon Huang gets 14 years in prison”, 19 May 2010. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/china/2010-05/19/content\\_9866895.htm](http://www.chinadaily.com.cn/china/2010-05/19/content_9866895.htm)>
- <sup>21</sup> Chung, Olivia. “Gome breathes easier as Huang jailed”, 19 May 2010. Asia Times. 29 December 2011. <[http://www.atimes.com/atimes/China\\_Business/LE19Cb01.html](http://www.atimes.com/atimes/China_Business/LE19Cb01.html)>
- <sup>22</sup> China.org.cn. “The ‘seven deadly sins’ of Huang Guangyu”, 3 December 2008. <[http://english.china.com/zh\\_cn/business/news/11021613/20081203/15218177.html](http://english.china.com/zh_cn/business/news/11021613/20081203/15218177.html)>, accessed on 5 April 2011.
- <sup>23</sup> Caijing.com.cn. “Dead End for a Tycoon’s Creative Financing”, ND. <<http://english.caijing.com.cn/2008-12-11/110037416.html>>, accessed on 5 April 2011.
- <sup>24</sup> “Chinese tycoon Huang Guangyu sentenced to 14 years in prison” 19 May 2010. The China Post. 5 April 2011. <<http://www.chinapost.com.tw/china/national-news/2010/05/19/257053/Chinese-tycoon.htm>>
- <sup>25</sup> “Suspended Gome Chairman Behind Insider Trading Plot” 31 December 2008. Pacific Epoch. 5 April 2011. <<http://pacificepoch.com/china-investment-research/articles/report-suspended-gome-chairman-behind-insider-trading-plot/>>
- <sup>26</sup> “Chinese home appliance tycoon sentenced to 14 years in prison”, 18 May 2010. Xinhua News Agency. 5 April 2011. <[http://news.xinhuanet.com/english2010/china/2010-05/18/c\\_13300615.htm](http://news.xinhuanet.com/english2010/china/2010-05/18/c_13300615.htm)>
- <sup>27</sup> Chung, Olivia. “Gome breathes easier as Huang jailed”, 19 May 2010. Asia Times. 29 December 2011. <[http://www.atimes.com/atimes/China\\_Business/LE19Cb01.html](http://www.atimes.com/atimes/China_Business/LE19Cb01.html)>

- 28 “Chinese home appliance tycoon sentenced to 14 years in prison”, 18 May 2010. Xinhua News Agency. 5 April 2011. <[http://news.xinhuanet.com/english2010/china/2010-05/18/c\\_13300615.htm](http://news.xinhuanet.com/english2010/china/2010-05/18/c_13300615.htm)>
- 29 Chung, Olivia. “Gome breathes easier as Huang jailed”, 19 May 2010. Asia Times. 29 December 2011. <[http://www.atimes.com/atimes/China\\_Business/LE19Cb01.html](http://www.atimes.com/atimes/China_Business/LE19Cb01.html)>
- 30 “China Appliance Chain Gome Sues Jailed Founder”, 6 August 2010. China Digital Times. 11 December 2011. <<http://chinadigitaltimes.net/2010/08/china-appliance-chain-gome-sues-jailed-founder/>>
- 31 900,087 shares. From: Webb-site.com. “Take the GM out of GOME”, 7 September 2010. <<http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>>, accessed on 5 April 2011.
- 32 136,037,394 shares. From: Webb-site.com. “Take the GM out of GOME”, 7 September 2010. <<http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>>, accessed on 5 April 2011.
- 33 Webb-site.com. “Take the GM out of GOME”, 7 September 2010. <<http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>>, accessed on 5 April 2011.
- 34 Ibid.
- 35 Hong Kong. Securities and Futures Commission. “Court grants injunction to freeze assets of ex-GOME chairman and wife.” 7 August 2009. <<http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/EN/sfcOpenDocServlet?docno=09PR109>>
- 36 Webb-site.com. “Take the GM out of GOME”, 7 September 2010. <<http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>>, accessed on 5 April 2011.
- 37 Hong Kong. Securities and Futures Commission. “Court grants injunction to freeze assets of ex-GOME chairman and wife.” 7 August 2009. <<http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/EN/sfcOpenDocServlet?docno=09PR109>>
- 38 Kwok, Donny; Li, Fion. “GOME ex-chairman in share buyback fraud-SFC”, 7 August 2009. Reuters. 5 April 2011. <<http://www.reuters.com/article/2009/08/07/gome-exchairman-idUSHKG16152120090807>>
- 39 Hong Kong. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited and The Stock Exchange of Hong Kong Limited. Resignation of Director, Appointment of Chairman, Reappointment of Executive Director and Appointment of Nomination Committee Member and Remuneration Committee Member. 18 January 2009. <<http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/20090118/LTN20090118003.pdf>>. Huang is referred to as “Wong Kwong Yu” here, the Cantonese form of his name.

- 40 “Gome expects little impact from founder’s criminal trial”, 4 August 2010. China Daily. 11 December 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/hkedition/2010-04/08/content\\_9699656.htm](http://www.chinadaily.com.cn/hkedition/2010-04/08/content_9699656.htm)>
- 41 Chris, Oliver. “Bain to buy convertible bonds in Gome, underwrite shares”, 22 June 2009. Market Watch. 5 April 2011. <<http://www.marketwatch.com/story/bain-capital-to-buy-convertible-bonds-in-gome>>
- 42 “KKR, Bain Capital sizing up stake in China’s GOME”. 23 April 2009. Reuters. 5 April 2011. <<http://www.reuters.com/article/2009/04/23/dealtalk-gome-idUSHKG12913020090423>>
- 43 “Gome shares surge after Bain Capital investment”, 24 June 2009. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/business/2009-06/24/content\\_8316094.htm](http://www.chinadaily.com.cn/business/2009-06/24/content_8316094.htm)>
- 44 Ibid.
- 45 China.org.cn. “Bain Capital invests US\$412m in Gome.” 8 Jun 2009. <[http://www.china.org.cn/business/highlights/2009-06/08/content\\_17909087.htm](http://www.china.org.cn/business/highlights/2009-06/08/content_17909087.htm)>, accessed on 5 April 2011.
- 46 “Gome shares surge after Bain Capital investment”, 24 June 2009. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/business/2009-06/24/content\\_8316094.htm](http://www.chinadaily.com.cn/business/2009-06/24/content_8316094.htm)>
- 47 Rappeport, Alan. “Gome shares soar on Bain investment”, 23 June 2009. The Financial Times. 29 December 2011. <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/59674ef8-5f31-11de-93d1-00144feabdc0.html#axzz1hvyTC8qi>>
- 48 Stein, Peter. “Bain Capital Gets Break with GOME Electric Truce”. 13 November 2010, Wall Street Journal Asia. 11 December 2011. <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704514504575613533502948198.html>>
- 49 Diaz Reus. “Has Bain Capital Won Gome”, November 2010. <<http://www.diazreus.com/news-articles-bain-capital-won-gome.html>>, accessed on 11 December 2011.
- 50 Webb-site.com. “Take the GM out of GOME”, 7 September 2010. <<http://www.webb-site.com/articles/gomemandate.asp>>, accessed on 5 April 2011.
- 51 Chang, Bao. “Jailed tycoon loses battle for Gome”, 29 September 2010. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/29/content\\_11362716.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/29/content_11362716.htm)>
- 52 “Appliance chain Gome sues jailed founder”, 6 August 2010. Beijing Today. 29 December 2011. <<http://www.beijingtoday.com.cn/blogger/news-blogger/ahen/appliance-chain-gome-sues-jailed-founder>>

- 53 Mao, Debra. "Gome Sues Billionaire Founder Huang Guangyu, Driving Down Stock", 6 August 2010. Bloomberg. 5 April 2011. <<http://www.bloomberg.com/news/2010-08-05/gome-electrical-to-start-legal-proceedings-against-founder-huang-guangyu.html>>
- 54 "Gome sues former chairman Huang Guangyu." 5 Aug 2010. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/china/2010-08/05/content\\_11105839.html](http://www.chinadaily.com.cn/china/2010-08/05/content_11105839.html)>
- 55 Chang, Bao. "Jailed tycoon loses battle for Gome", 29 September 2010. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/29/content\\_11362716.html](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/29/content_11362716.html)>
- 56 Caixin Online. "Gome Founder Forces an Investor Showdown", 13 August 2010. <<http://english.caing.com/2010-08-13/100170359.html>>, accessed on 5 April 2011.
- 57 Mao, Debra. "Bain Converts Gome Electrical Bonds to 9.98% Stake, Getting Say at Meeting." 16 September 2010. Bloomberg. 5 April 2011. <<http://www.bloomberg.com/news/2010-09-15/bain-converts-gome-electrical-bonds-to-9-98-stake-getting-say-at-meeting.html>>
- 58 CaixinOnline. "Gome Founder Forces an Investor Showdown", 13 August 2010. <<http://english.caing.com/2010-08-13/100170359.html>>, accessed on 5 April 2011.
- 59 Chang, Bao. "Battlelines drawn in Gome tussle." 28 August 2010. China Daily. 5 April 2011. <[http://www0.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-08/28/content\\_11218244.htm](http://www0.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-08/28/content_11218244.htm)>
- 60 Rappeport, Alan. "Gome shares soar on Bain investment", 23 June 2009. The Financial Times. 29 December 2011. <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/59674ef8-5f31-11d1-93d1-00144feabdc0.html#axzz1hvyTC8qj>>
- 61 "Ex-chief may sell stores to hike stake in Gome", 14 September 2010. China Daily. 5 April 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/14/content\\_11299033.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-09/14/content_11299033.htm)>
- 62 Chiu, Joanne; Lee, Yvonne. "Gome reaches deal with founder." 11 Nov 2010. Wall Street Journal. 11 December 2011. <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703805004575607430580824988.html>>
- 63 "Gome returns home as Chairman ousted by family". 10 March 2011. Want China Times. 11 December 2011. <<http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?cid=1302&MainCatID=13&id=20110310000147>>
- 64 "Gome chairman resigns", 10 March 2011. China Daily. 29 December 2011. <[http://www.chinadaily.com.cn/business/2011-03/10/content\\_12147810.htm](http://www.chinadaily.com.cn/business/2011-03/10/content_12147810.htm)>

- <sup>65</sup> “Gome returns home as Chairman ousted by family”. 10 March 2011. Want China Times. 11 December 2011. <<http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?cid=1302&MainCatID=13&id=20110310000147>>
- <sup>66</sup> Chiu, Joanne; Duncan, Mavin. “Zhang Navigates Major Changes At Gome.” 11 Sept 2011. Wall Street Journal. 11 December 2011. <<http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904836104576558000772672330.html>>
- <sup>67</sup> “China’s Gome to adopt new share option plan”, 9 December 2011. Want China Times. 11 December 2011. <<http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?id=20111209000011&cid=1206>>
- <sup>68</sup> Chiu, Joanne. “Gome Shareholder Bain Says It’s in for Long Term.” 1 Sept 2011. Wall Street Journal. 11 December 2011. <<http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904716604576544172709246908.html>>
- <sup>69</sup> Wong, Amy. “Gome shareholders vote against jailed founder”, 28 September 2010. International Business Times. 18 April 2011. <<http://www.ibtimes.com/articles/66512/20100928/gome-shareholders-vote-against-jailed-founder.htm>>

# 精利控股：爛蘋果的牽連

---

## 個案大綱

2009年7月6日，新加坡的精利控股公司 (JLJ Holdings) 以每股0.27新元首次公開發行 (IPO) 一千九百萬張股票。該公司的股票極受歡迎並全數售光。然而，一年後，由於蘋果公司 (Apple Inc.) 的一名全球供貨經理卷入收賄醜聞並遭逮捕，精利控股的聲譽變得惡名昭彰。精利控股旗下企業的一名員工也被指控積極地涉入此賄賂案。本個案主旨在探討有關企業貪污的風險所造成的影響、企業應實行何政策減輕該風險、董事會在校正企業風氣上應該扮演何角色，以及董事會該如何調查貪污案件並對此議題進行溝通。

## 歷史沿革

在2009年3月18日，精利最早是在新加坡依據公司法成立的私人有限公司。2009年5月19日，精利轉而成爲一家上市有限公司。而該企業的起源可以被追朔至1993年7月，精利的執行董事蔡欽元 (Chua Kim Guan) 與一群朋友創立精利制模有限公司 (Jin Li Mould, 以下簡稱精利制模)。蔡欽元看到模具設計與制作具有無限成長潛能，因此精利制模便將其作爲利基市場。儘管該公司的規模不大且資源有限，精利制模仍因提供優質服務與技術，迅速地建立良好名聲。在1997年，精利制模還得到與惠普科技股份有限公司 (Hewlett Packard) 合作的機會。2001年，更與蘋果公司簽下供應合約，爲精利制模奠定長遠且高獲利的業務基礎。

2003年，蔡欽元預見在中國的商業契機，便在蘇州以獨資開展新業務——昆山新藝洲制模 (Emold Kunshan)。

## 與蘋果公司一起成長茁壯

截至2008年，精利制模大量地為蘋果公司的產品例如iPod、iPhone以及麥金塔計算機等生產相關零件。為滿足蘋果公司需求的增加，昆山新藝洲制模着重在生產蘋果公司相關產品的零件。由於該公司鄰近蘋果公司在中國外包的生產設備，得以更有效率地支持蘋果公司的生產運作<sup>1</sup>。此業務關係對於供應廠商而言是非常重要的，舉例而言，從2006年到2008年，與蘋果公司的合約就為他們帶來巨額營收，且合約營收占總營收的比率從70.8%成長至82.5%<sup>2</sup>。

當蘋果公司發布其2009年第二季淨利為十二億一千萬美元以及對於全球電子產品的消費市場預測在2012年將達到價值兩千六百零七億美元時<sup>3</sup>，人們對於蔡欽元公司持續成長與其亮眼的表現抱持非常高的期望。蔡欽元也這樣說道：

“有鑒於我們與蘋果公司所建立的良好關係，我們也準備好將與迎接全球大量產品需求的蘋果公司一同成長<sup>4</sup>。”

## 精利首次公開發行

2008年11月，新藝洲控股 (EMold Holdings) 成立並且自蔡欽元那裏取得昆山新藝洲制模的全部股本。在一連串的股權交換合約進行後，精利取得精利制模、新藝洲控股、以及新藝洲塑料 (Emold Plastics) 所有股權，此重整使得精利變成整個集團的控股公司。

2009年7月6日，精利首次公開發行，以每股0.27新元發行一千九百萬張股票。公開募股全數被機構與私人投資者認購，也為該企業募得五百一十萬新元<sup>5</sup>。2009年7月10日，精利在新加坡股票交易凱利板 (Singapore Exchange Catalyst) 以每股0.26新元首次上市，而公開投資人持有該企業約15.4%的股票。

有了公開上市所募集的資金後，精利開始執行其董事會規劃在2010以及2011年擴張新藝洲昆山、朱比利 (Jubilee) 與精利制模版圖的計劃，也試着發掘汽車設備與醫療器材產業的新商業契機<sup>6</sup>。

## 賄賂計劃的萌芽

在精利上市後，該集團主要獲利成長的驅動因素仍是與蘋果公司的合作契約，尤其是精利制模與蘋果公司的業務往來。當時，蘋果公司的全球供貨經理保羅·迪瓦恩 (Paul S. Devine，以下簡稱迪瓦恩) 促成了精利制模與蘋果公司的合作關係。該經理2005年開始便在蘋果公司任職，迪瓦恩也參與遴選iPhone與iPod耳機零件材料的供貨商。同時，身為全球供貨經理，他得以取得企業機密資訊以及蘋果公司私人第三方資訊。

在2006年10月，迪瓦恩與精利制模的助理經理安德魯·洪 (Andrew Ang，以下簡稱安德魯) 合作，計謀由迪瓦恩交與蘋果公司機密資訊給精利制模與其他五家蘋果公司在亞洲的供貨商。該機密資訊包括產品預測、價格定位、產品規格與蘋果公司的合作廠商的相關資料<sup>7</sup>，這些資訊能使這五家供貨商在競標蘋果公司合約時占盡上風。迪瓦恩則是抽成供貨商與蘋果公司之間的生意作為報酬<sup>8</sup>。安德魯也同意作為迪瓦恩與其他供貨商之間機密資訊交換的中間人，並從迪瓦恩收取的回扣裏分一杯羹。

自2006年10月到2010年8月，透過蘋果公司配給的筆電，迪瓦恩與安德魯以其私人的Hotmail與Gmail賬戶相互往來。除此之外，他們還利用特殊的暗號掩人耳目，例如：以“樣本”用來作為回扣金額的暗號，“諮詢服務”合約中也與其中一間供貨商往來，此動作也是為了隱瞞賄賂的事實。

## 掩飾索賄之手段

為了收取回扣款項，迪瓦恩指示供貨商以電匯的方式匯錢至其妻子的名下賬戶。由於擔憂該賬戶有大量的資金匯入會引起銀行或是主管機關側目，迪瓦恩在亞洲國家以妻子的名義設立諸多銀行賬戶，並且把匯款都分散在各賬戶。他也告知供貨商在匯錢時不得一次匯超過一萬美元。2007年10月，他在一封寄給供貨商的電子郵件上面提到：

“我還尚未收到9月的款項，能否與會計部門核對一下？請別一次把9月與10月的款項匯款給我，超過一萬美元的匯款都會引起不必要的注意<sup>9</sup>。”



在此同時，迪瓦恩也從其他供貨商或是代理人那裏直接收取款項。迪瓦恩與安德魯則會在亞洲進行會議時分配個人的報酬。2008年1月22日，一封看似“兩人正常業務往來”的電子郵件裏迪瓦恩寫道：

“我們也許得在澳門碰面以處理“樣本”(意指回扣酬勞)<sup>10</sup>。”

迪瓦恩也採取更積極的手段掩飾他與安德魯的索賄計劃，甚至還成立一家CPK工程公司(CPK Engineering Corporation)，並以該公司名義在銀行設立諸多賬戶用以收取回扣款項，然後在匯至其私人賬戶。這樣的做法可以掩飾該筆款項來源、持有者以及支付性質。在此索賄計謀中，這些款項前前後後被分配至14個以其妻子與CPK工程公司在美國、南韓與新加坡所開立的銀行賬戶裏<sup>11</sup>。

## 索賄曝光

迪瓦恩收取回扣與安德魯抽成獲益的計謀進行得一帆風順，直到2009年4月，安德魯向精利制模辭去職務。為延續此計謀，迪瓦恩與蔡欽元聯絡，並協議繼續洩漏蘋果公司內部資訊。2009年6月，在一封迪瓦恩給蔡欽元的電子郵件中提到：

“我將會持續地提供(精利制模)蘋果公司的機密資訊，讓精利制模順利地營運下去<sup>12</sup>。”

之後，蔡欽元給予迪瓦恩九萬美元作為報酬並告知他可以獲得三十一萬美元的餘款與市值四十萬美元精利制模股票<sup>13</sup>，迪瓦恩也立即提供精利制模競爭對手的報價資訊作為回報。

然而，在蘋果公司開始暗中調查迪瓦恩的行動後，這樣的索賄計劃在2010年4月開始瓦解<sup>14</sup>。迪瓦恩計算機裏客戶郵件數據庫(Microsoft Entourage database)中的往來信件及Hotmail與Gmail的聊天記錄隨之曝光，這些電子郵件裏包含了回扣的付款細節，以及與蔡欽元、安德魯還有其他供貨商往來含有機密資訊的信件。蘋果公司也發現在迪瓦恩任職的五年當中，不法獲取超過一百萬美元的回扣。

2010年8月，蘋果公司向迪瓦恩提出民事訴訟。針對迪瓦恩違反職務的指控包含未遵守義務通報相關利益衝突以及洩漏機密資訊行爲、對供貨商間缺乏公正性、私下往來與自我交易。在2005年迪瓦恩加入蘋果公司時便已簽署商業行爲守則 (Business Conduct Policy)，而他與洪的舞弊勾當已經明顯違反相關守則。蘋果公司發言人史蒂夫·道林 (Steve Dowling) 也對外表達蘋果公司對於此事件的不滿：

“在蘋果公司的經營與管理，我們致力於遵循最高的道德準則，絕不容忍在公司內外進行的不誠實行爲<sup>15</sup>。”

除了蘋果公司所提出的民事訴訟，美國聯邦調查局 (Federal Bureau of Investigation) 與美國國家稅務局 (Internal Revenue Service) 也開始展開調查。由於安德魯身爲精利制模的員工並且涉案其中，使得精利在此索賄計劃的角色備受質疑，精利以及其他名列在訴訟案件中的新加坡企業也受到“不想得到的關注”<sup>16</sup>。

## 精利股價下跌

相較於前一月份每日平均四十九萬六千張的股票交易量，在迪瓦恩被逮補當天精利有兩千五百六十萬張股票被交易。2010年8月16日，在一份提交新加坡交易所 (Singapore Exchange，以下簡稱新交所) 的文件中，精利承認安德魯被“清楚地名列”在美國進行的民事與刑事訴訟名單上，但是精利向投資人保證這對於精利與蘋果公司的業務往來並無任何明顯的不利影響<sup>17</sup>。在2010年8月18日，精利再次向新加坡交易所發出聲明重申：

“精利、精利制模以及任何集團內的員工都未涉入在與蘋果公司或是任何的訴訟當中<sup>18</sup>。”

儘管精利重復保證並無相關員工參與不法行爲，這樣的做法並未能阻止精利股價的下跌。在迪瓦恩被逮捕以及被訴訟纏身期間，精利在8月19日與8月24日提出了兩次交易暫停的請求。2010年8月19日，精利的股價暴跌至每股0.12新元，並且在2010年8月30日，跌至每股0.10新元的最低點。

## 精利管理層級改組

2010年8月19日，當貪污調查局 (Corrupt Practices Investigation Bureau) 着手調查此案時，蔡欽元自發性地辭去其執行董事長的職務。而在一份精利對新交所的聲明中也載明：

“安德魯·洪是公司執行董事長的連襟。為了使公司以及子公司與蘋果公司相關訴訟案件的調查具有公正性，在此期間，本公司的執行董事長決定離開其工作崗位<sup>19</sup>。”

然而，執行長黃文龍 (Ng Boon Leng) 並未從其職位退下，精利對此表示：“由於沒有直接證據指出黃文龍知曉或是涉入本次與蘋果公司的索賄案<sup>20</sup>。”

五天過後，在2010年8月24日，在新加坡上市公司擔任董事的傅世敦 (Foo Say Tun) 被指派作為精利的獨立非執行董事長<sup>21</sup>。由於沒有任何迹象顯示蔡欽元是否只是短暫去職，傅世敦將在此艱難時刻帶領精利。

## 精利的辯解

在該公司的獨立調查後，精利在2010年11月8日向新交所發表聲明說道：“根據經由本公司審計委員會與財務長證實所得到的資訊顯示，精利制模以及本公司任何一子公司都從未給予迪瓦恩和迪瓦恩的空殼公司與蘋果公司訴訟案有關的回扣。”

儘管安德魯的下落仍不明，精利強調安德魯在2009年5月28日就離開精利制模，精利的一位營運經理也表示：“安德魯已經不再精利任職長達一年了，也沒有員工知道他目前的行踪<sup>22</sup>。”

## 迪瓦恩認罪

2011年2月28日，迪瓦恩承認犯下郵電詐欺、同謀罪與洗錢罪。此計謀裏，迪瓦恩詐取蘋果公司的金錢、財產與違反誠信服務的行為已經讓蘋果公司損失超過兩百四十萬美元<sup>23</sup>。在迪瓦恩認罪協商之下，他同意讓與兩百二十八萬的不法獲利，也將面臨二十年的有期徒刑<sup>24</sup>。然而，在此同時，安德魯的下落仍成謎。

## 風暴後的營運表現

精利的盈餘在2010年度與去年同期相比令人驚艷地成長了847.2%，從三十萬新元增加至兩百九十萬新元。該公司營收也成長了6.6%，從六千零一十萬新元成長至六千四百萬新元。2011年上半年，精利的營運表現持續維持強勢成長，淨利增加3.2%；同時，營收相較於去年同期也提高14.9%。2011年12月30日，精利股價在最後交易日以0.08新元收盤，至於此賄賂醜聞是否會對精利造成長期影響仍有待觀察。

## 問題與討論

1. 像精利這樣的企業應該依循什麼樣的程序才能將與賄賂相關的風險極小化？
2. 此賄賂事件發生後，精利所面臨的營運影響為何？
3. 請評論董事會對於此事件所採取的行動？
4. 在定義組織內部道德環境標準時，董事會扮演何角色？
5. “吹哨子”機制在許多組織裏被視為實踐內部公司治理概念架構重要的一環，這種告密機制在何種程度可以幫助阻止或揭發賄賂與舞弊事件？
6. 隨著許多國家對賄賂與舞弊相關的立法，以及跨國企業開始強制要求供貨商遵守行為守則的情況下，這對新加坡企業在海外的營運會有何影響？

---

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

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

## 附註

- 1 JLJ Holdings Ltd. "JLJ Holdings Limited Annual Report." 2009. <[http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed\\_companies\\_info/annual\\_reports\\_financial\\_reports](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/annual_reports_financial_reports)>, accessed on 10 April 2011.
- 2 JLJ Holdings Ltd. "JLJ Holdings Limited Offer Document." 2009.<[http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed\\_companies\\_info/ipos](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/ipos)>, accessed on 10 April 2011.
- 3 Ibid.
- 4 Singh, Gurdip. "Singapore Toolmaker JLJ Holdings plans IPO." July 2009. Plastic News. 11 April, 2011.<<http://plasticsnews.com/headlines2.html?id=1247062737&channel=190>>
- 5 Tang, See Kit. "JLJ Holdings' IPO fully subscribed and raised S\$5.1m." July 2009. Channel NewsAsia. 10 April, 2011.<<http://www.channelnewsasia.com/stories/singaporebusinessnews/view/441436/1.html>>
- 6 JLJ Holdings Ltd."JLJ Holdings Limited Offer Document." 2009.<[http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed\\_companies\\_info/ipos](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/ipos)>, accessed on 10 April 2011.
- 7 "Former Apple Inc. Employee Pleads Guilty in Kickback Scheme." 28 February 2011. USA Breaking News. 10 April, 2011.<<http://usabreakingnews.wordpress.com/2011/02/28/former-apple-inc-employee-pleads-guilty-in-kickback-scheme/>>
- 8 Ibid.
- 9 Apple, Inc. v. Devine et. al. N.D. 10 April, 2011.<<http://docs.justia.com/cases/federal/district-courts/californiacandce/5:2010cv03563/230723/1/>>
- 10 Ibid.
- 11 Williams, Martyn. "Laptop E-mail Cache Tipped Apple to Kickbacks Scheme." PC World. 17 August 2010. 13 April, 2011.<[http://www.pcworld.com/article/203425/laptop\\_email\\_cache\\_tipped\\_apple\\_to\\_kickbacks\\_scheme.html](http://www.pcworld.com/article/203425/laptop_email_cache_tipped_apple_to_kickbacks_scheme.html)>
- 12 Apple, Inc. v. Devine et. al. N.D. 10 April, 2011.<<http://docs.justia.com/cases/federal/district-courts/californiacandce/5:2010cv03563/230723/1/>>
- 13 Ibid.
- 14 Williams, Martyn. "Laptop E-mail Cache Tipped Apple to Kickbacks Scheme." PC World. 17 August 2010. 13 April, 2011.<[http://www.pcworld.com/article/203425/laptop\\_email\\_cache\\_tipped\\_apple\\_to\\_kickbacks\\_scheme.html](http://www.pcworld.com/article/203425/laptop_email_cache_tipped_apple_to_kickbacks_scheme.html)>

- 15 Dalrymple, J. "Apple manager arrested for alleged \$1M in kickback." 14 August 2010. Cnet.News. 13 April 2011.<[http://news.cnet.com/8301-13579\\_3-20013665-37.html](http://news.cnet.com/8301-13579_3-20013665-37.html)>
- 16 Mak, Yuen Teen. Apple Case Throws Spotlight on Corruption.Business Times. 26 August 2010.
- 17 JLJ Holdings Limited. Company Announcement. 16 August 2010.<[http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att\\_FE8768A5C67043C448257781001C95E0/\\$file/JLJ-Annoucement-160810.pdf?openelement](http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att_FE8768A5C67043C448257781001C95E0/$file/JLJ-Annoucement-160810.pdf?openelement)>, accessed on 10 April 2011.
- 18 JLJ Holdings Limited. Company Announcement. 18 August 2010.<[http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att\\_889BA972DF7BDCDE48257783002FEC92/\\$file/Annoucement\\_18Aug10.pdf?openelement](http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att_889BA972DF7BDCDE48257783002FEC92/$file/Annoucement_18Aug10.pdf?openelement)>, accessed on 10 April 2011.
- 19 JLJ Holdings Limited. Company Announcement. 19 August 2010.<[http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att\\_E573295129593DF6482577840035EF3B/\\$file/Annoucement\\_19Aug10.pdf?openelement](http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att_E573295129593DF6482577840035EF3B/$file/Annoucement_19Aug10.pdf?openelement)>, accessed on 10 April 2011.
- 20 Ibid.
- 21 JLJ Holdings Limited. Company Announcement. 24 August 2010.<[http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att\\_5AEFA471C42F58C648257789003E615C/\\$file/Annoucement24Aug2010.pdf?openelement](http://info.sgx.com/webcoranncatth.nsf/VwAttachments/Att_5AEFA471C42F58C648257789003E615C/$file/Annoucement24Aug2010.pdf?openelement)>, accessed on 10 April 2011.
- 22 Liang, Annabelle. "Apple names Singapore supplier in US lawsuit."16 August 2010. My Paper. 14 April 2011. <<http://www.asiaone.com/News/Latest%2BNews/DigitalOne/Story/A1Story20100816-232212.html>>
- 23 Nystedt, Dan. "Ex-Apple Manager Pleads Guilty to Fraud in Kickback Scheme." 1 March 2011. Computer World. 11 April 2011.<[http://www.computerworld.com/s/article/9212039/Ex\\_Apple\\_manager\\_pleads\\_guilty\\_to\\_fraud\\_in\\_kickback\\_scheme?taxonomyId=82](http://www.computerworld.com/s/article/9212039/Ex_Apple_manager_pleads_guilty_to_fraud_in_kickback_scheme?taxonomyId=82)>
- 24 Ernst, Anne. "Former Apple Employee Reaches Plea Agreement in Fraud Case." 1 March 2011. Cupertino Patch. 11 April 2011.<<http://cupertino.patch.com/articles/paul-shin-devine-reaches-plea-agreement-in-apple-fraud-case>>

# 奧林巴斯：當場捕獲

---

## 個案大綱

在2011年10月14日，日本奧林巴斯株式會社 (Olympus Corp.)，以下簡稱奧林巴斯) 之執行長兼總裁，麥可沃德佛 (Michal Woodford，以下簡稱沃德佛)，遭公司革職<sup>1</sup>。解雇的官方理由為沃德佛與其他高階管理者間存有文化差異，而使雙方在執行公司方針與營運上有所分歧。沃德佛却聲稱他是因為揭發幾宗可疑收購交易的會計違規行為才遭到開除。在2011年11月8日，奧林巴斯承認其不當之會計行為，表示早在1990年起公司即利用資金週轉以填補投資虧損。不久后，當時兼任公司執行長、總裁，以及社長三職的菊川剛 (Kikukawa) 即辭去所有職位。此案件引發日本社會對企業的“Tobashi”手法 (日文：“飛ばし”，指用表外債務的手法隱藏負債)及日本薄弱公司治理的擔憂。本個案主旨在探討董事會的有效性問題 (如：獨立性、任期，多元化)、“吹哨子”機制、外部審計人員和公司的關係，以及內部審計與維權投資者之效果。

## 事件初期 (1980s–90s)

1985年，五個工業發達國家(G-5)財政部長與央行行長簽署廣場協議 (Plaza Accord) 后，日元兌美元大幅升值，出口價格急速上升，削弱包括奧林巴斯日本出口商的競爭力及獲利。為提升利潤，許多日本企業開始採用“Zaitech” (日文：“財テク”) 策略，“Zaitech”為一種投機性投資策略，即企業利用閒置資金進行投資，以彌補公司衰退的盈餘，奧林巴斯也不例外，最終導致了泡沫經濟<sup>2</sup>。

當時在任的奧林巴斯社長下山敏郎 (Toshiro Shimoyama，1984年1月至1993年6月) 使用較積極之財務管理策略。1987年5月20日，公司管理委員會決議採用“Zaitech”投資策略，在當時會計部財務人員山田秀雄 (Hido Yamada) 與投資部主管森久志先生 (Hisashi Mori) 的協助下，奧林巴斯開始投資國內外的債券、指定資金信託，以及其他金融商品<sup>3</sup>。

當1990年代經濟泡沫化時，投資失利導致了大量虧損，估計未實現損失高達數百億日元，奧林巴斯爲了掩蓋虧損而虛報獲利<sup>4</sup>。

但在日本開始採用公允價值會計之后，事情越發不可收拾。最遲至1999年底開始，日本企業衡量金融商品須改以市場價值爲基礎，而非以取得成本入帳，此新的會計規定導致奧林巴斯帳上產生九百五十億日元之虧損<sup>5</sup>，由於損失金額太龐大，奧林巴斯別無選擇只能繼續進行其會計詐欺行爲，以隱藏公司的損失。

奧林巴斯的高層管理人員與相關團隊展開“Tobashi”計劃以操縱財務報表數字。“Tobashi”依字面意思爲不在財報中揭露損失<sup>6</sup>。這項虛掩報表之行動僅由少數人處理，而山田秀雄與森久志會定期將損失情況報告給主要高管人員<sup>7</sup>。

## 菊村剛社長期間 (2000s)

爾后接任公司的二任社長，岸本正壽 (Masatoshi Kishimoto, 1993年6月至2001年6月) 與菊川剛 (2001年6月至2011年)，也被發現知道“Tobashi”計劃，菊川剛允許並指示山田秀雄與森久志繼續虛掩財務報表之行動<sup>8</sup>。

山田秀雄身兼多職，同時爲公司內部審計部長 (Head of Internal Audit Office)、稽查員 (Corporate Auditor)、行政管理部長 (Head of Administration Management Division)，以及審計部主管 (Officer in Charge of Audit)<sup>9</sup>，森久志則擔任執行副總裁 (Executive Vice President) 以及合規主管 (Compliance Officer)，兩人擔任公司總部管理職務多年。

憑藉他們的財務管理知識以及在公司財務部的職位，山田秀雄與森久志二人持續監督公司之投資損失<sup>10</sup>，並虛掩損失、高估商譽，操縱財務報表長達13年<sup>12</sup>。



## 董事會

在醜聞揭露前，奧林巴斯公司之董事會由十五名男性董事所組成，其中包括菊川剛（社長）、沃德佛（執行長兼總裁）、森久志，以及三名非執行獨立董事<sup>13</sup>。以日本企業而言，奧林巴斯外部董事所占比例已算高，然而在董事會中擁有財務與會計背景及實務經驗者，却僅有負責公司財務與會計的部長一人<sup>14</sup>。日本公司法並未規定獨立董事最低人數<sup>15</sup>，因此設有三名獨立董事是高於當時日本平均數。而日本企業之董事會一般來說皆由內部董事所組成，奧林巴斯亦不例外，董事多由在公司服務多年之員工擔任，且沒有輪調職務<sup>16</sup>。

除董事會外，奧林巴斯仍存有其他治理單位。在2001年公司組織尚未改造前，當時奧林巴斯還設有管理委員會 (Management Committee, 簡稱管委會) 與常務董事會 (Board of Managing Directors)<sup>17</sup>。管委會的成員包含所有董事及監事 (即後來的審計委員會成員)，其職責為商議重大營運管理事項及應交由常務董事會決定事項。若有事項需要表決，則決定層級得拉高到常務理事會。常務理事會是由擔任常務董事以上職位之成員所組成，位階也因此被視為高於董事會，負責公司最重要之決策。就本質上而言，董事會及管委會皆隸屬於常務理事會，常務理事會為公司最高決策單位，負責奧林巴斯的日常營運與管理決策。

2001年起公司組織結構改變，管委會及常務董事會被管理執行委員會 (Management Implementation Committee, 簡稱管執會) 取代。管執會的成員包括社長、總裁、副總裁、旗下子公司總裁，以及總部管理人員，大約七至八人。同樣的，管執會的設立是把公司日常營運決策獨立於董事會之外。管執會決定在董事會無法解決的議案，目的是讓大家共同討論重要的管理事項，避免讓總裁成為唯一的決策者<sup>18</sup>。

儘管董事在董事會中有發言權，菊川剛社長依然是公司最終決策者，他還握有任命董事與高階管理人員之權力，以及決定個別董事薪酬。當由併購案產生的非常性損失的議題在第780屆董事會議中被提出討論時，有許多董事表示意見。然而，由於菊川剛先生贊成這項交易，反對董事隨即噤若寒蟬，使議案順利通過，反對者先前表示的顧慮亦未受到進一步討論<sup>19</sup>。這是日本企業文化典型的範本，亦是其最常被垢病之所在，員工對公司領導者過度的信任與依賴。批評者覺得長期下來這樣的文化會形成領導人一人獨大的局面，創造出“唯諾是從”的公司文化<sup>20</sup>。

## 被揭發的“Tobashi”計劃

奧林巴斯為掩蓋虧損採取了“Tobashi”計劃，為使計劃成功，公司首先在歐洲、新加坡，以及日本設立基金，接着以公司債形式將資金存入銀行，並向各銀行取得貸款增加資金規模。隨後公司以到手之資金高價購入奧林巴斯帳上不良資產<sup>21</sup>。對於併購案多付出的價格，之後轉回奧林巴斯以彌補帳上的金額。

在2008年，奧林巴斯以二十二億美元收購腦迴集團（Gyrus）<sup>22</sup>，一間英國的醫學設備制造商，此收購價格相當於奧林巴斯2008年營業額的五倍及息稅折舊攤銷前利潤（EBITDA）的二十七倍<sup>23</sup>。此外，相關的併購費用為六億八千七百萬美元，相當於36.1%的購買價格，這筆併購費用則轉入兩家小公司，美國之斧（Axes America LLC，一千七百萬美元）與艾克森姆投資公司（Axam Investments Ltd，六億七千萬美元，以下簡稱艾克森姆），二家公司分別是在美國與開曼群島（Cayman Island）登記設立。一般併購案的所收取的費用約占收購價格的1-2%，奧林巴斯此次因收購產生的併購費用前所未聞<sup>24</sup>。艾克森姆在2010年6月收到奧林巴斯最後款項，三個月後，艾克森姆公司即因未支付公司設立登記費用而被開曼群島撤銷公司登記<sup>25</sup>。

同年奧林巴斯也斥資七億七千三百萬美元收購三家小型風險性公司：阿爾提斯（Altis）、呼馬拉寶（Humalabo），以及新聞大廚（NewsChef），三家公司全都沒有處於獲利狀態，且與提高奧林巴斯核心競爭力無關。之後，奧林巴斯認列上述投資損失的金額高達五億八千六百萬元，使收購公司價值僅剩原先收購價的四分之一<sup>26</sup>。奧林巴斯為收購腦迴集團及三家公司所支付的溢付價格及相關併購費用金額至少為十五億美元。奧林巴斯被揭發的真相也使大家回憶起，在1980年代“Tobashi”為一種很普遍為日本企業用來隱藏損失的方法<sup>27</sup>。

## 黑色十月—會計弊案的爆發

沃德佛於2011年成為公司的執行長，使奧林巴斯成為日本少數幾家由外籍人士擔任領導的企業之一<sup>28</sup>，成為當時一大新聞，引起社會大眾議論。然而由於沃德佛不會說日語<sup>29</sup>，因此反對者認為聘用沃德佛純粹是為了方便菊川剛控制公司所採取的手段<sup>30</sup>。

身為執行長，沃德佛對公司內許多重大決策皆不知情，然而盡管在東京的管理人員及董事絕口不提，在就任兩周后，沃德佛仍從他的德國同事那邊輾轉得知了數個令人起疑的收購交易。沃德佛的德國同事轉寄了日本商業雜誌，菲克特雜誌 (Facta Magazine)，上的一篇文章，文章內容強調奧林巴斯為收購腦迴集團與其他三家公司，花費了極不尋常之高額成本與費用<sup>31</sup>。

從9月23日至10月初，沃德佛陸續寫信向董事會詢問可疑交易的相關事項，在此同時，他提供相關資料並委任普華永道會計師事務所 (PricewaterhouseCoopers) 對公司收購腦迴集團一事進行調查。在2011年10月11日，普華永道出具一份中期報告，表示收購案的過程中“可能有不當之行為發生”<sup>32</sup>。接獲報告后，沃德佛致函菊川剛、森久志、公司查核會計師安永會計師事務所 (Ernst&Young，以下簡稱安永)，以及公司法律顧問，要求相關的管理人員應辭職，對其不當行為負責，意指菊川剛與森久志<sup>33</sup>。

## 戲劇化的結局

2011年10月14日，奧林巴斯董事會召開緊急會議，原定將討論與收購交易相關議題<sup>34</sup>，然而議程却臨時改為討論解除沃德佛的總裁、代表董事、以及執行長的職務，且由於沃德佛為當事人，基於利益衝突考量而無法投票。最終董事會一致同意沃德佛的解職案，官方理由為沃德佛身為外國人，因此造成領導統御上的文化差異，並與公司其他日本高階管理人員存在衝突<sup>35</sup>。沃德佛只能打包並隨即離開日本。

離開奧林巴斯后，沃德佛向英國嚴重詐欺辦公室 (UK's Serious Fraud Office) 舉報奧林巴斯不當的收購行為並提供相關證據。嚴重詐欺辦公室及隨後美國聯邦調查局 (Federal Bureau of Investigation) 展開調查，促使東京證券交易所 (Tokyo Stock Exchange) 在2011年10月下旬要求奧林巴斯對相關交易做完整詳細的揭露，這也引投資者之恐慌。也因此，奧林巴斯在2011年11月1日成立一專案小組調查這些指控。在2011年11月8日，相較於醜聞爆發初期，公司股價已下跌80%<sup>36</sup>，來到歷史新低點，每股9.05美元<sup>37</sup>。

在11月8日，奧林巴斯終於承認公司使用收購交易以掩飾投資損失<sup>38</sup>，11月24日，公司宣布山田秀雄、森久志與菊川剛三人請辭其管理及董事職務，而菊川剛才剛接替離職的沃德佛擔任總裁與執行長。公司總裁及執行長職務隨即由高山修一 (Shuichi Takayama) 接任。

## “吹哨子” 機制

2004年日本通過了告密者保護法<sup>39</sup>，隨後奧林巴斯於2005年11月設立了公司內部之舉報熱線與系統。舉報熱線的最上級長官是合規官，也就是森久志<sup>40</sup>。

儘管有這樣的機制，奧林巴斯的文化是員工不敢發表意見挑戰上級，尤其當負責舉報案件的主管是森久志<sup>41</sup>。再者，儘管熱線系統可以用匿名方式舉報案件，然而依照奧林巴斯的舉報機制，只有在舉報者願意表明身份的情形下，相關調查才會展開<sup>42</sup>，不意外地，有多起案件，員工在得知需要表明身份調查才得以進行的情況下，最后都選擇撤案。

## 未戰先敗

在11月30日，沃德佛請辭其於董事會之職位，並着手打股權之戰，希望能改革董事會並重整公司管理組織<sup>43</sup>。儘管涉及會計弊案之董事均已請辭，其他董事仍能保留董事職位<sup>44</sup>。

然而，這場戰役比沃德佛想像中更加困難，奧林巴斯的股權相當分散，其中49.68%股權為日本國內金融機構所持有，27.71%則屬於海外機構投資者。最大的公司股東為日本生命保險公司 (Nippon Life Insurance Co.)，持有公司8.26%股份<sup>45</sup>。在日本，大型機構投資人常與他們所投資的公司有緊密的商業交易，常有以經聯會 (keiretsu) 或交叉持股的方式互相關連<sup>46</sup>。因此，日本國內機構投資人會避免得罪他們投資以及關係緊密公司的管理當局<sup>47</sup>，再加上股東維權主義在當時的社會氛圍下具有爭議性<sup>48</sup>，最終沃德佛未能贏得日本國內金融機構的支持，他也在2012年1月6日放棄了這場股權之戰<sup>49</sup>。

## 看門員還是奉承者？

奧林巴斯從1974年11月至2009年6月是委由畢馬威會計師事務所 (KPMG AZSA LLC，以下簡稱畢馬威)進行審計查核工作，之后改由安永查核其2010年度財務報表<sup>50</sup>。盡管奧林巴斯在事件爆發前已操縱財務報表多年，查核的會計師事務所却總是對其財務報表出具無保留意見<sup>51</sup>。然而，一個獨立小組經過調查后，確認二家會計師事務所並沒有涉及不法行為<sup>52</sup>。

在外部審計過程中，查核的會計師事務所與奧林巴斯是有發生過衝突的。有好幾次，畢馬威和奧林巴斯公司高層產生爭執。最早從1999年開始，畢馬威在多次詢問奧林巴斯管理高層后，發現奧林巴斯有進行會計操縱的痕迹，然而奧林巴斯高層總是找理由搪塞及不回應畢馬威的詢問<sup>53</sup>。后來，隨着“Tobashi”計劃擴大，奧林巴斯開始提供不完整資料，並偽造報表<sup>54</sup>來阻礙審計查核。2009年，畢馬威針對奧林巴斯收購腦迴所支付的六億八千七百萬美元鉅額顧問費，以及收購其余三家公司所支付之高額費用與公司舉行會議，仍而畢馬威却無法判定奧林巴斯與艾克森姆的關係<sup>55</sup>。之后，奧林巴斯決議更換畢馬威而由安永接任。2009年7月，當安永接手查核工作后，他們也對腦迴與艾克森姆交易提出類似的質疑<sup>56</sup>。相同的，在證據不足的情況下，安永無法判定艾克森姆為公司關係人。

由於奧林巴斯將交易繁復化，且管理階層意圖隱匿真相以阻礙畢馬威的調查，也因此獨立調查小組判定畢馬威已執行所有相關測試並已盡專業上應有之注意<sup>57</sup>。對安永的判定也是如此，盡管他們的查核時間較短<sup>58</sup>。

## 後期發展

在一系列的國內外調查展開后，奧林巴斯在2012年2月控告19位公司前任與現任的管理人員<sup>59</sup>，此外，涉及此案的一名奧林巴斯高階管理人員<sup>60</sup>與四家銀行人員被控告詐欺<sup>61</sup>。由於奧林巴斯的負債資產比率並未違反上市條例最高值的規定，東京證券交易所並未將奧林巴斯下市，而僅對其罰款一千萬日元（相當於十二萬五千元），並將其列為警戒股，限期三年內改善公司治理問題以避免下市<sup>62</sup>。

2012年4月20日，公司召開臨時股東會選任新任董事與管理團隊<sup>63</sup>。對此沃德佛表示新任管理團隊仍會對董事會決策產生重大影響，因此這項改變明顯不足。

新任社長為木本泰行 (Yasuyuki Kimoto)，曾任職於三井住友金融集團 (Sumitomo Mitsui Financial Group)，是奧林巴斯的主要債權人<sup>64</sup>。

在5月22日，奧林巴斯引進新的合規措施，新政策包括外部舉報熱線，並由無利益相關的第三方獨立律師負責。此外，公司亦建立合規委員會，由外部人士擔任主席並加上一位外部董事及外部律師所組成。合規委員會之職責是向董事會提出與合規政策之相關政策與方法的建議<sup>65</sup>。

展望未來，奧林巴斯面臨了許多不確定性，外界也高度質疑新的董事會及管理團隊能改變奧林巴斯。可以確定的是，為挽回國內外投資大眾之信賴，奧林巴斯還有一條艱鉅的路要走來恢復往日聲譽，而結果如何仍有待觀察。

## 問題與討論

1. 一個有效的董事會有何特點？請論述奧林巴斯董事會是由於未具備何種特點而導致會計弊案的發生？
2. 請討論像奧林巴斯的日本公司其公司治理有何特點？其特點如何影響公司治理之品質？
3. 奧林巴斯自2005年以來即建立“吹哨子”機制，有哪些因素限制了舉報系統之有效性？奧林巴斯近期對“吹哨子”機制設置的改變是否會鼓勵員工舉報公司不法情事？
4. 請探討個案中外外部及內部審計人員扮演之角色，他們如何做的更好來防止弊案發生？
5. 為何沃德佛的股權之戰以失敗告終？在何種情形下這樣的股權之戰才有可能成功？

---

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

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

## 附註

- 1 Greenfeld, K. T. The Story Behind the Olympus Scandal - Businessweek. Businessweek, 16 February 2012 Business News, Stock Market & Financial Advice: <<http://www.businessweek.com/articles/2012-02-16/the-story-behind-the-olympus-scandal>> accessed 13 December 2012
- 2 Craft, L., Olympus Scandal Could Hasten Disclosure Changes, 16 November 2011, NPR: Morning Edition. <<http://www.npr.org/2011/11/16/142385395/olympus-scandal-could-hasten-corporate-disclosure-changes>> accessed 13 December 2012
- 3 Layne, Nathan, Fuse, Taro, Promfret, James, Special Report: Bubble Trouble, December 2011, Reuters, <[http://graphics.thomsonreuters.com/AS/pdf/Olympus12\\_CC.pdf](http://graphics.thomsonreuters.com/AS/pdf/Olympus12_CC.pdf)> accessed 13 December 2012
- 4 Third Party Committee, Investigation Report.
- 5 Ibid, p13
- 6 Olympus scandal triggers Japan shareholder activism, 23 January 2012, The Sydney Morning Herald, <<http://www.smh.com.au/business/world-business/olympus-scandal-triggers-japan-shareholder-activism-20120123-1qcsk.html>> accessed 13 December 2012
- 7 Third Party Committee, Investigation Report.
- 8 Third Party Committee, Investigation Report. p17
- 9 Ibid, p123
- 10 Ibid.
- 11 Olympus Ex-President, Others Arrested: Media 15 February 2012, CNBC, <[http://www.cnbc.com/id/46406381/?Olympus\\_Ex\\_President\\_Others\\_Arrested\\_Media](http://www.cnbc.com/id/46406381/?Olympus_Ex_President_Others_Arrested_Media)> accessed 13 December 2012
- 12 Yasu, M, Olympus Former Chairman and Six Others Arrested Over Fraud, 21 February 2012, Bloomberg Businessweek, <<http://www.businessweek.com/news/2012-02-21/olympus-former-chairman-and-six-others-arrested-over-fraud.html>> accessed 13 December 2012
- 13 Olympus Annual Report 2012: Board of Directors, Corporate Auditors and Executive
- 14 Third Party Committee, Investigation Report. p145
- 15 Jones, Colin P.A., Corporate Governance in the Shadow of Olympus, 13 December 2011 The Japan Times Online, <<http://www.japantimes.co.jp/text/fl/20111213zg.html>> accessed 13 December 2012

- 16 Third Party Committee, Investigation Report. p182
- 17 Ibid, p115
- 18 Ibid, p118
- 19 Ibid, p138
- 20 Wood, D. J., Japan's Corporate 'Yes' Culture, 21 December 2011, The New York Times, <[http://www.nytimes.com/2011/12/22/opinion/japans-corporate-yes-culture.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2011/12/22/opinion/japans-corporate-yes-culture.html?_r=1)> accessed 13 December 2012
- 21 Wakabayashi, D, Dvorak, P, Panel Calls Olympus 'Rotten' at Core, 7 December 2011, <[http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204083204577082163172106608.html?mod=ITP\\_marketplace\\_0](http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204083204577082163172106608.html?mod=ITP_marketplace_0)> accessed 21 January 2013
- 22 Carroza, D., The Real Cost of 'Choosing Truth Over Self', March/April, 2012, FRAUD MAGAZINE <<http://www.fraud-magazine.com/article.aspx?id=4294972183>> accessed 13 December 2012
- 23 Cooper, C., Olympus Sale of Growing Unit Helped Hide Balance-Sheet Hole, 14 November 2011, Bloomberg <<http://www.bloomberg.com/news/2011-11-14/olympus-2009-sale-helped-hide-balance-sheet-hole.html>> accessed 13 December 2012
- 24 Carroza, D., The Real Cost of 'Choosing Truth Over Self', March/April, 2012, FRAUD MAGAZINE <<http://www.fraud-magazine.com/article.aspx?id=4294972183>> accessed 13 December 2012
- 25 Ridley, K., A. S., Special Report: In Japan, a foreigner speaks out, 1 November 2011, Reuters, <<http://www.reuters.com/article/2011/11/01/olympus-woodford-idUSL4E7LV27X20111101>> accessed 13 December 2012
- 26 Woodford, Michael C, Letter 6: Serious Governance Concerns Relating to The Company's M&A Activities, 11 October 2011, <<http://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/20111018/letter-text.pdf>> accessed 13 December 2012
- 27 Cooper, C., Olympus Sale of Growing Unit Helped Hide Balance-Sheet Hole 14 November 2011, Bloomberg <<http://www.bloomberg.com/news/2011-11-14/olympus-2009-sale-helped-hide-balance-sheet-hole.html>> accessed 13 December 2012
- 28 Kubota, Y. Olympus ex-CEO attacks Japan investors as comeback bid struggles, 15 December 2011, Reuters, <<http://www.reuters.com/article/2011/12/15/us-olympus-idUSTRE7BB04P20111215>> accessed 13 December 2012
- 29 Soble, J., Woodford's mix of righteousness and initiative, 2 December 2011, The Financial Times, <<http://www.ft.com/cms/s/2/ee2a243a-1cf2-11e1-8daf-00144feabdc0.html>> accessed 13 December 2012



- <sup>30</sup> Ridley, K., A. S., Special Report: In Japan, a foreigner speaks out, 1 November 2011, Reuters, <<http://www.reuters.com/article/2011/11/01/olympus-woodford-idUSL4E7LV27X20111101>> accessed 13 December 2012
- <sup>31</sup> Greenfeld, K. T., The Story Behind the Olympus Scandal, Businessweek - Business News, 16 February 2012 <<http://www.businessweek.com/articles/2012-02-16/the-story-behind-the-olympus-scandal>> accessed 21 January 2013
- <sup>32</sup> Third Party Committee, Investigation Report.
- <sup>33</sup> Greenfeld, K. T., The Story Behind the Olympus Scandal, Businessweek, 16 February 2012 Business News, <<http://www.businessweek.com/articles/2012-02-16/the-story-behind-the-olympus-scandal>> accessed 21 January 2013
- <sup>34</sup> Ibid.
- <sup>35</sup> Olympus Press Release, Corporation Resolved Dismissal of President Michael C. Woodford, 14 October 2011, Olympus
- <sup>36</sup> Big trouble in Tokyo, 12 November 2011, The Economist, <<http://www.economist.com/node/21538154>> accessed 13 December 2012
- <sup>37</sup> IZARD Nobel LLP Announces Class Action Lawsuit Against Olympus Corporation, 16 November 2012, Reuters, <<http://www.reuters.com/finance/stocks/OCPNF.PK/key-developments/article/2435832>> accessed 21 January 2013
- <sup>38</sup> Olympus Press Release, Notice Concerning Past Activities Regarding Deferral in Posting of Losses, 8 November 2011
- <sup>39</sup> Olympus' Whistleblowing Hotline Protected Misdeeds, 19 April 2012, CFO innovation Asia, <[http://www.cfoinnovation.com/content/olympus\\_whistleblowing\\_hotline\\_protected\\_misdeeds](http://www.cfoinnovation.com/content/olympus_whistleblowing_hotline_protected_misdeeds)> accessed 13 December 2012
- <sup>40</sup> Ridley, K., A. S., Special Report: In Japan, a foreigner speaks out, 1 November 2011, Reuters, <<http://www.reuters.com/article/2011/11/01/olympus-woodford-idUSL4E7LV27X20111101>> accessed 13 December 2012
- <sup>41</sup> Investigation Report, Third Party Committee, p128
- <sup>42</sup> Ibid.
- <sup>43</sup> Olympus whistleblower Michael Woodford quits board, 1 December 2010, The Economic Times, <<http://economictimes.indiatimes.com/articleshow/10940823.cms?prtpage=1>> accessed 27 September 2012
- <sup>44</sup> Pageau G., Ousted CEO Woodford attends Olympus Nov. 25 Board Meeting, 28 November 2011, Newsline, <<http://pmanewsline.com/2011/11/28/ousted-ceo-woodford-attends-olympus-nov-25-board-meeting/>> accessed 13 December 2012

- 45 Olympus Annual Report 2012
- 46 Harner, S., Olympus, Woodford, Duty, and Honor in Japan, 6 January 2012, Forbes <<http://www.forbes.com/sites/stephenharner/2012/01/06/olympus-woodford-duty-honor-and-original-sin-in-japan/>> accessed 13 December 2012
- 47 Olympus whistleblower Michael Woodford quits board, 1 December 2010, The Economic Times <<http://economictimes.indiatimes.com/articleshow/10940823.cms?prtpage=1>> accessed 27 September 2012
- 48 Inagaki, K., Olympus Ex-CEO Faces Fight, 5 December 2011, The Wall Street Journal, <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204770404577077852645139544.html>> accessed 13 December 2012
- 49 MATSUTANI, M., Woodford ends fight to lead Olympus, 6 January 2012, The Japan Times, <<http://www.japantimes.co.jp/text/nn20120106x1.html>> accessed 13 December 2012
- 50 Investigation Report, Third Party Committee, p159
- 51 Tabuchi, H., Olympus Clears Auditors in an Accounting Cover-up, 17 January 2012, The New York Times, <<http://www.nytimes.com/2012/01/18/business/global/auditors-not-involved-in-cover-up-olympus-says.html>> accessed 13 December 2012
- 52 Notice Concerning the Establishment of a Third Party Committee, 6 December 2011, Olympus Corporation, <<http://www.olympus-global.com/en/corc/ir/tes/pdf/nr111206.pdf>> accessed 13 December 2012
- 53 Investigation Report, Third Party Committee, p159-170,
- 54 Tabuchi, H K. B., The Culture Was Corrupt at Olympus, Panel Finds, 6 December 2011, The New York Times <[http://www.nytimes.com/2011/12/07/business/global/banks-aided-in-olympus-cover-up-report-finds.html?pagewanted=all&\\_r=0](http://www.nytimes.com/2011/12/07/business/global/banks-aided-in-olympus-cover-up-report-finds.html?pagewanted=all&_r=0)> accessed 13 December 2012
- 55 Investigation Report, Third Party Committee
- 56 Akins, M., The Olympus Controversy: a snapshot of fraud, December 2011, FinancierWorldwide, <<http://www.financierworldwide.com/article.php?id=8798>> accessed 13 December 2012 Investigation Report, Third Party Committee, p159-170
- 57 Ibid.
- 58 Ibid, p170-174

- <sup>59</sup> Buerk, R., Former Olympus Chariman arrested in accounting probe, 16 February 2012, BBC News, <<http://www.bbc.co.uk/news/business-17054089>> accessed 13 December 2012
- <sup>60</sup> Kaiser T., Three Former Olympus Executives Arrested for \$1.7 Billion Cover-Up, 16 February 2012, Daily Tech <<http://www.dailytech.com/Three+Former+Olympus+Executives+Arrested+for+17+Billion+CoverUp/article24019.htm>> accessed 13 December 2012
- <sup>61</sup> Tabuchi, H, Arrests in Olympus Scandal Point to Widening Inquiry Into a Cover-up, 16 February 2012, The New York Times, <<http://www.nytimes.com/2012/02/17/business/global/7-arrested-in-olympus-accounting-cover-up.html>> accessed 13 December 2012
- <sup>62</sup> TSE to fine Olympus but won't delist its stock, 18 January 2012, The Asahi Shinbun <<http://ajw.asahi.com/article/economy/business/AJ201201180018>> accessed 13 December 2012
- <sup>63</sup> Appointment of Executives, 20 April 2012, Olympus Corporation, <<http://www.olympus-global.com/en/news/2012a/nr120420corpe.html>> accessed 13 December 2012
- <sup>64</sup> Kelly, T, Kubota, Y., Olympus eyes fresh start, ex-CEO mulls legal threat, 20 April 2012, Reuters <<http://uk.reuters.com/article/2012/04/20/business-us-olympus-egm-idUKBRE83119920120420>> accessed 13 December 2012
- <sup>65</sup> Olympus Management Announces Commitment to Compliance, 22 May 2012, Olympus Corporation <<http://www.olympus-global.com/en/news/2012a/nr120522corpe.html>> accessed 13 December 2012

# 買票風波： 電訊盈科私有化醜聞

---

## 個案大綱

在公司股價八年內大跌97%後，香港電訊盈科 (PCCW，簡稱電盈) 的管理階層提出了“公司私有化”的提議，計劃將小股東持有的股份全數回購。為了達到這個目標，由李澤楷 (Richard Li Tzar-kai) 帶領的管理團隊將股份分配給一家保險公司的保險經紀人，但前提是這些經紀人必須要投票支持這個私有化的決議。然而，這舉動違反了香港關於公司治理的精神及相關規定。在經過冗長的法律訴訟後，法院判決這個具爭議性的投票結果無效。本個案主旨在討論由管理階層控制的其公司治理相關議題、不同公司治理機制的角色和有效性、如何在公司私有化的情況下保護小股東的利益，以及企業倫理。

## 成敗參半的電訊盈科

電訊盈科的創立者李澤楷為香港首富李嘉誠 (Li Ka-shing) 之子。電盈是香港電訊 (HKT Group Holdings Limited) 的母公司。香港電訊是一家電信服務供貨商，提供電信、寬帶和多媒體的服務。香港電訊同時也在英國設有寬帶部門、在香港設有不動產開發公司。

在1999年，電盈在沒有公開拍賣的情況下，直接從政府取得了高價的灣區不動產。此舉被媒體和其他不動產開發商大肆批評<sup>1</sup>。在2000年，電盈以四百一十億美元取得了香港電訊，創下了當時在亞洲最高金額的併購紀錄。但是因為在併購過程產生的債務、香港當地電信激烈的競爭、以及一項與澳洲澳大利亞電信 (Telstra Corporation) 的合資案所帶來的挑戰，電盈的股價在2000年到2008年之間從高點每股131.75元，重挫了97%。電盈在2008年六月從香港股市的恒生指數 (Hang Seng Index) 中被除名<sup>2</sup>。

李澤楷在2006年試着要出售他擁有的電盈股份，但遭到中國政府透過其控制的中國網通 (China Netcome) 進行阻撓，中國網通持有電盈20%的股權<sup>3</sup>。

在2008年，電盈受到全球衰退的重創，利潤在前半年就下滑了20%<sup>4</sup>。但是一些重要的財務指標，例如稅息折舊及攤銷前利潤 (EBIDTA) 以及每股盈餘 (EPS) 都保持穩定。儘管受到危機的影響，電盈的財務狀況仍屬平穩，並發放每股0.133港元的股利。

## 董事會

到2009年12月31日為止，電盈的董事會由15位董事組成，包含了五位執行董事，四位非執行董事，和六位獨立非執行董事。

百分之四十的董事會成員由獨立非執行董事組成，雖然第六位獨立非執行董事謝仕榮 (Edmund Tse Sze Wing) 在2009年9月才上任，但也符合香港的上市規則與指引以及香港的公司治理準則的最低要求。電盈要求每一位獨立非執行董事每年繳交獨立性證明書，確保董事對公司保持獨立性。根據公司章程，在年度股東大會時，三分之一的董事將會以退休的方式輪替。每一位非執行董事以三年為一任，而他們最多也只能當一任的董事<sup>5</sup>。

## 買票醜聞

在李澤楷試圖出售股份遭到中國政府阻撓後，開始了三年的計劃打算將公司私有化。由於電盈在香港證券交易所 (Hong Kong Stock Exchange) 挂牌，其私有化的方案是由《公司條例》(Companies Ordinance) 和《公司收購和合併準則》(Code of Takeovers and Mergers) 所規範。根據《公司條例》關於人數的規定，只要有四分之三的股東投票通過某項提議，不論是親自投票或是代理投票，則該提議視為通過。換句話說，不論每位股東各自持有多少股份，最少要有75%的股東同意私有化的提議，表決權以人數計算，而非以股權比例計算<sup>6</sup>。

在2008年10月30日宣布的方案裏，李澤楷與中國網通一起提出了以一百五十九億港元向少數股東回購股票。這會使得李澤楷在電盈的持股從27.7%提高到66.7%，而中國網通則從19.8%提高到33.3%。他們提出以每股4.5港元的價格向少數股東收購股票。儘管4.5元的收購價格和2000年併購香港電訊前的每股港元131.75元相比相差甚遠，但在宣布收購後，電盈的股價仍從2008年10月14日股票停止交易前的每股港元2.9元，升到了2008年11月5日股票恢復交易後的每股港元3.58元。在股東會議上，公司管理階層被指控爲了通過私有化的提案進行操縱投票，但是提案最後還是以8成的支持率通過了<sup>7</sup>。

香港證券及期貨事項監察委員會 (Securities and Futures Commission, 以下簡稱證監會) 在收到知名的香港公司治理維權投資者戴維·韋伯 (David Webb) 的投訴後，對電盈買票的爭議進行調查。調查顯示有一千手的股票 (香港把股票最小交易單位稱爲一手) 被分配給先前由電盈所持有的富通保險 (亞洲) (Fortis Insurance Company Asia) 公司經紀人。給予股票的條件是保險經紀人必須在投票委託書同意電盈私有化的提案。袁天凡 (Francis Yuen)，電盈副主席，遭指控是這項計劃的發起者，而林孝華 (Inneo Lam)，富通保險區域總監，則是負責將電盈的股票分配給500位保險經紀人。如果沒有這五百名保險經紀人的支持，私有化提案將會有903名股東支持，854名股東反對<sup>8</sup>。僅高於多數決的票數，無法達到75%門坎的人數規定。

香港高等法院原訴訟庭 (Court of First Instance) 原本認同這個私有化方案。但是香港證監會對上訴法院 (Court of Appeals) 提出上訴<sup>9</sup>，要求上訴法院否決股東會議的投票結果。2009年5月11日，上訴法院判決認爲投票結果是明顯的人爲操作，而且其操弄的程度讓人質疑投票結果的公正性。此外，法庭說明投票的操弄是不誠實的行爲，而法院不會批准這樣的行爲。法官考慮到那些身爲電盈小股東的高齡投資人，說出了下面這段話：

“這些人將一生的積蓄投入在電盈的股票上，什麼也沒有留。結果看看發生了什麼事，股價從每股120港元跌到所剩無幾！這是很可悲的…收購和欺壓小股東是有差別的。”<sup>10</sup>

## 私有化議題：股東權益、商業道德與合法性

這項醜聞引起了私有化應該如何被決定的討論，以及分割投票權是否違反當初制訂法律來保護小股東的初衷。

許多機構投資人只是意圖短期投資，電盈提出的收購價高於股票價格，因而接受了電盈的私有化提議。但是上訴法院指出了個人投資者的困境：

“這些沒有賣出股份的小股東實際上就是被公司拋棄了，我看不出來這對公司有任何好處。”<sup>11</sup>

另一件重要的議題是收購的方案是以李澤楷和中國網通為最大利益者的情況下擬定。根據提案，在電盈成功私有化後，李澤楷和中國網通將會收到特別股利作為獎勵以支應公司私有化的支出，並在交易程序完成後額外取得二十九億港元<sup>12</sup>。由於管理階層並沒有合法解釋為何發放特別股利給予提出併購提議的相關方，一位聽到此案的法官批評這個提案「不像話」<sup>13</sup>。這些問題使小股東十分擔憂，因為股東會議時間冗長超過七小時<sup>14</sup>，很多小股東由於年事已高，在還沒投票之前就已離場。

技術上來說，操弄投票並沒有違反了香港的法律，因為沒有相關法律規範分割投票權的行為。但是因為此行為有違反關於人數規範的精神，李澤楷和中國網通必須依照上訴法院的判決撤回私有化的提案。

## 問題與討論

1. 像電盈這樣由一位控制股東掌握的公司，通常會面臨什麼樣的代理問題？
2. 以電盈來說，股東、董事會、和管理階層能有何種程度的分離？這又與促成公司私有化計劃有何關聯？
3. 電盈私有化失敗的案例說明了關鍵的公司治理機制是有效還是無效？
4. 在重要的公司交易裏，例如電盈的私有化，不同的股東可能有不同利益與偏好。董事會與監管機構如何在不同股東間的利益取得平衡？
5. 電盈的私有化需要75%的出席股東（或他們的代理人）在股東會議上同意。您認為這對小股東公平嗎？對大股東公平嗎？
6. 電盈的董事會和管理階層在公司私有化的過程中，其決策與行為是否符合企業倫理？

---

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

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



## 附註

- 1 “Cyberport Critics Get Stake Hint.” 21 March 1999. The Standard. 6 December 2011. [http://www.thestandard.com.hk/news\\_detail.asp?pp\\_cat=&art\\_id=25641&sid=&con\\_type=1&d\\_str=19990321&sear\\_year=1999](http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?pp_cat=&art_id=25641&sid=&con_type=1&d_str=19990321&sear_year=1999)
- 2 Bloomberg. “PCCW Investors Approve Li’s \$2.05 Billion Buyout bid (Update 2)”. 4 February 2009. <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=apYGAEz9.AzQ>>, accessed on 6 December 2011
- 3 “Hong Kong Exchange Rejects Carving Up of PCCW.” 27 April 2011. Wall Street Journal. 6 December 2011. <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703778104576287800475886730.html>>
- 4 Bloomberg. “PCCW Investors Approve Li’s \$2.05 Billion Buyout bid (Update 2)”. 4 February 2009. <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=apYGAEz9.AzQ>>, accessed on 6 December 2011
- 5 PCCW. “Annual Report, 2009.” 2009. <[http://www.pccw.com/staticles/PCCW\\_Corpsite/About%20PCCW/Investor%20Relations/Financial%20Results/2009/e-Annual%20Report.pdf](http://www.pccw.com/staticles/PCCW_Corpsite/About%20PCCW/Investor%20Relations/Financial%20Results/2009/e-Annual%20Report.pdf)>, accessed on December 2011
- 6 Loh, Timothy. “The PCCW Privatization: A Guide to the Applicable Law for Schemes of Arrangement.” 2 March 2009. <[http://www.timothyloh.com/Publications/090302\\_PCCW\\_Privatization.html](http://www.timothyloh.com/Publications/090302_PCCW_Privatization.html)>, accessed on 6 December 2011
- 7 Wang, Tina. “PCCW Saga Goes Into Extra Innings.” 2 May 2009. Forbes. 10 April 2010. <[http://www.forbes.com/2009/02/05/pccw-richard-li-markets-equity-0205\\_china1.html](http://www.forbes.com/2009/02/05/pccw-richard-li-markets-equity-0205_china1.html)>
- 8 Chung, Olivia. “Shocked, Shocked!!” 28 April 2009. Asia Times Online. December 2011. <[http://www.atimes.com/atimes/China\\_Business/KD28Cb01.html](http://www.atimes.com/atimes/China_Business/KD28Cb01.html)>
- 9 Securities and Futures Commission. “Court of Appeal stays decision on PCCW privatization.” <<http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/EN/sfcOpenDocServlet?docno=09PR41>>, accessed on December 2011
- 10 Scent, Benjamin, “It’s Outrageous” 21 April 2009. The Standard. 6 December 2011. <[http://www.thestandard.com.hk/news\\_detail.asp?pp\\_cat=30&art\\_id=81081&sid=23531732&con\\_type=1&d\\_str=20090421&sear\\_year=2009](http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?pp_cat=30&art_id=81081&sid=23531732&con_type=1&d_str=20090421&sear_year=2009)>
- 11 Scent, Benjamin. “It’s outrageous”. 21 April 2009. The Standard. 26 January 2012. <[http://www.thestandard.com.hk/news\\_detail.asp?sid=23531732&art\\_id=81081&con\\_type=1&pp\\_cat=30](http://www.thestandard.com.hk/news_detail.asp?sid=23531732&art_id=81081&con_type=1&pp_cat=30)>
- 12 Wang, Tina. “PCCW Saga Goes Into Extra Innings.” 2 May 2009. Forbes. 10 April 2010. <[http://www.forbes.com/2009/02/05/pccw-richard-li-markets-equity-0205\\_china1.html](http://www.forbes.com/2009/02/05/pccw-richard-li-markets-equity-0205_china1.html)>

- 13 Chung, Olivia. "Shocked, Shocked!!!" 28 April 2009. Asia Times Online. December 2011. <[http://www.atimes.com/atimes/China\\_Business/KD28Cb01.html](http://www.atimes.com/atimes/China_Business/KD28Cb01.html)>
- 14 Wang, Tina. "Li Pulls The Plug on \$2 Billion PCCW Bid." 23 April 2009. Forbes. 6 December 2011.<<http://www.forbes.com/2009/04/23/li-pccw-court-markets-equity-hong-kong.html>>

# 薩蒂揚的會計造假事件

---

“就像騎上了一隻老虎，不知道如何下來而不被吃掉…我現在正準備向法院自首並面對其帶來的結果。”

—薩蒂揚 (Satyam) 的創辦人兼董事長拉馬林加·拉朱 (Ramalinga Raju)

## 個案大綱

2009年1月，印度薩蒂揚 (Satyam) 的創辦人拉馬林加·拉朱 (Ramalinga Raju，以下簡稱拉朱) 突然宣布請辭，並承認自己從2001年開始作假帳。他承認操縱公司的財務報表，使帳上利潤比實際的利潤多了十幾倍並虛報了現金逾十五億美元。

這份個案描述了舞弊案件的性質、參與舞弊的各種不同角色、舞弊的結果。本個案主旨乃討論印度的公司治理環境和商業慣例、會計舞弊、董事會組成、獨立董事和審計人員的角色。

## 薩蒂揚和它的創辦人

2009年，薩蒂揚（在梵文中是真實的意思）被大家認為是印度資訊技術產業的先驅，有着二十億美元的營收。在當時薩蒂揚是唯一一家在三個國際證券交易市場挂牌上市的印度公司，甚至因為完好的公司治理制度，獲得了極高榮譽的金孔雀獎 (Golden Peacock Award)<sup>1</sup>。薩蒂揚當時和全球數一數二大的科技公司，像是印孚瑟斯 (Infosys) 和維布絡 (Wipro) 一起競爭。

薩蒂揚由拉朱創辦。拉朱是印度最受大家尊敬的企業家之一，他的家族握有大筆的房地產。在薩蒂揚成功成為全球性的公司後，拉朱依然持續他對房地產的熱情。拉朱在大眾心中的形象無可挑惕，一位曾報導拉朱的記者這樣說：“很難在印度找到比他聲音還輕柔的執行長，他只在被問到關於公司治理問題時才會開口。”<sup>2</sup>因為這樣的形象，拉朱被印度資訊城，海得拉巴市 (Hyderabad) 的地方首長選為該市的指標。

然而，拉朱的公眾形象和纏繞在他身上的爭議有極大的對比。他因為詐取薩蒂揚在紐約證券交易所 (NYSE) 以及薩蒂揚網絡 (Satyam Infoway) 在納斯達克 (NASDAQ) 公開發行的資金而被調查。他同時也被控涉及逃稅。除此之外，世界銀行 (World Bank) 在2008年將薩蒂揚列入黑名單，世銀認為薩蒂揚向其員工提供了“不當的利益”<sup>3</sup>。拉朱將握有的薩蒂揚持股向銀行抵押貸款，貸來的錢以高於市價的價格買入土地，操弄地價。儘管如此，他仍獲頒許多獎項，包含2007年安永企業家獎 (Ernst & Young Entrepreneur of the Year)<sup>4</sup>。

## 董事會

薩蒂揚的董事會負責監督公司策略、批准大部分的公司決策和審查績效。一位華頓 (Wharton) 商學院的教授，賽凱特·喬胡瑞 (Saikat Chaudhuri) 指出像薩蒂揚這樣的印度公司，董事會只參與公司策略上的決策，實際上的營運仍然是公司創辦者負責<sup>5</sup>。

薩蒂揚的董事會有三個委員會：審計委員會、薪酬委員會、投資者申訴委員會。和一般公司比，少了提名委員會。除了拉朱之外，公司還有另外兩名執行董事，分別是拉朱的哥哥拉馬·拉朱 (B. Rama Raju) 和拉姆·米納帕提 (Ram Mynampati)。

董事會的六位非執行董事中，有五位被認為是獨立的。依照印度證券交易委員會 (Securities and Exchange Board of India) 的規定，一位獨立的董事必須和該公司、公司管理階層、公司出資者以及子公司沒有任何金錢上的往來。哈佛的會計教授克裏席納·帕雷普 (Krishna Palepu)，因為是薩蒂揚的顧問所以被認定為非獨立董事。

在五個獨立董事中，斯裏尼瓦桑 (Srinivasan) 從1991就是董事會成員，是任期最久的一位<sup>6</sup>。他和拉奧 (Rao) 以及 V.S. Raju 同為審計及薪酬委員會的成員。除此之外拉奧還是印度商學院 (Indian School of Business) 的院長，印度商學院的董事會成員。

印度商學院因為該校資訊技術網絡中心的研究而收到了斯裏尼·拉朱 (Srinji Raju) 六百六十萬美元的捐款<sup>7</sup>。斯裏尼是拉朱的姐夫，同時也是薩蒂揚的技術長 (Chief Technical Officer)。有趣的是，根據2008年薩蒂揚董事薪酬的公開資訊，Rao的基本薪資約一千八百美元，但其他非執行董事的基本薪資則從兩萬一千兩百到兩萬兩千五百美元不等。

非執行董事如果出席會議也有出席的津貼，克裏席納·帕雷普獲得了九百一十萬盧比（相當於十七萬三千五百美元）作為出席的津貼，一萬股的股票（相當於五千股美國信託憑證 (ADR)），其中有七百九十萬盧比（相當於十五萬美元）是他提供顧問服務的報酬。其它獨立董事的薪酬在一百二十到一百三十萬盧比（相當於兩萬兩千五百一兩萬四千五百美元）不等，再加上至少五千股限制型股票的股票報酬<sup>8</sup>。

薩蒂揚身為資訊業界的翹楚，其董事會成員也是即為搶手並為許多知名上市公司的董事會成員。維諾德·達姆 (Vinod K Dham) 曾經是英特爾 (Intel) 的副總裁及總經理，也是八個公司的董事會成員。T.R. 普拉薩德 (Prasad) 則是印度前內閣秘書長、第十二屆財政委員會的成員，也是八個公司的董事。

## 印度的企業文化

印度職場深受種姓制度和印度教的影響，階級分明。職場裏，後輩只能服從前輩的指示，且大部分決策都是前輩做的。對後輩而言，向前輩說“不”不僅有失禮貌而且很可能冒犯權威。

## 從印度的皇冠之珠到最大的舞弊

拉朱從2001年就開始操弄薩蒂揚的賬本，讓薩蒂揚的財務狀況看起來比同業的印孚瑟斯和維布絡更好些，維持公司身為資訊技術產業龍頭的形象。此外，高獲利也會讓股價上升，讓拉朱有更多的資金可以買土地。

拉朱想要掩蓋薩蒂揚虛報的資產，所以他希望能藉由合併梅塔建設 (Maytas Infra) 和梅塔不動產 (Maytas Properties)，這兩家由拉朱的兒子擁有的公司，進而取得這兩家公司的現金。2008年12月16日，拉朱召開了董事會，尋求董事們對這個金額高達十六億美元交易的批准。拉朱和他的哥哥拉馬·拉朱因為是利害關係人所以並沒有參與這次董事會<sup>9</sup>。在會議中，非執行董事和獨立董事則對這個交易表達嚴重的疑慮<sup>10</sup>。

“你不能只把我們這些董事當成橡皮印章，然後期待我們對你的每個決策舉雙手贊成。如果你沒有要諮詢我們的意見，那你要我們這些董事幹嘛？”

—斯裏尼瓦桑

“這個舉動會不會使得公司競爭力下降？這項交易的風險是什麼？”

—拉奧

然而，在這次董事會裏做報告的梅塔資深經理們在事前都接受過拉朱的指導，知道如何成功地從董事會取得原則上的批准。在這項合併案批准後，拉朱在紐約證券交易所發布了合併梅塔的聲明。投資者對併購案表達強烈的不滿，他們認為這個併購案只是為了圖利拉朱家族。

薩蒂揚藉由不實財報建構的紙牌屋在聲明稿發布後開始崩解。薩蒂揚失去了投資者們的信心，股價一落千丈，和梅塔的併購案也沒有實現。世界銀行不久後也發布聲明，將薩蒂揚列入黑名單，原因是“提供不當利益給員工”<sup>11</sup>。除此之外，三位薩蒂揚的董事，斯裏尼瓦桑，達姆和帕雷普在案宣布後辭去了職務，同時發表了嚴厲的聲明，質疑這件案：

“我（斯裏尼瓦桑）除了立刻離開薩蒂揚外別無選擇。我在董事會上提出許多關於併購程序的疑慮，也表達了我對併購案的保留意見。但最終我並沒有投下反對票，對此我必須負道德上的責任<sup>12</sup>。”

有趣的是，帕雷普戲劇化地改變了他對於辭職理由的立場。他最初的辭職理由是因為他在哈佛教學的工作而無法履行他在薩蒂揚董事的職務，但是他後來表示辭職是因為他發現拉朱和其他的支持者將薩蒂揚股票向金融機構抵押貸款，但這些股票却因為價值狂跌，在金融機構追繳保證金的壓力下，不得不售出<sup>13</sup>。

爲了薩蒂揚的未來，拉朱在僅存的幾個解決方案中選擇向美林證券(Merrill Lynch) 求救，但美林證券却發現了薩蒂揚財報嚴重的舞弊。拉朱在東窗事發後選擇辭去在薩蒂揚的職務並坦承虛報財務報表上的獲利，一共有價值十五億現金的美元並不存在、利息收入被高估、負債則被低估。

## 舞弊的關鍵：薩蒂揚的分工結構

這起弊案發生的關鍵是薩蒂揚的公司結構。拉朱將薩蒂揚的公司結構精密地劃分，在五萬一千名員工中<sup>14</sup>，只有少數員工真的了解公司的營運狀況。每個部門都有自己的財務部門，並向財務長斯裏尼瓦桑·瓦德拉瑪尼(Srinivasa Vadlamani) 領導的中央財務團隊匯報各自的財務狀況。每個單位對其他單位的營運狀況都不了解。拉朱親手挑選管理高層，包含了幾位專業人士和他的親戚，此外，這些高層們都配有大量的薩蒂揚股票，如此一來就可以確保他們有誘因去做讓股票價格上漲的事。

薩蒂揚在審計委員會的指導下有制定關於“吹哨子”的機制。在這個機制下，有一位員工曾寫信給帕雷普並指出公司的賬目已經被操弄。雖然這封信有在董事會傳閱，但董事會並沒有採取任何行動<sup>15</sup>。

## 收拾殘局

薩蒂揚的股價在醜聞被公諸於世的那一天從每股179.1盧比（約3.4美元）暴跌到每股23.85盧比（約0.45美元），87%的市值在一天瞬間蒸發<sup>16</sup>。1月10號，印度的公司法監理機關(Company Law Board) 決定停止薩蒂揚董事會經營公司的職權，並提名十位董事會成員<sup>17</sup>。如此迅速的行動是考慮薩蒂揚和IT產業對印度經濟的重大影響力及印度在海外名聲。印度特許會計師的主管機關也對薩蒂揚的外部會計師普華永道會計師事務所(PricewaterhouseCoopers，以下簡稱普華永道) 發出陳述理由令(show-cause notice)<sup>18</sup>，普華永道可以說是此弊案的共謀，因爲其對薩蒂揚財務報表作出真實及允當表達的簽證。拉朱被逮捕並以許多罪項起訴，包含偽造文書、違背信託、預謀犯罪等等。在審判的過程中發現薩蒂揚雖然宣稱有五萬一千名員工，但實際上的員工數只有四萬。拉朱被指控每個月從公司提取四百萬美元來支付這些不存在員工的薪水<sup>19</sup>。

在醜聞爆發後，薩蒂揚的金孔雀最佳公司治理獎被撤銷。2009年的公開拍賣上，薩蒂揚被馬辛達科技 (Tech Mahindra, Mahindra & Mahindra集團下的科技公司) 所接手。

## 監管制度的改革和獨立董事的衝擊

這個案例引起了許多人質疑獨立董事所扮演的角色。儘管是薩蒂揚，一個在印度公司規模數一數二的公司。華頓商學院的吉天陀·辛格 (Jitendra Singh) 教授指出，某些印度公司的董事是替提拔他到董事會的人工作，這也可能是薩蒂揚董事會的問題<sup>20</sup>。

印度政府因應這個弊案的方法是推行“公司條例2009” (Companies Bill 2009) 來處理公司治理及相關議題。這個條例提高成為獨立董事的門坎，舉例來說，如果要成為薩蒂揚獨立董事，在任職前三年不得為薩蒂揚的員工；不能是和公司相關會計、法律事務以及顧問公司員工；不可以持有薩蒂揚超過2%的投票權；任職的公司不可以有超過25%的獲利來自薩蒂揚<sup>21</sup>。

印度商學院的拉傑·查克拉芭蒂 (Rajesh Chakrabarti) 教授在弊案爆發後，於經濟時報 (Economics Times) 發表了一篇關於印度公司獨立董事的缺失。在弊案發生後的幾個月內，辭職的獨立董事高達一百零九位，遠高於先前平均的三十位。以長期來看，董事的辭職率上升了20%。他指出獨立董事們普遍都在重新評估他們擔任董事的風險，因為他們一生經營的名譽很可能會因為像拉朱這樣無良的經營者而毀於一旦<sup>22</sup>。他認為這些變化對印度企業的公司治理並非好事。

## 後續進展

2011年11月，拉朱在坐三年的牢後，和拉馬·拉朱、斯裏尼瓦桑·瓦德拉瑪尼一起被保釋出獄。法院的理由是因為他們刑責最重是七年有期徒刑，而他們已經服完大部分的刑期。另外一個理由是，弊案的調查已經接近尾聲，法院認為他們已經無法再用任何方法左右弊案的調查<sup>23</sup>。2012年1月，目前由馬恒達科技 (Tech Mahindra) 集團持有的薩蒂揚計算機服務公司提出訴訟，對象是前董事會成員、幾位前員工以及簽證事務所普華永道，理由為“舞弊、違反道德責任義務、



怠忽職守”。這些被告，包含薩蒂揚、普華永道及相關人士，都因為不當地高估薩蒂揚財務報表而被美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission) 處以聯合罰款一千七百五十萬美元<sup>24</sup>。

## 問題與討論

1. 描述投資人在投資像薩蒂揚這樣的公司時，需要特別考慮的印度商業環境。
2. 討論薩蒂揚的企業文化和企業架構，有什麼是弊案的前兆？
3. 薩蒂揚有“吹哨子”機制，而且有位員工曾經向董事舉報公司作假帳。在如薩蒂揚一般的公司內，有效執行這個政策的挑戰是什麼？董事們應該要怎麼處理這些舉報？
4. 分析薩蒂揚董事會的獨立性和董事會的能力對薩蒂揚的營運做獨立的判斷。以非獨立董事的資格來看，為什麼董事會都沒有發現公司內有如此長期的弊端？
5. 有部分董事在梅塔併購案夭折後及舞弊案東窗事發前辭去董事職務。他們應該辭職嗎？或是他們可以多做什麼來保護股東們的權益？
6. 誰應該要為股東的損失負責？
7. 印度在弊案發生後在監管制度上採取的改革措施是否對印度的公司治理有正面的影響？在不麻煩的提高成為董事的門坎前提下，獨立董事的功能可以如何被加強？
8. 獨立董事和非執行董事是否要替薩蒂揚弊案負責？

---

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

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

## 附註

- 1 Satyam, Mahindr. "Satyam Receives Golden Peacock Global Award for Excellence in Corporate Governance." ND. 13 April, 2009. <<http://www.mahindrasatyam.com/media/pr6sep08.asp>>
- 2 "India's Enron". 8 January 2009. Rediff Business. 10 April 2009. <<http://www.rediff.com/money/2009/jan/08satyam-indias-enron.htm>>
- 3 VCC Circle. "World Bank Names Wipro, Satyam Among Blacklisted Indian IT Firms". January 13th, 2009. <<http://www.vccircle.com/500/news/world-bank-names-wipro-satyam-among-blacklisted-indian-it-rms>>, accessed on December 2011.
- 4 Seth, K. "Satyam's Raju IS E&Y Entrepreneur Of The Year 2007". 21 November, 2007. 10 April 2009.
- 5 India Knowledge @ Wharton. "Scandal at Satyam: Truth, Lies and Corporate Governance". 9 January 2009. <<http://knowledge.wharton.upenn.edu/india/article.cfm?articleid=4344>>, accessed on 10 April 2009.
- 6 Nag, K. "The Double Life of Ramalinga Raju- The Story of India's Biggest Corporate Fraud." 2009. April 2009.
- 7 ISB News & Events. "Major Endowment sets CITNE on a New Wave of IT Centric Research". 10 April, 2010. <<http://www.isb.edu/media/UsrSiteNewsMgmt.aspx?topicid=381>>, accessed on April 2011.
- 8 "Ram Mynampati got more salary than Raju, directors!" 13 January, 2009. Nseguide. January 2012. <<http://nseguide.com/press-releases/ram-mynampati-got-more-salary-than-raju-directors/>>
- 9 Sheth, N & Range, J. "Satyam Directors Questioned Purchases." 16-18 January, 2009. Wall Street Journal. April 2009.
- 10 Nag, K. "The Double Life of Ramalinga Raju-The Story of India's Biggest Corporate Fraud." 2009. April 2009.
- 11 VCC Circle. "World Bank Names Wipro, Satyam Among Blacklisted Indian IT Firms". 13 January 2009. <<http://www.vccircle.com/500/news/world-bank-names-wipro-satyam-among-blacklisted-indian-it-rms>>, accessed on December 2011.
- 12 Nag, K. "The Double Life of Ramalinga Raju- The Story of India's Biggest Corporate Fraud." 2009. April 2009.
- 13 Livemint.com. "Palepu quit after Satyam disclosure." 31 December 2008. <<http://www.livemint.com/2008/12/30235615/Palepu-quit-after-Satyam-discl.html>>, accessed on January 2012.

- <sup>14</sup> Datamonitor. "Satyam Computer Services Limited Company Profile". 2009. 10 April 2009.
- <sup>15</sup> Ibid.
- <sup>16</sup> Moneycontrol.com. ND. accessed on <<http://www.moneycontrol.com/stock-charts/mahindrasatyam/charts/SCS>>, accessed on December 2011.
- <sup>17</sup> Domain-b.com. "Government nominees to replace Satyam board." 9 January 2009. <[http://www.domainb.com/companies/companies\\_s/Satyam\\_Computers/20090109\\_satyam\\_board.html](http://www.domainb.com/companies/companies_s/Satyam_Computers/20090109_satyam_board.html)>, accessed on December 2011
- <sup>18</sup> Livemint.com. "ICAI to seek explanation from Satyam auditor PWC". 7 January 2009. <<http://www.livemint.com/2009/01/07165018/ICAI-to-seek-explanation-from.html>>, accessed on December 2011
- <sup>19</sup> "Satyam Fudged FD's, has 40,000 employees: Public Prosecutor" 22 January 2009. The Times of India. December 2011. <[http://timesofindia.indiatimes.com/India\\_Business/Satyam\\_fudged\\_FDs\\_has\\_40000\\_employees\\_Public\\_prosecutor/articleshow/4015830.cms](http://timesofindia.indiatimes.com/India_Business/Satyam_fudged_FDs_has_40000_employees_Public_prosecutor/articleshow/4015830.cms)>
- <sup>20</sup> India Knowledge @ Wharton. "Scandal at Satyam: Truth, Lies and Corporate Governance". 9 January 2009. <<http://knowledge.wharton.upenn.edu/india/article.cfm?articleid=4344>>, accessed on 10 April 2009.
- <sup>21</sup> Lok Sabha, 2009. The Companies Bill. April 2010. <[http://www.mca.gov.in/Ministry/actsbills/pdf/Companies\\_Bill\\_2009\\_24Aug\\_2009.pdf](http://www.mca.gov.in/Ministry/actsbills/pdf/Companies_Bill_2009_24Aug_2009.pdf)>
- <sup>22</sup> Chakrabarti, Rajesh "The Drop in Number of Independent Directors in The boardroom Bodes Ill for Corporate Governance". Economic Times. 20 August 2011. December 2011. <[http://articles.economictimes.indiatimes.com/2011-08-20/news/29909298\\_1\\_independent-directors-satyam-crisis-satyam-scandal](http://articles.economictimes.indiatimes.com/2011-08-20/news/29909298_1_independent-directors-satyam-crisis-satyam-scandal)>
- <sup>23</sup> "Satyam's Ramalinga Raju, two others get bail." 5 November 2011. The Economic Times. January 2012. <[http://articles.economictimes.indiatimes.com/2011-11-05/news/30363825\\_1\\_internal-chief-auditor-b-ramalinga-raju-ch-srisailam](http://articles.economictimes.indiatimes.com/2011-11-05/news/30363825_1_internal-chief-auditor-b-ramalinga-raju-ch-srisailam)>
- <sup>24</sup> "Satyam sues former board of directors, certain employees, Price Waterhouse." 9 January 2012. The Economic Times. 9 January 2012. <[http://articles.economictimes.indiatimes.com/2012-01-09/news/30607641\\_1\\_mahindra-satyam-lovelock-lewes-price-waterhouse-bangalore](http://articles.economictimes.indiatimes.com/2012-01-09/news/30607641_1_mahindra-satyam-lovelock-lewes-price-waterhouse-bangalore)>

# 中華環保：龍籌股醜聞

---

## 個案大綱

中華環保(Sino-Environment)的執行長兼董事長孫建榮(Sun Jianrong)涉及借款違約，揭發另一件龍籌股(S-Chips)的醜聞，進而造成新加坡股市震蕩。本個案主旨在討論在新加坡上市之中國公司的商業手法及內部治理問題、獨立董事所扮演之角色，以及外國公司在新加坡交易所上市所遇到之挑戰。

## 中華環保公司背景介紹

“隨着新工廠在2006年底完工，本公司制造能力將增加一倍以上，現在的每月三樣裝置屆時也會增加到七樣。我們也將擴張業務，進入處理及管理其他類型工業廢氣的市場，尤其是發電廠產生的二氧化硫。依靠優秀的研究發展部門及專注的管理團隊，在現今中國持續工業化與注重環境保護的情況下，本公司發展將日益壯大。”

—孫建榮先生於中華環保初次欲在新加坡上市時的發言

中華環保公司為解決環境問題的專家，主要在四大環境領域：(1)工業廢氣與有機化合物之處理、管理及回收；(2)工業與市政污水處理及管理、(3)除塵，與(4)二氧化硫與氧化氮之廢氣處理及管理。

該公司採用產品差異化策略，利用公司本身的研發能力保持領先技術，並不斷改進技術與應用創新。

## 董事會成員

該公司董事會由七名董事所組成，其中包括三名獨立董事：吳志偉 (Goh Chee Wee)、黃長彥 (Wong Chiang Yin) 與潘金泉 (Pan Jinquan)。吳志偉被指派為首席獨立董事，此外，他同時擔任其他九家上市公司董事，也擔任其它重要職務，例如全國職工總會 (National Trades Union Congress, 簡稱NTUC) 董事。黃長彥也在其他上市公司擔任董事，並在馬來西亞一間醫療保健集團擔任高階管理人員，分別在集團內不同公司擔任執行長與執行董事，同時兼任新加坡醫藥協會 (Singapore Medical Association) 總裁。潘金泉則與上述二位不同，沒有在上市公司擔任董事之經驗。

剩下的四位執行董事分別擔任公司重要管理職位，孫建榮為董事長兼執行長、尤勝全 (You Shengquan) 為營運長、李守信 (Li Shouxin) 教授為技術長，陳達威 (Tan Tar Wuei) 則擔任財務長。董事會旗下的薪酬委員會、提名委員會與審計委員會成員均由三位獨立董事擔任，董事會成員在不同領域各有所長，例如商業管理、科學、工程、會計、醫學與經濟，並且至少有一位有工業廢棄物處理相關經驗。

當年度，董事會舉行四次會議。

## 事件開端

中華環保的困境，是由公司董事長兼執行長孫建榮將其所持有之公司的全部股份 (56.29%，約一億九千八十萬股)，向避險基金作個人抵押借款所引起的<sup>1</sup>。當大拇指 (中國) 控股公司 (Thumb China Holding, 以下簡稱大拇指控股) 違約未能償還一筆一億兩千萬新元的借款消息曝光後，大眾才得知原來中華環保公司背後的控制股東為大拇指控股，且大拇指控股為孫建榮先生全資持有<sup>2</sup>。

當孫建榮在2009年3月違約時，避險基金將他所持有之中華環保公司股份在市場上出售，使孫建榮喪失對中華環保公司的控制權<sup>3</sup>。出售股份的結果導致價值約一億四千九百萬新元的可轉換公司債需被提早贖回<sup>4</sup>，這是因為當初發行公司債時，其中有一條款是要求孫建榮需對公司具有控制權。

這事情的嚴重性在中華環保公司委任的普華永道會計師事務所(PricewaterhouseCoopers)因為對其繼續經營有所疑慮而對財務報告出具無法表示意見而浮上臺面，因此中華環保特別委任恩堂理財顧問有限公司(nTan Corporate Advisory Pte，以下簡稱恩堂)擔任獨立財務顧問，評估違約之嚴重性，並採取措施保全公司資產<sup>5</sup>。

## 公司警訊

在2009年5月，中華環保公司無法出具第一季財務報告，普華永道受委託核閱公司在2009年1月到3月期間之重大現金交易，碰巧也正是孫建榮貸款違約期間<sup>6</sup>。這也令人懷疑同年4月，財務長陳達威使否是因“個人因素”辭職。而公司並未指派新任財務長。

在2009年5月5日公司其他執行董事一執行長、科技長與營運長無原因的集體請辭，對公司拋下震撼彈<sup>7</sup>。對此，獨立董事們請求執行董事留任，以維持公司正常營運<sup>8</sup>。在5月29日，上述三位執行董事決議繼續留任，前任財務長陳達威則改任非執行董事<sup>9</sup>。然而，在辭呈受理期間，上述管理階層仍保留在中國子公司的控制權，並有權限進入公司銀行賬戶。

在2009年9月，公司終於停止市場股票交易，而在普華永道專案審查出具報告後，事情急轉直下，報告中顯示，公司有超過八千五百萬新元之現金交易未經過董事會授權或批准<sup>10</sup>，包括其它可疑交易，有證據顯示公司現金被不當挪用。

## 公司內鬥

當普華永道前往中國執行審計工作時，受到與可疑交易相關的負責人特意刁難。例如由“特別”銀行行員出面應付普華永道審計人員，迫使他們離開銀行處所，並且不願意或無法證實相關財務資訊。在此情形下，普華永道不得不停止進一步的調查。

在新加坡，中華環保公司內部紛爭也公開化，獨立董事指控執行董事濫用權力，執行董事則表示董事會所任命的財務總監不當使用公司資金，支付普華永道及恩堂的顧問費用而非償還流通在外的可轉換公司債。而這次，獨立董事要求執行董事立即請辭<sup>11,12</sup>。

## 採取行動

爲了保護自身利益，在2009年11月，中華環保的小股東請求召開臨時股東大會<sup>13</sup>。爲了安撫股東，孫建榮告訴新加坡證券投資者協會 (Securities Investors Association of Singapore) 總裁兼執行長戴維·傑拉德 (David Gerald)，中華環保在中國銀行有四千萬新元的儲備現金，然而實際上該賬戶僅有三千一百萬新元<sup>14,15</sup>。孫建榮僅向傑拉德而不向社會大眾完整批露資訊的行爲，導致中華環保被監管機構—新加坡交易所 (Singapore Exchange) 大加撻伐<sup>16</sup>。

公司獨立董事在2009年12月決議尋求法律途徑來解除執行董事們的職務，然後事實證明這是不必要的，因爲在臨時股東會召開前，執行董事們再度集體辭職。在2010年2月10日，公司委任岑仲堅 (Sam Chong Keen) 成爲新任執行長<sup>17</sup>。

## 事件結局

在2010年5月11日，被委以重任重建公司的新任執行長岑仲堅在不到六個月的兩年合約期即下臺。而更多阻撓調查的事情也發生，當新的管理團隊到中國取得授權書藉以查核銀行賬戶以及找出遺失檔案<sup>18</sup>時，却只拿到新開立銀行賬戶的授權書，且該賬戶是由岑仲堅所控制<sup>19</sup>。

此外，許多知悉公司內部資訊之員工相繼辭職，而中國監管單位與孫建榮亦對公司提供極少的協助，盡管有證據顯示公司資金在二個不同賬戶之間流用，福州調查局却主張孫建榮並無挪用公款罪證<sup>20</sup>。

最終公司認爲普華永道無法實施對現金與專案審計調查，董事會決議將相關事證交由司法調查<sup>21</sup>。

## 問題與討論

1. 請評論中華環保公司醜聞爆發前之董事會組成結構。當時有任何徵兆能讓投資者提高警覺的嗎？
2. 根據此案，對在新加坡上市的中國公司，董事與審計人員會面臨什麼樣的挑戰？
3. 本案所發生的問題，獨立董事應付多少責任？
4. 新加坡監管單位面對在新加坡上市的中國公司，會面對什麼樣的挑戰？
5. 根據此案，公司治政法規準則應作何種改進？
6. 您認為在新加坡上市的中國公司，應用另一套不同的監管架構與公司治政法規來管理嗎？

---

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

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



## 附註

- 1 Wong, Carey. "Sino-Environment: Major Shareholder in Default". 6 March 2009. OCBC Investment Research. 10 December 2011. <[http://www.ocbcresearch.com/Article.aspx?type=research&id=20090306110140\\_66443](http://www.ocbcresearch.com/Article.aspx?type=research&id=20090306110140_66443)>
- 2 Wong, Carey. "Sino-Environment: Major Shareholder in Default". 6 March 2009. OCBC Investment Research. 10 December 2011. <[http://www.ocbcresearch.com/Article.aspx?type=research&id=20090306110140\\_66443](http://www.ocbcresearch.com/Article.aspx?type=research&id=20090306110140_66443)>
- 3 Gerald, David. "Sino-Environment Technology Group Limited". 24 November 2009. SIAS. 10 December 2011. <[http://www.sias.org.sg/index.php?option=com\\_content&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en](http://www.sias.org.sg/index.php?option=com_content&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en)>
- 4 Goh, Eng Yeow. "S-Chip firms in big trouble". 7 May 2009. AsiaOne Business. 10 December 2011. <<http://www.asiaone.com/Business/News/My%2BMoney/Story/A1Story20090505-139444.html>>
- 5 Gerald, David. "Sino-Environment Technology Group Ltd". 24 November 2009. SIAS. 10 December 2011. <[http://www.sias.org.sg/index.php?option=com\\_content&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en](http://www.sias.org.sg/index.php?option=com_content&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en)>
- 6 "Sino-Environment Tech requests for further deadline extension". 30 June 2009. The Edge Singapore. 10 December 2011. <<http://www.theedgesingapore.com/component/content/5588.html?task=view>>
- 7 Kwok, Jonathan. "Sino-Environment causes stir as directors resign". 5 January 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <<http://www.asiaone.com/Business/News/My+Money/Story/A1Story20100105-189804.html>>
- 8 Gerald, David. "Sino-Environment Technology Group Ltd". 24 November 2009. SIAS. 10 December 2011. <[http://www.sias.org.sg/index.php?option=com\\_content&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en](http://www.sias.org.sg/index.php?option=com_content&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en)>
- 9 Goh, Eng Yeow. "A Cautionary tale for S-chip investors". 17 November 2009. Think Positive. 10 December 2011. <<http://guanyu9.blogspot.com/2009/11/cautionary-tale-for-s-chip-investors.html>>
- 10 Kwok, Jonathan. "Sino-Environment causes stir as directors resign". 5 January 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <<http://www.asiaone.com/Business/News/My+Money/Story/A1Story20100105-189804.html>>
- 11 Khoo, Lynette. "Sino-Environment Execs hit back at IDs". 19 November 2009. Think Positive. 10 December 2011. <<http://guanyu9.blogspot.com/2009/11/sino-environment-exec-directors-hit.html>>

- 12 Chew, Xiang. "Executive Directors hit back; war of words at Sino- Environment escalates". 28 November 2009. Think Positive. 10 December 2011. <<http://guanyu9.blogspot.com/2009/11/executive-directors-hit-back-war-of.html>>
- 13 Gerald, David. "Sino-Environment Technology Group Ltd". 24 November 2009. SIAS. 10 December 2011. <[http://www.sias.org.sg/index.php?option=com\\_content&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en](http://www.sias.org.sg/index.php?option=com_content&view=article&id=202%3Asino-environment-technology-group-limited&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en)>
- 14 Khoo, Lynette. "Mystery bankers, dodgy deals, missing millions". 7 December 2009. AsiaOne Business. 10 December 2011. <<http://business.asiaone.com/Business/News/Story/A1Story20091207-184400.html>>
- 15 Yahya, Yasmine. "PwC's report on Sino-Environment highlights grave concerns". 4 December 2009. Channel NewsAsia. 10 December 2011. <<http://www.channelnewsasia.com/stories/singaporebusinessnews/view/1022579/1.html>>
- 16 Goh, Eng Yeow. "Protecting the integrity of SGXnet". 9 December 2009. AsiaOne Business. 10 December 2011. <<http://www.asiaone.com/Business/News/My+Money/Story/A1Story20091210-185067.html>>
- 17 "Sino-Environment Technology appoints Sam Chong Keen as CEO". 11 February 2010. The Edge Singapore. 10 December 2011. <<http://www.theedgesingapore.com/component/content/12552.html?task=view>>
- 18 Lee, Martin. "Sino-Environment Applies for Judicial Management". 12 May 2010. Martin Lee@Sg. 10 December 2011. <<http://www.martinlee.sg/sino-environment-applies-for-judicial-management/>>
- 19 Kwok, Jonathan. "Sino-Environment Files for Judicial Management". 14 May 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <<http://www.asiaone.com/Business/News/Story/A1Story20100512-215793.html>>
- 20 Khoo, Lynette. "Sino-Environment plot thickens, unsettling questions raised". 6 January 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <<http://www.asiaone.com/Business/News/Story/A1Story20100105-189797.html>>
- 21 Kwok, Jonathan. "Sino-Environment Files for Judicial Review". 14 May 2010. AsiaOne Business. 10 December 2011. <<http://www.asiaone.com/Business/News/Story/A1Story20100512-215793.html>>

# SK集團：財閥大到不能關

---

## 個案大綱

2013年1月31日，韓國SK集團董事長崔泰源 (Chey Tae-won) 被判處四年有期徒刑，罪名係挪用SK電訊 (SK Telecom) 及其它SK關係企業四百九十七億韓元公款，用以彌補發生在2008年投資期貨的損失<sup>1</sup>。該犯罪行為乃起因於2004年到2005年間，公司爲了防止主權資產管理公司 (Sovereign Asset Management，以下簡稱SAM) 試圖收購SK集團而改組該集團所造成。本個案主旨在討論韓國家族集團公司治理問題、集團舞弊行爲、防止舞弊採取之行動、獨立董事扮演之角色、韓國政府及韓國財閥間的特殊關係、以及是否遵循公司治理準則會引領公司好的行爲規範。

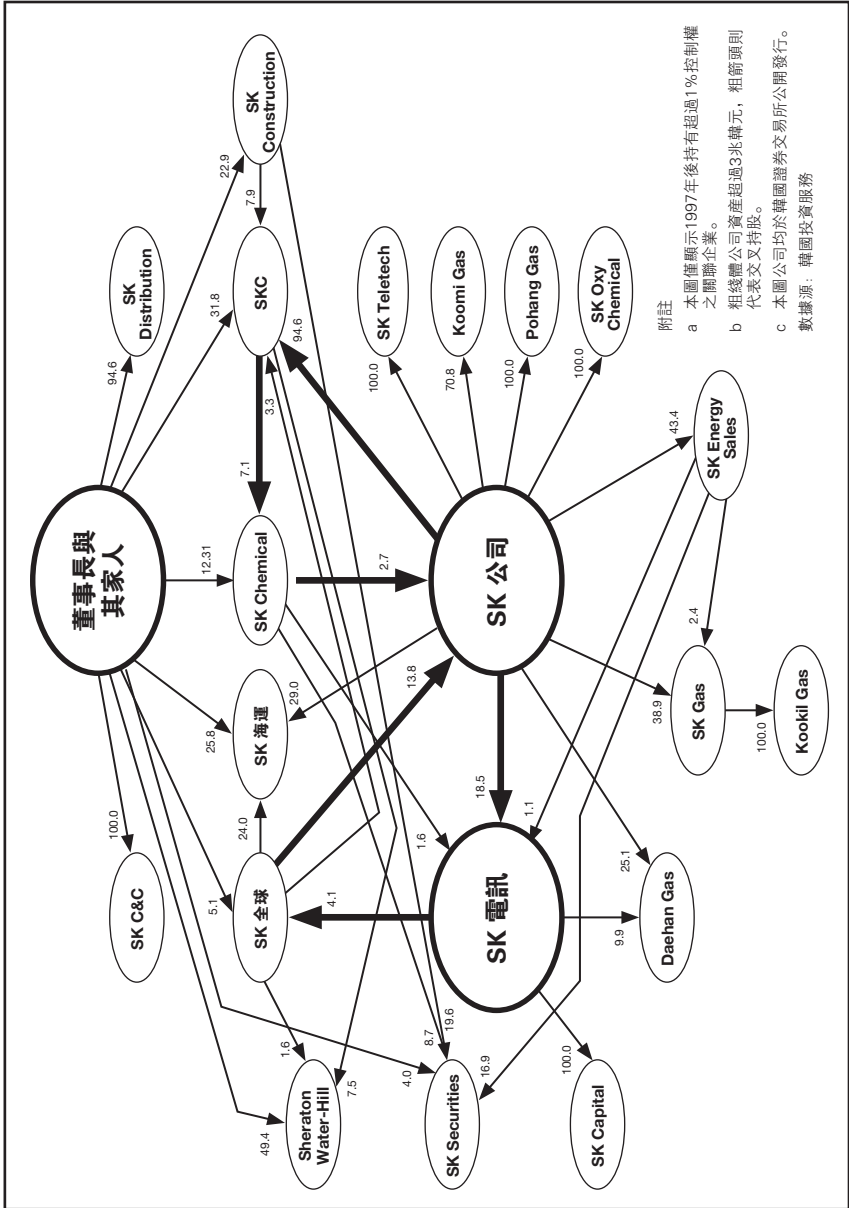
## SK集團背景介紹

SK集團是目前韓國第三大集團，於1953年由崔鐘坤 (Choi Jongkun) 創立，當時僅是一家小型規模的紡織公司，取名鮮京 (Sunkyung)，在1970年代公司轉入石油業後，公司藉由直整合策略以控制生產製造與原料供應<sup>2</sup>，公司也因此迅速成長。在1990年代公司成長爲韓國第五大財閥後，鮮京擴展其業務至電信業，並於1998年更名為SK，爲集團內各公司建立一致性的企業識別品牌<sup>3</sup>。

截至2012年，SK集團全球擁有一百二十四個辦事處與附屬公司，超過三萬個員工，其核心事業包括能源與化學、電訊、半導體、貿易與航運<sup>4</sup>。SK集團年收入超過一千億美元，相當於韓國國內生產毛額 (Gross Domestic Product) 的8.7%，並在2012年全球財富 (Fortune) 前五百大公司的第六十五名。

自1998年起，SK集團就由崔鐘坤弟弟的兒子崔泰源董事長所領導，在2005年集團的改革前，集團的股權結構相當複雜，崔氏家族透過交叉持股與聯鎖交易，鏈接並控制爲數衆多的關係企業，集團複雜的所有權結構如圖一所示。

這使得崔泰源與其家人在2007年重新改組之前，擁有整個財閥的控制權，儘管崔氏家族僅持有SK公司1%股權，實際上仍藉由SK控制集團內各公司<sup>7</sup>。



圖一：SK集團結構

## 2003年會計弊案醜聞

2012年爆發之醜聞其實已並非是崔泰源第一次觸法，在2003年2月23日，崔泰源即因與集團內SK全球 (SK Global) 一筆十二億美元會計舞弊相關而被逮捕<sup>8</sup>，該項舞弊牽連包含崔泰源在內共十名的公司高層，涉及高估公司盈餘與低估負債，隱瞞公司負債超過資產近三十六億美元之事實<sup>9</sup>。

醜聞消息嚴重地打擊SK集團，在2003年3月19日，SK集團股價跌至每股6,690韓元，十八年來的低點，當年月初時集團股價為每股12,950韓元。在2003年6月，崔泰源被最高法院判刑3年有期徒刑，緩刑五年，並在2008年受到當時的韓國總統李明博 (Lee Myung-Bak) 赦免<sup>10</sup>。

在醜聞高點SK集團股價被壓抑期間，數個外國投資者對SK集團產生莫大興趣，這些投資者利用當時公司價值被低估之潛在機會，增加對SK集團持股，藉以取得對集團內各公司之控制權。

## 控制權爭奪戰

2003年4月，主權資產管理公司在買進SK公司14.99%股份後，成為公司之最大外國股東。在崔泰源被判刑，主權資產管理公司多次試圖取得SK公司經營權<sup>11</sup>。

在2004年股東年會召開前，SK公司董事會決議以取得股權作為代價，替旗下子公司SK全球解決價值八千五百億韓元之債務<sup>12</sup>，主權資產管理公司對此決定提出質疑，然而董事會却宣稱有鑒於兩家公司關係往來密切，該項紓困計劃是為了公司利益着想，該項計劃與另一拯救集團內另一家被醜聞波及的關係企業SK海運 (SK Shipping) 之舉動，導致SK公司2003年盈餘滑落93%，並且被標準普爾 (Standard & Poor) 列為負面觀察名單<sup>13</sup>。

2004年3月股東大會召開時，主權資產管理公司提案修改公司章程，包括允許累積投票制、設立薪酬委員會、要求每年舉行董事選舉，以及禁止如崔泰源曾被判決有罪者擔任董事會成員。此外，主權資產管理公司另提名五位候選人取代於2004年任期將屆滿之董事<sup>14</sup>。儘管受到其他外資股東的大力支持，主權資產管理公司之提案未能獲得股東大會的批准，且其提名的五位候選人中僅有一位受到大多數股東支持，獲選為董事<sup>15</sup>。

2004年10月，主權資產管理公司要求SK公司召開股東臨時會修改公司章程關於董事資格的限制，禁止刑事犯罪定案者擔任董事，並要求SK公司允許主權資產管理公司推派人選進入董事會，上述要求被拒絕後，主權資產管理公司向法院遞交訴狀，然而法院却以“持續不穩定的管理階層可能造成投資者離場，使其投資價值下降”為由，駁回該項聲申請<sup>16</sup>。

在2005年3月的股東年會上，主權資產管理公司與SK公司展開激烈的委託書爭奪戰，在3月9日，主權資產管理公司在首爾各大報紙刊登全版廣告，呼吁韓國本地股東將崔泰源逐出公司並重新檢視公司的公司治理，藉以提高股東價值<sup>17</sup>，然而受到高油價與中國進口成長強烈需求的帶動下，SK公司盈餘在2004年達到歷史新高，取得了包括韓國投資信託管理 (Korea Investment and Trust Management)、朝興銀行 (Chohung bank)、三星電子 (Samsung Electronics) 與韓國工商會 (South Korea Chamber of Commerce and Industry) 等本地股東的支持，其中韓國工商會曾公開收購SK公司股票以防止主權資產管理公司惡意併購<sup>18</sup>。最終，主權資產管理公司未能在股東年會獲得支持，用盡所有途徑辦法後，主權資產管理公司在2005年7月售出其持有之全數SK公司股票<sup>19</sup>。

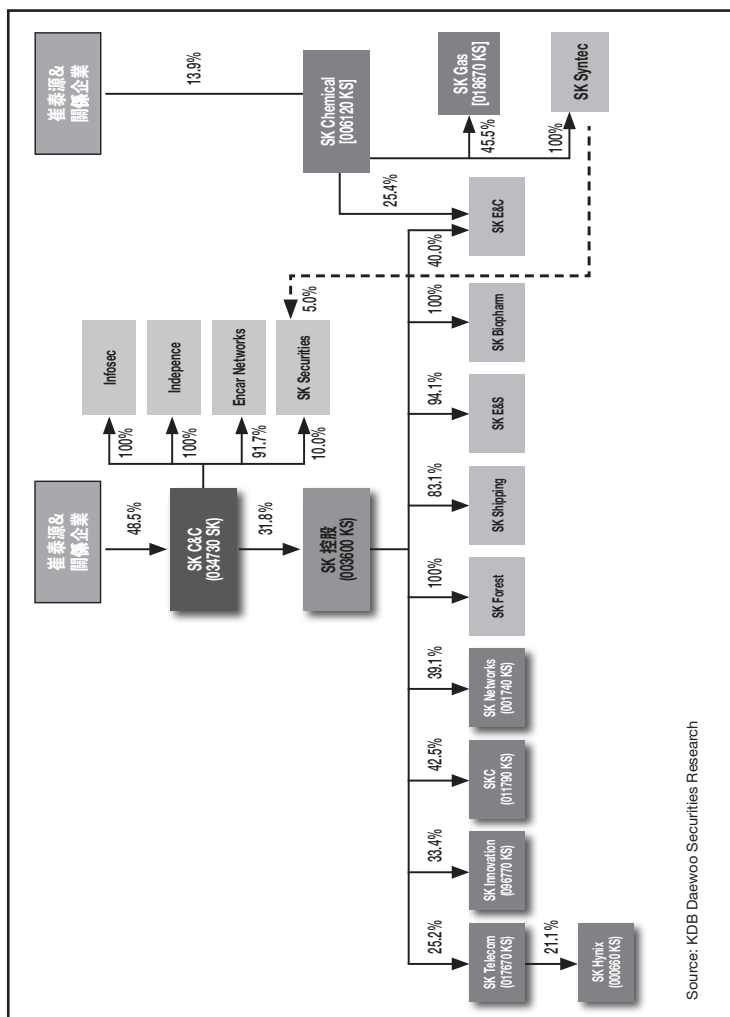
## 公司建立機制改善治理問題

在與主權資產管理公司爭奪控制權中，SK公司最為人所詬病的是其不彰的公司治理，尤其係為了紓困進行舞弊之集團關係企業所作的決策，以及袒護和會計弊案相關的董事如崔泰源等。

在2005年股東年會後，SK公司宣布將改變股權結構，以改善財閥內之公司治理及提升透明度。

在新架構下（如圖二所示），SK公司在2007年被分割為二家公司，分別是控股公司SK控股 (SK Holdings) 與營運公司SK能源化學 (SK Energy-Chemical)<sup>20</sup>。每持有100股SK公司的股東，在分割後將會持有29股SK控股股份與71股SK能源化學公司股份。二家公司將在韓國證券交易所 (Korean Stock Exchange) 獨立交易，營運公司將負責SK集團內主要煉油、能源業務與管綫。控股公司則擁有7大投資，其中包括韓國最大電信公司SK電訊的22%股份<sup>21</sup>。

未來資產與證券公司 (Mirae Aseet) 的分析師金敬模 (Kim Kyung-Mo) 表示 “透過消除交叉持股，SK集團提升公司治理結構透明度、增進管理的有效性，並減低集團內公司間之關聯性，進而降低被連累之風險。這樣的做法亦使管理階層易於重整公司並拓展業務”<sup>22</sup>。在公司改革前，由於交叉持股的關係，公司被其他表現不佳之關聯企業所綁定，集團內一家公司失敗有可能對集團整體表現造成負面影響，分割成立控股公司後，降低了單一關係企業拖累集團整體表現之風險，使集團更容易於消除對集團整體具不良影響之關係企業。



圖二：重整後之SK集團結構

## 其他改善公司治理之作法

繼股權結構發生改變後，SK集團改善公司治理的努力似乎獲得回報，值得一提的是，被SK控股控制之子公司大部分都獲得很好的公司治理評價，例如SK電訊2005年至2010年獲得A+評等<sup>23</sup>，其餘主要子公司如SK創新 (SK Innovation) 與SK網絡 (SK Networks) 在類似的公司治理評鑒裏，也獲得A級評等<sup>24</sup>。

在董事會獨立性部分，八名董事成員中有三名為獨立外部董事，其主要職責為監督並確保董事會之決策係以公司最大利益考慮<sup>25</sup>。表一敘明三名獨立董事之外部背景。

此外，為符合最佳實踐的公司治理準則，SK控股旗下之審計委員會包含三名非執行外部董事，每年至少舉行五次會議以審查內部會計管理報告，會計師對財務報表的查核報告與內部會計系統的評估。提名委員會則包含一名內部董事與兩名外部董事，以對外部董事候選人提出建議<sup>27</sup>。表二敘明三個委員會之細節資料。

董事	背景
權五龍 (Kwon Oh-Ryong)	身兼SK控股公司之非執行獨立董事與中央人事委員會 (Civil Service Commission) 董事長職務。擁有俄克拉荷馬大學公衆管理碩士學位。
南相德 (Nam San-duk)	自2010年3月12日開始擔任SK控股公司之非執行獨立董事，為中央大學 (Chung-Ang University) 教授。曾擔任韓國銀行內行稽核員。擁有中央大學經濟學博士學位。
樸世勛 (Park Sae-hoon)	SK控股公司之非執行獨立董事，身兼Widerthan公司顧問。擁有首爾大學國際貿易學位。

表一：SK控股公司之非執行獨立董事



	提名委員會	透明管理委員會	審計委員會
主席	權五龍	南相德	樸世勛
委員會成員	一名內部董事 二名內部董事	三名內部董事： 權五龍 南相德 樸世勛	三名外部董事： 權五龍 南相德 樸世勛
職責	推薦外部董事人選。	檢驗與子公司間內部交易之透明度。提升公司道德管理。	查核公司財務與業績。

表二：SK控股公司旗下委員會成員

## 似曾相似的個案

在2011年，新聞報導一起崔泰源卷入另一起與其胞弟暨副董事長崔載源 (Chey Jae-Won) 和貝內創投公司 (Venture Capital Benex) 執行長金正相 (Kim Jung Hong) 相關的弊案。該年12月24日，崔載源被首爾中央區檢察官以其於2008年挪用SK電訊與其他關係企業四百九十七億韓元以彌補其在2008年期貨投資損失之罪名逮捕<sup>29</sup>，在一周之內，崔泰源與金正相亦因涉嫌參與此案遭到逮捕。此外，檢察官以背信罪名起訴崔泰源，因為崔泰源使貝內公司以市場價格八倍之金額，購買其以人頭創立的IF Global公司之股票，造成貝內公司兩百億韓元之損失<sup>30</sup>。

在2013年1月31日，崔泰源因挪用公司資金被判處四年有期徒刑，然而其弟崔載源則無罪釋放<sup>31</sup>。在判決確定後，崔泰源於2012年卸下財閥董事長的職務，但仍保留SK控股、煉油商SK創新與芯片制造商SK海力士等公司董事長兼執行長職務。在2013年3月22日，崔泰源在監獄服刑之期間，再度被選任為SK控股之董事<sup>32</sup>。

## 韓國財閥的爭議

首爾中央地方檢察廳發言人表示，2011年SK集團之醜聞係“富豪道德風險與濫用權力的經典案例，SK集團的家族擁所有者罔顧集團公司整體的利益，並為了私人的投資利益，利用他們的職位獲得資金”<sup>33</sup>。SK集團再度爆發會計醜聞，使得大眾對是否應制訂更嚴格的措施降低財閥的勢力、改善公司治理，以及懲處經有罪判定之領導者的議題引發熱議<sup>34</sup>。

在過去，政府曾試圖改善財閥的公司治理，特別是着重於將財閥複雜的交叉持股結構轉型為控股結構，這控股結構的改變，意圖減少風險暴露、提高透明度，並鼓勵財閥有效配置公司資源。然而，引領財閥改革的韓國大學經濟學家張和宋教授表示，“諷刺的是，事實上這反而可能提升家族對集團的控制力”，而且“大股東現在有政府法規做後盾增強對公司的控制力”<sup>35</sup>。韓國國會在2007年通過法案，把控股公司控制關係企業的股權標準從30%降到20%，此修法導致財閥保留對關係企業之控制力。韓國前總統李明博過去的措施，包含降低公司所得稅稅率，並鬆綁集團交易之限制，都導致韓國集團企業的成长<sup>36</sup>。

此外，韓國法院在2004年以經濟發展為理由，拒絕主權資產管理公司所提出解任有刑事案底董事的請求，對股東釋出的訊息是法院似乎有默認立場保護財閥，而不是依據請求的正當性做判決。此外，韓國政府對財閥領導人在刑事定罪上寬容的態度引發議論，韓國政府對於確保財閥領導班子的穩定以利經濟發展較感興趣，而非維護公司治理質量。這可能是由於韓國前十大財閥對國內生產毛額有將近8成之貢獻所造成<sup>37</sup>。

## 展望未來

在2013年，新任韓國總統樸槿惠 (Park Geun-hye) 宣布，新政府將實行“經濟民主化”計劃，內容包括 (1) 嚴厲打擊的不公平商業手段及行爲並且降低財閥在工業及其它產業優勢地位、(2) 創造公平商業環境，與 (3) 使財閥爲其不法行爲負責<sup>38</sup>。然而，新政府是否真能解決和財閥相關問題，仍有待觀察。

## 問題與討論

1. 從公司交叉持股的控制結構轉換成控股公司結構，是否有助於改善公司治理？評估SK在2005年所做改革的有效性。
2. 爲何公司股東拒絕主權資產管理公司的提議，即使其提案會使他們受惠？
3. 若主權資產管理公司的收購發生在英國，結果是否會不同？
4. 請問遵守公司治理準則以及獲得良好的公司治理評鑒，是否一定代表該公司的公司治理良好？
5. 請問韓國政府如何影響韓國財閥之公司治理？
6. 若您是一位公司治理專家，韓國新政府向您諮詢建議以改善如SK集團的韓國財閥之公司治理問題，請問您會做出什麼建議？

---

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

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

## 附註

- 1 Lee, J., & Kim, D. (2013, January 31). SK Holdings chief jailed as South Koreans get tough on chaebols. Reuters. Retrieved from <http://uk.reuters.com/article/2013/01/31/uk-sk-chey-idUKBRE90U06X20130131>
- 2 SK Holdings. (2013). History. Retrieved from <http://www.sk.com/About/history/6>
- 3 Song, W. G. (2004, August 10). On the Insider Trades of the SK Chaebol. Paper presented at The 2004 Annual KDI-KAEA Conference on Current Economic Issues of Korea, South Korea. Retrieved from [http://www.kdi.re.kr/data/download/attach/7850\\_8.pdf](http://www.kdi.re.kr/data/download/attach/7850_8.pdf)
- 4 SK Holdings. (2013). Affiliates. Retrieved from <http://www.sk.com/About/affiliates>
- 5 Time Inc. (2012) Fortune 500. Retrieved from [http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune500/2012/full\\_list/](http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune500/2012/full_list/)
- 6 Chang, S.J. (2003). Financial Crisis and Transformation of Korean Business Groups – The Rise and Fall of Chaebols. United Kingdom: Cambridge University Press.
- 7 Kirk, D. (2003, June 14). South Korean Executive given 3 years prison term. The New York Times. Retrieved from <http://www.nytimes.com/2003/06/14/business/international-business-south-korean-executive-given-3-year-prison-term.html>
- 8 Lee, J., & Kim, D. (2013, January 31). SK Holdings chief jailed as South Koreans get tough on chaebols. Reuters. Retrieved from <http://uk.reuters.com/article/2013/01/31/uk-sk-chey-idUKBRE90U06X20130131>
- 9 Institutional Investor (2003, July 1). Déjà vu in South Korea. Institutional Investor. Retrieved from <http://www.institutionalinvestor.com/Article/1026849/Dj-vu-in-South-Korea.html>
- 10 Kroll, L. (2013, January 31). Convicted South Korean Billionaire May be Headed to Jail, Again. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/luisakroll/2013/01/31/convicted-south-korean-billionaire-may-be-headed-to-jail-again/>
- 11 MilHaupt, C. J., Kanda, H., Kim, K.S. (2008). Transforming Corporate Governance in East Asia. United Kingdom: Routledge.
- 12 Kim, H.C. (2003, June 16). SK Group Faces Major Governance Reform. Korea Herald. Retrieved from <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/un/unpan014275.htm>
- 13 ICIS News. (2003, December 23). S&P puts SK Corp on watch, criticises SK Shipping bailout. ICIS.com. Retrieved from <http://www.icis.com/Articles/2003/12/23/546240/sp-puts-sk-corp-on-watch-criticises-sk-shipping-bailout.html>

- 14 Sovereign Global Investment. (2004, January 29). Sovereign Endorses New SK Board Nominees. [Press release]. Retrieved from [http://www.sovereignglobal.com/4\\_1\\_1en.asp?ItemID=35](http://www.sovereignglobal.com/4_1_1en.asp?ItemID=35)
- 15 Nam, I.S., & Lee, Y.L. (2004, March 12). SK Corp's Chey Fends Off Sovereign in Seoul Vote. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aZOY4ETcFrI4&refer=asia>
- 16 MillHaupt, C. J., Kanda, H., Kim, K.S. (2008). Transforming Corporate Governance in East Asia. United Kingdom: Routledge.
- 17 Lee, J. H. (2005, March 9). Seoul's SK in ownership battle. UPI. Retrieved from [http://www.upi.com/Business\\_News/2005/03/09/Seouls-SK-in-ownership-battle/UPI-51161110384787/](http://www.upi.com/Business_News/2005/03/09/Seouls-SK-in-ownership-battle/UPI-51161110384787/)
- 18 Ibid.
- 19 Cha, Seon-Jin. (2005, July 19). Dubai Fund Dumps SK Corp. Stake. The Asian Wall Street Journal. Retrieved from [http://www.sovereignglobal.com/p\\_5.asp?ItemID=112](http://www.sovereignglobal.com/p_5.asp?ItemID=112)
- 20 Reuters. (2007, April 11). SK Corp to split as adopts holding co. structure. Retrieved from <http://uk.reuters.com/article/2007/04/11/skcorp-restructure-idUKSEO31873720070411>
- 21 Ramstad, E. (2007, April 12). SK Seeks Split of Firm To Aid Transparency. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB117631486979966567.html>
- 22 Kim, T.H. (2011). UN Global Compact Includes Who's Who in Forward-Looking Domestic Corporations. Korea Times. Retrieved from <http://www.koreatimes.co.kr/www/common/printpreview.asp?categoryCode=123&newsIdx=28043>
- 23 Choi, H.S. (2010, July 11). SK Group strong in corporate governance. The Korea Herald. Retrieved from [http://www.koreaherald.com/common\\_prog/newsprint.php?ud=20100711000153&dt=2](http://www.koreaherald.com/common_prog/newsprint.php?ud=20100711000153&dt=2)
- 24 SK Holdings. (2013). Board Members. Retrieved from <http://www.sk.com/Corporation/Board>
- 25 Ibid.
- 26 Ibid.
- 27 SK Holdings. (2013). Committees & Activities. Retrieved from <http://www.sk.com/Corporation/CommitteesActivities>
- 28 Ibid.

- 29 Park, S.W, & Kang, S.H. (2011, December 29). SK Holdings' Vice Chairman Chey is Arrested on Suspicions of Embezzlement. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-29/sk-holdings-s-vice-chairman-chey-is-arrested-on-suspicion-of-embezzlement.html>
- 30 Kim, T. G. (2011, December 24). SK Group vice chairman charged with embezzlement. thehankyoreh. Retrieved from [http://www.hani.co.kr/arti/english\\_edition/ebusiness/511692.html](http://www.hani.co.kr/arti/english_edition/ebusiness/511692.html)
- 31 BBC News. (2013, February 1). SK Group Chairman jailed for embezzling company's funds. BBC News. Retrieved from <http://www.bbc.co.uk/news/business-21288947>
- 32 Lee, J. (2013, March 22). Jailed SK holdings chairman retains top board position. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2013/03/22/sk-chey-idUSL3N0CEFMS20130322>
- 33 Sung, J.A, & Oliver, C. (2012, January 5). SK Group chairman to stand trial. Financial Times. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1d31f986-378a-11e1-a5e0-00144feabdc0.html#axzz33pPTlOuy>
- 34 Lee J. H. (2012, December 11). Korean presidential candidates clash over chaebol reform. The Korea Herald. Retrieved from <http://my.news.yahoo.com/korean-presidential-rivals-clash-over-chaebol-reform-040002140.html>
- 35 Kim, T.H. (2011). UN Global Compact Includes Who's Who in Forward-Looking Domestic Corporations. Korea Times. Retrieved from <http://www.koreatimes.co.kr/www/common/printpreview.asp?categoryCode=123&newsIdx=28043>
- 36 Yoon, Frances. (2013, March 18). Can Park Geun-hye peel back the chaebols' power?. Global Capital. Retrieved from <http://www.asiamoney.com/Article/3171738/Can-Park-Geun-hye-peel-back-the-chaebols-power.html?ArticleId=3171738>
- 37 Kwon Eun-Jung. (2012, August 28). Top ten chaebol now almost 80% of Korean economy. the hankyoreh. Retrieved from [http://www.hani.co.kr/arti/english\\_edition/e\\_business/549028.html](http://www.hani.co.kr/arti/english_edition/e_business/549028.html)
- 38 Yoon, Frances. (2013, March 18). Can Park Geun-hye peel back the chaebols' power?. Global Capital. Retrieved from <http://www.asiamoney.com/Article/3171738/Can-Park-Geun-hye-peel-back-the-chaebols-power.html?ArticleId=3171738>

# 新鴻基“世紀賄賂案”： 兄弟同心

---

## 個案大綱

在2011年3月初，新鴻基房地產發展有限公司 (Sun Hung Kai Properties，以下簡稱新鴻基) 榮獲《Asiamoney》評選為香港「最佳企業治理公司」<sup>1</sup>。幾個禮拜後，香港廉政公署 (Independent Commission Against Corruption，簡稱ICBC) 對新鴻基展開一樁賄賂案的調查。不久後，新鴻基的郭炳聯 (Raymond Kwok) 和郭炳江 (Thomas Kwok) 兄弟被拘留的新聞就占據香港各大報的頭版。這則新聞造成新鴻基股價跌到十四年來的最低點，損失價值高達四十九億美元<sup>2</sup>。

本個案旨在討論家族企業內的公司治理問題、董事會組成和董事獨立性、賄賂貪污等問題。

## 香港的公司治理背景

2011年，香港在世界經濟論壇 (World Economic Forum, WEF) 發布的2011年金融市場發展指數排名報告中躍居首位，甚至超越美國和英國。香港國際金融中心的地位歸因於堪稱楷模的公司治理環境<sup>3</sup>。香港政府一直以來都非常注重公司治理，因為他們認為公司治理是提升香港企業競爭力以及吸引外資進入香港的根本。

香港的各個機構和監督團體都不斷地強調上市公司的透明度及責任，香港的公司治理在2012年被亞洲公司治理協會 (Asian Corporate Governance Association) 評比為亞洲十一個國家中的第二名，緊追在第一名新加坡之後<sup>4</sup>。香港也被認為是世界上最清廉的國家之一。國際透明組織 (Transparency International) 公布的報告中，香港的清廉指數在一百八十二個國家中排名第十二<sup>5</sup>。香港能獲得如此優異的成績，其中一個原因就是獨立於政府組織之外的香港廉政公署。然而，香港政府和企業界互動緊密是普遍的現象。事實上，香港政府最大的收入來源就是把土地賣給地產發展商<sup>6</sup>。

## 新鴻基地產的歷史

新鴻基地產由郭得勝 (Kwok Tak Seng)、馮景禧 (Fung King-Hei)、李兆基等 (Lee Shau Kee) 三人於1963年成立。新鴻基的主要業務是地產發展、投資，除此之外也經營旅館、物業管理、建築業和保險業。並投資其他行業如資訊技術、電訊、交通及基礎設施等。新鴻基在1972年在香港證券交易所上市<sup>7</sup>。

這些年來，新鴻基成為世界上第二大的地產公司，市值達三百二十億美元。新鴻基和它的競爭對手，長江實業 (Cheung Kong Holdings)，主宰了香港的住宅大樓和商用辦公室大樓產業。在2011年，新鴻基錄得的總收入為六百二十五億五千三百萬港元（約為八十億三千八百萬美元），和2010年比較成長了88.4%<sup>8</sup>。

## 獲獎榮耀

《Asiamoney》在2011年做的調查中顯示，新鴻基在香港公司治理的評比中名列前茅。為了獲得此項榮耀，新鴻基也一直塑造公司致力於高標準公司治理的優良形象。除此之外，新鴻基這幾年也陸續從《金融亞洲》和《Corporate Governance Asia》取得多個的公司治理獎項<sup>9</sup>。



## 公司所有權結構

郭氏家族是亞洲最有權力的家族之一。根據《富比士》(Forbes) 雜誌報導，郭氏家族估計擁有一百八十三億美元的資產，在亞洲僅次於亞洲首富李嘉誠(Li Ka-Shing)，長江集團的創辦人。郭氏兄弟和他的家族所擁有的資產在全球排名第二十七。郭氏三兄郭炳湘 (Walter Kwok)、弟郭炳聯、郭炳江和他們的母親鄭肖卿 (Kwong Siu-hing) 在2011年時擔任新鴻基董事<sup>10</sup>。

鄭肖卿在2011年時持股42.17%，是公司最大的股東。鄭肖卿透過信託基金持有新鴻基已故創辦人郭得勝的股份<sup>11</sup>，郭得勝在1963年創辦新鴻基。郭氏三兄弟在家族掌控的信託基金中也有視同權益，也就是說郭氏家族間持股有重疊。

## 董事局

在2011年6月30日時，董事局是由十八名董事組成（代理董事除外），十八名董事中，七名是執行董事，七名是非執行董事，四名獨立非執行董事<sup>12</sup>。董事會有四個委員會：執行委員會、審計委員會、薪酬委員會與提名委員會。非執行董事裏有新鴻基前管理高層，例如郭炳湘、黃奕鑒 (Michael Wong)。雖然在2011年有十八名董事，但董事局主席鄭肖卿還是利用她所持有的股份和她在家族中的地位，掌控許多公司的決策。

## 董事局的多樣性

董事局另外一個特色就是除了主席之外沒有女性成員。除此之外，大部分的董事都有類似的背景，不是在金融業就是地產業。例如董事會成員中的胡寶星 (Woo Po-shing) 同時也是恒基兆業地產 (Henderson Development Limited) 的董事<sup>13</sup>。恒基兆業地產也是香港房地產開發商的領導者之一。葉迪奇 (Yip Dicky Peter) 和梁樺涇 (Donald Leung) 兩位董事則是來自金融業。

## 獨立董事

新鴻基的一名非執行獨立董事馮國綸 (William Fung) 同時身兼匯豐銀行 (HSBC bank) 的非執行董事。根據持股揭露，匯豐信託是新鴻基的第二大股東，持股超過42.09%。新鴻基認為馮國綸仍被視為具獨立性，因為根據年報，他沒有操控匯豐信託管理人決定的能力<sup>14</sup>。

除此之外，新鴻基的其他非執行獨立董事們也同時也兼任好幾個董事會。根據2011年的年報，王於漸 (Richard Wong) 總共任職於七家公司的董事會；另一位獨立董事李家祥 (Li Ka-cheung) 也在七家不同公司擔任董事，馮國綸則是八家公司董事。

## 家族糾紛

2008年，郭氏家族掀起一場豪門恩怨。郭炳湘的“紅顏知己”唐錦馨 (Ida Tong) 的親密關係使得郭氏兄弟的兄弟情開始動搖。弟弟們認為唐錦馨影響公司決策，對公司有負面的影響。不久後，從1990年開始擔任主席的郭炳湘被拔除主席頭銜，並由母親鄭肖卿從2008年5月到2011年12月接任主席。郭炳江和郭炳聯指稱他們的兄長有躁鬱癥，無法再勝任他的工作。郭炳湘提出上訴，並在法庭上反駁弟弟們的說法。鄭肖卿在2010年以一家之主身份，把郭炳湘從家族信託中除名，以削弱他的勢力<sup>15</sup>。2011年12月，郭炳江和郭炳聯被指定為新鴻基的聯合主席<sup>16</sup>。

郭氏家族的糾紛自此之後並沒有平息。從新鴻基2011年的年度報告可以清楚看到家族糾紛的痕跡：郭炳湘被拔除董事局主席和執行長的職務<sup>17</sup>。郭炳湘指稱自己最近被告知自己在公司的股份，但這數據數據與他的認知有很大的歧異，郭炳湘認為他在公司的持股是有爭議的<sup>18</sup>。郭炳湘在2010年和2011年都沒有參加董事局會議，也沒有參與任何委員會的會議，顯示他對公司事務已經不太感興趣。

## 許仕仁：國王策士

許仕仁(Rafael Hui Si-yan)，在政府內部公認為“橋王”(King Strategist)，從小就跟郭炳江和郭炳聯兩兄弟因為家族關係認識，進而成為好友。根據熟悉郭氏家族的人士，許仕仁也深受鄭老太太的信任。2005年許仕仁出任香港政務司司長(Chief Secretary for Administration)，香港政府第二把手的政務官。許仕仁拒絕搬入位於維多利亞港的司長官邸，他決定要待在位於禮頓山五千平方英尺由新鴻基所建的豪宅。許仕仁每個月都要支付十六萬港元(約兩萬零六百美元)的租金<sup>19</sup>。他的決定引起大眾的撻伐，認為他和郭氏家族過從甚密，有利益衝突的疑慮。身為政務司司長，許仕仁和新鴻基的互動被大眾放大檢視，特別是許仕仁接下監督新鴻基有參與競標價值數十億的西九龍文娛藝術區的職務之後。在那幾年，許仕仁不斷地提供新鴻基政治上或是商業上的建議。這些建議對身為地產開發商的新鴻基來說是非常有價值的，因為香港的土地供給是由政府管制<sup>20</sup>。

## 事件爆發

2012年3月19日，六十六歲、任期最久之新的新鴻基執行董事陳巨源(Thomas Chan Kui Yuen)因為涉嫌賄賂被廉政公署拘捕<sup>21</sup>。這個負面新聞只讓新鴻基的股價小幅度地下跌2.4%。許多分析師認為因為陳巨源已屆退休年齡、拘捕對公司長期的營運並不會造成太大的影響，所以市場的反應不大<sup>22</sup>。渣打銀行(Standard Chartered)分析師John Chan在一篇報告中指出，投資者只有在賄賂案的影響層面擴及公司其他管理高層時才會在意<sup>23</sup>。

在2012年3月29日，新鴻基的聯合主席郭炳聯、郭炳江因為一起涉及許仕仁的賄賂案被拘捕。新鴻基股票在禮拜四股市開市後，很快地就被暫停交易。隔天當股票恢復交易後，股票大跌了15%。股價下跌和不尋常大量的股票拋售是因為包含花旗(Citibank)和巴克萊(Barclays)銀行在內的至少四家銀行和券商調低新鴻基的評等。除此之外，標準普爾(Standard & Poor's)也將新鴻基的A+信用評級從加入負面觀察名單。至2012年3月30日止，新鴻基的市值蒸發了49億元美元<sup>24</sup>。

約一個月後，2012年5月4日，新鴻基前主席、現任非執行董事郭炳湘也因為涉嫌違反《反貪污條例》被拘捕<sup>25</sup>。同一天，新鴻基和子公司新意網(SUNeVision Holdings Ltd.)的股票都被停止交易。5月4日為止，新鴻基的股價跌了17%，恒生指數同期間的跌幅為2.1%。從2012年3月29日郭炳聯、郭炳江被拘捕到2012年5月28日，新鴻基的市值縮水了五分之一<sup>26</sup>。

雖然廉政公署已經對新鴻基管理高層採取法律行動，但並沒有對新鴻基採取任何直接的法律行動。在董事局和管理層方面，兩位獨立非執行董事加入新鴻基董事局加強董事局功能。另外有兩位副執行董事被指派為替代董事，負責在郭炳聯、郭炳江兩位聯合主席缺席董事局會議時，代理他們的職務。消息一出，新鴻基的股價和交易量都回升，顯示投資人認為這是個利多的消息。但是巴克萊銀行、美林銀行、CreditSights仍然對新鴻基的未來持保留態度，認為新鴻基的公司治理問題和接班人計劃還不明確<sup>27</sup>。

2012年7月13日，新鴻基因即將揭露與股價相關資訊而要求暫停股票交易，同一天，郭炳江、郭炳聯和許仕仁因為違反《防止賄賂條例》和公職人員行為失當罪行，被香港廉政公署正式起訴<sup>28</sup>。新鴻基股票在7月16日恢復交易。

## 罪行

郭氏兄弟和許仕仁的罪行包含包括提供錯誤資訊、公職人員行為失當、串謀公職人員行為失當，以及向公職人員提供利益。許仕仁被指控收受新鴻基提供的總值三千四百萬港元的現金和無擔保貸款以及從2000年6月到2009年1月免費使用兩幢位於跑馬地(Happy Valley)的豪宅。根據香港廉政公署的資料，許仕仁犯行如下：

- 許仕仁收受新鴻基提供的兩幢免租金的公寓和三件總價值五百四十萬港元的無擔保貸款，而且沒有向香港政府和積金會(Mandatory Provident Fund Authority)揭露或申報。
- 許仕仁在擔任政務司司長任內，接受郭炳江五百萬港元，藉公職做出不當行為。

- 許仕仁在擔任政務司司長任內接受新鴻基集團四百一十二萬五千港元，藉公職作出不當行爲。
- 許仕仁及郭炳聯使用誤導、虛假的發票，謊稱四百一十二萬五千港元是用作支付顧問費。
- 許仕仁在任司長間，獲得三百萬港元無抵押貸款及多次獲得延期還款，藉公職作出不當行爲。
- 身為政務司司長的許仕仁，收受郭炳江、陳巨源、關雄生 (Francis Kwan) 提供的八百三十五萬港元。
- 許在任行政會議非官守成員其間，隱瞞從陳巨源、關雄生所得的一千一百一十八萬兩千港元<sup>29</sup>。

2014年5月，郭氏兄弟和許仕仁對於被指控提供虛假數據、串謀藉公職作出不當行爲等罪行不認罪<sup>30</sup>。但陸陸續續有更多的控罪加諸在他們身上，例如郭炳聯多了與許仕仁串謀藉公職作出不當行爲。審判預估會持續到2014的9月或10月，新鴻基發布了聲明稿，聲稱該訴訟並沒有也不會影響公司營運<sup>32</sup>。

## 大眾的看法

新鴻基的案例被認為是香港貪污案裏涉案人員層級最高的。這個事件吸引了非常多人的關注，除了郭氏家族在香港是最有名、最具影響力也是最有錢的家族之一，更重要的原因是這個賄賂案碰巧和香港特首梁振英 (Leung Chung-ying) 的選舉時間點相近。此外，這是香港有史以來第一位如此高階官員涉貪被捕，再加上和郭氏家族有關，所以動搖了許多香港的大眾對於政商關係的看法<sup>33</sup>。前香港官員王永平 (Joseph Wong) 提到“這有損香港一直以來清廉的聲譽”<sup>34</sup>。這件事只會引起更多人對香港公司治理的不信任和政府高級政務人員道德操守的質疑。

郭家接班人也同樣引起大眾的關心。郭家第三代二十九歲的郭基輝 (Adam Kwok) 和三十一歲的郭顯灃 (Edward Kwok) 獲得任命，分別替代其父郭炳江和郭炳聯擔任董事。彼得·卓百德 (Peter Churchouse)，香港地產投資公司波特伍資本 (Portwood Capital) 的董事總經理，認為這個任命會引起投資者的質疑：年輕的郭家第三代是否真的準備好掌管這市值三百二十億美元的公司<sup>35</sup>。

中國經濟發展趨緩、全球經濟前景不明朗等因素已經開始影響香港的房地產業。再加上賄賂案和家族糾紛，新鴻基的管理階層要如何帶領新鴻基走出公司治理危機，勢必困難度增高。

## 問題與討論

1. 2011年，新鴻基的董事會結構有什麼問題？
2. 根據新鴻基的案例，家族企業會面臨什麼樣的公司治理問題？
3. 請提出改善新鴻基公司治理的方法。
4. 新加坡和香港的公司治理條例主要的相同點和不同點是什麼？這個賄賂案有可能在您的國家發生嗎？
5. 香港預防貪污的機制是什麼？您的國家有類似的機制嗎？

---

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

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

## 附註

- 1 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012, March 8). SHKP Best for Corporate Governance in Hong Kong again. [Press release]. Retrieved from <http://www.shkp.com/en-US/Pages/press-release-detail/1828>
- 2 Flanagan, E. (2012, March 30). Hong Kong property developer's market value drops \$4.9 billion in one day. NBCNews.com. Retrieved from [http://behindthewall.nbcnews.com/\\_news/2012/03/30/10944581-hong-kong-property-developers-market-value-drops-49-billion-in-one-day?lite](http://behindthewall.nbcnews.com/_news/2012/03/30/10944581-hong-kong-property-developers-market-value-drops-49-billion-in-one-day?lite)
- 3 World Economic Forum. (2011, December 13). Hong Kong Tops Financial Development Index for the First Time. [Press release]. Retrieved from <http://www.weforum.org/news/hong-kong-tops-nancial-development-index-rst-time>
- 4 Asian Corporate Governance Association. (2012, September 10). CG Watch 2012: Market Rankings. Retrieved from [http://www.acga-asia.org/public/les/CG\\_Watch\\_2012\\_ACGA\\_Market\\_Rankings.pdf](http://www.acga-asia.org/public/les/CG_Watch_2012_ACGA_Market_Rankings.pdf)
- 5 Ko, V. (2012, April 3). Hong Kong Fights for Graft-Free Reputation in Wake of Recent Arrests. TIME. Retrieved from <http://www.time.com/time/world/article/0,8599,2110915,00.html#ixzz2OYwdeu3o>
- 6 Legislative Council Secretariat Research Of ce. (2013, August 7). Fact sheet - Major sources of Government revenue. Retrieved from [http://www.legco.gov.hk/yr12-13/english/sec/library/1213fs19\\_20130807-e.pdf](http://www.legco.gov.hk/yr12-13/english/sec/library/1213fs19_20130807-e.pdf)
- 7 Sun Hung Kai Properties Limited. (2013). History and Milestones. Retrieved from [http://www.shkp.com/en-US/Pages/about-shkp-milestones#decade\\_tab=/en-US/Pages/milestones-1972-1980/](http://www.shkp.com/en-US/Pages/about-shkp-milestones#decade_tab=/en-US/Pages/milestones-1972-1980/)
- 8 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012). Annual Report 2011/2012. Retrieved from <http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2011>
- 9 Sun Hung Kai Properties. About SHKP: Awards and Recognition. Retrieved from <http://www.shkp.com/en-US/Pages/awards-and-recognition/2011>
- 10 Sun Hung Kai Properties Limited. (2011). Directors' Biographical Information (pp117). Retrieved from Annual Report 2010/2011 at <http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2010>
- 11 Sun Hung Kai Properties Limited. (2011). Directors' and Chief Executives' Interests (pp100). Retrieved from Annual Report 2010/2011 at <http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2010>
- 12 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012). Corporate Governance Report (pp 82). Retrieved from Annual Report 2011/2012 at <http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2011>

- 13 Henderson Land Development Company Limited. (2012). About the Group: Corporate Profile. Retrieved from <http://www.hld.com/en/about/prole.shtml>
- 14 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012). Corporate Governance Report (pp 105). Retrieved from Annual Report 2011/2012 at <http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2011>
- 15 Wong, K. (2013, December 6). Sun Hung Kai Matriarch Gives Stakes to Sons Thomas, Raymond. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2013-12-05/sun-hung-kai-s-matriarch-kwong-transfers-shares-to-two-sons.html>
- 16 Ong, H. H. (2014, May 8). 5 things about Sun Hung Kai's Kwok brothers and Hong Kong's biggest corruption trial. The Straits Times. Retrieved from <http://www.straitstimes.com/news/asia/east-asia/story/5-things-about-sun-hung-kais-kwok-brothers-and-hong-kongs-biggest-corrupti#sthash.Mdlp4oNq.dpuf>
- 17 Sun Hung Kai Properties Limited. (2008, May 27). Disclosure to Hong Kong Exchange on Changes to the Board. [Press release]. Retrieved from <http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2008/0527/LTN20080527057.pdf>
- 18 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012). Directors' Report (pp 101). Retrieved from Annual Report 2011/2012 at <http://www.shkp.com/en-US/Pages/annual-interim-reports/2011>
- 19 Lague, D. (2012, April 24). Exclusive: Hong Kong probes \$2.5 million payment in Kwok case: source. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2012/04/24/us-hongkong-kwoks-probe-idUSBRE83N0IZ20120424>
- 20 Ibid.
- 21 Chan, K. (2012, March 30). ICAC busts former CS, Kwok brothers. China Daily. Retrieved from <http://www.chinadailyapac.com/article/icac-busts-former-cs-kwok-brothers>
- 22 Wong, K. (2012, March 30). Sun Hung Kai Loses \$4.9 Billion as Kwoks Arrested. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-29/sun-hung-kai-says-co-chairmen-arrested-for-corruption-probe.html>
- 23 Mao, D., & Mock, W. (2012, March 20). Sun Hung Kai Executive Director Arrested in Bribery Probe. Bloomberg. Retrieved from <http://www.businessweek.com/news/2012-03-19/sun-hung-kai-executive-director-arrested-in-bribery-probe>
- 24 Flanagan, E. (2012, March 30). Hong Kong property developer's market value drops \$4.9 billion in one day. NBCNews.com. Retrieved from [http://behindthewall.nbcnews.com/\\_news/2012/03/30/10944581-hong-kong-property-developers-market-value-drops-49-billion-in-one-day?lite](http://behindthewall.nbcnews.com/_news/2012/03/30/10944581-hong-kong-property-developers-market-value-drops-49-billion-in-one-day?lite)



- 25 Sun Hung Kai Properties Limited. (2012, May 4). Announcement. [Press release] Retrieved from <http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2012/0504/LTN20120504227.pdf>
- 26 Wong, K. (2012, May 4). Sun Hung Kai Says Ex-Chairman Arrested in Widening Probe. Bloomberg. Retrieved from <http://www.businessweek.com/news/2012-05-04/sun-hung-kai-says-former-chairman-arrested-in-widening-probe>
- 27 Steger, I. (2012, July 15). Sun Hung Kai Co-Chairmen Charged: Analysts React. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://blogs.wsj.com/deals/2012/07/15/sun-hung-kai-co-chairmen-charged-analysts-react/>
- 28 Duperouzel, A. (2012, July 13). ICAC charges former Chief Secretary Rafael Hui and the Kwok Brothers. ComplianceAsia. Retrieved from <http://www.compliance.asia/journal/2012/7/13/icac-charges-former-chief-secretary-rafael-hui-and-the-kwok.html>
- 29 Bacani, C. (2012, July 16). Sun Hung Kai Scandal: Testing the Mettle of the CFO. CFO Innovation Asia. Retrieved from <http://www.cfoinnovation.com/node/5194?page=0%2C2>
- 30 Yun, M. (2014, June 5). Ex-Hong Kong Official 'in Pay' of Sun Hung Kai, Jury Told. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2014-06-05/ex-hong-kong-official-took-secret-payments-jury-told.html>
- 31 Lee, S., & Yun, M. (2014, February 13). Sun Hung Kai's Kwoks Face New Bribery Charge Before Trial. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2014-02-13/sun-hung-kai-s-kwoks-face-new-bribery-charge-before-trial.html>
- 32 Ibid.
- 33 Wassener, B. (2012, July 13). Hong Kong Billionaires Charged With Bribery. The New York Times. Retrieved from [http://www.nytimes.com/2012/07/14/business/global/hong-kong-billionaires-are-charged-with-bribery.html?\\_r=1&](http://www.nytimes.com/2012/07/14/business/global/hong-kong-billionaires-are-charged-with-bribery.html?_r=1&)
- 34 McMillan, A. F., & Pomfret, J. (2012, March 30). Sun Hung Kai dives as billionaire Kwok brothers arrested. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2012/03/30/us-sunhungkai-idUSBRE82T04V20120330>
- 35 Harjani, A. (2012, July 16). Investors Weigh Extent of Sun Hung Kai Scandal Fallout. CNBC. Retrieved from [http://www.cnbc.com/id/48192023/Investors\\_Weigh\\_Extent\\_of\\_Sun\\_Hung\\_Kai\\_Scandal\\_Fallout](http://www.cnbc.com/id/48192023/Investors_Weigh_Extent_of_Sun_Hung_Kai_Scandal_Fallout)

# 布米：家族相爭

---

## 個案大綱

布米公開發行股份有限公司 (Bumi PLC, 以下簡稱布米) 係由印度尼西亞巴克裏 (Bakrie) 家族與英國金融家內森尼爾·羅斯柴爾德 (Nathaniel Rothschild 以下簡稱內森尼爾) 共同創辦之煤炭礦業上市公司。在2012年, 二者爆發內部衝突, 據報導, 內森尼爾曾寫信致巴克裏家族, 要求徹底處理公司之治理問題。同一年度, 公司一筆二億美元的資金被發現下落不明<sup>1</sup>。本個案主旨在探討合資公司、反向收購 (reverse takeover)、跨國上市、具控制力股東的公司、文化差異, 與政府監管等相關的公司治理議題。

## 反思的時刻

“我是第一個承認我們犯下重大錯誤的人。”

—內森尼爾·羅斯柴爾德, 2013年3月

內森尼爾在阿爾卑斯山上的滑雪小屋受訪時坦率地表示, 他反省和前任合伙人巴克裏家族惡化的關係。就在兩周前, 內森尼爾試圖將布米董事會控制權從巴克裏家族手中奪回, 然而這奪權行動在股東會中失敗。這間他與巴克裏家族共同創立的公司在商品價格下跌、不當的財務行為、以及董事會的鬥爭浮上臺面後, 已經搖搖欲墜。

然而, 這位有影響力的銀行家還未承認失敗, 內森尼爾對巴克裏家族的討伐行動仍持續進行。在滑雪場上, 他仍保持樂觀並表示“我的人生其實十分幸運, 這次是我運氣不好”<sup>2</sup>。

## 內森尼爾·羅斯柴爾德的家族

內森尼爾來自歐洲最成功又隱秘的銀行家族，身爲一位風光的銀行家，他過着備受爭議的奢華富有生活。

有人曾質疑內森尼爾是否擔當得起家族名聲，他努力證明了自身能力，最終靠自己的力量在基金管理領域闖出一番事業。內森尼爾在瑞德集團 (Lazard) 和格利徹爾 (Gleacher) 公司歷練過後，在2005年他成爲了提卡斯 (Atticus) 的權益合伙人。在他的帶領下，提卡斯在2007年漲到市值兩百億美元的高峰，之後却在2009年因全球金融危機而解散<sup>3</sup>。

不安於現狀的內森尼爾，在2010年7月展開他的大膽冒險，他在倫敦證券交易所 (London Stock Exchange) 籌資七億七百萬英鎊開辦空殼公司瓦拉 (Vallar)<sup>4</sup>，並承諾股東他將公司資金投資在新興市場自然資源資產<sup>5</sup>。

西方風格的公司治理、利潤豐厚的礦產資源、再加上全球最大的成長引擎吸引了投資大眾。由於公司擁有良好的董事會並聘請聲譽卓著的經理人，並嚴格遵守公司治理規範<sup>7</sup>，讓投資於新興市場的風險大幅降低。投資者對此反映良好，在超額認購的情況下，內森尼爾成立的公司以每股10英鎊的價格公開發行，而內森尼爾本人則投入一億英鎊認購公司股份<sup>8</sup>。

## 布米公司設立

“若你認識他們，或與他們合作過生意的人交談，就我的經驗而言，大家對巴克裏家族的人評價都很好。”

—內森尼爾·羅斯柴爾德，2010年10月

瓦拉公司是由朱利安·霍恩·史密斯 (Julian Horn-Smith，以下簡稱霍恩史密斯) 爵士擔任董事長，內森尼爾則擔任公司董事。他們尋找投資目標的過程並沒有花太久的時間。在2010年10月，投資銀行家伊恩·漢南 (Ian Hannam) 推薦印度尼西亞礦業公司，布米資源有限公司 (PT Bumi Resources，以下簡稱PT布米) 給內森尼爾<sup>9</sup>，並表示這是他所見過最好的交易。PT布米係印度尼西亞最大煤礦生產公司，由富有及有權勢的巴克裏家族所掌控<sup>10</sup>。

內森尼爾迅速採納伊恩·漢南的意見，在三周內，他與巴克裏家族的代表尼爾文·巴克裏 (Nirwan Bakrie) 會面討論潛在交易機會。三周後，2010年11月16日，瓦拉宣布了這項巨額的交易，以三十億美元等值之現金與股票，分別向巴克裏家族與商人羅桑·魯斯拉尼 (Rosan Roeslani, 以下簡稱魯斯拉尼) 收購PT布米25%股份與布勞煤礦能源有限公司 (PT Berau Coal Energy, 以下簡稱布勞) 75%股<sup>11</sup>。之後再經由額外收購與對布勞強制現金收購，將上述持有之股份分別增加至29.2%與84.7%<sup>12</sup>。這項交易在2011年6月完成，使瓦拉公司擠身全球最大動力煤出口商之一，隨後更改公司名稱爲布米。

## 少數股東把持權力

由於將PT布米與布勞的資產注入瓦拉爲反向收購，再加上發行給近一千六百萬股的紅利股票給予內森尼爾<sup>9</sup>，公司股東結構產生新的變動 (表1)。

	表決權股	暫停股	總股數	持有股份	表決權
<b>布米</b>	<b>180,514,285<sup>13</sup></b>	<b>60,442,782<sup>14</sup></b>	<b>240,957,076</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
布吉珍珠有限公司 (PT Bukit Mutiara)	24,055,942 <sup>15</sup>		24,055,942	10% <sup>16</sup>	13.3% <sup>17</sup>
巴克裏集團	54,154,285 <sup>18</sup>	60,442,782 <sup>19</sup>	114,597,067	47.6% <sup>20</sup>	29.99% <sup>21</sup>
內森尼爾	21,032,418 <sup>22</sup>		21,032,418	8.7%	11.7% <sup>23</sup>

表1：2011年9月30日布米股權結構

其中巴克裏家族透過巴克裏兄弟股份有限公司 (PT Barkries & Brothers Tbk.) 與霍爾長期控股公司 (Long Haul Holdings), 共取得布米47.6%股份。依據英國收購及合併守則準則 (Takeover Code), 若收購超過公司30%以上表決權者, 收購者必須提供向其它公司提出強制性現金收購, 爲避免上述規範, 巴克裏家族同意將其對布米之表決權限縮至29.9%<sup>24</sup>。魯斯拉尼雖然只獲得公司10%股份, 然而由於限縮了巴克裏家族表決權, 他獲得13.3%的表決權。總體而言, 印度尼西亞商人們約持有布米43.3%表決權。

內森尼爾由反向收購僅取得公司2.4%股份，約3.66%公司表決權，然而在9月30日，他將購併完成所取得的紅利股票轉換為16,064,608股具表決權普通股，使其持有之表決權上漲至11.7%。

權力的移轉無可避免的讓各大股東成為鎂光燈下注目的焦點。巴克裏家族係一具有政治影響力之商業家族，追求風險投資<sup>25</sup>，家族事業由高額債務與財務杠杆所堆起，家族由三兄弟所掌控，其中最年長的阿布薩 (Aburizal) 曾在2014年參選印度尼西亞總統<sup>26</sup>。魯斯拉尼透過資本調整集團 (Recapital Group) 進行多角化投資，與巴克裏家族間有緊密的重大商業往來關係。在反向收購發生時，魯斯拉尼掌控的資本調整資產管理有限公司 (PT Recapital Asset Management) 與布吉珍珠有限公司 (PT Bukit Mutiara) 分別積欠PT布米二億三千一百萬及二億五千一百美元之債務<sup>27</sup>。

## 董事會結構

反向收購也顯著地改變布米董事會組成。因陀羅·巴克裏 (Indea Bakries) 與內森尼爾擔任公司董事會聯合董事長，新的執行董事也重新選任。公司執行長由原PT布米董事長阿里·呼搭亞 (Ari Hudaya, 以下簡稱阿里) 擔任，財務長則由原PT布米財務長安德魯·貝克漢 (Andrew Beckham) 擔任。同時，魯斯拉尼成為公司非獨立，非執行董事<sup>28</sup>。

董事會結構受巴克裏家族影響甚巨。在2011年6月16日，巴克裏集團與布米簽署關係協議，協議中只要巴克裏集團持有布米15%投票權，就有布米董事長、執行長與財務長的提名權<sup>29</sup>。魯斯拉尼所持有的布吉珍珠有限公司亦有簽署相似之協議，不同的是其僅能任命一名非執行董事。上述協議將成為日後事件爆發之主要爭議點。

## 陳砂民：巴克裏家族的白騎士

實行高度財務杠杆的巴克裏家族利用其持有布米之股份向瑞士信貸 (Credit Suisse AG) 進行十三億四千萬美元的抵押。在2011年10月，布米對巴克裏家族發出警告，表示抵押之償還期限將至，然而巴克裏家族對於該如何清償此債務却毫無頭緒<sup>30</sup>。

礦業大亨陳砂民 (Samin Tan) 隨即介入此事<sup>31</sup>，在2011年11月1日，他同意透過其所持有之婆羅郎邦能源金屬有限公司 (PT Borneo Lumbung Energi and Metal, 以下簡稱爲婆羅)，以十億美元之金額收購巴克裏家族所持有布米47.6%股份的一半<sup>32</sup>。這筆交易中，他取得每股平均成本爲10.91英鎊，溢價的幅度超過布米當日收盤價47%。上述股權並不會被分割，而是透過特殊目的個體所持有<sup>33</sup>。該項收購對投資者而言爲一個好消息，布米股價在接下來二周內飆升27%。然而，陳砂民的加入對公司未來的影響將超過大眾之預期。

## 內森尼爾·羅斯柴爾德宣戰

“內森是我一個很好的朋友，但他是**以硬碰硬的態度處理事情……你不會想象他一樣採取相同的方式和一群亞洲的勁敵交手**”

—馬世民，嘉能可的董事長

收購日後九天，內森尼爾令人意外地公開表達對此事之不滿。他在英國金融時報 (Financial Times) 公開一封措辭強烈的信件給布米執行長阿里<sup>34</sup>。呼吁其處理公司治理問題與PT布米資產負債表問題，暗示公司透過向關係人貸款，已過度運用財務杠杆，他質疑阿里同時兼具布米與PT布米執行長身份，同時亦指責其未響應董事會之質疑<sup>35</sup>。

內森尼爾的不滿已經醞釀了一段時間，首先PT布米持有超過五億五千萬美元與煤礦無關之應收借款，產生交易與關係人之相關問題<sup>36</sup>。其次，PT布米帳上持有三億九千四百萬美元非特定商業發展資產。第三，在再融資之前，PT布米持續保有所有貨幣資產<sup>37</sup>，却向中國投資公司借款六億美元，並支付19%高昂年利率的利息。內森尼爾認爲上述行爲與公司治理問題息息相關。

布米後續糟糕的股價表現加劇了內森尼爾的不滿，縱使陳砂民的加入對公司股價有正面影響，布米股價仍然低於首次公開發行價格15.4%<sup>38</sup>。儘管上半年營運表現良好，股價却受宏觀經濟因素拖累，包括歐元區主權債務危機，以及印度尼西亞煤炭價格由高峰急轉直下<sup>39</sup>。

內森尼爾公開此信之舉動，對他與巴克裏家族之關係造成無法挽回之損害。儘管達成新的債務協議，巴克裏與陳砂民開始積極地尋求方法將內森尼爾趕出董事會。在被威脅要召開臨時股東會將他趕下臺後，內森尼爾在2012年3月27日自行辭去其聯合董事長之職務，僅保留其非執行董事之身份。陳砂民接任其聯合董事長職務。公司執行長及財務長則雙雙被辭退，分別改由納林·瑞德(Nalin Rathod)與斯科特·米裏斯(Scott Merrilees)接任<sup>40</sup>。

## 財務違規與股價慘跌

布米在2011年度財務結果未盡人意，儘管當年營業收益達到二億八千萬美元，扣除財務成本與稅務費用後，總體而言却虧損二億八千兩百萬美元。其他惱人的問題亦隨之浮現，在2011年8月<sup>41</sup>，布米衝銷PT布米價值三億九千萬美元的<sup>42</sup>探勘資產。在2011年報中，布米揭露其分別衝銷持有PT布米與婆羅二億四千七百萬美元<sup>43</sup>與七千五百萬美元<sup>44</sup>的商業發展基金。

在2012年9月24日，公司宣布其在印度尼西亞之業務存有潛在的財務及其他違規行為<sup>45</sup>，並委託麥克法蘭律師事務所(Macfarlanes LLP)執行獨立調查<sup>46</sup>。這消息對原已在崩盤煤礦價格苦苦掙扎的公司是致命的一擊，宣布此消息當日，股價更下跌23%，跌至歷史新低點每股147.6便士，比首次公開發行股價低了85%。

## 巴克裏家族的脫離

事件過後沒多久，2012年10月11日，巴克裏家族提出一個大膽的提案，布米注銷巴克裏所持有之股份，並以每股430便士之金額<sup>47</sup>回購PT布米及婆羅公司所持有之布米股份<sup>48</sup>，但前提是內森尼爾須返還其持有之一億六千萬紅利股份。四天後，內森尼爾即向董事會請辭<sup>49</sup>。

內森尼爾公開批評董事會，表示此提案損害少數股東權益。他還宣稱陳砂民曾與巴克裏家族有場外交易，以補償其收購布米股份之金額。陳砂民的助理亞歷山大·拉姆利(Alexander Ramlie)並未否認此聲明，表示若陳砂民未獲補償，他不會解散其聯合持有之特殊目的個體<sup>50</sup>。

布米的獨立董事陷入兩難，資深的獨立董事霍恩史密斯先生反駁內森尼爾的指控，認為內森尼爾過於激進<sup>51</sup>。霍恩史密斯堅持，董事會對該提案很謹慎評估，而董事會的當務之急是讓巴克裏家族脫離公司，增加公司價值。董事會全體認為有必要與巴克裏家族做切割。最終，公司雖拒絕回購婆羅所持有之股份，但仍然討論是否回購PT布米持有之股份。

## 關係人與董事會

2012年12月，董事會幾名成員紛紛出走，在麥克法蘭律師事務所提出調查結果前5天<sup>52</sup>，身為聯合董事長之一的因陀羅·巴克裏請辭，隨後公司執行長瑞德亦跟進。陳砂民成為唯一董事長，公司投資者關係部門主管尼克·凡·席恩丁(Nick Von Schirding)則被任命為公司執行長。

英國收購和合併主管機關(Takeover Panel)<sup>53</sup>在12月19日接着發布重大裁定，表示巴克裏集團、婆羅有限公司與布吉珍珠有限公司均為關係人(Concert Parties)，將他們對公司的投票權由43.3%減至29.9%，對內森尼爾來說十分有利，接着，魯斯拉尼宣布下臺。

## 內森尼爾·羅斯柴爾德的聖戰

在2013年1月，內森尼爾重新召開股東大會，欲將董事會14名成員中12名改換為自己的提名人選<sup>55</sup>，他認為現存之董事會缺乏獨立性，並未實時處理麥克法蘭調查發現與英國收購和合併主管機關裁決。內森尼爾與董事會已受到上述事件的牽連，受到公眾的謾罵。

內森尼爾主要控訴對象為公司執行長凡·席恩丁與關係人。他指控凡·席恩丁偽造法律與會計專業資格<sup>56</sup>，並表示且示麥克法蘭的調查圍繞在一份被泄漏的盡職調查報告，該報告是陳砂民在購買布米前委託所做成的報告<sup>57</sup>，該報告指出陳砂民在加入董事會前早已得知布米有限公司與婆羅有限公司之不法行為。此外，他亦指控陳砂民身為董事並未善盡應有的信託責任。



董事會與關係人駁斥了內森尼爾的控訴，認為巴克裏與布米當初的關係協議很諷刺地係由內森尼爾持有的瓦拉顧問 (Vallar Advisors LP) 所促成，巴克裏將此項指控交由英國收購和合併主管機關裁決，並反指當初瓦拉顧問未盡其應盡義務，使內森尼爾從中獲得一千五百萬美元的顧問費。

隨着投票日的逼近，二派聯盟逐漸形成。內森尼爾與他的相關成員約有25.2%的投票權<sup>58</sup>，然而，之前支持內森尼爾，持有2.2%股份的標準人壽 (Standard Life) 却忽然對董事會的決定表示支持<sup>60</sup>。股權代理機構也介入此事，英國的PIRC公司支持內森尼爾的提案，欲替換凡·席恩丁，並建議應更換所有具有利益衝突之董事<sup>61</sup>。機構股東服務公司 (Institutional Shareholder Services) 對內森尼爾的提案大部分採否定態度，僅同意應將納林·瑞德、斯科特·米裏斯與亞歷山大·拉姆利三位董事從董事會中除名。

## 股東最後的決議

盡管看似大勢已定，2月21日股東投票日前三天，內森尼爾却感到錯愕不已，魯斯拉尼出售其持有之10%股份給三名投資者，三名均與巴克裏家族和陳砂民毫無關聯，使得內森尼爾難以爭取到多數票支持<sup>62</sup>。

最終投票後，內森尼爾輸了這場鬥爭，他提的二十二個案子中有十九個被股東們否決<sup>63</sup>，他只成功拉了二名董事下臺，但也未能選上董事。盡管大多數股東主張公司與巴克裏家族清楚切割，但没人能明確說明原由，可能是由於內森尼爾已對公司造成太大傷害，亦或是股東們想讓公司重新開始，又或者這項決定僅僅是股東們已對公司所發生的一連串指控與調查感到疲累罷了。

## 結尾

在2013年12月17日，股東們決議變更公司名稱，由布米改為亞洲礦產資源有限公司 (Asia Resource Minerals plc，以下簡稱亞洲礦產)，在2014年3月25日，巴克裏家族以五億美元的代價正式與亞洲礦產劃清關係<sup>64</sup>。2014年5月7日，公司前董事長陳砂民與其他投資者表明收購股份之意願，願意以超過五億美元的現金回購其它股東股份<sup>65</sup>。然而，上述計劃，在2014年5月19日，因亞洲礦產被倫敦證券交易所下市而遭到擱置，僅收回相當於四億六千五百萬美元之股份<sup>66</sup>。

## 問題與討論

1. 請就布米及其它案例，討論反向收購對股東之利弊。內森尼爾是否應該在成立公司前對兩家印度尼西亞公司進行實地調查？
2. 就布米這類型的合資公司而言，關鍵的公司治理問題為何？
3. 很多英國公司大多具有分散之股權結構，然而布米之股權大多集中於關聯三方。請討論此情形將如何影響公司治理獨立性與效率。
4. 請討論本案中有關控制股東與數個大股東引發之公司治理議題。
5. 內森尼爾深信將西方公司治理規範套用在布米上，便可讓它成爲一家成功的公司，為何他失敗了？
6. 監管機構面對像布米一樣的跨國公司，其主要股東、管理階層及營運都在海外，會面臨什麼樣的監管挑戰？
7. 維權投資者（如內森尼爾）對一企業的公司治理中會發揮什麼樣的作用？你認爲維權投資者對公司與少數股東是有益處的嗎？

---

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

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

## 附註

- 1 Lee, K. H. (2012, October 25). Bumi PLC: Corporate governance concerns give investors “coal” feet. Retrieved from <http://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2012/10/25/bumi-plc-corporate-governance-concerns-gives-investors-coal-feet/>
- 2 Kahn, J. (2013, May 7). Nat Rothschild Rues ‘Terrible Mistake’ in Deal Gone Sour. Bloomberg.com. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2013-05-07/nat-rothschild-rues-terrible-mistake-in-deal-gone-sour.html>
- 3 Wikipedia. (2013, July 11). Nathaniel Philip Rothschild. Retrieved from [http://en.wikipedia.org/wiki/Nathaniel\\_Philip\\_Rothschild](http://en.wikipedia.org/wiki/Nathaniel_Philip_Rothschild)
- 4 Riseborough, J. (2010, July 9). Rothschild’s Vallar IPO Raises \$1.07 Billion in London. Bloomberg.com. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2010-07-09/rothschild-s-vallar-initial-public-offering-raises-1-07-billion-in-london.html>
- 5 This was subject to the approval of an independent board
- 6 Goodley, S. (n.d.). Nat Rothschild and Bumi resume conflict after Takeover Panel criticism. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/business/2012/dec/19/nat-rothschild-bumi-resume-conflict>
- 7 Barker, R. (n.d.). Bumi or Bust. Institute of Directors. Retrieved from <http://www.iod.com/~media/Documents/PDFs/.../Bumi%20or%20Bust.pdf>
- 8 Onstad, E., & Vellacot, C. (2010, July 9). Vallar IPO raises £707 million. Retrieved from <http://uk.reuters.com/article/2010/07/09/uk-vallar-idUKTRE6681ZX20100709>
- 9 Kahn, J., & Mellor, W. (2013, May 17). Rothschild scion’s deal with the Bakrie family to create a coal colossus goes up in smoke. Washington Post. Retrieved from [http://articles.washingtonpost.com/2013-05-17/business/39324664\\_1\\_bakrie-family-samin-tan-pt-bumi-resources](http://articles.washingtonpost.com/2013-05-17/business/39324664_1_bakrie-family-samin-tan-pt-bumi-resources)
- 10 The Bakrie family business is the Bakrie Group and it is controlled by the trio of Bakrie brothers – Aburizal, Nirwan and Indra Bakrie. While Aburizal has retired to pursue his political career, Nirwan and Indra continue to head the business as co-chairmen.
- 11 Hodal, K. (2012, September 25). The Bakrie family: an Indonesian business dynasty mired in controversy. The Guardian. Retrieved from <http://www.theguardian.com/world/2012/sep/25/bakrie-indonesia-nat-rothschild>
- 12 Bumi plc. (2010, November 16). Acquisition. Retrieved from [http://www.bumi-plc.com/system/files/207441\\_20101116.pdf](http://www.bumi-plc.com/system/files/207441_20101116.pdf)
- 13 Reuters, (2011, October 31). REG-Bumi plc. Total voting rights. Retrieved from <http://mobile.reuters.com/article/companyNewsAndPR/idUS165771+31-Oct-2011+RNS20111031>

- 14 Ibid.
- 15 Reuters. (2011, May 18). REG-Vallar Plc: holding(s) in company. Retrieved from <http://us.mobile.reuters.com/article/companyNewsAndPR/idUS71580+18-May-2011+PRN20110518>
- 16 Macdonald, A. & Bellman, E. (2013, February 18). Bumi Shareholder to sell 10% stake. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887323495104578311562000916832>
- 17 Bumi plc. Annual report 2012. (2013, May 31). Retrieved from <http://letrader.com/application/feuille/generer/partenaire/3/isincode/GB00B5BLXT62/Ing/us.html>
- 18 Reuters. (2011, September 20). Exchange of founder shares. Retrieved from <http://mobile.reuters.com/article/pressRelease/idUS172384+30-Sep-2011+RNS20110930>
- 19 Ibid.
- 20 Bumi plc. (2011, November 1). Update on shareholder credit facility. Retrieved from [http://www.asiampbc.com/regulatory\\_news\\_article/173](http://www.asiampbc.com/regulatory_news_article/173)
- 21 Bumi plc. (2012, December 19). Announcement. Retrieved from [http://www.asiampbc.com/regulatory\\_news\\_article/413](http://www.asiampbc.com/regulatory_news_article/413)
- 22 Add the 16,064,608 bonus shares issued to Rothschild on September 30, 2011 to his 4,967,810 voting shares held originally as of April 8, 2011
- 23 Bumi plc. (2013, May 31). Annual report 2012. Retrieved from <http://letrader.com/application/feuille/generer/partenaire/3/isincode/GB00B5BLXT62/Ing/us.html>
- 24 Under Rule 9.7 of the Takeover Code
- 25 Bumi plc. (2011, June 15). Completion of PT Berau Coal Energy Tbk (“Berau”) Tender Offer. Retrieved from [http://www.bumi-plc.com/system/files/208466\\_20110615.pdf](http://www.bumi-plc.com/system/files/208466_20110615.pdf)
- 26 Budiono, A. (n.d.). Indonesia’s 2014 Presidential Candidates; a Profile of Aburizal Bakrie. Indonesia Investments. Retrieved from <http://www.indonesia-investments.com/news/news-columns/indonesia-s-2014-presidential-candidates-a-profile-of-aburizal-bakrie/item827>
- 27 Ferreira-Marques, C. & Turner, L. (2011, November 17). UPDATE 3-Coal miner Bumi says output on track after Q3 jump. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2011/11/17/bumi-idUSL5E7MG3VH20111117>
- 28 Roeslani was not considered independent as he was appointed under the relationship agreement between Bukit Mutiara and Bumi PLC.

- <sup>29</sup> Lee, K. L. (n.d.). Views on the integrity of global capital markets. Market Integrity Insights. Retrieved from <http://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2012/10/25/ bumi-plc-corporate-governance-concerns-gives-investors-coal-feet/>
- <sup>30</sup> Bumi plc. (2011, October 5). Update on Shareholder Credit Facility. Retrieved from [http://www.bumi-plc.com/regulatory\\_news\\_article/170](http://www.bumi-plc.com/regulatory_news_article/170)
- <sup>31</sup> Ibid.
- <sup>32</sup> Tan indirectly controls 73% of PT Borneo
- <sup>33</sup> Due to the JV structure, the Bakrie Group and PT Borneo were a concert party. Thus the voting rights of the stake were still limited at 29.9%
- <sup>34</sup> Deutsch, W. M. (2011, November 10). Rothschild calls for clean-up at PT Bumi. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/05e43ebc-0afb-11e1-b62f->
- <sup>35</sup> Bumi's 2011 AR stated that Hudaya attended 3 out of 7 board meetings that fiscal year.
- <sup>36</sup> Riseborough, J. (2012, August 31). Bumi Says Recapital Misses \$231 Million Repayment Date. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2012-08-30/ bumi-says-recapital-misses-231-million-repayment-date-correct-.html>
- <sup>37</sup> Rothschild, N. (n.d.). NR Investments Limited. Financial Times. Retrieved November 7, 2013, from <http://www.ft.com/intl/cms/f9619dd0-0b84-11e1-9a61-00144fea bdc0.pdf>
- <sup>38</sup> At 10th November 2011 market close, Bumi's share price was 846 pence, 15.4% below Vallar's IPO price of 1000 pence.
- <sup>39</sup> The Economist. (2012, September 29). Bumi's a bum deal for investors. Retrieved from <http://www.economist.com/node/21563729>
- <sup>40</sup> Riseborough, J. (2012, March 28). PT Borneo's Tan Named Bumi Chairman After Rothschild-Bakrie Spat Retrieved from [http://www.bloomberg.com/news/2012-03-27/rothschild-ousted-as-bumi-co-chairman-as-tan-takes-over-post.html#disqus\\_thread](http://www.bloomberg.com/news/2012-03-27/rothschild-ousted-as-bumi-co-chairman-as-tan-takes-over-post.html#disqus_thread)
- <sup>41</sup> 1H FY2011 results were released on 17 August 2011
- <sup>42</sup> The company did not provide any specific disclosure regarding the write-down
- <sup>43</sup> Specific disclosure of the US\$247m write-down was first made known in the 2011 AR.
- <sup>44</sup> A US\$75m loan that Berau had made to an entity called "Chateau Asean Fund I".

- 45 This concerned the aforementioned US\$637 million and US\$75 million write-downs at PT Bumi and Berau.
- 46 Bumi plc. (2012, October 15). Proposal received from shareholders. Retrieved from [http://www.bumi-plc.com/regulatory\\_news\\_article/207](http://www.bumi-plc.com/regulatory_news_article/207)
- 47 Bumi plc. (2012, October 11). Board change. Retrieved from [http://www.bumi-plc.com/regulatory\\_news\\_article/204](http://www.bumi-plc.com/regulatory_news_article/204)
- 48 The Bakries would swap their existing 23.8% Bumi stake for 10.3% of PT Bumi and buy the remaining 18.9% for US\$278 million. They also offered US\$947 million for Bumi's 85% Berau stake.
- 49 Bumi plc (2012, October 15). Proposal received from shareholders. Retrieved from [http://www.bumi-plc.com/regulatory\\_news\\_article/207](http://www.bumi-plc.com/regulatory_news_article/207)
- 50 Rowley, E. (2012, October 25). Bumi chairman Samin Tan 'will get his cash back'. The Telegraph. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9633999/Bumi-chairman-Samin-Tan-will-get-his-cash-back.html>
- 51 Rowley, E. (2012, October 16). Rothschild 'Wrong' on Bumi's Deal Dangers, Says Deputy Chairman Sir Julian Horn-Smith. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9613140/Rothschild-wrong-on-Bumis-deal-dangers-says-deputy-chairman-Sir-Julian-Horn-Smith.html>
- 52 The company's update on the Macfarlanes investigation turned out to be underwhelming, only revealing that information related to the investigation had been obtained by illegal e-mail hacking.
- 53 The UK's merger and takeover regulator
- 54 Rowley, E. (2012, December 19). Takeover Panel Rules Bumi Shareholders Are 'In Concert'. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9756932/Takeover-Panel-rules-Bumi-shareholders-are-in-concert.html>
- 55 Bumi plc. (2013, January 7). Announcement. Retrieved from [http://www.asiarmplc.com/regulatory\\_news\\_article/418](http://www.asiarmplc.com/regulatory_news_article/418)
- 56 Osborne, A. (2013, Jan 22). Bumi chief's CV causes further row. The Telegraph. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9819750/Bumi-chiefs-CV-causes-further-row.html>
- 57 The report was leaked by a whistle-blower.
- 58 RD. (2013, February 18). Takeover Panel urged to intervene in Bumi conflict. MoneyWeek. Retrieved from <http://moneyweek.com/takeover-panel-urged-to-intervene-in-bumi-conflict-130218-0925-94297/>

- <sup>59</sup> Biesheuvel, T. (2013, February 20). Rothschild's Bumi Bid Struggles as Standard Life Backs Board. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-20/rothschild-s-bumi-bid-struggles-as-standard-life-backs-board.html>
- <sup>60</sup> Ibid.
- <sup>61</sup> Osborne, A. (2013, February 8). Replace Bumi boss Nick von Schirnding, advises Pirc. Retrieved from <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9858839/Replace-Bumi-boss-Nick-von-Schirnding-advises-Pirc.html>
- <sup>62</sup> Suhartono, H. & Pearson, M. (2013, February 20). Bumi Stake Sale May Hinder Rothschild Bid to Have Board Replaced. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-19/bumi-plc-stake-sale-may-hinder-rothschild-bid-for-board-control.html>
- <sup>63</sup> Bawden, T. (2013, February 21). Nat Rothschild vows to fight on after losing Bumi battle. Retrieved from <http://www.independent.co.uk/news/business/news/nat-rothschild-vows-to-fight-on-after-losing-bumi-battle-8506058.html>
- <sup>64</sup> Riseborough, J. (2014, March 25). Bakries complete \$501 million deal to sever London ties. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2014-03-25/bakries-completes-501-million-deal-to-sever-london-ties.html>
- <sup>65</sup> Risborough, J. (2014, May 7). ARMS to review former chairman Tan's proposal to de-list company. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2014-05-06/arms-to-review-former-chairman-tan-s-proposal-to-de-list-company.html>
- <sup>66</sup> Risborough, J. (2014, May 19). ARMS shelves plan to de-list in favour of \$465 million dividend. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2014-05-19/arms-shelves-plan-to-de-list-in-favor-of-465-million-dividend.html>

# 葛蘭素史克：中國賄賂弊案

---

## 個案大綱

“太可耻了，就我個人而言，我感到非常失望。”

—葛蘭素史克公司執行長安德魯·韋提

葛蘭素史克公司 (GlaxoSmithKline，以下簡稱葛蘭素史克) 的生意是很高尚的。公司在企業宣言提到“我們的使命是改善人類生活質量，讓人們可以做更多、感覺更好、以及更長壽”。然而，諺語“金玉其外，敗絮其中”似乎可以敘述葛蘭素史克目前的狀況。葛蘭素史克卷入多項醜聞，包括全美國最大的醫療保健詐欺案，該項案件和解金高達三十億美元<sup>1</sup>。2013年6月，有報導指稱葛蘭素史克在中國的資深管理人員被傳出涉嫌賄賂醫生與政府官員。本個案主旨在討論董事會對公司治理應負之責任、葛蘭素史克允當監督其海外子公司營業活動的責任，以及在視賄賂及不道德商業行為常態的國家，實施良好公司治理會面臨之挑戰。

## 中國：孕育腐敗的搖床

“判斷企業花錢賄賂或花錢拓展人脈是相當困難的一件事，因為這在中國做生意的方式裏扮演很重要的角色。”

—媒體評論員露辛達·周<sup>2</sup>

“關係”是中國商業環境下很重要的一部份。其特徵是為個人及組織建立一個緊密與非正式的關係，在這關係網絡下，彼此間相互支持、合作以及往來交易。靠“關係”做生意的商業模式在中國十分興盛，因此許多交易都疏於監管。以法律的觀點而言，如此的文化造成決定交易與否具有相當的主觀性<sup>3</sup>。

儘管近期修改監管政策，中國的監管環境仍被視為缺乏公平及選擇性的執法，以及司法審判過程缺乏獨立性，尤其司法案件是和國營企業有關時<sup>4</sup>。



## 醫界悲歌

中國的高度管制環境使得政府得付出高昂的營運成本。此外，許多藥品成本有上限的限制，使得醫院能給職員加薪的空間有限。在北京，一位剛畢業醫生包括紅利之平均月薪約為三千人民幣（相當於四百九十美元），與出租車司機薪水相當<sup>5</sup>。醫生的薪水在現行醫療體制下分為兩部分，低起薪的基本薪水，再加上根據開給病患處方數量的變動薪資<sup>6</sup>。由於醫生很難僅靠他們的薪水過活，因此，收賄被視為醫界重要的薪水補貼，在一些情況下賄賂金額約可達醫生月薪的80%<sup>7</sup>。

儘管有嚴密之規定，中國醫療保健系統一直處於經費嚴重不足狀態。隨着政府減少公共醫療支出，醫療服務大舉落到私部門手上。私營企業擁有自主權，也為賄賂此等手段帶來很好的商業機會，例如，制藥公司會走後門給予醫生賄款，確保醫生使用該公司產品<sup>8</sup>。

## 醫療巨人葛蘭素史克

葛蘭素史克在2000年由葛蘭素威康 (Glaxo Wellcome) 公司與史克必成 (SmithKline Beecham) 公司合併而成，公司主要業務包含制藥、疫苗與消費者保健，是全球在醫療保健研究與發展的領導者之一<sup>9</sup>。

葛蘭素史克總部位於倫敦，並在倫敦證券交易所 (London Stock Exchange) 與美國紐約證券交易所 (New York Stock Exchange) 上市，營業據點遍布全球一百一十五個國家<sup>10</sup>。這制藥巨人在中國擁有龐大業務，包括八個子公司，投資總額超過五億美元<sup>11</sup>。

盡管面臨國際化之挑戰，葛蘭素史克持續展現優異的獲利能力，在過去五年平均年淨利達到四十三億兩千萬英鎊<sup>12</sup>。

## 主事者

在2012年，葛蘭素史克管理團隊由十六位高管人員組成，由執行長安德魯·韋提 (Andrew Witty, 以下簡稱安德魯) 爵士領軍。組織結構以功能性及地區性做劃分，每位高管人員各自負責一地區或一重點領域<sup>13</sup>。

董事會包含十五位成員，克裏斯多福 (Christopher Gent) 爵士擔任公司董事有九年，擔任董事長一職也超過八年。十五名成員裏，三名為執行董事，其餘皆為非執行董事。三名執行董事，包括執行長安德魯、財務長賽門 (Simon Dingemans) 與全球研發與疫苗董事長孟賽夫 (Moncef Slaoui) 博士，僅參與財務委員會。三名執行董事中，孟賽夫已在公司服務八年，年資最久<sup>14</sup>。

董事會其餘十二名非執行董事，依據英國公司治理準則(U.K. Corporate Governance Code) 被視為具有獨立性。此外，公司設有一位資深獨立董事 (Senior Independent Director)，由羅伯特 (Robert Wilson) 爵士擔任，扮演董事長與其餘董事間傳聲筒及可信賴第三者的角色<sup>15</sup>，並可作為與股東間之溝通管道<sup>16</sup>。此外，在2012年7月公司任命林恩 (Lynn Elsenhans) 與李晶 (Jing Ulrich) 為非執行董事後，董事會中女性成員達到33%<sup>17</sup>。

目前葛蘭素史克董事會旗下有六個委員會，包括審計與風險委員會、企業責任委員會、薪酬委員會、財務委員會、提名委員會與公司行政及交易委員會。

董事會誓言確保非執行董事來自不同的產業，包括制藥和醫療保健、醫學研究及學術界、零售與金融服務，並擁有適當的經驗與全球化的視野<sup>18</sup>。

## 葛蘭素史克之公司治理：事實勝於雄辯

“我們把病患與消費者之利益放在首位，並將公司價值注入一切行動中。”

—2012年葛蘭素史克公司治理報告

根據葛蘭素史克公司年報，該公司的公司治理是建立在正直與透明兩信條上，所有葛蘭素史克員工均受公司行為守則規範，然而該守於近期已被公司精簡化<sup>19</sup>。守則中提醒員工“須注意收受或提供招待與禮物”<sup>20</sup>，經由此份守則，葛蘭素史克尋求防止賄賂貪污的行為，也作為預防及偵測舞弊的工具。

葛蘭素史克眾多的公司治理揭露顯示公司對賄賂及貪污採取極強硬的態度，如公司自己描述是採取零容忍的方式<sup>21</sup>。葛蘭素史克設有“吹哨子”政策，並有全球的機密舉報專線，使員工有通報不當行為可疑案子的管道<sup>22</sup>。

這些所採取的措施使葛蘭素史克達到英國公司治理準則之要求。然而，儘管葛蘭素史克之公司治理機制確實詳細、豐富與廣泛<sup>23</sup>，這些機制是否有被確實執行似乎讓人起疑。在2002年，葛蘭素史克因無視內部員工對管理階層試圖掩蓋公司藥品存有缺陷之舉報，飽受公眾之嚴厲批判，公司治理也因此被認為嚴重不合<sup>24</sup>。

## 臺面下的真相

“我在此清楚地表示，我們與中國政府當局看法一致，希望根除現存之貪污與賄賂行爲。我們會持續和公安部合作，將採取任何必要措施來協助調查的進行。”

—葛蘭素史克歐洲、日本、新興市場與亞太地區總裁阿巴斯<sup>25</sup>

在2013年6月，葛蘭素史克被指控以透過旅行社匯款之方式，向政府官員與醫生行賄。據稱賄賂是以安排旅行及現金付款的方式作為醫生的“講師費”，儘管參訪過程中並未規劃訓練課程。這起案件會浮上臺面是因為警察調查的過程中發現上海臨江國際旅行社 (Shanghai Linjiang International Travel Service) 在業務量偏低之情況下，年營業額却由數百萬元躍升至數億元，之後也發現該旅行社自2007年來就與葛蘭素史克有商業往來<sup>26</sup>。

2013年7月，葛蘭素史克上海總部遭到搜索，多位葛蘭素史克中國高管被拘留，包括兩位副總裁、一位法律主管與一位商業開發部經理，據信這幾位所涉及的賄賂金額高達三十億人民幣<sup>27</sup>，之後當中一位高管人員在國家電視臺上承認確有此事<sup>28</sup>。葛蘭素史克中國區總經理黃紅 (Huang Hong) 表示，葛蘭素史克將年收入的成長率目標設為25%，比整個產業的平均成長率高出7%，如此高的目標加上變動薪資結構，等同於變向鼓勵員工從事“可疑商業行爲”<sup>29</sup>。儘管公司矢口否認，試圖將炮火移轉到個別員工身上<sup>30</sup>，指稱這些員工並沒有依照公司程序執行業務，中國警方還是啓動調查葛蘭素史克是否確實有結構性的賄賂計劃。

據稱涉及賄賂案的旅行社共有四家，其中有幾家甚至提供性服務予葛蘭素史克高管人員，以保持業務上之往來合作<sup>31</sup>。此外根據文件顯示，一旦葛蘭素史克與醫生建立關係後，銷售人員會給予醫生每處方簽一百人民幣的現金做為誘因，以及進修教育的學分幫助醫生達到醫院持續進修的要求<sup>32</sup>。黃紅也承認，公司有一獨立團隊，每年有一千萬人民幣之預算用以和醫院重要高管人員維持良好關係<sup>33</sup>，這些都導致醫生最後高度使用葛蘭素史克藥品以增加收入。一名在上海執業之張姓醫生於採訪中透露，在他的國家，醫生收受藥廠代表紅包之行爲是很普遍的<sup>34</sup>。

## 葛蘭素史克之因應措施

因應賄賂案的發生，葛蘭素史克的執行長安德魯指派阿巴斯(Abbas Hussein)帶領資深律師及審計人員團隊和中國政府協商。葛蘭素史克的內部調查發現，被拘留之高管人員利用欺瞞使用特別的增值稅發票和開立假發票，違反中國稅務法<sup>35</sup>。安永(Ernst & Young)稍後也以外部獨立審計人員之身份調查此事<sup>36</sup>。

阿巴斯隨後發表公開道歉聲明，表示葛蘭素史克對公司高管人員與相關第三方之不道德行為感到失望，並強調葛蘭素史克會與中國警方合作鏟除賄賂貪污的商業行為，並保證公司會降低藥品價格讓民衆更能負擔<sup>37</sup>。公司執行長安德魯也強調對此事深感失望，並已向美國與英國監管機關報告此事<sup>38</sup>。

為加強公司治理，葛蘭素史克指派歐洲區高級副總裁埃爾韋·吉瑟羅(Herve Gisserot)擔任中國區主管，前任主管馬克萊禮(Mark Reilly)則留任在管理團隊。吉瑟羅的任務是確保葛蘭素史克中國地區的營運在調查的情況下僅受輕微的影響<sup>39</sup>。

葛蘭素史克的因應措施公衆有不同的反應，中國分析師安德魯·哈普(Andrew Hupert)表示“中國檢察機關想要的是一個中式道歉，也就是簡短、直接承認錯誤、並公開對不當行為致歉”<sup>40</sup>。然而，若葛蘭素史克採取此方法，這意味着葛蘭素史克承認在海外進行賄賂，這違反美國之海外反腐敗法(U.S. Foreign Corrupt Practices Act)與英國之反貪污法(U.K. Bribery Act)，面對這窘境下，葛蘭素史克從未正面承認公司在中國有犯下錯誤<sup>41</sup>。

## 業務上之影響

自調查在6月展開後，葛蘭素史克在中國之業務下降60%<sup>42</sup>，大型醫院紛紛拒絕葛蘭素史克藥廠代表進入醫院。在2013年9月，儘管葛蘭素史克在中國近年來每年銷售呈現十位數百分比的成長，有謠傳指出葛蘭素史克將退出中國市場，而中國市場約占其收入的3.6%<sup>43</sup>。中國一位資深業內人士表示，葛蘭素史克想退出中國市場的原因可能與其將面對之巨額罰款有關（可能高達二十億英鎊），而且公司與大醫院已切斷關係，將對使其在中國的推動業務造成困難<sup>44</sup>。

## 公司慘敗後的下一步

“我們很清楚的了解我們必須再次贏回中國人民之信任，我們會採取一切行動來挽回。”

—葛蘭素史克公司執行長安德魯·韋提<sup>45</sup>

在2013年10月，執行長安德魯堅持葛蘭素史克將不會退出中國市場，公司之賄賂案已使其失去在世界第二大經濟體三分之二的生意<sup>46</sup>，盡管銷售額下降，葛蘭素史克在中國仍有數億英鎊的業務，令公司難以放棄這塊有利可圖的市場<sup>47</sup>。葛蘭素史克醜聞將無可避免地增加合規成本，但整個產業在這時點應展望中國醫療系統的有效性，以及討論應有哪些措施避免此類事件在未來再度發生。

## 問題與討論

1. 討論以關係為基礎之商業模式如何影響葛蘭素史克在中國的公司治理？
2. 哪些因素造成葛蘭素史克的賄賂醜聞？在何種程度上董事會應為此賄賂案負責？
3. 評論葛蘭素史克對賄賂一案的相關回應是否得宜。
4. 葛蘭素史克之醜聞使得大家對於跨國公司是否有能力去執行行為守則規範之疑慮。有鑒於此，跨國公司在擴展業務至新市場時，應如何改善海外子公司之公司治理？

---

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

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

## 附註

- 1 BBC News (2012, July 2). GlaxoSmithKline to pay \$3bn in US drug fraud scandal. BBC News. Retrieved from: <http://www.bbc.co.U.K./news/world-us-canada-18673220>
- 2 Chow, Lucinda. (2013, September 12). GlaxoSmithKline: Drugged Up On China's Culture of Corruption? Impact. Retrieved from: <http://www.impactnottingham.com/2013/09/glaxosmithkline-drugged-up-on-chinas-culture-of-corruption/?replytocom=84589>
- 3 Munier, Francis. (2008, May 6). Guanxi and business environment in China: An innovative network as a Process of Knowledge-based Economy. Université Louis Pasteur. Retrieved from: <http://rfr.fr.univ-littoral.fr/wp-content/uploads/2008/05/guanxi-and-business-environment-in-china1.pdf>
- 4 Clarke, Donald C. (2008, March 24). China's Legal System: New Developments, New Challenges. Retrieved from: The China Quarterly.
- 5 Takada, Kazunori. (2013, July 23). Bribery serves as life-support for Chinese hospitals. Reuters. Retrieved from: <http://www.reuters.com/article/2013/07/23/us-china-hospitals-bribery-idUSBRE96M12Y20130723>
- 6 Liu, Dong. (2013, August 4). Underpaid doctors trapped in chain of medical corruption. Global Times. Retrieved from: [http://www.globaltimes.cn/content/801320.shtml#.Um41V\\_mnqwY](http://www.globaltimes.cn/content/801320.shtml#.Um41V_mnqwY)
- 7 Takada, Kazunori. (2013, July 23). Op. cit.
- 8 Shobert, Benjamin. (2013, July 30). Why Glaxo's China Scandal Needed to Happen. CNBC. Retrieved from: <http://www.cnbc.com/id/100923253>
- 9 GlaxoSmithKline. (2012). Annual Report 2012. GlaxoSmithKline. Retrieved from: <http://www.gsk.com/content/dam/gsk/globals/documents/pdf/GSK-Annual-Report-2012.pdf>
- 10 GlaxoSmithKline. (2007). GSK Global Introduction. GlaxoSmithKline. Retrieved from: <http://www.gsk-china.com/english/html/aboutus/gsk-worldwide.html>
- 11 GlaxoSmithKline. (2007). GSK China Business Development. GlaxoSmithKline. Retrieved from: <http://www.gsk-china.com/english/html/aboutus/business-development.html>
- 12 Market Watch. (2012). GSK Annual Income Statement. GlaxoSmithKline. Retrieved from: <http://www.marketwatch.com/investing/stock/gsk/financials>
- 13 GlaxoSmithKline. (2012). Annual Report 2012. GlaxoSmithKline. Retrieved from: <http://www.gsk.com/content/dam/gsk/globals/documents/pdf/GSK-Annual-Report-2012.pdf>

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> Ibid.

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> Ibid.

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

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

<sup>21</sup> GlaxoSmithKline. (2012). GSK Corporate Responsibility Report 2012. GlaxoSmithKline. Op. cit.

<sup>22</sup> GlaxoSmithKline. (2012). Annual Report 2012. GlaxoSmithKline. Op. cit.

<sup>23</sup> Ibid.

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

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

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

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

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

- <sup>29</sup> Takada, Kazunori. (2013, September 3). Bribery by GSK China was coordinated at company level: Xinhua. Reuters. Retrieved from: <http://www.reuters.com/article/2013/09/03/us-gsk-china-idUSBRE98207S20130903>
- <sup>30</sup> Chow, Lucinda. (2013, September 12). Op. cit.
- <sup>31</sup> Zhou, Wenting and Wang, Hongyi. (2013, July 16). Op. cit.
- <sup>32</sup> Burkitt, Laurie. (2013, August 19). Glaxo Trips for Chinese Doctors Played to Overburdened Medical System. The Wall Street Journal. Retrieved from: <http://stream.wsj.com/story/latest-headlines/SS-2-63399/SS-2-303826/>
- <sup>33</sup> Takada, Kazunori. (2013, September 3). Op. cit.
- <sup>34</sup> Burkitt, Laurie. (2013, August 19). Op. cit.
- <sup>35</sup> Roules, Daniel, Zhan, Olivia, and Wang, Rayna. (2013, July 31). Op. cit.
- <sup>36</sup> Roland, Denise. (2013, July 24). Glaxo in China: History of a crisis. The Telegraph. Retrieved from: <http://www.telegraph.co.U.K./finance/newsbysector/pharmaceuticalsandchemicals/10200321/Glaxo-in-China-History-of-a-crisis.html>
- <sup>37</sup> Ibid.
- <sup>38</sup> Ibid.
- <sup>39</sup> Hirschler, Ben. (2013, July 25). GSK replaces China chief amid corruption scandal. Reuters. Retrieved from: <http://www.reuters.com/article/2013/07/25/us-gsk-china-idUSBRE96O12720130725>
- <sup>40</sup> Shobert, Benjamin and DeNoble, Damjan. (2013, October 10). Compliance after China's Healthcare Bribery Scandals. China Business Review. Retrieved from: <http://www.chinabusinessreview.com/compliance-after-chinas-healthcare-bribery-scandals/>
- <sup>41</sup> Ibid.
- <sup>42</sup> Hirschler, Ben. (2013, October 23). Bribery scandal slashes GlaxoSmithKline's Chinese drug sales. Reuters. Retrieved from: <http://www.reuters.com/article/2013/10/23/us-gsk-earnings-idUSBRE99M0DB20131023>
- <sup>43</sup> Roland, Denise. (2013, September 24). GSK China sales suffer under bribery scandal. The Telegraph. Retrieved from: <http://www.telegraph.co.U.K./finance/newsbysector/pharmaceuticalsandchemicals/10330256/GSK-China-sales-suffer-under-bribery-scandal.html>



- <sup>44</sup> Moore, Malcolm. (2013, September 6). GSK mulling China withdrawal. The Telegraph. Retrieved from: <http://www.telegraph.co.U.K./finance/newsbysector/pharmaceuticalsandchemicals/10292136/GSK-mulling-China-withdrawal.html>
- <sup>45</sup> Rankin, Jennifer. (2013, October 23). GSK boss says firm won't pull out of China despite corruption scandal. The Guardian. Retrieved October 23, 2013, from The Guardian: <http://www.theguardian.com/business/2013/oct/23/gsk-china-corruption-scandal-glaxosmithkline>
- <sup>46</sup> Ibid.
- <sup>47</sup> Ibid.

# 匯豐銀行：全球最大的在地(洗錢)銀行

---

## 個案大綱

在2012年12月銀行業巨頭匯豐銀行 (HSBC，以下簡稱匯豐) 被美國有關當局指控涉嫌洗錢及進行非法金融活動，罰款十九億二千萬美元。這也是繼2012年7月，一份由美國參議院常設委員會 (U.S. Senate Permanent Subcommittee) 公布的調查報告指出匯豐的反恐融資系統與反洗錢程序有嚴重瑕疵，美國監管機關所採取的行動。儘管過去七年來，匯豐收到多次被要求加強反洗錢程序的警告，匯豐却未能作出適當修正。十九億二千萬美元在當時是有史以來涉及銀行業案件中最大的一筆罰款，因此對匯豐的名聲造成了莫大的損害，本個案主旨在探討公司治理問題，如“吹哨子”政策及道德守則用以防止員工舞弊的有效性，以及完善的內部控制與良好公司治理之間的關係。

## 事件開端

“匯豐事件的結果對跨國銀行來說，是它們忽視對反洗錢責任結果強而有力的警鐘。”<sup>1</sup>

—美國參議員卡爾·列文 (Carl Levin)<sup>2</sup>

匯豐在全球超過八十個國家有七千兩百多家的辦事處，2012年年度稅前淨利超過兩百零六億美元<sup>3</sup>，在2013年，以其市值計算排名，為世界第三大銀行<sup>4</sup>。

儘管匯豐有行為準則與“吹哨子”政策來規範商業行為，但由於其缺乏遵循的文化，導致匯豐多年來遭到許多項參與違法洗錢的指控。

在美國參議院常設委員會所發表厚度達三百四十頁的調查報告中，指出匯豐參與洗錢成爲慣例的根源是由多項因素所導致，主要是匯豐的反洗錢機制 (Anti-Money Laundering Program) 有結構上的缺陷，以及美國金融管理局 (Office of Comptroller Currency) 未能徹底執行法規遏止匯豐的惡行<sup>5</sup>。此外，調查報告還指出匯豐利用何種管道進行洗錢，據指出匯豐是透過在墨西哥的交易以及與恐怖組織相關的交易對象，來規避美國財政部海外資產控制辦公室 (U.S. Treasury Office of Foreign Assets Control's) 的審查<sup>6</sup>。

## 高風險的墨西哥分支機構

“這個金融機構缺乏反洗錢的資源、反洗錢的系統與控制、以及反洗錢的領導層。”

—美國參議院委員會報告

匯豐美國 (HSBC USA) 在超過80個國家的各分支機構設有相對賬戶，可用來兌換以美元計價的金融商品，如旅行支票等，占匯豐美國美元付款總額的63%<sup>7</sup>。其中一分支機構來自於匯豐墨西哥 (HSBC Mexico)，負責處理近二十億美元資產以及八百萬個客戶<sup>8</sup>。

早在匯豐收購墨西哥分支機構前，美國國務院已警告過匯豐美國，墨西哥是毒品買賣高風險的地區，國際洗錢人士常在此進行洗錢，將販賣毒品所得匯入國際金融體系中<sup>9</sup>。儘管受到警告，匯豐美國仍透過銀行特定國家風險評估程序，將匯豐墨西哥視爲低風險機構<sup>10</sup>。

除了其營運地點存有高風險外，匯豐墨西哥長久以來一直有嚴重反洗錢機制的缺陷。這些問題包括對客戶數據的了解不够充分，重要客戶與販毒交易有高度關聯性，以及大量賬戶因與可疑的商業活動相關而被關閉<sup>11</sup>。

## 從在地銀行搖身一變為洗錢銀行

“這些毒品販子不需要很努力的嘗試，他們有時就帶着設計精準到剛好可以通過櫃臺人員窗口的箱子，在匯豐墨西哥的分行單日在單一賬戶裏存入數十萬現金。”<sup>12</sup>

—美國助理司法部長藍尼·布爾 (Lanny Breuer)<sup>13</sup>

由於先前匯豐美國將匯豐墨西哥歸類為低風險機構<sup>14</sup>，因此反洗錢機制監督系統無法偵測到八億八千一百萬美元的可疑交易<sup>15</sup>。

美國金融管理局的工作是監督和規範國內銀行<sup>16</sup>，在2005年到2010年的五年期間，其對匯豐進行四十多次反洗錢測試，並指出至少有八十三個反洗錢相關事項需要注意<sup>17</sup>。儘管如此，美國金融管理局並未採取任何正式或非正式的執法行動，使得匯豐的反洗錢機制缺陷持續惡化。調查更進一步發現，匯豐墨西哥對於這些洗錢活動完全知情。

## 規避管制

在2001年，匯豐歐盟 (HSBC European Union) 提議用銀行的對應賬戶與匯豐美國清算與伊朗梅裏銀行 (Bank Mellī)<sup>19</sup>相關的“掉頭交易”(U-turn transactions)，並獲得批准<sup>20</sup>。匯豐歐盟隨即要求所有“掉頭交易”須透過銀行間轉賬完成，並隱藏交易的起源地，以規避美國海外資產控制辦公室的稽查<sup>21</sup>。儘管匯豐美國的合規主管拒絕該項要求<sup>22</sup>，匯豐歐盟仍指示梅裏銀行進行“掩蓋付款”<sup>23</sup> (cover payment)，有效地隱藏梅裏銀行在洗錢行動中扮演的角色，經由匯豐歐盟將現金洗入美國金融系統。

“匯豐知道發生了什麼事，但仍允許欺騙行為繼續。”

—參議員卡·列文

儘管匯豐美國的合規管理人員不斷提醒匯豐美國要充分揭露有關伊朗的交易<sup>24</sup>，匯豐歐盟與匯豐中東 (HSBC Middle East) 仍不斷經由匯豐美國的美元帳戶進行掉頭交易，並且沒有揭露這些交易與伊朗的關連<sup>25</sup>，一些匯豐美國管理人員索性假裝他們對這些欺騙性的掉頭交易一無所知<sup>26</sup>。

## 忽視與恐怖分子的聯結—拉吉哈銀行 (Al Rajhi Bank)

拉吉哈銀行掌管五百九十億美元資產，是沙特阿拉伯 (Saudi Arabia) 最大的私人銀行<sup>27</sup>。匯豐提供拉吉哈銀行各項銀行服務超過25年，包括提供其美元流通賬戶。在2002年，美國情報員透露拉吉哈銀行創始人之一的蘇萊曼 (Sulaiman Al-Rajhi)，提供金源給奧薩瑪·賓拉登 (Osama bin Laden)<sup>28</sup>進行恐怖行動。

由於拉吉哈銀行涉嫌提供恐怖分子資金，美國政府將其列在調查名單，並且名列在美國海外資產控制辦公室特別管制之名單<sup>29</sup>。在匯豐集團合規主管提出建議後，匯豐美國決議在2005年與拉吉哈銀行切斷合作關係<sup>30</sup>，然而宣告斷絕合作關係後四個月，匯豐集團合規部門又重新宣布匯豐關係企業允取恢復與拉吉哈銀行間之業務往來<sup>31</sup>。與此同時，拉吉哈銀行威脅匯豐，若不恢復二銀行間之美元流通賬戶，將完全斷絕業務往來關係<sup>32</sup>，有鑒於此，匯豐美國的合規部門最終在2006年12月核準了二銀行間美元流通業務。

直至2010年，在美國金融管理局的批評下<sup>34</sup>，匯豐最終才決議停止與拉吉哈銀行進行美元流通業務<sup>33</sup>，也終止二銀行充滿爭議之關係。

## 後續發展—匯豐美國的改變

“我們為過去的錯誤承擔責任，我們對所有受牽涉的人深感抱歉，再一次的深感抱歉。”<sup>35</sup>

—匯豐集團行政總裁歐智華 (Stuart Gulliver)

為降低未來的洗錢風險，匯豐美國採取多項措施以加強內部控制，包括在美國當地嚴格實施KYC標準<sup>36</sup>，並對位於美國以外地區的分支機構，採取和美國分支機構般的嚴格審查。此外，為降低其暴露於高風險交易之風險，匯豐美國終止109個代理行關係，也為匯款交易建置新的系統，並且重新改良客戶風險評分方法<sup>37</sup>。

為了加強內部規範，匯豐美國追回和不當洗錢相關人員的紅利，以及合規管理人員之獎金，銀行並增加反洗錢相關經費近九倍，以解決人員不足問題，並重組反洗錢部門<sup>38</sup>。

## 大到不能關

“對法治而言這是黑暗的一天。”

—紐約時報社論, 12月11日2012年

美國聯邦和州政府當局調查結束後，決議不控告匯豐任何人員<sup>39</sup>，儘管此事相當的嚴重，匯豐僅需付十九億兩千萬美元了結此事，和匯豐2012年稅前淨利兩百零六億美元相比，這懲罰十分輕微<sup>41</sup>。

匯豐未被起訴的主要原因是由於匯豐雇用近一萬六千五百名的員工，若銀行面臨刑事訴訟，必然失去營業許可，進而影響數以千計美國人的生計<sup>42</sup>。因此，法院以為社會整體利益為由，不對匯豐銀行起訴<sup>43</sup>。

儘管哥倫比亞的毒販因為利用匯豐的寬鬆規定洗錢而入監服刑，匯豐的員工無視法規允許而從事不法交易却可以全身而退<sup>44</sup>，縱使罰款金額為前所未見，未判刑期的結果仍引起隱憂。難道全球性的銀行因其對經濟的影響力便可脫離牢獄之災嗎？至少到目前為止，沒有人對此問題有答案，包括參議員卡爾·列文在內。

## 問題與討論

1. 本個案有哪些道德難題？基於本案所提供的三種情境進行討論。
2. 匯豐有行為準則、道德規範，以及“吹哨子”政策，然而未能有效執行，您認為未有效執行的原因為何？
3. 請評論監管單位對匯豐的惡行所採取的行動是否妥適，有哪些徵兆可以讓監管者有所警覺？
4. 匯豐反洗錢機制最主要內部控制的疏失為何？匯豐新的內部控制機制以及改進後的反洗錢系統能夠改善這些問題？
5. 對銀行來說，涉入洗錢行為會對公司造成何種影響？從道德層面而言，司法部決定不提起刑事訴訟的決定是否適當？

---

This is the abridged version of a case prepared by Apple Goh, Chidambara Thanu, Mabel Koh, Lew Karxieu, Oh Kai Li and Song Huizhen under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or management. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Rachel Goh Yi Ling under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

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

## 附註

- 1 U.S. Senator for Michigan. (2012, December 11). Levin Statement on HSBC Settlement. Retrieved from <http://www.levin.senate.gov/newsroom/press/release/levin-statement-on-hsbc-settlement>.
- 2 Carl Levin is a U.S. Senator and the Chairman of the US Permanent Subcommittee on Investigations.
- 3 HSBC Holdings PLC. (2013, March 4). 2012 Results Highlights. Retrieved from [http://www.hsbc.com/investor-relations/~/\\_/media/HSBC-com/InvestorRelationsAssets/annual-results/pdfs/hsbc2012arn.ashx](http://www.hsbc.com/investor-relations/~/_/media/HSBC-com/InvestorRelationsAssets/annual-results/pdfs/hsbc2012arn.ashx).
- 4 Banks around the world (2013). Top Banks in the World 2013. Retrieved from <http://www.relbanks.com/worlds-top-banks/assets>.
- 5 Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 8). Retrieved from <https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4>.
- 6 Ibid (pp 6).
- 7 Jersey State Assembly Government. (2013) Retrieved from <http://www.statesassembly.gov.je/AssemblyPropositions/2013/P.010-2013.pdf>.
- 8 HSBC Global Connections. (2013) Retrieved from <https://globalconnections.hsbc.com/global/en/tools-data/country-guides/mx-march-2013/foreword>.
- 9 United States Department of Justice. (n.d.) Retrieved from <http://www.justice.gov/opa/documents/hsbc/dpa-attachment-a.pdf>.
- 10 Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 8). Retrieved from <https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4>.
- 11 Ibid (pp 25).
- 12 Breuer, L. (2012, December 11). United States Department of Justice. Retrieved from <http://www.justice.gov/criminal/pr/speeches/2012/crm-speech-121211.html>.
- 13 Lanny Breuer is an Assistant Attorney General from the US Department of Justice who worked out the US\$1.92 billion settlement for HSBC.
- 14 BBC News. (2012, December 11). HSBC Money Laundering Report: Key Findings. Retrieved from <http://www.bbc.co.uk/news/business-18880269>.



- <sup>15</sup> McCoy, K. (2012, December 11). USA Today. Retrieved from <http://www.usatoday.com/story/money/business/2012/12/11/hsbc-laundering-probe/1760351/>.
- <sup>16</sup> About the OCC. (n.d.), OCC. Retrieved from <http://www.occ.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html>
- <sup>17</sup> Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 283). Retrieved from <https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4>.
- <sup>18</sup> The OFAC (Office of Foreign Asset Control) of U.S. Department of Treasury imposes economic and trade sanctions through the OFAC filter, which screens through all U.S. banks transactions and earmarks those associated with a predetermined list of prohibited people and countries. Although Iran is on the list, the U.S. has made some exceptions to allow those relating to crude oil to pass. These exceptions are known as “U-turn” transactions and are meant to facilitate more efficient trading.
- <sup>19</sup> Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 122). Retrieved from <https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4>.
- <sup>20</sup> Ibid.
- <sup>21</sup> Ibid.
- <sup>22</sup> Ibid.
- <sup>23</sup> Ferrari, E, (2012, December 12). The Upward Spiral: A Timeline of HSBC’s Iran Sanctions Violations, Centre for Economics Sanction and Reform. Retrieved from <http://www.thecesar.com.php53-7.ord1-1.websitetestlink.com/research/the-upward-spiral-a-timeline-of-hsbc-s-iran-sanctions-violations/>.
- <sup>24</sup> U.S. Senate Permanent Subcommittee. (2012, July 17). Levin Opening Statement, “U.S. Vulnerabilities to Money Laundering, Drugs, and Terrorist Financing: HSBC Case History”. Retrieved from <http://www.levin.senate.gov/newsroom/speeches/speech/levin-opening-statement-us-vulnerabilities-to-money-laundering-drugs-and-terrorist-financing-hsbc-case-history>.
- <sup>25</sup> Dawn Newspaper. (2012, July 17). Senators accuse HSBC of giving terrorists access to US system. Retrieved from <http://dawn.com/2012/07/18/senators-accuse-hsbc-of-giving-terrorists-access-to-us-system/>.
- <sup>26</sup> U.S. Senate Permanent Subcommittee. (2012, July 17). Levin Opening Statement, “U.S. Vulnerabilities to Money Laundering, Drugs, and Terrorist Financing: HSBC Case History”. Retrieved from <http://www.levin.senate.gov/newsroom/speeches/speech/levin-opening-statement-us-vulnerabilities-to-money-laundering-drugs-and-terrorist-financing-hsbc-case-history>.

- 27 Business Insider. (2012, July 17). Report Shows How HSBC Maintained Its Ties With One Of Osama Bin Laden's Key Benefactors. Retrieved from <http://www.businessinsider.com/hsbc-ties-to-al-rajhi-bank-2012-7>.
- 28 Ibid.
- 29 Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 205). Retrieved from <https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4>.
- 30 Ibid (pp 208).
- 31 Ibid (pp 209).
- 32 U.S. Senate Permanent Subcommittee. (2012, July 17). Levin Opening Statement, "U.S. Vulnerabilities to Money Laundering, Drugs, and Terrorist Financing: HSBC Case History". Retrieved from <http://www.levin.senate.gov/newsroom/speeches/speech/levin-opening-statement-us-vulnerabilities-to-money-laundering-drugs-and-terrorist-financing-hsbc-case-history>
- 33 FCPA Compliance and Ethics Blog. (2013, January 14). The HSBC AML Settlement – Lessons Learned for the AML Compliance Practitioner. Retrieved from <http://tfoxlaw.wordpress.com/2013/01/14/the-hsbc-aml-settlement-lessons-learned-for-the-aml-compliance-practitioner/>.
- 34 Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 224). Retrieved from <https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4>.
- 35 McCoy, K. (2012, December 11). USA Today. Retrieved from <http://www.usatoday.com/story/money/business/2012/12/11/hsbc-laundering-probe/1760351/>.
- 36 Wall Street Journal Online. (2012, December 11). HSBC to Pay Record U.S. Penalty. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324478304578171650887467568.html>.
- 37 on 1 April 2013. rieved froml from United States Department of Justice. (2012, December 10). Retrieved from <http://www.justice.gov/opa/documents/hsbc/dpa-executed.pdf>.
- 38 Permanent subcommittee on investigations. (2012). U.S. Vulnerabilities to Money-laundering, Drugs, and Terrorists Financing: HSBC Case History (pp 284). Retrieved from <https://www.levin.senate.gov/download/?id=90fe8998-dfc4-4a8c-90ed-704bcce990d4>.

- <sup>39</sup> The New York Times. (2012, December 11). Too Big to Indict. Retrieved from <http://www.nytimes.com/2012/12/12/opinion/hsbc-too-big-to-indict.html>.
- <sup>40</sup> DealBook. (2012, December 11). HSBC to Pay Record Fine to Settle Money-Laundering Charges. Retrieved from <http://dealbook.nytimes.com/2012/12/11/hsbc-to-pay-record-fine-to-settle-money-laundering-charges/>.
- <sup>41</sup> HSBC Holdings PLC. (2013, March 4). 2012 Results Highlights. Retrieved from [http://www.hsbc.com/investor-relations/~/\\_media/HSBC-com/InvestorRelationsAssets/annual-results/pdfs/hsbc2012arn.ashx](http://www.hsbc.com/investor-relations/~/_media/HSBC-com/InvestorRelationsAssets/annual-results/pdfs/hsbc2012arn.ashx) .
- <sup>42</sup> The Economist. (2012, December 15). Too Big to Jail. Retrieved from <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21568403-two-big-british-banks-reach-controversial-settlements-too-big-jail>.
- <sup>43</sup> China Securities Journal. (2012, December 13). HSBC: Too big to jail?. Retrieved from [http://www.cs.com.cn/english/finance/201212/t20121213\\_3776640.html](http://www.cs.com.cn/english/finance/201212/t20121213_3776640.html).
- <sup>44</sup> Congress of the United States. (2013, January 14). Letter to the Attorney General Holder. U.S. Government. Retrieved from <http://georgemiller.house.gov/sites/georgemiller.house.gov/files/HSBC%20Letter.pdf>. higan. (2012, December 11). Levin Statement on HSBC Settlement. Retrieved from <http://www.levin.senate.gov/newsroom/press/release/levin-statement-on-hsbc-settlement>. [georgemiller.house.gov/files/HSBC%20Letter.pdf](http://www.levin.senate.gov/files/HSBC%20Letter.pdf).

# 摩根大通：倫敦鯨事件

---

## 個案大綱

在2012年，媒體報導了倫敦鯨事件 (London Whale)，在摩根大通 (JP Morgan Chase & Co.) 任職的二位交易員利用了非典型的交易策略，大幅增加他們管理之投資組合的規模和風險，該項策略之後被該集團執行長形容為有缺陷、複雜、難以核閱、難以執行且難以監控，而並導致相關交易發生超過市值二十億美元之損失。

然而誰是造成該事件的罪魁禍首？是有責任監督整個公司交易的風險委員會，還是身為主管機關的美國金融管理局 (U.S. Office of the Comptroller of the Currency)，亦或是摩根大通的 management 階層？為了徹查此事，公司成立了項目小組。本個案主旨在討論摩根大通如何處理上述情事，以及不同的利害關係人應如何防止此類巨額損失發生。

## 公司概况

摩根大通 (紐約證券交易所代碼JPM) 係領導全球的金融服務公司，且為美國最大的金融機構之一。摩根商業銀行 (JP Morgan & Co.) 在1871年於紐約起家，經過一連串合併收購，才演變成今日的摩根大通銀行<sup>1</sup>。

摩根大通的業務分為六大部門，包括投資銀行部門、零售金融部門、信用卡/汽車部門、商業銀行部門、財務/證券/資產管理部門，以及公司/私募部門。其中公司/私募部門包含私募基金、首席投資辦公室 (Chief Investment Office，以下簡稱投辦室)、以及集中管理的公司後勤單位<sup>2</sup>。

2005年投辦室在銀行內被分拆為一個獨立單位，主要職責為運用銀行的超額存款進行投資及避險交易。伊娜·德魯 (Ina Drew，以下簡稱伊娜) 從2005年到2012年5月擔任銀行的首席投資長。在2007年，投辦室推出合成信貸資產組合 (Synthetic Credit Portfolio，以下簡稱合成信貸組合)，為市場提供一個規避信用風險及信用違約的保障<sup>3</sup>。

## 醜聞的發生

投辦室的信用交易負責人哈維爾·馬丁 (Javier Martin-Artajo，以下簡稱哈維爾) 與信用衍生品交易員布魯諾·伊克西爾 (Bruno Iksil，以下簡稱布魯諾) 在2007年到2011年間，透過對賭特定公司信用指數為銀行賺取數十億元的利潤<sup>4</sup>。2011年底，銀行高管人員指示他們減少風險加權資產 (Risk Weighted Assets)，然而哈維爾與布魯諾不但不照投資長會做的標準程序處分合成信貸組合中的高風險資產，反而在2012年1月買進更多長期信用衍生品，以衝銷短期信用衍生商品的部位。這個交易策略最終增加投資組合的規模、風險與風險加權資產，並移除避險的保護<sup>5</sup>。

盡管合成信貸組合持有的衍生品增加，組合的價值却減少，避險基金內幕人，薩巴資本管理 (Saba Capital Management) 的韋恩斯坦 (Boaz Weinstein) 發現，信用違約交換 (Credit Default Swap) 市場可能被2012年2月市場激烈波動所影響<sup>6</sup>，伊娜在2012年3月23日暫停該項投資組合的交易<sup>7</sup>。

在4月初，媒體爆出了倫敦鯨事件，揭露摩根大通投辦室為市場大量部位交易的幕後黑手，由於合成信貸市場的信用衍生品規模小且買家少，投辦室持有大量的部位及交易很容易被發現，依據投辦室內部分析，合成信貸組合總體是損益兩平的，目前市場失序以及市價計價的損失只是暫時的並在可控制的範圍。摩根大通集團的執行長傑米·戴蒙 (Jamie Dimon，以下簡稱戴蒙) 也同意合成信貸組合相關問題僅是市場小題大作，財務長道格拉斯 (Douglas Braunstein) 在4月13日與分析師的對話中也表示銀行對目前所持有的部位很“放心”<sup>8</sup>。

在與分析師對話後，損失持續擴大，4月下旬銀行指派非投辦室的人員核閱並接管合成信貸組合，後來發現該項投資組合風險暴露遠比早先投辦室報告的更高，市場對投辦室處境之了解也使其更難減低損失以及清算部位。一份有普華永道會計師事務所 (PricewaterhouseCoopers) 參與有關合成信貸組合部位的評價報告指出，合成信貸組合的評價是依以一般公認會計準則 (GAAP) 所編制<sup>9</sup>。

在2012年5月10日，戴蒙承認合成信貸組合的交易策略存有瑕疵、複雜、核閱不足、執行不當且監控不足。此時相關交易已造成超過二十億美元的市值損失，公司爲了徹查此事，在5月10日後成立了專門小組來調查相關損失<sup>10</sup>。

摩根大通表示，再次與普華永道討論過後，銀行不確信3月31日合成信貸組合所有金融商品的估價反映了公平價值的誠信估計。7月13日，摩根大通發布五十八億美元的損失，並重編第一季淨利，下調四億五千九百萬美元<sup>11</sup>。

## 衍生性金融商品的不當評價

在美國，像摩根大通一樣擁有衍生性金融商品的公司，每日需依一般公認會計準則決定衍生性金融商品的公允價值，然而，在一般公認會計準則下，運用主觀判斷決定允當的公允價值是必要的也是被允許的<sup>12</sup>。儘管大多數企業採用每日買賣價差中間值作爲衡量的基礎，或稱“標記”，投辦室則在2012年第一季後半段開始違反此行業慣例，藉以隱藏其合成信貸組合衍生商品的公允價值損失<sup>13</sup>。

管理合成信貸組合的交易員們也同時負責每日會計評價的衡量，根據他們選定的“標記”來決定商品的公允價值。據銀行初級交易員朱利安 (Julien Grout) 所述，依銀行慣例，每位合成信貸組合團隊的初級交易員每日會向投辦室的主要人員報告投資組合的損益表現，爲了掩飾部分未實現損失讓損益看來不那麼糟，交易員開始不採用買賣差價中間值的衡量方式來決定投資組合的公允價值<sup>14</sup>。

從3月中旬開始，朱利安記錄了他們匯報給公司的數值與運用中間值方法設算數值的差異，在3月16日，該項差異（意即未揭露的損失）已達三億美元，朱利安表示若繼續到月底，未揭露損失恐將成長至十億美元<sup>15</sup>。這項差異在接近第一季末時開始縮小，因爲交易員決定回頭採用中間值方式衡量投資組合公允價值，但這導致損失金額持續擴大，也引起高管階層對此事之關注。

根據美國法規，銀行須建立內部程序以核實資產價值的正確性。摩根大通投辦室的評價控制小組 (Valuation Control Group) 在每月底執行內部核實程序，並將結果直接向投辦室的財務長報告。在衡量合成信貸組合衍生性金融商品方面，評價控制小組採用獨立評價服務、結合真實事務數據與市場價格資訊。在2012年第一季的月底衡量報告中，評價控制小組批准投辦室對合成信貸組合投資組合的評價衡量方式，因為銀行在評價上準許相當程度上的主觀判斷，由於交易員使用的標記價格雖非採用中間價，但價格也落在每日買賣價格範圍，也在監督小組所設定的價格範圍內<sup>16</sup>，因此合成信貸組合的交易員們並未被要求停止使用對他們有利的價格而改採中間值衡量評價投資組合。然而在5月時，投辦室被命令將評價方式改採中間值衡量法，這是因為在3月時，摩根大通的投資銀行部門被調查發現，其與投辦室持有極為相似的信用衍生性商品，但兩者所報導的價格竟然存有差異。

## 違反風險控管

首投室針對交易採用五種不同的風險指標來監管曝險程度，包括風險價值 (Value-at-Risk, 以下簡稱VaR) 限制、信用利差擴大01 (Credit Spread Widening 01, CS01) 限制、信用利差擴大10% (Credit Spread Widening 10%, CSW10%) 限制、壓力損失限制 (stress loss limits) 與停損建議 (stop loss advisories)<sup>17</sup>。2012年1月到4月間，上述限制總共被違反超過330次<sup>18</sup>。

根據公司規定，若違反上述限制必須上報其所直屬負責人、投辦室風險委員會、市場風險委員會、與商業控制委員會。若有違反曝險限制情事發生時，“營業單位除非經過一次性核準通過，不然須立即採取措施降低風險以符合曝險限制規定”<sup>19</sup>。其中一次性核準代表可暫時提高相關的曝險限制。合成信貸組合的VaR是對當日依市價估計損失最高值的預測，早在2012年1月，VaR已超過預設的曝險限制<sup>20</sup>。對此，執行長戴蒙與首席風控長約翰·霍根 (John Hogan) 分別核準一次性的VaR限額由一億兩千五百萬提升至一億四千萬美元直到1月底<sup>21</sup>。

在此同時，首投室採取了新的VaR衡量模型，瞬間將VaR價值降低近一半，使VaR價值在新的計算方式下不再超過限額。之後，戴蒙宣稱新的衡量模型並不足以衡量風險，在5月10日銀行決定採回原先使用的VaR衡量模型<sup>22</sup>。

摩根大通稍後在面對參議院質問時承認，新的模型相當匆促地通過內部審核，銀行的模型核閱小組 (Model Review Group) 發現新的模型存有問題，並要求要有行動計劃解決這些問題，然而終究未來得及改善<sup>23</sup>。

在投資組合規模不斷擴大之下，也導致違反其餘風險指標，由於投辦室持有大量的部位，只要有小的市場變動就會造成合成信貸組合大筆損失<sup>24</sup>。因此管理階層僅能對違規行為視而不見，或是提高風險指標的限制。

## 投辦室風險委員會

在2012年第1季前，和其它重要的單位相比，投辦室的風險委員並不常受檢，這導致投辦室風險控制薄弱，以及相關機制未能有效執行。此外，風險委員會本身人手不足，更糟的是，公司的風險部門也沒有重視這問題，為投辦室雇用更多的風險專業人才。不過即便聘用風險專業人員，這些員工似乎是更有效忠於投辦室的管理階層，而非公司的風險部門。也因此，一些風險管理人員覺得獨立性不足，使得他們無法對投辦室旗下單位採用之交易策略作出監督。總體來說，沒有良好的機制來監督投辦室的交易行為。

除了2011年風險委員會僅舉行三次會議外，其成員組成也不適當，委員會成員大多由投辦室主要管理人員擔任，再加上一向消極被動的態度，風險委員會無法及時更新投辦室的風險結構與風險限制。隨着合成信貸組合規模漸大且日趨複雜，這些投辦室既有的風險管理缺失變得更加嚴重。伴隨這些缺失所帶來對公司的威脅包括批准追求高風險之交易策略，以及讓合成信貸組合的規模和複雜度顯著的成長。

盡管投辦室新任風控長古德曼 (Goldman) 在2012年1月上任，並受託重建風險控制與改善風控的執行，但却為時已晚，他所建立的架構已無法幫投辦室降低龐大的損失。此外，古德曼在風險管理方面仍沒有足夠的經驗。



## 董事會風險委員會<sup>26</sup>

與其它美國大型銀行不同，摩根大通董事會下的風險委員會缺乏有相關銀行和財務風險管理經驗的成員，唯一一位具有經驗者在金融業服務仍未超過二十五年，儘管成員嚴重缺乏相關經驗，風險委員會自2008年以來從未做任何的更換。此委員會由詹姆士·冠 (James Crown) 擔任主席，成員包括艾倫·夫特 (Ellen Futter) 與戴維·寇特 (David Cote)，規模也相對較小。

由於風險委員會成員嚴重缺乏華爾街經驗，使得他們面對投辦室的風控長時，無法提出質疑來降低交易策略的潛在風險。在2011年僅舉行七次會議中，由於缺乏相關經驗，風險委員會對銀行採取之風險政策均表示無虞。

## 其他控制、監督委員會與董事會<sup>27</sup>

和投辦室風險委員會之情況相同，由於合成信貸組合規模及複雜度增加增長，評價控制小組面臨探討其營運上的缺失，同時，由於不適當的價格及評價測試等相關問題，評價控制小組也飽受摩根大通內部審計部門的批評。若每日回報交易報告，將有助於偵測這些事件，然而摩根大通並未實施該項作法。尤其是財務長應注意到交易員缺乏控制所產生之重大財務風險。

此外，批准及執行新型VaR模型的程序更是混亂，執行長戴蒙似乎在給與批准時欠缺思考，因為在國會作證時，他表示並沒有印象批准此案<sup>28</sup>。儘管有良好的運作及風險措施，以及模型核閱小組發現新模型在運作與計算上的問題，然而這些問題都被忽視，直至1月底模型啓用前仍未改善。

## 金融管理局

金融管理局係摩根大通的主要監管單位，其主要職責為特許、管理、及監督所有美國國內銀行與聯邦儲蓄機構。在2012年4月倫敦鯨交易事件被媒體報導前，合成信貸組合的相關資訊幾乎未上報給金融管理局，由於摩根大通沒有揭露相關資訊，使得金融管理局無法作有效的監督，在2012年前也沒有對合成信貸組合做相關檢查。揭露不足的行爲有效地排除了金融管理局的監控，因此在2012年前，其並未對合成信貸組合執行相關核閱<sup>30</sup>。然而，有徵兆可以發現升高的風險是和投辦室交易有關連的。在2011年摩根大通提呈給金融管理局的風險報告中，揭露了投辦室在2011年上半年不斷違反風險壓力指標，金融管理局應該要注意到此不尋常行爲並進行後續的追蹤，但金融管理局却没有做任何處理。此外，在2012年，投辦室進行高達10億美元之高風險衍生性商品對賭，為投辦室賺進四億美元，金融管理局雖然知道這4億美元的獲利，但未對投辦室針對該項交易內容與原因進行詢問。

在2012年1月，合成信貸組合的角色被銀行進一步淡化，投辦室向金融管理局誤報將縮小合成信貸組合規模，然而，第一季結束後，規模却反而增加3倍<sup>31</sup>。此外，在接下來的幾個月，摩根大通開始在上呈金融管理局的報告中刪去投辦室重要的營運數據，金融管理局却未注意到報告中有遺漏部分，也沒有向摩根大通要求新的投辦室管理報告書。此外，摩根大通將投辦室多次違反VaR限制情事揭露在風險報告中，然而金融管理局却没有核閱報告或質問違反VaR相關交易活動的緣由。在倫敦鯨事件被揭露後，金融管理局終於對其原先之疏失進行調查。在2012年10月，金融管理局發布一份內部報告，承認其未對投辦室多次違反風險指標一事進行徹查，另外不當允許摩根大通提交匯總的投資組合營運數據，藉以隱匿投辦室從事高風險交易活動的行爲<sup>32</sup>。

## 沃爾克法則 (Volcker Rule) 的啓示

沃爾克法則被引入為多德-福蘭克法案 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 的一部份，藉以限制聯邦提供保險的銀行、關聯企業與子公司進行高風險自營交易活動，進而降低銀行業風險<sup>33</sup>。然而沃爾克法則仍允許從事避險行爲。

2012年4月13日，摩根大通執行長戴蒙駁斥有關倫敦鯨事件之報導，認為媒體小題大作。此外，財務長道格拉斯更向投資者、分析師，以及社會大眾保證合成信貸組合的交易活動是出於長期投資行為，過程公開透明、經銀行風險管理人員核準，具有避險功能，且最終符合正於立法中的伏克爾法則。

然而，在業績發布日的前一天，伊娜寫信給財務長布朗斯坦 (Braunstein)，表示伏克爾法則仍在制定階段，銀行最終是否符合法規仍屬未知<sup>34</sup>。此外，銀行早先已向監管機關表明，對伏克爾法則將限制合成信貸組合衍生性金融商品交易感到擔憂。

在2012年第一季，投辦室對監管機關不實表達及隱匿合成信貸組合、未叙明合成信貸組合長期性的投資決策過程、合成信貸組合在避險中扮演之角色，以及宣稱合成信貸組合符合伏克爾法則等種種行為，誤導了投資者、監管單位以及社會大眾，導致上述利害關係人對首投室信用衍生金融商品產生錯誤印象。

## 對股價之影響

在2012年5月11日摩根大通公告交易虧損後，銀行股價下跌超過9%，從每股40.74美元跌至36.96美元<sup>35</sup>。也促使芬克爾斯坦·湯普森 (Finkelstein Thompson) 律師事務所代表摩根大通股東，針對銀行的虧損進行調查。2012年6月4日，摩根大通股價相比3月28日最高點每股46.27美元，已下跌33%來到每股31.00美元。翌日，報導指出美國監管機構會探討追回與交易損失相關員工分紅的可能性。投資者對此舉大表支持，因為他們可望用追回的分紅彌補部分的交易損失，使得股價小幅回升3%。在7月13日，在公布第二季盈餘的同時，摩根大通重編第一季盈餘，並向公眾表示媒體所報導的問題已經解決了<sup>39</sup>。投資者們知悉此事後，對銀行採取補救措施感到振奮，股價當日再度回升6%<sup>40</sup>。在公布第二季盈餘表現後，摩根大通股價持續攀升，在9月中時回到5月11日前之水平，並在2013年1月初升回2012年3月28日之高點。

## 後續發展

自從交易醜聞曝光後，投辦室管理階層也有所變動，投資長伊娜下臺並退休，並自願歸還二年的薪酬給銀行<sup>41</sup>，其它幾位投辦室的人士，包括哈維爾、布魯諾與朱利安也被解雇<sup>42</sup>。

在2012年5月宣布交易損失後，多個官方調查開始展開，摩根大通成立項目小組調查內部疏失，並提出相關措施以徹底杜絕此類事件再次發生<sup>43</sup>。美國參議院亦公開調查此事，傳喚銀行關鍵人士與收集內部證據，之後針對此事出具一份全面的調查報告<sup>44</sup>。

## 問題與討論

1. 摩根大通主要的公司治理問題為何？該如何改善摩根大通的風險管理與內部控制？與另一個美國金融機構做一個對比。
2. 請對摩根大通在醜聞爆發後和利害關係人的溝通做評論。
3. 政府在管制金融機構應扮演何種角色？請以美國與新加坡之情況進行比較。
4. 非執行與獨立董事應該對摩根大通投辦室的交易損失負責嗎？事後來說，假使您是董事會成員之一，在2012年醜聞公開爆發前，您會怎麼做？
5. “公司高層的態度對一家公司的公司治理有顯著影響”。這句話與摩根大通之交易損失有何關聯性？請解釋。
6. 違反規定的行為是有可能被避免的。若您是交易員，您會怎麼做？您覺得“吹哨子”機制是否可以防止違反規定行為的發生？

---

This is the abridged version of a case prepared by Benjamin Chua Kok Lee, Lian Jiahui, Lim Meei Shin, Vanessa Poh Yun Han and Jason Tan Jia Shen under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Trina Ling Tzi Chi under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

## 附註

- 1 JPMorgan Chase. (2008). The History of JPMorgan Chase & Co.: 200 Years of Leadership in Banking. Retrieved from <http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/document/shorthisory.pdf>
- 2 JPMorgan Chase. (2011). 2011 Annual Report. Retrieved from [http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2265496134x0x556139/75b4bd59-02e7-4495-a84c-06e0b19d6990/JPMC\\_2011\\_annual\\_report\\_complete.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2265496134x0x556139/75b4bd59-02e7-4495-a84c-06e0b19d6990/JPMC_2011_annual_report_complete.pdf)
- 3 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from [http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task\\_Force\\_Report.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf)
- 4 Zuckerman, G., & Fitzpatrick, D. (2012, August 3). J.P. Morgan 'Whale' Was Prodded. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB1000872396390443545504577565062684880158.html>
- 5 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from <http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013>
- 6 Ahmed, A. (2012, May 26). The Hunch, the Pounce and the Kill. The New York Times. Retrieved from <http://www.nytimes.com/2012/05/27/business/how-boaz-weinstein-and-hedge-funds-outsmarted-jpmorgan.html?pagewanted=all>
- 7 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from [http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task\\_Force\\_Report.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf)
- 8 Ibid.
- 9 Ibid.
- 10 Ibid.
- 11 Ibid.
- 12 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from <http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013>
- 13 Ibid.

- 14 Ibid.
- 15 DealBook. (2013, March 14). The Things Bankers Say, the London Whale Edition. The New York Times. Retrieved from <http://dealbook.nytimes.com/2013/03/14/the-things-bankers-say-the-london-whale-edition/>
- 16 Zuckerman, G., & Fitzpatrick, D. (2012, August 3). J.P. Morgan 'Whale' Was Prodded. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB10000872396390443545504577565062684880158.html>
- 17 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from <http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013>
- 18 Lenzner, R. (2013, March 15). J P Morgan Breached its Risk Limits More Than 330 Times in 2012. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/robertlenzner/2013/03/15/the-cover-up-is-always-worse-than-the-crime/>
- 19 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from [http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task\\_Force\\_Report.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf)
- 20 Financial Conduct Authority. (2013). Final Notice. Retrieved from <http://www.fca.org.uk/static/documents/final-notices/jpmorgan-chase-bank.pdf>
- 21 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from [http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task\\_Force\\_Report.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf)
- 22 Keoun, B. (2012, June 2). JPMorgan's Iksil Said to Take Big Risks Long Before Loss. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-01/jpmorgan-s-iksil-said-to-take-big-risks-long-before-loss.html>
- 23 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from <http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013>
- 24 Ibid.
- 25 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from [http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task\\_Force\\_Report.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf)

- <sup>26</sup> Kopecki, D., & Abelson, M. (2012, May 26). JPMorgan Gave Risk Oversight to Museum Head With AIG Role. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2012-05-25/jpmorgan-gave-risk-oversight-to-museum-head-who-sat-on-aig-board.html>
- <sup>27</sup> JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from [http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task\\_Force\\_Report.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf)
- <sup>28</sup> Pollack, L. (2013, June 4). This is the VaR that slipped through the cracks. Retrieved from <http://ftalphaville.ft.com/2013/04/10/1455152/this-is-the-var-that-slipped-through-the-cracks/>
- <sup>29</sup> Office of the Comptroller of the Currency. (n.d.). About the OCC. Retrieved from <http://www.occ.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html>
- <sup>30</sup> United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from <http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013>
- <sup>31</sup> Ibid.
- <sup>32</sup> Ibid.
- <sup>33</sup> Ibid.
- <sup>34</sup> Ibid.
- <sup>35</sup> United States District Court. (2012). Class Action Complaint. Retrieved from [http://securities.stanford.edu/filings-documents/1048/JPM00\\_01/2012514\\_f02c\\_12CV\\_03852.pdf](http://securities.stanford.edu/filings-documents/1048/JPM00_01/2012514_f02c_12CV_03852.pdf)
- <sup>36</sup> Finkelstein Thomspson. (2012). JP Morgan & Chase Co. Retrieved from [http://www.finkelsteinthompson.com/investigation/jp\\_morgan.php](http://www.finkelsteinthompson.com/investigation/jp_morgan.php)
- <sup>37</sup> Yahoo Finance. (2012). JPMorgan Chase & Co. (JPM) – NYSE. Retrieved from <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=JPM&a=02&b=28&c=2012&d=05&e=4&f=2012&g=d>
- <sup>38</sup> Clarke, D. & Alper, A. (2012, June 5). U.S. regulator says looking at JPMorgan clawbacks. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2012/06/05/us-jpmorgan-occ-idUSBRE8541A420120605>
- <sup>39</sup> Silver-Greenberg, J. (2012, July 13). JPMorgan Says Trading Loss Tops \$5.8 Billion; Profit for Quarter Falls 9%. The New York Times. Retrieved from <http://dealbook.nytimes.com/2012/07/13/jpmorgan-reports-second-quarter-profit-of-5-billion-down-9/>

- 40 Yahoo Finance. (2012). JPMorgan Chase & Co. (JPM) – NYSE. Retrieved from <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=JPM&a=06&b=12&c=2012&d=06&e=14&f=2012&g=d>
- 41 Kopecki, D. (2012, July 13). JPMorgan's Drew Forfeits 2 Years' Pay as Managers Ousted. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-13/dimon-says-ina-drew-offered-to-return-2-years-of-compensation.html>
- 42 Melendez, E.D. (2013, March 13). Julien Grout, Former JPMorgan Junior Trader, Challenged The London Whale. The Huffington Post. Retrieved from [http://www.huffingtonpost.com/2013/03/15/julien-grout-jpmorgan-london-whale\\_n\\_2884375.html](http://www.huffingtonpost.com/2013/03/15/julien-grout-jpmorgan-london-whale_n_2884375.html)
- 43 JPMorgan CIO. (2013, January 16). Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses. Retrieved from [http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task\\_Force\\_Report.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2407510808x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf)
- 44 United States Senate. (2013, March 15). JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses. Retrieved from <http://www.hsgac.senate.gov/download/report-jpmorgan-chase-whale-trades-a-case-history-of-derivatives-risks-and-abuses-march-15-2013>



# 波克夏海瑟威： 大衛蘇克的隕落

---

“讓公司虧錢，我能體諒理解；讓公司失信，我將毫不留情。”

—波克夏海瑟威公司董事長兼執行長，華倫巴菲特<sup>1</sup>

## 個案大綱

波克夏海瑟威公司 (Berkshire Hathaway，以下簡稱波克夏) 的董事長兼執行長華倫巴菲特 (Warren Buffett，以下簡稱巴菲特) 於2011年記者會中突然宣布，大衛蘇克 (David Sokol，以下簡稱蘇克) 基於個人原因已辭去職務，消息釋出後震驚各界。蘇克一直被外界視為巴菲特的接班人，如今閃電請辭引起了股東的質疑。消息指出蘇克曾於建議巴菲特收購路博潤公司 (Lubrizol) 前，先買進路博潤股票。儘管受到內線交易指控，蘇克堅稱其買進路博潤股票之行爲並無不法，此事件使波克夏的公司治理及良好聲譽受到懷疑。本個案主旨在就其牽涉之道德問題、內線交易、以信任為基礎之公司治理、董事會監督之有效性，以及接班計劃之重要性進行討論。

## 波克夏公司背景

波克夏是一家跨國控股公司，由波克夏精紡協會 (Berkshire Fine Spinning Associates) 及海瑟威製造公司 (Hathaway Manufacturing Company) 於1955年合併而成<sup>2</sup>。在1962年，巴菲特開始 (以其認為被低估的價格) 買進波克夏的股票，並於1967年成為該公司之最大股東。停止公司之紡織業務後，巴菲特利用波克夏作為投資主體，對其它公司進行收購，多以保險業公司為主。也讓波克夏擴展為多元化公司<sup>3</sup>。在1965年至2011年期間，波克夏在公司股票價格表現上持續優於市場<sup>4</sup>，並於2012年被富比士 (Forbes) 評比為中成為全美國最有信譽的公司之一<sup>5</sup>。

## 以信任為基礎的公司治理<sup>6</sup>

儘管規模龐大，波克夏的公司治理結構却相對簡單，即以信任為基本原則。有鑒於巴菲特始終認為公司是靠合伙人間的信任關係方能運作，以信任為基礎的公司治理方式並不令人感到訝異。此獨特的治理方式亦體現於波克夏實際的公司運作。

波克夏公司資本集中於總部，如何運用及投資其底下營運單位賺得之現金流，完全端看巴菲特一人的決定，有時巴菲特會諮詢他的長期合伙人查理芒格(Charlie Munger)，但他的決定卻從未被任何委員會審核過。而波克夏也沒有正式的投資委員會的編組來檢視核閱資金分配決策。各營運單位之營運決策由各單位管理階層自行決定，無需與總部咨商，甚至無需繳交各單位預算及長期計劃。上述營運模式顯示公司總部信任各管理階層之正直性。

此外，波克夏的內部控制機制極少，公司委員會未對收購之決策實施詳盡調查，且董事會很少檢視核閱收購決定，大多數收購決策皆由巴菲特一人決斷。

查理芒格形容波克夏之公司治理系統為“一張值得信賴，無縫的網”，並認為此系統幫助公司從1965年資本一千萬美元成長至2011年二千億美元<sup>7</sup>。

## 蘇克崛起

蘇克原為中美能源公司 (MidAmerican Energy) 執行長<sup>8</sup>，1999年波克夏收購中美能源公司，從1999年至2011年間，蘇克展現了他卓越的管理績效，使外界猜測蘇克為最有可能接替巴菲特的候選人。在蘇克的領導下，原先表現不佳的佳斯邁威 (Johns Manville) 公司及利捷 (NetJets) 公司營運逐漸回到正軌，更強化蘇克在波克夏中“明星球員”的地位<sup>9</sup>。此外，蘇克也在波克夏選擇某些收購目標的過程中扮演着不可或缺的角色。2010年起，蘇克參與波克夏篩選向外收購目標的任務<sup>10</sup>，進而導致往後一連串事件，而這也成為蘇克爭議性辭職事件的起點。

## 收購路博潤公司<sup>11</sup>

收購路博潤之交易起始於2010年底，當時花旗(Citigroup)的投資銀行家們提供給蘇克一份潛在收購目標列表，列表內容列出他們認為波克夏可能感興趣的化工公司。整份清單中蘇克僅選擇了路博潤一家公司，並委託投資銀行家們對路博潤的執行長表示波克夏收購路博潤之意願。在蘇克的要求下，花旗銀行隨後安排了路博潤的執行長詹姆士 (James Hambrick) 與蘇克會面，蘇克即代表波克夏出席此次會談。

2011年1月中旬，蘇克向巴菲特報告其與路博潤執行長之會談，並建議收購路博潤公司，對談中，巴菲特詢問蘇克是利用何種管道知曉路博潤公司，蘇克回復他持有路博潤的公司股份，然而，却没有提及他買進股份的金額及時間點。2011年1月25日，蘇克再度與詹姆士會面，並於隔日向巴菲特報告會談內容。一個多禮拜後，巴菲特親自與詹姆士會面協商收購條件，並於2011年3月14日宣布併購協議，最終波克夏同意以九十億美元收購路博潤公司。

當花旗的代表前來祝賀巴菲特這項併購案時，他透露花旗在這次合併中扮演的角色。這促使了波克夏展開相關調查，並進一步發現蘇克在合併案提出的前幾天所購買之路博潤股份，在這併購案中成功後獲得高達三百萬美元的巨額利潤<sup>12</sup>。此事公開後，蘇克隨即被公眾指控濫用其在波克夏職位獲得內幕消息，以私人持股方式進行內線交易獲取不當利益。

## 蘇克反駁

蘇克閃電辭職引起眾多猜疑，為了捍衛自身名譽，蘇克於2011年3月31日答應接受CNBC採訪，訪談中，他提出以下說法<sup>13</sup>。

首先，買進股份是基於他的個人決定，而非基於建議巴菲特收購路博潤所造成之潛在併購機會。其次，他買進路博潤股份時對波克夏有意收購路博潤並不知情。此外，蘇克辯稱其並未利用任何花旗所提供之內幕消息，並強調花旗所提供的資訊皆為公開資訊，個人購買股票之行為是為進行個人家庭的財富管理。最後，巴菲特在波克夏一人掌控投資決定權，因此蘇克認為他對路博潤的收購決策並無控制權，指控他進行內線交易並不公平。

## 審計委員會報告

蘇克辭職後，波克夏之審計委員會決議調查此事，並對蘇克辭職事件發表公開說明。2011年4月底<sup>14</sup>，波克夏發布一份長達十八頁的報告，報告中審計委員會批判蘇克買進路博潤股份之行爲，並概述蘇克的行爲違反公司政策及法律之原因。

首先，該交易違反波克夏公司內部交易政策及程序之規範，規範中明定當握有公開公司重大資訊時，不得與其進行私人交易。儘管巴菲特的收購決策有其重大不確定性，從蘇克在花旗的清單中選擇路博潤的那一天起，他即應放棄與路博潤進行私人交易。

此外，蘇克亦違反了波克夏的商業行爲與道德規範。當蘇克已知路博潤考慮收購計劃後，收購成功的可能性即提高，該資訊雖非重大，却有其機密性，因此波克夏的商業行爲與道德規範中明文禁止此行爲。蘇克利用此機會達成其個人利益亦違反規範，甚至可能玷污波克夏的名譽，使其進行敵意收購，並削弱日後潛在合作伙伴對波克夏之信任。

最後，蘇克並未履行職責對此交易作充分的揭露，這行徑不僅違反公司規範，亦違反特拉華州 (Delaware) 法律，依據法律規範，任何可合理預期將產生利益衝突及個人利益之交易皆需充分揭露。

## 巴菲特選任接班人之挑戰

蘇克辭職不僅引發一波對波克夏公司治理實務及制度相關之批評，此外，波克夏的繼任問題又再度引起熱議。

在事件爆發前，蘇克原爲巴菲特接班人的熱門人選，如今接班規劃問題再度成爲波克夏投資者的關心議題<sup>15</sup>。隨着蘇克辭職，巴菲特的接班人問題及選擇過程之有效性問題再度被提起，盡管巴菲特一再向大眾保證波克夏已經準備好交替<sup>16</sup>，並已確定一名接班候選人及兩名候補接班人，但因此宣告尚有待觀察，且高齡82歲的巴菲特已於2012年4月11日被診斷出患有前列腺癌<sup>17</sup>，因此接班問題仍引起許多人的焦慮。2012年5月5日，一項關於將接任政策記錄並詳細揭露的股東提案被否決<sup>18</sup>，董事會認爲正式公布公司的接班計劃並沒有任何好處。

然而對良好的公司治理而言，一個清楚的接班計劃是必要的。波克夏真正的難題在於如何有效率地選擇候選人並執行無縫交替，將權力交接給適當的接班人，接班人至少需能保持公司文化及波克夏的傑出表現。

## 波克夏的下一步

蘇克的醜聞事件為巴菲特及波克夏董事點出波克夏公司治理系統的幾個問題。波克夏公司總個治理結構是否應該改變？公司是否需要有更多內部控制？蘇克或其他高階管理階層是否曾從事類似交易行為，却因為薄弱的內控系統未被察覺？波克夏是否需要重組董事會，並賦予其監督執行長與其決策之權利？

鑒於上述擔憂，巴菲特與董事會的當務之急是確保公司聲譽，畢竟，耗費二十年建立起的聲譽，只需要五分鐘即可將其摧毀。

## 事件結局

1月上旬，美國證券交易委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission) 撤銷對蘇克的調查。根據蘇克的律師所言，由於沒有證據，蘇克已完全排除其嫌疑<sup>19</sup>。

## 問題與討論

1. 蘇克之行爲是否不道德？美國證券交易委員會放棄追查蘇克，是否代表波克夏與社會大眾對蘇克不公？
2. 此事件是否與波克夏目前公司治理制度有關？要如何修改其公司治理制度以避免此類事情再度發生？
3. 公司如何在給明星管理階層（如：蘇克）適當自由與監督間取得平衡？
4. 爲什麼投資者擔心波克夏的接班人計劃？董事會該如何解決此問題？

---

This is the abridged version of a case prepared by Chan Ying Ying, Grace Foo Mao Jia, Rachel Goh Yi Ling, Lui Wing Kee, Sebastian Joseph Widodo, Tan, Francis de Jesus, Annis Teo Zhen Ni under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Rachel Goh Yi Ling under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

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

## 附註

- <sup>1</sup> Buffett, Warren, Opening Statement before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Energy and Commerce Committee of the U.S. House of Representatives. 4 Sep 1991.
- <sup>2</sup> Berkshire Hathaway, 20 Feb 2012, Financial Information, World Finance, <<http://finance.mapsofworld.com/company/b/berkshire-hathaway.html>> accessed 23 Dec 2012
- <sup>3</sup> Ibid.
- <sup>4</sup> Reeves, Jeff, Are the Best Days of Berkshire and Buffett Behind Us?, 25 Feb 2012, InvestorPlace. <<http://www.investorplace.com/2012/02/are-the-best-days-of-berkshire-and-buffett-behind-us/>> accessed 23 Dec 2012
- <sup>5</sup> Smith, Jacquelyn, America's Most Reputable Companies, 4 Apr 2012, Forbes, <<http://www.forbes.com/sites/jacquelynsmith/2012/04/04/americas-most-reputable-companies/3/>> accessed 23 Dec 2012
- <sup>6</sup> Extensive reference to "Berkshire Hathaway: The Role of Trust in Governance" by Larcker and Tayan, 28 May 2010, Stanford Graduate School of Business, was made in creating this section.
- <sup>7</sup> Wesco Financial, Annual Meeting 2007. Cited in: Outstanding Investor Digest, Vol. XXI, No. 1 & 2, 29 Feb 2008.
- <sup>8</sup> The Resignation of David Sokol: Mountain or Molehill for Berkshire Hathaway?, 21 Apr 2011, Stanford Graduate School of Business.
- <sup>9</sup> Dumaine, Brian, Warren Buffett's Mr. Fix-It: Full Version, 2 Aug 2010, CNN Money, <[http://money.cnn.com/2010/07/29/news/companies/buffets\\_mr\\_fixit\\_full.fortune/index.htm](http://money.cnn.com/2010/07/29/news/companies/buffets_mr_fixit_full.fortune/index.htm)> accessed 23 Dec 2012
- <sup>10</sup> Trading in Lubrizol Corporation Shares by David L. Sokol, 26 Apr 2011, The Audit Committee of Berkshire Hathaway Inc,
- <sup>11</sup> Extensive reference to the Trading in Lubrizol Corporation Shares by David L. Sokol, 26 Apr 2011, The Audit Committee of Berkshire Hathaway Inc, was made in creating this section.
- <sup>12</sup> Barrett, Paul, How Warren Buffett Protégé David Sokol Lost His Way, 28 Apr 2011, Bloomberg Businessweek., <[http://www.businessweek.com/magazine/content/11\\_19/b4227050988120.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/11_19/b4227050988120.htm)> accessed 23 Dec 2012

- 13 Crippen, Alex, CNBC Transcript: David Sokol Defends His Controversial Lubrizol Stock Purchases, 1 Apr 2011. CNBC, <[http://www.cnbc.com/id/42365586/CNBC\\_TRANSCRIPT%20David\\_Sokol\\_Defends\\_His\\_Controversial\\_Lubrizol\\_Stock\\_Purchases](http://www.cnbc.com/id/42365586/CNBC_TRANSCRIPT%20David_Sokol_Defends_His_Controversial_Lubrizol_Stock_Purchases)> accessed 23 Dec 2012
- 14 Trading in Lubrizol Corporation Shares by David L. Sokol, 26 Apr 2011, The Audit Committee of Berkshire Hathaway Inc.,.
- 15 Lemer, Jeremy, Buffett Heir Apparent Sokol Resigns, 31 Mar 2011. Financial Times <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4d406ba2-5b18-11e0-b2a1-00144feab49a.html#axzz2G61ehppU>> accessed 23 Dec 2012
- 16 Ng, Serena, "Berkshire Brings Clarity, if not Names, to Buffett Succession Plan", 26 Feb 2012. The Wall Street Journal, <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203960804577244973811340012.html>> accessed 23 Dec 2012
- 17 Trotman, Andrew, 'Warren Buffett Diagnosed with Prostate Cancer' 17 Apr 2012. The Telegraph, <<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/9210456/Warren-Buffett-diagnosed-with-prostate-cancer.html>> accessed 23 Dec 2012
- 18 Berkshire Hathaway Proxy Statement for Annual Meeting of Shareholders. 5 May 2012.
- 19 Prasa, Sakthi, "The SEC Dropped Its Probe Of Ex-Berkshire Exec David Sokol", 4 January 2013. Business Insider, <http://www.businessinsider.com/sec-drops-case-against-david-sokol-2013-1>> accessed 17 Jan 2013. tt, Warren, Opening Statement before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Energy and Commerce Committee of the U.S. House of Representatives. 4 Sep 1991.



# 大帆避險基金：內線交易

---

## 個案大綱

大帆船避險基金 (Galleon) 內線交易 (insider trading) 案為華爾街 (Wall Street) 史上最大的內線交易案之一，涉及高盛 (Goldman Sachs) 與寶潔 (Procter & Gamble) 二家國際性公司之商業機密泄露問題，進而導致二位著名商業領導人顧磊傑 (Rajat Gupta) 與拉傑·拉賈拉特男 (Raj Rajaratnam，以下簡稱拉傑) 失勢。顧磊傑本為一位受到高度敬重且具影響力的商業人士，案件爆發後被控一項共謀與五項證券詐欺罪名，信譽掃地。本案主旨在探討內線交易、董事職責，以及擔任多家公司董事職務之相關議題。

## 顧磊傑生平簡介

顧磊傑為著名美國商業人士，是首位擔任麥肯錫商務諮詢顧問公司 (McKinsey & Company，以下簡稱麥肯錫)<sup>1</sup> 的印度裔執行董事，曾因此聲名大噪。盡管出身並非顯赫，顧磊傑在求學階段却表現傑出，取得哈佛大學商學院 (Harvard Business School) 工商管理碩士學位後<sup>2</sup>，顧磊傑在1973年進入麥肯錫公司，1994年成為公司執行董事，並擔任印度商學院 (Indian School of Business)、美國印度基金會 (American India Foundation)，以及攀緣工業溶劑公司 (Scandent)<sup>3</sup> 的共同創辦人。也正是這時候，他結識華爾街許多富裕的投資銀行家<sup>4</sup>，顧磊傑的共犯拉傑後來宣稱“顧磊傑本是億萬富豪之流，然而他却想擠進十億萬富豪之圈子”<sup>5</sup>。

顧磊傑亦擔任多家公司的董事職位，包括高盛、寶潔、美國航空公司 (AMR Corporation)、簡伯特 (Genpact Limited) 與哈曼國際工業公司 (Harman International Industries)<sup>6</sup>。他也在教育機構及非營利組織擔任董事，包括哈佛大學商學院與蓋茲基金會 (Gates Foundation)<sup>7</sup>，此外，他仍保留麥肯錫名譽資深合伙人的身份<sup>8</sup>。

## 顧磊傑與拉傑之友誼

與顧磊傑不同，拉傑出身於斯里蘭卡 (Sri Lanka) 的富裕家庭，從小接受英語教育，畢業於華頓商學院 (Wharton Business School)，擁有工商管理碩士學位<sup>9</sup>。拉傑創立世界上最大的避險基金管理公司大帆避險基金，在公司於2009年10月因弊案爆發而沒落前<sup>10</sup>，擔任該公司避險基金經理人與合伙人，同時兼任大帆科技基金 (Galleon Tech Fund) 之管理階層及投資組合經理人<sup>11</sup>。與顧磊傑一樣，拉傑的名字在華爾街也是相當響亮。

顧磊傑於2006年投資及合資私人企業泰姬資本公司 (Taj Capital) 與新絲路 (New Silk Route Partners) 公司，因而與拉傑結緣，二人迅速地發展好友與商業合伙人關係<sup>12</sup>。此後顧磊傑頻繁地造訪拉傑辦公室<sup>13</sup>，關係之友好可見一斑。

據稱在發生內線交易之期間，拉傑委任顧磊傑擔任大帆避險基金的董事長，並給予顧磊傑該公司股份<sup>14</sup>，此外，顧磊傑亦投資大帆避險基金旗下至少兩個基金，投資金額約一千萬美元<sup>15</sup>。

## 事件過程

### 2007年3月12日

顧磊傑在大帆避險基金的處所參與高盛審計委員會的電話會議<sup>16</sup>，會議中委員會曾討論高盛公司第一季公司盈餘，該盈餘超乎分析師預期<sup>17</sup>，並預計於會議隔日發表公告。會議結束後約25分鐘，拉傑利用公司基金購買高盛公司三十五萬股股份<sup>18</sup>，翌日高盛公司發布盈餘公告後，該公司股價每股上漲超過2美元，大帆避險基金藉此獲得可觀利潤<sup>19</sup>。

### 2008年6月10日

高盛公司的執行長勞埃德·布蘭克芬 (Lloyd Blankfein) 曾告知顧磊傑，該公司第二季盈餘會大幅超越分析師預期<sup>20</sup>，據稱顧磊傑曾對拉傑通風報信高盛公司盈餘的相關消息。隔日早晨開市幾分鐘後，拉傑透過大帆避險基金旗下基金購買高盛公司7,350股價外期權 (out-of-the-money call option)，並買入三十五萬股高盛股票<sup>21</sup>。2008年6月17日，當高盛宣布公司第二季盈餘後，拉傑將上述投資售出，獲利高達一千九百萬美元<sup>22</sup>。

## 2008年7月29日

顧磊傑在與拉傑的電話會議中，透露高盛公司董事會之商業機密，告知其可能收購美聯銀行 (Wachovia) 或美國國際集團 (American International Group) 之公司決策<sup>23</sup>。

## 2008年9月23日

顧磊傑使用其手機參加高盛公司董事會之電話會議，會議過程中，在金融危機的風暴下，董事會決議批准波克夏海瑟威 (Berkshire Hathaway) 五十億美元之投資<sup>24</sup>，在下午3點54分，決議通過後不到十六秒，顧磊傑即致電拉傑並透露此消息<sup>25</sup>。在下午3點58分，股票市場收盤前兩分鐘<sup>26</sup>，拉傑指示大帆避險基金以旗下基金買入高盛公司二十一萬七千兩百股股份，總額約二千七百萬美元。

股市收盤後，高盛公開發布波克夏海瑟威投資之訊息<sup>27</sup>，翌日早晨，公司以每股128.44美元開盤，比起前一日125.05美元的收盤價<sup>28</sup>，每股上漲超過3美元，大帆避險基金隨即售出其持有之二十一萬七千兩百股股份，賺進約八十四萬美元之利潤<sup>29</sup>。

## 2008年10月23日

顧磊傑在董事會電話會議中，從高盛之高階主管得知當季財務報告狀況<sup>30</sup>，根據公司內部財務分析，公司當季（截止至2008年11月28日）每股將虧損2美元，比市場預期地更為嚴重，亦是公司上市以來第一次發生虧損<sup>31</sup>。會議結束後二十三秒，顧磊傑即將此負面的財務訊息致電拉傑<sup>32</sup>，隔日股市開盤後，大帆科技基金開始拋售其持有之高盛公司股份，拋售約十五萬股，避免了數百萬美元的損失<sup>33</sup>。

## 2009年1月29日

顧磊傑在寶潔當季財務報告發布前一日的早上9點出席寶潔公司之審計委員會會議<sup>34</sup>。

盈餘結果初稿中，公司預期其當年會計年度的銷售將成長2到5%，此預測比先前寶潔所公布的預測較差<sup>35</sup>。據稱顧磊傑於當日下午1點18分將這消息告知拉傑<sup>36</sup>。不久後，在2點52分，大帆避險基金開始利用其基金賣空寶潔十八萬股股票<sup>37</sup>，獲取超過五十七萬美元利益<sup>38</sup>。

### **2010年7月1日**

顧磊傑成爲國際商會 (International Chamber of Commerce) 之董事長。華爾街日報於2010年4月揭露顧磊傑正接受聯邦調查，然而該消息並未動搖國際商會讓顧磊傑進入董事會之決定。此外，顧磊傑仍保有其寶潔、美國航空、哈曼國際工業公司與其他公司之董事職位<sup>39</sup>。

### **2011年3月1日**

美國證券交易委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission, 以下簡稱證管會) 針對顧磊傑牽涉到與拉傑相關的內線交易行爲提起行政訴訟<sup>40</sup>。顧磊傑堅決否認證管會之指控，並反訴該項指控不僅不公且侵犯人權<sup>41</sup>。在8月4日，證管會撤銷其訴訟<sup>42</sup>。

### **2011年10月13日**

拉傑因這幾十年來最大的內線交易案被判刑坐牢十一年<sup>43</sup>、罰款一千萬美元，並將其名下五千三百八十萬美元充公<sup>44</sup>。

### **2011年10月26日**

顧磊傑向聯邦調查局 (Federal Bureau of Investigation) 自首後被逮捕，遭起訴一項共謀與五項證券詐欺罪名，刑期最高可達一百零五年<sup>45</sup>。其後檢察官針對顧磊傑在2007年3月12日在大帆避險基金處所，涉嫌泄露高盛公司審計委員會會議內容，額外再起訴一項證券詐欺罪名<sup>46</sup>。

顧磊傑對所有指控皆不認罪，被限制出境後以一千萬美元保金交保候傳<sup>47</sup>，委任律師仍堅稱其無罪<sup>48</sup>。

## 顧磊傑卸下各家公司董事職務

### 高盛

在證管會提起行政訴訟前，顧磊傑即決定將不參選高盛公司2010年3月董事會之董事競選<sup>49</sup>。高盛公司董事長兼執行長勞埃德 (Lloyd C. Blankfein) 在新聞稿中表示顧磊傑之建議與對公司文化之了解對公司有巨大幫助<sup>50</sup>。然而勞埃德在顧磊傑審判中以證人身份出席時，承認在顧磊傑辭職前對顧磊傑和拉傑的關係略有察覺，但表示顧磊傑下臺後他對此事才多所了解<sup>51</sup>。儘管當時有所察覺，高盛並未採取任何舉動。

### 寶潔

寶潔在其提交之監管文件與新聞稿中表示，顧磊傑自2011年3月1日起已自動辭去董事職位，避免造成寶潔董事會與其業務焦點被模糊<sup>52</sup>。

公司與董事會在前幾周即預料到證管會將對顧磊傑提出民事訴訟<sup>53</sup>，儘管顧磊傑曾經向公司提交親筆聲明，保證這指控沒有依據，寶潔以股東的利益為由，並未通知股東該事件，並認為此事件並非屬重大訊息也因此不需要揭露<sup>54</sup>。

### 美國航空與哈曼國際工業公司

自寶潔辭職後，顧磊傑仍保留其於美國航空與哈曼國際工業公司之董事職務，上述二間公司之發言人對其行為表示不予置評<sup>55</sup>。

2011年3月7日，顧磊傑辭去美國航空及其子公司<sup>56</sup>，以及哈曼國際工業公司之董事職務<sup>57</sup>。

### 麥肯錫

儘管顧磊傑仍保有其於麥肯錫之名譽合伙人身份，有自己的辦公室與助手，弊案爆發後，麥肯錫發言人表示，公司與顧磊傑間之事業關係已不復存在<sup>58</sup>。

### 簡伯特

顧磊傑為簡伯特之董事長，在事件爆發後公司仍公開對其表示支持，並於聲明稿中表示顧磊傑對公司有高度貢獻，在公司治理上亦有高度正直性<sup>59</sup>，除證實其將繼續留任董事長外，公司將不再做任何聲明<sup>60</sup>。然而2011年3月4日，顧磊傑自動向簡伯特請辭其董事職務<sup>61</sup>。

## 印度商學院

與簡伯特相同，印度商學院亦表示將支持顧磊傑，認為未來調查結果必會為他平反，將繼續委任其作為印度商學院執行董事會的主席<sup>62</sup>。印度內外對此項人事案爭議不休，因為顧磊傑辭去所有美國相關機構的董事職務，然而却仍是印度相關機構之董事<sup>63</sup>。儘管有印度商學院的支持，顧磊傑於2011年3月21日辭去印度商學院董事職務<sup>64</sup>。

到2011年4月為止，顧磊傑已辭去所有他曾經擔任之董事職務。

## 罪名成立

顧磊傑的審判從2012年5月22日開始，6月15日時，他被判一項共謀，而五項證券詐欺中有三項罪名成立<sup>66</sup>。

10月24日，顧磊傑被判處有期徒刑兩年，並科罰款五百萬美元<sup>67</sup>。內線交易罪名成立後，顧磊傑的名聲一落千丈，結束其輝煌多年的商業生涯。

## 問題與討論

1. 請評析顧磊傑在各公司董事會擔任之職務。
2. 假若證管會之指控為真，請討論顧磊傑身為董事之責任及應採取之行動。
3. 請討論當董事面臨不法指控時，自願請辭與被辭退之差異。
4. 請就各公司對證管會控告顧磊傑一事之反應進行討論。各公司採取之行動是否合乎股東最大利益？公司該如何決議是否向股東及社會大眾揭露此事？
5. 若本案在你的國家發生，若有犯法將會觸犯哪條法律？將處以何種罰則？

---

This is the abridged version of a case prepared by Pham Yen Thanh, Phung Phuong Thanh, Shen Yange, Chen Dan and Catherine Li Xiaoshuo under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Mabel Lynn Leong Jia Jia under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

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

## 附註

- 1 Rajat Gupta, CrunchBase, <<http://www.crunchbase.com/person/rajat-gupta-4>> Accessed 20 Nov 2012
- 2 Helyar, John. Hymowitz, Carol. Srivastava, Mehul, Gupta Secretly Defied McKinsey Before SEC Tip Accusation, 18 May 2011. Bloomberg Markets Magazine, <<http://www.bloomberg.com/news/2011-05-17/gupta-secretly-defied-mckinsey-before-sec-s-tipster-accusation.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 3 Sreenivasan, Sreenath, The Superboss – How did McKinsey’s Rajat Gupta become the first Indian-born CEO of a \$1.3 billion US transnational?, 22 Apr 1994, Business Today, <<http://www.sree.net/stories/bt-gupta.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 4 Helyar, John. Hymowitz, Carol. Srivastava, Mehul, Gupta Secretly Defied McKinsey Before SEC Tip Accusation, 18 May 2011. Bloomberg Markets Magazine, <<http://www.bloomberg.com/news/2011-05-17/gupta-secretly-defied-mckinsey-before-sec-s-tipster-accusation.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 5 Andrews, Suzanna, “How Rajat Gupta came undone”, 19 May 2011, Bloomberg Businessweek. <[http://www.businessweek.com/magazine/content/11\\_22/b4230056624680.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/11_22/b4230056624680.htm)> Accessed 20 Nov 2012
- 6 Bloomberg Businessweek, Rajat Gupta: Executive Profile & Biography, Bloomberg Businessweek. <<http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=162849&ticker=SBER03:RM&previousCapId=26939507&previousTitle=Zurich%20International%20%28Bermuda%29%20Ltd>> Accessed 20 Nov 2012
- 7 Ibid.
- 8 Ibid.
- 9 Mehta, Suketu., The Outsider, 23 Oct 2011, Newsweek Magazine, <<http://www.thedailybeast.com/newsweek/2011/10/23/exclusive-raj-rajaratnam-reveals-why-he-didn-t-take-a-plea.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 10 Galleon to Wind Down Hedge Funds, 21 Oct 2009, The Wall Street Journal. <<http://blogs.wsj.com/dispatch/2009/10/21/galleon-to-wind-down-hedge-funds/>> Accessed 20 Nov 2012
- 11 Fedarcyk, Janice, Hedge Fund Founder Raj Rajaratnam Sentenced in Manhattan Federal Court to 11 Years in Prison for Insider Trading Crimes, 13 Oct 2011, Federal Bureau of Investigation. <<http://www.fbi.gov/newyork/press-releases/2011/hedge-fund-founder-raj-rajaratnam-sentenced-in-manhattan-federal-court-to-11-years-in-prison-for-insider-trading-crimes>> Accessed 20 Nov 2012

- 12 Scannell, Kara, Insider Trading Trial Star Witness Challenged, 17 Mar 2011. Financial Time,. <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/454a8b58-4ffb-11e0-9ad1-00144feab49a.html#axzz2CjBEEC9u>> Accessed 20 Nov 2012
- 13 Lattman, Peter, Ex-Goldman Director accused of passing illegal tips, 1 Mar 2011, New York Times, <<http://dealbook.nytimes.com/2011/03/01/former-goldman-director-charged-with-insider-trading/>> Accessed 20 Nov 2012
- 14 Gupta helped promote Rajaratnam funds -trial witness, 31 May 2012, Reuters, <<http://www.reuters.com/article/2012/05/31/goldman-gupta-idUSL1E8GVBKC2012051>> Accessed 20 Nov 2012
- 15 Rajat Gupta faces more insider-trading charges, 1 Feb 2011, Andhra Headlines <<http://www.andhraheadlines.com/nri/rajat-gupta-faces-more-insider-trading-charges-7-95695.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 16 Hurtado, Patricia, Gupta Joined Goldman Board Call From Galleon's Office, U.S. Says, 1 Feb 2012. Bloomberg. <<http://www.bloomberg.com/news/2012-01-31/u-s-prosecutors-file-new-indictment-against-rajat-gupta.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 17 Ibid.
- 18 Ibid.
- 19 Ibid.
- 20 SEC Files Insider Trading Charges against Rajat Gupta - SEC Brings New Charges against Raj Rajaratnam, 26 Oct 2011, Securities and Exchange Commission. <<http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-223.htm>> Accessed 20 Nov 2012
- 21 Ibid.
- 22 Ibid.
- 23 Grocer, Stephen, Rajat Gupta's Career in a Timeline, 15 Jun 2012, Deal Journal, <<http://blogs.wsj.com/deals/2012/06/15/rajat-guptas-career-in-a-timeline/>> Accessed 20 Nov 2012
- 24 Bharara, Preet, Rajat Gupta Indictment, 26 Oct 2011, United States Attorney's Office, Southern District of New York. <<http://www.justice.gov/usao/nys/pressreleases/October11/guptarajatindictmentpr.pdf>> Accessed 20 Nov 2012
- 25 Ibid.
- 26 Ibid.
- 27 Ibid.



- 28 United States of American vs Rajat K. Gupta Indictment. 26 Oct2011, Financial Times. <<http://www.ft.com/intl/cms/4ba585be-ffe3-11e0-8441-00144feabdc0.pdf>> Accessed 20 Nov 2012
- 29 Ibid.
- 30 Ibid.
- 31 Ibid.
- 32 Ibid.
- 33 Ibid.
- 34 Ibid.
- 35 Ibid.
- 36 Ibid.
- 37 Ibid.
- 38 SEC Files Insider Trading Charges against Rajat Gupta - SEC Brings New Charges against Raj Rajaratnam". 26 Oct 2011. Securities and Exchange Commission. <<http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-223.htm>> Accessed 20 Nov 2012
- 39 Andrews, Suzanna, How Rajat Gupta came undone, 19 May 2011, Bloomberg Businessweek <[http://www.businessweek.com/magazine/content/11\\_22/b4230056624680.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/11_22/b4230056624680.htm)> Accessed 20 Nov 2012
- 40 Van Voris, Bob & Gallu, Joshua, Rajat Gupta, SEC Agree to Drop Galleon-Related Suit, Administrative Action, 5 Aug 2011, Bloomberg, <<http://www.bloomberg.com/news/2011-08-04/rajat-gupta-sec-agree-to-drop-galleon-related-suit-administrative-action.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 41 Ibid.
- 42 Commission Announcements, 5 Aug 2011, U.S Securities and Exchange Commission, "<<http://www.sec.gov/news/digest/2011/dig080511.htm>>Accessed 20 Nov 2012.
- 43 United States of American vs Rajat K. Gupta Indictment, 26 Oct 2011. Financial Times. <<http://www.ft.com/intl/cms/4ba585be-ffe3-11e0-8441-00144feabdc0.pdf>> Accessed 20 Nov 2012
- 44 Ibid.
- 45 Rajat Gupta arrested, charged with securities fraud, 26 Oct 2011. The Times of India. <[http://articles.timesofindia.indiatimes.com/2011-10-26/us/30323840\\_1\\_rajat-gupta-raj-rajaratnam-preet-bharara](http://articles.timesofindia.indiatimes.com/2011-10-26/us/30323840_1_rajat-gupta-raj-rajaratnam-preet-bharara)> Accessed 20 Nov 2012

- 46 Hurtado, Patricia, Gupta Joined Goldman Board Call From Galleon's Office, U.S. Says, 1 Feb 2012, Bloomberg, <<http://www.bloomberg.com/news/2012-01-31/u-s-prosecutors-file-new-indictment-against-rajat-gupta.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 47 Popper, Nathaniel. Pfeifer, Stuart, Former Goldman Sachs director Rajat Gupta arrested, 27 Oct 2011, Los Angeles Times, <<http://articles.latimes.com/2011/oct/27/business/la-fi-1027-gupta-charges-20111027>> Accessed 20 Nov 2012
- 48 Ibid.
- 49 Rajat K. Gupta will not stand for re-election to the Goldman Sachs Board of Directors 19 Mar 2010, Goldman Sachs Press Releas. <<http://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/archived/2010/rajat-gupta.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 50 Ibid.
- 51 Lattman, Peter. Ahmed, Azam, Goldman Sachs Chief Gets Starring Role at Galleon Trial, 23 Mar 2011, New York Times. <<http://dealbook.nytimes.com/2011/03/23/goldman-chief-gets-starring-role-at-galleon-trial/>> Accessed 20 Nov 2012
- 52 Response to Allegations against Mr. Rajat Gupta, 1 Mar 2011. Procter Gamble Press Release. <<http://news.pg.com/blog/company-strategy/response-allegations-against-mr-rajat-gupta>> Accessed 20 Nov 2012
- 53 Eaglesham, Jean. Pulliam, Susan, Gupta stayed on after SEC letter, 26 Mar 2011, The Wall Street Journal. <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703696704576223060855122544.html>> Accessed 20 Nov 2012
- 54 Ibid.
- 55 Ibid.
- 56 Form 8-K SEC Filing, 7 Mar 2011, United States Securities Exchange Commission. <[http://yahoo.brand.edgar-online.com/EFX\\_dll/EDGARpro.dll?FetchFilingHtmlSection1?SectionID=7780208-821-3524&SessionID=mN3HHSCk0tpmo47](http://yahoo.brand.edgar-online.com/EFX_dll/EDGARpro.dll?FetchFilingHtmlSection1?SectionID=7780208-821-3524&SessionID=mN3HHSCk0tpmo47)> Accessed 20 Nov 2012
- 57 Form 8-K SEC Filing, 7 Mar 2011, United States Securities Exchange Commission. <<http://apps.shareholder.com/sec/viewerContent.aspx?companyid=HAR&docid=7781528>> Accessed 20 Nov 2012
- 58 McCool, Grant. Aubin, Dena, McKinsey in uncomfortable Rajaratnam trial glare, 30 Mar 2011, Reuters, <<http://www.reuters.com/article/2011/03/30/us-galleon-rajaratnam-mckinsey-idUSTRE72T4GK20110330>> Accessed 20 Nov 2012
- 59 Popper, Nathaniel, Rajat Gupta, former Goldman Sachs director, faces SEC accusations, 2 Mar 2011, Los Angeles Times, <<http://articles.latimes.com/2011/mar/02/business/la-fi-goldman-sec-gupta-20110302>> Accessed 20 Nov 2012

- <sup>60</sup> Joseph, Lison. Sood, Varum, Genpact, IIT, ISB keep the faith in Rajat Gupta, 3 Mar 2011, Daily News & Analysis, <[http://www.dnaindia.com/money/report\\_genpact-iit-isb-keep-the-faith-in-rajat-gupta\\_1514714](http://www.dnaindia.com/money/report_genpact-iit-isb-keep-the-faith-in-rajat-gupta_1514714)> Accessed 20 Nov 2012
- <sup>61</sup> Form 8-K SEC Filing, 4 Mar 2011, United States Securities Exchange Commission. <[http://www.faqs.org/sec-filings/110307/Genpact-LTD\\_8-K/#b#ixzz1s1Lglyy6](http://www.faqs.org/sec-filings/110307/Genpact-LTD_8-K/#b#ixzz1s1Lglyy6)> Accessed 20 Nov 2012
- <sup>62</sup> Joseph, Lison. Sood, Varum, Genpact, IIT, ISB keep the faith in Rajat Gupta, 3 Mar 2011. Daily News & Analysis, <[http://www.dnaindia.com/money/report\\_genpact-iit-isb-keep-the-faith-in-rajat-gupta\\_1514714](http://www.dnaindia.com/money/report_genpact-iit-isb-keep-the-faith-in-rajat-gupta_1514714)> Accessed 20 Nov 2012
- <sup>63</sup> Ibid.
- <sup>64</sup> ENS Economic Bureau, Rajat Gupta quits as Indian School of Business chairman, 22 Mar 2011, The Indian Express. <<http://www.indianexpress.com/news/rajat-gupta-quits-as-indian-school-of-business-chairman/765610/2>> Accessed 20 Nov 2012
- <sup>65</sup> Hurtado, Patricia. Glovin, David, Rajat Gupta Defense Rests in U.S. Insider-Trading Trial, 13 Jun 2012, Bloomberg. <<http://www.bloomberg.com/news/2012-06-12/rajat-gupta-defense-rests-in-u-s-insider-trading-trial.html>> Accessed 20 Nov 2012
- <sup>66</sup> Bray, Chad. Rothfeld, Michael. Albergotti, Reed, Insider Case Lands Big Catch, 15 Jun 2012, The Wall Street Journal. <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303822204577468470878668722.html>> Accessed 20 Nov 2012
- <sup>67</sup> Lattman, Peter, Ex-Goldman Director to Serve 2 Years in Insider Case, 24 Oct 2012, The New York Times. <<http://dealbook.nytimes.com/2012/10/24/rajat-gupta-gets-2-years-in-prison/?emc=na.html>> Accessed 20 Nov 2012

# 綠諾國際：反向收購上市陷入困境

---

## 個案大綱

綠諾國際股份有限公司 (RINO International Corporation, 以下簡稱綠諾國際) 的股票在其極盛時期曾以高於30美元的價格成交。然而，綠諾國際並未在2010年所被揭發之具質疑性的商業行為—許多中國企業利用反向收購在美國以及加拿大上市中倖免。至於在2011年7月22日，其股票更曾跌落至0.4美元。本個案主旨乃希望能進一步深入探討關於利用反向收購在美國上市櫃的公司所使用之手段、促使上市櫃之複雜公司結構的風險以及利用反向收購在美國上市櫃的中國企業公司治理與會計相關議題。

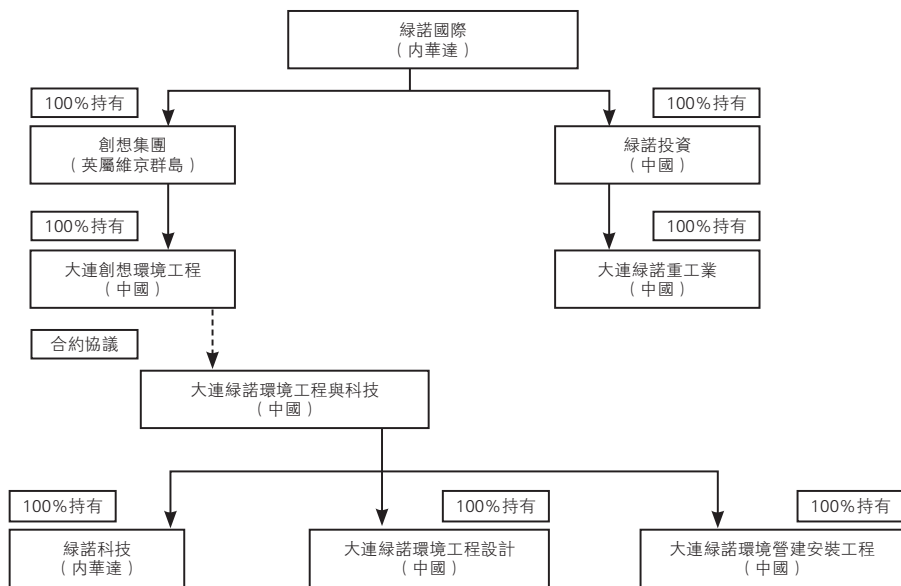
## 綠諾國際的納斯達克 (NASDAQ) 之路

對想要在美國挂牌上市的公司來說，反向收購是首次公開發行股票 (Initial Public Offerings) 的替代方法。因為這種方法的條件比公開發行股票寬鬆，使得許多中國企業，如綠諾國際，在尋求美國資本時，常用這種反向收購、借殼上市的方法。

在2006年，大連綠諾環境工程科技有限公司（大連綠諾）的執行長 (Chief Executive Officer)，鄒德軍 (Zou Dejun) 先生，開始尋求讓他的公司大連綠諾環境工程和科技有限公司 (Dalian RINO Environment Engineering Science and Technology Co. Ltd) 在美國挂牌上市的機會。經由聯係，鄒德軍找到在一家在美國內華達州的空殼公司—玉山公司 (Jade Mountain Corporation)，此公司於美國場外櫃臺交易系統 (Over-the-Counter Bulletin Board, 簡稱OTCBB) 上市，但交易不太活躍。鄒德軍遂以反向收購玉山的方式進入OTCBB。

在2007年10月5日，大連綠諾 (Dalian RINO) 以及玉山公司的反向收購藉由獨資企業<sup>1</sup>—創想集團有限公司 (Innomind Group Ltd) 以股權換置完成。首先大連綠諾發行17,899,643普通股給創想集團信託，信託的受益人是鄒德軍和他的妻子邱建萍 (Qu Jianping)，夫妻倆得以進一步掌握創想集團。當反向收購完成後，玉山公司更名為綠諾國際股份有限公司 (RINO International Corporation)<sup>2</sup> (可參見圖一綠諾集團架構)。

綠諾國際唯一的收入來源就是和在中國註冊的大連綠諾之間的合約收入。也就是說，大連綠諾100%的利潤都會被歸到由創想完全持有的子公司<sup>4</sup>。綠諾國際的董事長是邱建萍<sup>3</sup>，執行長則是鄒德軍。鄒德軍同時也是大連綠諾的執行長。除此之外，創想集團的唯一股東也是鄒德軍和他妻子邱建萍的親戚。



圖一 綠諾集團架構圖

來源：綠諾國際2009年年報

雖然在OTCBB上市帶給綠諾新的資金，但鄒德軍並不滿足，他把目標放在納斯達克上市。爲了確認綠諾符合納斯達克的挂牌規定，他採取了一些措施。在2008年，鄒德軍聘請了美國的弗雷澤弗洛斯特 (Frazer Frost) 會計師事務所，以及幫助許多家中國企業成功在納斯達克上市的羅德曼投資銀行 (Rodman & Renshaw) 作爲上市顧問。2009年七月，綠諾成功從OTCBB轉板納斯達克主板。綠諾國際在納斯達克上市前六個月，已經藉由發行股票以及權證籌措到近十億美元的資金<sup>5</sup>。

## 弊案背後的掌舵手

鄒德軍在家鄉遼寧是一個家喻戶曉的人物，更被視爲是在環境工程領域中的未來新星。他是百手起家而致富的典型案列，在取得遼寧廣播電視大學的學位之前，鄒德軍憑着自己的努力在海軍服役，退伍後至當地的機械配修廠擔任技師一職。之後，他看到污水處理業具潛力的前景，即開創他的第一個事業—大連應坤能源與環境工程公司 (Dalian Yingkun Energy and Environmental Engineering)。在2003年時，鄒德軍成立了大連綠諾並且成爲該公司的執行長<sup>6</sup>。

## 董事會組成

綠諾國際的董事會三位獨立董事—全協 (Quan Xie) 教授，肯尼斯強生 (Kennith Johnson) 和張衛國 (Zhang Weiguo)，另外還有兩個非獨立董事—鄒德軍與邱建萍<sup>7</sup>。

鄒德軍與邱建萍夫婦藉由他們的高持股數以及在其子公司擔任重要職位，對綠諾國際的管理階層與董事會產生了相當的影響力。相較之下，儘管綠諾國際的三位獨立董事背景多元，但是皆缺乏產業實務經驗。全協教授爲環境與生命科學之學者，強生是有豐富的審計查核經驗美國會計師，張衛國則是中國配方奶粉公司—聖元 (Synutra) 國際集團的運營長，負責其在美國的營運以及經營策略。

## 董事會旗下委員會

綠諾國際的董事會下轄三個委員會，而這三個委員會—審計、提名以及薪酬委員會—皆由相同成員組成：肯尼斯強生、張衛國以及全協。委員會的組成符合納斯達克對於審計委員會需至少三名獨立董事的要求<sup>8</sup>。三名董事分別擔任各一委員會主席，強生為審計委員會的主席；張衛國負責提名委員會；全協教授則擔任薪酬委員會的主席。

## 董事薪酬

綠諾國際給予獨立董事每季固定報酬兩千美元，除了固定報酬，每參加一次董事會或是委員會會議再給予酬金五百美元<sup>9</sup>。但在這些固定報酬和開會酬金之外，強生在2009年還因為擔任審計委員會的主席獲取兩千張股票，然而，其他的董事並未取得其他額外的薪酬或是津貼。非獨立董事則沒有任何擔任董事報酬或是福利。

儘管2009年的財務報表指出董事會在該年有六次會議紀錄，該報表載明付給張衛國以及全協教授兩位獨立董事却只有八千美元，為每年的基本固定報酬。

## 財務長的更替

綠諾國際在三年內總共替換了三位財務長 (Chief Financial Officer)：理查德森 (Bruce Carlton Richardson) 任期從2007年10月到2008年8月；邱建萍任期從2008年8月到2010年4月；王本 (Ben Wang) 則從2010年5月上任。

## 混水危機逼近<sup>10</sup>

在2010年11月10日，美國股票做空機構混水公司 (Muddy Waters) 出具一份質疑綠諾國際實質財務狀況的報告。該報告指控綠諾國際2009年的營收可能涉有會計報導不實，混水公司指稱該公司2009年之營收在美國申報有一億九千三百萬美元與其在中國官方文件上報導的一千一百萬美元的收入相異。混水公司更估計綠諾國際2009年實際營收不到一千五百萬美元。

更糟糕的是，大連綠諾並未如合約所載移轉其營收至綠諾國際。綠諾國際所籌措的資金反而被轉移至資助大連綠諾在中國的營運。另外，綠諾國際的執行長鄒德軍更公開證實主要的六份有關烟氣脫硫 (FDG) 的合約有兩份並不存在，而其他的四份合約則有問題<sup>11</sup>。

而綠諾國際是一家製造業公司，但在其財務報表上並未有任何固定資產，和其他製造業公司顯然不同，各方對於綠諾國際涉入弊案的懷疑聲浪更加高漲。此外，綠諾國際向美國證券交易委員會 (Securities Exchange Commission) 揭露的應繳稅額以及在中國申報的零稅負及與其匯報之相對應的營業收入都不相符。

## 會計師的角色備受質疑

上述的會計問題是被股票做空機構而非會計師事務所揭發，也引來會計師事務所是否具有適任能力的質疑。首先，弗雷澤弗洛斯特會計師事務所是一個相對小型的事務所，而且並未在中國當地有營運活動或是設立分公司。取而代之的是，該會計師事務所的審計人員從加州總公司至中國執行審計服務，這樣的做法也被質疑該會計師事務所是否具有專業能力使之有效地執行審計查核工作。

負責綠諾國際的會計合伙人蘇珊 (Susan Woo) 並未有重要的查核美國上市公司的經驗，在美上市的海外企業也為少數。實際上，她只有十三年從事國際稅與財經相關的會計經驗。而且，經查驗後弗雷澤弗洛斯特會計師事務所幾乎所有的上市櫃客戶為中國企業。

## 渾水餘波

混水公司發布報告後一天，綠諾國際即宣布公司內部已經開始內部調查<sup>12</sup>，五天後，綠諾國際決定延後其2010年第三季的法人說明會。在綠諾國際證實其會計舞弊案後，該公司的審計委員會發布一項聲明，宣布公司將會針對此弊案展開全面調查。



在混水公司提出對於綠諾國際的指控後，綠諾國際的股價暴跌六成，在六天內從15.52美元跌至6.07美元。2011年4月11日，美國證券交易委員會勒令終止綠諾國際的股票交易<sup>13</sup>。相較於一年前該公司的股價，綠諾國際的股價已經跌掉將近八成。

## 亡羊補牢

在綠諾國際的會計舞弊以及其他關於中國企業反向收購上市的醜聞揭露後，美國證券交易委員會實施更嚴厲的反向收購公司上市的規定。新的規範要求企業要：

1. 達到至少一年的交易“成熟期”。在此時期，公司的股票只能在美國場外市場、其他在美國合法或是外國交易所交易。
2. 在上市前60天裏必須有30天維持至少為每股4美元的收盤價格（依據其上市標準，在紐約證交所 (NYSE) 或是美國證交所 (Amex) 上市必須維持至少3或2美元的收盤價格。）
3. 即時提交所有規定之定期財務報表至美國證券交易委員會或是其他主管機關，提交報告包括至少一份經會計師查核之財務報告。財務報告需包含一個完整的會計年度，年度的起算日以完成上述資料開始算<sup>14</sup>。

## 跨國際議題

美國證券交易委員會以及中國證券監督管理委員會 (China Securities Regulatory Commission) 已經在1994年簽署一份備忘錄以增進跨國企業間合作的關係。然而，美國證券交易委員會對於中華人民共和國國家工商行政管理總局 (State Administration for Industry and Commerce of the People's Republic of China) 規範所有中國與海外企業每年提交企業的營運報表（包括年度財務報告）的程序並無異議。

在此新制之前，納斯達克證券交易所並未要求外國企業繳交在其國家必須提供之相關文件，此意味着，綠諾國際只需遵守沙賓法案 (Sarbanes-Oxley Act)，納斯達克相關的上市條文以及其他對應的美國公司法條。

## 問題與討論

1. 綠諾國際相關的重要公司治理議題為何？
2. 一家中國企業若利用反向收購在美國借殼上市會產生什麼樣的公司治理問題？
3. 此反向收購上市的個案於2007就發生，然而，其會計醜聞却在2010年才被揭發。為何此會計弊案費時多年才爆發，哪一方未盡其應盡之責任？
4. 從公司治理的角度而言，有哪些為綠諾國際舞弊案關鍵警訊？
5. 展望未來，這樣的舞弊對於中國企業的影響為何？中國企業應如何因應來吸引投資者投資？

---

This is the abridged version of a case prepared by Heng Kang Wei Glen, Hong Yuan-Zhang, Liu Zhiyuan, and Tang Xin Yi Wynne under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr. Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was prepared by Elaine Kok Shin Yean under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

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

## 附註

- <sup>1</sup> “Jade Mountain Corp.”, 14 December 2011. Bloomberg Business Week. 11 April, 2011. <http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=37348>
- <sup>2</sup> “RINO International Corporation (RINO) Company Description”, ND. Seeking Alpha. 12 April 2011. <http://seekingalpha.com/symbol/RINO/description>
- <sup>3</sup> Dalian RINO Environmental Engineering Science and Technology Co., Ltd. “Jade Mountain Corporation Announces Name Change to RINO International Corporation”, 9 May 2008. Reuters. 9 April 2011. <http://www.reuters.com/article/2008/05/09/idUS144192+09-May-2008+PRN20080509>
- <sup>4</sup> Muddy Waters Research. “Muddy Waters initiating coverage on RINO – Strong Sell”, 10 November 2010. <<http://www.muddywatersresearch.com/research/rino/initiating-coverage-rino/>>, accessed on 10 April 2011
- <sup>5</sup> RINO International Corporation. 2009 RINO International Corporation Annual Report, p.114.
- <sup>6</sup> “RINO International Corp – Executive Profile: Dejun Zou”, 14 December 2011. Bloomberg Business Week. 15 December 2011. <<http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=38759664&ticker=RINO:US>>
- <sup>7</sup> RINO International Corporation. 2009 RINO International Corporation Annual Report, p.81-91
- <sup>8</sup> Nasdaq. “Listing Standard and Fees”, July 2010. [http://www.nasdaq.com/about/nasdaq\\_listing\\_req\\_fees.pdf](http://www.nasdaq.com/about/nasdaq_listing_req_fees.pdf), accessed on 20 March 2011.
- <sup>9</sup> RINO International Corporation. 2009 RINO International Corporation Annual Report, p. 90
- <sup>10</sup> Muddy Waters Research. “Muddy Waters initiating coverage on RINO – Strong Sell”, 10 November 2010. <<http://www.muddywatersresearch.com/research/rino/initiating-coverage-rino/>>, accessed on 10 November 2011
- <sup>11</sup> US SEC. “RINO International Corporation (Form 8-K)”, 17 November 2010. <[http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1394220/000114420410062163/v203177\\_8k.htm](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1394220/000114420410062163/v203177_8k.htm)>, accessed on 4 April 2011
- <sup>12</sup> PR Newswire. “RINO Comments on Muddy Waters Allegations”, 11 November 2010. PR Newswire. <<http://www.prnewswire.com/newsreleases/rino-comments-on-muddy-waters-allegations-107194818.html>>, accessed on 12 April 2011
- <sup>13</sup> SEC. “Investor Bulletin: Reverse Mergers”, June 2011. SEC. <<http://www.sec.gov/investor/alerts/reversemergers.pdf>>, accessed on 11 December 2011

- <sup>14</sup> Rochwarger, Jonathan and Rubinstein, Joel. "United States: SEC Approves More Rigorous Listing Requirements Of The Major U.S. Stock Exchanges For Reverse Merger Companies", 29 November 2011. Mondaq. 11 December 2011. <<http://www.mondaq.com/unitedstates/x/155562/Mergers+Acquisitions/SEC+Approves+More+Rigorous+Listing+Requirements+Of+The+Major+US+Stock+Exchanges+For+Reverse+Merger+Companies>>

# 嘉漢林業：不存在的資產

---

## 個案大綱

在2011年6月2日，渾水公司 (Muddy Waters) 發布報告，指控嘉漢林業 (Sino-Forest) 公司舞弊虛報資產與盈餘<sup>1</sup>。報告發布後嘉漢林業股價暴跌60%<sup>2</sup>。本個案旨在討論借殼上市 (reverse merger)、董事責任、外部審計與審計委員會之有效性、風險管理，以及公司治理之形式與實質。

## 嘉漢林業的發迹

嘉漢林業公司於1994年由香港企業家陳德源 (Allen Chan) 與前林業局官員潘凱傑 (Kai Kit Poon) 所創立，陳德源成爲公司對外形象代表，幫助公司從加拿大與外國投資者募集數億元之資金；潘凱傑身爲前林業局官員，與政府林業局官員關係良好，在中國，與政府官員間之聯繫對公司發展至爲重要<sup>3</sup>。

該公司主要業務爲銷售木材，第一筆大宗交易對象爲公司與中國政府雷州林業局合資之纖板公司，這筆雷州交易幫助公司在1994年於艾伯塔證券交易所 (Alberta Stock Exchange) 借殼上市<sup>4</sup>，陳德源與其他合伙人決議將公司在加拿大上市是因爲加拿大投資人對林業較爲熟悉，1995年，嘉漢林業最終轉到多倫多證券交易所 (Toronto Stock Exchange) 上市<sup>5</sup>。

嘉漢林業主要收入源自中國之林業交易<sup>6</sup>，公司先在當地購入直立木，持有培養二、三年後，再透過被授權中間商 (authorized intermediaries) 轉售給買家<sup>7</sup>。

## 公司高階主管

### 陳德源

陳德源為公司執行長兼董事長<sup>8</sup>，公司在加拿大上市後，他從加拿大與多國投資人為公司募集近三十億加元的資金<sup>9</sup>。儘管加拿大仍未有執行長與董事長應職務分離之法規而僅有指導方針<sup>10</sup>，職務分離已經逐漸普及，也被視為是公司治理的最佳實踐。

### 馬世民(Simon Murray)

馬世民曾任和記黃埔 (Hutchinson Whampoa) 之執行董事，係嘉漢林業董事會中最受注目的獨立董事，他在1999年進入嘉漢林業董事會，截止至2012年12月仍是公司董事<sup>11</sup>，儘管如此，他對董事議會的參與一直並不熱衷。在2010年，16場董事會中馬世民僅出席了兩場，而委員會的會議他一次也沒有出席<sup>12</sup>，這可能是馬世民繁忙的行程所導致<sup>13</sup>，他同時擔任其它五家公司之董事。

在2010年8月3日，嘉漢林業取得綠森林業公司 (Greenheart，以下簡稱綠森) 大多數的控制權，而馬世民在這樁交易中也有出資<sup>14</sup>。由於這交易，馬世民與嘉漢林業成爲緊密的商業伙伴，也因此他獨立董事的身份也備受質疑。

### 弊案之開端

1994年至1997年間，嘉漢林業報導與雷州政府合資公司有六千萬美元的銷貨收入<sup>15</sup>，然而其1995年向中國政府申報的驗資報告中，却報導此合資公司損失一百一十萬美元（約八百七十萬人民幣）<sup>16</sup>。然而，嘉漢林業並沒有向投資人揭露這項損失，事實上公司反而在1996年報中宣稱該合資公司已連續三年營運獲利，嘉漢林業的管理當局從未對1996年報數據與向中國政府呈報數據的差異做出解釋。

在1998年，雷州林業局指控嘉漢林業從事非以商業為目的之不正當對外付款，並想要中止與嘉漢林業的合資關係。結束與雷州政府的合作關係並未影響嘉漢林業的獲利與成長，公司的獲利與資產仍穩定成長。而大部分公司的增長歸功於公司2003年開始的商業模式—透過授權中間商進行之轉售交易。

## 聲勢看漲

2001年到2010年，嘉漢林業的淨利由一千八百六十萬美元成長至三億九千五百四十萬美元，股價從每股1.19加元漲至23.29加元<sup>17</sup>。許多評等機構給予嘉漢林業良好的信用評價，例如惠譽 (Fitch) 就給予嘉漢林業在非投資等級中最好的信用評等<sup>18</sup>，被《StarMine》譽為加拿大頂尖選股人之一的達裏爾·斯韋特利休夫 (Daryl Swetlishoff) “強烈推薦買進”嘉漢林業，並表示嘉漢林業股價被“低估”<sup>19</sup>。從1994年到2010年連續十五年，嘉漢林業查核會計師為安永 (Ernst & Young) 會計師事務所與德豪國際 (BDO) 會計師事務所，二家皆給予嘉漢林業財務報表無保留意見書<sup>20</sup>。2011年3月31日，嘉漢林業市值達到六十二億加元的高峰<sup>21</sup>。

## 渾水公司揭露真相

2011年6月2日，渾水公司發布調查報告，宣稱嘉漢林業在財務報表上虛報資產與收入<sup>22</sup>，外部審計失效。這消息驚動投資人，掀起股票拋售風潮，導致股價大跌，6月2日開盤時每股為18.21加元<sup>23</sup>，至6月3日已跌至每股5.23加元<sup>24</sup>。

### 1. 高估資產

渾水公司指控嘉漢林業藉由誤導一外部林業評價公司，貝利 (Poyry)，來虛報其木材資產。貝利僅被允許調查嘉漢林業0.3%的林地以做評價，也因此在其評價報告中清楚地表示，由於無法盡職調查，許多資訊皆由嘉漢林業所提供，所以評價報告中的資訊可能是無法被依賴的<sup>26</sup>。然而，嘉漢林業並未在年報中揭露此事項，這可能已經誤導投資者相信貝利已經確認嘉漢林業所報導林地的所有權。這已違反加拿大證券法要求，董事與管理階層應揭露所有可能影響股價的重大資訊<sup>27</sup>。

### 2. “授權中間商”與收入認列

嘉漢林業在英屬維爾京群島 (British Virgin Islands) 註冊成立，由於中國政府對外國企業規範相對嚴苛，嘉漢林業不允許直接銷售直立木給最終端的顧客。因此，嘉漢林業不得不透過授權中間商，依照銷售委託協議進行交易<sup>28</sup>。

授權中間商負責購買並運送木材至碎木廠加工，承擔從採購到銷售過程中之風險及義務，只有在木材等待加工期間，風險與義務由嘉漢林業承擔<sup>29</sup>。授權中間商的稅後淨利將有部分與嘉漢林業享有<sup>30</sup>，然而授權中間商身兼嘉漢林業的供貨商及客戶兩角色，有責任代嘉漢林業支付所有税金<sup>31</sup>。

渾水指控嘉漢林業利用匿名授權中間商虛增銷貨交易，也沒有留下適當文件與交易紀錄供繳交增值稅使用，這使得在中國的審計工作難以執行<sup>32</sup>。此外，渾水亦質疑授權中間商給予嘉漢林業不合常理的高額利潤，因為所有的營運活動皆由授權中間商負責，嘉漢林業既沒有冒資金上的風險也沒有運送實質商品<sup>33</sup>。

此外，渾水揭露嘉漢林業在2011年4月揭露的唯一一家授權中間商是公司的關係人<sup>34</sup>，因此懷疑公司之銷貨交易可能非常規交易，而是未揭露之關係人交易。

### 3. 審計功能不彰

#### 審計委員會之適任性

在2010年12月31日，嘉漢林業公司審計委員會由主席詹姆士·海德 (James Hyde)、威廉·阿代爾 (William Ardell)、詹姆士·鮑蘭 (James Bowland) 與加裏·韋斯特 (Garry West) 所組成，皆具獨立性並有財金相關知識<sup>35</sup>，然而，渾水公司却質疑四人皆缺乏對中國產業、政治與文化相關知識的了解<sup>36</sup>，並質疑他們對公司複雜的會計問題的了解。

#### 聘任查核公司的退休會計師

嘉漢林業五位獨立董事中，詹姆士·海德與加裏·韋斯特二位均為安永會計師事務所的退休合夥人，且二人皆擔任審計委員會成員職務<sup>37</sup>，詹姆士·海德甚至擔任審計委員會主席<sup>38</sup>。由於審計委員會職責之一是推薦公司外部審計查核的會計師事務所，這也讓人對安永是否能保持真正的獨立性產生質疑，因為兩位獨立董事仍可能與他們之前的雇主保有關係及社交網絡，這樣的關聯性可能降低獨立性並危害審計工作的有效性。

#### 遠距離的審計查核

嘉漢林業主要的營運地在中國，而其委託的會計師事務所遠在加拿大，這地理上的距離可能減低審計查核的有效性<sup>40</sup>。此外，加拿大的會計師事務所並無執照在中國進行審計查核的動作，所以必須仰賴他們在中國的合作夥伴進行審計查核，但他們在中國的合作夥伴可能並不適任或無法達到加拿大的標準<sup>41</sup>。

安永對於嘉漢林業會計舞弊之問題一直默不作聲，直到2011年6月才發表聲明<sup>42</sup>，聲明中表示由於調查仍在進行中，他們無法表示任何意見。截至目前為止，安永是否在其查核嘉漢林業期間採取合理謹慎態度，以及是否進行適當查核仍然是個待解的謎團。



## 弊案引爆

### 2011年6月3日至6日

嘉漢林業委由獨立並具有財務背景的董事成立一特別委員會，以調查渾水公司之指控是否屬實，並向董事會報告已查閱的重大事項<sup>43</sup>。在此同時，公司股價在6月3日已跌至每股5.23加元。在6月6日，公司另外委任普華永道會計師事務所(PricewaterhouseCoopers) 進行獨立調查。

### 2011年6月8日

安大略省證券委員會 (Ontario Securities Commission) 介入此案，開始對嘉漢林業進行調查<sup>45</sup>。

### 2011年8月26日

安大略省證券委員會指控嘉漢林業舞弊，不實報導公司之收入與資產狀況，因此暫停該公司股票交易<sup>46</sup>。

### 2011年8月28日

面臨多項控訴，陳德源自動請辭公司董事長及執行長職務，首席獨立董事威廉·阿代爾接下陳德源的職務。陳德源被任命為公司名譽創始董事長<sup>48</sup>。

## 特別委員會之發現

### 1. 授權中間商的問題

特別委員會表示，對授權中間商與公司間關係的資訊極其有限，所以也沒有文件可證明公司與授權中間商間之交易是否屬實。也沒有辦法證明是否公司應付授權中間商的帳款與授權中間商銷售木材的應收帳款可以相互構稽。此外，即使可以安排與授權中間商會面，授權中間商也就是第三方也會畏於數據落入中國政府相關單位手上，進而引發政府查稅，而不願意提供相關資料<sup>49</sup>。

## 2. 木材資產之存在問題

特別委員會成員包括外籍人士，而林業地圖屬國家機密，外籍人士不得調閱，因此委員會無法核實公司所提供的林業資訊。此外，特別委員會亦無法由當地政府機關取得公司之種植權利證明，僅能向當地林業局尋求確認嘉漢林業直立木的擁有權，然而這些並非官方正式文件，而是應公司要求所發予的確認資訊，特別委員會也無法確定這些確認資訊公司是用何種管道取得的<sup>50</sup>。

## 3. 公司文化導致內控薄弱

特別委員會指出嘉漢林業的商業模式高度依賴個人社交關係，造成公司過度依賴一小群善於經營客戶關係的管理人員，導致權力集中且缺乏職權分工。負責資產收購的管理人員同時負責應收帳款與應付帳款，在這種情形下產生了交易衡量與完整性的風險，進而導致財務報表不實表達。而與授權中間商的契約協議也常不完整，減低其驗證性<sup>51</sup>。

## 管理階層垮臺

“假如你建了一紙牌屋，風吹過來把紙牌屋吹垮了，你不能怪風把你的紙牌屋給吹垮。”

—卡爾森·布洛克，渾水公司創辦人在彭博 (Bloomberg) 上的訪問

2012年3月30日，被渾水公司指控詐欺經過的九個月後，嘉漢林業申請破產保<sup>52</sup>。在申請破產後不到一周，其長期委任之安永會計師事務所請辭<sup>53</sup>。

次日，嘉漢林業接到安大略省證券委員會信函，指稱公司的行為已違反該省證券法規，並列出相關的不法行為，包括涉及舞弊、操縱市場，以及偽造及提供不實資訊<sup>54</sup>。一般來說，安大略省證券委員會只會在調查接近尾聲以及在採取正式的行動前才會發出如此信函<sup>55</sup>。

在2012年5月9日，嘉漢林業被多倫多證券交易所強制下市<sup>56</sup>。下市理由係公司未能持續滿足上市規則要求，且未能及時提交經查核之期中與年度財務報表。此外，安永會計師事務所與嘉漢林業股東達成一億一千七百萬美元之和解協議，尚未被法院核準<sup>57</sup>。幾天後，在2012年12月3日，安大略省證券委員會指控安永會計師事務所未對嘉漢林業善盡適當查核責任。

儘管安大略省證券委員會對嘉漢林業及其前任管理人員之舞弊訴訟仍在進行中，目前已幾乎可以確定嘉漢林業公司確實犯下會計舞弊詐欺。

此案引起大眾懷疑，嘉漢林業公司是否從營運第一天起即開始進行舞弊。

## 問題與討論

1. 嘉漢林業採取借殼上市是否為問題發生之癥結點？
2. 請討論以依靠關係的商業模式如何會影響公司治理。
3. 嘉漢林業審計委員會成員為委任會計師事務所之退休合伙人，請探討這對公司有何潛在風險？
4. 若嘉漢林業是合法經營的企業，他們能做什麼阻止公司股價下跌？
5. 請問嘉漢林業的揭露與遵守公司治理守則是否真實的反應良好的公司治理？
6. 近期，渾水公亦做空奧蘭國際 (Olam) 的股票並發布對該公司負面的調查報告。您認為像渾水公司這樣的做空機構對公司治理是好還是壞？

---

This is the abridged version of a case prepared by Chen Zi Yang, Clara Goh Shu Fen, Lam Hua Yuan, Lee Shi Jie, Tan Wei Ying, Thia Li Yun and Vanessa Chew Wen Yi under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Mabel Lynn Leong Jia Jia under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

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

## 附註

- 1 Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research. <[http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW\\_TRE\\_060211.pdf](http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- 2 Google Finance – Sino-Forest Corp, <<http://www.google.com/finance?q=PINK%3ASNOFF>> accessed 12 Dec 2012
- 3 Hoffman, Andy, MacKinnon, Mark, The roots of the Sino-Forest mystery, 3 Sep 2011, The Globe & Mail, <<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/the-roots-of-the-sino-forest-mystery/article2152639/singlepage/>> accessed 12 Dec 2012
- 4 Miller, Hugo, Regulator probing Sino-Forest says Canada should discuss reverse takeovers 15 Sep 2011, Bloomberg <<http://www.bloomberg.com/news/2011-09-14/regulator-probing-sino-forest-says-canada-should-discuss-reverse-takeovers.html>> accessed 12 Dec 2012
- 5 Hoffman, Andy, MacKinnon, Mark, The roots of the Sino-Forest mystery 3 September 2011. The Globe & Mail. <<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/the-roots-of-the-sino-forest-mystery/article2152639/singlepage/>> accessed 12 Dec 2012
- 6 Sino-Forest Corporation website, Company Profile, <<http://www.sinoforest.com/companyprofile.asp>> accessed 12 Dec 2012
- 7 Wong, Louisa, First Quarter 2011 Earnings Conference Call. 14 Jun 2011. Sino-Forest Corporation. <[http://www.sinoforest.com/pdf/earningsreleases/2011\\_Q1\\_scriptpdf](http://www.sinoforest.com/pdf/earningsreleases/2011_Q1_scriptpdf)> accessed 12 Dec 2012
- 8 Ibid.
- 9 Hoffman, Andy, MacKinnon, Mark, The roots of the Sino-Forest mystery, 3 Sep 2011, The Globe & Mail, <<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/the-roots-of-the-sino-forest-mystery/article2152639/singlepage/>> accessed 12 Dec 2012
- 10 Board Leadership: A Global perspective, May 2011 Deloitte, <[http://www.corp.gov.deloitte.com/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/USEng/Documents/Board%20Governance/Roles%20and%20Responsibilities/Board%20Leadership%20A%20Global%20Perspective\\_Deloitte\\_051611.pdf](http://www.corp.gov.deloitte.com/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/USEng/Documents/Board%20Governance/Roles%20and%20Responsibilities/Board%20Leadership%20A%20Global%20Perspective_Deloitte_051611.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- 11 Sino-Forest 2010 Annual Report, pg. 85
- 12 Sino-Forest Corporation Management Information Circular 2010, pg. 24

- <sup>13</sup> Sino-Forest 2010 Annual Report, pg. 85
- <sup>14</sup> Greenheart Group 2010 Annual Report, pg. 5
- <sup>15</sup> Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research, <[http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW\\_TRE\\_060211.pdf](http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- <sup>16</sup> Ibid.
- <sup>17</sup> Sino-Forest 2010 Annual Report, pg. 87
- <sup>18</sup> FITCH affirms Sino-Forest at 'BB+'; outlook stable. 9 May 2011, Reuters, <<http://www.reuters.com/article/2011/05/09/markets-ratings-sino-forest-idUSWNA800220110509>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>19</sup> Sonali, Verma, Blazing a trail among forestry stocks. 1 Jun 2011, The Globe and Mail, <<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/investment-ideas/number-cruncher/blazing-a-trail-among-forestry-stocks/article2043560/>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>20</sup> Perell, J, Proceedings under the Class Proceedings Act 1992, 6 Jan 2012, Ontario Superior Court of Justice. <<http://financialpostbusiness.files.wordpress.com/2012/01/carriage-decision-of-perell-j.pdf>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>21</sup> McCrum, Dan, Sino Forest share fall hits Paulson fund 3 Jun 2011, Financial Times, <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/726c8c30-8e08-11e0-bee5-00144feab49a.html#axzz1s4jMKpKrm>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>22</sup> Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research, <[http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW\\_TRE\\_060211.pdf](http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- <sup>23</sup> Pooka, Zebulon, Due Diligence and Investigatory Skills Reap Huge Profits for Short Sellers, 30 Apr 2012. DailyPaul.Com, <<http://www.dailypaul.com/229843/due-diligence-and-investigatory-skills-reap-huge-profits-for-short-sellers>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>24</sup> Weinberg, Stuart, Sino-Forest Shares Take a Tumble, 04 Jun 2011, Wall Street Journal <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304563104576363420376813228.html>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>25</sup> Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research, <[http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW\\_TRE\\_060211.pdf](http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- <sup>26</sup> Poyry, Valuation of Purchased Forest Crops as at 31 December 2010, 27 May 2011, Poyry,

- 27 Black, Robert, Bode, Sarah. Canada: Continuous Disclosure Guidance From The Alberta And Ontario Securities Commissions, 24 Feb 2012, Mondaq, <<http://www.mondaq.com/canada/x/164738/Taking+Security+In+PPSA+Jurisdictions>> accessed 12 Dec 2012
- 28 Affidavit of W. Judson Martin, 30 Mar 2012, Ontario Superior Court of Justice, <<http://cfcanada.fticonsulting.com/sfc/docs/Affidavit.pdf>> accessed 15 Dec 2012
- 29 Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research, <[http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW\\_TRE\\_060211.pdf](http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- 30 Ibid.
- 31 Affidavit of W. Judson Martin, 30 Mar 2012, Ontario Superior Court of Justice, <<http://cfcanada.fticonsulting.com/sfc/docs/Affidavit.pdf>> accessed 15 Dec 2012
- 32 Block, Carson, Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation, 2 Jun 2011, Muddy Waters Research. <[http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW\\_TRE\\_060211.pdf](http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- 33 Ibid.
- 34 Ibid.
- 35 Page 85, Sino-Forest 2010 Annual Report
- 36 Block, Carson. Muddy Waters Research, Company: Sino-Forest Corporation. 2 Jun 2011. Muddy Waters Research. <[http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW\\_TRE\\_060211.pdf](http://d.muddywatersresearch.com/wp-content/uploads/2011/06/MW_TRE_060211.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- 37 Sino-Forest 2010 Annual Report, pg. 85
- 38 Ibid.
- 39 The distance between Toronto and Hong Kong is approximately 12,500km
- 40 Sino-Forest 2010 Annual Report, Pg 90,
- 41 Mcfarland, Janet, Canadian audits of China firms had major gaps: regulator, 3 Apr 2012, The Globe and Mail, <<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/canadian-audits-of-china-firms-had-major-gaps-regulator/article2344920/>> accessed 12 Dec 2012
- 42 Norris, Floyd, Troubled Audit Opinions, 9 Jun 2011, The New York Times, <<http://www.nytimes.com/2011/06/10/business/10norris.html?pagewanted=all>> accessed 12 Dec 2012

- <sup>43</sup> Sino-Forest Corporation, Investor presentation: First quarter 2011 results, 14 Jun 2011, Sino-Forest Corporation, <[http://www.sinoforest.com/pdf/presentations/SFC\\_IRppt-Q111.pdf](http://www.sinoforest.com/pdf/presentations/SFC_IRppt-Q111.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- <sup>44</sup> Ibid.
- <sup>45</sup> Pasternak, Sean B., Donville, Christopher, Canada's Securities Agency Investigating 'Matters Related' to Sino-Forest, 9 Jun 2011, Bloomberg, <<http://www.bloomberg.com/news/2011-06-08/canada-s-securities-agency-investigating-matters-related-to-sino-forest.html>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>46</sup> Wong, Craig, Ontario regulator accuses Sino-Forest of fraud, halts trading of its shares, 26 Aug 2011, The Canadian Press. <<http://www.680news.com/news/national/article/270736--ontario-regulator-accuses-sino-forest-of-fraud-halts-trading-of-its-shares?ref=topic&name=tiff&title=>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>47</sup> Oliver, Chris, Sino-Forest CEO steps down after shares halted 29 Aug 2011, MarketWatch <[http://articles.marketwatch.com/2011-08-29/industries/30754856\\_1\\_halt-chan-allegations](http://articles.marketwatch.com/2011-08-29/industries/30754856_1_halt-chan-allegations)> accessed 12 Dec 2012
- <sup>48</sup> Hoffman, Andy, MacKinnon, Mark, The roots of the Sino-Forest mystery, 3 Sep 2011, The Globe & Mail, <<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/the-roots-of-the-sino-forest-mystery/article2152639/singlepage/>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>49</sup> Sino-Forest Corporation, Final Report of the Independent Committee of the Board of Directors of Sino-Forest, 31 Jan 2012, Sino-Forest Corporation, <<http://www.sinoforest.com/Uploads/SFC%20-%20Final%20IC%20Report%20Redacted%20-%20Jan31%202012.pdf>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>50</sup> Ibid.
- <sup>51</sup> Ibid.
- <sup>52</sup> Noronha, Charmaine, Sino-Forest files for bankruptcy protection. 31 Mar 2012. Yahoo! News, <<http://news.yahoo.com/sino-forest-files-bankruptcy-protection-050451645.html>> accessed 16 Dec 2012
- <sup>53</sup> Sino-Forest Corporation, Sino-Forest Announces Resignation of Auditor, 5 Apr 2012, Sino-Forest Corporation, <[http://www.sinoforest.com/Uploads/SF-April\\_5%20-2012\\_Press%20\\_Release-Auditor\\_%20Resignation.pdf](http://www.sinoforest.com/Uploads/SF-April_5%20-2012_Press%20_Release-Auditor_%20Resignation.pdf)> accessed 12 Dec 2012
- <sup>54</sup> Mcfarland, Janet, Regulator's move signals new phase for Sino-Forest, 9 Apr 2012, The Globe and Mail, <<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/regulators-move-signals-new-phase-for-sino-forest/article4098929/>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>55</sup> Ibid.

- <sup>56</sup> Sino-Forest Corporation, Sino-Forest Common Shares to be Delisted from Toronto Stock Exchange, 5 Apr 2012, Sino-Forest Corporation, <<http://www.sinoforest.com/Uploads/SF%20%20April%205%202012%20Press%20Release%20-%20TSX%20Delisting.pdf>> accessed 12 Dec 2012
- <sup>57</sup> Acharya-Tom Yew, Madhavi, Sino-Forest investigation: OSC accuses Ernst & Young of 'failure to perform sufficient audit', 3 Dec 2012, The Star.com, <<http://www.thestar.com/business/article/1296809--osc-accuses-ernst-young-of-failure-to-perform-sufficient-audit-on-sino-forest>> accessed 16 Dec 2012



# 永利董事會之爭： 牛仔對決武士

---

## 個案大綱

永利渡假村 (Wynn Resorts, 以下簡稱永利) 的紛爭為公司的共同創辦人史蒂夫·永利 (Steve Wynn, 以下簡稱史蒂夫) 與岡田和夫 (Kazuo Okada, 以下簡稱岡田) 所起。靠着史蒂夫令人驚嘆之設計能力與岡田的財力, 二人一同建立起世界級博奕度假勝地, 重新定義賭場業之奢華。

事件開始是在2008年8月, 岡田試圖透過永利, 投資二十億美元於環球娛樂公司 (Universal Entertainment Corp, 以下簡稱環球) 旗下之菲律賓賭場。在此之前, 岡田在公司過去一直扮演着被動的角色, 如今他開始在董事會議中發聲, 批評公司的財務策略並鼓吹投資菲律賓賭場可以為永利帶來巨大利益。史蒂夫與岡田間之爭鬥最後升高為法律戰爭, 在多個法院有不同的控訴及案件。進而使永利的董事會與公司治理成為媒體及大眾關注的焦點。本個案主旨在討論董事長與執行長職務分離、永利與史蒂夫家族間之關係人交易 (related party transaction), 以及投資者維權主義 (shareholder activism)。

## 爭端起點—柏青哥富豪的脫序

永利董事長史蒂夫曾經表示, 他沒有什麼不能為岡田做的事。岡田是位億萬富翁, 他最有名的是他在日本建立的柏青哥帝國, 以及在2000年以惡意收購之方式共同投資永利<sup>1</sup>。憑借着岡田的財力與史蒂夫對博奕業的熟悉, 永利在短短六年內在拉斯韋加斯與澳門二地開設賭場<sup>2</sup>。

在2007年夏季，岡田在亞洲展開旅行，為他與環球設計之海濱賭場尋找投資者。岡田持有環球67.9%之股份且為環球的董事長<sup>3</sup>。隨着全球經濟衰退與柏青哥業績之下降，岡田向史蒂夫提議一同發展海濱賭場計劃，然而史蒂夫提醒這合作案可能帶來的風險。在2008年8月，環球取得菲律賓政府發給之博奕牌照，但在籌措二十億美元的資金時遭遇困難，由於柏青哥產業在日本是游走於反博奕法的邊緣地帶，潛在投資者因此對環球柏青哥業務前景存有疑慮，岡田暗示永利投資該項目，可以解除潛在投資者對環球營運前景的疑慮，而且投資者也要求以他在永利的股權充當抵押品<sup>4</sup>。史蒂夫起初對岡田的建議抱持贊成態度，讓永利與環球一起合作進行菲律賓的開發案，環球公司員工也獲得允許調閱永利數據（包括樓層設計圖與游客估計數）以及拍攝永利賭場的內部景觀<sup>5</sup>。

然而，永利拒絕修正股東協議去允許環球公司旗下的子公司Aruze USA出售或抵押它在永利的股份去籌措資金，協議中也賦予Aruze所持有永利股份的投票權，然而這份股東協議最終仍被簽署，因為史蒂夫擔心若岡田出售其持有的永利股份或失去對Aruze之控制權，史蒂夫會失去他博奕帝國的控制權<sup>6</sup>。不僅如此，在2009年初，史蒂夫個人貸款六千萬美元給環球<sup>7</sup>。

2010年7月7日，岡田的代理人寄一封電子郵件給史蒂夫，信中詳細表明岡田身為公司最大股東，有權利知道永利目前與未來之營業活動<sup>8</sup>。岡田成為永利最大股東<sup>9</sup>是因為史蒂夫在2010年1月與前妻伊蓮 (Elaine) 離婚的協議中，喪失了他在永利的一半股權，也使得他在永利的持股降到10%。此外，在這封電子郵件中，岡田亦表明希望有權提名董事會成員，也由於他在亞洲推廣提高永利的知名度，公司應給予他額外報酬<sup>10</sup>。

## 賄賂與有爭議之捐贈

由於一份內部獨立的研究報告指出貪污在菲律賓賭場業是很普遍的，永利董事會對於是否與環球合作抱持着謹慎態度<sup>11</sup>。2011年2月24日，當岡田在董事會中提議送禮給菲律賓官員，董事會投票否決永利與環球的賭場開發計劃，以防止永利違反海外反腐敗法 (Foreign Corrupt Practices Act) 而失去永利的博奕牌照<sup>12</sup>。

壓倒兩大亨友誼的最後一根稻草是在2011年9月，一篇在酒店雜誌上的報導指出，儘管永利董事會在2011年2月已做出決議，岡田仍把菲律賓的開發案描述為永利與環球是此計劃的合作伙伴。此外，此開發案賭場設計圖與永利在拉斯韋加斯與澳門建造之賭場極為神似。永利之代表律師指控岡田違反董事信託責任，其涉及之行爲會導致澳門之子公司受到競爭威脅。在另一場律師會議中，史蒂夫指控岡田不當使用永利的知識產權，並發給潛在投資人他在永利的名片，使外界誤以為永利也參與這開發案<sup>13</sup>，在會議結束之前，史蒂夫要求岡田應該自動辭去其董事職位<sup>14</sup>。

岡田在2012年1月對永利提起法律訴訟展開報復，他宣稱永利澳門 (Wynn Macau) 之董事會議上決議對澳門大學 (University of Macau) 一億三千五百萬美元之捐款是不恰當的<sup>15</sup>。根據永利之提案，永利在2011年5月會捐款兩千五百萬美元，並在2012至2022年期間每年捐出一千萬美元，而此期間正好是永利澳門博奕牌照的有效期間。澳門大學校長即澳門總督，對於當地博奕政策有最終決定<sup>16</sup>。岡田是董事會中唯一一位反對該項捐款之董事，他同時以公司屢次拒絕提供與捐款相關的財務資訊以及他投資公司一億二千萬美元相關交易的資訊，控告公司管理當局<sup>17</sup>。

與此同時，永利已經聘請弗裏斯波金沙利文公司 (Freeh Sporkin & Sullivan LLP，以下簡稱弗裏) 對岡田在菲律賓之行爲展開私人調查<sup>18</sup>。調查結果顯示，岡田提供菲律賓博彩監管官員及相關人員價值十一萬美元之酒店住宿、餐飲與禮物，並招待他們免費住宿於永利澳門81度假村，此房型有七千平方英尺，每晚定價六千美元<sup>19</sup>。

## 驅逐岡田

在2012年2月18日，根據弗裏的調查結果，董事會一致通過回購Aruze持有之永利股權，這是依據公司章程第二節a段規定，股東與關係人從事有不當行爲，公司可回購股東與關係人所持有之股份<sup>20</sup>。股票回購的決議是有鑒於岡田被發現有違反海外反腐敗法的疑慮，進而使永利可能在博奕牌照到期時，無法繼續取得牌照。股票會以30%的折價回購，並以十年期票之方式償還<sup>21</sup>。次日，永利向內華達州法院控告岡田、環球與Aruze，主張岡田已經違反其董事信託責任<sup>22</sup>。

環球在2012年3月12日以反控回擊，要求法院下令禁止永利回購Aruze持有的永利股份<sup>23</sup>。在文件中環球主張，永利與Aruze有簽署協議，其中一項條款是禁止永利回購Aruze所持有的永利股票，因此永利回購股票之行為不合於法。此外，環球亦主張由於Aruze買進永利股份的時間點是在訂定章程第二節a段之前，因此不應被該項條款所限制<sup>24</sup>。環球也對這份期末收到的調查報告之可靠性提出質疑，表示調查報告雜亂無章，缺乏實質證據，也缺乏公司治理的原則及標準。另外，評價報告之可信度亦受到質疑，因為估價工作是由史蒂夫之個人財務顧問美馳 (Moelis & Co) 所執行<sup>25</sup>。

環球的反訴還包含其它項目，包括史蒂夫與公司法律顧問金瑪麗·辛納屈 (Kimmarie Sinatra) 共謀從事財務舞弊與詐欺行為 (如：以假借口購買財產與取得簽名)，這已違反內華達州RICO法，文件中引述“永利如此有成就，但其並非一常規公司，永利的董事長史蒂夫先生把永利視為個人所屬般的經營，董事會到處是聽命於他的朋友，並支付管理高層豐厚的報酬以換取他們堅定不移的忠誠<sup>27</sup>”。永利隨即發布新聞稿，強調岡田的反擊控訴中並沒有否認弗裏之調查結果<sup>28</sup>。

## 獨立性問題

岡田在2012年9月17日透過Aruze公司向永利之股東發表一封公開信，信件重申永利回購股份之行為是為了讓岡田對一億三千五百萬美元捐款給澳門一事噤聲<sup>29</sup>。信件中，岡田引用伊蓮的看法，認為公司未處於失去博奕牌照之風險，因此永利回購股票之行為確有瑕疵<sup>30</sup>。他引用股權代理機構ISS的說法，指稱董事會中有58.3%為獨立董事 (七人/十二人)，基於史蒂夫為董事長兼執行長之狀況而言，永利獨立董事比例偏低<sup>31</sup>，盡管如此，永利獨立董事人數仍符合納斯達克 (NASDAQ) 公開發行的規定<sup>32</sup>。更進一步指出董事會受制於史蒂夫與管理階層，由於缺乏獨立性，公司治理評等僅為D級<sup>33</sup>。

因此，公開信中提議將在永利2012年股東年會中提名二位“十分符合資格並有獨立性之候選人”參與董事會選舉，這二位提名人每位已各收到五萬美元之一次性費用，同意被提名<sup>34</sup>。永利則反駁，表明由於股票已被回購，岡田已不再是公司股東，也沒有權利提名董事人選。岡田試圖透過法院命令讓他在2012年11月2日的會議之前恢復被回購股票的投票權，然而該項請求被內華達州法院的法官伊麗莎白·岡薩雷斯 (Elizabeth Gonzalez) 所拒絕<sup>35</sup>。

## D級公司治理評等

雙方的訴訟之爭吸引了公眾的檢視，媒體紛紛聚焦報導永利的公司治理，發現了永利與史蒂夫及其家族間之關係人交易。史蒂夫與伊蓮不僅承租永利所擁有位於拉斯韋加斯之公寓，也出租藝術品給公司，並由公司承擔展覽與保護藝術品之費用（如：相關稅負以及恐怖攻擊保險費）。2012年3月發表的GMI評等報告中，揭露伊蓮兄弟與妯娌受僱於永利在拉斯韋加斯之酒店，2010當年度，公司付給伊蓮親戚的薪水以及離職金總共有兩百四十萬美元。此外，若史蒂夫被公司解僱，他將有權獲得價值他現有年薪四倍之離職金，比大部分美國國內一千七百七十五家大型公司之執行長還高<sup>36</sup>。

類似交易也牽扯到公司管理階層，永利澳門營運長陳志玲 (Linda Chen) 若到2021年仍任職於公司則可獲得一千萬美元紅利，此外，公司也購買一間價值五百四十萬美元的房子給陳志玲，之後陳志玲以一百萬美元向公司購買此房產，這是否是提供高階主管誘因的措施仍有待理清。與此同時，公司在2010年以年薪五十七萬兩千美元之待遇僱用陳志玲的丈夫<sup>37</sup>。在各媒體的報導中，大多認為陳志玲是史蒂夫的繼任者。當史蒂夫受訪問到有關誰將成為下一任執行長時，據報導他表示“在內華達與澳門都有一些相當不錯的年輕人選，非常聰明及健康。很巧的是，陳志玲是母公司董事會成員之一，所以如果你問我會是誰？我只能告訴你是一位中國女性”<sup>38</sup>。

## 火上澆油

董事會的衝突引起了幾位股東的憤怒。路易斯安那市警署雇員退休基金 (Louisiana Municipal Police Employees Retirement System, 以下簡稱路市退休基金) 在2012年3月27日，對公司全體十二位董事提起訴訟，指控他們最近的行為已經對公司造成傷害<sup>39</sup>。2012年4月4日截止，有不同的股東對公司提出其它3項法律訴訟，內容與先前岡田控告永利及董事會大致相同<sup>40</sup>。針對岡田提出的訴訟是與賄賂行為有關，其餘十一位董事則與澳門大學捐款一事有關，原告聲稱該項捐款浪費公司資產並可能使得公司違反海外反腐敗法。

雖然路市退休基金之案件在2012年10月被駁回<sup>41</sup>，股東們修正訴狀書，於2013年3月18日再次提起告訴。由於岡田在董事會議中反對澳門大學的捐款，因此對岡田的控訴得以撤銷。此外，有多項訴訟係針對永利回購Aruze持股的花費（超過十九億美元），潛在失去博彩牌照的損失、以及公司聲譽的傷害<sup>42</sup>。誰是公司董事會爭鬥下之贏家並非是路市退休基金所關心的，猶如文件所言，“無論誰最後將在這場永利董事會爭鬥中取得優勢地位，這間公司未來以及已經成爲最大輸家”。自2011年10月以來，永利股價已下跌24%<sup>43</sup>。

## 歹戲拖棚

在2012年12月，永利採取行動縮減董事人數，將董事會成員人數降爲九人，其中包括六名獨立董事<sup>44</sup>。原先包括陳志玲在內的兩名非執行董事與兩名內部董事被迫下臺，一名新任獨立董事取而代之。與此同時，永利宣布將在2013年2月22日召開特別股東會處理撤銷岡田董事資格事宜，公司的理由是岡田送禮物與現金給菲律賓官員時並未考慮公司最大利益。在特別股東會召開前一日，岡田自行辭去董事職務<sup>45</sup>。他對董事會運作的方式與對他採取的行動感到厭倦，在一份聲明中，岡田批評董事會“不道德”的行爲均由獨裁者史蒂夫所指使<sup>46</sup>。

許多先前提到的訴訟仍在持續進行中，而有些反訴正展開。在2013年3月22日，由岡田委任律師委託出具的獨立報告，發現先前由弗裏出具之獨立調查報告有瑕疵。弗裏先前提出之調查報告顯示岡田有賄賂情事，進而使永利有理由從岡田手中回購股份。然而在岡田委任律師提出的獨立報告中顯示，弗裏在撰寫報告時，是首重委任者之利益，盡公正第三方調查者的責任居次<sup>47</sup>。由於岡田與史蒂夫二人聲譽危在旦夕，這場董事會的鬥爭也轉變爲之雄厚財力與龐大資源的戰爭。

## 事件結尾

在2013年4月，美國檢察機關第一次以民事訴訟偵察為由取得了六個月的延遲調查，使得檢察機關能對一起在2010年環球關係企業交付四千萬美元的款項給予一位和菲律賓政府關係密切的顧問作刑事的調查。在2013年10月時，檢察機關再度延長延遲調查六個月，民事案也直到2014年5月5日才再度展開<sup>48</sup>，因此對於岡田與史蒂夫的不法行為，他們的交叉對決在2014年初前都毫無進展。在2014年4月24日，環球和岡田向東京地方檢察廳控告永利與史蒂夫涉及毀謗，表示永利與史蒂夫發布的調查報告報導他們在菲律賓之行為，散布不實謠言，也傷害了公眾對他們的信任<sup>49</sup>。在2014年5月，美國檢方再度申請延遲調查，然而被克拉克郡地區法官伊莉莎白·岡薩雷斯拒絕，法官表示美國政府已經給予足夠時間<sup>50</sup>。這意味着，岡田與史蒂夫間之法律爭鬥終於將有後續發展，結果如何仍尚待分曉。

## 問題與討論

1. 評論個案公司董事會組成、結構與董事獨立性。
2. 指出本案最大股東為誰，並解釋法律糾紛對他們的影響，誰受到的影響最大呢？（提示：請閱讀永利公司章程中有關更換董事的內容）
3. 什麼樣的關係人交易造成對公司治理有不良影響？
4. 關於賄賂與貪污的法律訴訟可看出東方與西方商業手段之不同，請問文化如何影響良好公司治理的定義以及道德的商業手段？

---

This is the abridged version of a case prepared by Fadhilah Abdul Rahman Zamawi, Karishma Kaur, Ng Jun Yan and Sasha Bao Cheng under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. The interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Geraldine Tan Juan Juan under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

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

## 附註

- 1 Mavin, D. (2012, February 20). Wynn's Okada Buyout Is a Big Governance Gamble. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052970204909104577234202453660944>
- 2 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K.. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html>
- 3 Freeh, Sporkin & Sullivan LLP. (2013, April 20). Report to the Gaming Compliance Commission. Retrieved from <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000119312512071603/d304177dex992.htm>
- 4 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K.. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html>
- 5 Amended and Restated Stockholders Agreement (2010, January 6). Retrieved from [http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000134100410000026/wynn\\_ex10-1.htm](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000134100410000026/wynn_ex10-1.htm)
- 6 Ibid.
- 7 Ibid.
- 8 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K.. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html>
- 9 Green, S. (2012, June 19). Elaine Wynn sues for right to sell shares in casino company. *VegasINC*. Retrieved from <http://www.vegasinc.com/news/2012/jun/19/elaine-wynn-sues-right-sell-shares-casino-company/>
- 10 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html>
- 11 Freeh, Sporkin & Sullivan LLP. (2013, April 20). Report to the Gaming Compliance Commission. Retrieved from <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000119312512071603/d304177dex992.htm>
- 12 Ibid.
- 13 Berzon, A., Koh, Y., & O'Keeffe, K. (2012, March 12). The Unraveling of a Casino Marriage. *The Wall Street Journal*. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450004577275490985209450.html>



- <sup>14</sup> Wynn Resorts, Ltd. v Kazuo Okada et. al (2012, February 19). Retrieved from <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000119312512071603/d304177dex991.htm>
- <sup>15</sup> Koehler, M. (2012, February 14). Wynn Resorts \$135 Million University of Macau Donation The Subject of SEC Scrutiny. FCPA Professor. Retrieved from <http://www.fc paprofessor.com/wynn-resorts-whopping-135-million-university-of-macau-donation-the-subject-of-sec-scrutiny>
- <sup>16</sup> Ibid.
- <sup>17</sup> Pettersson, E. & Ozasa, S. (2012, March 14). Wynn Sued by Okada Over \$800 Million Redemption Discount . Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-12/kazuo-okada-files-counterclaim-in-federal-court-to-wynn-resorts-lawsuit.html>
- <sup>18</sup> Wynn Resorts, Ltd. v Kazuo Okada et. al (2012, February 19). Retrieved from <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000119312512071603/d304177dex991.htm>
- <sup>19</sup> Ibid.
- <sup>20</sup> Sierotył, C. (2012, February 16). Okada wants court to stop stock seizure; Wynn says game over. Las Vegas Review Journal. Retrieved from <http://www.reviewjournal.com/business/casinos-gaming/okada-wants-court-stop-stock-seizure-wynn-says-game-over>
- <sup>21</sup> Stutz, H. (2012, March 18). Lawsuit against Wynn reads like screenplay. Las Vegas Review Journal. Retrieved from <http://www.reviewjournal.com/inside-gaming/lawsuit-against-wynn-resorts-reads-screenplay>
- <sup>22</sup> Shurmur, A. (2014, May 2). Nevada court rejects U.S. request on Okada probe, says Wynn suit can proceed. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/05/03/us-universalentmtwynnresorts-lawsuit-idUSBREA4201120140503>
- <sup>23</sup> PRNewswire. (2012, March 12). Universal files Counterclaim against Steve Wynn, Wynn Resorts. PRNewswire. Retrieved from <http://www.prnewswire.com/bloggers/news-releases/?nrid=142420105>
- <sup>24</sup> Ibid.
- <sup>25</sup> Berzon, A., & O’Keeffe, K. (2012, March 12). Countersuit Escalates Feud at Wynn. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304450004577277873023438872>
- <sup>26</sup> Master, F., & Zeidler, S. (2012, June 15). Wynn says Okada motion recycles old claims. Reuters. Retrieved from <http://mobile.reuters.com/article/idUSBRE85E1CX20120615?ca=moto>

- <sup>27</sup> Pettersson, E. & Ozasa, S. (2012, March 14). Wynn Sued by Okada Over \$800 Million Redemption Discount . Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-12/kazuo-okada-files-counterclaim-in-federal-court-to-wynn-resorts-lawsuit.html>
- <sup>28</sup> Ibid.
- <sup>29</sup> Green, S. (2012, September 18). Wynn returns fire on Okada over shareholder letter. VegasINC. Retrieved from <http://www.vegasinc.com/business/legal/2012/sep/18/wynn-returns-fire-okada-over-shareholder-letter/>
- <sup>30</sup> Aruze USA, Inc. (2012, September 17). Aruze Issues Open Letter to Wynn Resorts Stockholders. [Press release]. Retrieved from [http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000095010312004811/dp32902\\_dfan14a.htm](http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1174922/000095010312004811/dp32902_dfan14a.htm)
- <sup>31</sup> Ibid.
- <sup>32</sup> Ibid.
- <sup>33</sup> Ibid.
- <sup>34</sup> Green, S. (2012, September 6). Okada names two proposed Wynn board nominees. VegasINC. Retrieved from <http://www.vegasinc.com/news/2012/sep/06/okada-names-two-proposed-wynn-board-nominees/>
- <sup>35</sup> Pettersson, E. (2012, October 3). Okada Loses Bid to Vote Wynn Resorts Shares at Meeting. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2012-10-02/okada-seeks-judge-s-ruling-to-let-him-vote-redeemed-stock.html>
- <sup>36</sup> Macau Daily Times. (2012, March 15). Doubts raised over Wynn governance. Macau Daily Times. Retrieved from <http://www.macaudailytimes.com.mo/macau/34510-Doubts-raised-over-Wynn-%20governance.html>
- <sup>37</sup> Flannery, N. (2012, December 3). Wynn-sanity: A Power Struggle at Macau Gambling Giant Wynn Resorts Puts Shareholder Value at Risk. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/nathanielparishflannery/2012/03/12/wynn-sanity-governance-problems-at-gambling-giant-wynn-resorts-put-shareholder-value-at-risk/2/>
- <sup>38</sup> Mavin, D., & O’Keeffe, K. (2011, May 23). Wynn Resorts CEO Doubles Down on China Casino Business. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704083904576335362902560564.html>
- <sup>39</sup> Grimes, M. (2012, October 12). Judge reinstates four shareholder actions against Wynn Resorts. Macau Business Daily. Retrieved from <http://macaubusinessdaily.com/Gaming/Judge-reinstates-four-shareholder-actions-against-Wynn-Resorts>

- 40 Green, S. (2012, April 6). Fourth shareholder lawsuit filed against Wynn Resorts. VegasINC. Retrieved from <http://www.vegasinc.com/news/2012/apr/06/fourth-shareholder-lawsuit-filed-against-wynn-reso/>
- 41 Sieroty, C. (2013, March 21). Wynn Resorts criticises fund's lawsuit. Casino City Times. Retrieved from <http://www.casinocitytimes.com/article/wynn-resorts-criticises-funds-lawsuit-61960>
- 42 Ibid.
- 43 Flannery, N. (2012, December 3). Wynn-sanity: A Power Struggle at Macau Gambling Giant Wynn Resorts Puts Shareholder Value at Risk. Forbes. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/nathanielparishflannery/2012/03/12/wynn-sanity-governance-problems-at-gambling-giant-wynn-resorts-put-shareholder-value-at-risk/2/>
- 44 Business Wire. (2012, December 13). Wynn Resorts Takes Actions to Streamline Board of Directors and Increase Independent Representation as Company Pursues Growth Strategy. Business Wire. Retrieved from <http://www.businesswire.com/news/home/20121213006477/en/Wynn-Resorts-Takes-Actions-Streamline-Board-Directors>
- 45 Zeidler, S. (2013, February 21). Okada resigns from Wynn Resorts board. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2013/02/21/okada-wynn- idUSL1N0BL9NX20130221>
- 46 Agence France-Presse. (2013, February 22). Okada quits Wynn Resorts Board, avoiding ouster. CBNNews. Retrieved from <http://www.abs-cbnnews.com/business/02/22/13/okada-quits-wynn-resorts-board-avoiding-ouster>
- 47 Pettersson, E. (2013, April 22). Okada Review Finds Wynn Resorts Probe 'Deeply Flawed'. Bloomberg. Retrieved from <http://www.bloomberg.com/news/2013-04-22/okada-review-finds-wynn-resorts-probe-deeply-flawed-.html>
- 48 Layne, N. (2014, May 2). U.S. seeks another extension for Okada payments probe. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/05/02/us-universal-entmt-wynn-resorts-lawsuit-idUSBREA4105K20140502>
- 49 Layne, N., & Master, F. (2014, May 1). Okada files criminal complaint against Wynn in Japan. Reuters. Retrieved from <http://www.reuters.com/article/2014/05/01/us-universal-entmt-wynn-resorts-complain-idUSBREA4003J20140501>
- 50 Reuters. (2014, May 5). Nevada court allows Wynn suit vs Okada to proceed. Business World Online. Retrieved from <http://www.foxbusiness.com/economy-policy/2014/05/02/nevada-court-rejects-us-request-on-okada-probe-says-wynn-suit-can-proceed/>

# 雅虎和阿里巴巴 的愛恨糾葛

---

## 個案大綱

2011年5月10日，雅虎 (Yahoo!) 在提交美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission) 的文件中指出，阿里巴巴集團 (Alibaba) 已經把支付寶 (Alipay) 的所有權轉移給一家由阿里巴巴執行長馬雲 (Jack Ma) 所控制的公司。雅虎在兩天後的記者會上表示，直到2011年3月31日才被通知，而所有權移轉却早在2010年的8月就已經完成了。阿里巴巴則在隔天反擊，說整個移轉都遵循相關法規，而且雅虎在事前有被通知<sup>1</sup>。雅虎在支付寶宣布移轉的那天股票跌了7.3%，至每股17.2美元，在一個禮拜內股價跌幅超過10%<sup>2</sup>。儘管投資大眾的意見分歧，大家心中的共同疑問都是：他們應該相信哪一邊的故事？誰應該為這未實時揭露的行為負責？誰在試圖誤導投資者？

本個案主旨在討論下列公司治理相關議題：董事會代表、董事會結構、董事會的利益衝突、董事會的溝通、董事的決策權和責任。

## 背景

### 阿里巴巴集團

阿里巴巴1999年在中國浙江省成立，成立者馬雲有着用科技網絡將中國每個商人結合在一起的夢想。2011年，阿里巴巴網絡有限公司成爲中國最大在綫B2B (business-to-business) 公司，市占率超過50%。2007年，阿里巴巴網絡有限公司成功地在香港證券交易所首次公開發行股票 (Initial Public Offering)。阿里巴巴也持有淘寶，中國最大的C2C (consumer-to-consumer) 網絡購物平臺；B2C (business-to-consumer) 平臺天貓也是阿里巴巴的子公司之一。

阿里巴巴最成功的發明是支付寶，2004年上線的第三方支付平臺。支付寶一開始是阿里巴巴底下的單位，用來提供公司旗下網站在綫購物的付款功能，如淘寶等。到了2011年，支付寶已經成爲世界上最大的支付系統。

## 雅虎和阿里巴巴的合伙關係

在2005年10月，阿里巴巴取得雅虎中國的經營權，並發行了40%的股票給雅虎，總價值十億美元，取得和雅虎的策略合作關係。在2012年9月前，雅虎是阿里巴巴的最大股東，持有43%的股份，日本的軟件銀行 (Softbank) 則持有29%的股份。剩下的28%則是由馬雲和他的管理團隊所持有。

阿里巴巴的董事會由四名成員組成。2005年10月，董事長馬雲取得了阿里巴巴管理階層兩席董事中之其中一席，另外兩席董事分別由雅虎的代表楊致遠(接續爲Tim Morse 和 Jacqueline D. Reses) 和軟件銀行的孫正義所擔任。

隨後，阿里巴巴擴展國際版圖並獲得巨大的成功，然而，雅虎幾乎在國內每個地區的市占率都在下降。因此，對雅虎來說，阿里巴巴的投資有如皇冠上的寶石，這項投資讓總公司位在加州的雅虎得以規避中國政府極其嚴格的外資投資管制，搭着中國網絡使用量大幅飆升的順風車，取得巨額的獲利。

## 支付寶的分拆

### 分拆的決定

2010年，中國發布了“非金融機構支付服務管理辦法”(Second Ordinance)，要求所有在綫支付的公司都必須由中資完全持有，才能够領有營業許可<sup>3</sup>。由外資持有的公司必須個別申請，申請程序相當繁復。這個管理辦法是爲了要解決由外資企業收集個人財務資料的疑慮。由於支付寶是由中資和外資共同持有，所以這個管理辦法就替阿里巴巴制造了新的難題。

在這個新的管理辦法發布前，大部分的公司（包含阿里巴巴）都試圖要用“可變利益實體”(Variable Interest Entities) 來規避這個法規。控股公司可以在名目上轉移子公司所有權，但透過合約上現金流量服務來保留經濟利益<sup>4</sup>。

阿里巴巴將支付寶移轉給浙江阿里巴巴電子商務有限公司。浙江阿里巴巴由馬雲持有80%股權，由阿里巴巴的共同創辦人和核心管理者謝世煌持有其餘20%股權。這次的移轉分成兩個階段進行，2009年6月進行第一階段的移轉，占70%的所有權；2010年8月將剩下的30%所有權進行第二次移轉<sup>5</sup>。總共付了人民幣三億三千萬<sup>6</sup>。

這個可變利益實體的結構在所有權移轉之後繼續維持着。因此，阿里巴巴仍然依照法規，於2010年的合併財務報表中將支付寶認為子公司。但是在2011年第一季的尾聲，馬雲認為這個可變利益實體已經無法再通過中國政府的嚴格審查<sup>7</sup>。3月31日，一封正式的通知信寄給了軟件銀行和雅虎，說明阿里巴巴會將支付寶分拆，並終止這個可變利益實體。從這一天開始，支付寶不再是阿里巴巴的完全持有的子公司，而是一家關係企業。

## 雅虎延遲揭露

2011年5月10日，雅虎在當季財務報表的提交文件中，向美國證券交易委員會揭露支付寶的100%所有權已經被移轉到由馬雲控股的浙江阿里巴巴。雅虎投資者隨後聽到雅虎和阿里巴巴不合的風聲。

## 雅虎版本的故事

雅虎宣稱他們直到2011年3月31日才知道支付寶的所有權被移轉和分拆的情事，此外雅虎主張董事會並沒有批准這個決定。

雅虎的執行長卡羅爾·巴茨 (Carol Bartz) 從2009年的1月上任到2011年的9月<sup>8</sup>，被認為任期不夠長，也不夠了解阿里巴巴的公司事務。根據內部消息指出，雅虎的董事會沒有因為巴茨把雅虎和阿里巴巴雙方的緊張情勢推高而責怪她，雅虎取而代之的是“向中國人開戰”<sup>9</sup>。

雅虎在2005年和阿里巴巴簽訂的公司合作協議中，明文記載雅虎有權取得阿里巴巴兩席的董事。2011年2月當時雅虎的財務長蒂姆·穆爾斯 (Tim Morse) 指出雅虎目前並沒有取得額外的席次的打算，“目前的情況很好，我們沒必要破壞現在的平衡”，他說道<sup>10</sup>。

## 阿里巴巴（馬雲）的說法

阿里巴巴否認雅虎的說法，聲稱移轉的事早在兩年前就在多次的董事會中被提出討論<sup>11</sup>。阿里巴巴更進一步地指出董事會早在2009年7月就已經表示“知情同意”(Informal consent)，並將支付寶的事情全權交給管理團隊處理<sup>12</sup>。

在一個訪談中，馬雲說道自從楊致遠和孫正義加入董事會的這六年來，“沒有一個決定是董事會批准的，很多事都是在董事會外就討論及決定好的，董事會只是在會議中花幾分鐘的時間取得共識”，馬雲也提到，透過董事會做決定是没用的，因為董事會成員不會同意，而支付寶可能會因為無法及時取得營業許可而被迫解散<sup>13</sup>。

馬雲聲稱孫正義在2011年3月，以“沒有時間討論”為由，回避討論有關支付寶所有權移轉的議題。此外，孫正義還建議他向中央銀行對支付寶的外資股權結構說謊，而非以移轉所有權方式解決監管問題。一直到三月底，牌照的申請已經接近截止日，董事會仍對這件事還是沒有共識。馬雲最後單方面決定跳過董事會，以百分之百由中資持有的身份向中央銀行申請支付寶的第三方支付牌照。最後支付寶成功地在2011年5月取得在中國營運的第三方支付牌照<sup>14</sup>。

## 軟件銀行的說詞

軟件銀行拒絕對所有權移轉情事表達意見。根據內部消息指出，軟件銀行不是這件事情最終決定者，只是在和解會議中的參與者<sup>15</sup>，因為軟件銀行只在阿里巴巴占了一席董事席次。

## 股票市場和投資者的反應

在這一整串事情爆發之前，投資者看漲雅虎的股票，因為大家都非常看好支付寶的潛力<sup>16</sup>。2011年5月10日宣布支付寶的移轉後，雅虎的股價就應聲下跌7.3%<sup>17</sup>，投資者們都擔心雅虎在阿里巴巴的投資受損<sup>18</sup>。緊接着在一周內，雅虎的股票從18.55美元跌到16美元，跌了13.7%<sup>19</sup>。這樣的跌幅反應了投資人對於雅虎的不信任，投資人質疑為何雅虎在支付寶的移轉中完全是局外人，也質疑雅虎和阿里巴巴的合作關係是否可以持續<sup>20</sup>。

有股東向雅虎提出法律訴訟。股東聲稱他們被未揭露的資訊所誤導，雅虎的股價是被人為操控出的結果，遠高出它應有的價值。也有股東指控既然雅虎在2009年就知道支付寶會被分拆，那麼雅虎早就應該有適當的計劃來確保其投資阿里巴巴的價值。從5月10號到7月29號，雅虎的股價下跌了29.4%。

## 分析師的看法

大部分的分析師都認為所有權的移轉方式是有爭議的。傑弗裏 (Jefferies & Co) 的尤瑟夫·斯奎利 (Youssef Squali) 指出，儘管所有權移轉是迫於中國的新法規，“阿里巴巴的作法還是有爭議的”<sup>21</sup>，因為馬雲坦承支付寶的移轉並沒有經過董事會的適當投票程序。

環球資產管理公司 (RCM) 的沃爾特·普萊斯 (Walter Price) 認為雅虎可以把未及時揭露的事情處理地更好，在知道支付寶被移轉的時候就應該舉行記者會<sup>22</sup>。除此之外，新世紀周刊 (Century Weekly) 認為三億三千萬人民幣的移轉價格過低，並非一公平交易。這引發兩個疑慮：馬雲將支付寶移轉給自己控股的浙江阿里巴巴，這之間可能存在利益衝突的疑慮，以及管理層收購 (management buyout) 是否為分拆支付寶的真正主因。

## 和解

在經過幾個月密集的協商後，阿里巴巴、雅虎、軟件銀行在2011年7月29日宣布他們已經簽署有關支付寶移轉的正式合約。

合約中的重點摘要如下<sup>23</sup>：

支付寶的持有公司在往後發生清盤事件時（如：首次公開發行），將從清盤所獲得收益付給阿里巴巴37.5%的權益金額，最低二十億最高至六十億。

在清盤事件發生前，除了技術轉讓費和權利金之外，持有支付寶的公司還需要付阿里巴巴49.9%的稅前利益。



馬雲和阿里巴巴集團的財務長蔡崇信 (Joe Tsai) 成立了APN Ltd.，一家只在清盤事件發生前存在的特殊目的公司 (Special Purpose Vehicle)。這家公司發行面額五億元，七年期的無息本票給阿里巴巴。爲了擔保這張本票，馬雲注入了五千萬股阿里巴巴的普通股到這家公司。

## 分析師對於和解的看法

分析師對於這個和解的看法兩極。富比士 (Forbes) 持正面的看法，認爲和解有助於消除投資者對支付寶所有權移轉的疑慮，也預期支付寶“前景看好”<sup>24</sup>。值錢的支付寶一淘寶收入被留在集團內。除此之外，非淘寶或第三方支付處理的事業體也可以被納入在這新的支付寶組織架構。

另一方面，富國銀行 (Wells Fargo) 和施蒂費爾尼古勞斯 (Stifel Nicolaus) 的分析師認爲雖然合約看似公平<sup>25</sup>，但是其實並沒有想象中那麼樂觀，因爲亞洲資產可變現價格的不確定性甚高。股票價格和核心業務的表現息息相關，因此雅虎股票價格短期內的前景還不明朗<sup>26</sup>。再加上支付寶所有權移轉事件其實有管理層收購的性質，而這也暴露了雅虎在亞洲的發展還是受到馬雲左右。

有些分析師並沒有考慮支付寶公開上市募股的潛力，因爲他們沒有看到上市募股的時程。雅虎的股東也不樂見支付寶以最高六十億的價值變賣<sup>27</sup>。除此之外，他們認爲中國政府把重點放在中資企業，也因此到國外上市公開募股的機率不高<sup>28</sup>。

其他分析師對於這個和解案保持中立。一位摩根大通 (JP Morgan) 的分析師贊同合約裏提供了一個支付寶最終清盤價格的範圍，同時也解決了雅虎股票岌岌可危的問題<sup>29</sup>。身爲主要股東，雅虎可以在十年後強制清盤，萬一支付寶公開上市募股的機率仍小的話。

對於阿里巴巴公開上市募股計劃的猜測開始流傳。蔡崇信提到目前沒有任何計劃，但不排除這可能性。根據和解的條款，阿里巴巴可以從新的支付寶取得更多的現金，這有利於阿里巴巴未來的公開上市募股，也進而讓雅虎獲利。

## 投資者對於和解的反應

有些投資者在和解合約簽訂之前就已經出售雅虎的股票，因為他們受不了雅虎缺乏對此事件的應對能力，以及支付寶移轉的損失。一名綠光資本 (Greenlight Capital) 的知名對衝基金經理人拋售他所持有的所有雅虎股份，並在一封給投資者的信裏提到“這不是我們所期望的”<sup>30</sup>。雅虎的股價於和解合約公開後在開市前交易上升了6%，這表示投資者對於這個合約是滿意的。但是股價在8月3日到8日開始起伏，這可歸因於雅虎失去了第三方交易的市場<sup>31</sup>。花旗集團 (Citigroup) 的分析師馬克·馬哈尼 (Mark Mahaney) 認為雖然合約消除了投資者的部分疑慮，但是雅虎却被迫賣出它在亞洲最關鍵的資產<sup>32</sup>。

## 後續發展

在2012年5月20日，雅虎和阿里巴巴兩公司達成一個讓雅虎對阿里巴巴持股變現的協議<sup>33</sup>。第一步是在2012年9月18日由阿里巴巴以七十六億美元的價格回購雅虎半數的股票<sup>34</sup>。在這個交易後，雅虎和軟銀的在公司董事會的投票權都被稀釋到50%以下<sup>35</sup>。此外，雅虎被要求在阿里巴巴上市公開募股時賣回剩餘股票的一半，上市公開募股後再賣出另外一半<sup>36</sup>。

這個協議提供了雙贏的局面，也替“網絡史上最長的國際鬥爭”劃下句點<sup>37</sup>。阿里巴巴的執行長馬雲現在已經完全掌握公司<sup>38</sup>，而對雅虎而言，協議提供了一個退場機制，讓雅虎可以平衡短期的流動性、回饋現金給股東的同時還能够在阿里巴巴未來價值增加時分一杯羹<sup>39</sup>。

2013年1月15日，馬雲宣布5月時將從阿里巴巴執行長的位置退位，並在下一任執行長接棒後擔任執行董事長<sup>40</sup>。

## 問題與討論

1. 阿里巴巴的董事結構恰當嗎？股東們能夠依據他們的持股在董事會有適當的代表嗎？
2. 參考支付寶的事件，你認為阿里巴巴的董事會在做決策的過程中可能有什麼問題？
3. 楊致遠和孫正義有盡到他們身為阿里巴巴董事的責任嗎？如果沒有，可能的原因是什麼？
4. 馬雲把支付寶移轉給百分之八十由自己控股的浙江阿里巴巴是對公司最好的決定嗎？其他可能的做法有什麼？
5. 討論其他可能的和解方案。

---

This is the abridged version of a case prepared by Andrew Aw De Cai, Felicia Goh Pei Ting, Lin Jiajing, Low Chern Yik, Min Tianzhu, Michelle Yeo Hui Min, Yvonne Tan Yan Qi under the supervision of Professor Mak Yuen Teen and Dr Vincent Chen Yu-Shen. The case was developed from published sources solely for class discussion and is not intended to serve as illustrations of effective or ineffective management or governance. Consequently, the interpretations and perspectives in this case are not necessarily those of the organisations named in the case, or any of their directors or employees. This abridged version was edited by Low Jiemin under the supervision of Professor Mak Yuen Teen.

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

## 附註

- 1 Alibaba Group Clarification with Respect to Alipay Status and Related Statements by Yahoo!, 15 May 2011, Company Press Release <<http://news.alibaba.com/article/detail/alibaba/100474800-1-alibaba-group-clarification-respect-alipay.html>> accessed 12 Dec 2012
- 2 Gallagher, D., & Letzing, J., Yahoo falls on concerns about Alibaba 13 May 2011,, MarketWatch. [http://articles.marketwatch.com/2011-05-13/industries/30703189\\_1\\_yahoo-co-founder-yahoo-shares-ceo-jerry-yang](http://articles.marketwatch.com/2011-05-13/industries/30703189_1_yahoo-co-founder-yahoo-shares-ceo-jerry-yang)> accessed 12 Dec 2012
- 3 Administrative Measures for the Payment Services Provided by Non financial Institutions 21 Jun 2010, The Central People's Government of the People's Republic of China. <[http://www.gov.cn/fg/2010-06/21/content\\_1632796.htm](http://www.gov.cn/fg/2010-06/21/content_1632796.htm)> accessed 12 Dec 2012
- 4 Gillis, P., The emperor's new suit: VIEs in China, 9 Mar 2011, China Accounting Blog <<http://www.chinaaccountingblog.com/weblog/the-emperors-new-suit-vies-.html>> accessed 12 Dec 2012
- 5 Alipay June 14 Media Press Conference Minutes, 14 Jun 2011 Sina Technology. <<http://tech.sina.com.cn/i/2011-06-14/18495647582.shtml>> accessed 12 Dec 2012
- 6 Wang, S., Softbank Gets Tough on Alipay Compensation Terms, 2 Jun 2011, Caixin Online <<http://english.caixin.com/2011-06-02/100265604.htm>>l accessed 12 Dec 2012
- 7 Ibid.
- 8 Swisher, K., Exclusive: Carol Bartz Out at Yahoo; CFO Tim Morse Named Interim CEO, 6 Dec 2011, All Things D, <<http://allthingsd.com/20110906/exclusive-carol-bartz-out-at-yahoo-cfo-interim-ceo/>> accessed 12 Dec 2012
- 9 The painful marriage between Yahoo and Alibaba, 16 May 2011, Retrieved from CWW. net. <[http://www.cww.net.cn/english/html/2011/5/16/20115161623428716\\_2.htm](http://www.cww.net.cn/english/html/2011/5/16/20115161623428716_2.htm)> accessed 12 Dec 2012
- 10 The Bungled Yahoo-Alibaba Relationship Under Bartz [Timeline], 8 Sep 2011, Business Insider <<http://www.businessinsider.com/the-bungled-yahoo-alibaba-relationship-under-bartz-timeline-2011-9>> accessed 12 Dec 2012
- 11 Pepitone, J., Alibaba CEO: Yahoo should break itself up, 1 Jun 2011, CNN Money <[http://money.cnn.com/2011/06/01/technology/alibaba\\_d9\\_yahoo/index.htm?iid=EAL](http://money.cnn.com/2011/06/01/technology/alibaba_d9_yahoo/index.htm?iid=EAL)> accessed 12 Dec 2012
- 12 Wei, D., MorganMarkets, 15 May 2011, J.P.Morgan <[https://mm.jpmorgan.com/stp/t/c.do?i=79488-C6&u=a\\_p\\*d\\_595504.pdf\\*h\\_3jbm5fnv](https://mm.jpmorgan.com/stp/t/c.do?i=79488-C6&u=a_p*d_595504.pdf*h_3jbm5fnv)> accessed 12 Dec 2012

- 13 Bishop, B., Jack Ma Talks To China Entrepreneur Magazine About The Alipay Case (UPDATED) ", 6 Jul 2011, DigiCha <<http://digicha.com/index.php/2011/07/jack-ma-talks-to-china-entrepreneur-magazine-about-the-alipay-case/>> accessed 12 Dec 2012
- 14 Callaghan, B., Alipay Gets Its License to Operate in China", 26 May 2011, All Things D, <<http://allthingsd.com/20110526/alipay-gets-its-license-to-operate-in-china/>> accessed 12 Dec 2012
- 15 Softbank Refuses to Join Talks about Alipay Ownership Transfer, 3 Jun 2011, CapitalVue. <<http://www.capitalvue.com/home/CE-news-A1/inset/@56874/post/1907444>> accessed 12 Dec 2012
- 16 Barboza, D., & Kopytoff, V. G., Alibaba and Yahoo Try to Make Up, 15 May 2011, The New York Time, <[http://www.nytimes.com/2011/05/16/technology/16yahoo.html?\\_r=2&adxn1=1&pagewanted=all&adxnlx=1333685921-bMqof5jNm+jZWUiwiWVaDg](http://www.nytimes.com/2011/05/16/technology/16yahoo.html?_r=2&adxn1=1&pagewanted=all&adxnlx=1333685921-bMqof5jNm+jZWUiwiWVaDg)> accessed 12 Dec 2012
- 17 Womack, B., Yahoo Says Alibaba Transferred Alipay Without Telling Board, Shareholders, 13 May 2011, Bloomberg, <<http://www.bloomberg.com/news/2011-05-12/yahoo-notied-by-alibaba-of-alipay-reorganization-on-march-31.html>> accessed 12 Dec 2012
- 18 Ibid.
- 19 Yahoo! Finance Data Stream
- 20 Pepitone, J., Yahoo and Alibaba reach deal over Alipay, 29 Jul 2011, CNN Money, <[http://money.cnn.com/2011/07/29/technology/yahoo\\_alipay/index.htm](http://money.cnn.com/2011/07/29/technology/yahoo_alipay/index.htm)> accessed 12 Dec 2012
- 21 Ibid.
- 22 Womack, B., Yahoo Faulted by Investors for Delayed Alipay Disclosure, 24 May 2011, Bloomberg, <<http://www.bloomberg.com/news/2011-05-23/yahoo-faulted-for-delay-in-disclosing-alipay-deal.html>> accessed 12 Dec 2012
- 23 Alipay's Equity Transfer: An MBO by Unusual Means, 3 Aug 2011, Business Insider <[http://articles.businessinsider.com/2011-08-03/markets/29975440\\_1\\_liquidity-event-softbank-ownership-transfer#ixzz1quY2hN00](http://articles.businessinsider.com/2011-08-03/markets/29975440_1_liquidity-event-softbank-ownership-transfer#ixzz1quY2hN00)> accessed 12 Dec 2012
- 24 Jackson, E., Analysis of Yahoo Deal on Alipay: Glass Half-Full, 29 Jul 2011, Forbes, <<http://www.forbes.com/sites/ericjackson/2011/07/29/yahoo-deal-on-alipay-glass-half-full/>> accessed 12 Dec 2012
- 25 Dignan, L., "Alibaba, Yahoo, Softbank settle Alipay rift, 29 Jul 2011, CNET News <[http://news.cnet.com/8301-1023\\_3-20085604-93/alibaba-yahoo-softbank-settle-alipay-rift/?tag=mncol;txt](http://news.cnet.com/8301-1023_3-20085604-93/alibaba-yahoo-softbank-settle-alipay-rift/?tag=mncol;txt)> accessed 12 Dec 2012

- 26 Pimentel, B., Yahoo a 'forced seller' in Alipay deal: analyst, 29 Jul 2011, MarketWatch <[http://articles.marketwatch.com/2011-07-29/industries/30806315\\_1\\_alibaba-group-alipay-yahoo](http://articles.marketwatch.com/2011-07-29/industries/30806315_1_alibaba-group-alipay-yahoo)> accessed 12 Dec 2012
- 27 Ibid.
- 28 Rusli, E. M., Yahoo and Alibaba Resolve Dispute Over Alipay, 29 Jul 2011, DealBook <<http://dealbook.nytimes.com/2011/07/29/yahoo-and-alibaba-resolve-alipay-dispute/>> accessed 12 Dec 2012
- 29 Ibid.
- 30 Ibid.
- 31 Pepitone, J., Yahoo and Alibaba reach deal over Alipay, 29 Jul 2011, CNN Money, <[http://money.cnn.com/2011/07/29/technology/yahoo\\_alipay/index.htm](http://money.cnn.com/2011/07/29/technology/yahoo_alipay/index.htm)> accessed 12 Dec 2012
- 32 Pimentel, B, Yahoo a 'forced seller' in Alipay deal: analyst, 29 Jul 2012, Marketwatch, <[http://articles.marketwatch.com/2011-07-29/industries/30806315\\_1\\_alibaba-group-alipay-yahoo](http://articles.marketwatch.com/2011-07-29/industries/30806315_1_alibaba-group-alipay-yahoo)> accessed 19 Dec 2012
- 33 Yahoo! and Alibaba Reach Agreement on Comprehensive Plan for Alibaba Stake, 20 May 2012, Company Press Release
- 34 Alibaba Closes US\$7.6 Billion Share Repurchase and Restructuring of Yahoo! Relationship, 18 Sep 2012, Company Press Release
- 35 Alibaba closes buyback deal with Yahoo 19 Sep 2012, China Daily <[http://www.china-daily.com.cn/business/2012-09/19/content\\_15768583.htm](http://www.china-daily.com.cn/business/2012-09/19/content_15768583.htm)> accessed 12 Dec 2012
- 36 Swisher, Kara, Fat Lady Finally Sings: Yahoo and Alibaba Officially Shake on \$7 Billion Stock Sale Deal (Updated), 20 May 2012, All Things D, <<http://allthingsd.com/20120520/yahoo-and-alibaba-officially-shake-on-7-billion-stock-sale-deal/>> accessed 12 Dec 2012
- 37 Ibid.
- 38 Ibid.
- 39 Ibid.
- 40 Jackson, Eric., Jack Ma's Retirement Might Mean A 2013 Alibaba IPO For Yahoo Shareholders, 15 Jan 2013, Forbes <<http://www.forbes.com/sites/ericjackson/2013/01/15/jack-mas-retirement-might-mean-a-2013-alibaba-ipo-for-yahoo-shareholders/>> accessed 17 Jan 2013.

## 關於編輯

陳宇紳副教授 (Vincent Y.S. Chen)

陳宇紳博士現為臺灣政治大學 (National Chengchi University) 會計系副教授，他曾任教於新加坡國立大學 (National University of Singapore) 會計系，也擔任過新加坡財政部下轄新加坡會計發展局 (Singapore Accountancy Commission) 會計產業研究中心研究總監。他於美國紐約州立大學水牛城分校 (State University of New York at Buffalo) 取得會計博士學位。



陳宇紳博士在學術及實務界擔任各種不同職務。他現為新加坡國立大學商學院亞洲會計研究中心榮譽研究員，也是美國聖母大學 (University of Notre Dame) 會計研究教育中心諮詢委員，他曾為新加坡特許會計師公會 (Institute of Singapore Chartered Accountants) 整合報告 (Integrated Reporting) 委員會研究及思想領袖工作組成員。他是許多國際會計及財務期刊的審稿人，也擔任臺灣及香港政府研究計劃的審查工作。

陳宇紳博士的研究領域為資本市場研究，專長於公司治理與評價。他的著作發表在許多國際知名的會計、財務、與管理類期刊，也曾獲澳洲新西蘭會計及財務年會財務會計類的最佳論文獎。除了學術著作，陳宇紳博士也和政府機構及專業組織，包括新加坡會計發展局、新加坡特許會計師公會及畢馬威 (KPMG) 一起合作研究，解決會計實務上的問題並為新加坡會計產業界做政策制訂的基礎。他的研究被新加坡多個媒體引述過，包括海峽時報、商業時報以及聯合早報。

陳宇紳博士在政治大學的大學部以及國際經營管理碩士 (IMBA) 學程教授財務會計，並在經營管理碩士 (EMBA) 學程教授公司治理。在新加坡國立大學任教時，他教授公司治理與道德以及財務會計，並參與數個和中國大型銀行在國大商學院高層管理教育的學程。

麥潤田副教授 (Mak Yuen Teen)

麥教授曾參與制定新加坡上市公司公司治理準則委員會。他也參與慈善理事會 (Charity Council) 並擔任其中一委員會主席，負責訂定新加坡慈善機構監管準則。

麥教授曾擔任新加坡兩大型醫療慈善機構的董事長及副董事長職務。有六年的時間，他擔任總部位於紐約的聯合國 (United Nation) 人口基金 (UN Population Fund) 審計諮詢委員會委員。目前

他是位在紐約聯合國婦女基金 (UN Women) 審計諮詢委員會的委員。



麥教授創立了治理與透明度指數 (Governance and Transparency Index), 第一個幫新加坡上市公司作公司治理評鑑的指數。他是東南亞國家聯盟 (ASEAN) 公司治理計分卡及評鑑的新加坡專家。他也是一個新成立為上市中小企業做公司治理評鑑方法的諮詢顧問。

麥教授經常應邀擔任評論家及演說者，對公司、政府單位及慈善機構做治理相關的評論。他常被政府、監管機關、專業機構、及私人企業委託引領研究，並對不同公司治理的問題獻策。他的著作也廣泛的發表在學術及實務界的期刊。

麥教授於2014年獲得由新加坡證券投資人協會 (Sias) 頒發的公司治理卓越獎，以表彰他對新加坡公司治理的貢獻。在2015年，他獲得由馬來西亞小股東看門員組織所頒發的區域認同獎以表揚他在公司治理的貢獻。

若想了解更多麥教授的研究成果及著作，請到以下他的網站參觀：

[www.governanceforstakeholders.com](http://www.governanceforstakeholders.com)



## SINGAPORE

1 Raffles Place  
#31-01 One Raffles Place  
Singapore 048616

+65 6671 6500  
sg@cpaaustralia.com.au  
cpaaustralia.com.au



Download a QR code reader  
on your smartphone and  
scan for a soft copy of this book.

ISBN 978-981-11-0770-2



9 789811 107702