公司治理個案研究

第二卷

陳宇紳 麥潤田 主編

CPA AUSTRALIA

公司治理個案研究

陳宇紳 麥潤田

主編

第二版 2018 年 8 月

著作權@ 2018 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、錄製等方式，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、或麥潤潤田副教授。

公司治理個案研究

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：　cpaaustralia.com.au

電子郵件：　sg@cpaaustralia.com.au

目錄

前言

序言

亞洲

阿裡巴巴：芝麻開門 1
凱德商用產業重回凱德集團：私有化的爭議 16
漢能的停牌危機 28
怡和集團：特立獨行的大班 43
聯明集團：錙銖必較的董事分紅 56
瑞穗集團：與黑幫共舞 67
被冰山襲擊的來寶 79
三星物业與第一毛織並購案 91
新加坡郵政：登載不實的郵件 103
東芝：企業文化短路 123

大洋洲

Cabcharge 的薪酬爭議 133
澳洲聯邦銀行：詐欺者 143

歐洲

賽諾菲：王國領導的免職 156
尋找企業道德的愛生雅 167
西卡集團：阿爾卑斯山的雪崩 179
特易購會計黑洞 189
福斯汽車：廢氣排放醜聞 203

北美洲

eBay：與維權主義股東的搏鬥 218
摩根大通：失去魅力的太子黨 229
巴西石油貪污案：非典型的洗車 241

前言

在一個不斷變化的時代，投資者和利益相關者的期望越來越高，公司的業務格局也隨之變得越來越複雜。這也使得良好的公司治理對業務可持續性更加至關重要。即使多年來公司在治理及透明度方面均取得了重大進展，但卻還有很大的進步空間。

良好的公司治理並非一蹴而就。這是一個持續的旅程，需要整個組織和所有利益相關者——員工、管理層和董事 ——都參與其中。公司正面臨越來越大的壓力，通過超越自身底線來創造出一種透明和信任的文化，以確保他們能在顛覆性商業環境中獲得成功。在新加坡，澳洲會計師公會很自豪能夠參與到個案出版的專案過程中來，以支持公司治理更好的發展。

澳洲會計師公會很榮幸能再次與澳洲資深註冊會計師、新加坡國立大學商學院麥潤田副教授，以及國立政治大學陳宇紳副教授共同出版第二本中文版公司治理案例個案研究。此版本的發行是基於 2017 年發行的第一本中文版公司治理案例個案研究。

我們感謝麥潤田副教授和陳宇紳副教授在選擇和翻譯新加坡國立大學學生攥寫的案例研究方面所做的指導和努力。我們希望第二本中文版公司治理案例個案研究能繼續促進新加坡、亞太地區及其他地區在有關公司治理和透明度方面進行豐富及深入的討論。我們還要感謝澳洲會計師公會中國辦事處的團隊對於個案研究的翻譯和校對。

我們相信您會發現本書對您的專業工作有益處。

楊允仁 澳洲資深註冊會計師

Yeoh Oon Jin FCPA (Aust.)

澳洲會計師公會新加坡分會會長

Singapore Divisional President, CPA Australia

序言

我們很高興的再一次與澳洲會計師公會（CPA Australia）合作，出版第二本中文版的公司治理個案研究。

自 2012 年起，麥潤田教授與澳洲會計師公會一起合作，每年出版一本公司治理個案研究，至今已有六本英文版個案研究的發行。這些個案最初是由新加坡國立大學商學院會計系高年級學生所撰寫，經助理編輯校訂，最後由麥潤田教授做最終審核與校訂出版。

這些案例的資料來源皆為公開資訊，主要的目的是促進並深化公司治理與相關議題的探討。這些個案在全球被許多大學及機構用於公司治理的教育及訓練課程。

由於這一系列公司治理個案研究叢書的成功，我們決定與澳洲會計師公會合作，將一部份的英文公司治理個案翻譯成中文，以期有更多的讀者能從中獲益。

我們兩位曾在新加坡國立大學商學院共事，並一起教授公司治理課程。首本中文版的公司治理個案研究在 2016 年 9 月發行。

由於第一本中文公司治理個案研究深受各界歡迎，我們決定編輯第二本中文公司治理個案研究。此書由英文版個案研究的第四與第五冊中選出 20 個公司治理案例，其中有 10 個為亞洲公司治理個案，2 個為大洋洲，5 個為歐洲，以及 3 個北美洲。這些案例涵蓋了許多與公司治理相關的議題，例如：道德、董事職責、董事會組成、薪酬、內部及外部審計、資訊披露、會計舞弊、賄賂及貪污、股東行動主義、政府監管及雙重股權結構。

我們希望您對這第二本中文版公司治理案例研究的內容感興趣，也對您有所助益。

我們感謝政治大學會計系及會計研究所的李佩儒、李怡萱、陳建勳及楊智凱協助翻譯，以及張大羿幫忙校訂。

陳宇紳及麥潤田

2018 年 6 月

阿里巴巴：芝麻開門

個案大綱

在 2013 年，阿里巴巴集團（Alibaba Group Holdings Limited ，以下簡稱阿里巴巴）希望進行首次公開發行上市，並考慮在三個證券交易所發行的可行性—香港交易所（HKEx）、美國紐約證券交易所（NYSE）、美國納斯達克交易所（NASDAQ）。他們的首選是香港交易所，然而，阿里巴巴獨特的 28 人合夥人組織結構類似雙重股權制（dual class structure），並不符合香港上市規定，因此他們的上市申請被香港交易所拒絕。阿里巴巴在香港交易所上市失敗後，大眾擔心影響往後公司到香港上市，使監管機關與公眾對現有上市規則及可能進行的改變進行討論。本個案主旨在於討論雙重股權制；股權與所有權的不一致；及證券交易所監管與商業動機間的微妙關係。

背景

「沒有人願意相信馬雲」[1]

—馬雲

就算阿里巴巴董事會主席馬雲（Jack Ma）在 2013 年做出一個有吸引力的提議—將他非常成功的電子商務創作阿里巴巴上市。然而，在數星期的密集協商後，阿里巴巴仍因其獨特的 28 人合夥結構不符合交易所上市規定，上市申請被香港交易所拒絕。馬雲面臨困難的決定，要改變在這市價一千六百八十億美元電子商務巨頭運作良好的合夥人結構[2]？抑或放棄在香港上市的夢想，前往新天地的紐約證券交易所或納斯達克交易所？

電子商務英雄的誕生

馬雲的職場生涯是以在中國杭州擔任英文導遊開始[3]，他並沒有任何與電腦或科技相關的經驗。然而當他發現互聯網搜尋找不到中國相關信息時，事情有了轉變[4]。馬雲意識到這是個互聯網生意的機會，因此成立了中國第一個商業互聯網網站—中國黃頁（China Pages）[5]。

馬雲的業務與中國電信競爭，所以當這國營企業提出成立合資公司時，馬雲欣然接受這個好到無法拒絕的提議[6]。儘管馬雲是一名董事，但他無法掌控這個由五人所組成的董事會，他的想法一次又一次地被拒之門外[7]，在被束縛住且無法推行自己點子的情況下，馬雲認為他最好的選擇就是辭職。

1999 年初，馬雲決定給他的創業夢另一個機會。他擘畫成立一家全球性的電子商務公司，並在他的公寓裡與其他 18 個人分享了這個夢想[8]，那天晚上竟成了馬雲電子商務旅程的轉折點。儘管馬雲和其他 18 個合夥人只有六萬美元，他們創立了阿里巴巴，取阿里巴巴這個名字是因拼寫簡單並與著名的「芝麻開門」口令相關[9]。

馬雲認為以他中國元素的方式可以創立一個成功的企業 ¬ —全球視野、本地勝利[10]。不同與其他中國企業家多採用成功的美國互聯網商業模式[11]來管理企業對消費者（B2C）和消費者對消費者（C2C）的交易[12]，阿里巴巴創建了自己的商業模式，側重於企業對企業（B2B）部門，並將中小企業相互連接在一起[13]。

阿里巴巴集團

今日，阿里巴巴是中國最大的線上和行動市集供應商，在中國 B2C 和 C2C 市佔率有 80%，阿里巴巴在中國包裹運送市場也有超過 70%的市佔率，並且其在包裹運送市場的主導地位繼續增長[14]。在全球，阿里巴巴在商品總值方面勝過億貝（eBay）和亞馬

遜（Amazon），兩公司在 2012 年商品總值分別為六百七十八億美元和八百七十八億美元 [15]。

阿里巴巴有幾個主要業務部門—阿里巴巴、淘寶、天貓和支付寶。除此之外，阿里巴巴還提供雲端計算和其它周邊相關服務 [16]。

阿里巴巴（Alibaba.com）

阿里巴巴是 1999 年集團首次進軍電子商務領域的產物，這是一個 B2B 線上入口，將中國製造商與世界各地的買家聯繫起來。這個商業模式是建於兩個對中國市場的觀察：第一，中國人注重成本，因此阿里巴巴網站提供買賣雙方免費的基本服務 [17,18]，而為了迎合對價格敏感度較低的賣家，阿里巴巴提供額外的服務 19 及線上廣告的選項 [20]。第二，中國消費者關心賣家的可靠性，為解決此問題，在阿里巴巴網站上的賣家可選擇通過獨立的第三方，取得獨立驗證服務（Independent Verification Service）及證明。迄今為止，阿里巴巴擁有來自超過 200 個國家和地區的 440 多萬註冊用戶 [21]。

淘寶和天貓

2003 年，集團推出等同中國 eBay 的淘寶，在兩年內成為中國 C2C 市場的領導者 [22]。2010 年，阿里巴巴將天貓從淘寶旗下分割，自此，天貓已成為中國最受歡迎的 B2C 網上購物平台。2012 年，淘寶和天貓兩平台的商品總值價值一兆一千億元人民幣（一千七百一十二億美元）[23]。

支付寶

支付寶是中國線上支付服務的領導者，佔有中國網路交易市場的 80%，在 2013 年收入近一千五百億美元 [24]。支付寶系統支援阿

里巴巴網站所有的線上交易。這系統允許賣家先收錢，然後把錢存入一個第三方托管帳戶，確保買家不會不付款[25]。

二十八人小組掌舵

阿里巴巴擁有 28 位合夥人，由公司的創始人和主要高階管理人員所組成[26]，這二十八位合夥人並不是董事會董事[27]，但他們有權提名簡單多數的董事[28]。

雖然提名主要由 28 名合夥人提出，但全體股東有權根據其持股投票贊成或反對提名，這 28 位合夥人共持有阿里巴巴總股份的 13%，而雅虎和軟銀集團（SoftBank Corporation）分別持有 24%和 37%[29]，其餘股份由分散的少數股東所持有。然而，若被提名的董事候選人被拒絕，合夥人可提名其他合適的候選人[30]，這個提名過程會一直重複，直到董事會成立。

馬雲表示，這種合夥人結構的目的是確保公司由「對公司充滿熱情並且由使命驅動的一群人」所經營[31]，這一觀點也得到集團執行副董事會主席蔡崇信（Joe Tsai）的支持，他認為即使最初的創始人離開公司，合夥人結構也有助於保存公司的創新文化，確保公司聚焦長期策略，而非短期利益[32]。

阿里巴巴的精靈燈－股票上市

阿里巴巴在過去十年中在電子商務中獲得成功，可由 2014 年彭博社（Bloomberg）經由十二種不同評價指標估計阿里巴巴價值約為一千六百八十億美元得到證明[33]。

阿里巴巴合理的下一步是股票上市，集團希望在證券交易所上市以籌集資金，並進一步擴展在有潛力的手機購物和社交媒體產業[34]。

雙城記－東方明珠或大蘋果

2013 年 7 月阿里巴巴已經準備好上市，但在三家入圍的股票交易所之間進行考慮—紐約證券交易所，納斯達克交易所和香港交易所 [35]。最後，阿里巴巴決定在香港或美國中做一選擇。

在美國上市與香港相比有幾個優勢，首先，美國交易所允許阿里巴巴現有的合夥人結構 [36]。香港交易所則採取「同股同權」的原則，除特殊情況外，不允許雙重股權制 [37]。

其次，臉書（Facebook）和亞馬遜等全球最大的科技公司在美國交易所上市，且大部分都在納斯達克交易所上市 [38]。相反地，香港沒有很多高科技或互聯網 [39] 的上市公司。

第三，西方投資者對科技產業有較多的瞭解，可提高科技公司估值的準確性 [40]。此外，紐約證券交易所和納斯達克交易所是全球市值最大的證券交易所 [41]。

第四，與香港交易所不同的是，納斯達克交易所並不要求公司在上市前三年需有獲利 [42,43]。

但另一方面，相較在香港上市，在美國上市也有不利之處。如果阿里巴巴沒有及時揭露訊息，就可能面臨潛在的訴訟風險，因此美國的訴訟文化可能會是個問題 [44,45]。這也是阿里巴巴所擔心的，因為淘寶以前曾面臨過仿冒品問題 [46]，儘管試圖解決但仍於事無補 [47]。相反的，香港沒有集體訴訟的法律制度 [48]。

此外，美國也比世界上任何其他國家更密切地審視其金融市場 [49]。由於沙賓法案（Sarbanes–Oxley Act）有額外的監管規定，美國上市公司法律遵循成本較高 [50]。

同時，美國上市的中國公司價值被低估 [51]，因為過去十年來中國在美國上市公司爆發許多會計違規、欺詐和醜聞等事件，導致投資者對這類公司的信心下降 [52]。

最後很重要的一點是，阿里巴巴在香港上市後較能保持現狀，因為香港有相似的文化、使用相同的語言、並與中國的地理位置接近[53]。因為阿里巴巴的收入主要來自中國，這一點尤為重要。

2013 年 9 月，阿里巴巴決定在香港上市並向香港交易所提交申請，為了上市，阿里巴巴必須得到香港證券及期貨事務監察委員會（Hong Kong Securities and Futures Commission，以下簡稱香港證監會）和香港交易所批准。

精靈燈碎裂

2013 年 9 月下旬，就在提交申請幾週之後，與香港交易所的協商徹底失敗[54]。

他們拒絕的原因源於阿里巴巴的上市提案給予 28 名合夥人額外的權力。香港交易所說明，合夥人結構使握有較少股權的部份人擁有較多的權力，類似於雙重股權制，這破壞了「同股同權」的原則[55]。

香港交易所行政總裁李小加 (Charles Li) 重申香港交易所採取「同股同權」原則的立場，並說明只有在非常特殊情況下才可能允許雙重股權制[56]。他進一步強調，交易所還未準備好為一個申請人而改變現有的上市規則[57]。

香港交易所的兩難

「對香港交易所很重要的是，維護市場誠信且沒有例外，尤其是鑑於近年來中國公司所發生的事情。很多香港和中國公司都想要做類似的事，因此允許一個例外會陷入非常艱難的處境。[58]」

—瑞士信貸集團分析師 Arjan Van Veen

「失去一兩間上市公司對香港來說並沒有什麼大不了的，但失去

一代中國新經濟的公司卻是大事。況且如果沒有經由適當的辯論就失去是更不可接受的。[59]」

—香港交易所行政總裁李小加

雖然阿里巴巴上市案的審議看來似乎應該是一個很單純的決定—接受或拒絕，但審議過程卻不那麼簡單。

痛苦的審議過程

在被拒絕上市前的這段時間，阿里巴巴和香港證監會就上市問題私下進行了多次的討論。在這段談判期間，香港證監會反對阿里巴巴提出的合夥人組織結構，而雙方一直無法達成共識[60]。據悉，香港交易所就修改香港上市條例曾向香港證監會提交諮詢草案。香港證監會也將草案作一系列的調整並送回[61]。

2013 年 9 月下旬，香港交易所拒絕阿里巴巴上市申請。但是在接下來的一個月，香港交易所上市委員會開始討論交易所應該提供股權結構的類型[62]，並決定在不久的將來進行公眾民意調查，以決定在這個問題上的適當方向[63]以及其它需要公眾反饋的議題。有關部門一再強調關於股權結構的辯論，並不是因阿里巴巴事件所引起，而是為因應千變萬化的香港經濟環境[64]。

然而與此同時，香港交易所執行長表示，阿里巴巴的提案促使管理階層重新檢視現有的經營模式，如果不進行改革，最終的損失可能會更大[65]。

動機渾沌

作為交易所上市規則的監管者和第一線的執行者，香港交易所的監管部門必須確保上市公司遵守其上市條例。而權力和責任也延伸到對違反上市規則或條例的公司採取行動，以維護國家金融體系的秩序[66]，並確保上市指令和程序被遵守。

另一方面，香港交易所的業務推廣部門負責吸引更多公司在交易所上市，香港交易所必須找出賺錢且具成長潛力的公司，並極大化交易所收入。最終，香港交易所是一個需考慮盈利並需遵守自己一套財務責任和義務的公司。它必須同時考慮潛在上市公司能帶來的好處，並吸引這些公司在交易所上市，而在此處的案例便是阿里巴巴。

而讓阿里巴巴般的公司上市[67]，這是否應該被視為違反上市規則和監管失誤？或者這只是作為推動業務的手段[68]？

新天地

由於香港交易所對上市架構沒有做進一步的改變，阿里巴巴在 2014 年 3 月 16 日發表聲明，決定在美國上市[69]，他們重起爐灶，預計在未來幾天內在紐約證券交易所或納斯達克交易所申請上市。

結語

在阿里巴巴宣佈決定在美國交易所上市後，紐約證券交易所和納斯達克交易所更加把勁以吸引史上最大的科技公司上市[70]。最後，紐約證券交易所獲勝，阿里巴巴於 2014 年 9 月 21 日上市，其上市規模為有史以來最大，共籌資兩百五十億美元。在第一個股票交易日，阿里巴巴閉市收在每股 93.89 美元，相對於每股 68 美元的上市價格，上漲超過 35%[71,72]。第二個交易日收盤價則略低於 90 美元[73]。另一方面，在香港證監會與香港交易所交換討論過諮詢草案後，香港交易所決定進一步討論修改上市條例。經過一輪全面性的公眾諮詢後，交易所似乎會考慮允許加權投票結構，並將在 2015 年第四季度公布細節[74]。然而，在 6 月 25 日，香港證監會表示反對該計劃提供雙重股權制[75]，這讓此項提議胎死腹中。

問題與討論

1. 簡要討論雙重股權制，以及這樣的股權架構與阿里巴巴的 28 人合夥制度有何相似或不同。此外，阿里巴巴的合夥人制度是否會增加利害關係人的價值？

2. 為什麼大股東雅虎和軟銀願意允許 28 人的合夥人制度？

3. 是否有些公司適合採用雙重股權制，而哪些公司卻不適合？請列舉一些採用雙重股權制而出問題的公司，以及一些採用雙重股權制非常成功的公司。

4. 香港交易所拒絕阿里巴巴上市申請是正確的決定嗎？您會建議香港交易所重新考慮修訂雙重股權制的規定嗎？

5. 新加坡正在修訂「公司法」，允許上市公司採用雙重股權制，這可能使採用雙重股權制的公司到新加坡交易所上市。請討論您是否建議允許採用雙重股權制的公司到新加坡交易所上市。如果您建議的話，您會提出什麼樣的保護措施？

附註

1. Einhorn, B., & Balfour, F. (2012, June 14). Jack Ma Is the Loneliest Billionaire in China. Businessweek. Retrieved from http://www.businessweek.com/articles/2012-06-14/jack-ma-is-the-loneliest-billionare-in-china

2. Chen, Y. (2014, April 17). Alibaba Valuation Rises to $168 Billion After Earnings. Bloomberg News. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2014-04-17/alibaba-valuation-rises-to-168-billion-after-eearnings.html

3. 4-traders. (n.d.). Jack Ma - Biography. 4-traders. Retrieved from http://www.4-traders.com/business-leaders/Jack-Ma-204/biography/

4. D'onfro, J. (2014, September 15). How Jack Ma Went from Being a Poor School Teacher to Turning Alibaba into a $160 Billion Behemoth. Business Insider. Retrieved from http://www.businessinsider.sg/the-story-of-jack-ma-founder-of-alibaba-2014-9/#.VYglAFWqpOE

5. Ibid.

6. Fannin, R. (2008, January 1). How I Did It: Jack Ma, Alibaba.com. Inc.com. Retrieved from http://www.inc.com/inctv/2008/10/how-i-did-it-jack-ma-of-alibabacom. html

7. Ibid.

8. Ibid.

9. Ibid.

10. Ibid.

11. Such as Amazon and eBay

12. WantChinaTimes.(2012, June 24). Copy That: China's Internet Entrepreneurs Get the Message. WantChinaTimes. Retrieved from http://www.wantchinatimes.com/news-subclass-cnt.aspx?id=20120624000014&cid=1502

13. Splinder, C. (2009, June 22). Alibaba.com Surpasses 1 Million SME Members in India. Alibaba.com. Retrieved from http://news.alibaba.com/article/detail/Alibaba/100121912-1-alibaba.com-surpasses-1-million-sme.html

14. Yilun Chen, L. (2013, July 24). Alibaba Building China Delivery Net in Shift to Consumers. Bloomberg News. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-07-23/alibaba-building-china-delivery-net-in-shift-to-consumers.html

15. The Economist. (2013, March 23). The World's Greatest Bazaar. The Economist. Retrieved from http://www.economist.com/news/briefing/21573980-alibaba-trailblazing-chinese-internet-giant-will-soon-go-public-worlds-greatest-bazaar

16. Alibaba.com. (2014). Our Businesses. Alibaba.com. Retrieved from http://www.alibabagroup.com/en/about/businesses

17. Basic services include listing of products, conducting the transaction and exchanging information between buyers and sellers.

18. Alibaba.com (n.d.). Alibaba.com Membership Package. Alibaba.com. Retrieved from http://service.alibaba.com/buyer/faq_detail/10631996.htm

19. Extra services include website design, business analytics, exclusive access to buyers, targeted exposure to tradeshow buyers worldwide.

20. Alibaba.com (2014, April 19). Key Benefits of Gold Supplier. Alibaba.com. Retrieved from http://www.alibaba.com/help/premium_memberships.html

21. Walraven, P. (2009, January 22). A Brief History (and Future) of Alibaba.com. TechNode. Retrieved from http://technode.com/2009/01/22/a-brief-history-and-future-of-alibabacom/

22. Larson, C. (2014, February 18). The Secret of Taobao's Success. Businessweek. Retrieved from http://www.businessweek.com/articles/2014-02-18/the-secret-of-taobaos-success

23. The Economist. (2013, March 23). The World's Greatest Bazaar. The Economist. Retrieved from http://www.economist.com/news/briefing/21573980-alibaba-trailblazing-chinese-internet-giant-will-soon-go-public-worlds-greatest-bazaar

24. Reuters. (2014, February 8). Alibaba Payment Arm Says it Handled $148 bln in Transactions in 2013. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/02/08/china-commerce-alipay-idUSL3N0LD07H20140208

25. The Economist. (2013, March 23). The World's Greatest Bazaar. The Economist. Retrieved from http://www.economist.com/news/briefing/21573980-alibaba-trailblazing-chinese-internet-giant-will-soon-go-public-worlds-greatest-bazaar

26. Neither Yahoo! nor SoftBank sits among the 28 partners. There are no other outside investors in the partner committee either.

27. Ho, P. (2014, March 28). Alibaba's 1% Banker Fee Among Lowest for Tech IPOs. MarketWatch. Retrieved from http://www.marketwatch.com/story/alibabas-1-banker-fee-among-lowest-for-tech-ipos-2014-03-28

28. Softbank has the right to nominate one director.

29. Byrne, B. (2013, September 27). Yahoo, Softbank Agree to Alibaba's Restructuring Plans. ValueWalk. Retrieved from http://www.valuewalk.com/2013/09/yahoo-softbank-agree-to-alibabas-restructuring-plans/

30. Malay Mail Online. (2014, March 17). Alibaba's US IPO a Blow to Hong Kong. The Malay Mail Online. Retrieved from http://www.themalaymailonline.com/money/article/alibabas-us-ipo-a-blow-to-hong-kong

31. Erickson, J. (2013, September 10). Alibaba Group's Ma Explains His Company's Unusual Partnership System. Alizila. Retrieved from http://www.alizila.com/alibaba-groups-ma-explains-his-companys-unusual-partnership-system

32. Osawa, J. (2013, September 26). Softbank, Yahoo Support Alibaba's Partnership Structure. WSJ. Retrieved from http://blogs.wsj.com/digits/2013/09/26/softbank-ceo-supports-alibabas-partnership-structure

33. Chen, Y. (2014, April 17). Alibaba Valuation Rises to $168 Billion After Earnings. Bloomberg News. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2014-04-17/alibaba-valuation-rises-to-168-billion-after-eearnings.html

34. Reuters (2014, April 16). Chinese E-commerce Giant Alibaba Expected to File for US IPO Next Week. IBNLive. Retrieved from http://ibnlive.in.com/news/chinese-ecommerce-giant-alibaba-expected-to-file-for-us-ipo-next-week/465456-11.html

35. Xiaoyan, Z. (2014, September 18). Alibaba IPO Looms. Beijing Review. Retrieved from http://www.bjreview.com.cn/quotes/txt/2014-09/18/content_610871.htm

36. Demos, T., Osawa, J., & Bunge, J. (2013, October 21). NYSE, Nasdaq Approve Board-Control Plan for Potential Alibaba Listing. WSJ.com. Retrieved from http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303672404579149981322056133 4

37. HKEx (2014, April 20). Chapter 8 EQUITY SECURITIES. HKEx. Retrieved from https://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/documents/chapter_8.pdf

38. France-Presse, A. (2013, November 4). Twitter Opts for NYSE, Not the Tech-friendly NASDAQ. Inquirer.net. Retrieved from http://business.inquirer.net/150727/twitter-opts-for-nyse-not-the-tech-friendly-nasdaq

39. He, S. (2014, March 28). Alibaba: the Fairy Tale Ends. China Daily Asia. Retrieved from http://www.chinadailyasia.com/focus/2014-03/28/content_15127751.html

40. Reuters. (2014, March 19). Alibaba's Choice of U.S. IPO Spurred by Rivals, Hong Kong Impasse –Sources. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/03/19/alibaba-ipo-idUSL3N0MG0F420140319

41. World Federation of Exchanges (2014, January 28). 2013 WFE Market Highlights.

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

42. Rovnick, N. (2013, March 7). Alibaba may Choose New York over Hong Kong for its Hotly Anticipated IPO. Yahoo News. Retrieved from http://finance.yahoo.com/news/ alibaba-may-choose-york-over-051625803.html

43. Ibid.

44. Jackson, E. (2013, September 24). An Interview with David Webb: What Alibaba Wants From Its IPO And What It Will Likely Get. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/ericjackson/2013/09/24/an-interview-with-david-webb-what-alibaba-wants-from-its-ipo-and-what-it-will-likely-get/

45. Ibid.

46. Ibid.

47. Xiaoyan, Z. (2014, September 18). Alibaba IPO Looms. Beijing Review. Retrieved from http://www.bjreview.com.cn/quotes/txt/2014-09/18/content_610871.htm

48. Haigh, A., & Nishizawa, K. (2014, March 24). Alibaba Loss Seen as Price Worth Paying for Hong Kong Investors. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2014-03-23/alibaba-loss-seen-as-price-worth-paying-for-hong-kong. html

49. Xiaoyan, Z. (2014, September 18). Alibaba IPO Looms. Beijing Review. Retrieved from http://www.bjreview.com.cn/quotes/txt/2014-09/18/content_610871.htm

50. Chang, G. (2013, October 3). Chinese Companies to Nasdaq: Sayonara, Zai Jian, Bye Bye. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/gordonchang/2013/03/10/chinese-companies-to-nasdaq-sayonara-zai-jian-bye-bye/

51. Hrnjic, E. (2014, September 8). Alibaba's New York IPO: A Watershed for China and a Wake-up Call for Asia. Think Business. Retrieved from http://thinkbusiness.nus.edu/articles/item/249-alibaba%E2%80%99s-new-york-ipo-a-watershed-for-china-and-a-wake-up-call-for-asia

52. Ibid.

53. J. Davis, P. (2013, May 28). Alibaba Set to Sunb US with HK Listing. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/47a47a60-c7a6-11e2-be27-00144feab7de.html#axzz2zPKq5QuY

54. Shukla, V. (2013, September 25). Alibaba Plans For U.S. IPO, Walks Away From HK. ValueWalk. Retrieved from www.valuewalk.com/2013/09/alibaba-plans-for-u-s-ipo/

55. Li, C. (2014, April 7). Are We Asking the Right Questions About Weighted Voting Rights? HKEx. Retrieved from https://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/blog/140407blog.htm

56. HKEx.(2012, February). Chapter 8 Equity Securities. HKEx. Retrieved from https://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/documents/chapter_8.pdf

57. CFO Innovation Asia. (2014, March 17). Alibaba to List in New York, May Force Hong Kong to Amend IPO Rules. CFO innovation ASIA. Retrieved from http://www.cfoinnovation.com/content/alibaba-list-new-york-may-force-hong-kong-amend-ipo-rules

58. Himaras, E. (2013, September 26). Hong Kong Exchange Sticks to Rulebook on Alibaba IPO. Bloomberg News. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-09-25/hong-kong-bourse-sticks-to-rulebook-on-alibaba-ipo.html

59. Hong Kong Business (2013, October 29). HKEx Lost US$60b Listing of Alibaba Group. Hongkong Business. Retrieved from http://hongkongbusiness.hk/markets-investing/news/hkex-lost-us60b-listing-alibaba-group

60. Reuters (2014, March 19). Alibaba's Choice of U.S. IPO Spurred by Rivals, Hong Kong Impasse –Sources. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/03/19/alibaba-ipo-idUSL3N0MG3PK20140319

61. Ibid.

62. Reuters (2013, November 7). Despite Rebuff, Alibaba may Still List in HK. Asian Legal Business. Retrieved from http://www.legalbusinessonline.com/news-analysis/despite-rebuff-alibaba-may-still-list-hk/64364

63. Wang, C. (2014, April 15). Investors Oppose Proposed Alibaba Partnership Structure. The Asset. Retrieved from http://www.theasset.com/article/26456.html#axzz2z4PfJ9dM

64. He, S. (2014, March 28). Alibaba: the Fairy Tale Ends. China Daily Asia. Retrieved from http://www.chinadailyasia.com/focus/2014-03/28/content_15127751.html

65. CFO Innovation Asia (2014, March 17) Alibaba to List in New York, May Force Hong Kong to Amend IPO Rules. CFO Innovation Asia. Retrieved from http://www.cfoinnovation.com/content/alibaba-list-new-york-may-force-hong-kong-amend-ipo-rules

66. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (2014, April 17). Rules & Regulations. HKEx. Retrieved from http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/regulatory.htm

67. Yuen Teen, M. (2013, October 5). A Modern Day Tale of Alibaba and the 28 Partners. Governance For Stakeholders. Retrieved from http://governanceforstakehold-

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

68. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (2014, April 7). Charles Li Direct. HKEx. Retrieved from http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/blog/140407blog.htm

69. Wee, W. (2014, March 16). China's Alibaba Confirms it will IPO in New York. Tech in Asia. Retrieved from http://www.techinasia.com/alibaba-ipo-new-york/

70. Hope, B. (2014, June 26). Alibaba to List on New York Stock Exchange. WSJ.com. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/alibaba-to-list-on-new-york-stock-exchange-1403802203

71. Mac, R. (2014, September 22). Alibaba Claims Title for Largest Global IPO Ever with Extra Share Sales. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/ryanmac/2014/09/22/alibaba-claims-title-for-largest-global-ipo-ever-with-extra-share-sales/

72. CNBC, Reuters. (2014, September 22). Alibaba IPO Biggest Ever; Shares Decline. CNBC. Retrieved from http://www.cnbc.com/id/102020026

73. Mac, R. (2014, September 22). Alibaba Claims Title for Largest Global IPO Ever with Extra Share Sales. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/ryanmac/2014/09/22/alibaba-claims-title-for-largest-global-ipo-ever-with-extra-share-sales/

74. Graham, D. (2015, June 19). Weighted Voting Rights Consultation Conclusions. HKEx. Retrieved from https://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2015/Documents/1506192news.pdf

75. Chan, R. (2015, July 8). Hong Kong's Stock Regulator Opposes Proposal for Weighted Voting Rights. South China Morning Post. Retrieved from http://www.scmp.com/news/hong-kong/article/1826565/hong-kongs-stock-regulator-opposes-proposal-weighted -voting-rights

凱德商用產業重回凱德集團：私有化的爭議

個案大綱

在 2014 年，凱德商用產業（CapitaMalls Asia，以下簡稱 CMA）在新加坡交易所（Singapore Exchange，以下簡稱新交所）上市僅五年後，凱德集團（CapitaLand）決定將其私有化，此消息一出令許多分析師感到震撼。事件開始是在 2014 年 4 月 14 日，母公司凱德集團打算以每股 2.22 新元收購 CMA 其它股東的股權，股東因收購價僅略高於上市價格而表示不滿，使凱德集團很快的將收購價提高到每股 2.35 新元。這兩次出價都經 CMA 獨立董事委員會和獨立財務顧問確認為公允且合理。在 2014 年 6 月 5 日前，凱德集團取得 92.7% 的股份，已超過將 CMA 下市所需的 90% 門檻。然而，CMA 獨立董事委員會委員由於與其母公司凱德集團有所關連，CMA 獨立董事委員會的獨立性遭受質疑。本個案主旨在討論母子公司董事間的利益衝突；在私有化過程中不同成員所扮演的角色；監督私有化的方法和規則；以及私有化的評價。

凱德集團簡介

凱德集團為 2000 年 11 月由百騰置地（Pidemco Land，原新科集團附屬公司）及發展置地（DBS Land，原星展集團附屬公司）合併組成，凱德集團是亞洲最大的房地產開發商之一，著重新加坡和中國市場。凱德集團透過其子公司新加坡凱德置地集團（CapitaLand Singapore）、凱德置地（中國）投資有限公司（CapitaLand China）、CMA 及雅詩閣有限公司（The Ascott Limited）所持有的不動產投資信託（REITs）包括：雅詩格公寓

信託 (Ascott Residence Trust)、凱德商務產業信託 (CapitaLand Commercial Trust) 、凱德商用新加坡信託（CapitaLand Mall Trust）、凱德商用馬來西亞信託（CapitaLand Malaysia Trust）和凱德商用中國信託（CapitaLand Retail China Trust）[1]。在所有凱德集團的子公司中，以總資產和地域覆蓋率而言，凱德商用產業是亞洲最大購物商場的開發商、業主及管理公司之一[2]。

凱德商用產業的上市

林明志（Lim Beng Chee）在凱德集團開始職場生涯，曾擔任多個高層職務，之後成為凱德商用新加坡信託的副執行總裁、凱德商用中國信託的執行總裁，最後在 2008 年 11 月成為 CMA 的執行總裁[3]。緊接著 CMA 透過公開發行股票上市以募集資金，在一年內，CMA 成為過去十六年來新加坡最大的首次公開上市案（IPO）[4]。

在新交所向 CMA 告別

CMA 在公開上市後不到五年便回頭往私有化方向邁進，2014 年 4 月 14 日，母公司凱德集團出價以每股 2.22 新元收購 CMA 剩餘流通在外股份[5]，相對於上市價格每股 2.12 新元，溢價為 4.72%[6]，與前一個交易日（2014 年 4 月 11 日）閉市價格每股 1.79 新元相比，溢價為 31.5%[7]。根據凱德集團的說法，私有化 CMA 的決定是讓凱德集團的營運在與 CMA 共同整合的開發案中更加流暢，達成綜效並提升股東價值[8]。

誰是最好的建議者？

「下市或收購的提議對少數的股東來說都是困難的選擇，公司所指派獨立財務顧問的建議應該是可以提供好的指引，但也可能會引發爭議。」

—旭齡及穆(Shook Lin & Bok)律師事務所合夥人 Robson Lee [9]。

對於凱德集團的收購提議，CMA 成立一個獨立董事委員會（Independent Board Committee）對少數股東提供建議 [10]。委員會董事與凱德集團或是其子公司都沒有直接關係，不會影響他們提供建議的獨立性。CMA 也依照收購準則（Takeover Code），指派德意志銀行新加坡分行（Deutsche Bank AG Singapore Branch）作為收購案的獨立財務顧問（Independent Financial Advisor），對收購提議的公平性和合理性做專業客觀的分析，供獨立董事委員會參考 [11]。

關於每股 2.22 新元的收購價，由於交易並沒有涉及控制權的移轉，獨立財務顧問出具「公允且合理」的意見 [12]。之後，獨立董事委員會審閱並認同獨立財務顧問出具的建議。

凱德集團對股東的回應

因為不滿收購價格相對於上市價格僅有些微的溢價，股東對凱德集團收購反應很冷淡。然而由於凱德集團擁有 CMA 的控股權，可有效地阻止潛在競爭對手提出更高的收購價，要求凱德集團在收購價中給予股東控制權溢價是不太可能發生的 [13]。

直到 2014 年 5 月 9 日，在凱德集團持有 CMA 的股份只有增加 5% 的情形下，要私有化 CMA 的可能性似乎沒有了 [14]。

新加坡證券投資者協會（The Securities Investors' Association Singapore）之後舉辦了一場股東與凱德集團管理階層的閉門會談 [15]。接著在 2014 年 5 月 16 日，凱德集團修正收購價並調高報價至每股 2.35 新元 [16]，對於先前已同意以每股 2.22 新元出售給凱德集團的股東，也將收購價調整為新報價。2014 年 5 月 23 日，獨立財務顧問再次總結每股 2.35 新元的報價是公允且合理的 [17]。

對股東來說公允價值就是好價格？

「對少數投資者來說最危險的詞為「公允」，少數投資者渴求的是股票的完整價值，但誰要負責倡導、協商並要求完整而非只是公允的價值呢？」
—前摩根士丹利（Morgan Stanley）區執行長 Michael Dee[18]。

凱德集團出價的公平性以及獨立財務顧問出具 CMA 下市報告的有用性持續引起爭論 [19]，有些批評者主張，鑑於獨立財務顧問要做出所謂「公允且合理」的建議有其潛在限制，建議本身對少數股東而言是不可能有用的 [20]。

除此之外，在 CMA 公開上市超四年，收購溢價與上市價格相比僅有 10.8%[21]，自然而然地，股東因沒獲得其股權投資的風險溢價而不高興。鑑於新加坡海峽時報指數（Straits Times Index）在同時期上漲 15%[22]，修訂後的收購價仍明顯低於同期其他投資者從市場上所獲得的收益。

此外，CMA 未來增長的潛力可從上市後獲利大幅上漲得到驗證，但收購價格卻沒有反映 CMA 未來增長的潛力 [23]。一些小股東也認為，收購價為 1.26 倍的帳面價值（book value），相對於 CMA 上市價格為當初帳面價值的 1.55 倍，收購價格顯不合理 [24]。

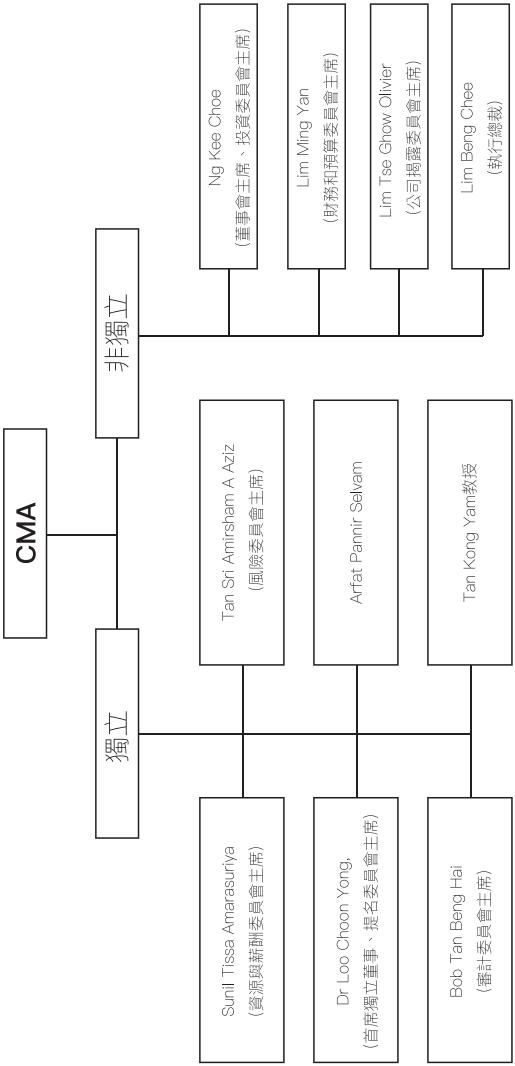
跨越最後門檻

凱德集團最後在 2014 年 6 月 5 日取得 CMA 92.7% 的股權，跨過下市所需的 90% 門檻 25。並於 2014 年 7 月 17 日，向新交所申請將 CMA 下市，凱德集團也因為達到 97.1% 最低門檻 [26]，取得收購 CMA 剩餘股份的權利。CMA 在 2014 年 7 月 22 日完成下市，正式從新交所和香港交易所除名 [27]。

因為收購價格低導致 CMA 成功下市，有可能是 CMA 董事會無力保護小股東利益所造成的。雖然獨立董事委員會的委員在形式

上是獨立的，但實際上的獨立性是令人存疑的。

一窺凱德商用產業的董事會 28



根據 CMA 最近在 2014 年 4 月 17 日舉行的年度股東會（Annual General Meeting）資料[29]，董事會由十名成員組成——名非獨立執行董事（執行總裁林明志 Lim Beng Chee），三名非獨立董事（包括董事會主席吳記綽 Ng Kee Choe）及六名獨立董事。儘管 CMA 董事會董事的背景令人印象深刻，但兼任多個董事職位（multiple directorship）等問題困擾著董事會[30]。

特別的是，有數位 CMA 董事曾擔任凱德集團董事或資深管理職務也是一重要關注點：

- CMA 董事會主席吳記綽（Ng Kee Choe）曾經是凱德集團的主席；

- CMA 財務和預算委員會（Finance and Budget Committee）主席林明彥（Lim Ming Yan）也曾是凱德集團的集團總裁兼執行總裁；

- CMA 企業揭露委員會（Corporate Disclosure Committee）主席林之高（Lim Tse Ghow Olivier）曾經為凱德集團的集團副執行總裁；

- CMA 執行總裁林明志曾任凱德集團多個資深管理職務；

- 儘管六位董事被視為獨立的，但其中兩位 Tan Sri Amirsham A Aziz 和 Arfat Pannir Selvam 同時擔任凱德集團的獨立董事。據報導 Arfat Pannir Selvam 在 2014 年 4 月 25 日從凱德集團的董事會退休。

雖然證券業協會（Securities Industry Council）不允許這些董事擔任獨立董事委員會的會員，獨立董事委員會的存在不一定意味 CMA 董事會能夠在 CMA 與凱德集團的交易案中保護少數股東權益。

修正報價

「從凱德集團提高報價的速度來看，很顯然最初的報價是過低的，修正後的報價仍然為凱德集團提供了很多價值，凱德集團在報價還有很大的空間給少數股東，即便它們會說沒有」

—前摩根士丹利（Morgan Stanley）區執行長 Michael Dee[31]

儘管凱德集團堅定的指出最後收購價不會進一步再做修改，但許多股東仍覺得收購價被低估。與凱德集團管理階層的對談協商中，每股 2.45 至 2.55 新元才是較適當的 [32]。同時，修訂價格的計算公式也沒有被詳細闡述，唯一被明確提到的原因是增加下市成功的可能性 [33]。即使 CMA 下市的鬧劇已即將結束，仍有許多問題未被答覆。

未來之路

「我想重要的是我們必須繼續持續地且經常地與利害關係人溝通，尤其現在的市場是非常多變的，...我想最後利害相關人會欣賞我們的開放，因為我們有公開的管道與利害關係人溝通。」

—凱德集團財務長 Arthur Lang[34]

值得注意的是儘管凱德集團的公司治理方式注重與公司利害關係人持續公開溝通，然而其所宣稱相比在 CMA 下市時對不滿股東的處理方式顯然存在矛盾。或許也因為上述因素，解釋了林明志為何突然從 CMA 辭去執行總裁一職。

除此之外，市場觀察者也點出一連串辭職的擔憂 [35]，在林明志辭職前，新加坡凱德房地（CapitaLand Residential Singapore）的執行總裁 Wong Heang Fine、凱德集團副執行總裁林之高、CMA 副執行總裁 Simon Ho 等人離職 [36]，人才流失的擔憂可能已開始。儘管 CMA 已被私有化，但一連串的辭職可能讓凱德集團執行總裁林明彥駕駛一艘空船駛向不確定的未來。

問題與討論

1. 檢視 CMA 的董事會，有哪些主要的公司治理問題可能危害董事會的有效性？有甚麼方法可以解決這些問題呢？而 CMA 董事會的組成以及與凱德集團的連結如何可能損害 CMA 股東的利益呢？

2. 母公司的獨立董事若在其子公司擔任董事，在子公司是否依然被視為具有獨立性呢？ 依照您國家公司治理的規定，如何處理這樣的情況？而在私有化的情況下處理方式又為何？

3. 在私有化案中，被私有化公司董事會、獨立財務顧問以及監管單位應扮演什麼樣的角色？

4. 在您的國家，可用什麼樣的方法私有化一家上市公司？ 而規範公司私有化的規定是否應有被加強之處？若有，應如何加強？

5. (a) 新加坡證券業協會於 2014 年 6 月 25 日頒布的獨立財務顧問實踐報告 (IFA Practice Statement) 提供了獨立財務顧問對收購報價表達意見的準則，根據此份報告，請檢視獨立財務顧問的角色以及他們的工作的限制。這些限制可能會如何影響獨立財務顧問對 CMA 的評價？
   (b) 在 (a) 所闡述的限制條件下，獨立財務顧問的角色可以如何改善？

6. 對於此私有化事件，受購價格的調整有多少程度可能是由於少數股東施予壓力所致？為甚麼？

附註

1. CapitaLand. (2014). About us. Retrieved from http://www.capitaland.com/about-capitaland/about-us

2. CapitaMalls Asia. (2014). About us. Retrieved from http://www.capitamallsasia.com/ en/corporate/about-us/business-structure

3. CapitaMalls Asia Limited. (2014). Board of directors: Lim Beng Chee. Retrieved from http://www.capitamallsasia.com/en/corporate/about-us/board-of-directors/lim-beng-chee

4. The Edge Singapore. (2009, November 25). Capitamalls Up 6% In Singapore's Biggest IPO In 16 Years: Update. Retrieved from http://www.theedgesingapore.com/component/content/10094.html?task=view

5. Choo, W. (2014, April 14). Voluntary Conditional Cash Offer For Capitamalls Asia Limited. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/eVoluntaryConditionalCashOfferforCMA.pdf

6. Dee, M. (2014, April 22). CMA Shareholders Should Stand Their Ground Against 'Fair Offer'. The Business Times. Retrieved from http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1518060724?accountid=13876

7. Credit Suisse (Singapore) Limited & Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. Ltd. (2014, May 16). Voluntary Conditional Cash Offer. Retrieved from http:// media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/CL-Annc.Revision.of.offer. price_160514.pdf

8. Reuters. (2014, April 14). Capitaland Offers $3 Billion To Take Over Capitamalls Asia. AsiaOne. Retrieved from http://business.asiaone.com/news/capitaland-offers-3-billion-take-over-capitamalls-asia

9. Leong, C. T. (2014, July 11). Robson Lee: Duty Of I And Board In Making Recommendation On Takeover Or Exit Offer. NextInsight. Retrieved from http://www.nextinsight.net/index.php/story-archive-mainmenu-60/924-2014/8731-robson-lee-duty-of-ifa-and-board-of-directors-in-making-a-recommendation-on-a-takeover-offer-or-exit-offer

10. Choo, W. (2014, April 14). Voluntary Conditional Cash Offer For Capitamalls Asia Limited. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/eVoluntaryConditionalCashOfferforCMA.pdf

11. Ibid.

12. CapitaLand Limited. (2014, May 9). Offerree Circular to Shareholders English.

Retrieved from http://www.finanznachrichten.de/pdf/20140509_185157_C31_6I8KAN799HZH3ZKY.3.pdf

13. Kwok, J. (2014, May 12). Offer For CMA 'Fair And Reasonable'. The Straits Times. Retrieved from http://business.asiaone.com/news/offer-cma-fair-and-reasonable

14. Credit Suisse (Singapore) Limited and Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte Ltd. (2014, May 9). Dealings Disclosure. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/CMA_Dealing_Disclosure_dtd_9_5_2014.pdf

15. Khoo, L. (2014, May 13). SIAS Holds Dialogue For CMA Shareholders, Execs. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/sias-holds-dialogue-for-cma-shareholders-execs

16. Credit Suisse (Singapore) Limited and Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte Ltd. (2014, May 16). Revision Of Offer Price, Waiver Of Acceptance Condition, Offer Declared Unconditional In All Respects, Level Of Acceptances And Extension Of Closing Date. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/CL-Annc.Revision.of.offer.price_160514.pdf

17. CapitaMalls Asia Limited. (2014, May 23). Letter To Shareholders From The Board: Revision Of Voluntary Conditional Cash Offer. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/20140523_Supplemental_Letter_IFA_Letter_ Eng_23May2014_Final.pdf

18. Dee, M. (2014, April 22). CMA Shareholders Should Stand Their Ground Against 'Fair Offer'. The Business Times. Retrieved from http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1518060724?accountid=13876

19. Dee, M. (2014, June 6). Takeover Offers – You're Your Best Adviser. The Business Times. Retrieved from http://btoprdfeeds.asiaone.com/archive/thursday/premium/editorial-opinion/opinion/takeover-offers-youre-your-best-adviser-20140606

20. Goh, E. (2014, April 28). Takeover Bids Revive Debate Sparked By Similar Wave Over A Decade Ago. Retrieved from http://www.valuebuddies.com/thread-5011.html

21. Dee, M. (2014, April 22). CMA Shareholders Should Stand Their Ground Against 'Fair Offer'. The Business Times. Retrieved from http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1518060724?accountid=13876

22. Based on Yahoo Finance

23. Dee, M. (2014, April 22). CMA Shareholders Should Stand Their Ground Against 'Fair Offer'. The Business Times. Retrieved from http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1518060724?accountid=13876

24. Ibid.

25. CapitaLand Limited. (2014, June 5). CapitaLand Now Owns More Than 90% Of Capitamalls Asia: CMA Shares Will Be Suspended From Trading At Close Of Offer. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/CapitaLand-News.Release_5Jun2014.pdf

26. Teh, S. (2014, June 9). Capitaland Set To Gain 100% Of CMA Under Compulsory Acquisition. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/top-stories/capitaland-set-to-gain-100-of-cma-under-compulsory-acquisition

27. CapitaLand Limited. (2014, July 16). Update On Delisting Of The Company. From CapitaLand's Newsroom: http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/eCMA_Update_on_Delisting_Announcement_16July2014.pdf

28. Nah, T. L. (2014, April 17). Poll Results Of Annual General Meeting And Extraordinary General Meeting Held On 17 April 2014. Retrieved from http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/13/130462/4.17.14/2/eAnnc_PollsResultsofAGMnEGM%20 2014_CMA__Final.pdf

29. Ibid.

30. CapitaLand Limited. (2013). Annual Report 2013. Retrieved from http://investor.capitaland.com/phoenix.zhtml?c=130462&p=irol-reportsannual_pf

31. Dee, M. (2014, May 29). Offer for CMA is still undervalued. The Business Times. Retrieved from http://libproxy1.nus.edu.sg/login?url=http://search.proquest.com/docview/1529988539?accountid=13876

32. Khoo, L (2014, May 17). Capitaland Sweetens Delisting Offer For CMA With Higher Price Of $2.35 Per Share. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/top-stories/capitaland-sweetens-delisting-offer-for-cma-with-higher-price-of-235-per-share

33. Ibid.

34. Corporate Governance Report. (n.d.) Arthur Lang: How Corporate Governance Has Affected Asia's Real Estate Market. Corporate Governance Report. Retrieved from http://www.corporategovernancereport.com/corporate-social-responsibility/arthur-lang-how-corporate-governance-has-affected-asias-real-estate-market-capitaland-video/

35. Rashiwala, K. (2014, October 7). Has A Brain Drain Started At Capitaland? The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/opinion/has-a-brain-drain-started-at-capitaland

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

漢能的停牌危機

個案大綱

漢能薄膜發電集團有限公司（Hanergy Thin Film Power Group Limited，以下簡稱漢能）是香港聯合交易所（Stock Exchange of Hong Kong，以下簡稱聯交所）2014 年 10 月，交易最活躍的股票之一。但股價的急速上漲不禁讓人懷疑公司成長的可信度與持續性。終於，在 2015 年 5 月 20 日，漢能的股價暴跌，也因此遭到停牌。本個案主旨為探討在香港掛牌上市的中國企業公司治理的問題；公司治理警訊；各種利害關係人—包含監管機構與審計人員在內—的角色與責任；以及監管機構對海外企業到本地上市執法時所面臨的困難。

「我始終相信，當你帶著使命感去做一件事的時候，上帝或上天將賦予你神奇的力量，讓你正確地處理每一件事，並讓你享有一切好運。」

—李河君， 2014 年 2 月[1]

是下一個特斯拉或是安隆？

時間回到 2015 年 9 月 29 日。

幾個月前，李河君奪下富比士（Forbes）2015 年中國富豪榜冠軍寶座，震驚全球[2]。

這一天，漢能迎來二十一周年紀念日，與此同時，卻擱置了公司的擴建計畫。這家在香港上市的太陽能設備製造商，裁員幅度已逾總員工數五千五百名的三分之一[3]。為了重組這家曾經被譽為中國特斯拉（Tesla）的企業，出售太陽能工廠的談判也正在進行中[4]。

過去的輝煌成就讓漢能受到越來越嚴格的審視，有些人甚至懷疑它將可能成為中國的安隆（Enron）。

有錢人的世界總是晴天

一切都要從 1967 年，一個距離中國廣東省河源市二十公里處的小村子說起[5]。當時誰都沒想過一個中產階級出身的男孩會成為中國的「傳奇人物」。李河君以機械工程師的背景，年紀輕輕地便展現了生意頭腦，在大學時期集結了三十位同學組成銷售團隊，在食堂前兜售相機膠捲[6]。

最初，李河君透過收購私營水力發電資產開始累積財富，其中，位於中國西南部的金安橋水力發電廠，每天為他帶來約一千萬人民幣的收入[7]。「儘管在共產黨高層中沒有親戚」，這個發電場發展的傳奇，經歷了長達十年之久與各方人馬的爭鬥，事實證明對他的形象很有助益[8]。李河君開始以充滿決心的企業家之姿，在新能源革命中帶領中國。

喜愛陽光的造雨人

這個太陽能界的傳奇，開始於李河君向大學教授借款五萬人民幣創業，販售電子器材[9]。六年後，他在中華人民共和國創立了漢能控股集團（Hanergy Holding Group Ltd，以下簡稱漢能控股），在 1994 年首次進軍能源產業。

而漢能在聯交所的事業可以追溯到康健科技中心（Town Health Technology Centre）。這棟辦公大樓位於香港近郊的沙田區，有許多其他小型上市公司進駐，這些公司除了買賣彼此的股票，也相互提供貸款，或是交換高階主管[10]。特別的是辦公大樓的所有人—許家驊醫師（Dr. Hui Ka Wah Ronnie），他在 2011 年到 2014 年間擔任漢能的執行長以及財務董事，也擔任大樓中其他小型公司的高階主管和董事。

經過一連串的併購與變更公司名稱，2014 年 10 月，漢能在聯交所主板上市，股票代號 566：HK。

漢能是一家高科技能源企業，總部設立在香港，主要業務活動包含研發與製造裝配薄膜電整線生產線，以及開發與營運下游薄膜發電項目與應用產品。

漢能的董事會共有十名成員，包括主席李河君與六名執行董事。六名執行董事中，有五名執行董事同時也是未上市母公司集團—漢能控股的高階主管，而李河君則身兼漢能控股董事長與執行長。

漢能的董事會

在四名獨立非執行董事中，趙嵐（Zhao Lan）與徐征（Xu Zheng）先前並沒有擔任過上市公司董事的經驗。這四名獨立非執行董事同時也都是薪酬委員會、提名委員會，以及審計委員會的成員。趙嵐擔任薪酬委員會與審計委員會主席，王同渤（Wang Tongbo）則擔任提名委員會主席，而李河君與執行長戴明芳（Dai Frank Mingfang）亦為提名委員會的成員。漢能的董事會具備商業管理、科學、工程、會計以及經濟等多元化背景。

董事會在 2013 年 12 月 31 日截止的年度總共舉行了六十二次全體董事會會議 [11]，但隔年卻只有四次 [12]。

漢能越大，霧霾越少？

從 2014 年 10 月上市到 2015 年 5 月，漢能的股價足足翻了五倍，的確堪稱奇蹟 [13]。

漢能股價的攀升有一部分是來自中國投資者的需求。2014 年 11 月 17 日，滬港股票市場交易互聯互通機制（Shanghai–Hong Kong Stock Connect，以下簡稱滬港通）開設，從此中國投資者便得以在聯交所進行交易，反之亦然。中國投資者被追求乾淨永

續能源實現中國夢的前景所吸引，漢能股票在 2015 年 2 月至 5 月為中國投資者透過滬港通交易最活躍的一支股票 [14]。

一位來自李河君故鄉—河源市的官員表示，滬港通的開通使得購買漢能股票成為當地熱門話題，因為「許多人都聲稱他們接獲股票會持續上漲的消息」[15]。

截至 2015 年 3 月，漢能的股票有大約 32% 是經由滬港通的南向交易買賣 [16]。

2015 年 4 月，《彭博社》（Bloomberg）報導由於漢能的市值上升，李河君購買五千三百九十萬股漢能股票，增加他在公司的股份 [17]。

儘管中國其他太陽能公司的股價，因為 2014 年 9 月與 2015 年 3 月間的油價下跌而下滑，漢能的股價反而上漲 479% [18]。分析師們對漢能能夠逆勢與大盤抗衡所吸引，於是開始關注這家企業。

日蝕

《華爾街日報》（The Wall Street Journal）在 2015 年 1 月 5 日，刊登一篇名為「太陽能巨人漢能需要更多防曬乳」的文章，對從無人知曉竄起成為全球市值最大太陽能廠的漢能提出質疑 [19]。除了優異的股價表現，漢能當時的總市值更高達一百四十四億港幣，大約是全球前三大太陽能公司—太陽城（SolarCity）、Sun Edison、第一太陽能（First Solar）—總市值的加總 [20]。

漢能並未對此篇報導作出回應。2015 年 5 月，漢能的市值已經成長了六倍，超越中國整個太陽能產業的總市值 [21]。

未經證實的科技

2015 年 3 月 9 日，《彭博商業周刊》報導漢能的科技「未經證實」[22]。《彭

博新能源財經》（Bloomberg New Energy Finance）也「未能找到任何就其太陽能計畫的詳細說明，替過去一年內股票價飆升五倍的情形做佐證。」另外，《彭博社》也發現漢能薄膜主要價值在薄膜科技以及在中國專案發展管線，但這些都仍尚未證實能做大規模的商業生產[23]。然而，漢能對此仍舊沒有作出回應[24]。

異常的交易模式

《金融時報》（Financial Times）在「漢能：十分鐘的交易」一文中指出，漢能的股票在聯交所收盤前十分鐘內，會出現不尋常的交易軌跡[25]。這篇文章觀察到「股價總是大約在每日收盤前十分鐘飆升」，並強調這樣的交易軌跡「非常不可能是隨機的發生」，這意味著股價很可能被「系統性操縱」。

為了對「李河君操縱股價」的影射作出回應，漢能發表了一項聲明，表示公司「並不清楚任何人有涉及報導所聲稱的市場不當行為」[26]。

非傳統會計處理

2015 年 4 月 1 日，富比士刊登一篇文章，指稱漢能使用可疑的會計方法[27]：

- 漢能實質上只有一位客戶：母公司漢能控股與子公司。公司的銷貨收入超過 99% 都來自於關係人交易。

- 淨利與現金流量因為有很大一部分的應收帳款未收回，而產生鉅額的差異。應收帳款總額占收入比重在 2013 年與 2014 年之間，從 129% 增加到 195%，且有超過八成的應收帳款逾期。

- 更令人吃驚的是，身為一家製造公司，漢能 95%的非流動資產竟然是商譽及無形資產。

再一次地，漢能並沒有出面澄清公司的會計處理。儘管分析師提出更多的質疑，公司並沒有回應，漢能的股價仍然以令人吃驚的速度持續飆升 [28]。

2015 年 5 月 18 日，李河君增加了七億九千五百萬股空倉 [29]。聯交所的資料顯示，截至 2015 年 5 月 20 日，他的淨持股已經累積達 74.96%，非常接近聯交所在《主板上市規則》中規定的 25% 最低公眾持股量 [30]。

無火不升煙

2015 年 5 月 20 日，年度股東會於上午十點在香港舉行。而就在會議開幕前不久，漢能股票開始出現繁忙交易。股票交易非常熱絡，交易員每筆交易都涉及數百萬股買賣 [31]。

就在不到一秒的時間內，從八千股到三萬股不等的一系列買單，迅速地以不斷走低的價格成交。漢能的股價也因而每股 6.80 港幣下跌至 3.91 港幣，公司市值在不到一分鐘的時間，縮水了將近兩百億美元 [32]。

上午十點四十分，在漢能請求下，漢能股票暫時停牌。截至那時，大約有一億七千五百萬股成交，是自 2015 年 4 月 24 日以來的單日最高成交量 [33]。

漢能並沒有立刻對股價的暴跌作出回應。李河君也沒有出席公司的年度股東會。被媒體追問時，其代表人則說李河君「另有要事」[34]。

在之後 2015 年 5 月 27 日與中國官方通訊社《新華社》的訪談中，李河君否認可能受香港證券及期貨事務監察委員會（Hong Kong's Securities & Futures Commission，以下簡稱證監會）調查的可能性，他說：「這純粹是謠言，絕對不可能。」又說「如果主管機關有計畫調查，我會在第一時間知道，但我對這樣的消息一無所悉。」[35]

2015 年 5 月 28 日，證監會不尋常地對李河君的言論作出回應，證實了正在對漢能的「事務」進行調查 [36]。

第六部曲：中國的防火演習

2015 年 7 月 15 日，證監會下令聯交所延長漢能的停牌時間 [37]。這樣的舉動並不常見，除非聯交所發現公司散布「任何存有重大虛假、不完整或是具誤導性的資訊」。2003 年以來，這項規定只被使用了七次。其中，只有一家公司在未受到懲處的情況下被准許復牌 [38]。

隔天，漢能打破了一直以來的沉默，表示證監會的規定「不公平也不合理」，因為公司無法提供「不屬於公司的文件」[39]。漢能呼籲證監會撤回命令，恢復交易，否則不排除在法庭上挑戰監管單位的可能性。

隨後，滬港通宣布將漢能從名單上剔除。投資者至此之後再也無法透過這個管道買進漢能的股票，但如果之後恢復交易，可以賣出股票 [40]。

公司考慮買回股票來補償在 2015 年 5 月 20 日以前，以每股六塊港幣購入公司股票的員工 [41]。然而，持有價值二十六億港幣約 1.6% 股票的中國散戶就沒有那麼幸運了。據估計，漢能有四十億股流通在外，若以停止交易前的股價計算，公司需花費一百六十億港幣來買回股票 [42]。

在接下來的幾個月，漢能也發布了若干公告，說明停止與漢能控股及其關聯企業的關係人交易。這些交易的取消產生了巨大的影響，截止至 2015 年 6 月 30 日的六個月，漢能虧損五千九百萬港幣，相較於去年同期，公司賺進是十七億港幣，不勝唏噓 [43]。

第七部曲：救火—太少也太遲

「政府與監管單位沒有盡其應盡之職責。」
—保羅•吉利斯（Paul Gillis），2015 年 6 月[44]

對證監會的批評聲浪

在漢能垮台之後，Quartz 發表了一篇文章，指責監管單位沒有仔細檢查那些對漢能經營與股價表現發出警訊的公開報告[45]。而其中一個原因是證監會人力不足。隨著滬港通的開辦，交易量大幅提升，但證監會的員工人數並沒有等比例增加。再加上相較於其它成熟市場—美國、英國以及澳洲—證監會的預算相對較少。證監會失效的問題，也因為久任的執法部門主管—馬克・斯圖爾德（Mark Steward）離開而惡化[46]。

另一個結構性的問題是，儘管監管單位仰賴審計人員（而不是證監會）核實公司的財務報告，但審計人員卻缺乏監督[47]。

證監會也由於保密規定，未能早點揭露對漢能的調查而遭受苛責。儘管證監會至少在股價大跌的兩個月之前，便著手調查漢能操弄市場的行為[48]，但卻在李河君公開否認調查時才公開向大眾揭露。大衛・韋伯（David Webb）—公司治理維權鬥士—認為，相關揭露在早些時候就應該發布，因為「那至少會讓大眾有所留意」[49]。

對聯交所的譴責

Quartz 在該文章中也對聯交所的上市委員會的適任性提出質疑，因為它在決定公司是否應被准許上市中扮演了關鍵角色[50]。

灰燼裡飛出的鳳凰

「雖然我本身的直接損失慘重，但讓我更痛心與不安的是股東、投資者、投資機構以及公司員工的損失。」

—李河君，2015 年 10 月 [51]

接連幾個月來困擾漢能的問題，讓李河君回想起了公司內部的分裂。對於未來，他提出幾項將被實施的變革，包括一個「更開放、更透明的合作機制」，他也重申並未參與股票操縱。但，唯有時間才能證明漢能是否真的「歧路已盡，正途將啟」[52]。

後記

2016 年 5 月 17 日，在漢能停牌恰好滿一年的這天，李河君在董事會後以「加強公司治理」為由，請辭董事會主席與執行長 [53]。儘管如此，李河君仍然是漢能科技「最矚目的推手」[54]。漢能的崩潰影響了他與數家知名銀行（例如：錦州銀行）[55] 的關係。他的繼任者—袁亞彬（Yuan Yabin）曾任中國人民政治協商會議全國委員會委員，顯現出公司與政治有很好的連結 [56]。

問題與討論

1. 請評論漢能的董事會結構與程序，並指出漢能的公司治理可能涉及哪些問題。

2. 請討論可能導致漢能股價跳水的原因。您最重要的原因為何？

3. 請指出媒體報導中所提到的漢能營運警訊。鑒於媒體所提，您認為不同的利益關係人（例如：董事會、投資者以及員工）可以採取什麼樣的行動？

4. 請評論聯交所與證監會的角色與職責，以及他們對知名刊物提出質疑所作出的回應。您認為證監會的保密規定是否有效

地幫助其善盡職責？

5. 請就關係人交易討論安永會計師事務所（EY）出具的「真實且允當」意見。新加坡與其它國家在 2016 年引進了新式查核報告（expanded auditor's report）。您認為這樣的查核報告是否可能影響漢能案發展，並為投資者提供較多保障？

6. 漢能以漢能控股為非上市公司且由中國而非香港管轄為由，拒絕提供與其相關文件。要如何避免這樣的情形發生？這樣的公司在香港掛牌上市，會產生哪些疑慮？

附註

1. Hejun, L. (2015). Entrepreneur Wiki. Retrieved from http://www.entrepreneur.wiki/Category:I_always_believe_that_when_you_are_doing_something_with_a_sense_of_ mission, then_God_or_heaven_wi...

2. Hornby, L. (2015, March 5). Hanergy's Li Hejun leaps to top of Forbes' China rich list. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/93f9ff8a-c307-11e4-ac3d-00144feab7de.html#axzz3pZ4sDPRH

3. Ma, W. (2015, August 30). Hanergy thin film to cut workforce by more than a third in restructuring. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/ hanergy-thin-film-to-cut-workforce-by-more-than-a-third-in-restructuring-1440782801

4. Hornby, L. (2015, September 13). Hanergy turns to overseas solar markets. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c24f90fc-588f-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3pZ4sDPRH

5. Guo, A., & Engle, S. (2015, June 10). Chinese solar billionaire remains an enigma after 47% plunge. Bloomberg Business Retrieved from http://www.bloomberg.com/ news/articles/2015-06-09/li-s-magical-thinking-leaves-hanergy-a-broken-empire

6. Ibid.

7. Hu, Y., & Cheng, Y. (2015, February 16). Always sunny, in the rich man's world. China Daily Asia Retrieved from http://www.chinadailyasia.com/hknews/2015-02/16/content_15228594.html

8. Hornby, L. (2015, May 22). Li Hejun, a solar billionaire feels the heat. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3bfece8e-ff00-11e4 -94c8-00144feabdc0.htm

9. Ibid.

10. Johnson, M., Hornby, L., & O'Murchu, C. (2015, July 20). FT Investigation: The strange tale of ticker '566'. The Financial Times Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/68842bf4-24c9-11e5-9c4e-a775d2b173ca.html#axzz3pZ4sDPRH

11. Hanergy. (2013, December 31). Annual Report. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/68842bf4-24c9-11e5-9c4e-a775d2b173ca.html#axzz3pZ4sDPRH

12. Hanergy. (2014, December 31). Annual Report. Retrieved from http://www.hanergythinfilmpower.com/images/cw_0566frp-20150418q4.pdf

13. BBC. (2015, May 21). Hanergy said in “good financial” position despite sharp plunge. Retrieved from http://www.bbc.com/news/business-32822642

14. Yiu, E. (2015, June 8). Hanergy case a test for Hong Kong and Chinese regulators. South China Morning Post. Retrieved from http://www.scmp.com/comment/insight-opinion/article/1818287/hanergy-case-test-hong-kong-and-chinese-regulators

15. Yu et al. (2015, July 28). Hanergy thin film power removed from stock connect program. Caixin Online. Retrieved from http://english.caixin.com/2015-07-28/100833646.html

16. Ng, E. (2015, March 5). Hanergy is Hong Kong’s most traded stock as price jumps 22pc. South China Morning Post Retrieved from http://www.scmp.com/business/companies/article/1729572/hanergy-hong-kongs-most-traded-stock-price-jumps-22pc

17. Bloomberg. (2015, April 30). Hanergy Chairman Li raises stake as market value surges. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-30/hanergy-chairman-li-raises-stake-as-market-value-surges

18. Ren, S. (2015, March 5). Is Hanergy China’s Tesla? Barron’s Asia. Retrieved from http://blogs.barrons.com/asiastocks/2015/03/05/is-hanergy-chinas-tesla/

19. Bhattacharya, A. (2015, january 5). Solar giant Hanergy requires extra sunscreen. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/solar-giant-hanergy-requires-extra-sunscreen-1420444057?cb=logged0.9691278466489166

20. Eric Wesoff. (2014, August 13). Which solar company boasts the highest market cap? Retrieved from http://www.greentechmedia.com/articles/read/Which-Solar-Company-Boasts-the-Highest-Market-Cap

21. Wesoff, E. (2015, May 23). Update: Hanergy thin film CEO shorts stock days before price plummets. Greentech Media. Retrieved from http://www.greentechmedia.com/articles/read/Update-Hanergy-Thin-Film-CEO-Shorts-Stock-Days-Before-Price-Plummets

22. Landberg, R. (2015, March 9). Hanergy working with ‘unproven’ solar technology, BNEF Says. Bloomberg Business. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news /articles/2015-03-09/hanergy-working-with-unproven-solar-technology-bnef-says

23. Ibid.

24. Ibid.

25. Johnson, M., & Jackson, G. (2015, March 24). Hanergy: The 10-minute trade. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/2/9e87ba44-d20e-11e4-a1a0-00144feab7de.html#axzz3m0B2JI00

26. Bloomberg. (2015, March 25). Hanergy billionaire chairman denied manipulating shares. Bloomberg Business Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-25/hanergy-s-billionaire-chairman-denies-manipulating-shares

27. Gan, J. (2015, April 1). How Hanergy has exposed weaknesses in Hong Kong's stock market. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/jiegan/2015/04/01/how-hanergy-has-exposed-weaknesses-in-hong-kongs-stock-market/

28. The Financial Times. (2015, July 15). HK regulator suspends Hanergy thin film shares. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/fastft/2015/07/15/post-360151/

29. Yan, S. (2015, May 22). China's richest man bet his company's shares would fall. CNNMoney. Retrieved from http://money.cnn.com/2015/05/22/investing/hanergy-li-shorts-stock/

30. Kwong, R., Johnson, M., & O'Murchu, C. (2015, May 20). Q&A: What is going on at Hanergy? The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/2/cea87e76-fedb-11e4-94c8-00144feabdc0.html#slide0

31. Wong, J., & Patterson, S. (2015, May 22). Hanergy: bulk of stock collapse occurred in less than a second. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/ articles/hanergy-bulk-of-stock-collapse-occurred-in-less-than-a-second-1432316315

32. Ibid.

33. Ibid.

34. Jonathan, G. (2015, May 20). Hanergy Chairman misses AGM, shares tumble. The Financial Times. Retrieved from http://www.pv-magazine.com/news/details/beitrag/ft--hanergy-chairman-misses-agm--shares-tumble_100019512/#axzz4FCKhap00

35. Clover, C. (2015, May 28). Hong Kong regulator confirms Hanergy probe. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/576f5f1c-0509-11e5-9627-00144feabdc0.html#axzz3p5FPjI7S)

36. Securities and Futures Commission. (2015, May 28). SFC statement on Hanergy Thin Film Power Group Limited. Retrieved from http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR56

37. Yu et al. (2015, July 28). Hanergy thin film power removed from stock connect

program. Caixin Online. Retrieved from http://english.caixin.com/2015-07-28/100833646.html

38. Ibid.

39. Hanergy Group (2015, July 16). Latest announcement on suspension of trading. Retrieved from http://www.hanergythinfilmpower.com/images/eng_20150716.pdf

40. Ibid.

41. Bloomberg News. (2015, July 23). Hanergy considers repurchasing shares bought by employees. Bloomberg Business. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-23/hanergy-considers-repurchasing-shares-bought-by-employees-icfzor3p

42. Yu et al. (2015, July 28). Hanergy thin film power removed from stock connect program. Caixin Online. Retrieved from http://english.caixin.com/2015-07-28/100833646.html

43. Hornby, L. (2015, August 28). Hanergy thin film power swings to a net loss in the first half. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/cef14856-4d9e-11e5-9b5d-89a026fda5c9.html#axzz3pb2HmFjV

44. Timmons, H., & McCafferty, G. (2015, June 15). A tidal wave of Chinese money is causing chaos in Hong Kong's stock market. Quartz. Retrieved from http://qz.com/412975/a-tidal-wave-of-chinese-money-is-causing-chaos-in-hong-kongs-stock-market/

45. Ibid.

46. Securities and Futures Commission. (2015, June 5). Executive director of enforcement to leave SFC. Retrieved from https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and announcements/news/doc?refNo=15PR61

47. Timmons, H., & McCafferty, G. (2015, June 15). A tidal wave of Chinese money is causing chaos in Hong Kong's stock market. Quartz. Retrieved from http://qz.com/412975/a-tidal-wave-of-chinese-money-is-causing-chaos-in-hong-kongs-stock-market/

48. Jucca, L., & Jim, C. (2015, June 2). Despite probe, Hanergy sold shares to staff days before crash. Retrieved from http://mobile.reuters.com/article/idUSL5N0YL07520150602

49. Wong, J., & Areddy, J. T. (2015, May 28). Hong Kong regulator investigating Hanergy thin film power. The Wall Street Journal. Retrieved fromhttp://www.wsj.com/articles/hong-kong-regulator-investigating-hanergy-1432789280

50. Timmons, H., & McCafferty, G. (2015, June 15). A tidal wave of Chinese money is causing chaos in Hong Kong's stock market. Quartz. Retrieved from http://qz.com/412975/a-tidal-wave-of-chinese-money-is-causing-chaos-in-hong-kongs-stock-market/

51. Li Hejun, (2015, September 29). Hanergy: Change and Rebirth. Retrieved from http://www.hanergy.com/en/content/details_37_3045.html

52. Ibid.

53. Lucy, H. (2016, May 21). Hanergy founder resigns one year after stock plunge. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7f40e722 -1f02-11e6-a7bc-ee846770ec15.html#axzz4BQOUeJ92

54. Ibid.

55. Ibid.

56. Ibid.

怡和集團：特立獨行的大班

個案大綱

英國金融行為監理局（Financial Conduct Authority，以下簡稱FCA），在 2013 年 11 月 5 日發表了一份諮詢文件[1]，建議改進對控股股東（controlling shareholders）的控制和加強少數股東權益的保護，這是為了回應投資界對倫敦證券交易所（London Stock Exchange，以下簡稱倫敦證交所）中有控股股東的高級板上市公司治理的擔憂[2]。在倫敦證交所上市的怡和集團（Jardine Group）符合控股股東公司的定義[3]，高級板上市（Premium Listing）條例的改變對怡和集團產生不利地影響。因為他們必須遵守新的高級板上市規定，否則將被降級到標準版上市（Standard Listing）。怡和集團公司的董事會往往缺少「獨立性」的要素，而新的高級板上市的規定卻很強調董事會的平衡性與獨立性，所以若要符合新的規定，集團公司們董事會勢必得重新改組。本個案主旨是要討論家族企業的公司治理；控制股東的影響；股東、董事會和管理階層間的不分離性；家族控制的企業遵守公司治理規定的情形；不同國家的監管規定；證券交易所雙重角色的利益衝突；以及公司在海外上市。

集團背景

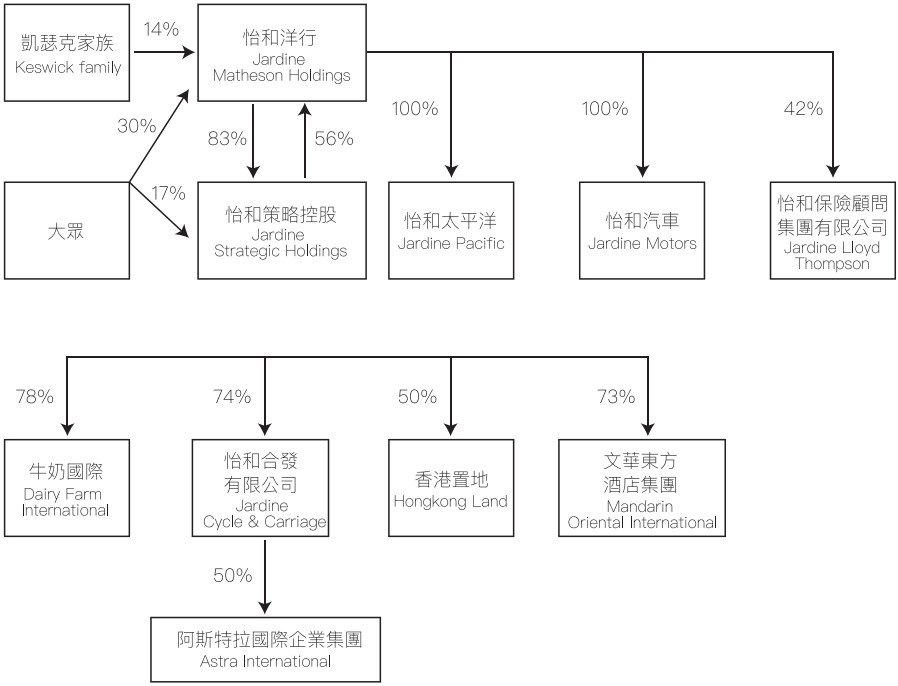
怡和集團成立於 1832 年，是最早的跨國貿易商之一，主要從事鴉片的買賣。在經過多年的成長後幾年後，怡和集團晉身為世界上最大的多角化集團之一，集團版圖橫跨零售、物流、房地產、金融服務、酒店和汽車等眾多產業[4]。

怡和集團在它的主要經營地區香港遺留下許多遺產，像是地標渣甸街（Jardine's Bazaar）和怡和大廈（Jardine House）。然而，在 1980 年代香港億萬富翁李嘉誠（Sir Ka-shing Li）試圖收購怡和集團失敗後，怡和集團元氣大傷[5]，也積極地尋找安全

的地方來管理整個集團。在百慕達（Bermuda）設立公司後，集團中的很多子公司都在倫敦證交所上市，包括怡和洋行（Jardine Matheson）、怡和策略控股（Jardine Strategic）、香港置地（Hongkong Land）、牛奶國際（Dairy Farm International）和文華東方酒店集團（Mandarin Oriental）[6]。在 2013 年，怡和洋行和怡和策略控股榮登了全球市值前兩百大的上市公司[7]。

怡和集團的控股股東是凱瑟克家族（Keswick family），而凱瑟克家族的成員也在集團裡各子公司擔任董事或管理階層要職。

圖 1: 怡和集團相互持股圖[8]



註：表格中的股權數據為至 2014 年 9 月 30 日截止資料。

建立堡壘

在 1980 年代，持有怡和集團 3% 股權的香港大亨李嘉誠即將收購怡和集團的謠言傳的沸沸揚揚 [9]。即使收購沒有發生，怡和集團也無法在李嘉誠的進逼下存活 [10]。怡和集團高層很擔心李嘉誠真正的商業動機，再加上被大陸收購的隱憂，怡和集團的主要股東建立起保護機制以避免控制權被奪 [11]。之後，怡和集團在 1984 年將總部轉移到百慕達，也影響李嘉誠的收購計畫 [12]。在李嘉誠收購失敗之後，怡和集團為對付惡意收購，藉著複雜的交叉持股結構，增強保護控制權機制，使公司幾乎達到不被收購的保證 [13]。在百慕達的法律中，子公司可以投票給其母公司，且百慕達的交叉持股讓這些公司的董事會能夠藉由交叉持股在任一年股東會投票重新選出董事來鞏固原董事會的地位 [14]。

催化改變

英國 FCA 負責監管英國金融機構，維護英國金融市場的誠信以確保投資者的信心和信任。在 2013 年 11 月 5 日公布的諮詢報告，目的在進一步加強高級板上市公司投資者的信心，藉由一系列的改革限制控制股東，規範控制東對高級板上市公司經營與管理影響力 [15]。

「為使市場能良好運作，所有股東積極的參與是必要的。這些改變保護少數股東免受控股股東的迫害，可以提升市場的誠信度並給予少數股東權力為其所投資的公司負責。」

— FCA 市場總監 David Lawton[16]

很多的改革對怡和集團產生不利的影響。高級板上市公司的運作需獨立，與控股股東切離，並且獨立股東被給予可否決關聯方交易的權力 [17]。一個確保企業獨立的指導原則要求控股股東不能影響高級板上市公司的營運，或與營運有有關連性，即使是重要子公司的大股東 [18]。此外，控股股東被要求與公司簽訂具法律約束力的協議，確保他們遵循若干獨立性條款，包括公司與控股股東或其關係人的交易必須是公平且正常的交易 [19]。FCA 也為雙重股

權制選任獨立董事及連任做出限制，在新的規定下需要獨立股東和全體股東的同意[20]。新的改革再度強調以獨立性[21]保障少數股東權益，但怡和集團董事會沒有太多獨立性的表象[22]。

由於改革側重限制控股股東對公司管理以及提升獨立性，怡和集團在新的高級板上市條例下無法繼續保有現有的公司治理機制。與此同時，改革立法已到了最後階段，並預計在 2014 年生效[23]，這也迫使怡和採取行動。

而改革同時也強化少數股東對於控股股東想要將高級板上市公司下市或從高級板上市轉成標準板上市的影響力[24]，除了在股東會決議需獲特別多數的同意通過，也須在事先獲得大多數獨立股東的同意[25]。所以若怡和集團想在倫敦證交所降級，在改革生效後會變得更加困難。

怡和的對策

怡和集團在過去有未遵循英國公司治理準則（Corporate Governance Code）的紀錄，儘管怡和集團宣稱致力於高標準的治理準則，但他們卻時常未遵守公司治理準則的規定[26]。

舉例來說，怡和洋行的董事會有十名執行董事和四名非執行董事[27]，背離了準公司治理準則建議的除主席外[28]，董事會應至少有過半的獨立非執行董事（小公司除外）。此外，怡和洋行的非執行董事皆不獨立[29]，怡和洋行也未能符合其它相關的「獨立性」規定，例如：董事會主席與審計委員會董事在選任時應為獨立董事，董事會也沒有提名或薪酬委員會，且好幾位非執行董事在董事會已任職數十年[30]。

怡和集團未能符合 FCA 提出的改革草案及公司治理準則中的多項規定。由於是海外公司，怡和集團旗下公司在 2005 年起便在年度報告中指出其公司治理實務與公司治理準則的不同處，並自 2010 年被要求解釋不合規的地方。怡和集團不認為官方的公司治理準則適用於怡和集團[31]。

「基於在亞洲市場進行長期策略的考量，公司的穩定度為至關緊要的基礎，因此公司會致力於高標準的公司治理。然而本公司公司治理的方式為長久發展而形成，與英國公司治理準則所建議的不同。[32]」

相較於高級板上市，標準板上市公司治理規定較少，像是標準板上市公司不受英國公司治理準則管制，只受歐盟治理指令規範[33]，又如規範高級板上市公司在重大交易和關係人交易的規定也不適用於標準板上市公司，同樣地，關於高級板上市公司優先購買權（pre–emption rights）的規定也不影響怡和集團[34]。

隨著規則的強化，要求所有高級板上市公司的控股股東與公司保持「適當的距離」，不干預日常公司經營[35]，怡和集團不得不從高級板降級成標準板以維持當前的治理結構，因為透過這樣做，集團可以維持現有的組織結構和治理模式，目前治理結構「很適合亞洲的情況，並使每個集團公司長遠發展經營、持續增長股東價值。[36]」

承受衝擊

2014 年 3 月 6 日，經過數月的審查和考慮，怡和集團正式宣布他們將把怡和洋行、怡和策略控股、香港置地、牛奶國際和文華東方酒店集團從高級板降級至標準板上市，儘管這個決定仍需取決於之後的股東的同意[37]。

怡和集團相信，股東會對這個提議感到滿意，因為這只是一種保持目前治理安排的措施，而這個措施已經證明在創造股東價值方面是成功的[38]，事實上，在怡和集團宣布降級之前的十年間，怡和集團的表現大大超過了市場，每年的股東權益報酬率高達23%[39]。

然而，儘管大多數股東長期以來一直接受怡和集團不遵守英國公司治理準則的事實，有一些股東對降級的決定感到驚訝。雖然負面的投資人情緒沒有散佈開來，仍有幾個不同意見表達了對這一

決定的擔憂[40]，有人也覺得降級意味著股東往後得信任凱瑟克家族的後代，並相信他們會成為好的管理者[41]。

「很不幸的，有一家公司，多年來一直沒有在公司治理項目上達標，但我們也都算了，因為公司還算善待少數股東，而他們現在卻要求將這個項目拿掉。」

—匿名投資人[42]

決定宣布後的股價表現依然強勁，投資人前景看來也相當穩定[43]，但是 降級的決定仍然依賴股東的投票，以決定是否能最後得到批准，該提案被視為特別決議，需要有 75%的同意才能通過[44]。

怡和集團的複雜股權架構意味著除了香港置地僅有 50%股權被家族掌控外，其它每家欲降級的公司至少有 70%的股權是受家族控制的[45]。所以除了香港置地外，所有怡和集團公司特別議案的通過幾乎是很確定的。為此提案進行投票於 2014 年 4 月 8 日舉行的特別股東會（Special General Meeting）很快就到來了[46]，為確保能順利降級換板，仍需要說服部分股東。

怡和集團以有效為股東創造超常報酬的角度來安撫投資人，說明為了賺取這樣的報酬，必須偏離公司治理結構的規範，怡和集團有一套很適合自己的治理結構，這使得集團能長期規劃創造價值[47]。一些投資專家也贊同了這樣的說法，將怡和集團的獲利歸功於長遠規劃的能力，並能在置產時做出良好的判斷[48]。研究也指出家族所擁有的上市公司確實具有優勢，可以讓他們賺取超常的報酬，部分可歸因於家族長遠規劃的能力[49]，以及較低的代理成本[50]。怡和集團已被證明成功的治理結構讓投資人投票傾向支持降級，某些公司治理專家也認為這個提議不會遭受太多阻礙而通過[51]。

2014 年 4 月 8 日在特別股東會上，所有尋求降級的公司均通過特別決議案[52]，意謂著怡和集團不會再受到 FCA 改革的影響。2014 年 5 月 27 日，倫敦證交所公告五家怡和集團公司從高級板降級到標準板[53]。

爭執四起

怡和集團極具爭議的降級決議在其它各地引起廣泛討論，包括這些降級公司第二上市的所在地—新加坡。在新加坡提倡公司治理的麥潤田 (Mak Yuen Teen) 教授，就怡和集團降級所涉及在新加坡第二上市（Secondary Listing）提出擔憂，他質疑「怡和集團旗下公司是否仍然符合新加坡交易所（Singapore Exchange，以下簡稱新交所）第二上市規定的要求」[54]。他還指出，雖然怡和集團旗下公司降級至標準板意味著他們不再有資格被納入富時指數（FTSE），但這三家怡和旗下公司仍被列為富時新加坡海峽時報指數（Straits Times Index）的「藍籌股」，他質疑是否應對這三家公司納入海峽時報指數的適當性進行審查。

新交所回應他們仍與怡和集團進行討論，作盡職調查，來決定如何因應怡和集團的提案[55]。在新交所第二上市公司並不需要遵守交易所主板上市（Primary Listing）規定，只需要遵守其主要上市所在地交易所上市規定及其它新交所規定[56]。然而，倫敦證交所標準板上市要求遠低於新交所主板上市要求[57]。

新交所將在倫敦證交所標準板上市的怡和公司列為主板上市，但有人擔心「倫敦證交所本身並不認為標準板上市等同於倫敦證交所的主板上市」[58]，並以倫敦證交所網站將第二上市被標準板上市取代做為證據。儘管新交所最近的一份諮詢文件將倫敦證交所標準板上市視為主板上市[59]，但爭議仍沒有解決。相比之下，香港交易所認定倫敦證交所標準板上市不被視為主板上市，因此不符合香港交易所第二上市規定[60]。

餘波

儘管辯論很激烈，結果仍未有共識，怡和集團在降級決定通過後迅速回復，投資人對此事幾乎沒有反映，使集團在這場考驗中相對毫髮無傷，在新交所 61 和倫敦證交所 62 的股價僅有小幅波動就是證明。儘管仍留下了很多問題，爭論幾乎已經平息下來。

問題與討論

1. FCA 的改革是對控制股東的治理問題做出的回應。請討論這些改革在實務上的意涵，並評估限制控股股東影響的利弊。

2. 怡和集團的降級決定透過他們控制的董事會和股東決議得以成功通過。請思考董事會、管理團隊和所有權不分離的影響，並討論其利弊。

3. 請檢視為何在不對股價造成負面影響下，怡和集團成功降級的因素。在您的答案回答中，請考量怡和集團的董事會和股權結構，以及家族企業的特徵。

4. 怡和是一家長久以來獲利良好的家族企業集團，請評估這種與「英國公司治理準則規定」相差甚遠公司治理結構的可行性。您是否同意英國公司治理準則所採取的方法？

5. 怡和集團認為，不受獨立性和公司治理準則的規範可使公司以較長遠的角度做出決策，您同意這種說法嗎？ 若背離這些規定可能會有哪些風險呢？

6. 根據怡和集團的反應，請評估 FCA 改革的有效性。您認為認為是否有其他公司可能會效法怡和集團來規避新的高級板上市規定？

7. 在您看來，怡和集團的行為對如新交所般扮演雙重角色的交易所可能產生什麼樣的影響？商業與監管角色上的衝突會如何影響新交所對怡和集團降等及其在新加坡第二上市地位做出處置（或不處置）？要如何解決這些衝突？

附註

1. Financial Conduct Authority. (2013, November 5). The FCA Strengthens the Listing Rules to Enhance Protection for Shareholders. Retrieved from http://www.fca.org.uk/news/the-fca-strengthens-the-listing-rules-to-enhance-protection-for-shareholders

2. Ibid.

3. Deloitte. (2013). Governance in Brief: FCA to Strengthen the Listing Rules to Enhance Protection for Minority Shareholders. Retrieved from http://www.deloitte.com/view/en_GB/uk/services/audit/corporate-governance/ d6ef507a40672410VgnVCM1000003256f70aRCRD.htm

4. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, March 6). Jardine Matheson Group Companies Propose Transfer of Listing Segment. Jardine Matheson Holdings Limited. Retrieved from http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306.pdf

5. Vines, S. (2007, January 25). Secrets of survival in the Noble House. The Spectator. Retrieved from http://www.spectator.co.uk/columnists/any-other-business/27570/secrets-of-survival-in-the-noble-house/

6. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf

7. Financial Times. (2013). FT 500 2013. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/indepth/ft500

8. Stevenson, N. (2013, October 29). Jardine Matheson: High Quality At A Low Price. Seeking Alpha. Retrieved from http://seekingalpha.com/article/1780602-jardine-matheson-high-quality-at-a-low-price

9. The Economist. (1997, August 7). Superman Versus the Hong. Retrieved from http://www.economist.com/node/153623

10. Ibid.

11. Ibid.

12. Ibid.

13. Webb, D. (2001, May 16). Jardine's Back Door. Webb-site Reports. Retrieved from https://webb-site.com/articles/jmhcrack.asp

14. Webb, D. (2014, March 27). What the U.K. should Learn From Jardines. Webb-site Reports. Retrieved from http://webb-site.com/articles/jardown.asp

15. Financial Conduct Authority. (2013, November 5). The FCA Strengthens the Listing Rules to Enhance Protection for Shareholders. Retrieved from http://www.fca.org.uk/news/the-fca-strengthens-the-listing-rules-to-enhance-protection-for-shareholders

16. Ibid.

17. Ibid.

18. Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP. (2014, May 8). FCA Listing Rule Changes Applicable to Premium Listed Companies. Skadden. Retrieved from https://www.skadden.com/insights/fca-listing-rule-changes-applicable-premium-listed-companies

19. Norton Rose Fullbright. (2014, June). U.K. Listing Regime Tightened for Premium Listed Companies. Norton Rose Fullbright. Retrieved from http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/108924/uk-listing-regime-tightened-for-premium-listed-companies

20. Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP. (2014, May 8). FCA Listing Rule Changes Applicable to Premium Listed Companies. Skadden. Retrieved from https://www.skadden.com/insights/fca-listing-rule-changes-applicable-premium-listed-companies

21. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, March 6). Jardine Matheson Group Companies Propose Transfer of Listing Segment. Retrieved from http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306.pdf

22. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf

23. Financial Conduct Authority. (2013, November 5). CP13/15 - Enhancing the effectiveness of the Listing Regime: feedback to CP12/25 and further consultation on related issues. Financial Conduct Authority. Retrieved from http://www.fca.org.uk/news/cp13-15-enhancing-the-effectiveness-of-the-listing-regime

24. Financial Conduct Authority Press Release. (2013, November 5). The FCA strengthens the listing rules to enhance protection for shareholders. Financial Conduct Authority. Retrieved from http://www.fca.org.uk/news/the-fca-strengthens-the-listing-rules-to-enhance-protection-for-shareholders

25. Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP. (2014, May 8). FCA Listing Rule

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

26. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf

27. Ibid.

28. The Financial Reporting Council Limited. (2014, September). The UK Corporate Governance Code. Retrieved from https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf

29. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf

30. Ibid.

31. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, March 6). Proposed Transfer of Listing Segment from Premium to Standard on the London Stock Exchange and Notice of Special General Meeting. Retrieved from http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306a.pdf

32. Jardine Matheson. (2013). Jardine Matheson Annual Report 2013. Retrieved from http://202.66.146.82/listco/sg/jm/annual/2013/ar2013.pdf

33. London Stock Exchange. (2010). A Guide to Listing on the London Stock Exchange. London Stock Exchange. Retrieved from http://www.londonstockexchange.com/ home/guide-to-listing.pdf

34. Ibid.

35. Hughes, J. & Fleming, S. (2014, March 10). Jardines Seeks to Downgrade Premium London Listing. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ab546a04-a827-11e3-a946-00144feab7de.html#axzz3Ft7Kb9AA

36. Kwok, J. (2014, March 14). 5 Jardine Firms Plan to Downgrade Premium Listing in London. Asiaone Business. Retrieved from http://business.asiaone.com/news/5-jardine-firms-plan-downgrade-premium-listing-london#sthash.tzzUqhDO.dpuf

37. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, March 6). Proposed Transfer of Listing Segment from Premium to Standard on the London Stock Exchange and Notice of Special General Meeting. Retrieved from http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306a.pdf

38. Hughes, J. & Fleming, S. (2014, March 10). Jardines Seeks to Downgrade Premium

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

39. Ibid.

40. Ibid.

41. Ibid.

42. Ibid.

43. Hughes, J. & Bland, B. (2014, March 11). Jardines Still Marches to its Own Beat. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/225d1bd4-a8da-11e3-bf0c-00144feab7de.html#axzz3HPwyKM7B

44. Financial Conduct Authority. (2013, April 1). Cancellation of Listing of Equity Shares. Financial Conduct Authority Handbook, LR 5.2.5. Financial Conduct Authority. Retrieved from http://fshandbook.info/FS/html/FCA/LR/5/2

45. Ibid.

46. Jardine Matheson Holdings Limited (2014, March 6). Jardine Matheson Group Companies Propose Transfer of Listing Segment. Jardine Matheson Holdings Limited. Retrieved from http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140306.pdf

47. Ibid.

48. Hughes, J. & Bland, B. (2014, March 11). Jardines Still Marches to its Own Beat. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/225d1bd4-a8da-11e3-bf0c-00144feab7de.html#axzz3HNbil0xk

49. Le Breton-Miller, I. & Miller, D. (2006). Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability. Entrepreneurship Theory and Practice, 30: 731–746.

50. Gedajlovic, E. & Shapiro, D. M. (2002). Ownership Structure and Firm Profitability in Japan. Academy of Management Journal. 45 (3), pp. 565-575.

51. Webb, D. (2014, March 27). What the U.K. Should Learn from Jardines. Webb-site Reports. Retrieved from http://webb-site.com/articles/jardown.asp

52. London Stock Exchange. (2014, April 8). Result of Special General Meeting. London Stock Exchange. Retrieved from http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-matheson/p140408.pdf

53. Jardine Matheson Holdings Limited. (2014, May 27). Transfer of Listing Segment on the London Stock Exchange Becomes Effective. Retrieved from http://www.jardines.com/assets/files/NewsAndEvents/corporate-press-releases/jardine-strategic/ p140527.pdf

54. Mak, Y. T. (2014, March 31). Jardine Group Listing Changes Raise Questions. Governance for Stakeholders. Retrieved from http://governanceforstakeholders.com/2014/03/31/jardine-group-listing-changes-raise-questions/

55. Mohamed, I. N. (2014, April 6). Where SGX and LSE Listings Differ. Governance for Stakeholders. Retrieved from http://governanceforstakeholders.com/2014/04/06/where-sgx-and-LSE-listings-differ/

56. Singapore Exchange (n.d). Mainboard rules. Retrieved from http://rulebook.sgx.com/en/display/display_main.html?rbid=3271&element_id=4830

57. Mak, Y. T. (2014, April 7). Jardine U.K. Listing Change Seems to be in Response to a Raising of Standards. Governance for Stakeholders. Retrieved from http://governanceforstakeholders.com/2014/04/07/jardine-uk-listing-change-seems-to-be-in-response-to-a-raising-of-standards/

58. Ibid.

59. Mak, Y. T. (2014, June 26). SGX Needs to Rethink Listing Rules. Governance for Stakeholders. Retrieved from http://governanceforstakeholders.com/2014/06/26/sgx-needs-to-rethink-listing-rules/

60. HKEx and H.K. SFC. (2013, September 27). Joint Policy Statement Regarding the Listing of Overseas Companies. HKEx. Retrieved from http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/Documents/new_jps_0927.pdf

61. Yahoo! Finance (n.d). Jardine Matheson Holdings Ltd (J36.SI). Retrieved from https://sg.finance.yahoo.com/echarts?s=J36.SI

62. Yahoo! Finance (n.d). Jardine Lloyd Thompson Group plc (JLT.L). Retrieved from https://sg.finance.yahoo.com/echarts?s=JLT.L#symbol=JLT.L;range=1d

聯明集團：

錙銖必較的董事分紅

個案大綱

2015 年 7 月，由於對執行董事績效紅利發放上的意見不同，造成聯明集團有限公司（Lian Beng Group Ltd，以下簡稱聯明集團）兩名獨立董事—司徒宇濱（Sitoh Yih Pin）與阮順美（Wan Soon Bee）—突如其來的請辭。這個事件引起新加坡交易所（Singapore Exchange，以下簡稱新交所）以及專家們進行詳細的檢視。本個案主旨討論董事薪酬的決定；服務合約（service agreement）的使用與其對公司管理高層薪酬的影響；董事會的組成；以及家族企業的公司治理。

關鍵時刻

王邦益（Ong Pang Aik）從位子上起身嘆氣。他努力工作了大半輩子讓聯明集團年復一年穩定地茁壯，終於成為新加坡最大及知名的營建工程企業之一。然而令他意想不到的，集團竟然是因為薪酬爭議而受到鎂光燈的矚目。即使利潤是成長的，股價卻因這個負面新聞走下坡。集團也因此遭到新交所的調查以及外界排山倒海的批評攻擊。

謙遜的開始

王錫聰（Ong Sek Cheong）在 1973 年創立了公司。不同於父親，年輕的王邦益懷抱著更大的夢想，他不希望聯明僅只滿足地當個小小的承包商，而是慢慢擴展成有能力承標大型建案的公司[1]。王邦益在父親創立聯明的五年之後加入公司，負責的是工程的監

督以及項目的投標。在他的努力之下，聯明不論在營收或規模都一步步穩定地成長。1978 至 1988 年間，聯明藉由投標項目大的案子，例如在建設案中擔綱主要的包商，來取得更大金額的合約並擴大營運的範圍。1988 年，公司提升能力將業務擴大至項目大的公部門標案，包含學術機構、診所、圖書館與工廠的升級與建造；在私部門領域也成功穩固住宅以及工業建設等項目標案 [2]。

為了因應公司快速擴展的速度，王邦益在 1991 年邀請了姊姊王麗環（Ong Lay Huan）加入公司。接著，他的另一位姊姊王麗君（Ong Lay Koon）也在隔年加入。在家族成員一同努力下，聯明的業務達到一個更高的層次，也立下了許多重要的里程碑。

1993 年，聯明首次成功地在淡濱尼住宅區（Tampines area）標下了建屋發展局（Housing and Development Board）的建設案。這個合約也開啟了接下來一連串在建屋發展局標案中得標，使聯明有了階段性的躍進。乘著這波氣勢，聯明在 1996 年首次標下金額超過一億新元的標案，更在同一年度註冊成為新加坡建設局（Building and Construction Authority）第八等級（G8）—當時的最高層級（相當於現在的 A1 等級）[3] 的建設包商。王邦益將聯明打造成業界巨人的夢已逐漸浮現輪廓。

產業巨人的成形

從 1996 年開始，聯明的企業結構透過成立新的子公司開始轉變。1996 年，聯明跨足工程以及建築機器設備的租賃，並成立了聯明工程機械私人有限公司 [4]。隔年則成立了信風機械設備私人有限公司。這些舉動是希望透過向營建產業提供服務來實現收益多元化與支持本身的核心業務。經過多年來一步步的升職，王邦益在 1998 年 12 月 16 日接任集團的執行董事。王邦益的兩位姊姊也緊接在 1999 年 3 月 20 日 [5] 雙雙被委任集團的執行董事。同時間，公司老臣譚惠宏（Tan Swee Hong）也委任為董事與總經理。在王邦益的擴張野心驅使下，聯明集團隨後也在 1999 年於新交所公開上市 [6]。

從本土到國際化

集團上市後，新任命了兩位獨立董事：後來成為國會議員的司徒宇斌，以及曾任政務部長及國會議員的阮順美博士。在接下來的十年，聯明集團透過成立一連串的子公司來從事多角化經營與走向國際，積極快速的成長。這些子公司包括在 2000 年成立羅卡投資私人有限公司（Rocca Investments Pte Ltd）來負責開發新項目、2008 年成立千禧年國際建築私人有限公司（Millennium International Builders Pte Ltd）來負責超高級的利基市場項目、2004 年成立 PT 聯明能源（PT Lian Beng Energy）以搶下在印尼的覆蓋物清除項目、以及在 2006 年成立聯明阿明合資私人有限公司（Lian Beng — Amin Joint Venture Pte. Ltd）為取得馬爾地夫的住宅項目。聯明集團更買下帝恩工程有限公司（Deenn Engineering Pte Ltd），這是一家有著第八級（G8）認證的知名設計與建築公司。然而這些都比不上在 2007 年，聯明集團獲得了極受矚目的濱海灣金沙渡假村建設案 [7]。

2014 年，聯明集團的足跡遍及中國、孟加拉、馬爾地夫、馬來西亞與澳洲，多達 60 個以上的辦事處與子公司。集團的財務表現強勁，獲利從 2005 年至 2014 年已經成長超過 20 倍。

不僅財務表現出色，集團也獲得許多獎項的表揚，如 2014 年榮獲建設局傑出營造獎與皇家災害防止協會（RoSPA）在職業健康與安全領域的金獎 [8]。這些都鞏固了聯明集團在新加坡本土營建集團的領先地位。在 36 年的時間中，王邦益將父親的一家小小建築包商轉變成一家在營建業最強大的集團之一。

董事會

聯明集團的董事會成員共有五位，分別為司徒宇斌和阮順美博士兩位獨立董事以及三名執行董事。王邦益是董事主席及執行董事，他的兩位姐姐王麗君與王麗環則是另兩名執行董事。其中王麗君掌管財務與人力資源部門，王麗環則是負責合約管理部門。公司並未任命首席獨立董事。

危機的徵兆

故事並非一帆風順。在 2012 年，王邦益被指控涉嫌收買他人替他背違規停車的黑鍋 [9]。

近幾年，集團的業務開始出現波動。眾多觀察家指出雖然聯明一直以來有亮眼的表現，但未來看來似乎不那麼的樂觀。儘管集團最近取得了一些建案標的以維持短期的成長，但由於政府最新的房產降溫政策，在需求上面臨潛在的瓶頸 [10]。房產降溫措施不僅包含了調升印花稅使住宅建物價格上漲，也限制房貸的額度降低個人貸款的空間。

除此之外，由於政府持續抑制外籍勞動人口的進入，集團也面臨勞動成本的上揚。為了讓外籍勞動力維持以現在的速度成長，政府持續的抑制外籍勞工的流入。對比 2011 年外籍勞動人口成長了八萬人，2014 年僅成長兩萬六千人 [11]。

最令人擔心的或許是聯明集團的股價在 2015 年 7 月份開始逐漸下跌。光是 2015 年 7 月 6 日股價就從每股 0.73 新元的高點下滑至每股 0.535 新元。而且這樣的下滑是建立在前景仍被看好的前提下：集團良好的財務狀況、能夠維持接下來數年收入的建案訂單 [12] 以及集團在 2009 年全球金融風暴後的 2010 年到 2014 年連續四年穩定上揚的股價。儘管許多分析師指出聯明集團的股價可能被低估並推薦投資人買進，聯明的股價依舊在整個 2015 年呈現下滑趨勢。在 2014 年，王邦益家族成員合計持有三成的流通在外股份。

炸彈的引燃

2015 年 7 月 10 日，集團宣布兩位獨立董事司徒宇斌和阮順美博士的辭職。他們已經在董事會任職超過十五年之久 [13]。這個突如其來的消息震驚了整個產業以及股票市場。司徒宇斌是薪酬委員會的主席以及審計與提名委員會的成員，而阮順美則是審計與提名兩個委員會的主席以及薪酬委員會的成員。起初兩人宣稱其請

辭的理由為「在特定公司事務上與管理階層的意見不合」[14]。取而代之的，集團火速找來高鴻集團（KOP Limited）的執行董事柯傳安（Ko Chuan Aun）以及 OEL 控股（OEL Holdings）的執行董事劉明婷（Low Beng Ting）接任獨立董事的職缺。

追根究柢

在司徒宇斌和阮順美辭去董事的幾天後，聯明集團遭到有關當局的調查。新交所對聯明的獨立董事閃電請辭一事進行了一連三天共兩階段的調查。也讓請辭背後的真正原因水落石出，主要是在執行董事分紅計算上的意見不合所致。

調查的第一天 2015 年 7 月 13 日，新交所將調查重點放在是什麼樣的意見不合重大到引發兩位獨立董事的請辭[15]。集團則回應是在計算截至 2014 年 5 月 31 日的 2014 財務年度執行董事的績效紅利時，兩位前任獨立董事認為應根據扣除少數股東權益後的集團合計稅前盈餘來計算。少數股東權益又稱為非控制權益，是針對非由母公司百分之百持有或控制之子公司，計算其非母公司所持有的股份份額。

兩位前任獨立董事要求集團以「扣除少數股東權益」的合計稅前盈餘為基礎對執行董事們自 1999 年公司上市開始的績效紅利重新計算。就在集團打算根據這樣的意見對執行董事的分紅重新核算調整時，王邦益與他的姊姊們強烈反對這樣的計算，他們反駁認為一直以來公司都是以「加計少數股東權益」的基礎來計算。王邦益更進一步指出計算的基礎是恰當的，因為早在 1999 年公司上市時，公司與王邦益、譚惠宏兩人簽定的服務合約內容就已依此基礎來計算分紅。而這也同樣被沿用於他的兩個姐姐在 2009 年上任時所簽訂的服務合約。

績效分紅：是否應合計少數股東權益？

新交所對於聯明集團的回應不甚滿意，因此在接著兩天進行更

深入的調查。在第二階段的調查中進一步詢問 2013 財務年度與 2014 財務年度的績效紅利，根據扣除少數股東權益與否對紅利計算的金額差異有多少？以及究竟加計少數股東權益是否真的比較公平？

公司的回應則是重申這樣的計算基礎是自從 1999 年與董事簽訂服務合約後就開始的。並且表示管理階層不論在百分之百持有或部分持有的子公司上都貢獻同樣的精力來管理，因此在部分持有的子公司上以加計少數股東權益的基礎來計算董事報酬是合情且合理的 [16]。

在 2014 財務年度，王邦益的薪酬介於五百二十五萬到五百五十萬新元，其中績效分紅占了 86% 以上；王麗環則拿到介於兩百七十五萬到三百萬新元的薪酬，績效分紅占了其中的 83%；王麗君的薪酬介於兩百萬到兩百二十五萬新元，績效分紅占了當中的 80%。其他三位擔任集團重要管理階層的王家成員，有一位拿到了介於五十萬到七十五萬新元，另外兩位得到介於二十五萬到五十萬新元之間的薪酬。除此之外，王邦益在集團中任職的兩個兒女也被指出各拿到了五萬新元的分紅。對此公司則以市場競爭與資訊敏感度和資訊保密的立場拒絕提供更詳細的薪酬紀錄。

相比 2013 財務年度有著一千八百六十萬新元的少數股東權益，集團在 2014 財務年度的少數股東權益增加到三千九百九十萬新元。在 2014 財務年度，績效分紅若以加計少數股東權益為基礎是一億兩千七百萬新元，而不是扣除少數股東權益的八千七百萬新元 [17]。這意味著兩種不同基礎讓王家三名董事在 2014 財務年度的分紅差距高達兩百萬新元以上，對比之下 2013 財務年度則僅相差六萬四千新元。

在海峽時報（Straits Times）的專訪中，兩名請辭的獨立董事表達了與新交所合作並揭開事件真相的意願。他們表示：「希望與新交所人員見面並呈現此事件的全貌」[18]。儘管聯明集團相當配合新交所的調查，然而投資人的信心很顯然地已受調查後的許多負面新聞所動搖。聯明的股價在 2015 年 7 月 16 日跌價 0.93% 到每股 0.535 新元，在隔日甚至下跌了 2.78% 至每股 0.525 新元。

事件後果

在新交所的調查後，各界專家也熱烈的討論這事件。其中薪酬顧問公司—淡水顧問（Freshwater Advisers）—指出聯明集團用加計少數股東權益的集團合計盈餘作為紅利計算基礎是業界普遍的做法，並強調新加坡的上市公司在計算董事分紅時採取的這一套利潤基礎公式並未扣除少數股東權益，是因為「少數股東權益的金額通常不具重大性」[19]。然而，在聯明集團的事件中，少數股東權益是一個重大的金額，它在 2013 與 2014 財務年度間成長了一倍。

在卸任聯明集團獨立董事後，阮順美博士評論了這樣的計算基礎是不公平的，並且應該根據「公司實際賺了多少錢」來計算分紅[20]。淡水顧問董事主席約翰羅賓森（Jon Robinson）同樣表示，在公司治理的層面上，採用利潤基礎的公式來計算紅利並不是最好的做法，此外規範紅利的條款也應視公司的商業模式而有所調整。他同時指出薪酬委員會應該每年或每三年評估董事們的薪酬是否合理，並定期的檢討服務合約中的紅利約定，不該被簽訂合約時的產業標準或公司規定制約[21]。

新加坡國立大學商學院前副院長同時也是會計系副教授的麥潤田（Mak Yuen Teen）博士也表示[22]，原則上不將少數股東權益從紅利的計算盈餘基礎中扣除是有問題的，因為執行董事是根據其對集團股東所做的貢獻獲得報酬，而非對集團股東外的少數股東。他也強調清楚訂立服務合約、聘用合約與紅利計畫是相當重要的，並認同定期檢討合約內容以及在必要時更新的重要性。

儘管這些討論漸漸平息，許多問題依舊成謎。為什麼計算績效紅利看法的不同在兩位獨立董事就任十六年後才被提出？是他們之前的疏忽嗎？或僅是因為少數股東權益在之前相對來說不具重大性而沒有被注意到？

荊棘滿布的未來

在醜聞平息以後，許多投資人不滿意聯明股價落後的表現。在 2015 年 9 月的股東年會上有憂心的投資人提出了這個問題，並要求公司以增加股利發放或是回購股票的方式來解決。作為回應，王家表示公司並沒有股利發放政策，所有的股利都是根據公司該年度的表現來決定發放多寡。除此之外，自 2014 年 10 月起也就是股價開始下跌之際，公司早已經啟動了回購股票的機制，至今已經買回超過兩千五百萬股 [23]。然而回購股票的作法是否能直接挽回公司持續下跌的股價仍是未知數。

隨著股東年會的結束與醜聞，對王邦益來說，無疑地他有著數不清的事等著他在接下來一年好好處理。意興闌珊的坐回位子上，王邦益不禁納悶究竟他耗盡大半輩子打造的公司未來會如何發展。公司的命運在這一年會是如何？這個爭議風波長期會對公司造成什麼影響？也許更重要的是，究竟集團能否能持續成長？這些對王邦益與他的帝國來說確實是很大的考驗。

問題與討論

1. 請探討聯明集團董事會的規模與組成。聯明集團在多大地程度上遵循新加坡公司治理守則？

2. 聯明集團董事會中的潛在利益衝突為何？就董事會的現況，獨立董事會面臨何種困境？

3. 請討論獨立董事在審核與批准薪酬政策與方案時所扮演的角色。請探討兩名獨立董事是否從上任到辭職都盡其應盡的職責。

4. 對股東而言，納入少數股東權益來計算管理階層的分紅是否公平合理？請討論公司在制訂薪酬時，有哪些典範措施（best practice）可供參考。

5. 每位董事的服務合約與薪酬方案中，關鍵的議題有哪些？

6. 請探討聯明集團對薪酬的揭露。以聯明集團的薪酬政策來說，少數股東可能會面臨的風險為何？

7. 根據這個案例，請探討家族企業公司治理的挑戰為何？

附註

1. Bone, M. (2014, May 20). Lian Beng Construction. Retrieved from http://www.asiaoutlookmag.com/outlook-features/lian-beng-construction-440

2. Lian Beng. (2011, May 10). Our Milestones Lian Beng Group Ltd. Retrieved from http://www.lianbeng.com.sg/02 history.htm

3. Ibid.

4. Ibid.

5. Lian Beng. (2011, May 10). Board of Directors Lian Beng Group Ltd. Retrieved from http://www.lianbeng.com.sg/05 board of directors.htm

6. Lian Beng. (2011, May 10). Our Milestones Lian Beng Group Ltd. Retrieved from http://www.lianbeng.com.sg/02 history.htm

7. Ibid.

8. Lian Beng. (2014, July 17). Awards & Certifications Lian Beng Group Ltd. Retrieved from http://www.lianbeng.com.sg/11 construction awards.htm

9. Chia, R. (2012, September 17). Boss of recycling company denies charges. AsiaOne. Retrieved from http://news.asiaone.com/News/LatestNews/Singapore/Story/A1Story 20120917-372071.html

10. Kih, S. (2013, December 4). LIAN BENG: Directors pump millions in insider buying in 2013. Retrieved from http://www.nextinsight.net/index.php/story-archive-mainmenu-60/919-2013/7760-lian-beng-directors-pump-millions-in-insider-buying-in-2013

11. Chang, R. (2015, March 9). Singapore Budget 2015: Labour market to tighten sharply as workforce growth slows: Tan Chuan-Jin. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/singapore/singapore-budget-2015-labour-market-to-tighten-sharply-as-workforce-growth-slows-tan-chuan

12. Lim & Tan Securities. (2015, July 29). LIAN BENG: Only 0.6 price/book, yield sustainable at 5.5%. Retrieved from http://www.nextinsight.net/index.php/story-archive-mainmenu-60/927-2015/10171-lian-beng-only-0-6-price-book-yield-sustainable-at-5-5

13. Boon, R. (2015, March 9). Two independent directors leave Lian Beng board. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/two-independent-directors-leave-lian-beng-board

14. Lee, J. (2015, July 10). Two Lian Beng independent directors resign over differences with board. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/two-lian-beng-independent-dir ectors-resign-over-differences-with-board

15. Ong Pang Aik. (2015, July 14). Reply to SGX query. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/AMDA-10EM7F/0x0x845719/9DA96D6B-591B-4A28-8B77-D6A1CFA3672D/845719.pdf

16. Ong Pang Aik. (2015, July 16). Reply to SGX queries. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/AMDA-10EM7F/0x0x845720/54058831-0AE1-4DF0-B7CB-0BB62A4D1EDA/845720.pdf

17. Chong, K. (2015, July 15). Lian Beng resignations: Bonus dispute key factor. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/lian-beng-resignations-bonus-dispute-key-factor

18. Ibid.

19. Chong, K. (2015, July 28). 'Industry standard used for Lian Beng's bonuses. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/industry-standard-used-for-lian-bengs-bonuses

20. Ibid.

21. Ibid.

22. Mak, Y. (2015, August 24). Performance bonus spat may be just the tip of an iceberg. Governance for Stakeholders. Retrieved from http://governancefor stakeholders. com/2015/08/24/performance-bonus-spat-may-be-just-the-tip-of-an iceberg/

23. Leong, C. (2015, October 6). @ LIAN BENG'S AGM: Questions on new dormitory, construction margins, etc. Retrieved from http://www.nextinsight.net/index.php/story-archive-mainmenu-60/927-2015/10308-lian-beng-s-agm

瑞穗集團：與黑幫共舞

個案大綱

日本第二大金融服務集團瑞穗金融集團（Mizuho Financial Group，以下簡稱瑞穗）因其關聯企業東方株式會社（Orient Corporation，以下簡稱東方）捲入一起黑幫非法借貸案。日本監管機構金融服務局（Financial Services Agency）最初是將對此案視為單一個案，並給予警告，但後來整起事件曝光後，才發現瑞穗總裁兼社長對整起案件是知情的。由於董事會的未能及時反應以及瑞穗未能履行加強內部控制的承諾，導致監督持續鬆散，也讓東方非法貸款融資不被發現。由於瑞穗是由三家銀行合併而出現，管理監督方面的鴻溝和缺乏效率的控制，導致無法強力執行法律遵循。醜聞使瑞穗聲譽大跌，瑞穗被迫要求改革董事會結構，提高董事會流程的獨立性和透明度。本個案主旨是討論董事會獨立性及有效性、董事在確保法規遵循的監督角色；合併所引起的公司治理和管理挑戰；集團關聯企業的公司治理；和日本體系的公司治理。

回顧過去與展望未來

作為瑞穗總裁兼社長，佐藤康裕（Yizuhiro Sato），以日式鞠躬道歉並承認自己的錯誤，此時集團才剛剛處於開始復曙的階段。但決定及處罰接踵而至—停止瑞穗部分的業務、收到業務改善令、管理階層改組、和減薪。這是瑞穗三個月來的第二次[1]因向組織化的犯罪集團提供貸款而受罰。

為什麼這些問題持續了這麼久？瑞穗為何最終陷入困境？要如何改善目前的情況？事件可能暫時落幕，但瑞穗的問題仍遠未解決。

麻煩初現

2011 年 10 月 1 日，暴力團排除條例（Boryokudan Haijojorei）[2] 立法通過，意味著日本再次努力地想將日本黑幫（Yakuza）趕出日本社會。根據暴力團排除條例，任何形式對黑幫的資助或付款都被視為犯罪。令人遺憾的是，並不是所有瑞穗的員工都留心這個信息。

事件爆發起因於金融局在 2012 年 12 月至 2013 年 3 月期間的例行檢查，日本金融局負責監督銀行、證券及交易、以及保險 [3]。該次調查發現了有 230 筆貸款與黑幫連結的單位或個人相關，金額超過兩億日圓（約兩百萬美元），時間超過兩年 [4]。雖然大部分貸款都是經由瑞穗消費金融關聯企業—東方—所取得的汽車貸款，但瑞穗是最終的放款單位 [5]。

黑幫：一個無法擺脫的社會份子

黑幫的歷史可以追溯到17世紀，當時他們控制了建築和碼頭工人，以及妓院、賭場和酒店等特種行業 [6]，1980 年代，黑社會擴大勢力滲透到日本的企業界和金融體系，包括房地產開發和股票市場 [7]。

2012 年，暴力團排除條例進行新的修訂，允許「警察將有組織性的犯罪集團列為「極度危險」，假使任何的集團成員對普通公民做出不合理或非法的要求，可以在不發出禁止令的情況下逮捕該成員。」[8]

儘管有這些措施，黑社會在日本社會的許多地區和階層依然活躍，目前在日本已知的黑社會成員有六萬三千名 [9]，他們著名的是用人頭公司和其它手法偽裝來掩飾他們的不法行為，也由於缺乏證據，而使得起訴變得相當困難。而銀行業也受到黑幫的滲透和影響，例如，日本花旗銀行（Citibank Japan）在 2004 年失去了私人銀行執照，是因為有高層黑幫成員在該行開設多個帳戶 [10]。

金融巨頭

瑞穗是一家總部位於東京千代田區（Chiyoda）的銀行控股公司，在東京證券交易所（Tokyo Stock Exchange）上市[11]，它是世界上最大的金融機構之一，提供全面性的金融服務，包括銀行、信託、證券以及資產管理服務[12]。瑞穗控股公司（Mizuho Holdings, Inc.）是 2000 年 9 月透過合併三家銀行而成立—第一生命銀行（Dai-Ichi Kangyo Bank），富士銀行（Fuji Bank）和日本興業銀行（Industrial Bank of Japan），瑞穗於 2003 年 1 月成立，成為瑞穗控股的母公司以及唯一股東[13]。

在日語，「瑞穗」的意思是「米的豐收」，這也意味著瑞穗致力於「為日本國內外所有客戶提供豐收的金融產品和服務」[14]，瑞穗的品牌口號是「一個瑞穗：與您共創未來」，標誌著他們致力成為「全球最具信賴的金融服務集團，具全球視野及廣大客戶群，為世界、亞洲和日本的繁榮做出貢獻」[15]。

樹大招風

2013 年 9 月 27 日，瑞穗收到金融局發出的業務改善令，理由是與「反社會份子」如黑社會等犯罪組織團體從事非法交易[16]，警告瑞穗應該依法加強法遵（compliance）的過程與程序，禁止與犯罪組織交易。瑞穗以「落實與此有關的改善計劃，並盡最大努力進一步改善和強化內部控制」來作為回應[17]。

最初，瑞穗聲稱這些貸款是與一位不良的法遵主管相關，也就是並沒有其它階級人員涉入[18]。然而，這立場三天後被改變，瑞穗承認了公司高階主管，包括瑞穗總裁兼社長佐藤康裕，醜聞發生很久前就已經知道並涉入其中[19]。

因此，金融要求瑞穗提交一份額外詳盡的報告，包括所有知道貸款一案的高層的姓名。不久之後，在 10 月 25 日，瑞穗宣布將處罰 54 名涉及非法貸款的銀行主管[20]。此外，佐藤喪失六個月的薪水[21]，瑞穗和瑞穗銀行會長塚本隆（Takashi Tsukamoto）辭

去瑞穗銀行會長一職，然而，當時他仍被允許繼續擔任瑞穗會長[22]。

2013 年 11 月 5 日，金融局開始進行另一項調查，結果在 12 月 26 日向瑞穗發出更具懲罰性的行政命令，包括暫停其與消費信貸關聯企業的貸款業務一個月，並要求在 2014 年 1 月 17 日前提交強制性業務改進計劃[23]。

此外，塚本當天宣布，他將於 2014 年 3 月辭去集團會長職務，為黑社會貸款醜聞一事負責，除此之外，佐藤的無薪期間從六個月延長到一年[24]。

而在瑞穗貸款醜聞之後，金融局開始對日本另外兩家最大的銀行三菱金融集團（Mitsubishi UFJ Financial Group）和三井住友金融集團（Sumitomo Mitsui Financial Group）進行金融檢查，確保遵守與犯罪組織交易相關的法律規定[25]。

不協調的內部

「前銀行的高層只為自己業務做辯護 ..... 甚至從外人來看，我們都知道他們從上到下，很多事都不知道。」
—早稻田大學企業與社會責任教授谷本一郎（Kanji Tanimoto）[26]

由三家銀行合併而形成的瑞穗，並沒有任何一方取得主導地位，這也造成了集團內部溝通與配合度不足的問題，在治理結構上也產生鴻溝。例如，在 2002 年 4 月 1 日瑞穗開業的第一天，由於自動提款機（ATM）系統有許多交易錯誤，導致發生「歷史上最大的銀行系統故障」事件[27]，這件事主因是這三家銀行無法對採用單一電腦系統達成一致的決議所導致。最終，三家銀行還是沒有決定到底選用哪一套電腦系統，而是將三家銀行的電腦系統作連結，最後反倒是弄巧成拙，電腦系統負荷過重，造成 2011 年 3 月瑞穗 ATM 大當機，有超過一百萬筆的轉帳交易被延遲處理[28]。

缺乏專屬貸款的監督

更重要的是，經由東方貸給黑幫相關單位的款項，並沒有經過嚴格的盡職和背景調查[29]，在這種「專屬」貸款的情況下，東方批准並擔保貸款，而瑞穗則提供資金。然而，客戶篩選流程的責任則外包由東方負責，不像瑞穗的普通貸款般，有嚴格的審核。東方鬆散的審查制度，可以讓黑道用最低程度的身份檢查就取得貸款的核准[30]。儘管金融早在 2003 年就要求加強內部控制，以便能遏制與黑社會有關的貸款，但直到七年之後，瑞穗仍沒有為關聯企業客戶執行自己的客戶背景調查[31]。瑞穗管理高層並沒有對其關聯企業的公司治理和內部控制進行監督[32]，這醜聞顯示出，關聯企業行為對瑞穗所造成的影響，就如同自己放貸一樣。

零行動

也許傷害更大的是的，前銀行總裁西村悟理（Satoru Nishibori）雖然在 2010 年 7 月就得知向黑社會提供貸款的訊息，但他卻沒有採取行動。他在一年後離開時，沒有告知他的繼任者塚本該非法貸款的交易，也沒有告知瑞穗總裁兼社長佐藤。佐藤聲稱他是在 2013 年 3 月，金融局定期檢查後發出警訊，才知道這個問題[33]，由於瑞穗內部缺乏協調和溝通，這個問題在 2013 年才得到處理，儘管前總裁西村在 2010 年已經獲悉[34]。

瑞穗在事件發生後的兩年多都未能發現非法交易，突顯了董事會在確保符合法規和道德標準的不力。在瑞穗，法律遵循部門負責監督與黑道相關以及其他可疑的金融交易[35]。在當時，小池正雅（Masakane Koike）擔任執行董事，是風險管理與法遵部門的負責人。雖然各部門未能採取適當的措施來解決問題，但整個董事會也沒有監督和確保小池有適當地和努力地履行職責。

董事會的獨立性

醜聞發生之前，瑞穗董事會由 12 名成員組成，由塚本會長、8 名

執行董事和 3 名不管理日常業務的「外部」董事組成 [36]。根據東京證券交易所上市規定，公司至少應有一名獨立董事 [37]。瑞穗董事會大多數是執行董事，董事會缺乏獨立性的問題至今依然存在。這種董事會大部分成員是公司內部高層的現象在日本很普遍且盛行 [38]。

聲譽重傷

這筆兩百萬美元有爭議的貸款對瑞穗的收益和財務表現絕不會產生重大的影響。此外，金融局並沒有用重罰款而僅僅是命令瑞穗加強內部控制和合規，而長達一個月的業務暫停與其關聯企業往來也不會對財務結果產生影響。然而，業務改善令卻讓瑞穗有如在公眾前被摑了一掌，給瑞穗當眾難堪，對集團的聲譽造成不利的影響。

毫不易外的，瑞穗的投資者和股東對這個消息有負面的反應，在 2013 年 9 月 27 日，金融局公佈調查結果後的第一個交易日，瑞穗股價下跌 4.1%，為三個月來最大跌幅，交易所指數為下跌 1% [39]。在接下來的幾周，瑞穗股價從 9 月 27 日的 222 日圓下滑至 10 月 10 日的低點 203 日圓，市值則從五兆三千七百億日圓下降到四兆九千一百億日圓，降幅超過四千億日圓，遠遠超過了醜聞所造成的直接財務影響。不過，瑞穗股價在兩個月內回升到先前水平，並延續到 2014 年初。

同樣地，東方的股價從 9 月 27 日的 283 日圓跌至 10 月 7 日的 238 日圓。不過，東方的股價在 2014 年初並沒有恢復到之前的水平。

瑞穗的回應

為了應對法遵失效的問題，副總裁俊次岡部（Toshitsugu Okabe）在 2013 年 9 月 30 日接替小池擔任法遵負責人 [40]。為了加強控股公司監督子公司和關聯公司的能力和提高透明度，瑞

穗宣布將在董事會成立審計、提名和薪酬委員，作為董事會的諮詢單位，董事會也將在集團會長塚本離開後，從外部人挑選新的繼任者。因此，瑞穗將成為日本三大銀行集團中，首家由多數為外部董事所組成三個委員會來監督管理階層的銀行[41]，這使監督與經營運作明確分開，從而提升集團的治理水平[42]，該計劃已於 2014 年 6 月召開的股東會上通過[43]。

一個緊迫的問題：修復玷污的聲譽

雖然競爭對手三菱金融集團和三井住友金融集團繼續積極拓展海外市場，瑞穗目前最關心的是公司治理和公司文化的問題[44]。

瑞穗在醜聞之後經歷了管理階層的變動，從瑞穗股價迅速回升的情況來看，這似乎得到了股東的認可。2014 年 3 月 14 日最新一次變動，包括了集團內高階主管職位的調整。2014 年 4 月 1 日，56 歲的瑞穗副總裁 Nobuhide Hayashi 取代了佐藤擔任瑞穗銀行社長，佐藤繼續擔任瑞穗社長，專注於改善集團的企業文化[45]。

結語

自從這個事情後，瑞穗在日本領先公司治理的改革，並轉型為較為美式風格的董事會。在 2015 年 6 月 25 日佐藤社長簽字的最新報告中提到，轉型後的第一年「董事會有很好的起步」，在十三位董事中有六位是外部董事，這六位董事中有五名是獨立董事[46]。會長也是外部董事[47]，這代表了董事會整體獨立性有顯著的進步，瑞穗的股價在改革後也一直上漲，代表著陷入困境的銀行扭轉了局面。

問題與討論

1. 您認為為什麼瑞穗董事會在知道非法的商業交易之後，仍選擇不採取任何行動來對付非法貸款？

2. 請評估在貸款醜聞前瑞穗董事會的組成。

3. 根據醜聞的嚴重程度，請討論金融局所祭出的懲罰是否足夠。

4. 瑞穗是否採取適當的措施來改善內部控制和治理結構？

5. 根據瑞穗及其他案例，在合併後可能會出現的公司治理和管理挑戰為何？

6. 像瑞穗及東方般的集團治理，可能會面臨什麼樣獨特的挑戰？

7. 請根據現行的法規和公司治理守則（若有的話）評估日本的公司治理制度。是否有某些文化或商業規範可能導致公司治理的問題？

附註

1. Yui, M., Kawamoto, S. (2013, December 26). Mizuho Chairman Tsukamoto Resigns Over Loans to Crime Groups. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-12-26/mizuho-draws-more-penalties-for-transactions-with-crime-groups.html

2. Translated to English as Japanese Organised Crime Group Countermeasures Law

3. Fukase, A., & Inagaki, K. (2013, October 17). Mizuho Is a Bank Bowed by Its Structure. Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304330904579132822082403460

4. Hirata, N. (2013, October 29). Japan to Inspect Big Banks in Broadened Yakuza Loans Probe. Reuters. Retrieved from http://uk.reuters.com/article/2013/10/29/uk-japan-banks-scandal-idUKBRE99S09G20131029

5. Ibid.

6. Okinawa. (n.d.) The Yakuza. Retrieved from http://www.okinawanshorinryu.com/okinawa/yakuza.html

7. Fukase, A. (2013, December 26). Mizuho Ordered to Suspend Some Operations. Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303799404579281673604167640

8. Adelstein, J. (2012, July 30). Japan's Newest Anti-Yakuza Laws Allow Instant Arrests. Retrieved from http://www.thewire.com/global/2012/07/japans-newest-anti-yakuza-laws-allow-instant-arrests/55198/

9. Adelstein, J., Stucky, N. (2013, November 27). Japan's Mega Banks Have Mega Yakuza Trouble. Retrieved from http://www.thedailybeast.com/articles/2013/11/27/japan-s-mega-banks-have-mega-yakuza-trouble.html

10. Ibid.

11. Mizuho Financial Group. (2014, September 30). Company Information. Retrieved from http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/info/index.html

12. Mizuho Bank Americas. (n.d.). About Us. Retrieved from http://www.mizuhobank.com/americas/about/about_us/index.html

13. Mizuho Financial Group. (n.d.). Corporate History. Retrieved from http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/info/profile.html

14. Mizuho Financial Group. (n.d.) About Mizuho Financial Group (Question). Retrieved from http://www.mizuho-fg.co.jp/english/faq/about_mhfg.html#q01

15. Mizuho Financial Group. (n.d.) Corporate Identity. Retrieved from http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/policy/ci/index.html

16. Fukase, A., & Inagaki, K. (2013, October 17). Mizuho Is a Bank Bowed by Its Structure. Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304330904579132822082403460

17. Mizuho Bank. (2013, September 27). Administrative Order from the Financial Services Agency. Retrieved from http://www.mizuhobank.com/company/release/pdf/20130927.pdf

18. Torres, I. (2013, October 14). Tokyo Police to Investigate Mizuho Bank's Dealings with Organized Crime. The Japan Daily Press. Retrieved from http://japandailypress.com/tokyo-police-to-investigate-mizuho-banks-dealings-with-organized-crime-1437678/

19. Ibid.

20. Fukase, A. (2013, December 26). Mizuho Ordered to Suspend Some Operations. Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303799404579281673604167640

21. Ibid.

22. Ibid.

23. Financial Services Agency. (2013, December 26). Administrative Actions against Mizuho Bank Co., Ltd. and Mizuho Financial Group, Inc. Retrieved from http://www. fsa.go.jp/en/news/2013/20131226-1.html

24. Japan Times. (2013, October 8). Ex-Mizuho President 'Knew of Yakuza Loans'. The Japan Times. Retrieved from http://www.japantimes.co.jp/news/2013/10/08/business/ex-mizuho-president-knew-of-yakuza-loans/

25. Langeland, T., Hyuga, T. (2013, November 7). Kicking the Yakuza in the Assets. Businessweek. Retrieved from http://www.businessweek.com/articles/2013-11-07/japan-attacks-yakuza-crime-syndicates-via-banking-system

26. McLannahan, B. (2013, October 28). Mizuho's Flawed Controls Opened the Door for Yakuza Exploitation. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e492a81e-3fc5-11e3-a890-00144feabdc0.html#axzz2ykJNm6y3

27. Nakao, M. (n.d.). Mizuho Financial Group Banking System Failure. Retrieved from

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

28. Mizuho's Grave Governance Problem. (2013, October 30). The Japan Times. Retrieved from http://www.japantimes.co.jp/opinion/2013/10/30/editorials/mizuhos-grave-governance-problem/#.VZdNK1Wqqkp

29. Tabuchi, H. (2013, October 28). Japanese Bank's Inquiry Finds Details of Shady Loans. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/10/28/mizuho-report-finds-no-cover-up-of-gangster-loans/

30. Ibid.

31. McLannahan, B. (2013, October 28). Mizuho's Flawed Controls Opened the Door for Yakuza Exploitation. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e492a81e-3fc5-11e3-a890-00144feabdc0.html#axzz2ykJNm6y3

32. Tabuchi, H. (2013, October 28). Japanese Bank's Inquiry Finds Details of Shady Loans. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/10/28/mizuho-report-finds-no-cover-up-of-gangster-loans/

33. McLannahan, B. (2013, October 28). Mizuho's Flawed Controls Opened the Door for Yakuza Exploitation. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e492a81e-3fc5-11e3-a890-00144feabdc0.html#axzz2ykJNm6y3135136

34. Ibid.

35. Sasai, T. (2013, October 20). Mizuho Bank to Set up Anti-yakuza Department. Retrieved from http://ajw.asahi.com/article/business/AJ201310200019

36. Mizuho Financial Group. (n.d.) Annual Report 2012/2013. Retrieved from: http://www.mizuho-fg.co.jp/english/investors/financial/annual/data1303/pdf/data1303_all. pdf

37. Japan Exchange Group. (n.d.). Independent Directors/Auditors. Retrieved from http://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/ind-executive/

38. Nagata, K. (2012, January 17). Corporate Japan: Woeful Lack of Outside Directors. The Japan Times. Retrieved from http://www.japantimes.co.jp/news/2012/01/17/reference/corporate-japan-woeful-lack-of-outside-directors/#.U0qpMtzEUfM

39. The Asahi Shimbun. (2013, October 5). Mizuho Bank says Deputy Presidents Knew of Gangster Loans, Yet Took No Action. Retrieved from http://ajw.asahi.com/article/business/AJ201310050042

40. Yui, M., Kawamoto, S. (2013, October 4). Mizuho Takes Steps to Improve Compliance After Crime-Group Loans. Retrieved from http://www.bloomberg.com/

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

41. Reuters. (2013, December 26). Mizuho to Restructure Amid Loan Scandal. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2013/12/27/business/international/mizuho-to-restructure-amid-loan-scandal.html?_r=0

42. Nikkei. (2013, December 26). Mob Loans Prompt Mizuho to Adopt American-style Governance. Retrieved from http://asia.nikkei.com/Business/Companies/Mob-loans-prompt-Mizuho-to-adopt-American-style-governance

43. Mizuho Financial Group. (n.d). Enhancement of Corporate Governance. Retrieved from http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/strategy/enhancement/index.html

44. Uranaka, T. (2014, January 23). Mizuho Replaces Core Unit CEO After Mob Loan Scandal. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/01/23/mizuho-management-idUSL3N0KX2F420140123

45. Ibid.

46. Mizuho Financial Group. (2015, June 25). Corporate Governance. Retrieved from http://www.mizuho-fg.co.jp/english/company/structure/governance/pdf/g_report.pdf

47. Ibid.

被冰山襲擊的來寶

個案大綱

在 2015 年，財務分析公司冰山研究（Iceberg Research，以下簡稱冰山）發表三篇研究報告，指出來寶集團（Noble Group，以下簡稱來寶）有疑似會計舞弊和公司治理的缺陷。該報告中的指控包括來寶未實現按市價計價的商品合約公允價值規模和增長率的異常，以及來寶的公司治理。冰山還質疑查核來寶的安永會計師事務所的可信度，以及來寶的董事會是否真的超然獨立。來寶則質疑冰山的動機為自己辯護，因為冰山在沒有事先通知的情況下，選擇在來寶財務結果發布前公開這些報告。接著，來寶聲稱報告背後的策劃者是一位怨恨被來寶解職的前員工。本案的主旨是討論董事會的角色及其在監督管理階層的有效性；董事會的結構；外部審計人員的角色；以及關於公允價值會計及關聯企業投資的會計議題。

來寶的崛起

來寶集團管理多樣品項的全球供應鏈，從金屬商品到能源製造的原物料如煤、油和天然氣。[1] 在 1987 年由理察•埃爾曼（Richard Elman，以下簡稱埃爾曼）以其個人存款十萬美元創立 [2,3]，來寶從簡陋的開始而後取得了顯著的成功，並在埃爾曼的領導下，在 2015 年財富世界 500 強中（2015 Fortune Global 500）排名第 77 名。[4] 雖然來寶的總部設立在香港，但它在百慕達註冊，並於 1997 年在新加坡交易所 (Singapore Exchange，以下簡稱新交所) 上市。[5] 在 2014 年的年報中，來寶聲稱致力維持高水準的公司治理，以維護股東的利益。[6]

冰山的襲擊

2015 年 2 月 15 日，就在來寶發布其 2014 年財務結果之前，財務分析公司冰山透過透過匿名部落格發布了一份質疑來寶會計處理的嚴厲報告，聲稱來寶對其關聯企業的分類隱藏了巨大的損失並誇大其關聯企業的價值，以虛增盈利。[7] 報告中指出，對來寶對其關聯企業的評價有所質疑，特別是來寶對兗煤澳大利亞有限公司（Yancoal，以下簡稱兗煤）的投資評價為六億三百萬美元，這金額高於兗煤的帳面價值。雖然來寶只持有兗煤 13.2% 的股權，它仍將兗煤分類為關聯企業，辯稱來寶提供「必要的技術訊息給兗煤」，「第二大股東且在董事會有自己的代表」，並以與兗煤有「重大交易」往來為由宣稱等同對兗煤有重大影響力。[8] 冰山對寶來主張其對關聯企業具重大影響力有所質疑，並暗示寶來利用對關聯企業的會計處理來避免鉅額的減損。同樣地，冰山質疑關聯企業 PT Atlas 的重新分類以及由於重新分類而導致的「預先存在利息兩千五百五十萬美元的重新衡量利益」。[9] Noble Agri 的恢復也被冰山認為是透過可疑的折舊削減和補貼所「製造」出來的。據稱，這些關聯企業因為需要資本重組，導致來寶的現金荒。[10]

在新交所的公告中，來寶回應了冰山所提出的質疑，稱其遵守財務報導準則且會計師提供無保留意見的報告。[11] 而來寶對冰山在未事先通知的情況下匿名發布報告，懷疑冰山的意圖和報告可信度。冰山反駁此一說法，並聲稱將維持其立場並繼續追求真相。[12]

冰山接著發布第二份報告，該報告的重心在討論來寶按市值計價資產的規模和增長速度，由於公司對於評價模型的參數和方法的使用有相當程度的裁量權，報告強調操縱這些按市值計價資產的潛在風險。[13] 來寶的按按市值計價資產在這幾年間大幅增長，在 2014 年的第三季達到三十八億美元，占其股東權益的 68%。來寶的按按市值計價資產也比它的競爭者高出許多，[14] 儘管它的競爭者嘉能可（Glencore）的股權價值超過來寶十倍，來寶的按市值計價價值幾乎是嘉能可的五倍。[15] 冰山進一步批評查核來寶的安永會計師事務所，稱其為共謀而給予來寶管理層判斷其評價有效性和適當性的自主權。冰山指出來寶來自營運活動的現金流量與其報導的獲利有很大的差異，並稱來寶為了增加股東報酬率陷

入了一個惡性循環，也就是必須「製造越來越多」按市值計價的評價，以增加獲利。[16] 冰山在報告中的結論是，有鑑於來寶的公平價值「大部分都是虛構的」，所以無法實現大部分按市值計價的價值，所以也不會有「奇蹟般恢復的可能」。[17]

儘管來寶計畫在冰山第二次報告發布後的隔天發布 2014 年財務報表，但安永突然要求以「有鑑於第三方的指控，在簽發查核報告之前，需要更多時間來審核內部控制流程」。[18] 來寶決定對其投資兗煤股份的價值做減損，但堅持此決定不是受冰山指控所影響。在對冰山的反駁中，來寶發動了攻勢，聲稱一位心懷不滿的前員工是冰山指責背後的策劃者，而來寶正準備對冰山採取法律行動。[19]

冰山的攻勢不因此而減弱。冰山接著發布第三份關於來寶的報告，將股東的注意力轉向來寶低估負債以及公司內關鍵的公司治理議題。[20]

董事會

在 2014 年，來寶的董事會有 13 名成員，其中八名為獨立非執行董事。執行董事由創辦人兼董事會主席埃爾曼、執行長優素福・阿里雷扎 (Yusuf Alireza，以下簡稱阿里雷扎) 和總裁威廉詹姆斯・蘭德爾（William James Randal，以下簡稱蘭德爾）擔任。在獨立董事之中，伊恩弗格森・布魯斯（Iain Ferguson Bruce，以下簡稱布魯斯）、艾倫霍華德・史密斯（Alan Howard Smith，以下簡稱史密斯）、陳子亮（Robert Chan Tze Leung）和伯頓・萊文（Burton Levin，以下簡稱萊文）長期擔任獨立董事。其中，布魯斯和史密斯做了 13 年，而陳子亮和萊文為 19 年。[21]

來寶獨立董事的薪酬政策進一步受批評者的挑戰，大多數來寶董事會的獨立董事獲得大量的股票和選擇權以作為他們薪酬的一部分。由於這些獨立董事的薪酬與公司績效表現相關連，因此冰山認為董事會沒有很強的動機去反對或質疑管理階層的決策。[22]

新加坡國立大學麥潤田教授在商業時報（The Business Times）的一篇文章中重申了對來寶非執行董事獨立性的擔憂，許多非執行董事已經超過 2012 年新加坡公司治理準則（Code of Corporate Governance 2012）建議的九年任期。麥潤田教授也批評該公司的董事在經驗和專業知識上缺乏多元化—沒有任何一位董事有商品交易方面的經驗，而大部分的董事出身銀行業，也對董事會是否具備相關知識和能力來監督來寶管理階層提出的策略有所擔憂。他也指出執行董事長埃爾曼參與審計、薪酬和提名委員會會對來寶的公司治理產生過份的影響。他進一步指出董事會似乎缺乏地域的多樣性，儘管來寶的營運範圍橫跨全球且在新加坡上市，但大多數董事的根據地都在香港，沒有新加坡代表。此外，麥潤田教授認為來寶可以在董事會中多倚重較年輕的董事，因為年輕董事的經驗和能力可能與來寶目前所面臨的的商業環境更為相關。麥教授最後總結「來寶的利益相關者不應該期望董事會是獨立且能有效地監督管理階層。」[23]

審計人員的角色

安永（香港）查核來寶已有二十多年的歷史。冰山提到安永有注意到來寶利用會計準則的漏洞，在不違法的情況下，營造不真實的財務狀況。冰山聲稱安永對估計來寶未實現合約公允價值的參數和評價模型採取消極被動的立場，將判斷參數的合理性和適當性的責任交給來寶的管理當局，特別的是，安永允許來寶管理當局根據它們自己對評價中需使用的參數的內部評估，來決定公允價值的分類。[24] 投資人是根據安永的認證確保來寶財務報表資料的可靠性。此外，來寶的信用評級也是基於財務報表中所報告的資訊而做成。

為回應冰山的指控，來寶成立一個由審計委員會成員組成的獨立董事委員會，並任命另一家會計師事務所普華永道（PricewaterhouseCoopers）來調查其在估計按市值計價資產的評價方法之適當性。普華永道的結論是來寶使用的評價方法與產業慣例和會計準則一致，並指出與同業相比，來寶以「更精密的」方法估計公允價值，並「在提供關鍵參數的不同小組間，有較強

的職責分離」。[25] 在報告中，普華永道也建議來寶，關於按市價計價資產的跨期間變化，可以提供更高的透明度，並強化整體的公司治理和監督。[26]

冰山迅速駁斥普華永道的報告，並表示該報告並沒有提到股東對按市價計價合約的主要擔憂，卻僅證實來寶的評價假設和方法符合財務報導準則。[27]

其它公司治理議題

2015 年 8 月 12 日發布的第三份也是最終報告中，冰山注意到來寶網站上沒有消極確信的確認以及主要股東離開。主要的股東，尤其是中國主權基金和中國投資公司，已經出售它們持有的股票。此外，來寶的共同創辦人哈里．邦加（Harry Banga）也已出售他持有公司的所有股票。[28]

幾位關鍵的主管也離開公司，包括寶來硬商品部門的財務長安迪．可菲恩（Andy Cornfield）。過去三年，首席風險長也更換數次，冰山強調這是個警訊。[29]

批評聲浪

在冰山報導之後，其他批評開始湧現，呼籲來寶提高其會計政策的透明度，尤其是按市價計價的評價資訊。2015 年 4 月 9 日，渾水研究公司（Muddy Waters Research，以下簡稱渾水）發布一篇關於來寶的報告，與冰山相同，報告中提及關於按市價計價評價的相關問題，並特別關注 PT Alhasanie 的購買和後續出售。[30] 渾水宣稱來寶、PT Dayana 及 PT Atlas 之間的交易只是為了讓來寶創造實質上較低的會計利潤並掩飾交易。

摩根士丹利（Morgan Stanley）東南亞地區前執行長及淡馬錫控股（Temasek Holdings）前資深執行董事—麥可．迪（Michael Dee，以下簡稱迪）寫了一篇給來寶員工的公開信。[31] 他呼籲員

工要確保「來寶會主動澄清」，因為員工「有較多的個人權益」。在信中，他懇求來寶停止對冰山採取法律行動，而應盡力澄清所引發的爭議。更明確地說，來寶應該專注辯護他們對兗煤的評價為購買價的 30 倍是正當的，以及回覆其對銀行存貨銷售是否真的附買回協議。迪也建議來寶更換簽證會計師，並提到安永為雷曼兄弟（Lehman Brothers）的簽證會計師及其在該案中扮演的角色所受的懲罰。他還呼籲來寶增加資深高階主管的薪酬政策的透明度。迪也對來寶員工提出警告，呼籲認真地看待冰山和其他評論家提出的警訊，而由前員工提供給冰山的指控更應特別注意。

來寶的改變

在受指控之後，埃爾曼辭去審計委員會和提名委員會的職務。[32] 2015 年 10 月 3 日，三位資深高階主管—艾倫・強（Ellen Chon）、布賴恩・法力（Brian Falik）和斯蒂芬・布朗（Stephen Brown）—離開了公司。[33]

由於來寶可疑的會計處理以及商品價格暴跌，導致三大信用評級機構—標準普爾（Standard & Poor's）、穆迪投資者服務公司（Moody's Investors Service）和惠譽國際（Fitch Group）—將來寶債券降為垃圾等級。[34] 這導致來寶在募集資金上經歷了巨大的困難。標準普爾便以來寶明年需要有三十億美元再融資的信用額度為由，將來寶的信用評等降級。[35] 2016 年 6 月 3 日，為了因應此狀況，來寶公布將向股東折價發行新股以募集五億美元的資金 [36]，並宣布計劃出售其餘下的珍寶之一—來寶美洲能源解決方案（Noble Americas Energy Solutions）[37]，以減少債務並將資本釋放予商品交易。[38]

2016 年 5 月 30 日，來寶執行長阿里雷扎以「家庭因素」為由辭職。[39] 執行長由蘭德爾和傑夫・弗雷澤（Jeff Frase，以下簡稱弗雷澤）共同擔任，他們兩位都曾在公司擔任高級主管。[40] 蘭德爾曾是來寶的總裁及執行董事 [41]，而弗雷澤早前在高盛（Goldman Sachs）和摩根大通（JP Morgan）擔任石油交易員，並在擴大公司石油交易方面發揮至關重要的作用。[42] 對於來寶管理階層的

改變，冰山評論說這是「姍姍來遲」。[43]

在同一周，來寶在 6 月 3 日宣布它的創辦人埃爾曼將在下一年度辭去執行董事主席一職。[44] 此外，四面楚歌的來寶也說明其公司治理的改變，包括設立非執行董事主席，以及延攬一名具國際商品和期貨交易背景的獨立非執行董事進入董事會。[45] 一個由衛・艾爾敦（David Eldon）領導由來寶董事會成員組成的委員會將找尋下一任非執行董事主席。[46] 在新加坡上市的股票跌了 13% 至 0.26 新元 [47]，是過去 13 年以來的最低點。[48] 在五年的時間裡，來寶的市值已經從一百多億新元降至二十億新元。49 2016 年 6 月 6 日，來寶的全球天然氣和電力交易負責人加雷斯・格里菲斯 (Gareth Griffiths) 離職，據稱是與公司簡化組織結構的計畫相符。[50]

在 2016 年 6 月 24 日舉行的特別股東會上，來寶計劃以全部一對一認股方式籌集五億美元資金，並得到了股東的熱烈支持。[51] 發行價為每股 0.11 新元，相較於三週前 2016 年 6 月 2 日（認股公告的前一天）在新交所的每股 0.30 新元收盤價，折價幅度約為 63.3%。[52] 2016 年 6 月 28 日，來寶在新交所交易除權後，再下跌 24.7% 至每股 0.16 新元。藉由一對一的認股，來寶募集到五億兩千八百二十五萬美元。[53]

雖然在一連串事件下，來寶似乎增加了透明度並採取積極的策略來改善其公司治理和財務結構，但該集團是否能夠繼續存活仍有待觀察。

問題與討論

1. 請討論冰山所提出關於來寶的會計議題。來寶的會計處理是否值得擔憂？您同意將兗煤分類為關聯企業嗎？這樣的分類會如何影響會計處理？

2. 請討論來寶的簽證會計師安永是否扮演好其身為外部審計人員的角色？外部審計人員在多大程度上應參與或負責公司在

決定按市價計價的評價和假設？

3. 您認為僅在財務報表中遵守現行會計準則能足以真實及允當地表達公司的財務狀況嗎？請檢視來寶在會計處理上的道德考量，記得同時考量安永提供的無保留意見。

4. 冰山批評安永長期為來寶做簽證服務。強制要求會計師事務所輪調會使審計報告更可靠嗎？請說明。

5. 在您看來，來寶的備受質疑的會計處理與來寶的公司治理品質有關嗎？請提出改善來寶公司治理的方法，請著重於董事會的獨立性和董事會結構。

6. 您認為更多的公眾監督和更積極的主管機關可以使得新加坡資本市場能更透明並更有效的運作嗎？您建議新加坡金融管理局和新交所在高層次的監管框架中扮演甚麼樣的角色？

附註

1. Noble Group. (n.d.) Retrieved from http://www.thisisnoble.com/

2. Miles, T. (2008, April 28). Noble founder Richard Elman turns scrap into gold. Reuters. Retrieved from http://www.chinapost.com.tw/business/asia/hong-kong/2008/04/28/153952/Noble-founder.htm

3. CNN. (2007, September 24). Noble Group: the facts. CNN. Retrieved from http://edition.cnn.com/2007/BUSINESS/09/21/noble.facts/index.html?eref=rss_latest

4. Fortune. (2015) Global 500. Retrieved October from http://fortune.com/global500/noble-group-76/

5. Noble Group. (1997, February 27). SGX IPO Prospectus. Retrieved from http://www.thisisnoble.com/images/stories/documents/prospectus2.pdf

6. Noble Group. (2015, February 26). Noble Annual Report 2014. Retrieved from http://www.thisisnoble.com/images/stories/documents/ar/ar2014/ar2014.pdf

7. Iceberg Research. (2015, February 15). Noble Group, a repeat of Enron. Retrieved from https://icebergresearch.files.wordpress.com/2015/02/report-1-associates-andagri-15022015.pdf

8. Ibid.

9. Ibid.

10. Ibid.

11. Noble Group. (2015, February 17). SGX Announcement by Noble Group. Retrieved from http://www.thisisnoble.com/noble-news/2535-sgx-announcement-by-noblegroup.html

12. Ibid.

13. Iceberg Research. (2015, February 25). Noble Group, a repeat of Enron. Retrieved from https://icebergresearch.files.wordpress.com/2015/03/report-2-fair-values-andocfc.pdf

14. Tan, A. (2015, February 26). Update: Noble says auditor EY seeks more time, refutes Iceberg's fresh allegations. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/update-noble-says-auditor-ey-seeksmore-time-refutes-icebergs-fresh-allegations

15. Iceberg Research. (2015, February 25). Noble Group, a repeat of Enron. Retrieved from https://icebergresearch.files.wordpress.com/2015/03/report-2-fair-values-andocfc.pdf

16. Ibid.

17. Ibid.

18. Noble Group. (2015, February 26). Announcement. SGX. Retrieved from http://infopub.sgx.com/FileOpen/Announcement_260215.ashx?App=Announcement&FileID=336193

19. Noble Group. (2015, March 23). Announcement. SGX. Retrieved from http://infopub.sgx.com/FileOpen/Announcement-230315.ashx?App=Announcement&FileID=339735

20. Iceberg Research. (2015, February 25). Noble Group, a repeat of Enron. Retrieved from http://iceberg-research.com/2015/03/21/third-report-on-noble-group-a-repeat-of-enron-governance-debt-and-liquidity-headroom/

21. Ibid.

22. Ibid.

23. Mak, Y. T. (2015, June 25). Noble should pay heed to its corporate governance. AsiaOne Business News. Retrieved from http://business.asiaone.com/news/noble-should-pay-heed-its-corporate-governance

24. Ibid.

25. Tan, A. (2015, February 26). Update: Noble says auditor EY seeks more time, refutes Iceberg's fresh allegations. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/update-noble-says-auditor-ey-seeksmore-time-refutes-icebergs-fresh-allegations

26. PricewaterhouseCoopers. (2015, August 10). Review of mark-to-market valuation of commodity derivatives, management report. Retrived from http://www.thisisnoble.com/images/stories/documents/pwc/Noble%20Group%20Management%20Report%20and%20Assurance%20Report.pdf

27. Iceberg Research. (2015, August 12). Comments on the PwC review and Noble's Q2 financial results. Retrieved from http://iceberg-research.com/2015/08/12/comments-on-the-pwc-review-and-nobles-q2-financial-results/

28. Ibid.

29. Ibid.

30. Muddy Waters Research. (2015, April 8). Noble's accounting: fueling the cashburning fires. Retrieved from http://www.muddywatersresearch.com/research/nobl/mw-is-short-noble/

31. Shares Investment. (2015, May 29). An open memo to Noble Group's 15,000 employees. Shares Investment. Retrieved from http://www.sharesinv.com/articles/2015/05/29/open-leter-noble/

32. The Business Times. (2015, September 23). Noble Group says chairman Elman steps down from 2 board committees. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/noble-group-says-chairman-elman-steps-down-from-2-board-committees

33. The Straits Times. (2015, October 3). Three senior executives leave Noble Group. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/three-senior-executives-leavenoble-group

34. Vasagar, J., Sheppard, D. & Hume, N. (2016, May 30). Noble Group changes its chief executive and strategy. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/57a633da-2631-11e6-8ba3-cdd781d02d89.html#axzz4FDJ6iAs0

35. Sheppard, D. & Hume, N. (2016, June 15). Commodities: Noble's House of woe. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/f5793f22-3247-11e6-bda0-04585c31b153.html#axzz4FDJ6iAs0

36. Noble Group Limited (2016, June 3). Noble Group announces US$500 million rights issue, a comprehensive programme to focus the company on its growth businesses and changes to the board. Retrieved from http://www.thisisnoble.com/images/documents/announcements/20160603/MediaRelease.pdf

37. Vasagar, J., Sheppard, D. & Hume, N. (2016, May 30). Noble Group changes its chief executive and strategy. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/57a633da-2631-11e6-8ba3-cdd781d02d89.html#axzz4FDJ6iAs0

38. Sheppard, D. & Hume, N. (2016, June 15). Commodities: Noble's House of woe. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/f5793f22-3247-11e6-bda0-04585c31b153.html#axzz4FDJ6iAs0

39. Sheppard, D., Hume, N. & Wells, P. (2016, May 30). Noble Group chief quits, Americas Energy Solutions put up for sale. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/fb05474c-2608-11e6-8b18-91555f2f4fde.html

40. Ibid.

41. Ibid.

42. Vasagar, J., Sheppard, D. & Hume, N. (2016, May 30). Noble Group changes its chief executive and strategy. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/57a633da-2631-11e6-8ba3-cdd781d02d89.html#axzz4FDJ6iAs0

43. Sheppard, D., Hume, N. & Wells, P. (2016, May 30). Noble Group chief quits, Americas Energy Solutions put up for sale. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/fb05474c-2608-11e6-8b18-91555f2f4fde.html

44. Wells, P. & Vasagar, J. (2016, June 3). Noble Group executive chairman to step down within a year. Financial Times. Retrieved from https://next.ft.com/content/668e331e-292b-11e6-8ba3-cdd781d02d89

45. Ibid.

46. Williams, A. (2016, June 3). Noble Group founder and chairman Richard Elman to step down, announces US$500m rights issue. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/noble-group-founderand-chairman-to-step-down-announces-us500m-rights

47. Ibid.

48. Daga, A. (2016, June 3). Noble Group targets $500 million cash call, founder Elman to step down. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/us-noblegroup-restructuring-idUSKCN0YP0AG

49. Sheppard, D., Hume, N. & Wells, P. (2016, May 30). Noble Group chief quits, Americas Energy Solutions put up for sale. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/fb05474c-2608-11e6-8b18-91555f2f4fde.html

50. Vasagar, J. & Hume, N. (2016, June 6). Noble Group shares sink again on rights issue plans. Financial Times. Retrieved from https://next.ft.com/content/50186b80-2ba2-11e6-bf8d-26294ad519fc

51. Wong, S. Y. (2016, June 25). Shareholders give green light for Noble Group's rights issue. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/shareholders-give-green-light-for-noble-groups-rights-issue

52. Ibid.

53. The Straits Times (2016, June 28). Noble shares plunge as they start trading ex-rights. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companiesmarkets/noble-shares-plunge-as-they-start-trading-ex-rights

三星物業與第一毛織併購案

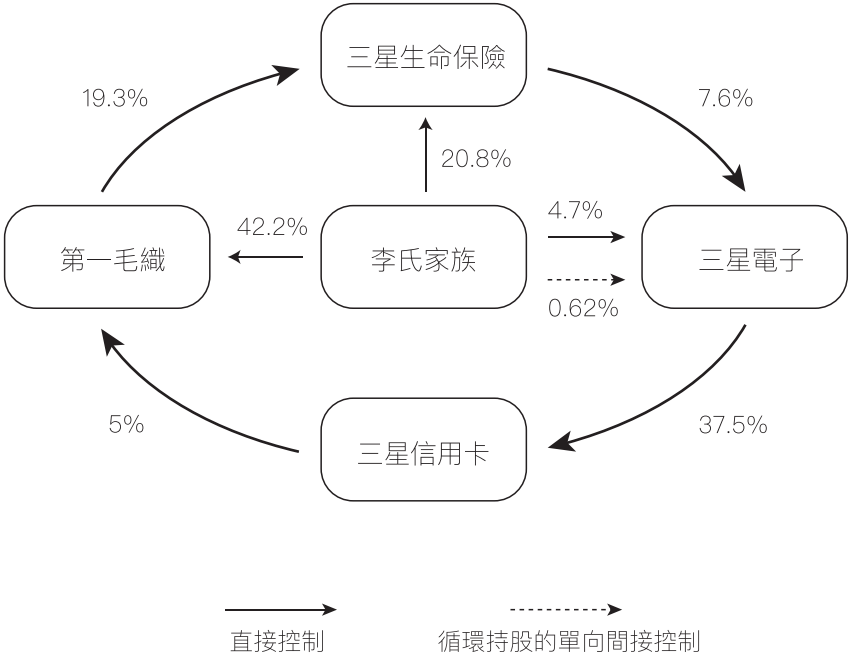
個案大綱

五月底，第一毛織（Cheil Industries）以換發新股的方式合併三星物產（Samsung C&T Corporation），每股三星物業股份可換 0.35 第一毛織股份。三星電子（Samsung Electronics）代理會長李在鎔（Lee Jae-Yong），為了鞏固李氏家族對三星集團的控制，主導了這項計畫，引發南韓史上最激烈的委託權之戰（proxy fights）。三星物業的股東之一的美國對沖基金艾略特公司（Elliott Associates，以下簡稱艾略特），在備受三星物業支持者和媒體的嚴格檢視下，組織結合股東企圖阻止第一毛織的收購。結合的目的主要是獲得股東的支持，因為三星物業的價值明顯被低估，併購條款既不公平，也不符合三星物業股東的最佳利益。艾略特與第一毛織及三星物產正面交鋒，試圖阻止這起合併，而這在南韓來說是非常罕見的股東維權主義案例（第一個公然反對南韓盛行的財閥循環持股結構）。2015 年 7 月 17 日，股東投票贊成這項南韓最具爭議性之一的合併案[1]。本個案主旨為討論股東權益與維權主義；家族事業與循環控股；在不同的司法管轄區進行收購；接班計畫問題；以及合併與收購在公司治裡機制中所扮演的角色。

三星的故事：循環結構

三星控股集團（Samsung Group Holdings）由李秉喆在 1938 年創立，是南韓最早的幾個財閥之一[2]。1987 年，現任會長李健熙（Lee Kun-Hee）繼承了事業，他透過集團旗艦子公司三星電子，將三星的業務推展至國際舞台。在李健熙的帶領之下，三星成為南韓最大的財閥。截至 2014 年，三星集團總共有七十四個來自不同產業的子公司，包括建築、消費電子、金融服務、造船和醫療服務。它創造的兩百零四兆韓圜收入，為南韓貢獻了 17% GDP。

三星集團中共有十七個主要持股循環，而集團的核心連結包括三星生命保險（Samsung Life Insurance）、第一毛織（前身為三星愛寶樂園，Samsung Everland）、三星電子，三星信用卡公司（Samsung Card）以及三星物業。李氏家族在集團中僅持有1.53%股份，卻透過循環持股模式（參見圖一[3]）掌握了 49.7% 控制權。最終，李氏家族擁有第一毛織 42.2% 股份，而第一毛織又擁有三星生命保險 19.3% 股份，三星生命保險則擁有 7.6% 三星電子的股份，三星電子握有三星信用卡 37.5% 股份，而三星信用卡又持有百分之五第一毛織股份。



圖一：李氏家族的循環持股

肥水不落外人田

有鑒於李健熙自 2014 年 5 月以來便住院治療與不穩定的健康狀況，由兒子繼承的接班計畫便應運而生。李在鎔希望透過合併第一毛織與三星物業以鞏固家族對三星集團的控制。在三星現有的循環架構之下，李在鎔已持有第一毛織 23.3% 的股份與旗艦公司三星電子 0.6% 的股份。這起合併案將使他直接握有合併後公司 16.5% 股份，並得以控制三星物業對三星電子所持有的 4.1% 股份 [4]，這使得整起併購案形成集團內公司間的關係人交易。

2015 年 5 月 26 日，兩家公司都發布了合併公告。這項合併案為全股交易並以股票支付，每股三星物業股票可換得 0.35 股第一毛織股票。換股比率並未經過協商，而是根據韓國法律規定，全股交易的換股比率需以雙方股票當時價格為基礎 [5]。三星物業的股東預定在 2015 年 7 月 17 日投票以決定是否通過合併案，而合併案需要 66.67%票數才得以通過。

維權對沖基金企圖阻止合併案

2015 年 5 月 26 日至 6 月 3 日的這段期間，美國對沖基金艾略特宣布反對合併，並增持三星物業的股份至 7.12%，成為三星物業的第三大股東。2015 年 6 月 4 日，艾略特宣布將號召其他股東一起反對這項合併。

艾略特於 1977 年創立，旗下有兩家公司：艾略特聯合（Elliott Associates L.P.） 與資產管理總額達兩百六十億美元的艾略特國際（ Elliott International L.P.）。艾略特的投資者包括退休基金、主權基金、以及醫療與大學捐贈基金。艾略特主要著重在風險控制、穩定性和資本穩定增長，是一家多策略對沖基金，進行多樣化的投資活動 [6]，包括持有三星物業的股份。

艾略特隨後於 2015 年 6 月 9 日，以收購「不合法」與不符合三星物業股東的最佳利益為由，向法院申請禁令以阻止合併。隔天，三星物業宣布將九百萬庫藏股賣給一家關聯企業一金剛高麗化學

株式會社（KCC Corporation ，簡稱金剛高麗），使其成為三星物業的第四大股東。而金剛高麗預期將投票贊成合併。

2015 年 6 月 11 日，艾略特再度向法院申請禁令阻止三星物業將庫藏股賣給金剛高麗，希望禁止金剛高麗對於合併案擁有表決權。

對三星的攻擊加溫

為了證明申請兩項禁令的合理性，艾略特於 2015 年 6 月 18 日公開地發布了一系列投影片說明反對合併交易的原因。這組投影片是為了股權代理顧問公司（proxy advisory firm）一機構股東服務公司（Institutional Shareholder Services Inc.，以下簡稱 ISS）而準備，以期 ISS 建議支持艾略特的反對合併案。這些投影片建立在艾略特最初的反應和主張，認為此合併「不合法」，且不符合股東利益，關鍵要點如下

艾略特的主張與發現 [7]	公司治理問題
現有合併換股比率低估三星物業的價值	
这项提议收购的条款大幅地低估三星物产的价值。尽管身为领导建筑工程公司，但自 2014 年 12 月上市后，三星物产的股价相较于其他竞争者及第一毛织，一直呈现弱势。在公告发布前一天，三星物产的股价仍只有净资产的 60%[8]。如此一来，对现有股东来说，第一毛织股票被严重高估。	艾略特認為合併公式僵化，也就是僅以雙方歷史股價為基礎，用於決定兩家公司全股合併的換股比率。 這項提議的收購，用雙方現有市值為基礎是沒有辦法被適當地或是公平地衡量。一個適切的衡量方式應該要基於雙方的公允價值（fair value）。三星物業的董事會應考慮換股比率的合併時點是否不利。
兩家公司的合併綜效令人懷疑	
幾乎沒有證據能夠證實合併提案所主張的綜效和益處。除此之外，三星物業的設計、採購、施工總承包（EPC）合約極為複雜，與第一毛織極為一般的建設和裝修的案件差別甚多。正因為如此，艾略特認為對三星資產管理公司聲稱的多元好處非常沒道理。	此次合併很大程度上被視為代理會長李在鎔企圖鞏固其在三星財閥的勢力。而進行合併交易時，三星物業的董事會並沒有適當地就公司和股東的最佳利益為出發點來履行職責。三星物業的董事會也應基於價值和利益的損失，阻止並取消擬議的收購。
合併加強了李氏家族對三星集團的控制權	

事實上，第一毛織是一家金融控股公司，其資產總值超過三星集團的 50%。擬議的收購將進一步為合併個體創造新股，從而為李氏家族帶來大量循環持股。	重大監管問題包括第一毛織作為金融控股公司可能有潛在無止境的監管風險。 如果交易繼續進行，這些風險可能對三星物業的股東極為不利。
艾略特認為三星物業在合併日將庫藏股出售給金剛高麗尤其令人擔憂。	此舉因為稀釋了三星物業股東所持有的股票價值和投票權，而侵犯了他們的權益。這顯示了董事會缺乏獨立性，且漠視股東權益。

三星的反擊

在艾略特的網路攻擊之後，三星物業在 2015 年 6 月 24 日—也就是第一毛織與三星物業的合併日—於公司網頁發布了相似的投資者報告[9]。在這項報告中，三星物業將焦點放在重申合併後所帶來的好處，例如誘人的成長機會能提高營收、最佳且多元化的業務組合、以及兩家公司核心競爭力的結合。

為了闡述合併綜效，三星物業詳細列出收入以及目標領域（包括工程與建築、貿易、時尚、食品 / 休閒和生物技術等）[10]，企圖以量化證據增加說服力。特別的是，三星物業強調提議的換股比率是南韓法律所要求的。另外，三星物業聲明在得出「此項併購符合三星物業及其股東的最佳利益」的結論之前，其董事會與其他第三方專家已盡善良義務並盡責地全面審查合併案的提議。

艾略特憤怒的延燒

艾略特顯然對三星物業的回應感到相當不滿，持續批評合併案的提議。2015 年 6 月 25 日，艾略特要求三星物業與第一毛織證明已採取必要的審核步驟。在第二次網路報告，艾略特呼籲兩家公司提供證明文件以證實三星物業先前形容的「激進目標」[11]。艾略特也質疑三星物業目標之客觀性，認為這項合併案是由「一個獨立性可疑的董事會」所起草。[12]

艾略特也反駁，雖然三星物業的換股比率符合韓國法律，但並未改變報價嚴重低估且違背股東利益的事實。

在一封回信裡，三星物業又再一次聲明收購案的提議是「非常明顯地符合股東最佳利益」，也呼籲投資者忽略艾略特對此項交易的批評[13]。贊成與反對雙方都為了激起對己方的支持而相互較勁。

中央地區法院的判決

2015 年 7 月 1 日，首爾中央地方法院（Seoul Central District Court）駁回了艾略特為了阻止三星物業合併而申請的禁令。法院確認三星物業的換股比率是「基於相關法律」，且並非對三星物業的股東「明顯地不公平」，合理化其判決。法院判決也以三星物業的股價在宣布合併後上漲的事實，反駁了艾略特聲稱合併會損害三星物業股東利益的說法。[14]

在對法院判決的回應中，艾略特在一篇新聞稿中表達失望，堅稱「提議的合併既不公平也不是以三星物業股東利益最佳化為出發點」，並強調將會「繼續設法阻止併購案」，並繼續鼓吹三星物業的股東投票反對合併[15]。隨後艾略特於 2015 年 7 月 3 日，對法院的裁決提出上訴。[16]

7 月 6 日，艾略特再次遭受打擊，被同一個法院駁回第二項禁令—要求禁止金剛高麗以從三星物業購買的庫藏股行使投票權。首爾中央地區法院裁定，三星物業出售庫藏股有效且價格合理，並不僅僅是有利於三星集團。[17]

作為回應，艾略特認為，蓄意出售庫藏股以確保提議合併成功是「完全不適當的，尤其是從公司治理的觀點來看」[18]。它將再次對此判決上訴。[19]

作為回應，三星物業為其決定辯解，聲稱出售庫藏股是「以公司和股東的最大利益為出發點，合法且公平」。對此，第一毛織拒絕發表評論，認為這個問題是一個「三星物業與其股東之間的事」。[20]

投資者與股東選邊站

對於這項合併案，世界第二大退休基金荷蘭退休基金公司（APG Groep NV），以及安本資產管理公司（Aberdeen Asset Management PLC，以下簡稱安本）等投資者，支持艾略特的看法，認為這項合併案不應該被通過。荷蘭退休基金批評三星物業不聽取股東們的意見，簡直是「過河拆橋，自斷後路」。安本也質疑這筆交易所能帶給股東的益處。ISS 與葛雷斯路易斯（Glass Lewis & Co）等股權代理顧問公司，也鼓勵投資者反對這項合併案，因為這對三星物業的股東價值是不利的。雖然少數股東對併購案的影響能力有限，在南韓的他們仍在網路論壇上為自己的顧慮發聲。

另一方面，三星物業也盡全力爭取尚未表態股東對其提議合併案的支持，派員工參觀股東的家，並攜帶西瓜和核桃蛋糕等禮物爭取支持 [21]。與此同時，公司也發起了積極的廣告活動，佔盡大部分韓國報紙頭版篇幅與搜索引擎首頁，說服股東投票贊成合併。

隨著三星物業的股東紛紛開始表態，最大股東南韓國家退休基金（South Korea's National Pension Service ）卻遲遲沒有宣布其投票決定。南韓國家退休基金先前曾透過行使買回權，買回其在兩家公司的股票，阻止了三星重工業（Samsung Heavy Industries）與三星電機（Samsung Engineering）的合併。導致兩家公司因為買回股票成本太高而放棄這筆交易 [22]。所以，南韓國家退休基金扮演了一個關鍵性的角色，或許可以防止這項合併順利進行。

嶄新的三星物業

2015 年 7 月 16 日，首爾高等法院駁回了艾略特關於兩項禁令的上訴 [23]。股東會被預期將不受阻撓，順利進行。2015 年 7 月 17 日，第一毛織的股東一致同意核准這項合併案。同一天，三星物業投票表決此項合併案，以些微票數差距通過，包括南韓國家退休基金在內，大約有七成的股東贊成。然而，據稱，南韓國家退休基

金是在沒有先向外部委員會諮詢的情況下做出了決定，委員會對此感到「遺憾」，因為那是以往在做出困難決定之前的慣例。[24]

在由三星物業與第一毛織聯合發布的聲明稿裡，作為對「那些反對者」的回應，三星物業除了承諾股東將有更多的股利，並設立治理委員會，也答應未來將會更開放，廣納股東們的意見。[25]

另一方面，艾略特表示儘管投票結果如此，它將保留「手邊可行的選項」，並預計將在未來的交易中繼續反對三星物業[26]。投票結果對市場產生了負面影響，三星物業與第一毛織的股價分別下降了 10.4%和 7.7%[27]，隨著三星物業轉型為新的三星物業[28]，合併對三星物業與第一毛織的股東是否確實有益，以及股價的急劇下跌是否反映了未來的市場預期，這些問題的答案仍然未知。

問題與討論

1. 南韓的財閥文化與交叉持股結構如何影響股東？海外股東與機構投資者的權益是否受到保護？如果艾略特是南韓對沖基金，而不是一家美國公司，事情會不會有所轉變？

2. 基於會長李健熙長期住院治療，您認為接班人李在鎔意圖鞏固其在三星集團的地位，是否為此合併案的合理原因？您認為艾略特反對合併案所提出的理由是否合理？試解釋雙方利益分歧之處。

3. 合併案被通過後，三星物業承諾將提高股利與成立治理委員會。您認為此舉能有效地提高三星物業的公司治理嗎？

4. 這樣的合併案是會如何影響國際與公眾對於股東維權主義的觀感？關於這樣的合併案，在未來，挑戰與反對聲音可能會造成什麼樣的結果？

5. 在亞洲，有很多如三星集團般的家族企業，股東維權主義相對較少。就公司治理的觀點而言，您認為股東維權主義對於

這樣的企業是否有益？請考量其中的優缺點。如果類似的股東維權主義案例發生在您的國家，您認為會有怎樣的結果？在您的國家，股東維權主義會面臨哪些阻礙？

附註

1. BBC News. (2015, July 17). Shareholders approve controversial Samsung C&T merger. BBC News. Retrieved from http://www.bbc.com/news/business-33546434

2. Chaebols (Chae meaning Wealth, Bol meaning Clan) are family controlled business groups or cross-industry conglomerates that include a large number of affiliated firms as independent legal entities, interlocked by circular shareholdings.

3. Back, Aaron. (2014, June 17). Samsung Restructuring Could Offer Opportunities." The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/samsung-restructuring-could-offer-opportunities-1402849806

4. Cheng, Jonathan & Lee, Min-Jeong. (2015, July 17). Samsung Shareholders Back $8 Billion Merger, in Blow to U.S. Hedge Fund. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/samsung-c-t-shareholders-approve-8-billion-merger-with-cheil-industries-1437105075

5. Levine, Matt. (2015, July 1). Samsung Group is Doing a Cozy Merger. Bloomberg View. Retrieved from http://www.bloombergview.com/articles/2015-07-01/samsung-group-is-doing-a-cozy-merger

6. Elliot. (2015, September 16). About Elliot. Elliott Management. Retrieved from http:// www.fairdealforsct.com/index.html

7. Kim, R. (2015, June 18). Elliott Steps Up Attack on Samsung C&T Deal Ahead of Hearing. Bloomberg L.P. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-17/elliott-says-samsung-c-t-cheil-merger-unfair-ahead-of-hearing

8. Cha, S.J., Park, K.H., and Kim, S.Y (2015, June 26). Elliot Demands Due Diligence Release in Samsung C&T-Cheil Deal. Bloomberg L.P. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-26/elliott-demands-due-diligence-release-in-samsung-c-t-cheil-deal

9. Samsung C&T. (2016). Investor Relations and IR Information. Samsung C&T Corporation. Retrieved from http://www.samsungcnt.com/EN/cnt/in/301000/ html.do

10. Ibid.

11. Reuters. (2015, June 25). Elliott keeps up criticism of Cheil Industries-Samsung C&T deal. Thomson Reuters Corporation. Retrieved from http://www.reuters.com/article/ 2015/06/26/us-elliott-samsung-c-t-idUSKBN0P601920150626

12. Bloomberg. (2015, June 26). Elliott Demands Due Diligence Release in Samsung

C&T-Cheil Deal. Bloomberg Business. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-26/elliott-demands-due-diligence-release-in-samsung-c-t-cheil-deal

13. Ibid.

14. Bloomberg. (2015, July 1). South Korea Court Ruling Raises Likelihood of Samsung Merger. Bloomberg Business. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-01/south-korea-court-ruling-increases-likelihood-of-samsung-merger

15. Mundy, Simon. (2015, July 1). Court strikes down Elliot challenge to Samsung Merger. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f915bcb8-1fac-11e5-aa5a-398b2169cf79.html#axzz3mv8JX3RW

16. AFP. (2015, July 3). US Fund Elliot files appeal against Samsung merger ruling. Business Insider. Retrieved from http://www.businessinsider.com/afp-us-fund-elliott-files-appeal-against-samsung-merger-ruling-2015-7?IR=T&

17. Ibid.

18. Ibid.

19. Reuters. (2015, July 7). Elliot says to appeal S.Korea ruling on Samsung C&T stake sale. Thomson Reuters Corporation. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2015/07/07/samsung-ct-ma-cheil-industries-idUSL3N0ZN1MZ20150707

20. Bloomberg. (2015, June 12). $486 Billion Dutch Fund Says Samsung Burned Bridges in Fight. Bloomberg Business. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-12/-486-billion-fund-says-samsung-burned-bridges-in-activist-fight

21. Blomberg. (2015, July 12). Small Shareholders Vent Samsung Frustrations, Side with Elliot. Bloomberg Business. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-12/korean-ants-revolt-against-samsung-in-fight-with-elliott

22. Mundy, Simon. (2015, June 4). Elliot Associates takes aim at Samsung merger plan. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d7cef15c-0a5b- 11e5-82e4-00144feabdc0.html?siteedition=uk#axzz3mwWoMf2F

23. Reuters. (2015, July 16). S.Korea court rejects Elliot appeals to block Samsung merger. Thomson Reuters Corporation. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2015/07/16/samsung-ct-ma-cheil-industries-idUSL4N0ZW1GX20150716

24. Reuters. (2015, July 17). Samsung scrapes to victory in proxy battle over US$8b merger. The Straits Times Business. Retrieved from http://www.straitstimes.com/

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

25. Ibid.

26. Ibid.

27. BBC News. (2015, July 17). Shareholders approve controversial Samsung C&T merger. British Broadcasting Corporation. Retrieved from http://www.bbc.com/news/business-33546434

28. The new Samsung C&T is the name given to the merged entity of Samsung C&T and Cheil Industries.

新加坡郵政：登載不實的郵件

整個故事是由一個「誠實的錯誤」[1] 而開始 .....

個案大綱

2015 年 12 月，新加坡郵政有限公司（Singapore Post Limited，以下簡稱新郵政）承認了一個「行政疏失」—未揭露首席獨立董事鄭基（Keith Tay Ah Kee）在一項併購案中的相關利益。這起事件啟動了特別審計，以調查併購案中董事的相關利益，而進一步的調查顯示出公司其他的公司治理問題。本個案主旨為討論董事會組成；董事會改選；董事獨立性；利益衝突；董事職責；以及外部審計人員。

公司簡介

新郵政是新加坡第一個公營郵政事業，於 1992 年 4 月 1 日正式開始民營化 [2]，並隨後於 2003 年 5 月 13 日在新加坡交易所（Singapore Stock Exchange）掛牌上市。[3]

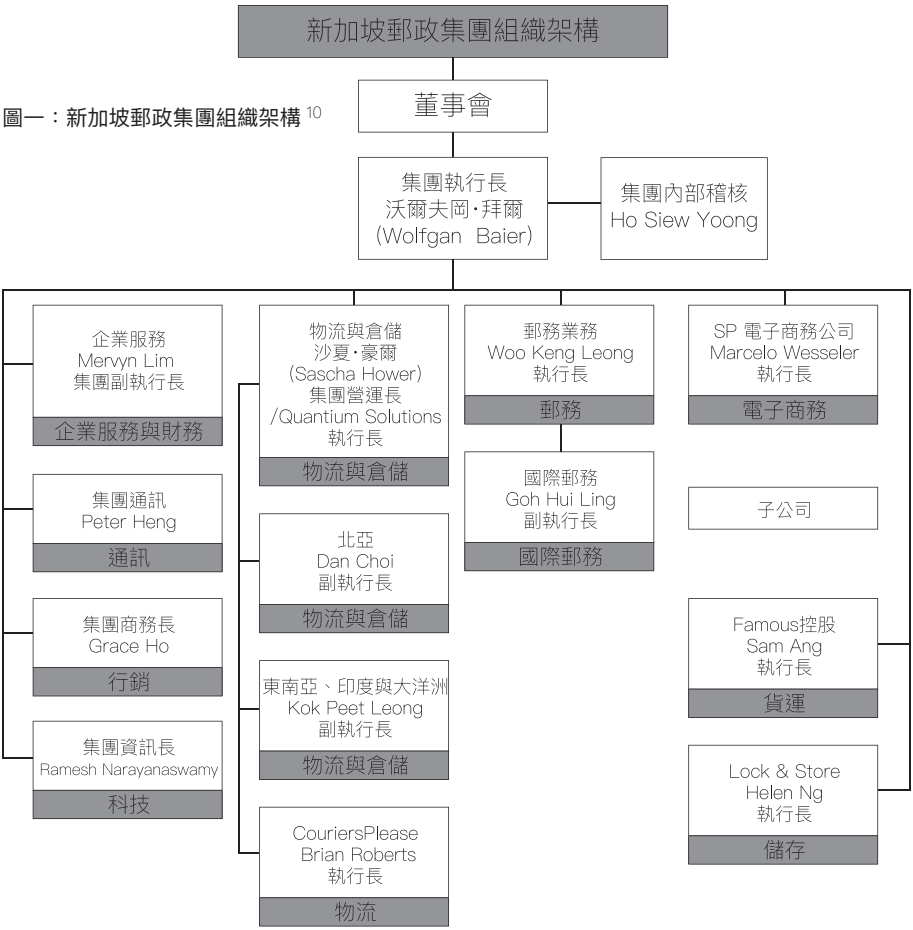
曾經被小說家約瑟夫·康拉德（Joseph Conrad）譽為「東方最重要的郵政」[4]，新郵政致力於提供值得信賴、可靠又實惠的服務，同時兼顧公司持續成長能力。[5] 新郵政的兩大股東為新加坡電信公司（Singapore Telecommunications Ltd，簡稱新電信）與阿里巴巴集團（Alibaba Group Holdings Ltd，以下簡稱阿里巴巴），他們分別持有約 23% 與 10% 的股權，而其他機構投資者則占了約三分之一。

嶄新的一頁

不斷變遷的郵政產業與科技進步，為新郵政的傳統郵務業務帶來

了挑戰。新郵政則採取改變業務活動的策略來應對[6]。2011 年 10 月 5 日，新郵政任命先前擔任國際物流執行長的沃爾夫岡・拜爾博士（Dr. Wolfgang Baier，以下簡稱拜爾）為集團執行長以及董事[7]。在加入新郵政之前，他曾擔任麥肯錫公司（McKinsey）的合夥人以及新郵政的顧問。新郵政也任命了麥肯錫公司其他幾位顧問為高階主管團隊成員。圖一為新郵政的組織架構圖。透過對電子商務與物流採取積極策略，拜爾將一家停滯不前的本土郵務公司轉型成有潛在成長機會的物流業者[8]。2015 年，他在新加坡企業大獎（Singapore Corporate Awards）中的大型企業組別裡，獲得了最佳執行長獎。[9]

圖一：新加坡郵政集團組織架構[10]



新郵政的成員

在 2014 與 2015 會計年度，新郵政共有十二位董事，其中八人包括董事主席林和紀（Lim Ho Kee，時年七十歲）為獨立董事，而其他四人為非獨立董事。[11] 除了拜爾外，其他人都不是執行董事。董事會也任命了鄭基（時年七十一歲）為首席獨立董事。兩個人都是在 1998 年 4 月 25 日被首次任命。另一位董事 Tan Yam Pin（時年七十四歲）從 2005 年 2 月開始便已經是董事會成員。

2014 年 7 月，新郵政又任命了兩位新董事，吳耀鎮（Goh Yeow Tin，時年六十三歲）被指派為獨立董事與副董事主席；而 Chen Jun (時年四十一歲) 為新郵政大股東阿里巴巴所提名的董事人選，被委任為非獨立董事與非執行董事。吳耀鎮於新加坡經濟發展局（Economic Development Board，EDB）開啟職涯，並在時信出版集團 (Times Publishing Limited) 擔任副總裁與執行長長達十二年之久，也是 Vicom 有限公司與昇菘集團有限公司（Sheng Siong Group Ltd）的首席獨立董事、Lereno 能源生化有限公司（Lereno Bio-Chem Limited）與亞化集團有限公司（AsiaPhos Limited）的獨立董事，以及 Seacare Medical Holdings Pte Ltd 的非執行董事主席。

其他獨立董事包括審計委員會主席—前畢馬威（KPMG）合夥人 Soo Nam Chow（時年六十一歲）、風險與科技管理委員會主席—新加坡國家研究基金會（National Research Foundation）執行長羅德成教授（Low Teck Seng，時年六十歲）、Indo Trans 物流公司執行董事主席（Indo Trans Logistic Corporation，ITL Corp.）及前國會議員楚其斐・巴哈魯丁（Zulkifli Baharudin，時年五十五歲，以下簡稱巴哈魯丁）、以及唯一的女董事—推特（Twitter Inc., Singapore）亞太區網路銷售執行長理阿麗莎・諾克斯（Aliza Knox，時年五十四歲），她也曾先後擔任過谷歌（Google）亞太地區網路銷售主管以及商務主管。

另外，還有其他兩位非獨立的非執行董事—新電信（Singtel）集團執行長 Bill Chang（時年四十九）；以及新郵政旗下投資公司— Postea Group, Inc., 創始人麥克・詹姆斯・莫非（Michael

James Murphy，時年六十一）。[12]

2015 年 7 月年度股東會

麥潤田（Mak Yuen Teen）教授是一名非常知名的公司治理提倡者。2015 年 6 月，身為新郵政的股東，他透過投資者關係部門，寄了一封電子郵件給新郵政的董事會，提出關於新郵政公司治理的問題[13]。以下為其電子郵件複本[14]：

「您好：
我是一位新郵政的股東。首先感謝您及時發出開會通知及年度報告，不同其他公司在四個月期限內的最後一周才舉行年度股東會。我將出席年度股東會，也希望董事會可以在會上回答以下的問題。

1. 新郵政正探索電子商務以及金融服務領域—例如與阿里巴巴及安盛跨國保險集團（AXA）間的合作伙伴關係，同時也失去了對傳統郵政業務的興趣。這個新的策略方向將如何影響郵政業務的服務品質呢？董事會與管理階層在開始進行這些新業務之前，所採行的風險評估程序又有哪些？新郵政的金融業務將會受到新加坡金融管理局（MAS）的監管嗎？

2. 與其他本地的或是國際公司相比，新郵政的董事會有十二位成員，規模相對而言較大。儘管公司治理報告書中聲明表示董事會規模係屬適切，提名委員會與董事會是否有謹慎地考慮過董事會規模，並對規模的適當性感到滿意？

3. 新郵政的執行委員會一年共舉行十四次會議，並擁有一位—恕我直言—相對而言較年輕的執行長。為什麼有必要成立一個開會如此頻繁的執行委員會？為何由執行委員會與執行長共同管理公司？

4. 考慮到新郵政的業務性質，董事會近年來新增加了幾位相當適任的獨立董事。然而，許多董事任期已久，有部分已經任職近二十年，也都已經超過七十歲。有鑑於新郵政業務的變遷，

這些董事是否具備相關的能力來幫助新郵政推行目前所採取的新策略？

5. 新郵政委託了億康先達高階人才顧問公司（Egon Zehnder，以下簡稱億康先達）對於長期任職的董事進行獨立性審查，也得到了這些董事仍保有獨立性的結論。董事會是否計畫重複億康先達每年對獨立性進行「特別嚴謹的審查」的作法？或是否有計畫讓這些任職已長的董事們退休，讓董事會在不久的將來得以重組？

6. 除了協助評估董事會以及審查董事的獨立性，億康先達還對公司提供了哪些其他服務？公司在過去兩個會計年度分別支付了多少費用給億康先達？

非常感謝您將這些問題轉達給董事會。」

在 7 月的年度股東會，他向一名董事詢問是否看過他寄出的電子郵件，卻得到了否定的答案。眼看著年度股東會持續進行著，而他提出的問題不會得到回答，於是他提出了其中的幾個問題。

傳遞出問題

2015 年 12 月 10 日，公司突然宣布集團執行長拜爾將「為了追求新的理想」而辭職[15]，而才剛在 9 月加入的集團財務長將成為代理執行長。副董事主席兼獨立董事的吳耀鎮，則被指派為執行董事，在接下來的 12 個月監督合併後的整合工作。而獨立董事主席林和紀將「更投入在管理事務上的參與，為管理階層提供比正常監督更多的時間和指導」。麥潤田教授因此在 2015 年 12 月 15 日於新加坡商業時報（Business Times）發表了一篇評論[16]。他提到自己先前在電子郵件中所提及的問題並沒有在年度股東會中得到充分地解決。另外，對於公司執行長的汰換率，以及公司提出的過渡計畫有所疑慮。

他比較了新郵政與其他新加坡政府關聯企業董事會的規模，例如：

新郵政的大股東新電信市值雖然超過新郵政十六倍，卻只有九位董事。他主張，大規模董事會可能是缺乏妥善的接班與董事會重組計畫所導致。他也同時質疑董事會成員是否具備相關技能、專業知識、與經驗，能在公司轉型成電子商務階段提供最佳的協助。[17]

他也質疑執行委員會的組成以及其召開會議的次數。包括董事主席林和紀、副董事主席吳耀鎮、集團執行長拜爾、鄭基、以及 Tan Yam Pin 在內的五位董事都是執行委員。

「如果你去看執行委員會名單，會發現成員都是長期任職或是年長的獨立董事，而不是 ..... 那些具備與新郵政新策略及方向攸關所需有能力與經驗之人。[18]」

在 2014/2015 的會計年度，執行委員會總共開會十四次。[19]

新郵政第一任集團執行長 Lau Boon Tuan，在服務約兩年後，於 2007 年 8 月離開了公司，而他的繼任者 Wilson Tan 也在任職兩年過後，於 2010 年 4 月離開 [20]。拜爾在請辭前，則擔任集團執行長約有四年的時間。[21]

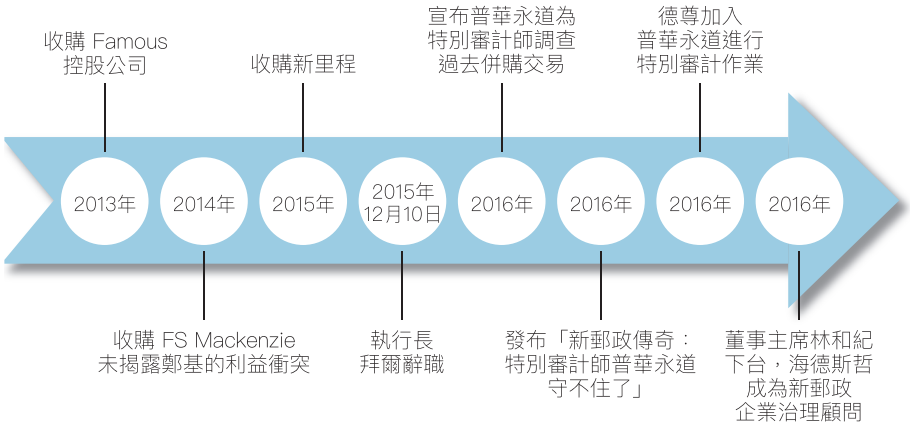
財務長的更換率也不低。Ng Hin Lee 在任職約三年過後，於 2014 年 7 月 31 日辭職。他的繼任者 Daniel Phua 也在一年後於 2015 年 7 月 24 日辭職 [22]，並由 Mervyn Lim 於 2015 年 9 月 1 日接替其職位 [23]。在被指派為集團財務長的兩個月後，Mervyn Lim 又被指派為集團副執行長 [24]，而拜爾的離去也讓他成為集團代理執行長 [25]。新加坡證券投資者協會（Securities Investors Association Singapore）質疑這項任命，認為他來自學術界，身為商業顧問與講師並沒有足夠的經驗。[26]

麥教授對於公司的過渡計畫表示：「你我都必須懷疑吳先生是否具備對此業務所需的必要專業知識、經驗及時間，來擔此重任—特別是要在一個新上任且身兼集團財務長的集團代理執行長身邊工作。其他公司的股東也可能會問吳先生是否仍有足夠的時間給他們。」他也質疑了董事主席的獨立董事身份，是否會因他在過渡計畫裡參與管理而受影響。

收發室出漏子

更糟的事情來了。

配合電子商務和物流業務的發展，新郵政進行了大規模的收購[27]。其中三起收購（「Famous 收購案」）— 2013 年 Famous 控股有限公司[28]、2014 年運貨代理商 FS Mackenzie UK，以及 2015 年新里程貨運有限公司（Famous Pacific Shipping (NZ) Limited，以下簡稱新里程）[29]—讓新郵政事件達到高潮。



圖二：事件時間軸

新郵政並沒有在 2014 年 FS Mackenzie 收購中，揭露首席獨立董事鄭基的利益衝突。在 2014 年 7 月向新加坡交易所提交的一份文件中，新郵政揭露了一項協議，以高達七百萬英鎊購買 FS Mackenzie 所有股份，並註記根據一份 2013 年度未經查核的財務報表，被收購的英國公司資產淨值為兩百五十萬英鎊。新郵政表示：「在此筆收購中，沒有任何一位董事或是控股股東有直接或是間接的利益。」[30]

2015 年 12 月 23 日，新加坡商業時報刊登了來自麥教授的一封後續信，而這次他提出了關於收購案揭露不足、利益衝突、以及公司秘書汰換率等疑慮 [31]。他指出，有三位公司秘書協助在短短兩年內發生的三筆 Famous 交易，包括曾參與 Famous 控股集團收購，並在 2014 年 8 月辭職的 Genevieve Tan McCully；2015 年 1 月辭職的 Winston Paul Wong；以及於 2015 年 7 月合約到期日離開的 Jaqueline Woo。2015 年 8 月 19 日，Jocelyn Ng 被指派擔任秘書，但在不久之後的 11 月 25 日被 Tan McCully 替代。[32]

新郵政在不到三年的時間內換了四位秘書。麥教授認為這非常不尋常，並要求解釋，畢竟公司秘書在法律遵循方面扮演了很重要的角色。

在這封信被刊登的前一天，新加坡商業時報向公司詢問了麥教授信裡的相關問題。公司隨即發布了一篇修正後的聲明，內容如下：「公司希望澄清，除了鄭基先生以外，沒有任何董事或是控股股東，在收購交易中有直接或是間接的利益。」[33] 新郵政表示，先前錯誤的聲明只是一個「行政疏失」。[34]

除了擔任首席獨立董事，鄭基也是提名委員會的主席、執行委員會成員，以及審計委員會前主席與現任成員。他曾是畢馬威的執行合夥人、新加坡特許會計師協會（Institute of Certified Public Accountants of Singapore，現已更名為 Institute of Singapore Chartered Accountants）會長與新加坡企業董事協會（Singapore Institute of Directors）副會長。鄭基也是施霖高誠企業財務顧問公司（Stirling Coleman Capital Limited，以下簡稱施霖高誠）的非執行董事與大股東，擁有其 34.5% 的股份。施霖高誠參與

了三筆「Famous 收購」[35]。新郵政表示，董事會自從第一筆收購時便已知悉鄭基與施霖高誠的關係，並於年報中揭露。另外，新郵政也表示，鄭基有放棄此三筆收購交易的投票表決權。[36]

2015 年 1 月在收購新里程所提交的一份文件中，新郵政並沒有揭露董事或控股股東在此筆交易中是否擁有任何利益。[37]

利益分歧

「... 重要的是要記住，披露、棄權或甚至撤換並不會使利益衝突神奇地消失。」

—麥潤田教授[38]

施霖高誠是一家獨立的企業顧問公司，總部設於新加坡[39]。它在英國或是紐西蘭— FS Mackenzie 與新里程的所在地，都沒有設立代表處[40]。施霖高誠在網頁上表明，僅為 Famous 控股交易的「安排者」，以及 FS Mackenzie 與新里程交易的「賣方財務顧問」[41]。根據麥教授，這將「無疑地引發利益衝突的疑慮」。[42]

新郵政並沒有解釋施霖高誠是如何在三筆收購交易中，被指派為安排者與賣方財務顧問[43]。新郵政分別以 2.8 倍與 9.8 倍淨資產價格，收購了 FS Mackenzie 與新里程[44]。麥教授提出了關於獨立董事與施霖高誠間關係所引起的「利益衝突與觀感問題」。特別是因為施霖高誠必須為了賣方的利益行事，但董事卻是需為了新郵政的最佳利益著想[45]。他問到鄭基是否揭露了自身利益，並放棄投票權，迴避交易相關的討論。

特別審計

2015 年 12 月 23 日，新郵政宣布將委任特別審計師，針對麥教授所提出的相關問題進行調查[46]。2016 年 1 月 19 日，新郵政宣布將委託普華永道（PwC）為特別審計師。這項特別審計的查核範圍包括新郵政對此三次收購的相關章程、內部政策和程序的法

律遵行[47]。但這卻招致了麥教授與其他評論家對新郵政更多的批評。

新郵政與普華永道：不只是筆友

普華永道從 2003 年新郵政上市起便開始擔任其外部審計師，也對新郵政提供非審計服務。過去五年來，非審計服務相對於審計服務的累積公費比率為 80.8%。而這些非審計服務的性質並沒有被揭露。[48]

根據新加坡《會計師事務所和會計實體專業行為與道德準則》（Code of Professional Conduct and Ethics for Public Accountants and Accounting Entities），從審計客戶所收取的年度非審計公費不得超過年度審計公費的一半[49]。一旦超過，審計人員必需確保在必要時考慮並實施特定措施。然而過去五年裡有四年，新郵政支付普華永道的公費都超過了這個門檻。[50]

另外，新郵政也被批評沒有透過需求建議書（Request for Proposal）來選擇特別審計師。[51]

新郵政的辯解

2016 年 2 月 1 日，新郵政為其選擇普華永道作為特別審計師的決定，以及沒有採用需求建議書的方式辯解，表示在這種情況下委任世界知名、可信賴又有足夠資源的四大事務所是必要的。並說明其他三大事務所並不合適，因為其中一家是施霖高誠當時的外部審計師，另一家參與了特別審計兩項收購案中的盡職調查，最後一家則對新郵政提供有關內部審計及企業管治事宜的顧問服務。[52]

它強調，普華永道提供的審計服務與特別審計服務將完全獨立。除此之外，特別審計小組的所有成員，在過去或現在都沒有與新郵政有任何業務上的往來。新郵政認為特別審計師所執行的工作

並不會導致自我評估風險，進一步影響新郵政的審計服務。[53]

為了對非審計公費之於審計公費的高占比作回應，新郵政表示其審計委員會已經審核過支付給普華永道的非審計與特別審計公費金額。[54]

信件退回

麥教授對新郵政的回應感到失望。他認為除了新郵政與普華永道之間的長期關係、過去幾年來普華永道收取的非審計公費金額，由普華永道進行特別審計工作將產生自我評估風險，因為他認為外部審計師應該要審核評估收購交易是否有適當的監管機制。[55]

他進一步主張，如果普華永道能夠通過使用不同的合作夥伴和成員來克服潛在的利益衝突，那麼其他審計師也能依樣畫葫蘆。[56]

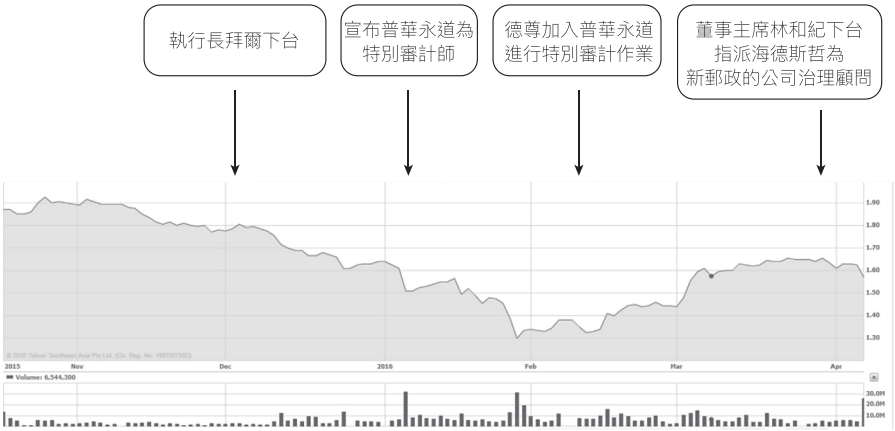
委任普華永道擔任特別審計師和招聘施霖高誠擔任財務顧問之間也有相似處。麥教授甚至質疑，董事會「一點也不在乎利益衝突與觀感問題」。[57]

最後一擊

2016 年 2 月 5 日，新郵政指派德尊律師事務所（Drew & Napier）與普華永道一同進行聯合特別審計。查核工作範圍與職權範圍的細節與普華永道完全相同，且特別審計報告將聯合發佈。[58]

投資者尋求庇護

公司治理問題為新郵政帶來損失，股價從 2015 年 12 月初的每股 1.8 新元，在兩個月內掉到每股 1.3 新元 [59]。新郵政則將股價走弱歸咎於困擾著公司的公司治理問題。[60]



圖三： 2015 年 12 月至 2016 年 4 月新郵政的股價變化圖 [61]

後記

「（主席）林和紀只是起個頭，之後將會有更多的公告發布。」
—新郵政獨立董事巴哈魯丁 [62]

2016 年 3 月 31 日，林和紀以家庭因素宣布將在 2016 年 7 月的年度股東會辭去董事主席與董事職位。一位分析師認為，他在特別審計師報告發布前離開，時間點不佳，將使事情有更多的不確定性。董事會一致同意任命獨立董事羅德成教授擔任董事長，羅教授卻在幾天後拒絕了這項指派，表示這項任命「所需的時間與專注超過他的負荷」。[63]

新郵政透過詳細的需求建議書，任命海德思哲國際咨詢公司（Heidrick & Struggles，以下簡稱海德斯哲）為其公司治理顧問，

以研究公司與合併、收購和撤資，以及利益衝突有關的公司治理問題。[64]

2016 年 4 月 8 日，新郵政宣布鄭基將離開董事會 [65]，巴哈魯丁將接替他成為提名委員會主席 [66]。隨後，吳耀鎮於六月辭職，而 Tan Yam Pin 於 2016 年 7 月的年度股東會中宣布不再連選之後。六月的時候，公司宣布營運長沙夏・豪爾博士 （Dr Sascha Hower，時年三十八歲）將在八月辭職以便「在海外尋求新機會」。[67]

新郵政仍接受新加坡會計及企業管制局（Accounting and Corporate Regulatory Authority）調查，以查明是否違反公司法。曾任淡馬錫控股私人有限公司（Temasek Holdings）前執行董事兼總裁，現任新電信董事主席的賽門・伊斯雷爾（Simon Israel，以下簡稱伊斯雷爾），接替林和紀成為董事主席，「可望為面臨領導危機的新郵政帶來穩定」。然而，自拜爾離開過後，公司便一直找不到集團執行長的合適替代人選。[68]

新郵政在六月公布了董事的商業行為與道德準則，以及關於董事利益衝突、董事會改組和任期的新政策 [69]。其中一項改變是設立了董事的六年任期條款，若必要時，可以「必備的關鍵技能為考量，配合階段性的發展」，將任期延長為九年。它還解散了執行委員會，並將其提名委員會更名為公司治理和提名委員會。7 月 4 日，海德斯哲發布了一份評估新郵政的公司治理報告，公司眾所期盼的年度股東會則由新任董事主席伊斯雷爾在 2016 年 7 月 14 日舉行。[70]

問題與討論

1. 請指出新郵政公司治理不佳的潛在警訊有哪些。

2. 請評估事件發生前的董事會結構與組成。

3. 請討論在三筆收購交易中，施霖高誠身為安排者或是賣方財務顧問的角色，所引發的相關問題。在這樣的情況下，董事

必需採取什麼行動？鄭基在施霖高誠中的角色，會如何影響（如果有的話）他身為新郵政董事的獨立性？您認為鄭基應如何處理當時的狀況？

4. 指派普華永道作為新郵政的特別審計師所引發的問題有哪些？請評估新郵政委任普華永道做為其特別審計師的理由。

5. 您認為新郵政是否對於利益衝突及其他公司治理問題處理得宜？如果您是董事會成員，您會採取什麼不一樣的作法？

6. 請評論新郵政為了挽回投資者信心所採取的行動。您認為這樣是否足夠？您認為公司還有應做而未做的行動嗎？

附註

1. Singapore Business Review. (2016). Should investors be worried over SingPost's corporate governance woes. Singapore Business Review. Retrieved from http://sbr. com.sg/transport-logistics/news/should-investors-be-worried-over-singpost%E2%80%99s-corporate-governance-woes

2. Securities Investors Association Singapore. (n.d.). Background/ History. Retrieved from http://sias.org.sg/index9.php?handler=ir&action=ir_content&ir_content_title_id=86

3. Singapore Post Limited. (n.d.). Corporate Information - History. Retrieved from http://www.singpost.com/corporate-information/history.html

4. Grant, J. (2013). Singapore delivers a new post. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/146b5f74-4226-11e3-bb85-00144feabdc0.html#axzz427QwBxJp

5. Singapore Post Limited. (n.d.). Corporate Information. Retrieved from http://www.singpost.com/corporate-information.html

6. Wee, C. F. (2015). Stamping his mark on a changing postal landscape. Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/singapore/stamping-his-mark-on-a-changing-postal-landscape

7. Post & Parcel. (2011). Singapore Post promotes Wolfgang Baier to Group CEO. Retrieved from http://postandparcel.info/42695/news/singapore-post-promotes-wolfgang-baier-to-group-ceo/

8. Cai, H. (2015, July 9). Leading SingPost's e-commerce charge. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/hub/singapore-corporate-awards- 2015/leading-singposts-e-commerce-charge

9. Leow, A. (2015). Singapore Corporate Awards honours J Y Pillay, Keppel group snags top prizes. Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/singapore-corporate-awards-honours-j-y-pillay-keppel-group-snags-top

10. Singapore Post Limited. (2015). Going International: Annual Report 2014/15. Singapore: SingPost.

11. Ibid.

12. Singapore Post Limited. (n.d.). Corporate Information – Board of Directors. Retrieved from http://www.singpost.com/corporate-information/board-of-directors.

html

13. Mak, Y. T. (2015, December 15). Corporate governance concerns at SingPost. Retrieved from http://governanceforstakeholders.com/2015/12/15/corporate-governance-concerns-at-singpost/

14. Ibid.

15. Singapore Post Limited. (2015, December 10). Singpost group CEO, Dr Wolfgang Baier resigns. Retrieved from http://www.singpost.com/media-centre/news-releases/632-singpost-group-ceo-dr-wolfgang-baier-resigns.html

16. Mak, Y. T. (2015, December 15). Corporate governance concerns at SingPost. Retrieved from http://governanceforstakeholders.com/2015/12/15/corporate-governance-concerns-at-singpost/

17. Ibid.

18. Leong, G. (2015, December 16). Don flags worries about SingPost, Companies & Markets News & Top Stories. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/don-flags-worries-about-singpost

19. Singapore Post Limited. (2015). Going International: Annual Report 2014/15. Singapore: SingPost.

20. Tan, M. (2015, December 31). Assuring outcome needed from SingPost. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/opinion/assuring-outcome-needed-from-singpost

21. Channel NewsAsia. (2015, December 10). SingPost CEO Wolfgang Baier resigns. Retrieved from http://www.channelnewsasia.com/news/business/singpost-ceo-wolfgang/2335916.html

22. Yi Wen, C. (24 July, 2015). SingPost's chief financial officer to step down. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singposts-chief-financial-officer-to-step-down

23. Singapore Post Limited. (2015, September 1). Announcement of Appointment: Appointment of Group Chief Financial Officer. Retrieved from http://infopub.sgx.com/Apps?A=COW_CorpAnnouncement_ Content&B=AnnouncementToday&F=RC34NSNHLHZFORTL&H= 52f0282b1a0bad81d4930e18f66b8bfc265f5981e3b97622ac6522ddffde0b2e

24. Channel NewsAsia. (2015, November 16). SingPost changes organisational structure after acquisition of TradeGlobal. Retrieved from http://www.channelnewsasia.com/news/business/singpost-changes/2265136.html

25. Channel NewsAsia. (2015, December 10). SingPost CEO Wolfgang Baier resigns. Retrieved from http://www.channelnewsasia.com/news/business/singpost-ceo-wolfgang/2335916.html

26. Singapore Investors Association Singapore (2016, January 19). Press Statement - Questions posed to the Board of SingPost at the meeting with SIAS President and 2 Committee Members on 19 Jan 2016, 3pm, SIAS Conference Room. Retrieved from http://sias.org.sg/index.php?option=com_content&view=article&id=672%3A pr ess-statement-questions-posed-to-the-board-of-singpost-at-the-meeting-with-sias-president-and-2-committee-members-on-19-jan-2016-3pm-sias-conference-room&catid=20%3Apress-releases&Itemid=43&lang=en

27. Singapore Post Limited. (2015). Going International: Annual Report 2014/15. Singapore: SingPost.

28. Singapore Post Limited. (2013, February 20). Completion of acquisition of 62.5% of Famous Holdings Pte Ltd. Retrieved from http://www.singpost.com/download/FinancialNews/Announcements/2013/ann20130220.pdf

29. Singapore Post Limited. (2015). Going International: Annual Report 2014/15. Singapore: SingPost.

30. Singapore Post Limited. (2014, July 18). Asset Acquisitions and Disposals: Acquisition of the Entire Issued and Paid-Up Share Capital of F.S. Mackenzie Limited. Retrieved from http://www.singpost.com/download/FinancialNews/Announcements/2014/ann20140718b.pdf

31. Tan, M. (2015, December 23). SingPost made 'administrative oversight' in 2014 deal disclosure. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/ companies-markets/singpost-made-administrative-oversight-in-2014-deal-disclosure

32. Ibid.

33. Singapore Post Limited. (2015, December 22). General Announcement: Supplemental Information. Retrieved from http://www.singpost.com/download/FinancialNews/Announcements/2015/ann20151222.pdf

34. Ibid.

35. Tan, M. (2015, December 23). SingPost made 'administrative oversight' in 2014 deal disclosure. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/ companies-markets/singpost-made-administrative-oversight-in-2014-deal-disclosure

36. Channel NewsAsia. (2015, December 24). SingPost to appoint special auditors to

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

37. 37 Tan, M. (2015, December 23). SingPost made 'administrative oversight' in 2014 deal disclosure. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/ singpost-made-administrative-oversight-in-2014-deal-disclosure

38. 38 Tan, M. (2016, January 31). SingPost defends appointment of PwC as special auditor. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/stocks/singpost-defends-appointment-of-pwc-as-special-auditor/

39. 39 Stirling Coleman Capital Limited. (n.d.). Corporate Profile. Retrieved from http:// www.stirlingcoleman.com/en/corporate_profile.htm

40. 40 Ibid.

41. 41 Leong, G. (2015, December 24). SingPost starts audit probe following expert's queries. Retrieved from http://governanceforstakeholders.com/2015/12/24/singpost -starts-audit-probe-following-experts-queries/

42. 42 Mak, Y. T. (2016, January 31). More Questions than Answers from SingPost's Reply. Retrieved from http://governanceforstakeholders.com/2016/01/31/more-questions-than-answers-from-singposts-reply/

43. 43 Ibid.

44. 44 AsiaOne Business. (21 Jan, 2016). SingPost scrutiny: Keith Tay should take leave of absence. Retrieved from http://business.asiaone.com/news/singpost-scrutiny-keith-tay-should-take-leave-absence

45. 45 Mak, Y. T. (2016, January 31). More Questions than Answers from SingPost's Reply. Retrieved from http://governanceforstakeholders.com/2016/01/31/more-questions-than-answers-from-singposts-reply/

46. 46 Leong, G. (2015, December 24). SingPost starts audit probe following expert's queries, Companies & Markets News & Top Stories. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/singpost-starts-audit-probe-following-experts-queries

47. 47 Channel NewsAsia. (2016, January 19). SingPost appoints special auditor to address concerns over purchase of stakes in 3 firms. Retrieved from http://www.channelnewsasia.com/news/singapore/singpost-appoints-special/2438862.html

48. 48 Mak, Y. T., & Chew, Y. H. (2016, January 29). SingPost saga: Untenable for PwC to stay on as special auditor. AsiaOne Business. Retrieved from http://

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

49. Institute of Singapore Chartered Accountants (ISCA). (2015). Code of Professional Conduct and Ethics. Singapore: International Federation of Accountants.

50. Mak, Y. T., & Chew, Y. H. (2016, January 29). SingPost saga: Untenable for PwC to stay on as special auditor. AsiaOne Business. Retrieved from http://business.asiaone.com/news/singpost-saga-untenable-pwc-stay-special-auditor

51. Ibid.

52. Goh, Y. T. (2016, February 1). SingPost clarifies matters to the public. AsiaOne Business. Retrieved from AsiaOne Business: http://business.asiaone.com/news/singpost-clarifies-matters-the-public

53. Ibid.

54. Ibid.

55. Mak, Y. T. (2016, February 1). More questions than answers from SingPost's reply. AsiaOne Business. Retrieved from http://business.asiaone.com/news/more-questions-answers-singposts-reply

56. Ibid.

57. Ibid.

58. Tan, M. (2016, February 5). SingPost appoints Drew & Napier as joint special auditor with PwC. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/ companies-markets/singpost-appoints-drew-napier-as-joint-special-auditor-with-pwc

59. Ramchandani, N. (2016). SingPost shares dive again on Thursday, prompting SGX query. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-shares-dive-again-on-thursday-prompting-sgx-query

60. Singapore Business Review. (2016, January 29). SingPost blames special audit saga for sharp share price slip. Singapore Busienss Review. Retrieved from http://sbr.com.sg/transport-logistics/news/singpost-blames-special-audit-saga-sharp-share-price-slip

61. Yahoo Finance. (2016). Singapore Post Limited. Retrieved from https://sg.finance.yahoo.com/echarts?s=S08.SI#symbol=S08.SI;range=

62. Lim, K. (2016). SingPost chairman exits; more changes expected. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/

singpost-chairman-exits-more-changes-expected

63. Channel NewsAsia. (2016, April 7). SingPost chairman-designate turns down appointment. Retrieved from http://www.channelnewsasia.com/news/business/singpost-chairman/2672920.html

64. Soon, W. L. (2016, March 31). SingPost names Heidrick & Struggles for corporate governance review. The Business Times. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-names-heidrick-struggles-for-corporate-governance-review

65. Chong, K. P. (2016, April 10). Director at centre of SingPost saga steps down. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/director-at-centre-of-singpost-saga-steps-down

66. Ibid.

67. Soon, W. (2016, June 21). SingPost COO resigns to pursue overseas opportunities. Retrieved from http://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/singpost-coo-resigns-to-pursue-overseas-opportunities

68. Williams, A. (2016, May 19). Acra incestigation possibles Companies Act breaches by Singpost. The Straits Times. Retrieved from http://www.straitstimes.com/ business/companies-markets/acra-investigating-possible-companies-act-breaches-by-singpost

69. Singapore Post Limited. (2016, June 16). Singpost adopts new directors' code of business conduct and ethics, and policies governing directors' conflicts of interest and board tenure. Retrieved from http://www.singpost.com/media-centre/news-releases/646-singpost-adopts-new-directors-code-of-business-conduct-and-ethics-and-policies-governing-directors-conflicts-of-interest-and-board-tenure.html

70. Singapore Post Limited. (2016, July 4). Singpost to adopt recommendations of newly completed corporate governance review. Retrieved from http://www.singpost. com/media-centre/news-releases/650-singpost-to-adopt-recommendations-of-newly-completed-corporategovernance-review.html

東芝：企業文化短路

個案大綱

東芝株式會社（Toshiba，以下簡稱東芝）是一家以微薄的資本，開工廠起家的日本電機製造商。歷經多年的發展與成長，東芝現在提供的產品與服務，範圍十分廣泛，包括家電到醫療器材。然而，2015 年 7 月，東芝可疑的會計政策，被一位匿名的吹哨者舉發而浮上檯面。據透露，公司自 2008 年到 2014 年間，總共虛報了高達一千五百一十八億日圓的利潤，有部分可歸咎於公司的績效導向文化。本個案主旨為探討企業文化的影響；各方利益關係人的責任；公司治理改革的有效性；以及吹哨制度等相關公司治理議題。

企業文化出紕漏

「對各方利益關係人所造成的麻煩，我由衷地致上歉意。」
—東芝株式會社社長田中久雄（Hisao Tanaka）[1]

在一場在東京舉辦的記者說明會上，東芝時任社長田中久雄（以下簡稱田中），對於公司捲入的會計醜聞，以長達 15 秒的鞠躬表示歉意。他與副社長佐佐木則夫（Norio Sasaki，以下簡稱佐佐木）—即上一任社長，於 2015 年 7 月 21 日辭職下台。會長室町正志（Masashi Muromachi，以下簡稱室町）則接任代理社長，希望透過審查與改革整體公司治理結構，重獲公眾信任與重建投資者信心[2]。

日本首相安倍晉三（Shinzo Abe）為了吸引外資，實行企業治理的全面性改革，而這次會計醜聞則讓他的努力遭受重大打擊。東芝在 2008 年 4 月到 2014 年 3 月間，虛報了一千五百一十八億日圓獲利（相當於十二億兩千萬美元），再加上田中引咎辭職，使得室町必須一肩扛起企業文化重組與公司復興的重責大任[3]。

東芝的歷史

東芝成立於 1875 年，當時田中久重（Hishagake Tanaka）在東京設立了田中製造所（Tanaka Engineering Works），開發電報儀器[4]。另一方面，藤岡市助（Ichisuke Fujioka）在 1878 年開發了日本第一個白熱電燈泡，並在 1890 年成立了白熱舍（Hakunetsu-sha Co. Ltd）生產燈泡[5]。在家電需求不斷成長，且須融合技術創新於重型電機中的時空背景下，三井財閥（Mitsui zaibatsu）以三井銀行為首，成員芝浦製作所（Shibaura Engineering Works）與東京電氣，於 1939 年合併為東京芝浦電器（Tokyo Shibaura Denki）。東京芝浦電器在 1983 年正式更名為東芝[6]。東芝搭上了日本 1950 年代的戰後經濟擴張潮，製造了許多新穎的產品，並發展不少原創技術，也為了開拓國際業務，建立海外銷售與子公司。截至 2015 年，東芝的營業事項包含了半導體、消費型電子產品、家用電器、醫療器材，以及基礎設施。

展開調查

2015 年 2 月，證券交易監督委員會（Securities and Exchange Surveillance Commission）在接獲會計違規的匿名舉發之後，下令調查東芝使用完工比例法認列的專案項目[7]。2015 年 4 月 3 日，東芝在瞭解這件事情的嚴重性之後，設立了一個由室町帶領的特別調查委員會，針對此會計議題作進一步的內部調查[8]。

2015 年 5 月 8 日，東芝修改先前發布的盈利預測，並宣布取消發放股利，原因是調查委員會決定，將調查範圍擴大到其他非使用完工比例法的專案項目。隨後，其他項目便被查出使用了不適當的會計處理。調查團隊先前預估，截至三月的年度淨利，將成長 136%，達到壹仟貳佰億日圓（十億美金），銷售額則將增加 3% 至六兆七千億日圓[9]。

後續的調查便移交給另一個由專業人士組成的獨立委員會接手，團隊組成包括上田耕一（Koichi Ueda）—前東京高等檢察廳（Tokyo High Public Prosecutors Office）的檢事長，

以及日本公認會計士協會（Japanese Institute of Chartered Accountants）前副會長方太一（Taigi Ho）。

2015 年 6 月，股東們因為東芝股價跳水，要求管理層做重整 [10]。公司於是提出改組董事會，重新任命 16 名董事，其中包括四名外部董事。

2015 年 7 月 20 日，獨立調查委員會查出，公司自 2008 年以來總共虛報了一千五百二十億日圓淨利，並詳細指出許多「結構性」的會計不當行為 [11]。

不可能的「挑戰」

2008 年，全球金融危機造成了世界各地股市崩盤；2011 年，日本經歷了有史以來最具毀滅性的地震，造成日本東北部損失慘重。有二十年間的時間，日本的家電產業因為亞洲地區低成本競爭者—如三星（Samsung）與 LG 集團—雨後春筍般出現而面臨龐大威脅，銷售受創，迫使董事會與高階經理人採取更有侵略性的策略 [12]。

經過這些打擊，日本的經濟陷入困境，東芝的處境也變得十分艱難。公司高層因此提出一系列以「挑戰」為名，不切實際的目標。2013 年，儘管國內外經濟孱弱，公司高層仍堅持達成這些「挑戰」，更要脅將生產線停掉，各業務部門為了達成這些「挑戰」只好刻意虛報獲利 [13]。久而久之，便形成了達成「挑戰」優於一切的文化。

東芝榮耀不再

根據投資者金融研究機構 Sustainalytics 的數據顯示，日本企業在已開發市場中，公司治理排名最低；董事會獨立性與性別多元化兩方面，更是敬陪末座 [14]。有鑒於此，日本政府起草了一份新的公司治理準則，作為首相安倍晉三為了增加國外投資者對國家的信心，促進經濟發展，而進行公司治理改革的努力之一。

許多年來，東芝一直被譽為日本公司治理的典範之一，也是日本企業實力的體現。儘管新準則是在 2015 年 6 月頒布，但東芝早已達到許多準則所要求的項目，例如：新準則建議董事會中至少要有兩位獨立董事，而東芝早在 2006 年便設置了四位。也因此，目睹一家在公司治理的領導者涉及這樣的弊案，日本政府改革企業治理的努力備受質疑。

無情的管理與暴政

獨立調查委員會找到的資料顯示，東芝的管理監督系統並沒有發揮效果。高階管理人明知特定業務部門必須透過「刻意虛報帳面上的當期利潤」，以及「延後認列費用及損失」，才能達到目標，卻持續施行嚴苛的「挑戰」，加劇了「為達挑戰，不擇手段」的企業文化。

另外，證據也顯示了「高階管理人對適當的會計處理缺乏認識與瞭解」[15]。與會計處理相關的業務部門主管，甚至是社長本身，對於會計準則都沒有足夠的知識。他們了解的範圍僅限於基本的會計原則（例如，他們知道必須要提列負債準備），卻不知道更深入適當的會計處理。

看門犬不看門：監察人失效

東芝的調查突顯了監督者的失敗，尤其是監察人（Kansayaku，相當於日本企業的審計角色）並未有效地發揮其職能。而這樣的結果，來自於內控的不足，例如，儘管知道不當行為正在進行（也就是指，銷售多於需求的零組件給原設計製造商），審計委員會（Audit Committee）主席兼財務長久保誠（Makoto Kubo）並未採取任何行動，就連他的繼任者村岡富美雄（Tomio Muraoko），也是知悉但並無任何動作。

但是事實上，無動於衷的不只是財務長們。2015 年 1 月 26 日，審計委員會委員島岡聖也（Seiya Shimaoka），再次對電腦業務

的會計處理提出警告（原應在 2014 年 9 月解決），但還是沒有得到任何回應。在此之前，他也曾多次請求調查，甚至是向社長田中。

另一方面，東芝內部稽核的執行也備受質疑 [16]。因為公司並沒有將重點放在評估內部控制的有效性、風險管理、或是治理過程，反而著眼於監督經營效率。

再者，東芝的審計委員會委員也沒有專業財務或會計知識。大部分的審計委員會委員，包括外部委員與行政支援人員，都不具備所需的知識，也沒有接受過相關的訓練，去偵查出不適當的會計處理。只有前財務長們具有相關知識，但這些創新的會計方法卻始終沒有被發現 [17]。

不合宜的績效指標？

東芝主要根據績效表現評估員工與主管。例如，一般主管的薪酬由基本薪資與獎金所組成，而其中獎金的 40% 到 45% 來自主管績效。由於「挑戰」所設定的績效目標難以透過正常手段達成，導致管理階層最終屈服於壓力，操縱財務數字以達成目標。

不能質疑「挑戰」的文化

上述事件也顯示了東芝的核心企業文化：「員工不願挑戰上級」，以及「公司內部不可動搖的階級制度」。所以，當公司高層訂定激進又無法實現的「挑戰」時，員工並沒有質疑或反對，反而隨後採用不道德的手法應對。日本社會階級分明，也因員工十分效忠公司而聞名 [18]。普遍而言，一旦目標訂定，員工便會設法讓高階主管滿意，也由於根深蒂固的文化使員工傾向不挑戰上級。

默不作聲的吹哨者

調查報告顯示東芝的吹哨者制度十分薄弱。儘管舉發了其他問題，在醜聞發生之前卻從來沒有發生過員工投訴。因此，調查委員會猜測，「吹哨者制度一定因為某些原因沒被充分利用」。

室町時代來臨：東芝的下一步

2015 年 7 月，將近兩千名投資者出席一場在東京外舉行的投資者會議，對新的管理階層表達他們的顧慮。東芝的應對措施有一部分致力於修正過去不合規定的會計處理，由獨立調查委員會與東芝的前任會計師事務所—新日本有限責任監查法人（Ernst & Young ShinNihon LLC）負責。東芝也宣布設立新的部門並強調強化公司治理與內部控制 [19]。

然而，專家對於東芝是否有能力重整公司治理仍存有疑慮。因為有三名前董事會成員又再一次被任命，高階主管的改組被視為是換湯不換藥。

2015 年 10 月，根據日本時報（The Japan Times），東芝將對前高階主管提起訴訟，要求支付賠償金用以支付調查費用與恢復公司名譽 [20]。但也有人提出，儘管公司在提議的六十天內不提起告訴，股東們也可以依照日本公司法第 847 (1) 條，以公司的名義，直接對前高階主管提告 [21]。如此一來，法院的介入便是無可避免的。

2015 年 11 月初，東芝宣布對五名前高階主管正式提告，包括前三任社長田中、佐佐木、西田厚聰（Atsutoshi Nishida），以及兩位財務長。經過三名律師組成的外部委員會調查，證實這五個人的確怠忽職守，運用了不適當的會計處理。隨後東芝便在東京地方法院對他們提出訴訟 [22]。

為了走出醜聞，東芝將注意力集中在重建半導體業務，也是會長室町建功立業的產業 [23]。這次重建，室町展現了必要的決心要將東芝從醜聞中救出。然而，公司對於恢復名譽與重獲公眾信任所

作的努力，成效仍有待觀察。

問題與討論

1. 請指出東芝在公司治理方面可能存在哪些缺失，因而導致了會計問題？此外，東芝的企業文化在多大程度上導致了會計醜聞發生？

2. 您認為三名社長該為此事件負責嗎？除了社長，您認為還有誰應該為醜聞負起責任？請說明理由。

3. 日本首相安倍晉三對日本企業公司治理的改革才剛起步，新的公司治理準則在 2015 年 6 月生效。對於東芝來說，您認為這個新的公司治理準則有效嗎？請說明原因。

4. 東芝實施的吹哨者制度直到醜聞發生前都仍運作得宜。您認為為何吹哨者系統在這特定事件中失去作用？像東芝這樣的企業應該採取哪些措施，以確保吹哨者制度能持續且有效地運作？

附註

1. Mochizuki, T. (2015, July 21). Toshiba CEO Resigns After Accounting Scandal. Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/toshiba-ceo-felled-by-accounting-scandal-1437468537

2. BBC. (2015, July 2015). Toshiba chief executive resigns over scandal. British Broadcasting Corporation. Retrieved from http://www.bbc.com/news/business-33605638

3. Mochizuki, T. (2015, July 20). Toshiba Must Adjust Operating Profit Down by $1.2 Billion. Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/toshiba-must-adjust-operating-profit-down-by-151-8-billion-1437400355

4. Toshiba Co. (2015). History. Toshiba Corporation. Retrieved from https://www.toshiba.co.jp/worldwide/about/history.html

5. Toshiba Co. (2015). The Origins of Toshiba. Toshiba Corporation. Retrieved from http://www.toshibamea.com/en/the-origins-of-toshiba

6. Toshiba Co. (2015). Chronology of History. Toshiba Corporation. Retrieved from https://www.toshiba.co.jp/worldwide/about/history_chronology.html

7. Inagaki, K. (2015, July 21). Toshiba chief Hisao Tanaka resigns over $1.2bn accounting scandal. Financial Times. Retrieved November 5, 2015, from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b8301b7c-2f7d-11e5-91ac-a5e17d9b4cff.html#axzz3qZlMSFpj

8. Toshiba Co. (2015, April 3). Notice regarding establishment of Special Investigation Committee. Toshiba Corporation. Retrieved from https://www.toshiba.co.jp/about/ir/en/news/20150403.pdf

9. Inagaki, K. (2015, May 8). Toshiba scraps dividend after finding accounting irregularities. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b639924c-f57d-11e4-bc6d-00144feab7de.html#axzz3qZlMSFpj

10. CNA. (2015, September 30). Toshiba execs face investor wrath over accounting scandal. Channel News Asia. Retrieved from http://www.channelnewsasia.com/news/business/toshiba-execs-face/2160746.html

11. Alpeyev, P and Amano, T. (2015, July 21). Toshiba Executives Resign Over $1.2 Billion Accounting Scandal. Bloomberg L.P. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-21/toshiba-executives-resign-over-1-2-billion-accounting-scandal

12. Gapper, J. (2015, July 22). Japan will gain from Toshibaoshibaover-1-2-bFinancial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0f9e1b6a-3074- 11e5-8873-775ba7c2ea3d.html#axzz3qZlMSFpj

13. Layne, N and Ando, R. (2015, August 24). In Toshiba scandal, the 'tough as nails' target setter. Thomson Reuters Corporation. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2015/08/24/us-toshiba-accounting-nishida-insight-idUSKCN0QT2B520150824

14. Bloomberg. (2015, April 10). Japan-s Corporate Governance Overhaul. Bloomberg L.P. Retrieved from http://www.bloomberg.com/professional/blog/japans-corporate-governance-overhaul/

15. Toshiba Co. (2015, July 20). Investigation Report, Summer Version. Toshiba Corporation. Retrieved from https://www.toshiba.co.jp/about/ir/en/news/20150725_1.pdf

16. Bhattacharyya, A K. (2015, August 9). Toshiba - a case of internal audit failure. Business Standard. Retrieved from http://www.businessstandard.com/article/opinion/toshiba-a-case-of-internal-audit-failure-115080900760_1.html

17. Bhattacharyya, A K. (2015, August 9). Toshiba - a case of internal audit failure. Business Standard. Retrieved from http://www.businessstandard.com/article/opinion/toshiba-a-case-of-internal-audit-failure-115080900760_1.html

18. The Hofstede Centre. (n.d.). [Graph illustrating Hofstedetedeaudit-failure-1150809007601.The Hofstede Centre. Retrieved from http://geerthofstede.com/japan.html

19. CNA. (2015, September 2015). Toshiba execs face investor wrath over accounting scandal. Channel News Asia. Retrieved from http://www.channelnewsasia.com/news/business/toshiba-execs-face/2160746.html

20. Jiji, K. (2015, October 26). Toshiba to sue former top brass over role in accounting scandal. The Japan Times. Retrieved from http://www.japantimes.co.jp/news/2015/10/26/business/corporate-business/toshiba-sue-three-former-presidents-involvement-accounting-scandal/#.Vj9reLcrJD9

21. Companies Act Subcommittee. (2013). Japannts-involvement-acMinistry of Justice. Retrieved from http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=2052&vm=04&re=02

22. Inagaki, K. (2015, November 8) Toshiba sues former executives over accounting scandal. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/516aabe8-85c5-11e5-9f8c-a8d619fa707c.html#axzz3quox1Vo5

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

Cabcharge 的薪酬爭議

個案大綱

在 2011 年，Cabcharge 因其執行長雷金納德・克爾莫德 (Reginald Kermode，以下簡稱克爾莫德）高額的固定薪酬以及未能將高階主管薪酬與股東利益掛勾而成為矚目的焦點。其他公司治理的問題，例如董事會的獨立性，也隨著 2011 年 7 月出現的「兩好球（two–strikes）」法案通過而浮現，本個案的主旨是討論公司治理問題，如高階主管的薪酬；股東維權主義；董事會獨立性；以及以法規加強董事會問責的成效。

Cabcharge：計程車帝國

澳洲 Cabcharge 有限公司（Cabcharge Australia Limited）由克爾莫德於 1976 年成立，總部位於澳洲東雪梨（East Sydney）[1]，1999 年 12 月在澳洲交易所（Australian Securities Exchange）上市，是市值前 200 大的澳洲交易所上市公司之一，其主要業務包括提供與計程車有關的付款、預訂和派遣服務、計程車付款軟體開發和計程車相關的硬體和軟體，如計程車安全照相機、設備和儀表。

薪酬爭議的開端

在 2011 年之前，Cabcharge 的薪酬結構包括兩部分—固定薪酬和短期績效獎勵 [2]，這兩部分是基於個人績效和整體集團績效。

克爾莫德每年的現金酬勞一直都在兩三百萬澳元區間 [3]，該公司替替其辯護並聲稱現金酬勞在「市場競爭基礎」上反映了「他獨特的領導力和遠見、豐富的行業經驗以及公司在澳洲交易所上市以來他對集團業績的貢獻」。但是，公司沒有對高階管理人員的

短期績效獎金和非獨立董事薪酬增加來辯護[4]。

克爾莫德的高薪，加上 Cabcharge 薪酬結構缺乏透明度引發投資人不滿，在每年的股東會上對 Cabcharge 的薪酬報告進行抗議。

烏雲逼近：「兩好球」規則

2011 年 7 月 1 日，澳洲推出了被稱為「兩好球」的新法規，加強董事對高階主管薪酬和獎金的問責[5]。在公司年度股東會上，如果多於 25%股東「否決」公司年度薪酬報告，公司則收到一好球（strike）[6]。若公司連續在兩年度獲得好球，在同一次的股東會上，股東應對董事會是否進行重新改選做出投票，如果投票結果有 50%或更多的簡單多數決議通過改選，則公司需要在 90 天內舉行股東會進行董事會改選。所有董事（最近一次股東會董事報告中列名的董事）都必須被改選，除了執行董事（Managing Director）以外。

「兩好球」規則向 Cabcharge 公司董事會警示一個即將面對的問題，在新法規出來之前，Cabcharge 公司在 2011 年之前的薪酬報告中一直獲得 25%以上的「否決」票[7]。

不受喜愛的薪酬計畫：一好球

2011 年 11 月 16 日，Cabcharge 在「兩好球」規則實施後首次舉行股東年會[8]。由於有 40.6%的股東否決了薪酬報告，Cabcharge 獲得一好球。大多數的不滿都源於克爾莫德的薪酬方案，股東認為他兩百萬澳元的固定薪酬過高，並對他的薪酬計劃中沒有與績效變動掛勾而不滿。然而，克爾莫德非但沒有安撫投資者，反而充滿攻擊性，批評兩好球規則[9]。

雙重麻煩：兩好球

在獲得一好球後，Cabcharge 僅做出很少的改變來解決問題。反而是克爾莫德和其他高階主管薪酬總額在 2011 年至 2012 年間分別增長了 5.6%和 16.5%，董事會以克爾莫德同時擔任董事會主席及執行長的職務，作為繼續給予其高薪的理由。

股東們也對缺乏薪酬的長期激勵結構感到不滿。然而，Cabcharge 董事會強烈地反駁，指稱以股權為基礎的長期激勵計劃會稀釋現有股權，而且長期激勵計劃的期間較長，這也意味著公司很難因績效不佳向高階主管追回獎勵。此外，由於公共交通票價是由各州政府決定的，在此監管環境下，固定薪酬以及短期績效獎勵比長期績效獎勵更適合。儘管如此，大多數的股東仍未被說服，38.7%的股東對薪酬報告投下了否決票便是證明 [10]。

閃過子彈：董事會改選

在獲得兩好球後的董事會改選投票中，只有 13.8%的股東投票贊成改選董事會 [11]，遠低於改選要求所需的 50%。克爾莫德認為這是由於聘請國家公司和證券委員會（National Companies and Securities Commission，澳洲證券投資委員會的前身）的前任主席 Henry Bosch AO[12]，以及聘用公關公司 Kreab & Gavin Anderson 後 [13]，提高了透明度和與股東間的溝通。而改選結果也引起了股東們對於是否是用投票客觀地對薪酬報告表達不滿，亦或是對董事會整體表現和行為表達不滿的討論 [14]。

更多好球：根源問題依舊

儘管避免了董事會的改選，薪酬爭議依然存在，股東們對高階主管薪酬方案越來越感到沮喪。Cabcharge 採取了一些措施來回應股東的擔憂，薪酬委員會被改組為公司治理委員會，並制定了一個長期激勵計劃，其主要內容包括提供在四年期間不重新評估績效的績效股權利（rights）和期權（options），該長期激勵計

劃預計將在 2014 會計年度實施。至於固定薪酬，Cabcharge 解釋說高階主管的薪酬大部分為固定薪酬是因為高階主管的能力以及他們可持續的達成預期目標，而克爾莫德高額的固定薪酬是基於他在過去對公司所做出的貢獻。不過，股東們仍不信服，有 45.3%的股東投票反對薪酬報告，Cabcharge 獲得三好球。

王朝的結束：克爾莫德的逝世

在缺席了 2013 年股東會之後的幾個月，克爾莫德於 2014 年 4 月 28 日宣布辭去在 Cabcharge 的職務 [15]，兩天後他去世了 [16]。他的逝世促使董事會主席與執行長角色分離，分別由 Russell Balding 和 Andrew Skelton 擔任。儘管薪酬爭議中的關鍵人物逝世了，但緊張局勢仍繼續存在。

新時代來臨：薪酬框架的修訂

在獲得三好球後，Cabcharge 引入長期激勵計劃而重新調整新任執行長的薪酬方案，長期激勵計劃是以股權權利的形式，授予（vesting）期間為四年，由股東總報酬率（total shareholder return）和年營業額增長決定 [17]，股東總報酬率會使高階主管的薪酬與股東利益一致，而年度營業額的增長反映了收入來源的重要性以及股東可從穩定的營業結果獲益。

「我們想要改變」：澳洲股東協會的介入

由於 Cabcharge 對股東的薪酬抗議冷處理，導致 Cabcharge 與股東間呈現緊張的局勢。澳洲股東協會（Australian Shareholders'Association）[18] 因此威脅，若 Cabcharge 取得第四好球，將支持進行董事會改選 [19]。澳洲股東協會指稱短期獎金沒有充分的揭露，而且全部以現金支付，不符合股東利益。

歷史重演

在 2014 年的股東會，長期激勵計畫獲得股東正面的回應，有 96%的股東贊成採用 [20]。然而，由於有 57.4%的票數反對薪酬報告 [21]，也是有史以來的最高紀錄，也因此 Cabcharge 取得了第四個好球。主要原因在於高層主管薪酬總額增加了 37.2%，更具體來說，短期獎金增長了 169%，長期激勵增加了 184%，而高層主管獎金相較於去年同期增加九萬七千三百三十七澳元 [22]。此外，長期激勵計畫只適用於新任執行長，不適用於其他高階主管，並且只佔新任執行長總薪酬的一小部分 [23]。這是 Cabcharge 第二次連續取得兩好球，隨後的改選投票僅有 2.45%股東要求董事會重選，使得董事會再次安全下樁，而「兩好球」規則的有效性也受到質疑。

薪酬計畫哪裡出錯？

Cabcharge 的薪酬結構基本上符合公司治理原則和建議（Corporate Governance Principles and Recommendations）[24]。除 2011 年以外，其它年度的薪酬結構已在年度報告中明確地披露。在 2011 年度報告中，雖有提及薪酬結構，但沒有將執行董事和非執行董事作明確的區分。

Cabcharge 的薪酬委員會改組為公司治理委員會，並且符合公司治理原則和建議，但問題在於公司治理委員會的結構。公司治理原則和建議指出，薪酬委員會大多數成員應為獨立董事，由獨立董事擔任主席，並至少有三名成員。然而，包括主席在內的公司治理委員會大多數成員的獨立性是值得懷疑的，因為他們全部都在 Cabcharge 工作超過 10 年。Cabcharge 承認主席尼爾・福特（Neil Ford）並非獨立董事，而他被任命為主席的理由是「由於他豐富的薪酬相關經驗，是在任命獨立主席前珍貴的過渡措施」[25]。然而，除了他在計程車公司有擔任 40 年管理階層的經驗外，沒有任何證據可支持尼爾有薪酬方面的經驗。此外，也沒有證據顯示其他委員在薪酬方面有相關的經驗。

累贅：薪酬顧問

Cabcharge 在 2012 年和 2013 年聘請豐隆銀行（HLB）的曼德・賈德（Mann Judd，簡稱賈德）提供執行長薪酬標竿報告，供公司治理委員會和董事會參考以決定董事會主席和執行長的薪酬。2014 年，賈德和安永會計師事務所（Ernst & Young）被任命為顧問，安永會計師事務所就執行董事主席和執行長提供了薪酬建議，而賈德就非執行董事和執行長的薪酬提供建議 [26]。儘管有外部顧問，但高階主管薪酬依然偏高，這讓人質疑外部顧問的存在是否僅僅是為了遵守公司治理原則和建議。

火上加油

除了薪酬方面的問題，其他公司治理問題也開始浮出水面，其中一個是 Cabcharge 董事會的獨立性。

公司治理原則和建議建議大部分董事會成員為獨立董事，此外，董事會應定期評估已服務超過 10 年的董事，這也得到了澳洲股東協會的支持，澳洲股東協會認為在董事會任職超過 12 年的董事並不具有獨立性 [27]。但是，許多 Cabcharge 的董事在克爾莫德逝世前，在董事會的任職也都已經超過 12 年。

克爾莫德雙重的角色

公司治理原則和建議建議董事會主席和執行長是獨立分開的人選，但克爾莫德同時擔任董事會主席和執行長已有 34 年，也因此受到投資人和公司治理專家的批評。2014 年版的公司治理原則和建議的建議是，若公司的董事會主席不具有獨立，則公司應有獨立的副董事主席或資深獨立董事。克爾莫德去世後，Cabcharge 將董事主席和執行長由不同人擔任，並新設立副主席一職，這些都是 Cabcharge 公司治理的改進之處。

令人質疑的獨立性

羅德尼・吉爾穆爾（Rodney Gilmour）在 2014 年擔任獨立董事。然而，吉爾穆爾的獨立性因曾經擔任 Cabcharge 的支薪顧問近兩年而受到質疑。他也是新任董事會主席拉塞爾・巴爾丁（Russell Balding）親近且長期共事的同事。因此，吉爾穆爾於 2014 年在股東年會上辭職 [28]。

期待嶄新的開始

2014 年，Cabcharge 在公司治理方面有更顯著的進步，對薪酬政策和董事會獨立性都進行各種不同種類的改進。儘管仍存在一些尚未解決的公司治理問題，Cabcharge 將在新任董事主席和執行長的領導下有嶄新的開始。

問題與討論

1. 請評估「兩好球」規則在確保澳洲董事會問責方面的有效性。股東維權主義如何影響 Cabcharge 管理階層的行為？

2. 在 2014 年，高階主管薪酬的組合和金額為何？董事會是如何決定地？如公司治理原則和建議中所建議，如何將管理階層利益與股東利益相掛勾？

3. 您覺得克爾莫德的報酬是否合理？在董事是公司控股股東的情況下，應該採取什麼樣的措施來防止該位董事領取超額的報酬？請評估 Cabcharge 所採取因應措施的有效性。

4. 會計師事務所為公司提供各式各樣的服務，在提供這些服務的同時，是否有潛在的利益衝突？如果有的話，可以採取哪些措施來避免這樣的利益衝突？

5. 請評估 Cabcharge 董事會的獨立性。對於董事會獨立性應該有更嚴格的規定嗎？

附註

1. Cabcharge. (2012). History of Cabcharge. Retrieved from https://www.cabcharge.com.au/company/default.aspx#history

2. Cabcharge. (2011). Annual report 2011. Retrieved from https://www.cabcharge.com.au/pdfsubframe.htm?/pdf/2011CabchargeAnnualReport.pdf?sel=conditions

3. Cabcharge. (2012). Annual report 2012. Retrieved from https://www.cabcharge.com.au/pdfsubframe.htm?/pdf/2012CabchargeAnnualReport.pdf?sel=conditions

4. Drummond, M. (2013, October 30). Cabcharge takes third strike from ISS. Retrieved from http://www.afr.com/business/cabcharge-takes-third-strike-from-iss-20131030- j07ba

5. Australian Government ComLaw. (2001) Corporations Act 2001. Retrieved from http://www.comlaw.gov.au/Details/C2013C00003

6. Wilkins, G. (2012, October 8). What is the 'two-strikes' rule? The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/agm-season/what-is-the-twostrikes-rule-20121008-278us.html

7. Mayne, S. (2014, November 11). Cabcharge investors close ranks as turbulent AGM approaches. Retrieved from http://www.crikey.com.au/2014/11/11/mayne-cabcharge-investors-close-ranks-as-turbulent-agm-approaches/

8. ASX. (2011, November 16). Cabcharge's AGM 2011. Retrieved from http://www.asx.com.au/asxpdf/20111117/pdf/422lfdvmxyfk9q.pdf

9. Knight, E. (2011, November 17). Cabcharge CEO has a lash at two-strikes rule. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/cabcharge-ceo-has-a-lash-at-twostrikes-rule-20111116-1nj5n.html

10. ASX. (2012, November 28). Cabcharge's AGM 2012. Retrieved from http://www.asx.com.au/asxpdf/20121128/pdf/42bk06ryszc68l.pdf

11. Ibid.

12. Higginson, P. (2009). ProNed Australia Pty Ltd can rightfully lay claim to possessing the richest history of any firm still doing business today in 2009 within the field of corporate governance. Retrieved from http://www.proned.com.au/pdf/Mentor_Web.pdf

13. Hutchinson, S. (2012, November 28). Cabcharge avoids board spill. Business Review Weekly. Retrieved from http://www.brw.com.au/p/business/companies/

cabcharge_avoids_board_spill_Buemoqq5dcLlZ5yC46qFfL

14. Sprange, J. & Evans-Cullen, K. (2011, December 22). The two strikes rule: how has it played out? Retrieved from http://www.claytonutz.com/publications/edition/22_december_2011/20111222/the_two_strikes_rule_how_has_it_played_out.page

15. Mason, M. (2014, April 29). Cabcharge chief Reg Kermode quits. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/cabcharge-chief-reg-kermode-quits-20140429-37f0g.html

16. Mason, M. (2014, May 1). Cabcharge founder Reg Kermode dead at 87. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/cabcharge-founder-reg-kermode-dead-at-87-20140501-37j1x.html

17. Cabcharge. (2014). Annual report 2014. Retrieved from https://www.cabcharge.com.au/pdfsubframe.htm?/pdf/Annual_Report_2014.pdf?sel=conditions

18. Australian Shareholders' Association. (2015, April 13). Australian Shareholders' Association. Retrieved from https://www.australianshareholders.com.au/

19. Drummond, S. (2014, November 5). Cabcharge Chairman Russell Balding attacks shareholders' association spill threat. Retrieved from http://www.theleader.com.au/story/2675731/cabcharge-Chairman-russell-balding-attacks-shareholders-association-spill-threat/?cs=7

20. Cabcharge. (2014, November 26). AGM 2014 - Results of Meeting. Retrieved from https://www.cabcharge.com.au/pdfsubframe.htm?/investorinfo/docs/AGM_2014_-_ Results_of_Meeting.pdf?sel=asxcontent

21. Tan, S. (2014, October 30). 'Strike' companies nip and tuck pay packages. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/strike-companies-nip-and-tuck-pay-packages-20141030-11ebr5.html

22. Ibid.

23. Australian Shareholders' Association. (2015, April 13). Australian Shareholders' Association. Retrieved from https://www.australianshareholders.com.au/

24. Australian Securities Exchange. (2010) Corporate Governance Principles and Recommendations with 2010 Amendments (2nd Edition). Retrieved from http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/cg_principles_recommendations_with_2010_amendments.pdf

25. ASX. (2012). Cabcharge's Director's Report 2012. Retrieved from http://www.asx.com.au/asxpdf/20120928/pdf/4290p7lbslrxz5.pdf

26. Australian Shareholders' Association. (2015, April 13). Australian Shareholders' Association. Retrieved from https://www.australianshareholders.com.au/

27. Shaun Drummond. (2014, November 13). Cabcharge audit boss quits ahead of AGM. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/cabcharge-audit-boss-quits-ahead-of-agm-20141102-11fq74.html

28. Shaun Drummond. (2014, November 27). Cabcharge director Rodney Gilmour quits hours before AGM. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/markets/cabcharge-director-rodney-gilmour-quits-hours-before-agm-20141126-11u222.html

澳洲聯邦銀行：詐欺者

個案大綱

澳洲聯邦銀行（Commonwealth Bank of Australia）的財務規劃部門—聯邦財務規劃有限公司（Commonwealth Financial Planning Limited，以下簡稱 CFPL）—在 2003 年到 2012 年間涉及一起重大的詐欺案。CFPL 財務規劃師有詐欺的行為，偽造客戶檔案和文件，並將客戶資金投入高風險的投資，以賺取高額的佣金和獎金。這欺騙性財務建議造成數以百計的澳洲人失去了他們的積蓄，有些人的甚至損失數百萬。儘管在 CFPL 內部有吹哨人舉報，但是澳洲證券和投資委員會（Australian Securities and Investments Commission，以下簡稱 ASIC）被批評反應過慢且處置不當，令人費解。同時，CFPL 對受害者的賠償也被抨擊為掩護他們的詐欺規劃師，同時企圖欺騙受害者以減少賠償。本個案主旨是討論績效薪酬對行為的影響；集團公司治理；管理階層與董事確保法規遵循所需扮演的角色；監管機構和媒體在公司治理中的角色；吹哨人的保護；以及道德。

黑色的暗流

澳洲聯邦銀行是澳洲四大銀行中規模最大的銀行，持有澳洲 29%的家庭存款[1]。CFPL 隸屬於澳洲聯邦銀行的財富管理部門，在 2006 年至 2011 年由財富管理部主管 Grahame Petersen 所領導[2]。2008 年 2 月，ASIC 向 CFPL 發出警告通知，指出有 38 個 CFPL 財務規劃師因為未能遵守財務建議協議而被列為「重要風險」[3]。與此同時，傑夫・莫里斯（Jeff Morris），一位剛加入新南威爾士州查茨伍德分行（Chatswood，New South Wales）的財務規劃師，嗅到銀行有不尋常之處。

「狡猾唐」的傳說

在38個被列在警告名單中的名字中，有一位是唐納德・阮(Donald Nguyen，簡稱唐）。莫里斯對唐可說是非常熟悉，因他也是查茨伍德分行的財務規劃師，座位離莫里斯只有幾步之遙。唐是CFPL頂尖作家之一，一共吸引1300名客戶[4]與他一起投資。在2007年，唐在CFPL財務規劃師排行榜上名列前茅，單就那年所管理的投資組合就高達三千九百零六萬四千六百五十七澳元，超越他的年度目標三倍以上[5]。

但是唐的名列前矛是有點可疑的，唐素以不道德的手段作業績而聞名，在同事間有「狡猾的唐」[6]稱號。在親眼目睹了唐的一些不誠實的行為後，憤怒的莫里斯警告他團隊的財務規劃經理[7]。令他無法置信的是，這位經理對他的警告置之不理。莫里斯的同事後來告訴他，由於唐是澳洲聯邦銀行頂尖的財務規劃師，所以有管理高層的庇護[8]。

一分錢一分貨

澳洲聯邦銀行的財務規劃師的年薪有一半以上取決於短期績效的報酬，例如獎金。佣金的多寡則與所投資資產的風險程度掛鉤，因此財務規劃師有動機鼓勵客戶盡可能選擇高風險的投資組合[9]。而且高層的態度是無情的—達成銷售目標或放棄飯碗[10]，這就是澳洲聯邦銀行以激進的銷售導向和極短期的薪酬激勵計畫所塑造的「鍋爐房」文化，短視地追求獎金而不鼓勵誠信。

高層的掩護

客戶很快地發現投資組合價格在短短幾個月內崩跌到幾乎為零，各種抱怨淹沒了整間銀行。在全球金融危機的背景下，客戶—尤其是退休人士—選擇這種投機和高風險的投資組合顯然不合理。莫里斯再次感到不對，並通報中階主管，但他得到的回應依然是冷漠和迴避[11]。

然而，隨著公眾給予的壓力不斷增加，迫使澳洲聯邦銀行進行正式的調查，調查發現唐秘密地操弄客戶的風險偏好，誘使客戶選擇超投機的投資組合以賺取更高佣金[12]。尤其是非常多的客戶「要求」將50%的投資組合購買房地產信託[13]—風險極高的投資資產。唐欺騙和操弄客戶讓他們誤以為賠錢是因為運氣不佳。2008 年 9 月，唐因欺詐及違反法規被停職。

與此同時，客戶對其它財務規劃師的投訴也不斷湧入，例如：克里斯托弗・貝克（Christopher Baker）[14]和里克・吉萊斯皮（Rick Gillespie）[15]。更糟糕的是，先前因唐而受害的客戶並未得到其他規劃師的協助，因此不斷向銀行要求解釋。CFPL 在此時需要有人來滅火，可以阻止客戶繼續投訴的人。但令人難以置信的是，2008 年 10 月 15 日，唐不僅恢復了職務，還晉升為高級財務規劃師[16]。

莫里斯很快瞭解到，由於管理高層掩蓋財務規畫師的欺詐行為，從內部解決這問題永遠不會成功。然而，由於莫里斯不信任監管機構的吹哨人保護政策，他決定保持沈默，並且花更多時間繼續收集唐不法行為的證據。2008 年 10 月 30 日，莫里斯最終和其他兩位長期服務的同事一起揭發唐，他們以「三貂」[17]的別名，傳真一份報告到 ASIC，說明採取緊急行動的必要性。

儘管吹哨人告密指出客戶檔案已被清理乾淨，然而，幾個月過去了，ASIC 並未有向 CFPL 索取證據的積極行動。相反的，ASIC 選擇與 CFPL 討論此案，2008 年 12 月，雙方聯合提出解決方案，解決方法是「嚴密監督」唐，並要求唐的財務建議在「批准前需經過審核」[18]。極度憤怒的「三貂」於是決定在 2009 年 5 月將此案件交給「投資者日報（Investor Daily）」的記者達林・泰森陳（Darin Tyson–Chan）[19]。

唐的瓦解

「投資者日報」在 2009 年 5 月至 6 月刊登文章，詳述唐一系列的欺詐行為。據悉，澳洲聯邦銀行早在 2008 年 10 月就知道至

少有十四起偽造案件[20]，但卻沒有採取任何補救措施。他們將欺詐案件歸咎於「一些爛蘋果」，而非銀行內部欠缺法規遵循文化，或 CFPL 存在的利益衝突問題。事實上，為防止因客戶訴訟而可以取得某些內部文件，資深高層安排這些文件由法律部門處理保管，使文件可得到法律保障的特權[21]。澳洲聯邦銀行也允許一些詐欺的財務規劃師辭職並到其它公司工作，而不是將其解雇[22]，避免「負面的新聞報導」。

吹哨人還向澳洲聯邦銀行集團的安全部門和高階主管發送匿名電子郵件[23]，指控 CFPL 管理高層試圖包庇詐欺財務規劃師。這一次，成功地引起銀行注意及反應。澳洲聯邦銀行集團安全部門對 CFPL 內部進行詳盡調查，卻驚人地發現很多唐的客戶文件都不見了。

2009 年 7 月 3 日，唐宣稱健康不佳而辭職，在澳洲聯邦銀行集團的保險方案下，他終生每年可以獲得七萬澳元的補助[24]。更糟糕的是，從 2008 年到 2010 年，首席風險官 Alden Toevs 和財富管理部主管 Grahame Petersen 的年度獎金分別增加了約四百五十萬澳元和兩百一十萬澳元[25]。這一切與一個令人悲痛的媒體故事形成對比—因為不良財務規畫師的欺騙而喪失了一生積蓄的受害者，正奮鬥著向澳洲聯邦銀行尋求合理的賠償。

同時，莫里斯感受到來自高層主管的巨大壓力，因為高層決定找出對媒體洩密的來源。在由於身份曝光，且 ASIC 沒有採取行動的情況下，三名告密者只能坐以待斃。

2010 年 2 月 24 日，在莫里斯第一封匿名傳真發送給證投會的十六個月之後，吹哨人終於走進 ASIC 辦公室，要求 ASIC 扣留客戶檔案並採取果決的行動。莫里斯回憶與一位 ASIC 人員的對話說道：「他們告訴我，從那天起我得到吹哨人保護，然後，他接著說，但基本上這不值得什麼。」[26] 諷刺的是，澳洲在 2004 年剛剛修訂「公司法」，為吹哨人提供了更有力的保護。然而，莫里斯對此並不感到驚訝，因在金融業普遍認為 ASIC 並不是最值得信賴的監管機構[27]。

個個擊破

2010 年 3 月 24 日，ASIC 命令 CFPL 在兩個星期內交出正在調查中的客戶檔案，開始了 ASIC 與 CFPL 第一次衝突。澳洲聯邦銀行也被迫制定一個補償計劃來安撫受影響的客戶。2010 年 11 月，澳洲聯邦銀行最終提出受害者自願補償方案，策略是個個擊破—孤立每位受害者，給予整體補償方案片面資訊 [28]，使澳洲聯邦銀行能支付最低的補償金 [29]。

珍妮絲李・布隆德（Janice Lee Braund）和她的丈夫亞倫（Alan）是唐最著名的兩位受害者。2002 年，這對夫婦因為唐有澳洲聯邦銀行「明星規劃師」的美名，將一百萬澳元的退休儲蓄交給了唐。然而，唐在意的事如何極大化他的佣金，無視這對夫婦明確地指示要求保護本金，唐偽造了布隆德的簽名，將這對夫婦的資金轉移到高危險的產品上，最終在 2009 年金融危機來襲時血本無歸。

根據賠償計劃，布隆德最初能拿到二十萬澳元，幸運的是，她有一張紙條，上面寫著：「布隆德風險偏好為保守型，而且她們非常擔心並且不希望動用到他們的退休本金。」[30] 以這張紙作為談判籌碼，她的賠償金額被提高到二十一萬五千澳元，最後為八十八萬澳元 [31]。不幸的是，並不是所有的受害者都有這樣的談判籌碼，大部分收到的補償金額都不盡如人意。

費爾法克斯公布的公平事實

ASIC 的調查證實了 CFPL 的唐和其他無良財務規劃師的欺詐行為。2011 年 10 月 26 日，澳洲聯邦銀行與 ASIC 簽署了為期兩年的執行命令（Enforceable Undertaking），執行命令的目標是審查澳洲聯邦銀行的風險管理系統、內部風險管控、以及財務規劃師的監督，在這段時間裡，還有三個財務規劃師被要求要「離開這產業」[32]。

與此同時，布隆德因澳洲聯邦銀行和 ASIC 對她的投訴敷衍回應，讓其耐心消磨殆盡。儘管布隆德答應接受 ASIC 專訪並分享

她的故事，但她堅持這些並不足以安撫受害者的憤怒和痛苦，她多次向澳洲聯邦銀行和 ASIC 投訴但都不被理睬，她對澳洲聯邦銀行試圖掩蓋的企圖感到厭惡，最後決定把她的經歷帶到費爾法克斯傳媒（Fairfax Media）[33]。2013 年 6 月 20 日，費爾法克斯的報告引發了隔月參議院的調查，調查主要集中在兩個關鍵點 — CFPL 的財務規劃師的不當行為，以及 ASIC 總體表現不佳。

參議院調查的最終報告在 2014 年 6 月 26 日公佈，報告對 ASIC 及 CFPL 提出嚴厲的譴責，報告中指出有「對重大事實有偽造和不誠信掩飾的情事」[34]。委員會主席參議員馬克・畢曉普（Mark Bishop）提到，CFPL 的行為導因於魯莽的、以銷售為基礎的文化和輕忽的管理高層，只重視利潤而不在意是否有遵循法規或不法行為」[35]。他也評論說：「ASIC 似乎遺漏或輕忽明確且持續的早期警訊，這些警訊可瞭解公司是否從事不法活動，或將消費者或投資者權益暴露在高風險下。」[36] 在 ASIC 和 CFPL 一系列的調查結果中，有人要求皇家調查委員會（Royal Commission）會介入，但這請求最終被拒絕了。

逐漸明朗

參議院的報告給予澳洲聯邦銀行的 CFPL 負面報導，並在整個澳洲興起漣漪。七天後，2014 年 7 月 3 日，一直努力保持低調的澳洲聯邦銀行執行長伊恩・納列夫（Ian Narev）被逼的第一次公開道歉，並為受害者提出了新的賠償方案 [37]。這個名為「開放式諮詢評估計劃（Open Advice Review Program）」的補償計劃在 2014 年 8 月中旬啓用，對所收到的任何財務建議進行評估 [38]，在評估結束後，賠償要約會由澳洲聯邦銀行資助的「獨立客戶提倡者（independent customer advocate）」處理。如果受害者仍然覺得賠償金額不足，他們可以向由前高等法院法官 Ian Callinan 擔任主席的獨立審查小組提出上訴，獨立小組所做出的決定有法律效力 [39]。

儘管如此，審查過程是否具獨立性令人存疑 [40]，因為這個過程的第一階段仍然由澳洲聯邦銀行進行處理，莫里斯甚至把銀行新的

賠償方案比喻為「一流的櫥窗擺飾」，並且不同意以「拉動」式為原則的審查過程，「這個方案的問題是客戶必須提出申訴，」莫里斯補充說道，「但我猜很少人會這麼做。」[41]

一如往常

矛盾的是，澳洲聯邦銀行的股價在整個事件過程沒有經歷過任何持續性的不利影響，股價唯一大幅下跌的時期是 2013 年 5 月 20 日至 2013 年 6 月 10 日，當時股價從每股 73.49 澳元下跌至每股 65.0242 澳元，下跌 11.5% [42]。自此，股價上漲，2014 年 10 月 31 日閉市價格收在每股 80.48 澳元。摩根士丹利（Morgan Stanley）的分析師 Richard Wiles 在報告中指出，即使受到補償計畫的財務衝擊以及聲譽受損可能影響收入的負面考量 [43]，目標價格仍為每股 87.20 澳元。

退一步進兩步

在澳洲聯邦銀行聲譽受損以及不確定的財務損失的情況下，客戶對澳洲聯邦銀行的滿意度下滑，在羅伊・摩根（Roy Morgan）「最受青睞的機構」滿意度評比中，澳洲聯邦銀行從 2014 年初的第一名到 2014 年 9 月止已滑落到第三名，這使得管理高層失去四分之一的長期獎金 [44]。而由於新的補償計劃，每天都有新的客戶索賠。目前已給付五千兩百萬澳元的賠償，而最終賠償金額可能高達兩億五千萬澳元 [45]。

有鑑於 CFPL 的醜聞，財務規劃產業的誠信備受質疑，而客戶缺乏保護尤其主要關注的焦點。澳洲政府很快地導入新的措施作為回應，新的措施包括建議設置一個強化產業的財務顧問公開註冊機構，藉以提高產業的透明度。此外，2014 年 9 月，一份有關公司法修改的建議文件公布，當中有提到加強客戶對資訊的取得，以及減少可能發生的利益衝突。

ASIC 很快的也對其在參議院報告中的批評做出回應，成立了一

個吹哨人辦公室，能更快地對吹哨人的舉報作出回應，並開始對整個組織做改造，加強溝通與透明度[46]。

問題與討論

1. 請描述管理階層在整個事件中所採取的行動和行為。請討論這些行動及行為是否不恰當以及是否使事情更加惡化。若您是執行長伊恩・納列夫（Ian Narev），在危機期間內，您會做出什麼不同的事嗎？

2. *「給我看一家公司的薪酬計劃，我會告訴你這家公司員工的表現會如何」*
   —通用電氣公司（General Electric）前執行長 Jack Welch

   請檢視在澳洲聯邦銀行的薪酬計畫中所關注的核心為何？您認為這會對澳洲聯邦銀行的企業文化和員工行為有多大的影響力？假如需要做任何的更動，您會對薪酬計劃做什麼改變？

3. 在參議院調查最終報告中，ASIC 被描述為「等待投訴，調查其中一小部分，甚至起訴更少部分」。儘管 ASIC 在調查過程中可能會遭遇困難，請探討並評估 ASIC 在醜聞過程中所採行的行動。

4. 媒體在揭發 CFPL 欺詐案扮演非常重要的角色。請討論媒體在您的國家促進公司治理所扮演的角色。是否有因素限制其有效性呢？

5. 請簡要討論一個好的吹哨人保護政策的重要性。您認為這個政策是否足以保護莫里斯和他的同伴呢？是否有進一步改進的方法能鼓勵那些知道組織中不法行為的人吹哨，而不是保持沉默？

6. 澳洲聯邦銀行在客戶中享有很高聲譽，但 CFPL 一案嚴重影響它的聲譽。像澳洲聯邦銀行般的集團在提倡道德行為、法規遵循以及良好的公司治理時，會面臨著哪些挑戰呢？

附註

1. Glory Global Solutions. (n.d.). Case Study on Commonwealth Bank Australia. Retrieved from http://www.gloryglobalsolutions.com/en-gb/resources/Case%20Studies/Commonwealth%20Bank%20Case%20Study_EN.pdf

2. Ferguson. A. & Butler. B. (2014, August 8). Commonwealth Bank Executive Grahame Petersen Retires. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/commonwealth-bank-executive-grahame-petersen-retires-20140808-101sk7.html

3. The Senate. (2014, June) Performance of the Australian Securities and Investment Commission. Retrieved from http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Committees/Senate/Economics/ASIC/Final_Report/index

4. Ferguson. A. (2013, October 22). CBA Paying Banned Planner for Last Four Years. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/banking-and-finance/cba-paying-banned-planner-for-last-four-years-20131022-2vym5.html

5. Ferguson. A. (2014, May 13). Banking Bad. Podcast retrieved from http://www.youtube.com/watch?v=-xoZLzgH8pQ

6. Millan. L. (2014, March 24). Whistleblower Claims the Existence of 100 CBA Rogue Advisors. Retrieved from http://www.financialstandard.com.au/news/view/38845015/

7. Morris J. (n.d.). Submission to Senate Inquiry. Retrieved from http://www.aph.gov.au/DocumentStore.ashx?id=750d427e-37ca-4f47-82e6-2c4a898c5919&sub¬Id=205346

8. Ferguson. A. (2014, May 13). Banking Bad. Podcast retrieved from http://www.youtube.com/watch?v=-xoZLzgH8pQ

9. The Senate. (2014, June) Performance of the Australian Securities and Investment Commission. Retrieved from http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Committees/Senate/Economics/ASIC/Final_Report/index

10. Ferguson. A. (2014, June 22). Targets, Bonuses, Trips - Inside the CBA Boiler Room. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/banking-and-finance/targets-bonuses-trips--inside-the-cba-boiler-room-20130621-2oo9w.html#ixzz3HtrqSuRj

11. Morris J. (n.d.). Submission to Senate Inquiry. Retrieved from http://www.aph.gov.au/DocumentStore.ashx?id=750d427e-37ca-4f47-82e6-

2c4a898c5919&sub¬Id=205346

12. The Senate. (2014, June 26). Performance of the Australian Securities and Investment Commission. Retrieved from http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Committees/Senate/Economics/ASIC/Final_Report/index

13. Morris J. (n.d.). Submission to Senate Inquiry. Retrieved from http://www.aph.gov.au/DocumentStore.ashx?id=750d427e-37ca-4f47-82e6-2c4a898c5919&sub-Id=205346

14. Morris J. (n.d.). The Performance of the Australian Securities and Investment Com-mission. Retrieved from http://www.aph.gov.au/DocumentStore.ashx?id=c3ba38d5-f1d7-46a4-a485-6b10da61349e&subId=31124

15. Ferguson. A. (2013, July 15). ASIC has Much to Answer at Senate Inquiry. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/asic-has-much-to-answer-at-senate-inquiry-20130714-2py4o.html

16. The Senate. (2014, June 26) Performance of the Australian Securities and Investment Commission. Retrieved from http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Committees/Senate/Economics/ASIC/Final_Report/index

17. Morris J. (n.d.). Submission to Senate Inquiry. Retrieved from http://www.aph.gov.au/DocumentStore.ashx?id=750d427e-37ca-4f47-82e6-2c4a898c5919&sub¬Id=205346

18. Chapter 9. Commonwealth Financial Planning Limited: ASIC's Investigations of Misconduct at CFPL. (n.d). Parliament of Australia. Retrieved from http://www.aph.gov.au/parliamentary_business/committees/senate/economics/asic/final_report/c09

19. Ibid.

20. Ferguson.A. & Vedelago. C. (2013, June 22). Targets, Bonuses, Trips – In¬side the CBA Boiler Room. Retrieved from http://newsstore.fairfax.com.au/ apps/viewDocument.ac;jsessionid=1130AEDFCD538A3B7EDF07AC49B-09DCB?sy=afr&pb=all_ffx&dt=selectRange&dr=1month&so=relevance&s-f=text&sf=headline&rc=10&rm=200&sp=brs&cls=472&clsPage=1&docID=AGE130622374EO3MKR5F

21. Ibid.

22. Ferguson. A. & Butler. B. (2014, August 9). ASIC Probes Commonwealth Bank over Financial Planner Forgery. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/asic-probes-commonwealth-bank-over-financial-planner-forgery-20140808-1020zn.html

23. Morris J. (n.d.). Submission to Senate Inquiry. Retrieved from http://www.aph.gov.au/DocumentStore.ashx?id=750d427e-37ca-4f47-82e6-2c4a898c5919&sub¬Id=205346

24. Ferguson. A. (2013, October 22). CBA Paying Banned Planner for Last Four Years. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/banking-and-finance/cba-paying-banned-planner-for-last-four-years-20131022-2vym5.html107 108

25. Commonwealth Bank of Australia. (n.d.). Annual Reports. Retrieved from https://www.commbank.com.au/about-us/shareholders/financial-information/annual-re¬ports.html

26. Morris J. (n.d.). Submission to Senate Inquiry. Retrieved from http://www.aph.gov.au/DocumentStore.ashx?id=750d427e-37ca-4f47-82e6-2c4a898c5919&sub¬Id=205346

27. Ibid.

28. Morris J. (n.d.). Submission to Senate Inquiry. Retrieved from http://www.aph.gov.au/DocumentStore.ashx?id=750d427e-37ca-4f47-82e6-2c4a898c5919&sub¬Id=205346

29. Freeman, G. (2014, July 4). CBA Breaks Cover to Announce Expanded Advice Victim Compensation Scheme. Retrieved from: http://www.professionalplanner.com.au/featured-posts/2014/07/04/cba-breaks-cover-to-announce-expanded-advice-victim-compensation-scheme-29161/

30. Ferguson. A. (2014, May 6). Banking Bad, Transcript. ABC News. Retrieved from http://www.abc.net.au/news/2014-05-05/banking-bad/5433156

31. Ibid.

32. The Senate. (2014, June 26) Performance of the Australian Securities and Investment Commission. Retrieved from http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Committees/Senate/Economics/ASIC/Final_Report/index

33. Ferguson. A. (2014, July 5). CBA may Fall Victim to Hubris as Pressure Rises over Financial Planning Scandal. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/cba-may-fall-victim-to-hubris-as-pressure-rises-over-financial-planning-scandal-20140704-3bdt8.html

34. Ferguson. A. & Butler. B. (2014, June 26). Commonwealth Bank Facing Royal Commission Call after Senate Financial Planning Inquiry. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/banking-and-finance/commonwealth-bank-facing-royal-commission-call-after-senate-financial-planning-

inquiry-20140625-3asy6.html

35. McGrath. P. & Janda. M. (2014, June 27) Senate Inquiry Demands Royal Commission into Commonwealth Bank, ASIC. ABC News. Retrieved from http://www.abc.net.au/news/2014-06-26/senate-inquiry-demands-royal-commission-in¬to-asic-cba/5553102

36. Ibid.

37. Ferguson, A., & Butler, B. (2014, July 4). CBA Sorry 'Too Little, Too Late' Retrieved from http://www.smh.com.au/business/banking-and-finance/cba-sorry-too-little-too-late-20140703-3bbhy.html

38. Ibid.

39. Janda. M. (2014, July 11). Commonwealth Bank Financial Planning Compensation Scheme to be Led by Ex-High Court Judge Callinan. ABC News. Retrieved from http://www.abc.net.au/news/2014-07-11/commonwealth-bank-financial-planning-compensation-scheme-callin/5589922

40. Eyers. J. & Coorey. P. (2014, July 3) CBA to Review a Decade of Advice. Retrieved from http://www.afr.com/p/business/companies/cba_to_review_decade_of_advice_ c1ZF1Jln3SoG61PU6VbLbJ

41. Drummond. S. (2014, August 10). Commonwealth Bank Names Former Regulator Jeff Carmichael to Oversee Financial Advice Review. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/commonwealth-bank-names-former-regulator-jeff-carmichael-to-oversee-financial-advice-review-20140810-102ine.html#ixzz3HVVSEzST

42. Yahoo Finance. (n.d.). Commonwealth Bank of Australia. Retrieved from https://au.finance.yahoo.com/echarts?s=CBA.AX#symbol=CBA.AX;range=

43. Morgan Stanley. (2014, July 8). Commonwealth Bank Australia, Financial Planning Problems: The Implications. Retrieved from http://media.crikey.com.au/wp-content/uploads/2014/07/MS-on-CBA.pdf

44. Eyers. J. (2014, October 21). Financial Planning Scandal Threatens CBA Customer Service Title. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/banking-and-finance/financial-planning-scandal-threatens-cba-customer-service-title-20141021-119clp.html

45. Ferguson. A. & Williams. R. (2014, June 14). Commonwealth Bank Compensation Bill may Run to Multi Millions. The Sydney Morning Herald. Retrieved from http://www.smh.com.au/business/banking-and-finance/commonwealth-bank-compensa¬tion-bill-may-run-to-multi-millions-20140613-3a30h.html

46. Cormann, M. (2014, October 24). Government Response to the Senate Inquiry into the Performance of ASIC. Retrieved from http://mhc.ministers.treasury.gov.au/me¬dia-release/043-2014/109

賽諾菲：王國領導的免職

個案大綱

2008 年 9 月，法國製藥大廠賽諾菲（Sanofi）迎來其首位非法籍執行長—克里斯多福・魏巴赫（Christopher A. Viehbacher，以下簡稱魏巴赫）。魏巴赫擁有德國與加拿大雙重國籍，為公司帶來文化的轉變，為了重振日漸孱弱的製藥王國，他進行了一連串的改革。儘管股票市場對魏巴赫的改革抱持正向態度，以塞爾日・溫伯格（Serge Weinberg，以下簡稱溫伯格）為首的董事會很明顯地對這位公司非法籍領導者感到不滿。2014 年 10 月 29 日，魏巴赫毫無預警地被開除，引起市場一片譁然，並開始對這個全球製藥巨頭之一的公司產生質疑。究竟是什麼原因使得魏巴赫被炒魷魚？誰又將成為他的接班人？本個案主旨探討董事會與高階經理人間的關係；執行長接班計畫；執行長特質；文化差異；及任免執行長。

製藥王國—賽諾菲

賽諾菲年收三百三十七億七千萬歐元[1]，為全球第四大藥廠。1994 年成立於法國，經過數十年的努力，逐漸拓展為世界級藥廠，並先後於巴黎的泛歐證券交易所（ Euronext Paris）及紐約證券交易所（New York Stock Exchange）掛牌上市。賽諾菲透過併購著名的藥廠，如： 米迪（Laboratories Midy）與聖德拉堡集團（Synthélabo）[2] 藉以建立豐富傳統及法國創新史，並引以為豪。

董事會組成

賽諾菲的董事會由十五名董事組成，包括魏巴赫、四名非獨立董事，以及十位獨立董事，且大部分（三分之二）都是法籍人士。身兼董事會主席與獨立董事的溫伯格，於 2010 年 5 月領導董事會。

董事會之下的其中一個委員會，是提名與治理委員會（Appointments and Governance committee），負責評估董事會、委員會以及高階管理層的結構與表現。在 2014 年 11 月以前，都是由溫伯格擔任該委員會主席[3]，委員會成員共四位，其中三位為獨立董事，且皆為法國人[4]。

王國的領導

魏巴赫在 2008 年 9 月以執行長身分加入賽諾菲之前，是葛蘭素史克股份有限公司（GlaxoSmithKline）的北美地區的主管。由於有在加拿大、歐洲以及美國的工作經驗，使魏巴赫擁有豐富的國際商務歷練。他被任命為賽諾菲首位非法籍執行長，使大眾預期這家法國第二大上市公司將產生重大變革[5]。

賽諾菲的救命仙丹

市場猜測指派魏巴赫意味著公司文化的轉變，希望透過走出傳統法國與歐洲文化據點，使塞諾菲更加國際化[6]。在魏巴赫被任命之前，塞諾菲一直以來都以歐洲為重心，也不意外地依著「美國市場就之後再說吧！」[7]的想法行事，這樣的管理風格阻礙了公司在美國與其他海外市場的發展。而就在魏巴赫上任前夕，賽諾菲的減重藥物（Acomplia）在美國歷經了慘重的失敗。

屋漏偏逢連夜雨，賽諾菲也同時面臨了占營收達 40% 的六項關鍵專利權即將到期的問題，賽諾菲也因此被歐洲競爭對手遠拋在後，分析師更稱其為「歐洲製藥界的落後者」[8]。賽諾菲在準備不足的情況下和新競爭者與學名藥製造商（generic pharmaceutical manufacturers）的潛在敵人競爭。

魏巴赫接管後，他發起了一系列的汰舊換新，為公司帶來「新氣象」[9]，他將焦點放在強化賽諾菲的研發技術，並帶領塞諾菲打進國際市場。另一方面，他裁員超過 40% 的員工，並將非核心資產出售，因為他「只是不相信那些計畫」。投資人對魏巴赫這一連串的改

革頗表歡迎，賽諾菲的股價一路平穩地從他 2006 年上任時的每股 25.62 美元，到他 2014 年離職時，已經上升到每股 56.43 美元的高峰 [10]。

自掘墳墓

儘管魏巴赫為公司帶來許多貢獻，在他擔任執行長的期間，賽諾菲可說是喜憂參半。他獨特的管理風格與文化衝擊，在董事會產生對立與不滿。

魏巴赫強硬且不容置喙的管理風格是眾所皆知的，而這樣的行事風格董事會並不買單。身為執行長，他總是獨斷專行，即使是公司的重大決策也不與董事會諮詢討論，所以董事們往往對他的計畫所知甚少。雖然他對自己扭轉局面的策略信心十足，管理風格仍然使得他與董事之間的關係愈趨緊繃。在一次與美國《財星》（Fortune）雜誌的訪談中，溫伯格說：「董事會當時面對的是一位『沒有意願溝通』的執行長，且情況每下愈況，董事們對他的信任越來越低，情況非常艱難。」[11] 他也提到，董事會一致認為在一家規模龐大、國際化且複雜的公司裡，管理風格應該要更具包容性 [12]。

非法籍執行長與泛法董事會之間的文化差異更加劇了兩者之間的緊張情勢。身為外來者對上法國文化，魏巴赫實施的盎格魯—薩克遜式管理風格，被董事會強烈質疑。2014 年 6 月，魏巴赫決定搬到美國波士頓，使得法國政府越來越擔心賽諾菲把重心遷出法國本土。即使賽諾菲聲稱那僅是個人意願的決定，並不會影響公司的營運 [13]，但賽諾菲身為法國最大的公司之一，其根基已深植於本土企業與政治生活中，魏巴赫的決定顯然有待商榷 [14]。

燃燒的副作用：鳳凰計畫

2014 年 3 月底，魏巴赫秘密計畫要將賽諾菲幾項成熟藥物（專利過期的藥品）出售給彭博社（Bloomberg），但消息卻不幸走

漏讓媒體得知了。在此之前，賽諾菲的董事會對這項名為鳳凰計畫的秘密行動完全不知情，魏巴赫一直以來都在未與董事會討論的情況下暗中進行。董事會感到相當震驚，溫伯格表示：「董事們是從媒體報導中得知這項計畫的，如果他們知情的話，絕對不會允許這種事情發生」。根據報導，魏巴赫在被溫伯格質問時一口否認了這項計畫的存在[15]。

三周後，在 2014 年 6 月，另一個計畫的文件被法國總工會（The General Confederation of Labour）——個法國國際貿易聯盟中心—洩漏給媒體。這份共計二十五頁的文件，詳細地記錄了一項於 5 月 6 日呈給投資委員會的計畫書，內容提到出售一個由成熟藥物與低成長藥物所組成，價值超過六十三億歐元的投資組合[16]。這項出售計畫影響了六個製造與物流據點，以及在歐洲的兩千六百位員工，對當時正逢高失業率的法國，可以說是「不恰當、傷人」[17]，且「在法國非常敏感」[18]。當溫伯格再一次針對這項未公開計畫質問魏巴赫時，這位當時的執行長將這大規模的行動輕描淡寫描述為一項「本地計畫」[19]。

董事會裡對魏巴赫的不滿情緒日益高漲，導致董事們考慮要在 2014 年 7 月將他趕出公司。這也使溫伯格在 2014 年 9 月初直接和魏巴赫討論交接計畫。

沒有我公司會垮！

在尚未落幕的鳳凰計畫爆發後兩個月，魏巴赫嗅到了董事會內部的不滿氛圍，促使他寫信給董事會，說明他為甚麼應該繼續保有執行長的職位[20]，也透露了他對溫伯格一直很小心[21]。在 2014 年 9 月 4 日寫下的這封信裡，他提到：「最一開始我是透過傳聞注意到董事會主席積極地尋找繼任執行長，以接替我的職務。」[22] 在信中並要求董事會就此問題做進一步的說明。然而他的要求並沒有得到任何回應，魏巴赫因此威脅董事會，揚言將採取法律行動[23]。

這封充滿爭議的信件，與魏巴赫的個人看法，在 2014 年 10 月

27 日被刊登在法國回聲報上（Les Echos）[24]，使賽諾菲內部醜事暴露在大庭廣眾之下。溫伯格懷疑這封信根本是魏巴赫自己洩漏出去的，因為只有執行長握有未署名的傳閱信件副本，董事會成員收到的都是簽過名的信件副本 [25]。

家醜外揚

2014 年 9 月，也就是魏巴赫被解職前一個月，溫伯格與魏巴赫達成接班計畫的「共識」[26]，也就是一旦魏巴赫下台，領導權將會和平移轉。直到 2014 年 10 月 27 日這封信被洩漏前，協議都還看似堅固。溫伯格認為，魏巴赫是為了要混淆視聽惡意走漏信件，並意圖背棄當時的君子協定（gentlemen's agreement）[27]。

和平交接於是成了天方夜譚。信件的走漏也導致執行長與董事會決裂，瓦解了雙方間原本就很薄弱的信任，遑論進行接班計畫的協商。有鑑於此，董事會相信這位執行長「並不想用自然及信賴的方式合作」，於是，就如溫伯格所說的：「董事會必須採取行動」[28]。

2014 年 10 月 27 日，也就是信件被公開的同一天，魏巴赫在一場在賽諾菲總部舉行的會議上，再次要求對他未來去向做說明，卻被溫伯格以「執行長繼任一事並不在議程上」為理由一口拒絕了 [29]。

2014 年 10 月 28 日，賽諾菲的董事們被通知召開緊急會議 [30]。在 2014 年 10 月 29 日早上舉行的臨時董事會，董事們無異議地一致同意開除已在製藥公司任職六年的魏巴赫。這決定與董事會兩天前的的聲明有很大的矛盾，不禁使外界質疑董事會為何突然改變心意？

風雲變色：魏巴赫的 D–Day

2014 年 10 月 29 日，在十五位董事一致同意解除魏巴赫的執行長職務後，魏巴赫與董事會長期以來的鬥爭畫上了句點。在魏巴赫突如其來的離職後，董事會尚未能找人接手執行長一職的空缺。

身為主席的溫伯格被任命為代理執行長點出了一件事—董事會忽視了其訂定接班計畫的關鍵職責。溫伯格在《財星》雜誌的一篇文章中坦言：「董事會並其實不樂見魏巴赫離開，尤其是在沒有接班人的情況下。」[31]

賽諾菲的董事會章程明訂：提名與治理委員會的關鍵職責之一為：「確保公司的行政組織有適切的接班計畫，特別是主席與執行長的部份，以便針對突發狀況下產生的空缺提出替代解決方案。」[32] 既然如此，賽諾菲為什麼沒有擬定魏巴赫的接班人計畫？

事實上，董事會曾嘗試制定執行長接班計畫。在魏巴赫就任執行長滿三年的時候，董事會提出制定接班計畫的要求[33]，卻被魏巴赫拖延阻攔，他壓根兒就不想要找出潛在的接班人。

雖然制定一個完善的接班計畫並不是董事會的首要任務，溫伯格在一次與《財星》雜誌的訪談中，幫賽諾菲辯護：「在歐洲，因為執行長通常被視為『萬能』的，所以董事會反應都會慢半拍。相較於歐洲其他公司董事會，賽諾菲處理這個問題是已經比較迅速的了。」[34]

震後餘波

魏巴赫突然地被解職使得投資人陷入恐慌，並引發連鎖反應，使賽諾菲股價在這決定性的一天下跌 4.5%。之後又因公司宣布最暢銷占公司營業額 18% 的抗糖尿病藥物「蘭得仕注射劑」（Lantus），在未來幾年的銷售將因削價競爭而持平，使公司股價創下近二十年來最大的單日跌幅。隔一天，2014 年 10 月 29 日，賽諾菲的股價在巴黎與紐約更是跌到了最低點。

新任執行長

賽諾菲花了四個月的時間，終於在 2015 年 2 月找到接班人，由

當時擔任拜爾醫藥保健公司（Bayer's HealthCare AG）管理委員會主席的白理惟（Olivier Brandicourt）接替魏巴赫[35]。在巴黎受過教育的他，顯然讓董事會相當滿意，溫伯格表示，白理惟對於賽諾菲所在的市場相當瞭解，他的「人格特質」也十分符合這個職位[36]。在訪談過程中，溫伯格又進一步說明，他想要的不僅是一位「有團隊精神且可以溝通的人」，也是「擁有產業背景，同時熟悉美國市場的人」[37]。這暗示著，在董事會的眼裡，「管理風格」正是魏巴赫不及格的地方。

賽諾菲選擇一位具有相當豐富國際經驗的法國公民。除了要重振國際成長計畫，白理惟也需要考慮重新訂定與溝通公司的法國本地策略，這也是魏巴赫的盎格魯—撒克遜管理制度惹怒法國官員以及法籍主導的董事會之處[38]。

問題與討論

1. 就案例中所述事件，請列出可能導致魏巴赫被開除的原因？請以董事會與執行長之間的文化差異以及關係加以評估。

2. 請具體說明您認為 C 字輩（C–suite）的高階主管與董事會之間應該維持著什麼樣的關係？

3. 執行長的角色與責任為何？一位好的執行長應該具備哪些的條件？根據您列出的條件，請探討魏巴赫在賽諾菲任職期間，是否為一位好的執行長？

4. 大家對魏巴赫被突如其來的解職反應為何？您認為賽諾菲對事發過程的處理是否恰當？

5. 一項好的接班計畫該包含哪些要素？請解釋為何明確的接班計畫對於公司治理十分重要。

6. 提名委員會（即此案例中的提名與治理委員會）在接班計畫中應扮演什麼樣的角色？賽諾菲的提名委員會是否適當地履

行應盡職責？

7. 您認為整件事的發生應歸咎於魏巴赫的程度為何？您認為誰應該為整起案件負起最終責任？

8. 如果您是溫伯格，身為董事會以及提名與治理委員會的主席，面對一位不合作的執行長，您會如何處理在資訊分享與接班計畫上所遇到的問題？

附註

1. Sanofi. (2015). Annual report on form 20-F 2014, p. 2. Retrieved from http://en.sanofi.com/investors/news/financial_publications/financial_publications.aspx

2. Meek, T. (2013, May 24). A look back at Sanofi's merger with Synthélabo. Retrieved from http://www.pmlive.com/pharma_news/a_look_back_at_sanofis_merger_with_synthelabo_477146

3. Sanofi. (2014). Annual report on form 20-F 2013, p. 176. Retrieved from http://en.sanofi.com/investors/news/financial_publications/financial_publications.aspx

4. Sanofi. (2015). Annual report on form 20-F 2013, p. 182. Retrieved from http://en.sanofi.com/investors/news/financial_publications/financial_publications.aspx

5. World of CEOs Dossiers. (n.d.) Chris Viehbacher, CEO, Sanofi-aventis. Retrieved from: http://www.worldofceos.com/dossiers/chris-viehbacher

6. Whalen, J. (2014, October 29). Sanofi fires CEO as tensions boil over. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/sanofi-fires-ceo-christopher-viehbacher-1414571451

7. Edwards, J. (2008, September 10). New CEO Veihbacher, plucked from the U.S., could de-frenchify Sanofi. CBS Moneywatch. Retrieved from http://www.cbsnews.com/news/new-ceo-veihbacher-plucked-from-the-us-could-de-frenchify-sanofi/

8. Hirschler, B. (2008, September 9). UPDATE 2-Glaxo's Viehbacher gets a top Sanofi job - source. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2008/09/09/glaxo-sanofi-idINL950118520080909

9. Kollewe, J. (2014, October 29). Profile: Christopher Viehbacher, the 'smiling killer'. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2014/oct/29/christopher-viehbacher-sanofi-chief-executive

10. Edwards, J. (2014, October 29). Drugmaker Sanofi fired its CEO and the stock is tanking. Business Insider Singapore. Retrieved from http://www.businessinsider.sg/sanofi-fires-ceo-chris-viehbacher-2014-10/#.VSovgLqsCkR

11. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/

12. Thomson, A. (2014, October 29). 'Style' clash cited as Sanofi ousts Chris Viehbacher. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3217352e-5f81-11e4-986c-00144feabdc0.html

13. Ward, A. (2014, June 3). Chief of French pharmaceuticals group Sanofi moves to US. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/db1a4436-eb1e-11e3-9c8b-00144feabdc0.html#axzz3X9tgA4Oe

14. Ward, A. (2015, February 20). Five big challenges facing Sanofi's new chief Olivier Brandicourt. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8cb2611a-b900-11e4-b8e6-00144feab7de.html

15. Bloxham, E. (2014, October 30). Sanofi's CEO ouster: A snowball of bad judgment calls. Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2014/10/30/sanofis-ceo-ouster-a-snowball-of-bad-judgment-calls/

16. Huet, N. (2014, July 16). Sanofi held talks with Abbott, Mylan about mature drugs - document. Reuters. Retrieved from http://uk.reuters.com/article/2014/07/16/uk-sanofi-sale-idUKKBN0FL1I420140716

17. Sean Farrell, J. K. (2014, October 29). Sanofi chief Chris Viehbacher sacked in boardroom row. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2014/oct/29/sanofi-chris-viehbacher-sacked

18. Bennett, S., & Torsoli, A. (2014, June 4). Sanofi CEO's Move to U.S. Adds To French Concern on Clout. Bloomberg Business. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-06-03/sanofi-says-ceo-viehbacher-moves-to-u-s-for-personal-reasons

19. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/

20. Edwards, J. (2014, October 29). Drugmaker Sanofi fired its CEO and the stock is tanking. Business Insider Singapore. Retrieved from http://www.businessinsider.sg/sanofi-fires-ceo-chris-viehbacher-2014-10/#.VSovgLqsCkR

21. Huet, N., & Noelle, M. (2014, October 29). Behind the scenes of Sanofi's boardroom bust up. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/10/29/us-sanofi-results-ceo-idUSKBN0IH1TM20141029

22. Viebacher, C. (2014, September 5). Sanofi lettre confidentielle de Chris Viehbacher au Board. Retrieved from http://www.slideshare.net/jm_cedro/sanofi-lettre-confidentielle-de-chris-viehbacher

23. Huet, N., & Noelle, M. (2014, October 29). Behind the scenes of Sanofi's boardroom bust up. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/10/29/us-sanofi-results-ceo-idUSKBN0IH1TM20141029

24. Huet, N. (2014, October 27). Sanofi chief wrote to board asking to keep his job:

Les Echos. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/10/27/us-sanofi-sa-chief-letter-idUSKBN0IG1HY20141027

25. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/

26. Ibid.

27. Ibid.

28. Ibid.

29. Dennis, M. (2014, October 29). Sanofi board votes to remove Christopher Viehbacher as CEO. FirstWorld Pharma. Retrieved from http://www.firstwordpharma.com/node/1242842#axzz3Wp0iTHTS

30. Whalen, J. (2014, October 29). Sanofi fires CEO as tensions boil over. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/sanofi-fires-ceo-christopher-viehbacher-1414571451

31. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/

32. Sanofi. (2013, October 29). Sanofi Board Charter. Retrieved from http://en.sanofi.com/Images/30256_Board_Charter2013_EN.pdf

33. Bloxham, E. (2014, December 5). Why Sanofi CEO Chris Viehbacher had to go. Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2014/12/05/sanofi-ceo-ouster-succession/

34. Ibid.

35. Ward, A. (2015, February 19). Sanofi appoints Brandicourt as CEO. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/beebfdce-b880-11e4-b6a5-00144 feab7de.html#axzz3X9tgA4Oe

36. Bisserbe, N. (2015, February 20). Sanofi names Olivier Brandicourt CEO. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/sanofi-appoints-olivier-brandicourt-chief-executive-1424383378

37. Thomson, A. (2015, February 5). Sanofi to appoint chief executive by the end of March. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c1580ef8-ad0f-11e4-a5c1-00144feab7de.html#axzz3X1mKEpjC

38. Ibid.

尋找企業道德的愛生雅

個案大綱

2014 年 11 月，瑞典日報（Svenska Dagbladet）發表了一篇調查報告，細述瑞典跨國集團—愛生雅集團（Svenska Cellulosa Aktiebolaget AB，以下簡稱愛生雅）潛在的超額薪酬問題[1]。愛生雅的管理階層濫用公務飛機與位於韓瓦倫（Henvålen）的打獵小屋，在平等主義至上的瑞典引起一陣軒然大波。接下來的數個月，這項醜聞引發了內部調查，隨後公司便將數名重要高階主管從愛生雅與其關聯企業中撤職。本個案主旨為探討公司治理政策能夠處理超額薪酬的程度；董事會的監管角色；企業道德；以及瑞典極度重視的積極所有權（active ownership）公司治理模式的有效性。

愛生亞：瑞典的伐木工

愛生雅創立於 1929 年，並在 1950 年於瑞典證券交易所（Swedish stock exchange，即斯德哥爾摩建券交易所的前身）掛牌上市[2]。從那時起逐漸發展為一家以個人護理、紙巾、及林業，三個核心事業群為主的公司，也是歐洲最大的私人林地所有者。名下有 2.6 公頃的林地[3]，除了支應歐洲市場的廣大需求，更兼顧環境永續發展的目標[4]。愛生亞曾獲頒多項永續發展大獎，名列富時全球永續指數（FTSE4 Good Global Sustainability Index）以及道瓊歐洲永續性指數（Dow Jones Sustainability Europe Index）成分股之一。[5]

股東的權力

瑞典擁有一套受到國際社會青睞的獨特公司治理模式[6]。在這個國家，公司治理屬於股東們的責任[7,8]，相較於英國與美國由市場

機制控制的公司治理模式[9]，形成極大的對比。瑞典公司法[10]與公司治理守則鼓勵股東積極參與公司內部管理決策。有些人認為，集中且積極的股權「偏好從長期著眼」，能為公司創造穩健的環境，使公司得以從錯中學。[11]

但批評者則質疑愛生雅的管理階層採用的部分瑞典公司治理模式，包括集中且積極的股權、股東領導的提名委員會，以及外部審計人員有更多的參與。

集中且積極的股權

在瑞典，集中型的股權結構非常普遍[12]，超過半個瑞典證券市場都由 Industrivärden AB 投資控股集團與銀瑞達集團（Investor AB）掌控[13]。相對於美國或是英國的公司治理模式，在瑞典模式之下，集中型股權賦予股東更多責任，而愛生雅也不例外。

截至 2014 年 12 月 31 日，愛生雅的兩大股東（就投票權而言）為 Industrivärden AB (29.52%) 以及瑞典商業銀行（Handelsbanken，Handels，以下簡稱瑞典商銀）(14.3%)[14]。透過基金會與基金[15]，Industrivärden、愛生雅、以及瑞典商銀建立起複雜的交叉持股網絡。雙重股權再加上交叉持股，使得 Industrivärden 雖然僅擁有 10.06% 的有效經濟利益，卻握有愛生雅 29.52% 的投票權。[16]

各關聯公司董事會共享董事的情形，也同樣複雜。這個體制讓安德斯•尼倫（Anders Nyrén，以下簡稱尼倫）身為愛生雅的董事會成員，得以批准董事主席斯韋克•馬丁 – 洛夫（Sverker Martin–Löf，以下簡稱馬丁 – 洛夫）的航班賠償；相對地，馬丁 – 洛夫身為董事主席，也可以批准尼倫在 Industrivärden 的要求[17]。如此一來，同一個體制下工作的高階管理人員與董事會成員便得以相互簽核。

股東主導的提名委員會

相對於美國與英國，瑞典公司治理模式下的積極股權讓股東在股東會時能夠發揮更大的影響力，也倡導所有人、董事會，以及執行委員會三者之間達到更佳的權力均衡。[18]

在瑞典公司治理結構之下，一個由股東所組成的委員會負責處理提名與薪酬事務，其職務包括在年度股東大會（Annual General Meeting）上獻出提議。依循此種積極股權模式，愛生雅由股東主導的委員會負責提名董事會成員與公司的審計人員，以及他們各自的薪酬。委員會成員若不是在股東大會上直接被指派，便是透過特定會議程序而產生。為確保提名委員會正直行事，提名委員會裡對於非獨立成員有人數上的限制。

愛生雅的提名委員會由公司最大股東（投票權而言）的代表，以及前董事主席馬丁－洛夫所組成[19]。Industrivärden 與瑞典商銀的代表占了提名董事會絕大部分席次。過去幾年裡，愛生雅的提名委員會通過了讓重要董事得以連選連任的提案，而這項規定也適用於自 2002 年以來便一直擔任主席的馬丁－洛夫。[20]

外部審計人員的角色

一般而言，瑞典的外部審計人員須在年度股東大會中直接向被任命為提名委員會成員的股東們報告，此外，他們也被瑞典審計專業監管機構—瑞典註冊會計師協會（FARSRS）—賦予其他責任。

在瑞典，審計人員的角色包括檢視管理階層在公司的行政績效[21]。普華永道 (PwC) 自 2000 年起開始為查核愛生雅的會計師事務所，除了為財務報表及法律遵循提供確信，也需為公司的行政管理與所提的盈餘分派做確信。另外，瑞典審計人員也需就是否在年度股東會上向股東們彙報與免除董事會以及（或）執行長提出建議。當董事會的行事方式導致公司承擔重大責任或損失時，審計人員就是否免除此種責任提出建議的義務便會產生[22]。給予免除責任的決議便意味著公司放棄了就決議涵蓋範圍內的事項控告董事會

成員以及高階管理人員的權利。[23]

愛生雅的超額薪酬

身為大片林地的所有者，愛生雅頒布了狩獵規定以協助確保其森林地的永續性。作為規定的一部分，占地九千四百英畝的韓瓦倫林地，是愛生雅為狩獵所做的投資項目。根據愛生雅執行長揚・約翰松 (Jan Johansson，以下簡稱約翰松) 所述，「對愛生雅來說，擁有屬於自己的、可供全年使用的設施是非常重要的。」[24] 於是韓瓦倫便被當作「邀請顧客、合作夥伴，以及舉辦員工狩獵與會議」的場所 [25]。2011 年，愛生雅為董事主席馬丁 – 洛夫的好友—馬斯歐・桑德韋斯特（Maths O. Sundqvist）所有的韓瓦倫狩獵設施投入了五千萬瑞典克朗 [26]。2012 年，愛生雅高階主管正式開始在韓瓦倫舉行狩獵活動，並經常邀請商業夥伴加入 [27]。據估計，愛生雅為了位於原麋鹿狩獵地的韓瓦倫林地，投資高達一億瑞典克朗 [28]。狩獵之旅要價不斐，而來自內部參與者的比例更是不容小覷。[29]

除此之外，愛生雅的主管們據稱也會帶親屬搭乘公司的飛機。例如，約翰松與其女兒利用公司的商務飛機前往 2014 年世界盃足球賽，大約花了五百萬瑞典克朗 [30]。雖然愛生雅的規定允許員工攜伴，但必需要在行程發票上記錄姓名，以確保員工支付親屬的旅行花費。然而，證據顯示，在許多情況下，儘管公司的商務飛機飛行紀錄上明明有親屬的姓名，行程發票上卻往往只有員工的姓名。[31]

另外，馬丁 – 洛夫被指控以「緊急會議」的名義，使用愛生雅的飛機往來斯德哥爾摩與他在厄斯特松德的度假小屋。諸如此類的「緊急會議」在 2010 年與 2014 年之間，估計讓愛生雅支付了四百九十萬瑞典克朗。[32]

平等的烏托邦？

瑞典在 2012 年的堅尼係數 (Gini co–efficient) 極低，僅有 0.27[33]，瑞典對於平等主義態度堅決，且時常被當作社會重分配的模範。在此背景下，高階主管濫用公司資源的醜聞，讓 Industrivärden 與其關聯企業遭受猛烈抨擊 [34]，也讓評論家質疑其他國家以瑞典公司治理模式作為榜樣是否正確 [35,36]。為了合理化愛生雅高階主管的行為，Industrivärden 的董事主席尼倫表示：瑞典是一個「非常小的國家」，有能力經營如愛生雅一樣規模企業的人才是處在「一個關係緊密且具有影響力的圈子」[37]。儘管有令人存疑的企業支出，執行長約翰森仍享有「金雞母」[38] 的美譽，而 2014 年破紀錄的獲利即是最佳佐證。

若要人不知，除非己莫為

2014 年 11 月消息發布之後，愛生雅的董事會委託了五百位會計人員對公司做兩項的獨立審計查核 [39]。兩份查核報告都表示愛生雅「已遵循瑞典法律以及其公司章程。」[40] 雖然普華永道出具了無保留意見，它仍加註了一個「不允當表達」項目，因為愛生雅並沒有百分之百遵循其公司章程。自調查開始以來，僅 36% 的差旅費確實被請款與支付 [41]。普華永道也認為那些「緊急」會議是早已計劃好的，提高了馬丁 – 洛夫「濫用」公司資產的可能性 [42]。隨後，在瑞典商業時報進行第二次查核工作後，愛生雅修改了公司章程，不准員工親屬搭乘公司公務飛機。[43]

大掃除：董事會的改造

2015 年 1 月 22 日，愛生雅宣布在董事會任職 29 年的馬丁 – 洛夫將不會參與選舉 [44]。瑞典商銀的執行長，同時也是愛生雅與 Industrivärden 的董事會成員佩爾・波曼（Pär Boman，以下簡稱波曼），接替擔任愛生雅董事主席，並替代尼倫成為瑞典商銀的董事主席 [45]。不到一個月的時間，約翰森便於 2015 年 2 月 10 日從執行長的職位退下，表示調查行動分散了他的注意力，使他

無法專心經營公司[46]。不久之後，愛生雅的副執行長被指控和他的妻子搭乘公司的商務飛機，最終也步上馬丁－洛夫的後塵。[47]

終於，在 2015 年 4 月 27 日，時任 Industrivärden 的執行長尼倫，因為不獲得股東支持接替馬丁－洛夫空出的董事主席職位，受到很大的打擊。取而代之地，股東們終結了他的執行長職涯，另立福萊迪克・倫德伯格 (Fredrik Lundberg，以下簡稱倫德伯格) ─公司大股東兼實業家，也是 Industrivärden 的前董事會成員─為 Industrivärden 的新董事主席。馬丁－洛夫形容尼倫的撤職為「倫德柏格一方軍變般的奪權」[48]。據稱，事件的始作俑者正是倫德柏格本人與波曼[49]，後者則在當年早些時候接替了尼倫成為瑞典商銀的董事主席，同時也接任愛生雅的董事主席並在商務機醜聞之後整頓公司。[50]

繼續尋覓？

波曼因其在愛生雅以及關聯企業的職位，握有很大的權力─比任何一位前任董事主席都要來的大[51]。除了同時擔任瑞典商銀的執行長與董事主席，波曼當時也是愛生雅的董事主席與 Industrivärden 的董事會成員。他安排心腹倫德柏格成為 Industrivärden 的新任董事主席。倫德柏格不但是瑞典商銀的副董事主席，也是集團中另一個企業─瑞典鋼鐵生產公司（SSAB）─的董事會成員。兩人則分別自 2002 年與 2006 年起擔任瑞典商銀的董事[52]。然而，波曼據稱是一位非常有原則的人，體現了瑞典商銀的精神─節儉、勤勞，以及負責 53。這樣的安排是否會改進集團內的公司治理？又或者，公司將尋覓適當的公司治理模式？

問題與討論

1. 請舉出愛生雅高層的超額薪酬得以不被察覺的主要原因有哪些？試評估愛生雅的公司治理制度對於防範此種情形的有效性。

2. 基於董事會成員與重要高階主管等人事調動，試評論這些改變對於防治類似情形的有效性。您認為還能採取哪些措施？

3. 在您的國家，外部審計人員在整體公司治理架構裡所扮演的角色是什麼？其與愛生雅案例中的責任範圍有哪些異同？試比較兩者，並說明您的偏好及原因。

4. 請討論瑞典公司治理制度的主要特色。這樣的制度在您的國家是否合適可行？

5. 考慮到波曼與倫德伯格各別擔任董事以及高階主管的家數，您認為這樣的安排可能會引起哪些與公司治理有關的問題？

附註

1. Cervenka, A. & Isacson, T. (2015, January 18). Independent review of SCA's business aviation at once. SvD Naringsliv. Retrieved from http://www.svd.se/oberoende-granskning-om-scas-affarsflyg-pa-gang

2. SCA. (n.d.) History. Retrieved from http://www.sca.com/en/About_SCA/SCA_in_Brief/History/

3. SCA. (n.d.) SCA Forest products at a glance. Retrieved from http://www.sca.com/en/ about_sca/scas-business-and-operations-worldwide/sca-forest-products-at-a-glance/

4. SCA. (n.d.) Market for SCA forest products. Retrieved from http://www.sca.com/en/ About_SCA/SCAs-business-and-operations-worldwide/SCA-Forest-Products-at-a-glance/Market-for-SCA-Forest-Products/

5. SCA. (n.d.) Sustainability awards and ratings. Retrieved from http://www.sca.com/en/Sustainability/Sustainability-ratings-awards-indexes-SCA/

6. Thomsen, S. (2014, November 4). Nordic Corporate Governance and Industrial Foundations. Center for Corporate Governance, Copenhagen Business School. Retrieved from http://www.tifp.dk/wp-content/uploads/2014/11/Industrial-Foundations-and-the-Nordic-Model-III.pdf.

7. PwC. (2015, March). Shareholder activism. Retrieved from https://www.pwc.com/us/en/corporate-governance/publications/assets/pwc-shareholder-activism-full-report.pdf

8. Swedish Corporate Governance Board. (n.d.) A brief history of corporate governance. Retrieved from http://www.corporategovernanceboard.se/corporate-governance/history

9. Thomsen, S. (2003). The convergence of corporate governance systems to European and Anglo-American standards. European Business Organization Law Review, 4(01), 31-50.

10. Swedish Corporate Governance Board. (n.d.) The ownership role. Retrieved from http://www.corporategovernanceboard.se/corporate-governance/swedish-corporate-governance/swedish-corporate-governance-model/ownership-role

11. Milne. R. (2013, March 20). Scandinavia: model management. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e0f4bc0e-81c2-11e2-ae78-00144feabdc0.html#axzz3ql6XhaLD

12. Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. The Journal of Finance, 54(2), 471-517.

13. Milne, R. (2013, March 20). Scandinavia: model management. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e0f4bc0e-81c2-11e2-ae78-00144feabdc0.html#axzz4BhUw0SSs

14. SCA. (2014). SCA Annual Report 2014. Retrieved from http://www.sca.com/en/IR/Reports/Annual-reports/Annual-reports/2014/SCA-Annual-report-2014/

15. Milne, R. (2015, November 9. Swedish companies unwind investments exposed by jet scandal. Financial Times. Retrieved from https://next.ft.com/content/3df69252-861a-11e5-90de-f44762bf9896

16. Calculations with regards to the group's cross shareholding ownership is made by the group.

17. Duxubury, C. & Zander, C. (2015, April 27). Swedish corporate jet scandal topples another CEO. Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/swedish-corporate-jet-scandal-topples-another-ceo-1430137415

18. Swedish Corporate Governance Board. (2010). The Swedish Corporate Governance Code. Retrieved from http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/ svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf

19. SCA. (2014). Nomination Committee prior to 2014 AGM. Retrieved from http://www.sca.com/Documents/en/AGM/2014/NOMINATION-COMMITTEE-PRIOR-TO-2014-AGM.pdf?epslanguage=en

20. SCA. (2002). SCA Annual Report 2002. Retrieved from http://www.sca.com/Documents/en/Annual_Reports/Annual_Report_2002_en.pdf

21. Öhman, P., & Wallerstedt, E. (2010). The development of audit regulation in Sweden and the strengthening of the position of the profession. Retrieved from http://www. victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-95_FINAL_paper.pdf

22. Lekvall, P. (2009). The Swedish corporate governance model. The handbook of international corporate governance, 2, 368-376. Retrieved from http://www.corporategovernanceboard.se/UserFiles/archive/515/the_swedish_corporate_governance_model_-_article_in_the_iod_handbook_2009.pdf

23. Svernlöv, C. (2007). Discharge from liability in the Swedish listed company. Swedish Corporate Governance Board. Retrieved from http://www.corporategovernanceboard.se/media/8983/discharge%20from%20liability%20in%20the%20swedish%20 listed%20company%20by%20carl%20svernl%C3%B6v.pdf

24. Zachrison. O. (2011, October 10). Det är inte bortkastade pengar. SvD Naringsliv. Retrieved from http://www.svd.se/det-ar-inte-bortkastade-pengar

25. Ibid.

26. Ibid.

27. Cervenka, A. (2015, April 7). SCA bjuder på lyxig vildsvinsjakt. SvD Naringsliv. Retrieved from http://www.svd.se/sca-bjuder-pa-lyxig-vildsvinsjakt

28. Crouch, D. (2015, February 11). Swedish jet scandal claims seventh scalp. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/feb/11/ sca-company-jet-scandal-rocks-sweden

29. SCA. (2015, April 8). Press release and press conference invitation. Retrieved from http://www.sca.com/Global/Press/2015/Press-release-April-8-2015-Svante-Forsberg-och-Johan-Munck.pdf?epslanguage=en.

30. Cervenka. A & Isacson. T. (2015, April 9). Åklagare kritisk till SCA-utredares slutsats. SvD Naringsliv. Retrieved from http://www.svd.se/aklagare-kritisk-till-sca-utredares-slutsats

31. Cervenka. A & Isacson. T. (2015, February 6). SCA mörkade familjens namn på flygfakturor. SvD Naringsliv. Retrieved from http://www.svd.se/sca-morkade-familjens-namn-pa-flygfakturor

32. Cervenka. A & Isacson. T. (2015, April 9). Martin-Löf överutnyttjade flyget. SvD Naringsliv. Retrieved from http://www.svd.se/martin-lof-overutnyttjade-flyget

33. OECD. (n.d.) OECD Income Distribution Database (IDD). Retrieved from http:// www. oecd.org/social/income-distribution-database.htm

34. N.A. (2015, January 22). Swedish corporate shake-up after scandal. Financial Times. Retrieved from www.ft.com/fastft/2015/01/22/swedish-corporate-shake-up-after-scandal/

35. Milne, R. (2016, April 6). Corporate scandals tarnish Sweden's squeaky-clean image. Financial Times. Retrieved from https://next.ft.com/content/6bf9ec82-fbed-11e5-8f41-df5bda8beb40

36. N.A. (2016, April 10). Sweden sets an example in corporate governance. Financial Times. Retrieved from https://next.ft.com/content/34107b60-fd78-11e5-b3f6-11d5706b613b

37. Milne, R. (2015, January 22). Private jet scandal gives Swedish giant rough ride. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/66e6590c-a206-

11e4-bbb8-00144feab7de.html#axzz3qirKlwoU

38. Crouch, D. (2015, February 11). Swedish jet scandal claims seventh scalp. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/feb/11/ sca-company-jet-scandal-rocks-sweden

39. Crouch, D. (2015, April 27). Sweden corporate jet scandal claims another victim. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/74ba086c- ecca-11e4-b82f-00144feab7de.html#axzz3qG696spa

40. SCA. (n.d.) Board of Director's on the investigation reports: SCA's representatives acted in compliance with Swedish law and company's policies. Retrieved from http://www.sca.com/Documents/Cision/documents/2015/20150408-board-of-directors-on-the-investigation-reports-scas-representatives-acted-in-compliance-with-swedish-law-and-companys-policies-en-0-997152.html?epslanguage=en

41. Cervenka. A & Isacson. T. (2015, April 9). Åklagare kritisk till SCA-utredares slutsats. SvD Naringsliv. Retrieved from http://www.svd.se/aklagare-kritisk-till-sca-utredares-slutsats

42. Cervenka. A & Isacson. T. (2015, February 6). SCA mörkade familjens namn på flygfakturor. SvD Naringsliv. Retrieved from http://www.svd.se/sca-morkade-familjens-namn-pa-flygfakturor

43. Cervenka. A & Isacson. T. (2015, April 9). Åklagare kritisk till SCA-utredares slutsats. SvD Naringsliv. Retrieved from http://www.svd.se/aklagare-kritisk-till-sca-utredares-slutsats

44. The Local. (2015, January 23). How private jets took down a Swedish giant. Retrieved from http://www.thelocal.se/20150123/one-of-swedens-most-powerful-businessmen-quits

45. Crouch, D. (2015, April 27). Sweden corporate jet scandal claims another victim. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/74ba086c- ecca-11e4-b82f-00144feab7de.html#axzz3qG696spa

46. Crouch, D. (2015, February 11). Swedish jet scandal claims seventh scalp. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/feb/11/ sca-company-jet-scandal-rocks-sweden

47. Ibid.

48. Crouch, D. (2015, April 27). Sweden corporate jet scandal claims another victim. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/74ba086c- ecca-11e4-b82f-00144feab7de.html#axzz3qG696spa

49. Crouch, D. (2015, April 28). Sweden's corporate jet scandal claims fresh victim. Financial Times. Retrieved from https://next.ft.com/content/74ba086c-ecca-11e4-b82f-00144feab7de

50. Ibid.

51. N.A. (2015, May 13). Systemet Som Slog Tillbaka. Affärsvärlden. Retrieved from http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article3907441.ece

52. Handelsbanken. (2014). 2014 Annual Report. Retrieved from www.handelsbanken.com/shb/inet/icentsv.nsf/.../investor.../hb_14_highlights.pdf

53. Milne, R. (2015, January 20). Handelsbanken's Pär Boman carves his own path. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7d0a12ea-9fcd-11e4-aa89-00144feab7de.html#axzz4BhUw0SSs

西卡集團：阿爾卑斯山的雪崩

個案大綱

2014 年 12 月，法國聖戈班集團（Saint–Gobain，以下簡稱聖戈班），與瑞士西卡集團（Sika，以下簡稱西卡）的創始家族—柏卡德家族 (the Burkards) 達成協議，以二十七億五千萬瑞士法郎，取得西卡 16.1% 股權。此項交易包含了為取得股權所附帶的優先表決權（superior voting rights）的溢價。如此一來，儘管只擁有 16.1% 股權，聖戈班仍得以掌握西卡 52.4% 表決權。公司章程中有一條規定提到，當一持股者取得三分之一以上的表決權時，可以規避強制要約收購。因此，聖戈班雖然擁有絕大部分的表決權，卻不需要對全體股東發出公開收購要約。這樣的情況迫使了西卡的管理階層、董事們，以及股東介入此交易以保障公司與股東們的利益。本個案主旨為：雙重股權制（dual class share structure）的優缺點；雙重股權制在不同國家的差異；制度與法律環境對雙重股權結構的影響；以及選擇性退出條款（opt–out provision）如何影響不同利害關係人的利益與權利。

家族事業的終點

西卡（Sika AG）是一家專業化學公司，在西元 1910 年由卡士柏・溫克勒（Kasper Winkler）在瑞士創辦。在過去一世紀的發展歷程中，其事業版圖已遍及歐洲、南美洲與亞洲 [1]。西卡的掌舵者為柏卡德家族第四代成員。羅穆亞德・柏卡德（Romuald Burkard）創立了信可溫克勒控股公司（Schenker–Winkler Holdings，SWH，以下簡稱信可控股），以維持家族對西卡的控制，藉著雙重股權，儘管柏卡德家族僅持有 16.1% 股權，卻擁有西卡 52.4% 的表決權 [2]。

眼看著公司連年虧損，西卡掌舵者毅然決然將家族持有的股權，以超過 78% 的市場溢價，賣給他們的法國對手—聖戈班 [3]。這個

決定引發公司管理階層與小股東的強烈反對。一些人認為這筆收購毫無策略性可言，另一些人則認為這對其他沒被聖戈班收購的股東很不公平 4。萬一西卡管理階層與董事們無法推翻這個決定，公司便會落入他們強力的競爭者手中。這使得西卡董事會與管理階層採取行動，力挽狂瀾 [5]。

開戰

雙方的爭執點在於西卡公司章程中的一項特別條款。在瑞士，這項特別條款的立意為防止潛在投資者在取得三分之一以上流通在外股本後，出價購買整家公司 [6]。而這項特別條款在 1988 年被納入西卡的公司章程 [7]。
在 2014 年 12 月 8 日西卡董事會與管理階層宣布不支持控制權變動後，西卡與聖戈班的股價大跌 [8]。西卡的高階管理人甚至明確表示，如果這筆收購交易成功，他們將集體辭職 [9]。對此，信可控股在 12 月 10 日要求在年度股東會（Annual General Meeting）前，召開特別股東會（Extraordinary General Meeting），企圖撤換反對出售股權案的董事會主席保羅・黑格（Paul Hälg）以及其他兩位獨立董事—莫尼卡・里巴（Monika Ribar）和丹尼爾・所特（Daniel Sauter）[10]。

不計代價保護西卡

西卡的管理階層為即將於 2015 年 4 月 14 日舉行的年度股東會擬訂計畫。由於信可控股對此議案有利益衝突的疑慮，西卡管理階層試圖將信可控股的表決權限縮至 5%，以防止其行使全部的表決權。除此之外，2014 年 12 月 23 日，一股東以選擇性退出條款對小股東不利為由，提案把選擇性退出條款從西卡公司章程中刪除。2015 年 1 月，西卡發布了一份新聞稿，聲明超過 35% 的股東支持西卡董事會與管理階層為保護公司與利害關係人權益的行動 [11]。

2015 年 1 月 26 日，董事會決議將信可控股的表決權限縮至法定

的 5%，目的在防範聖戈班在西卡年度股東會中間接地利用表決權通過有利聖戈班的提案[12]。在西卡集團現有的公司章程中有一條規定，限制股東擁有超過總註冊股數 5% 的表決權。以往，柏卡德家族因為歷史淵源，得以豁免不受制於此條款，但現在，這項特權與召開特別股東會的權利，都因其股權實際上因移轉給聖戈班而喪失[13]。

選擇退出條款的合法性

西卡董事會與管理階層的主張受到許多股東的支持。有一群股東，其中包括比爾及梅琳達・蓋茨基金會（Bill and Melinda Gates Foundation Trust，以下簡稱蓋茨基金會）以及卡斯凱德投資公司（Cascade Investment LLC），為查明選擇性退出條款是否合法，主動向瑞士併購委員會（Takeover Board of Switzerland）申請調查[14]。2015 年 3 月 5 日，併購委員會裁定選擇性退出條款原則上是合法，但對於聖戈班是否可以在此筆交易中要求適用此條款有所存疑[15]。然而，2015 年 4 月 1 日，併購委員會最終裁定鞏固聖戈班在收購案中的地位，選擇性退出條款適用於信可控股被聖戈班收購交易一案，聖戈班也因此不需要向西卡其它股東發出收購要約，此外，併購委員會也裁定聖戈班收購取得西卡表決權也非遭濫用[16]。這項裁定也在 2015 年 5 月 4 日受到上級瑞士金融市場監督管理局（Swiss Financial Market Supervisory Authority，以下簡稱金管局）的認可[17]。對於瑞士金管局的裁定，這群股東向瑞士聯邦行政法院（Federal Administrative Court，以下簡稱行政法院）提出上訴[18]。

與限制博鬥

鑒於近期不利的行政裁定，西卡董事會決定限縮信可控股與聖戈班對公司的影響力。在 2015 年 4 月 14 日的年度股東會上，西卡董事會尋求使用條款限縮信可控股對特定議案的表決權，包括：六位董事會成員連任案，包括：里巴、黑格、所特、里茲・凡・迪克（Frits van Dijk）、烏爾里西・蘇特（Ulrich Suter）以及特

里斯多夫・拖布勒（Christoph Tobler）；信可控股推舉新任董事候選人馬克斯・羅斯勒（Max Rosele）議案；董事會主席連任案；以及除了家族代表烏爾斯・柏卡德（Urs Burkard）以外的提名委員會成員，與薪酬委員會成員連任案。

另外，有一群股東也提出自己的議案，這群股東要求特別審計師對此項併購案進行調查，以及成立一專家委員會監督董事會行為，以保障股東權益，這些議案在股東都通過 [19]。然而，移除選擇性退出條款的議案卻沒通過 [20]。

為了回擊，信可控股在 2015 年 6 月直接向瑞士楚格（Zug）高等法院上訴，要求解除股東會議案表決權的限制，同時也申請單方命令（ex parte order），避免在 2015 年 7 月即將舉行的特別股東會上，表決權受到限制。高等法院駁回信可控股的上訴 [21]。而在此之前，信可控股為了 2015 年 4 月舉行的年度股東會，向最高法院與州政府申請相同的單方命令也同樣地遭拒 [22]。

年度股東會結束之後，金管局駁回蓋茨基金會與卡斯凱德投資在 2015 年 5 月初提出的上訴，更進一步為併購委員會對選擇性退出條款的適用性在西卡股權收購一案背書，這使得聖戈班可以繼續進行此筆交易，而不需向西卡其餘股東發出收購要約 [23]。這群股東不服判決，針對金管會駁回，再向行政法庭提出上訴 [24]。

在股東年會後：特別股東會結果出爐

儘管歐盟早在 2015 年 7 月 24 日舉行的特別股東會之前，便批准聖戈班對西卡的收購交易 [25]，但由於未能向法院申請到單方命令，對信可控股案在特別股東會上產生不利的影響。西卡董事會在特別股東會上，順利地將信可控股的表決權限縮至 5%，並否決信可控股提出要求反對收購案三位董事—董事會主席主席黑格與其他兩位獨立董事—下台的提案 [26]。因為信可控股的表決權被限制在 5%，在特別股東會上，有高達 86% 的股東反對將三名董事除名議案 [27]。黑格對股東強力支持感到驚訝，表示：「國內外投資人、政治家與經理人從來沒有像今天一樣，對這項交易如

此強烈抵制」[28]。在信可控股提案受阻後，柏卡德家族發布了一份新聞稿，重申立場，強調仍然會堅持出售持有西卡三十億歐元股份的承諾[29]。

2015 年 9 月 1 日，瑞士行政法庭裁定，根據西卡公司章程中的選擇性退出條款，聖戈班不需因收購少數股權取得多數表決權，而負起責任向西卡其他股東發出收購股份要約[30]。在聲明稿中，行政法院強調此判決為最終裁定，不得再行上訴[31]。兩周過後，瑞士競爭委員會（Swiss Competition Commission）於 2015 年 9 月 15 日，批准聖戈班對西卡的收購[32]。

西卡的未來

2016 年 4 月 12 日，西卡的年度股東會上，董事會主席黑格再一次地限縮創始家族柏卡德的表決權至 5%，使六位董事得再續任一年[33]。這舉動在瑞士法庭引發爭論[34]，而雙方人馬都沒有退讓之意。為取得更多支持，聖戈班向西卡員工保證，將在不裁員的情況下，加速公司的發展，而西卡總部以及股票上市交易所也會留在瑞士[35]。與此同時，西卡集團的股東，包括蓋茨基金會與卡斯凱德投資，依舊表態支持黑格，拒絕聖戈班的收購。賈斯汀·豪爾（Justin Howell）代表蓋茲基金會表示，他們希望可以為瑞士甚至世界上更多地方創造先例，力挺良好的公司治理，而不任人擺佈[36]。

西卡的命運目前掌握在瑞士法院手中，預計將在 2016 年底之前，董事會限制柏卡德家族對西卡重要議案表決權的合法性[37]。在那之前，西卡收購之戰將會持續下去，誰是贏家，仍無定論。

問題與討論

1. 西卡是一家發規模龐大且有雙重股權制的家族企業。請探討雙重股權制的優缺點。

2. 請比較西卡、Facebook 以及 Google 的雙重股權制對移轉優先表決權（superior voting rights）予外部投資者的規定。您的偏好為何？請說明。

3. 請就西卡的利害關係人採取行動的有效性做出評論。還有沒有其它可以保護其權益的方法？

4. 您認為新加坡應該允許雙重股權制嗎？新加坡與其他國家（例如：美國、瑞士）在制度與法律環境上的差異是否會影響雙重股權制的適當性？

5. 瑞士道義基金會（Ethos Foundation）因為選擇性退出條款所引發的問題，成立了一團體爭取支持廢除該條款。為回應，瑞士聯邦委員會（Swiss Federal Council）決定在證券交易法（Stock Exchange Act）中，納入限制選擇性退出條款適用範圍的規定。請說明股東維權主義（shareholder activism）所扮演的角色與其帶來的影響。

附註

1. Sika AG. (2015). 1910: The Start of Sika. Retrieved from http://www.sika.com/en/group/Aboutus/History/Thestartofsika.html

2. Allen, M., (2014, December 16), Sika bid tests Swiss takeover system. Retrieved from http://www.swissinfo.ch/eng/family-first_sika-bid-tests-swiss-takeover-system/41172880

3. Zuger Zeitung. (2015). Sika family holding company calls for extraordinary AGM. Retrieved from http://www.zug4you.ch/sika_family_holding_company_calls_for_extraordinary_agm.html

4. Baghdjian, A. (2016, April 13). Sika's fight against Saint-Gobain drags on as board renewed. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-12/sika-caps-voting-rights-of-controlling-family-seeking-to-sell-up

5. Revill, J. (2015, April 15). Sika exposed to takeover after shareholder vote on charter. Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/sika-exposed-to-takeover-after-shareholder-vote-on-charter-1429102954

6. The Economist. (2015, February 21). A controversial takeover attempt has exposed a gap in shareholders' rights. Retrieved from http://www.economist.com/news/business/21644173-controversial-takeover-attempt-has-exposed-gap-share holders-rights-avalanche-alps

7. Vogel, A. & Morarcaliev, D. (2015, April 15). Validity of opt-out clauses: Takeover Board issues decisions in Sika battle. Retrieved from http://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Corporate-FinanceMA/Switzerland/Meyerlustenberger-Lachenal/Validity-of-opt-out-clauses-Takeover-Board-issues-decisions-in-Sika-battle

8. The Local. (2014, December 8). Sika and Saint-Gobain shares dip over takeover. Retrieved from http://www.thelocal.ch/20141208/sika-and-saint-gobain-shares-plunge-over-takeover

9. Huet, N. & Hirt, O. (2014, December 8). Sika management against Saint-Gobain takeover. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/12/08/sika-ma-saint-gobain-idUSL6N0TS0C820141208#iWKsx3HE67f0QeSq.97

10. Sika AG. (2014, December 10). Request to convene Extraordinary General Meeting. Retrieved from https://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/request-to-convene-extraordinary-general-meeting.html

11. Sika AG. (2015, January 26). Family loses voting rights privilege – 35% of

shareholders support board of directors' course. Retrieved from https://www.sika.com/content/dam/Corporate/SikaGroup/MediaDocuments/Mediareleases%202015/Sika-Media-Release_Voting%20rights%20privilege_final_e_26Jan15.pdf

12. WorldCement.com. (2015, January 26). Sika restricts Burkard/SWH voting rights to statutory 5% limit. Retrieved from http://www.worldcement.com/europe-cis/26012015/Sika-restricts-Burkard-SWH-voting-rights-199/

13. Sika AG. (2015, January 26). Family loses voting rights privilege – 35% of shareholders support board of directors' course. Retrieved from http://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/family-loses-voting-rights-priviledge.html

14. Ethos Foundation. (2015, March 10). Sika: Ethos supports the request filed by two American investors at the Swiss Takeover Board. Retrieved from http://www.ethosfund.ch/e/news-publications/news.asp?code=311

15. Vogel, A. & Morarcaliev, D. (2015, April 15). Validity of opt-out clauses: Takeover Board issues decisions in Sika battle. International Law Office. Retrieved from http://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Corporate-FinanceMA/Switzerland/Meyerlustenberger-Lachenal/Validity-of-opt-out-clauses-Takeover-Board-issues-decisions-in-Sika-battle

16. Ibid.

17. FINMA. (2015, May 4). FINMA Takeover Committee rejects appeal made by William H. Gates III and Melinda French Gates (as trustees of the Bill & Melinda Gates Foundation Trust) and Cascade Investment, L.L.C against TOB decision 598/01 in the matter of Sika AG. Retrieved from https://www.finma.ch/en/news/2015/05/aktuell-sika-20150504/

18. Sika AG. (2015, May 18). Shareholder Group Around Bill and Melinda Gates Files Appeal Against FINMA Decision. Retrieved from http://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/appeal-opting-out.html

19. Sika AG. (2015, April 15). Annual General Meeting of Sika AG of April 14, 2015. Retrieved from https://www.sika.com/content/dam/Corporate/SikaGroup/MediaDocuments/Mediareleases%202015/Sika-Media-Release-AGM-EN_15April2015.pdf

20. Sika AG. (2015, April 15). Annual General Meeting of Sika AG of April 14, 2015. Retrieved from https://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/annual-general-meeting-of-sika-ag-of-april-14--2015.html

21. Sika AG. (2015, June 11). Sika AG: Superior Court of Zug denies appeal of SWH - decision of first instance confirmed. Retrieved from https://www.sika.com/content/dam/Corporate/SikaGroup/MediaDocuments/Mediareleases%202015/Sika-Media-

Release-Superior%20Court%20Zug-EN_11June15.pdf

22. Sika AG. (2015, April 15). Annual General Meeting of Sika AG of April 14, 2015. Retrieved from https://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/annual-general-meeting-of-sika-ag-of-april-14--2015.html

23. Sika AG. (2015, May 4). FINMA rejects appeal against decision of the Swiss Takeover Board. Retrieved from http://www.sika.com/en/group/Media/Media releases/finma-confirms-decision-of-swiss-takeover-board.html

24. Sika AG. (2015, May 18). Shareholder group around Bill and Melinda Gates files appeal against FINMA decision. Retrieved from http://www.sika.com/en/group/Media/Mediareleases/appeal-opting-out.html

25. European Commission. (2015, July 23). Mergers: Commission clears proposed acquisition of Sika by Saint-Gobain. Retrieved from http://europa.eu/rapid/press-release_MEX-15-5434_en.htm

26. Sleight, C. (2015, October 6) Family challenges Sika EGM decisions. Retrieved from http://www.khl.com/magazines/construction-europe/detail/item111812/Family-challenges-Sika-EGM-decisions

27. Revill, J. (2015, July 24). Sika wins another round in battle to block Saint-Gobain's $3 billion takeover. Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/sika-wins-another-round-in-battle-to-block-saint-gobains-3-billion-takeover-1437740853

28. Ibid.

29. Förster, J.-H., & Baghdjian, A. (2015, August 15). Sika heirs can't renege on Saint-Gobain deal, says Burkard. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-14/sika-heirs-can-t-renege-on-saint-gobain-deal-says-burkard

30. Sika AG. (2015, September 1). Federal administrative court confirms validity of opting-out clause. Retrieved from http://www.sika.com/en/group/Media/Media releases/Court-decision-regarding-articles-of-association.html

31. Reed, J. (2015, September 4). Swiss Administrative Court: Saint-Gobain is not obligated to extend offer to all shareholders. The USGlass News Network. Retrieved from http://www.usglassmag.com/2015/09/swiss-administrative-court-saint-gobain-is-not-obligated-to-extend-offer-to-all-shareholders/

32. Saint-Gobain. (2015, September 15). The Swiss Competition Commission (COMCO) unconditionally authorizes. Retrieved from https://www.saint-gobain.com/sites/sg_master/files/cp_15_09_2015_sika_va.pdf

33. Baghdjian, A. (2016, April 13). Sika's fight against Saint-Gobain drags on as board renewed. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-12/sika-caps-voting-rights-of-controlling-family-seeking-to-sell-up

34. Revill, J. (2016, February 26). Sika's chairman digs in for takeover battle with Saint-Gobain. Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/sikas-chairman-digs-in-for-takeover-battle-with-saint-gobain-1456489101

35. Baghdjian, A. (2016, April 13). Sika's fight against Saint-Gobain drags on as board renewed. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-12/sika-caps-voting-rights-of-controlling-family-seeking-to-sell-up

36. Nussbaum, A. & Baghdjian, A. (2016, April 12). Bill Gates Fund digs in for fight over Switzerland's Sika. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-11/bill-gates-fund-digs-in-for-fight-over-switzerland-s-sika

37. Baghdjian, A. (2016, April 13). Sika's fight against Saint-Gobain drags on as board renewed. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-12/sika-caps-voting-rights-of-controlling-family-seeking-to-sell-up

特易購會計黑洞

個案大綱

2014 年 9 月，英國特易購公司（TESCO PLC，以下簡稱特易購）被吹哨者（Whistle–blower）舉報後，坦承其帳上估計有二億五千萬英鎊之財務黑洞。德勤會計師事務所（Deloitte，以下簡稱德勤）展開獨立調查後，將其獲利虛報金額提高至二億六千三百萬英鎊，並發現過去幾年間，特易購利用雜貨零售業財務收益的會計認列來操縱損益。本個案主旨為探討議題包括：董事會組成—專業知識、技巧與適任能力；董事會的監管角色；股東訴訟；與雜貨零售業中，對於商業收益之會計處理。

股神的雜貨帳單

在 CNBC（Consumer News and Business Channel）大樓裡，全球知名投資大師華倫・巴菲特（Warren Buffett，以下簡稱巴菲特）坐在採訪者面前，思忖著當初投資特易購的決定。身為特易購第三大股東，鑒於上周一爆發的會計醜聞，他承認這個重大的錯誤[1]。特易購承認虛報二億五千萬英鎊的收入，引起股市一陣譁然，股價暴跌，使得市值縮水十一億英鎊[2]。事發後一個月，巴菲特脫手二億四千五百萬股，減半其股份，在整個過程中，虧損四億二千七百二十萬英鎊。

特易購

傲為大英帝國國家資產，特易購是一家英國跨國零售商，在倫敦證券交易所（London Stock Exchange）上市，同時也是富時 100 指數（FTSE 100 index）的成分股之一。特易購是英國零售業龍頭，就營業收入而言，，為全球第二大零售商[3]。特易購於 1919 年由傑克・科恩（Jack Cohen）創立，透過擴張與收購，

在 1950 年代快速成長，並致力於區域與產品的差異性，其產品包括書籍、服飾、電子用品、金融服務、電子通訊，以及網路服務。

擴張競爭

過去十年間，英國的四大超市—特易購、阿斯達（Asda）、森寶利（J Sainsbury）、威廉莫里斯（Wm Morrison）—都採取積極擴張策略，在超級市場產業衰退情況下，仍然快速展店，新店以前所未有的速度增長[4]。而導致超級市場產業衰退的原因包括：削價白熱化、食品成本下跌、高檔超市維特羅斯（Waitrose）及量販店業者奧樂齊（Aldi）與利多（Lidl）激烈競爭、網路商店的興起與連鎖便利商店的普及[5]，其它因素也包括消費者生活型態越趨偏好低成本產品[6]。因此，超級市場難以在這樣孱弱的市場維持毛利率。

董事會組成

2014 年，特易購的董事會一共有 12 位成員，包含兩位執行董事—執行長菲利浦・克拉克（Philip Clarke，以下簡稱克拉克）與財務長洛希・麥基爾維（Laurie McIlwee，以下簡稱麥基爾維），以及其他十位董事，包括董事會主席理查德・博德本特（Richard Broadbent，以下簡稱博德本特）的非執行董事。其中麥基維爾是唯一擁有零售業背景的董事；博德本特在 2011 年加入特易購前，曾在英國財政部（HM Treasury）、英國海關與稅務總局（HM Customs and Excise）、施羅德投資（Schroders）任職，但無任何零售業的經驗；其他非執行董事中，三位具有金融背景、一位有通訊業背景、一位對玻璃製造有涉略、兩位在政府單位服務過[7]、兩位具審計實務經驗—前 Cadbury 財務長肯・哈納（Ken Hanna，以下簡稱哈納）[8]，身兼審計委員會主席；以及普華永道會計師事務所（PricewaterhouseCoopers，以下簡稱普華永道）前合夥人馬克・阿穆爾（Mark Armour）。在所有非執行董事中，僅有哈納及派翠克・夏思（Patrick Cescau，以下簡稱夏思）有消費者相關經驗[9]。零售業巨人的董事會中缺乏零售業專家的事實，引發了董事會對於雜貨零售產業所需的知識與技巧是否不足

的疑慮[10]。

早期警訊

早在 2014 年，特易購便發布了一連串盈利警訊。第一個警訊在 2014 年 1 月 9 日發布，由於聖誕節銷售不佳，特易購預期其利潤低於市場期望金額高達一億五千萬英鎊[11]。儘管克拉克意圖力挽狂瀾，銷售情況仍延續惡化至同年四月。2014 年 4 月 5 日，麥基爾維在與克拉克意見相左之下遞出辭呈[12]。克拉克因而成為唯一的執行董事，也是唯一具有零售業經驗的董事[13]。其後六個月，在特易購尋找新任財務長的同時，麥基爾維為協助交接工作而留任，並在此期間，持續受領八十八萬六千四百二十英鎊的薪水，以及相當於其半年酬勞兩倍的潛在獎金。2014 年 10 月，麥基爾維領取九十七萬八百英鎊的巨額離職金（Golden Goodbye）離開特易購[14]。

2014 年 5 月，特易購自 1983 年來三十年的合作夥伴普華永道[15]，在最近的查核報告中，對於特易購與供應商交易所認列的商業收益提出疑慮[16]，並將特易購會計中處理營業收益所需要的「判斷」與操縱盈餘的「風險」，列為高度關注事項[17]。特易購的審計委員會對此做出回應，認為並不應該將此事項列為高度關注事項，並揭露於查核報告中[18]。儘管如此，仍不影響普華永道出具無保留意見。

商業收益認列的爭議性

商業收益被定義為來自供應商的促銷費用、回扣與折扣。零售商的促銷費用中，通常會有部分比例來自供應商的貢獻。實務上，供應商會退回其營業收入的一部分給零售商。一般而言，供應商與零售商會在前一年度便完成退回比例的協商，所以商業收益的現金收現會比實際銷售行為發生的時點來得早[19]。由於兩者發生的時間差異，對於何時應認列商業收益便有模糊的解釋空間。儘管一般公認會計原則（Generally Accepted Accounting

Principles）提倡收入與費用的配合，應計收入仍可以被提早認列，而應計費用仍可能被遞延，因此當期利益也被高估[20]。事實上，包括特易購，許多零售業者都利用這灰色地帶的會計處理作帳。

零售商要準確地評估何時能達到取得回扣所訂定的銷售目標是不容易的，因此，零售商應何時將供應商回饋金額入帳也莫衷一是[21]。在沒有清楚的準則可依循下，特易購早前的獲利數字潛藏規模龐大的會計誤述，再加上特易購持續發布盈利警訊，以及普華永道先前的警告，在在顯示特易購的獲利因盈餘管理而缺乏可持續性。

接踵而來的警訊

2014 年 7 月 21 日，特易購發布了第二項盈利警訊，說明其交易與銷售利潤將比先前預期的低，消息發布後股東們對克拉克與博德本特產生負面觀感，這使得提名委員會主席夏思屈服於股東壓力，以財務績效表現並無改善為由，將克拉克逐出公司[22]。隨後，達夫・路易斯（Dave Lewis，以下簡稱路易斯）被任命為繼任執行長，並將在同年十月加入[23]。儘管財務警訊已出現，特易購的股價反映此次管理階層變動，在交易第一個小時內，仍然上升了 2.8%，攀升至每股 292.80 便士[24]。

2014 年 8 月 29 日，特易購發布了另一項盈利警訊—其上半年獲利比預期低四億英鎊[25]，這導致股價下滑 7% 至每股 230 便士，創下十一年新低，市場價值下跌超過十三億英鎊[26]。

2014 年 9 月 1 日，新上任的執行長路易斯在一片質疑聲浪中提早一個月就職[27]當天交易的前幾個小時內，特易購的股價再一次下跌 1.9%，來到每股 225 便士[28]。

吹哨舉發

2014 年 9 月 22 日，路易斯表示，特易購發現其上半年獲利被誇大了兩億五千萬英鎊[29]。因為一名吹哨者向路易斯舉報，特易購

的法律顧問才注意到這個問題，隨即展開調查[30]。據稱，這名吹哨者早在 2014 年 7 月便已針對公司的會計錯誤，試圖警告過特易購財務長卡爾・羅格伯 (Carl Rogberg) ，但一直忽視[31]。這消息曝光後，也引發大眾質疑特易購董事會是否有效發揮其監督角色[32]。董事會主席博德本特後來表示，他不確定高估金額的上限為兩億五千萬英鎊[33]。特易購也坦承其財務長職位在醜聞爆發前，已空缺長達五個月之久。2015 年 9 月 22 日星期一，股價在早市交易下跌 11.3% 至每股 203.5 便士，再創 11 年來歷史新低[34]。博德本特表示他不會因會計醜聞而辭職，而是會「永遠傾聽股東們的心聲」[35]。特易購也在東窗事發後，隨即將四位高階經理人停職。

一波未平一波又起：後續調查

在發表會計不實表達公開聲明的同時，路易斯通報了英國金融行為監理局（Financial Conduct Authority），並委任德勤與富而德（Freshfields）律師事務所進行相關的內部查核[36]，對於特易購虛增的商業收益展開一連串繁重的調查。2014 年 9 月 23 日，新的財務長艾倫・史都華（Alan Stewart，以下簡稱史都華）提早兩個月就任，以協助外部調查人員將此案查個水落石出。

2014 年 10 月 1 日，英國金融行為監理局展開調查，檢視特易購是否違反財務揭露規定，並向證券交易所呈報錯誤的財務報告[37]。此時，特易購的股價與前年相比已經腰斬[38]。三個星期後，2014 年 10 月 23 日，德勤的調查顯示特易購盈利虛增的數字及誤述的期間都令人震驚— 2014 年半年報中虛增金額為一億一千八百萬英鎊、2013/2014 會計年度有七千萬英鎊、更前一年會計年度也有七千五百萬英鎊[39]。博德本特因而宣布離開董事會，與整件事情劃清界線[40]。

2014 年 10 月 29 日，英國嚴重詐騙辦公室（Serious Fraud Office）—專門調查重大金融犯罪的組織[41]— 接手英國金融行為監理局的調查。調查範圍的廣泛，使供應商與零售業者間不正當的支付款項與複雜交易得以被發現。

挾著四十年來最大的銷售降幅，第五項盈餘警訊在 2014 年 12 月 4 日發布。路易斯宣布年度獲利將不會超過十四億英鎊，遠低於先前十九億四千萬英鎊的預期。特易購的股價大跌 16% 至 156 便士，市場價值縮水二十億英鎊 [42]。截至 2014 年 12 月 18 日為止，總共有九位高階經理人被停職 [43]。與此同時，英國財務報告委員會（Financial Reporting Council）也在 2014 年 12 月 22 日參與調查，調查普華永道的審計查核行為 [44]。

兩個月後，英國零售法規裁決機構（Groceries Code Adjudicator，以下簡稱 GCA）合理懷疑特易購涉嫌違反《雜貨商供給作業守則》（Groceries Supply Code of Practice），在 2015 年 2 月 5 日也加入調查。然而，輿論認為 GCA 並無法源對違規者進行有效的懲處，因此 GCA 單一機關難以改變像特易購等超市的商業運作模式 [45]。儘管如此，英國雜貨零售界產生了劇變。2015 年 2 月 4 日，英國政府向國會提交新的法案，給予英國 GCA 更多權力，若超市對供應商給予不良待遇，GCA 可處以罰鍰 [46]，大型超市的罰鍰金額可高達年營業額的 1%[47]。但新法不溯及既往，只適用於 2015 年 4 月 6 日之後的違規行為，因此，特易購並不因法律改變所受影響。

股東回擊

會計醜聞帶來兩億六千三百萬英鎊的盈利黑洞讓股東們怒氣衝天。特易購股票絕大部分為大型退休基金與機構投資人所持有，由於憤怒的投資者索求賠償，一連串的法律訴訟也接踵而至。2014 年 11 月 9 日，許多美國法律事務所，包含 Scott and Scott LLP，都與歐洲機構投資人對於提出法律訴訟做討論 [48]。隨後，特易購的股東便在美國提出了一項集體訴訟。2014 年 11 月 25 日，Stewarts Law 法律事務所試圖整合每人至少握有一萬股股份且金額超過兩萬英鎊的主要股東在英國提起訴訟，這是因為在英國並沒有法律源可讓數千名股東聯合提起一件大型訴訟 [49]。這項由 Bentham Ventures B.V. 所資助的訴訟，以特易購董事與高階經理人知悉或疏忽特易購的財報是否不真實或具誤導性為由，主張特易購違反英國金融服務與市場法（UK Financial Services and

Markets Act）[50]。

特易購股東表示，一個由 Scott + Scott 所資助的非營利團體，在 2015 年 3 月 25 日成立，目的是要集合法人股東的支持，對特易購做出行動 [51]。這個團體也決定以麥奎爾伍茲律師事務所（McGuire Woods）為代表，將索賠發起人擴大至英國的機構投資者。除了高額的訴訟賠償 [52]，特易購執行長路易斯還必須挽回喪失信心的股東，因為特易購的股價已經在一系列調查中跌到了 14 年來的最低點 [53]。

不同於美國，英國在當時並沒有任何法規允許集體訴訟，投資者利用金融服務與市場法提起民事訴訟 在英國非常少見 [54]。所以，特易購的醜聞成了近年來英國集體訴訟罕見的案件之一，也為未來股東對不負責任的大型企業採取行動定調 [55]。

2015 年 1 月 8 日，路易斯宣布特易購的重建計劃，一方面希望能夠重拾市場競爭力，一方面希望透過大幅減少費用，每年節省兩億五千萬英鎊 [56]。而刪減 2014 年期中股利，也是路易斯減少支出的方法之一。此消息宣布後，特易購股價大漲超過 15%，閉市股價收在每股 209.25 便士 [57]。

太少或是太遲？

調查開始進行後，特易購的董事會重新改組以回應輿論對其董事會組成的批評聲浪。2014 年 11 月 1 日，特易購董事會新加入兩位具零售經驗的非執行董事—前宜家家居（IKEA）執行長米凱爾・歐森（Mikael Ohlsson），與金巴斯餐飲業集團（Compass Group）前執行長理查・庫辛斯（Richard Cousins）。

兩位女性非執行董事—奧莉維亞・加菲爾（Olivia Garfield）與潔可林・塔默農斯・貝克（Jacqueline Tammenoms Bakker），在 2015 年 2 月 26 日請辭，董事會僅剩下唯一一位女董事。這讓特易購董事會未能達到政府建議的女性董事比例。新的董事會主席約翰・艾倫（John Allan）提到：「我們致力組成一個均衡且

具代表性的董事會，董事會結構也將持續演進。」[58] 加里斯・布洛克（Gareth Bullock 布洛克）與夏思分別在 2015 年 3 月 5 日及 4 月 7 日，離開董事會 [59]，但布洛克仍然是特易購銀行董事會的一員。2015 年 5 月 1 日，英國石油（British Petroleum，BP PLC）前財務長拜倫・格羅特（Byron Grote）加入董事會 [60]。

調查持續地進行，唯有時間才能夠證明特易購的未來是否會因為董事會改變與重建計畫而有所改善。

問題與討論

1. 請就特易購在會計醜聞爆發前的董事會組成做評論，並討論其在會計醜聞發生的過程中有哪些改變？

2. 請提出英國與新加坡公司治理準則對於董事會組成的建議與規定之主要異同。您認為哪一個為董事會組成提供了較好的準則？

3. 特易購財務長麥基爾維在會計醜聞爆發前離職，乘著黃金降落傘全身而退，請說明您對這樣高階管理薪酬的看法。此外，特易購高階管理人員接班計畫有無值得注意的缺失？

4. 請評估監管機構在處理此會計醜聞及保護小股東權益的有效性？

5. 請比較美國與英國的法律制度中對於股東訴訟的規範有何異同。您比較偏好哪個法律制度？請說明。

6. 請對產業慣例對商業收益會計處理的影響做評論。鑒討論範圍太大，您覺得企業應如何遵循會計準則？

附註

1. Kollewe, J. (2014, October 2). Warren Buffett: 'Tesco was a huge mistake'. The Guardian. Retrieved from https://www.theguardian.com/business/2014/oct/02/warren-buffet-tesco-huge-mistake

2. Farrell, S. (2014, September 22).Tesco suspends senior staff and starts investigation into overstated profits. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2014/sep/22/tesco-investigators-overstating-profit-250m

3. Deloitte LLP. (2014). Global Powers of Retailing 2014. Retail Beyond Begins. pp. G12. Retrieved from http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Consumer-Business/dttl-CB-GPR14STORES.pdf

4. Felsted, A., & Allen, K. (2015, January 1). UK supermarkets store up problems with too much space. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/55e150a4-89e6-11e4-9dbf-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV

5. Bulter, S., & Wood, Z. (2014, November 18). UK grocery sales in decline for first time in 20 years. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2014/nov/18/uk-grocery-sales-decline-price-war-asda-sainsburys-morrisons-tesco

6. Ruddick, G. (2014, October 4). Shoppers lose appetite for big supermarkets. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/retailandconsumer/11141300/Shoppers-lose-appetite-for-big-supermarkets.html

7. Johnson, L. (2014, September 23). Tesco's board is seriously lacking in retail experience. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/2c0f73a2-4245-11e4-9818-00144feabdc0.html#axzz49jTia1Uh

8. Ruddick, G. (2014, October 11). Tesco audit chairman set to leave as director. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/epic/tsco/11156131/Tesco-audit-chairman-set-to-leave-as-director.html

9. Quinn, J. (2014, September 27). It's time for Tesco to stock a new brand of auditor. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/epic/tsco/11125833/Its-time-for-Tesco-to-stock-a-new-brand-of-auditor.html

10. Johnson, L. (2014, September 23). Tesco's board is seriously lacking in retail experience. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/2c0f73a2-4245-11e4-9818-00144feabdc0.html#axzz49jTia1Uh

11. Butler, S. (2014, January 9). Tesco admits profits will be hit by disappointing Christmas sales. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/

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

12. Felsted, A. (2014, April 3). Tesco's finance director to leave. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/88ae2090-bb4f-11e3-b2b7- 00144 feabdc0.html?siteedition=uk#axzz3W91QN8PB

13. Butler, S. (2015, February 26). Tesco board loses two female directors. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/feb/26/tesco-board-loses-two-women-directors

14. Butler, S. (2014, May 22). Tesco 'CFO emeritus' Laurie McIlwee to get £1m golden goodbye. The Guardian. Retrieved from https://www.theguardian.com/business/2014/may/22/tesco-cfo-emeritus-laurie-mcilwee-finance-director

15. Daneshkhu, S., & Oakley, D. (2014, September 1). New Tesco chief pledges to address loss of market share. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/18090bfe-31f4-11e4-b929-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV

16. Wilmott, H. (2014, October 7). At Tesco everyone is at fault and no one is to blame. Financial Times. Retrieved from: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/71118e80- 4a20-11e4-bc07-00144feab7de.html#axzz3WEVGSgTV

17. Barrett, C., Agnew, H. & Felsted, A. (2014, September 22). Q&A: What went wrong at Tesco? Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5eee792c-423f-11e4-a9f4-00144feabdc0.html#axzz49jTia1Uh

18. Plumridge, H. (2014, September 22). In Tesco Accounting Error, There's Wiggle Room. The Wall Street Journal. Retrieved from http://blogs.wsj.com/money beat/2014/09/22/commercial-income-as-usual-in-tesco-accounting-error-theres-wiggle-room/

19. Rosenblum, P. (2014, September 22). Tesco's accounting irregularities are mind blowing. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/paularosenblum/2014/09/22/tescos-accounting-irregularities-are-mind-blowing/

20. Plumridge, H. (2014, September 22). Commercial Income? As usual, in Tesco accounting error, there's wiggle room. The Wall Street Journal. Retrieved from http://blogs.wsj.com/corporate-intelligence/2014/09/22/commercial-income-as-usual-in-tesco-accounting-error-theres-wiggle-room/

21. Eight tricks of 'creative accountancy'. (2014, September 28). Herald Scotland. Retrieved from http://www.heraldscotland.com/business/company-news/eight-tricks-of-creative-accountancy.25442234

22. Felsted, A. (2014, April 3). Tesco's finance director to leave. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/88ae2090-bb4f-11e3-b2b7-00144

feabdc0.html#axzz3Wzu5EDKk

23. Rankin, J. (2014, July 21). Tesco boss Philip Clarke quits after another profit warning. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2014/jul/21/tesco-boss-philip-clarke-quits-profits-warning

24. Brinded, L. (2014, Jul 21). Tesco Shares Soar on Philip Clarke Exit as Unilever's Dave Lewis Steps In. International Business Times. Retrieved from http://www.ibtimes.co.uk/tesco-shares-soar-philip-clarke-exit-unilevers-dave-lewis-steps-1457512

25. Robinson, M. (2014, December 9). Can 2014 get any worse for Tesco? £2bn wiped off value of beleaguered supermarket's share price after warning annual profits may be £550million worse than expected. DailyMail. Retrieved from http://www.dailymail.co.uk/news/article-2866567/Tesco-turmoil-warns-annual-profits-550million-worse-expected.html#ixzz3W6mwHJ1g

26. Butler, S. & Kollewe, J. (2014, August 29). Tesco issues third profit warning of 2014 with dividend slashed by 75%. The Guardian. Retrieved from https://www.theguardian.com/business/2014/aug/29/tesco-profit-warning-dividend-slashed-75-per-cent

27. Daneshkhu, S., & Oakley, D. (2014, September 1). New Tesco chief pledges to address loss of market share. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/18090bfe-31f4-11e4-b929-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV

28. Rankin, J. (2014, September 1). New Tesco boss Dave Lewis starts work as share price falls.The Guardian. Retrieved from https://www.theguardian.com/business/2014/sep/01/tesco-boss-dave-lewis-share-price-fall

29. Wearden, G. (2014, September 22). £2bn wiped off Tesco's value as profit overstating scandal sends shares sliding – as it happened. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/live/2014/sep/22/tesco-launches-inquiry-after-overstating-profit-forecasts-by-250m-business-live

30. Hodge, N. (2014, October). Whistleblower and GC alerted Tesco CEO to accounting issues. International Bar Association. Retrieved from http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=a922455b-eb2f-46e2-9240-d0a79d5824dd

31. Brinded, L. (2014, September 29). Tesco's whistleblower 'ignored' for months over £250m profit shortfall. International Business Times. Retrieved from http://www.ibtimes.co.uk/tesco-whistleblower-ignored-months-over-250m-profit-shortfall-1467594

32. Welfare, A. (2014, September 22). Tesco's Accounting Scandal - A Corporate Governance Failure? LinkedIn. Retrieved from https://www.linkedin.com/pulse/

20140922163702-25198488-tesco-a-corporate-governance-failure

33. Bermingham, F. (2014, September 22). Tesco Chairman Sir Richard Broadbent Will Not Resign in Wake of Profit Misreporting Scandal. International Business Times. Retrieved from http://www.ibtimes.co.uk/tesco-chairman-sir-richard-broadbent-will-not-resign-wake-profit-misreporting-scandal-1466560

34. Barrett, C., & Feslted, A., & Sharman, A. (2014, September 22). Tesco reveals it overstated first-half results by £250m. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/67fb8db4-421e-11e4-9818-00144feabdc0.html#ixzz3WD9dXLka

35. Bermingham, F. (2014, September 22). Tesco Chairman Sir Richard Broadbent Will Not Resign in Wake of Profit Misreporting Scandal. IBTimes. Retrieved from http://www.ibtimes.co.uk/tesco-chairman-sir-richard-broadbent-will-not-resign-wake-profit-misreporting-scandal-1466560

36. Ruddick, G. (2014, September 22). Tesco suspends four executives over £250m accounting scandal. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/epic/tsco/11113243/Tesco-suspends-four-executives-over-250m-accounting-scandal.html

37. Farrell, S. (2014, October 1) Tesco to be investigated by FCA over accounting scandal. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2014/oct/01/tesco-investigated-fca-accounting-scandal

38. Butler, S. (2014, October 29). Criminal investigation launched into Tesco's accounting. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2014/oct/29/serious-fraud-office-investigate-tesco

39. Serious Fraud Office starts Tesco criminal investigation. (2014, October 29). BBC. Retrieved from http://www.bbc.com/news/business-29821061

40. Bentley, G. (2014, October 23). Tesco share price falls again: Chairman Sir Richard Broadbent steps down as profit misstatement is bigger than thought. City.A.M. Retrieved from http://www.cityam.com/1414045415/tesco-crisis-chairman-sir-richard-broadbent-steps-down-profits-collapse-and-profit

41. Ruddick, G. (2014, December 20). Tesco suppliers dragged into SFO investigation. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/epic/tsco/11305170/Tesco-suppliers-dragged-into-SFO-investigation.html

42. Robinson, M. (2014, December 9). Can 2014 get any worse for Tesco? £2bn wiped off value of beleaguered supermarket's share price after warning annual profits may be £550million worse than expected. Dailymail. Retrieved from http://www.dailymail.co.uk/news/article-2866567/Tesco-turmoil-warns-annual-profits-550million-worse-expected.html#ixzz3WCxRiRTi

43. Marlow, B., & Ruddick, G. (2015, January 12). Tesco suspends ninth executive as accounts fallout continues. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/retailandconsumer/11337934/Tesco-suspends-ninth-executive-as-accounts-fallout-continues.html

44. Doherty, R. (2014, December 22). FRC launches Tesco investigation. Economia. Retrieved from http://economia.icaew.com/news/december-2014/frc-launches-pwc-tesco-investigation

45. Baldwin, C. (2015, February 5). In the news, Groceries Code Adjundicator Christine Tacon profiled. Retail week. Retrieved from http://www.retail-week.com/topics/policy/in-the-news-groceries-code-adjudicator-christine-tacon-profiled/5071762.article

46. Snell, P. (2015, February 5). Supermarket watchdog to be handed new powers to levy fines. Supply management. Retrieved from http://www.supplymanagement.com/news/2015/supermarket-watchdog-to-be-handed-new-powers-to-levy-fines

47. Lowe, D. (2015, March 24). Supermarkets to face 1% annual turnover fines for breaches of groceries code. Gowling WLG. Retrieved from https://gowlingwlg.com/en/united-kingdom/insights-resources/supermarkets-to-face-1-annual-turnover-fines-for-breaches-of-groceries-code

48. Marriage, M. (2014, November 9). US law firms line up to sue Tesco. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4ff7ce62-669f-11e4- 91ab-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV

49. Armitage, J. (2014, November 26). Shareholders poised to sue Tesco over losses from profits scandal. The Independent. Retrieved from http://www.independent.co.uk/news/business/news/shareholders-poised-to-sue-tesco-over-losses-from-profits-scandal-9883497.html

50. Wood, Z. (2014, November 25). UK law firm solicits Tesco shareholders for lawsuit following profits scandal. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2014/nov/25/uk-firm-tesco-shareholders-lawsuit-stewarts-law-compensation-profits-scandal

51. Neville, S. (2015, March 25). Shareholders in move to sue Tesco after £260m 'black hole' scandal. The Independent. Retrieved from http://www.independent.co.uk/news/business/news/shareholders-in-move-to-sue-tesco-after-260m-black-hole-scandal-10131654.html

52. Davey, J. & Potter, M. (2015, March 24). U.S. law firm rallies Tesco investors to join lawsuit. Reuters. Retrieved from http://uk.reuters.com/article/2015/03/24/tesco-lawsuit-shareholders-idUKL6N0WQ13E20150324

53. Ruddick, G., & Roland, D. (2015, March 24). Tesco investors prepare multi-million pound lawsuit over profit black role. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/retailandconsumer/11491457/Tesco-investors-prepare-multi-billion-pound-lawsuit-over-profit-black-hole.html

54. Croft, J., & Felsted, A. (2014, November 25). Tesco shareholders prepare claim over losses. Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a05500de-749e-11e4-8321-00144feabdc0.html#axzz3WEVGSgTV

55. Butler, S. (2015, March 24). Tesco faces US lawsuit over profit misstatement. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/mar/24/tesco-faces-us-lawsuit-over-profit-overstatement

56. Wearden, G. (2015, January 8). Tesco turnaround plan: prices cut, stores to close –business liveblog. The Guardian. Retrieved from https://www.theguardian.com/business/live/2015/jan/08/tesco-turnaround-plan-halfords-ceo-sales-blinkbox-business-live

57. Ibid.

58. Butler, S. (2015, February 25). Tesco board loses two female directors. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/feb/26/tesco-board-loses-two-women-directors

59. Torrance, J. (2015, March 23). Yet another non-executive is leaving Tesco's board. Management Today. Retrieved from http://www.managementtoday.co.uk/go/news/article/1339556/yet-non-exec-director-leaving-tescos-board/

60. Melville, T. (2015, March 4). Tesco says former BP executive to join board as non-executive. Reuters. Retrieved from http://uk.reuters.com/article/2015/03/04/uk-tesco-moves-non-execs-idUKKBN0M00Z320150304

福斯汽車：廢氣排放醜聞

個案大綱

2015 年 9 月 15 日，福斯汽車集團（Volkswagen，以下簡稱福斯汽車）執行長馬丁・溫特康（Martin Winterkorn，以下簡稱溫特康）發布了一項聲明，承認公司替自家柴油車加裝「減效裝置」（defeat device），多年來在廢氣排放檢測中作弊。此項聲明是在福斯汽車被美國國家環境保護局（United States Environmental Protection Agency，以下簡稱美國環保署）與加州空氣資源委員會（California Air Resources Board）揭露其違反法定排放標準的操縱行為之後才發佈。在調查之始，美國環保署與福斯汽車聯繫並給予機會補救，但福斯汽車仍決定繼續在檢測中作弊。初步調查顯示，一名技術人員曾內部舉發過 2011 年的造假行為，卻得不到公司的任何回應。本個案主旨為探討公司治理相關議題，包括：德國的雙層董事會結構；監督委員會（supervisory board）的多元性與獨立性；董事會的員工代表與州（邦）代表；董事會內鬥；廢氣醜聞中主管機關所扮演的角色；以及福斯汽車吹哨系統的有效性。

國民汽車

福斯汽車是一家位於德國下薩克森邦（Lower Saxony）的汽車製造商，總部設於狼堡（Wolfburg）。目前為止，是全球第二大汽車製造商，在超過 150 個國家銷售，並擁有 119 間製車廠，遍佈全球 31 個國家。2014 年總獲利超過一百一十億歐元，生產一千零二十萬輛車。福斯汽車旗下知名的品牌包括：賓利、布加迪、藍寶堅尼、奧迪、保時捷，與斯柯達。

福斯之鄉—下薩克森邦

下薩克森邦—福斯汽車的狼堡總部所在地，是福斯汽車的重要股東。下薩克森邦政府就投票權而言為公司第二大股東（20.2%）。

儘管並非擁有過半股權的大股東，下薩克森邦政府擁有許多特權，包括關閉或遷移組裝工廠，與企業併購的否決權。這是因為福斯汽車法（Volkswagen Law），規定福斯汽車股東會的主要決議必須有八成股權同意。2008 年，擁有 31% 股份的保時捷，想要獲得過半股權，他們試圖透過修改公司章程使福斯汽車有更多的掌控權。儘管福斯汽車的董事們歡迎保時捷增加持股[1]，這項提案仍因為下薩克森邦政府的否決權所阻撓[2]。 2005 年，歐盟因為福斯汽車法限制了歐洲跨國資金移動對德國採取行動，福斯汽車法也因此在 2008 年被修訂，但是其中需要八成股權同意的規定仍被保留下來，使得下薩克森邦政府的兩成股權仍足以否決任何需要股東同意的主要決議，例如：收購[3]。在一般的德國公司法下，公司需有至少 25% 股權支持[4]。

儘管歐盟進一步嘗試廢除福斯汽車法，福斯汽車當時的監督委員會主席費迪南・皮耶（Ferdinand Piëch，以下簡稱皮耶），仍設法取得德國總理安格拉。梅克爾（Angela Merkel）的支持。因此即使福斯汽車法再怎麼被修改，八成股權規定還是會被保留下來[5]。如此一來便產生了雙贏的局面—皮耶在穩坐監督委員會主席寶座，而下薩克森邦政府仍可透過否決權對福斯汽車保有影響力。

費迪南・皮耶：霸主還是瘟神？

皮耶是一位優秀的汽車工程師，1993 年起擔任福斯汽車執行長[6]，並在 2002 年成為監督委員會主席，在他九年執行長任期內，帶領福斯汽車克服缺乏效率的問題，並且轉虧（十億歐元虧損）為盈（二十六億歐元盈利）。他主導福斯汽車擴張成為一擁有十二個品牌的公司，製造各式各樣的汽車，例如：節能車與四十噸大卡車[7]。

皮耶的遠見在於將福斯汽車打造成世界上最大且最頂尖的汽車製造商[8]。保時捷—皮耶家族（Porsche–Piëch family）掌握了福斯汽車過半（51%）投票權，而皮耶身為其中一員，得以任命他喜歡的高階經理人，或是撤換那些他不喜歡的人[9,10]。他專制的管理風格使得公司中許多技師或是高階管理者都對他畏懼七分，因為他們都心知肚明，萬一讓皮耶不開心，就有可能就得捲鋪蓋走人[11]。

2012 年，皮耶成功得將原本擔任幼稚園教師的第四任妻子—烏蘇拉・普拉瑟（Ursula Plasser，以下簡稱普拉瑟），安插進入公司的監督委員會。雖然不少股東都以他妻子適任性與獨立性的不足，對這項安排提出抗議，但在保時捷—皮耶家族握有過半投票權的情況下，他們的影響顯得微乎其微[12]。更何況，這項安排有下薩克森邦總理大衛・麥卡利斯特（David McAllister）的支持，他表示普拉瑟深諳公司內部營運，也在下薩克森邦居住超過十年，對於該邦有著緊密的連結[13]。

雙層董事會組成

在德國公司法下，公開發行公司必需成立雙層董事會—監督委員會與管理董事會。監督委員會由 20 位成員組成，指派並監督管理階層，並授權主要的經營決策。1976 年的《共同決定法》（Co–Determination Act）規定，超過兩萬名員工的公司必需要在其監督委員會設立二十個席次。

「和諧」的勞資關係：共同決定

德國企業董事會需有勞工代表主要為《三分之一參與法》（One Third Participation Act）與《共同決定法》的規範，幾乎僅止於歐洲—尤其在福斯汽車—員工對於高階管理決策擁有很高的影響力。由於福斯汽車雇用員工超過兩千名，《共同決定法》便適用於福斯汽車。在此法規範下，福斯汽車的監督委員會裡，員工代表必須與股東們擁有相同數量的席次，換句話說，要形成一比一

的共同決策模式[14]。

另外，以保護員工利益為宗旨而成立的勞工代表會（Works Council）[15]，可推選員工代表進入監督委員會[16]。勞工代表會成員則由員工們選出，任期四年[17]，這些成員也通常是工會幹部或成員[18]。

員工的力量有多大？

福斯汽車的監督委員會， 二十席次中有一半是員工代表。伯恩・奧斯特羅（Bernd Osterloh，以下簡稱奧斯特羅）身兼勞工代表會主席與監督委員會成員，是一位關鍵性人物。根據一位熟知監督委員會運作的消息來源指出，沒有任何一位員工代表在股東大會會投票反對奧斯特羅[19]。

2014 年 8 月，員工代表強迫管理階層終止由麥肯錫公司（McKinsey & Company）負責提供由執行長溫特康主導五十億歐元節約成本計畫的管理咨詢服務。奧斯特羅擔心麥肯錫的節約成本計畫主要著重在德國境內裁員，而非縮減極遽增加的研發費用。這件事對溫特康計畫拉近與同業間的利潤差距來說，無非是一個巨大的挫折[20]。

回到 2008 年，福斯汽車管理階層被揭發支付款項給高級性工作者，並贈送現金禮品給工會幹部的情婦，甚至免費提供威而鋼（Viagra）。前勞工代表會主席克勞斯・維克特（Klaus Volkert）被查出收受近兩百萬歐元的非經批准的獎金，並以公費與他的巴西情婦出遊。當時擔任執行長的皮耶卻認為這些被指控的罪行，僅是行為不檢。一名內部人員透露，這樣不當使用公司資源的情形已經持續超過十年之久，但內部卻沒有對此採取任何行動[21]。

『德國』揭發德國醜聞

這件世紀大醜聞是由約翰・傑曼（John German，以下簡稱傑曼）與其同事彼得・墨客（Peter Mock，以下簡稱墨客）所揭發。 傑曼是一位美國工程師，他領導一個小規模的非營利組織—國際清潔運輸委員會（International Council on Clean Transportation），主要透過科學與技術分析，幫助環保主管機關減少交通工具廢氣排放量[22]。

福斯汽車一直以來花費大量心力在世界第二大汽車市場—美國，試著豎立其汽車品牌地位。為吸引環保意識日漸增加的美國消費者並刺激銷售，福斯汽車推出「清淨柴油車」[23]。傑曼與墨客的廢氣排放檢測，不是在實驗室裡模擬測試，而是根據汽車上路且在正常駕駛情況下做的，在此情況下，他們偵測出福斯汽車的 Passat 與 Jetta 車款違規[24]，排放出的有毒物質達到危險水準，超出合法排放量 25 與 35 倍。於是他們通報美國環保署與加州空氣資源委員會，而這兩個主管機關也對此事件展開正式調查。

福斯汽車與主管機關經過了數個月溝通，福斯聲稱他們已經找出高廢氣排放量的原因，隨後在 2014 年 12 月召回超過五十萬台在美國的汽車[25]。然而，後續調查結果顯示其廢氣排放量仍舊超過規定，美國環保署與加州空氣資源委員會也揚言要拒絕發予福斯汽車 2016 年度柴油車款的認證。

2015 年 9 月 3 日，福斯汽車終於承認在美國廢氣排放測試中作弊[26]。從 2007 年以來福斯汽車加裝「減效軟體」，以大幅減少美國環保署在實驗室裡檢測出福斯汽車氮氧化物排放量的事實，也隨後曝光[27]。消息傳出後不久，溫特康便宣布辭去執行長的職位。

年度綠色汽車？

福斯汽車素來享有製造省油、環保汽車的美譽。2009 年，其第一款柴油車 Jetta 在洛杉磯車展中，獲選「年度綠色汽車」，在

2010 年，其 Audi A3 車款也獲得同樣殊榮 [28]。

福斯的董監事會一直以來都特別強調其致力於永續性的決心，溫特康與奧斯特羅更視企業永續報告書為公司門面。2014 年，福斯汽車在 11 項國際排行榜與相關指標皆名列前茅，並在極具公信力的企業永續評比—道瓊永續指數（Dow Jones Sustainability Index）中，以永續汽車製造商名義榮獲桂冠 [29]。

然而，福斯汽車在醜聞浮上檯面後，便失去了此等尊榮，並在 2015 年 10 月 6 日從道瓊永續指數中除名 [30]。

溫特康：玫瑰還是荊棘？

溫特康擁有金屬物理學博士學位厚實的工程背景，又有皮耶做靠山，1993 年以品質控制長身份加入福斯汽車，並深入參與福斯汽車與子公司奧迪（Audi）的技術研發，而後在 2007 年當上執行長 [31]。他的目標與皮耶相似，都希望在 2018 年以前使福斯汽車成為世界第一大汽車製造商 [32]。身為執行長，溫特康帶領公司獲利 [33]，並在 2015 年，超越豐田汽車（Toyota），得到全球銷售第一汽車製造商的名號，比原先預期的早了三年 [34]。

溫特康向來有微觀經理（micro–manager）的名號，總是格外注意細節 [35]。許多執行長都寧願將瑣碎的事情分發給副手處理，他卻持續著重工程中大大小小的細節 [36]。他事必躬親式的管理風格引發許多批評，因為這除了使得模組的開發延宕，也削弱了公司快速反應當地市場的能力 [37]。溫特康每年也多次會在福斯汽車的集體試駕活動中親自試駕新車 [38]。

與董事會的遊戲

隨著時間一點一滴過去，皮耶對溫特康越來越失望，因為福斯汽車在美國的市占率從 2012 年的 3% 跌至 2015 年的 1.9%，並沒有成功打擊福特汽車（Ford）、通用汽車（General Motors）以

及豐田汽車在市場的主導地位[39.40.41]。之後，皮耶繞過監督委員會，向德國明鏡週刊（Der Spiegel）表示他正與溫特康保持距離[42]。這樣子公開表達對溫特康的反感向媒體透露出福斯汽車的內訌。

回顧在 2006 年 11 月，皮耶成功的罷黜在 2002 年繼他之後成為執行長的柏恩德・皮契斯瑞德（Bernd Pischetsrieder，以下簡稱皮契斯瑞德）。罷黜皮契斯瑞德的舉動讓許多人大吃一驚，因為董事會於同年 5 月才剛與皮契斯瑞德續約五年[43]。在趕走皮契斯瑞德之前，皮耶以兩個明顯的手段毀滅他的繼任者：首先，他違背皮契斯瑞德與大部分董事的意思，強行任用新的人力資源主管；其次，他也公開表示反對皮契斯瑞德的續約[44]。

費迪南沒戲唱了

皮耶在 2015 年 4 月曾試圖將溫特康從執行長一職趕走，卻不幸失敗。而這次，下薩克森邦政府、保時捷—皮耶家族，以及大多數的監督委員會—包括奧斯德羅，都站在溫特康這一邊，決定不能再讓這場內訌繼續下去。皮耶默許也同意讓溫特康留下。但不久之後，皮耶便收到主要股東及利益關係人下的最後通牒—辭職走人或是接受董事會投票將他趕出董事會的恥辱，因為他們已經對這位主席失去信心。皮耶與其妻子之後辭去在監督委員會的職位[45,46]。

皮耶退出後，監督委員會主席一職便由副主席柏梭・修博（Berthold Huber，以下簡稱修博）[47]暫代。德國金屬工業協會（IG Metall）是全球數一數二大的工會，幾乎所有的德國汽車工人都是其會員，而修博為前任主席[48]。

對吹哨充耳不聞

羅伯特・博世有限公司（Robert Bosch GmbH）是福斯汽車的主要供應商之一，曾在 2007 年警告過福斯汽車：其供應的引擎控制軟體只能用於公司內部的檢驗，而非廢氣測試。然而，福斯汽

車卻進一步修改程式，一方面，使其廢氣控制系統在廢氣測試的過程中可以被啟動，並大幅降低排放汙染物（例如：氮氧化物）；另一方面，汽車上路時則可以被關閉，使引擎運作最佳化 [49]。

四年過後，2011 年初，一位福斯汽車的技師舉報公司隱瞞柴油車的真實廢氣排放量，違反廢氣排放法 [50]。內部調查點出福斯汽車柴油引擎的問題，但福斯汽車沒有採取進一步的行動。

福斯汽車的問題如雪球般越滾越大，直到最後被美國環保署與加州空氣資源委員會發現其所做所為。全世界超過一千一百萬台裝配有排放作弊軟體的福斯柴油車須被召回 [51]。

福斯的財務分析

醜聞爆發的隔天，福斯汽車的股價下跌了 16.7%，導致市值損失超過兩百億歐元，更因違法，面臨高達一百八十億美元的罰鍰，以及美國司法部（US Department of Justice）的刑事調查 [52]。公司因此必須準備六十五億歐元以支應導因於廢氣醜聞的潛在支出 [53]。

前途受阻

廢氣醜聞促使美國、歐洲與南韓的監管機構，展開對此事件的調查 [54]。消費者信心嚴重動搖，而許多駕駛也因為汽車被召回感到沮喪。另外，一項近期在英國進行的調查結果顯示，福斯汽車有超過一半的顧客，未來將不願再購買其製造的柴油車 [55]。

2015 年 10 月，福斯汽車指派前通用汽車經理，湯姆士・席德蘭（Thomas Sedran）擔任集團策略長；以及，前德國高等法院法官，克莉絲汀・霍曼－登哈德（Christine Hohmann–Dennhardt）帶領集團法律與法規遵循部門 [56]。

隨後，福斯汽車宣布將會從品牌部門的年度投資預算刪減十億歐

元，繼續製造電動車與插電式油電混合汽車等環保汽車[57]。

眾所矚目的穆勒

整個產業都將焦點聚在福斯汽車新上任的執行長—馬提亞斯・穆勒（Matthias Müller，以下簡稱穆勒）身上，看他如何帶領福斯汽車走出這場危機。沒有實現提供乾淨柴油的承諾嚴重地玷汙福斯汽車身為綠色企業的名聲[58]。面對重重阻礙，福斯汽車究竟需要多久才能讓大眾重拾對其品牌的信賴？唯有時間才能夠給出答案。

問題與討論

1. 在德國公司法下，所有的公開發行公司都必需設置雙層董事會—監督委員會與管理董事會。請討論雙層董事會的優缺點，並試著畫出與單階層董事會的比較結構圖。

2. 請討論福斯汽車的監督委員會組成。皮耶辭去執行長職位後，便直接成為監督委員會的主席。這樣位置的轉換是否涉及公司治理爭議？

3. 美國環保署身為監管者在此排放醜聞中，負有什麼責任？美國環保署又應該被究責至什麼程度？

4. 2011 年，福斯汽車的一位技師舉發了公司在廢氣檢測中的作弊行為，卻沒得到回應。既然作弊行為從 2007 年便已經開始，有什麼可能的原因使得真相直到 2015 年才被發現？

5. 展望未來，福斯汽車可以如何改進公司治理以防範類似的危機再度發生？

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

附註

1. Deutsche Welle. (2008, April 24). Battle for control at Volkswagen - Porsche vs. the State. Retrieved from: http://www.dw.com/en/battle-for-control-at-volkswagen-porsche-vs-the-state/a-3291440

2. Dowling, S. (2009, May 8). The world from Berlin: 'Porsche's VW plan was pure megalomania'. Retrieved from http://www.spiegel.de/international/business/the-world-from-berlin-porsche-s-vw-plan-was-pure-megalomania-a-623705.html

3. Stevis, M. (2011, November 24). EU to sue Germany again over 'Volkswagen Law'. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204630904577057730270544356

4. Fuhrmans, V., Crawford, D., & Boston, W. (2012, March 30). German state fights to retain VW veto power. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304177104577313710807960088

5. Hawranek, D. (2009, July 22). The Porsche story: The downfall of a corporate upstart. Retrieved from http://www.spiegel.de/international/business/the-porsche-story-the-downfall-of-a-corporate-upstart-a-637542-3.html

6. Connolly, K. (2015, April 17). VW boss Martin Winterkorn defeats chairman Ferdinand Piech. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/apr/17/vw-boss-martin-winterkorn-defeats-chairman-ferdinand-piech

7. Schwartz, J., & Prodhan, G. (2015, April 25). Ferdinand Piech resigns, ending an era at Volkswagen. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2015/04/25/us-volkswagen-ceo-chairman-idUSKBN0NG0N720150425

8. The Economist Print Edition Business. (2015, May 2). Driven out. The Economist. Retrieved from http://www.economist.com/news/business/21650152-carmakers-domineering-chairman-leaves-his-successor-would-have-trouble-changing

9. Sheahan, M., & Prodhan, G. (2015, April 25). Ruthless VW patriarch Piech overplays last hand. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2015/04/25/us-volkswagen-ceo-piech-newsmaker-idUSKBN0NG0Z720150425

10. Cremer, A., & Prodhan, G. (2015, April 26). VW board members demanded Piech go after learning of secret plot. Retrieved from http://finance.yahoo.com/news/vw-board-members-demanded-piech-231452005.html

11. Levin, D. (2015, October 16). The man who created VW's toxic culture still looms large. Retrieved from http://fortune.com/tag/ferdinand-piech/

12. Stewart, J. B. (2015, September 24). Problems at Volkswagen start in the boardroom. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2015/09/25/business/international/problems-at-volkswagen-start-in-the-boardroom.html?_r=0

13. Fuhrmans, V., Crawford, D., & Boston, W. (2012, March 30). German state fights to retain VW veto power. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304177104577313710807960088

14. Hengeler Mueller. (2015, March 11). Do foreign employees count for board level co-determination in Germany? Retrieved from http://www.hengeler.com/fileadmin/medien/broschueren/20150325_Hengeler_Mueller_Do_Foreign_Employees_Count_for_Board_Level_Co-Determination_in_Germany.pdf

15. Michel, H. (2007, March 1). Co-determination in Germany: the recent debate. Retrieved from https://www.uclouvain.be/cps/ucl/doc/etes/documents/WDW004.pdf

16. Page, R. (2011, June 1). Co-determination in Germany – a beginner's guide. Retrieved from http://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_033.pdf

17. Germany Trade & Invest. (2015, November 4). Employee representation. Retrieved from http://www.gtai.de/GTAI/Navigation/EN/Invest/Investment-guide/Employees-and-social-security/employee-representation.html

18. Baker & McKenzie. (2015, November 6). Germany trade unions guide. Retrieved from http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Supporting%20Your%20Business/Global%20Markets%20QRGs/Trade%20Unions%20and%20Works%20Councils/qr_germany_tradeunionsguide_2009.pdf

19. Boston, W. (2015, October 6). At Volkswagen, a familiar figure returns. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/at-volkswagen-a-familiar-figure-returns-1444064101

20. Taylor, E., & Cremer, A. (2014, August 7). Exclusive: Unions force VW to axe consultants in clash over cost cuts - sources. Retrieved http://www.reuters.com/article/2014/08/07/us-volkswagen-costs-mckinsey-idUSKBN0G71M520140807

21. Connolly, K. (2008, January 13). Bribery, brothels, free Viagra: VW trial scandalises Germany. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/world/2008/jan/13/germany.automotive

22. Kodjak, D. (2015, September 18). EPA's notice of violation of the Clean Air Act to Volkswagen. Retrieved from http://www.theicct.org/news/epas-notice-violation-clean-air-act-volkswagen-press-statement

23. Plungis, J. (2015, September 19). VW 'Clean Diesel' scheme exposed as criminal charges weighed. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-19/vw-clean-diesel-scheme-exposed-as-u-s-weighs-criminal-charges

24. Neate, R. (2015, September 26). Meet John German: the man who helped expose Volkswagen's emissions scandal. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/sep/26/volkswagen-scandal-emissions-tests-john-german-research

25. Plungis, J. (2015, September 20). VW's emissions cheating found by curious clean -air group. Blommberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-19/volkswagen-emissions-cheating-found-by-curious-clean-air-group

26. Vlasic, B. (2015, September 22). Why Volkswagen finally admitted that it cheated in emissions tests. The Economic Times. Retrieved from http://economictimes.indiatimes.com/news/international/business/why-volkswagen-finally-admitted-that-it-cheated-in-emissions-tests/articleshow/49056567.cms

27. Knapton, S. (2015, September 22). Volkswagen scandal: how two campaigners exposed the world's biggest car company. The Telegraph. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/news/uknews/road-and-rail-transport/11883343/volkswagen-scandal-campaigners-expose-world-biggest-car-company.html

28. Wattles, J. (2015, October 1). Volkswagen stripped of two 'Green Car of the Year' titles. Retrieved from http://money.cnn.com/2015/10/01/news/companies/volkswagen-green-car-of-year-awards-rescinded/

29. Volkswagen. (2015, September 9). Retrieved from http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/news/2015/09/sustain.html

30. Makortoff, K. (2015, September 29). Volkswagen cut from top sustainability index. Retrieved from http://www.cnbc.com/2015/09/29/volkswagen-cut-from-dow-jones-sustainability-ranking.html

31. Plummer, R. (2015, September 23). VW boss Martin Winterkorn's rise and fall. BBC. Retrieved from http://www.bbc.com/news/business-34334621

32. Bomey, N. (2015, September 23). Volkswagen CEO Martin Winterkorn resigns amid scandal. Retrieved from http://www.usatoday.com/story/money/cars/2015/09/23/volkswagen-emissions-scandal-martin-winterkorn/72673028/

33. Rauwald, C. (2015, April 17). VW top board group backs CEO Winterkorn in power struggle. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-17/vw-s-top-board-group-backs-ceo-winterkorn-against-chairman-piech

34. Eisenstein, P. A. (2015, September 23). The rapid fall of VW's Martin Winterkorn. Retrieved from http://www.cnbc.com/2015/09/23/all-of-vws-martin-winterkorn.html

35. Bryant, C. (2015, September 23). Pressure was too much to bear for Martin Winterkorn. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/da8d1240-6206-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3pojEevqf

36. Bomey, N. (2015, September 23). Volkswagen CEO Martin Winterkorn resigns amid scandal. Retrieved from http://www.usatoday.com/story/money/cars/2015/09/23/volkswagen-emissions-scandal-martin-winterkorn/72673028/

37. Cremer, A. (2015, September 24). Volkswagen to pick Porsche boss as new CEO. Retrieved from http://www.cnbc.com/2015/09/24/reuters-america-wrapup-2-volkswagen-to-pick-porsche-boss-as-new-ceo--source.html

38. Looss, A. (2015, October 2). Quality across the board. Retrieved from http://magazine.volkswagen.com/technology-quality-assurance.html

39. Ruddick, G. (2015, September 23). Volkswagen: a history of boardroom clashes and controversy. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/sep/23/volkswagen-a-history-of-boardroom-clashes-and-controversy

40. Statista. (2015, November 4). Volkswagen's U.S. market share from 2012 to 2014. Retrieved from http://www.statista.com/statistics/343189/market-share-of-volkswagen-in-the-us/

41. Zhang, B. (2015, April 17). Volkswagen may solve its leadership crisis, but it still has massive sales problems in America. The Business Insider. Retrieved from http://www.businessinsider.sg/volkswagen-has-massive-sales-problems-in-america-2015-4/#.VjzaHbcrLDc

42. Ewing, J. (2015, April 26). As boardroom struggle ends, Volkswagen looks to the future. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2015/04/27/business/international/as-boardroom-struggle-ends-volkswagen-looks-to-the-future.html?_r=0

43. Landler, M. (2006, November 8). After power struggle, Volkswagen ousts its chief. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2006/11/08/automobiles/08vw.html

44. Milne, R. (2015, April 13). Piëch is a specialist in corporate defenestration at Volkswagen. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/af8aaf60-e1cf-11e4-8d5b-00144feab7de.html#axzz3pCglezpg

45. Boston, W. (2015, April 26). At Volkswagen, a game of thrones as chairman Ferdinand Piech quits. The Wall Street Journal. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/challenges-persist-for-volkswagen-as-chairman-piech-exits-1430081445

46. Cremer, A., & Prodhan, G. (2015, April 27). Volkswagen board members demanded Piech go after learning of secret plot. Retrieved from http://uk.reuters.com/article/2015/04/26/uk-volkswagen-leadership-idUKKBN0NH0XS20150426

47. Nees, V., & Henning, D. (2015, May 1). Former IG Metall union leader heads Volkswagen supervisory board. Retrieved from https://www.wsws.org/en/articles/2015/05/01/vw-m01.html

48. Allen, F. E. (2011, December 21). How Germany builds twice as many cars as the U.S. while paying its workers twice as much. Forbes. Retrieved http://www.forbes.com/sites/frederickallen/2011/12/21/germany-builds-twice-as-many-cars-as-the-u-s-while-paying-its-auto-workers-twice-as-much/

49. Wendler, A. (2015, September 21). How Volkswagen got busted for skirting EPA diesel emissions standards. Retrieved from http://blog.caranddriver.com/how-volkswagen-got-busted-for-gaming-epa-diesel-emissions-standards/

50. BBC. (2015, September 27). VW scandal: company warned over test cheating years ago. Retrieved from http://www.bbc.com/news/business-34373637

51. McGoogan, C. (2015, October 7). Volkswagen scandal: 11 million cars to be recalled in January. Retrieved from http://www.wired.co.uk/news/archive/2015-10/07/vw-recall-vehicles-emissions-scandal

52. Channel NewsAsia. (2015, September 23). VW chief under pressure as cheating scandal snowballs. Retrieved from http://www.channelnewsasia.com/news/business/vw-chief-under-pressure/2146144.html

53. Geiger, F. (2015, September 29). Cost of Volkswagen's emissions scandal? At least $11 billion, analysts say. The Wall Street Jounral. Retrieved from http://blogs.wsj.com/moneybeat/2015/09/29/cost-of-volkswagens-emissions-scandal-at-least-11-billion-analysts-say/

54. Makortoff, K. (2015, September 22). What you need to know about the Volkswagen scandal. Retrieved from http://www.cnbc.com/2015/09/22/what-you-need-to-know-about-the-volkswagen-scandal.html

55. Ruddick, G. (2015, October 15). VW customers demand answers and compensation over emissions scandal. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/oct/15/vw-customers-demand-answers-and-compensation-over-emissions-scandal

56. Press, A. (2015, October 26). Volkswagen hires Opel exec as strategy chief as it seeks to overcome emissions scandal. U.S. News. Retrieved from http://www.usnews.com/news/business/articles/2015/10/26/scandal-hit-volkswagen-hires-opel-exec-as-strategy-chief

57. Makortoff, K. (2015, October 13). Volkswagen to slash investment by $1.1B per year. Retrieved from http://www.cnbc.com/2015/10/13/volkswagen-to-slash-investment-by-11b-per-year.html

58. Preston, B. (2015, September 25). Volkswagen scandal tarnishes hard-won US reputation as green company. The Guardian. Retrieved from http://www.theguardian.com/business/2015/sep/25/volkswagen-scandal-us-reputation-emissions

eBay：與維權主義股東的搏鬥

個案大綱

2014 年初，卡爾・艾康（Carl Icahn，以下簡稱艾康）取得了 eBay 2.15%的股份，該股東主義積極人士隨後發表聲明，指責其兩位長期任職的董事斯科特・庫克（Scott Cook，以下簡稱庫克）和馬克・安德森（Marc Andreessen，以下簡稱安德森）不符合電子商務巨頭的最佳利益，艾康則指稱這兩位獨立董事的外部責任造成了重大的利益衝突，導致公司管理不善。此外，艾康在給股東的信中提出 eBay 應該擺脫其子公司 PayPal，並推薦他的候選人任命為 eBay 的董事會成員[1]，而 eBay 拒絕艾康的提名和擺脫 PayPal 的建議作為回應。然而，委託書爭奪戰在 2014 年底結束一 eBay 宣布在隔年將 PayPal 分拆成一家獨立的公司以提高其競爭力，以及安德森辭去 eBay 的董事會職位。本案件的主旨是討論諸如股東積極主義；利益衝突；報酬；董事的獨立性等問題。

關於 eBay

1995 年 9 月 3 日，皮埃爾・奧米迪亞（Pierre Omidyar）在位於加利福尼亞州聖荷西（San Jose）的公寓裡創建了一個拍賣網站，在第一年內，他的網站流量天高，並繼續從 1996 年的二十五萬次拍賣指數增長到 1997 年 1 月的兩百萬次拍賣[2]，奧米迪亞與公司第一任總裁傑佛瑞・斯科爾（Jeffrey Skoll）一起決定在 1998 年重新命名網站「eBay」，他們還將公司上市納斯達克，eBay 從一個簡單的拍賣服務網站發展到一個完全整合的互聯網市場。其主要收入來源於全球電子商務平台 ebay.com、PayPal 以及以 Commerce Technologies 的形式向其企業客戶提供服務，在短短的七年時間裡，eBay 的淨收入從 2013 年的四千一百萬美元增加到一百六十億美元[3]。

委託書爭奪戰之始

艾康在致 eBay 股東的一封信中批評了公司治理不善，他指稱其兩名獨立董事馬克·安德森和斯科特·庫克的外部責任造成了重大的利益衝突[4]。

馬克·安德森

安德森在 2008 年被任命為 eBay 的獨立董事，他同時領導與他共同創立的著名美國創投公司 Andreessen Horowitz[5,6]，艾康指責安德森在 eBay 出售 Skype 時行為不當。在 2005 年以二十六億美元的價格收購 Skype 之後，eBay 於 2009 年以現金十九億美元將 70%的股權賣給銀湖投資集團（Silver Lake），而安德森則是銀湖的其中一位投資人[7]。在收購後十八個月，銀湖將 Skype 以現金八十五億美元出售給微軟，銀湖獲利四十億美元，持有銀湖 3%股權的安德森獲得巨大利益。艾康則批評說，這次出售「極大地損害了股東的利益，只讓私募股權公司獲利了四十億美元」[8]。

另一個遭受艾康批評的是，安德森一直積極地為 eBay 的直接競爭對手，如 Coinbase 和 Dwolla，提供策略和產業上的諮詢建議。由於安德森身為董事，他可以獲得有關 eBay 的敏感訊息，這使他面臨利益衝突[9]。

斯科特·庫克

斯科特·庫克自 1998 年以來一直擔任 eBay 的獨立董事，同時庫克持有直覺電腦軟體公司（Intuit）4.64% 的股份，並且是控制股東[10]，庫克在直覺軟體公司的股權比他在 eBay 的股票高出四倍。艾康聲稱直覺軟體公司的轉付支付（Intuit's Go–Payment）與 eBay 的 PayPal Here 相比，具有相同的消費支付處理能力，因此是 PayPal Here 直接的競爭對手[11]。因此，他質疑庫克能否以 eBay 及其股東為最大利益來執行獨立判斷能力。

艾康的提案

艾康還提出了兩個建議。首先，他提出將 eBay 和 PayPal 分離，因為他相信這兩家公司各自成為單獨個體是保持競爭優勢的最佳方式[12]。

其次，艾康認為董事會有嶄新的股東代表是 eBay 長期成功的必要條件。他提議任命兩名候選人喬納森・克里斯托多羅（Jonathan Christodoro，以下簡稱克里斯托多羅）和丹尼爾・尼尼維奇（Daniel Ninivaggi，以下簡稱尼尼維奇）加入董事會。克里斯托多羅和尼尼維奇分別擔任艾康資本（Icahn Capital）的執行董事[13]和艾康企業（Icahn Enterprise）的董事[14]，艾康本人則是艾康資本和艾康企業的大股東，而這兩者皆是艾康企業的投資部門。

eBay 的回應

為了回應艾康的批評，eBay 董事長皮埃爾發表了一份聲明，聲明中表示庫克和安德森為操守無可挑剔的世界級董事[15]。以庫克的案子來說，執行長約翰・多納霍（John Donahoe，以下簡稱多納霍）駁斥艾康的說法，指出直覺軟體公司和 eBay 之間的競爭，佔 eBay 總收入不到 1%[16]。而安德森的情況，eBay 解釋說安德森沒有參與 Skype 的分割案，出售 Skype 的用意是把重心放在核心業務[17]。安德森也為自己辯護提到，他已經充分披露了他潛在的利益衝突，因此迴避與 Skype 相關的所有討論，他還提到 eBay 在 Skype 分拆後保留 30%的股份，但安德森只擁有 3%銀狐的權權，也因為較多的股權使得 eBay 在 Skype 決策中扮演更重要的角色，並在出售給微軟中獲取更大的利潤[18]。

eBay 也質疑艾康提名他的員工進入董事會的意圖，克里斯托多羅和尼尼維奇都缺乏與科技業相關的領導和營運經驗[19]，並同時兼任四間公司的董事。eBay 透露，克里斯托多羅進入四個公司的董事會是由於艾康對這些公司施予的壓力，平均而言他在每個董事會的任職經驗都不足一年。兩個人都受合同侷限，必須依艾康所屬公司的利益來行使職權，也就是說他們兩位無法成為真正

的獨立董事[20]。

針對分割 PayPal 的提議，eBay 認為儘管 PayPal 為 eBay 的一部分，成長仍然迅速，2013 年收入達六十六億美元[21]。此外，分拆 PayPal 可能使得 eBay 喪失取得使用一億兩千八百萬活躍用戶的交易數據權限。另外，eBay 的股價在過去的五年中上漲了 441%，優於標準普爾 500 指數和納斯達克綜合指數，董事會將這一成功歸功於 eBay 和 PayPal 綁在一起[22]。

委託書爭奪戰的結束

2014 年 4 月 10 日，eBay 與艾康達成和平協議，結束了委託書爭奪戰，為了使丹尼爾・多曼 (David Dorman) 加入 eBay 董事會，艾康撤回了分拆 PayPal 的建議、及提名兩位候選人加入 eBay 董事會這兩項建議作為交換，多曼曾擔任摩托羅拉（Motorola）管理高層，因此被艾康建議成為董事人選[23]。

儘管艾康暫時放棄了分拆 PayPal 的建議，但他仍然認為，eBay 將會從 PayPal 分拆案中受益，並打算通過與 eBay 的保密討論來推動此案[24]。

艾康的最終勝利

2014 年 9 月 30，eBay 宣布將於 2015 年將 PayPal 分拆為一家獨立公司，以提高在快速發展支付處理業務的競爭力[25]。這消息一出，eBay 的股價上漲了大約 7%[26]，多納霍解釋說，在對該公司進行的一項評估中顯示，「將 eBay 和 PayPal 綁在一起，在 2015 年以後對雙方在戰略上和競爭性上都不那麼有利。」[27] 在反對分拆 PayPal 七個月之後，多納霍改變了立場[28]。此外，2014 年 10 月 20 日，安德森宣布辭去 eBay 董事會的職務[29]。

補償計畫

eBay 所有副總裁及以上職位的主管，薪酬計劃的一部分為「以績效為基礎的限制型股票」（Performance-Based Restricted Stock Unit）。股票取得的時程為兩年，在年度結束後的 3 月份可取得 50%，其餘 50%歸屬在一年之後取得。在 2011 年，eBay 將授予執行長和財務長的股權授予期限修改為一年 [30]。

而非執行董事被選任進入董事會後，公司會給予遞延股（Deferred Stock Units）。百分之二十五遞延股可在授權日後一年取得，其餘股票在往後每個月可取得四十八分之一。非執行董事可選擇按季收取相當於聘用費（retainer fees）總金額的遞延股，以代替聘用費 [31]。

截至 2013 年 12 月 31 日，包括遞延股代替聘用費，非執行董事持有的遞延股總數如下：弗雷德・安德森（Fred Anderson）36,425 股；馬克・安德森 42,668 股；愛德華・巴恩霍特（Edward Barnholt）44,476 股；庫克 46,970 股；威廉・福特（William Ford Jr）48,846 股；凱瑟琳・米堤克（Kathleen Mitic）16,045 股；大衛・莫菲特（David Moffett）38,118 股；理查・施洛斯伯格（Richard Schlosberg）35,307 股和托馬斯・蒂爾尼（Thomas Tierney）44,807 股。每位董事在年度股東會收到價值二十二萬美元的遞延股，高層管理人員每年也獲得選擇權，這些選擇權在四年後全部歸屬，與遞延股獎勵的漸進歸屬模式相似 [32]。

董事獨立和道德

納斯達克上市規則的 5605（b）要求公司擁有大多數的董事會成員必須為獨立董事。被 eBay 視為獨立的董事當中，安德森、巴恩霍爾特、庫克、福特、施洛斯伯格和蒂爾尼已經在董事會任職了九年以上。

此外，納斯達克上市規則 5605（c）要求審計委員會僅能由獨立董事組成，eBay 任命安德森、施洛斯伯格和莫菲特三位獨立董事，

符合上是規則。此外，安德森擔任審計委員會主席，符合美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission) 要求的「審計委員會財務專家」的定義。2014 年股東委託書中披露，美國證券交易委員會於 2007 年 4 月 24 日向安德森和蘋果公司的一名前任主管提出了股票期權行使價回溯的不當投訴，安德森被控未能採取措施確保財務報表是否正確。而安德森沒有承認或否認美國證券交易委員會的指控，最終包含十五萬美元的民事罰款 [33]，安德森共交出兩百九十五萬美元的利得和五十二萬八千一百零七美元的預先判決利息，與美國證券交易委員和解。

結語

2015 年 1 月 21 日，eBay 宣布與艾康達成協議，讓其提名人之一克里斯托多羅成為董事會成員，也允許克里斯托多羅在分拆案後離開加入 PayPal 董事會。eBay 還宣布了分拆後一系列新的 PayPal 治理規則，艾康稱這是他的公司與 eBay 間的「合作協定」。新的規定要求 PayPal 董事每年由股東重新選舉，並非像 eBay 般每幾年重選。此外，預計 2015 年第一季度，eBay 的全球員工人數將減少兩千四百人，相當總員工數的 7% [34]。

分拆後，PayPal 和 eBay 將繼續分享許多業務關係，eBay 將在未來五年內通過 PayPal 繼續銷售大約 80%的商品總額，PayPal 同意不建立自己的電子商務市場 [35]，另外，eBay 的所有董事預期是被轉入 PayPal 董事會，或者同時在兩家公司擔任職位 [36]。

這個分拆並沒有創造雙贏。PayPal 的收入顯著成長並超越了 eBay 的收入 [37]，此外，eBay 在 2015 年第一季，關鍵市場部門收入下降了 4%。然而整體來說，eBay 的盈餘超過了分析師預期，並且其銷售額也高於預期。

問題與討論

1. 就艾康對兩位 eBay 董事的指控和 eBay 辯護的說法，您認為

有利益衝突的存在嗎？請說明。這種衝突應如何解決？

2. 鑑於 eBay 所有權的分散，股東應如何監督董事會？

3. 就艾康極力推薦其支持的董事人選來看，當股東向董事會推薦他們的提名人時，您認為公司利益和自身利益之間是否有分歧？從小股東的角度來看，維權主義股東推薦他們的提名人，有何利弊？

4. 請評估 eBay 獨立董事的獨立性。

5. 請討論非執行董事可以領取股份代替聘用費的適當性。

6. 請評論股票和期權（options）歸屬期的規定。請問這是否符合公司的利益？

附註

1. Icahn, Carl C. (2014, February 24). Open Letter to eBay Stockholders. Shareholders Square Table. Retrieved from http://www.shareholderssquaretable.com/open-letter-to-ebay-stockholders/

2. Lewis, E. (2008). The eBay Phenomenon: How One Brand Taught Millions of Strangers To Trust One Another. United Kingdom, U.K.: Marshall Cavendish Business.

3. Form 10-K. (2013). eBay Inc. United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065088/000106508814000 010/ebay201310-k.htm

4. Icahn, Carl C. (2014, February 24). Open Letter to eBay Stockholders. Shareholders Square Table. Retrieved from http://www.shareholderssquaretable.com/open-letter-to-ebay-stockholders/

5. eBay Inc. PayPal and eBay Better Together. (2014, March 25). United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from http://investor.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=898822-14-178&CIK=1065088

6. eBay Inc. eBay Inc. Reiterates 'The Truth About Skype'. (2014, March 3). United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from http://investor.ebayinc.com/secfiling.cfm?filingID=898822-14-91&CIK=1065088

7. Ibid.

8. Shankar, S. (2014, February 25). Carl Icahn and eBay Caught In War of Words with Billionaire Activist Investor's Open Letter Accusing eBay of 'Disregard for Accountability'. International Business Times. Retrieved from http://www.ibtimes.com/carl-icahn-ebay-caught-war-words-billionaire-activist-investors-open-letter-accusing-ebay-disregard

9. Icahn, Carl C. (2014, February 24). Open Letter to eBay Stockholders. Shareholders Square Table. Retrieved from http://www.shareholderssquaretable.com/open-letter-to-ebay-stockholders/

10. Proxy Statement 2014 Annual Meeting Of Stockholders. (2013). Intuit Inc. Definitive Proxy Statement. United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from http://investors.intuit.com/files/doc_downloads/Proxy/INTU_2013-proxy.pdf

11. Bertoni, S. (2014, February 24). Carl Icahn Attacks Ebay, Marc Andreessen and Scott Cook in Shareholder Letter. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/stevenbertoni/2014/02/24/carl-icahn-attacks-ebay-marc-andreessen-and-

scott-cook-in-shareholder-letter/

12. Icahn, Carl C. (2014, February 24). Open Letter to eBay Stockholders. Shareholders Square Table. Retrieved from http://www.shareholderssquaretable.com/open-letter-to-ebay-stockholders/

13. Bloomberg. (n.d.). Executive Profile of Jonathan Christodoro. Retrieved from http://www.bloomberg.com/research/stocks/people/person.asp?personId=234416324&ticker=HLF

14. Bloomberg. (n.d.). Executive Profile of Daniel A. Ninivaggi. Retrieved from http://www.bloomberg.com/research/stocks/people/person.asp?personId=6425097&ticker=IEP

15. Statement by Pierre Omidyar, eBay Inc. Chairman of the Board. (2014, February 17). Business Wire. Retrieved from http://www.businesswire.com/news/home/20140227005458/en/Statement-Pierre-Omidyar-eBay-Chairman-Board#.VCavIPmSzPo

16. Mangalindan, JP. (2014, March 10) eBay's John Donahoe Talks Icahn, Conflicts and $100 Stock Price (Someday). Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2014/03/10/ebays-john-donahoe-talks-icahn-conflicts-and-100-stock-price-someday/

17. eBay Inc. Ebay Inc. Reiterates 'The Truth About Skype'. (2014, March 3). Retrieved from http://blog.ebay.com/ebay-inc-reiterates-truth-skype/

18. Andreessen, M. (2014, March 3), Statement as eBay Inc Board Director Marc Andreessen. Retrieved from http://blog.ebay.com/statement-ebay-inc-board-director-marc-andreessen/

19. Our Board Nominees vs. Mr Icahn's Nomiees. (n.d.). eBay Inc. Retrieved from http://files.shareholder.com/downloads/ebay/0x0x735605/544541FB-D209-4096-A67F-EE700F71446B/eBay_Nominee_3_12_14.pdf

20. eBay Inc. PayPal and eBay Better Together. (2014, March 24). Retrieved from http:// investor.ebayinc.com/releasedetail.cfm?releaseid=835257

21. Yu, E. (2014, March 12). PayPal: Singapore Firms See Higher Online Exports. ZDNet. Retrieved from http://www.zdnet.com/article/paypal-singapore-firms-see-higher-online-exports/

22. eBay Inc. PayPal and eBay Better Together. (2014, March 24). Retrieved from http://investor.ebayinc.com/releasedetail.cfm?releaseid=835257

23. Schaefer, S. (2014, April 10). eBay Makes Peace With Carl Icahn, Cuts

Off Proxy Fight. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2014/04/10/ebay-makes-peace-with-carl-icahn-cuts-off-proxy-fight/

24. Goldman, D. (2014, April 10). Icahn Settles With eBay Over PayPal. CNN Money. Retrieved from http://money.cnn.com/2014/04/10/technology/ebay-icahn/

25. McCormick, J. (2014, October 1). You Win, Carl Icahn: eBay to Spin Off PayPal as Separate Company. Charlotte Business Journal. Retrieved from http://www.bizjournals.com/charlotte/news/2014/09/30/you-win-carl-icahn-ebay-to-spin-off-paypal-as.html

26. Russolillo, S. (2014, September 30). Analyst on eBay: Limited Upside After Paypal Spinoff. Wall Street Journal. Retrieved from http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/09/30/analyst-on-ebay-limited-upside-after-paypal-spinoff/

27. Said, C. (2014, September 30). Icahn Was Right: eBay, PayPal To Become Separate Companies. SFGate. Retrieved from http://www.sfgate.com/business/article/Icahn-was-right-EBay-PayPal-to-become-separate-5791009.php

28. Mangalindan, JP. (2014, September 30). eBay CEO: Why We're Spinning Of PayPal. Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2014/09/30/ebay-ceo-why-were-spinning-off-paypal/

29. Sachin, S. (2014, October 20). Marc Andreessen Quits eBay Board Ahead of PayPal Spinoff. Reuters. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/10/20/us-ebay-director-idUSKCN0I916K20141020

30. eBay Inc. Proxy Statement 2011 Annual Meeting Of Stockholders. (2011). United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065088/000119312511072609/ddef14a.htm

31. Ibid.

32. eBay Inc. Proxy Statement 2014 Annual Meeting Of Stockholders. (2014). United States Securities and Exchange Commission. Retrieved from http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065088/000119312514090232/d661450dprec14a.htm

33. U.S. SEC. (2007, April 4). Commission Also Settles Claims Against Former Apple CFO for $3.5 Million. Securities and Exchange Commission v. Nancy R. Heinen and Fred D. Anderson, Case No. 07-2214-HRL (Lloyd). Retrieved from https://www.sec. gov/litigation/litreleases/2007/lr20086.htm

34. Whitehouse, K. (2015, January 21). eBay Laying Off 2,400, 7% of Workforce. USA Today. Retrieved from http://www.usatoday.com/story/money/business/2015/01/21/ebay-paypal-earnings-split-icahn/22109419/

35. Griswold, A. (2015, April 22). PayPal Has Officially Overtaken eBay's Marketplace in Sales for The First Time. Slate. Retrieved from http://www.slate.com/blogs/moneybox/2015/04/22/paypal_passes_ebay_in_sales_spinoff_planned_for_q3_2015.html

36. Hason, S. (2015, May 15). eBay Inc, PayPal Announce Board After Split. Business Finance News. Retrieved from http://www.businessfinancenews.com/22444-ebay-inc-paypal-announce-board-after-split/

37. Griswold, A. (2015, April 22). PayPal Has Officially Overtaken eBay's Marketplace in Sales for The First Time. Slate. Retrieved from http://www.slate.com/blogs/moneybox/2015/04/22/paypal_passes_ebay_in_sales_spinoff_planned_for_q3_2015.html

摩根大通：失去魅力的太子黨

個案大綱

摩根大通（JP Morgan）中國沒有贏得它想要的交易。它認為其他銀行能贏得交易是因為它們聘用潛在客戶的小孩。因此，摩根大通仿效其他銀行開始聘用中國國有企業高管的子女（通常被稱為「太子黨」）。如同其它的競爭者，來自太子黨的關係顯然開始地幫助摩根大通贏得交易。然而，好景不長。摩根大通被美國證券交易委員會（United States Securities and Exchange Commission，以下簡稱美國證管會）以涉嫌違反《海外反腐敗法》（Foreign Corrupt Practice Act）為由進行調查。因此，退出二十億美元的首次公開發行（Initial Public Offering）業務。本個案主旨為探討倫理和高層的態度（tone at the top）；董事會在確保適當公司文化中扮演的角色；行為準則的有效性；以及吹哨者制度；在中國賄賂和「關係」的界線等議題。

追求皇親國戚

「你們都知道，我一直很相信子女項目（Sons and Daughters programme），它與得到中國公司的諮詢業務幾乎成線性關係。」
—摩根大通中國投資銀行前負責人 方方[1]

事件的開端是在 2009 年，摩根大通被德意志銀行（Deutsche Bank）搶走一筆重要交易而開始。當華爾街在全球金融危機中落難時，摩根大通中國被要求提升盈餘。一位投資銀行部門的主管在電子郵件中提到：「我們今天在這筆交易中輸給了德意志銀行，是因為他們今年夏天聘用了董事主席的女兒。」[2] 回信裡提到：「我支持我們有自己的雇人策略。」「我們的這類的聘用做的太少了，我一直跟中國團隊推這個項目已經有一年了。」「保密，就把中國重汽（SinoTruk）第二把手的兒子弄進我的團隊。」[3] 儘管仍然沒有任何一位高階主管被牽連或被指控有任何犯罪行為，記載

詳細的表單已被找到，其中鉅細靡遺地描述高層人士子女的聘用以及因聘用所導致的結果。[4] 調查仍在進行中，而且會越來越棘手。

2013 年 11 月，摩根大通退出為中國光大銀行（以下簡稱光大銀行）承銷股票的業務，光大銀行首次公開發行總額高達三十億美元。2014 年 1 月，摩根大通退出天河化工總值十億美元的首次公開發行業務。同年 3 月，在調查期間，摩根大通中國投資銀行負責人方方請辭，而他在兩個月後被逮捕。[5]

關於摩根大通

摩根大通集團（JP Morgan Chase and Co）是一間總部設在紐約市的公司，起源可追溯到 1799 年。在 2000 年，J.P. 摩根公司（JP Morgan）與大通曼哈頓公司（The Chase Manhattan Corporation）合併，並更名為摩根大通集團。[6] 其主要經營範圍包括投資銀行、市場與投資人服務、資金服務、投資管理、私人銀行、資產管理和經紀業務，以及商業銀行。[7]

摩根大通在全球 100 個地區設點，包括美洲、亞太地區、歐洲、中東及非洲。在 2011 年，它迎來在中國設立據點的 90 周年 [8]，它在中國的北京、上海、天津、廣州、成都、哈爾濱、蘇州、深圳及中山等地都設有辦事處，為企業、金融機構及政府機關服務。[9]

行為準則

每位摩根大通的新進員工都會給予一份行為準則（Code of Conduct），其中一段是關於反賄賂及反貪污。員工不允許「因為有意或看似有意獲取不正當的商業利益，而對任何人，包括政府官員、客戶、供應商或其他商業往來人士，直接或間接地給予、提供或承諾任何有價品。」[10]

員工也被要求應舉報任何已經或疑似違反準則的人，這是每位員工的責任。法遵或法律部門會指派準則專家給每位員工，要求員工回答關於準則的問題。[11]

萬中選一

為了杜絕裙帶關係及避免在美國的賄賂控訴，子女項目在 2006 年實施。[12] 兩階段的招聘流程原先目的是為避免在招聘中國共產黨資深幹部和國有企業高管的子女（即所謂的「太子黨」）時產生爭議。[13] 做法是將他們在招聘過程中分開。然而，該項目的實行卻適得其反，太子黨應試者到頭來反而面試較少且錄取標準較低。[14]

魚幫水，水幫魚

這種招聘做法是在摩根大通在一筆交易中敗給德意志銀行後所引發 [15]，在那時摩根大通才了解到 [16] 其他在中國的美商銀行會藉由聘用太子黨以獲取交易。[17]

交換利益的概念深深地烙印在中國文化之中。大型銀行時常聘用中國政府資深官員的兒女，以期創造機會並獲取更多交易。[18] 如果想在中國經濟體系下順利的從事商業活動，「關係」是必要的基礎。[19] 有好的「關係」，商業活動得以克服障礙並獲得機會。「關係」的力量決定一家公司在中國的長期競爭力。

摩根士丹利（Morgan Stanley）是其中一家是將「關係」納入招聘員工時考量的銀行。該銀行聘用在中國具影響力的經濟規劃機關—國家發展和改革委員會官員張東生的兒子張楠。據稱其他被摩根士丹利聘用的太子黨名單在中國媒體間流傳，其中包括中國國家體育總局副局長蕭天的兒子和中國財政部前部長、全國社會保障基金理事會理事長謝旭人的兒子。[20]

太子黨的時代

在交易輸給德意志銀行後，摩根大通受到巨大的打擊。為了避免歷史重演，摩根大通被爆效法其它銀行，增加聘用太子黨 [21]。諷刺的是，這反而達到了原先子女項目希望避免的結果。摩根大通

香港的主管在研究其他銀行在中國的招聘動向後，決定聘用中國光大集團董事長的兒子唐小寧。這顯然地使摩根大通能成功的獲取之前不可能獲得的交易。[22]

摩根大通還聘請滿分諮詢公司（Fullmark Consultants），一間由時任中國國務院總理溫家寶的女兒溫如春（別名常麗麗）所任職的公司，來拓展商業關係。這樣的關係幫助摩根大通在溫家寶在任時獲取多個與中國國有企業的交易。[23] 摩根大通也聘用中國中鐵官員的女兒張曦曦，她之後因涉及賄賂被捕，她是在摩根大通承辦中國中鐵首次公開發行業務時被聘用。[24]

唐小寧和張曦曦皆已經離開摩根大通。[25]

對大型銀行施壓

美國主管機關鮮少介入調查銀行的人才招聘，直到最近，也許久未展開類似的調查。[26] 2013 年 8 月，美國證管會開始對摩根大通在中國的聘用行為展開調查。摩根大通疑似涉及賄賂外國官員，以聘用他們的小孩做為條件，促使這些官員幫助摩根大通獲得豐厚的商業利益。《海外反腐敗法》禁止美國企業藉由給予外國官員任何「有價品」在維持或招攬業務過程中獲取「不正當利益」[27]，這樣的招聘行為已明顯違反該法。

儘管太子黨的薪資水準相對較低，他們卻很重視這份工作，因為在大型銀行工作的經歷大大地提升他們的履歷以及履歷的可靠性。[28]

遊走法律邊緣

使美國證管會起疑的是，在聘用太子黨後，摩根大通通常能獲得之前從未獲得但與太子黨有關企業的大筆交易。[29] 例如，光大銀行成為摩根大通在亞洲最重要的客戶就恰好與唐小寧被摩根大通聘用的時間點相符。同樣地，在張曦曦的案例中，摩根大通在她

被聘用的期間贏得中國中鐵的首次公開發行業務。

美國證管會質疑摩根大通與這兩間公司相關的人事聘用案。2013 年 5 月，美國證管會反賄賂科向摩根大通索取與唐小寧相關的文件，並要求提供在決定聘用張曦曦過程中涉及的相關人文件 [30]。除了上述兩人之外，美國證管會也調查過去六年間「曾代表或在中國鐵路部工作的摩根大通員工」，意味著調查的目標是摩根大通中國的招聘策略。[31]

除了美國證管會的調查，摩根大通的子女項目也由於不被一些員工間所認同，被吹哨者舉報。2011 年 12 月，摩根大通香港的一位資淺的銀行家在辭職的電子郵件寫道：「我覺得我的家庭無法像其他員工一樣幫助公司；為公司帶來他們家族的生意。」[32] 此外，至少兩位吹哨者向香港交易所和美國主管機關舉發關於摩根大通招聘行為的問題。[33]

跨越紅線

調查發現有一連串的電子郵件和機密文件可證明摩根大通的商業機會與太子黨背景員工聘用有直接的關連性。這些文件顯示摩根大通如何參考其他銀行在中國的招聘。[34] 而有關摩根大通將招聘轉變為商業機會紀錄的表格也提交給主管機關。表格中也同時揭露原先旨在預防不道德招聘行為的子女項目，最終變成藉由聘用太子黨與中國國有企業做生意的一種方式。[35]

一位亞洲的銀行家曾提醒摩根大通紐約的高層主管關於銀行為了贏得投資銀行項目所採取聘用的匿名指控。電子郵件討論顯示這些高層主管並沒有理會這些指控，並對太子黨聘用做有利的修改。[36]

骨牌效應

在摩根大通案之後，美國證管會逐步擴大調查規模，並向其他幾家大型銀行，包括花旗集團（Citigroup，以下簡稱花旗）、瑞士

信貸銀行（Credit Suisse，以下簡稱瑞信）、德意志銀行、高盛集團（Goldman Sachs，以下簡稱高盛）以及摩根士丹利，發出信件詢問調查在中國的招聘行為。[37] 調查範圍並擴大至總部不設在美國的公司以及在亞洲其他地區的招聘行為。

灰色地帶

然而，美國證管會尚未對包括摩根大通在內的銀行，或涉及不當行為的銀行主管做出控告。法律專家指出這樣的不道德行為在銀行業盛行已久，部分原因在於難以被定罪。銀行業是以關係為基礎的行業，關係良好是一個人在頂尖銀行競爭職缺時的一大優勢。此外，許多被大型銀行聘用的太子黨是受過高等教育的，他們擁有世界頂尖大學 MBA 的學位。[38] 因此，銀行聘用這些除了學術成就外還可以利用關係帶來大型合約的人是很合理的。

信譽受損

若美國證管會決定採取法律行動，摩根大通將面臨龐大的訴訟費用。再加上其他訴訟和調查，如麥道夫的龐氏騙局（Madoff Ponzi fraud）和倫敦鯨事件（London Whale），太子黨的調查可能會進一步侵損害根大通的聲譽。[39]

2013 年 8 月 17 日，在摩根大通被調查公開發佈時，股價跌了 2.7%。2013 年 11 月，當公司退出光大銀行的首次公開發行業務時，它的股價跌了 0.08%。另一次股價下跌是在退出天合化工的首次公開發行業務時，下跌了 5.3%。2014 年 3 月方方辭職時，股價跌了 1.9%。[40]

然而，因為這次調查的時間點與麥道夫的龐氏騙局和倫敦鯨事件的被起訴同時發生，無法得知太子黨事件對股價的直接影響。

大到無法控制？

某些經濟學家評論像摩根大通這樣的大型銀行大到難以管控。[41] 摩根大通涉及重大法律案例的頻率，令人質疑摩根大通道德文化是否出現問題。儘管主管機關在對銀行不道德或不法的活動和執法已有些許成功，財務分析師仍對大型銀行法律制裁的有效性有所質疑。這是因為罰款是否有效備受質疑 [42]，然而對銀行商業活動的限制在很大地程度上打亂金融市場。[43]

君主專制的結束

2015 年 5 月 29 日，摩根大通被美國證管會傳喚調查與 35 位中國政府官員的通聯紀錄。[44] 伴隨副主席馬宏濤和梁嘉彰的離職，摩根大通宣布對高階主管做一大規模的洗牌。[45] 即使摩根大通在聘用太子黨來獲取交易案中被判無罪，此案對其名譽的損害仍然存在。這樣的招聘行為仍然盛行於其他美系或歐系的投資銀行，如美國銀行（Bank of America）、花旗、瑞信、高盛和麥格理銀行（Macquarie）。上述銀行在過去幾年皆有聘用中國高階官員的親屬以獲取在中國的交易。全面性的調查無可避免的會影響更多金融業內外的公司。[46]

然而，中國當局近年來對反貪污和反賄賂的態度似乎轉硬。[47] 當世界迎向更透明與公平的社會，經營生意手法的潮流可能會開始轉變。

問題與討論

1. 董事會應對公司文化負多大的責任？

2. 您認為摩根大通「高層態度」（tone at top）為何？這會如何影響聘用太子黨的決定？

3. 您認為摩根大通（紐約總部）能採取什麼作為來避免「子女項目」的濫用？

4. 摩根大通主抗辯的理由為「其他每間銀行都在做」，而且太子黨員工也都符合資格。您認為這能合理化招聘行為嗎？請從法律和道德面解釋。

5. 某些經濟學家認為華爾街的銀行大到難以控制。您支持這樣的觀點嗎？請考量美國證管會與其他主管機關的角色與權力。

6. 摩根大通的行為準則明定禁止賄賂與反貪污。請問這樣的有效性為何？吹哨者制度逐漸被視為公司治理架構中的一個重要元素。在有吹哨者制度下，在多大程度上能減少這樣的行為呢？

附註

1. Gough, N. & Forsythe, M. (2014, May 21). Fomer Chief of JP Morgan's China Unit Is Arrested. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2014/05/21/former-top-china-jpmorgan-banker-said-to-be-arrested-in-hongkong/

2. Protess, B. & Silver-Greenberg, J. (2013, December 29). On Defensive, JP Morgan Hired China's Elite. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/12/29/on-defensive-jpmorgan-hired-chinas-elite/

3. Ibid.

4. Kopecki, D. (2013, August 29). JP Morgan Bribe Probe Said to Expand in Asia as Spreadsheet Is Found. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-08-29/jpmorgan-bribe-probe-said-to-expand-in-asia-as-spreadsheetfound.html

5. Gough, N. & Forsythe, M. (2014, May 21). Former Chief of JP Morgan's China Unit Is Arrested. The Wall Street Journal. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2014/05/21/former-top-china-jpmorgan-banker-said-to-be-arrested-in-hongkong/

6. JP Morgan Chase & Co. (2014). Company History. Retrieved from https://www.jpmorgan.com/pages/company-history

7. JP Morgan Chase & Co. (2014). What We Do. Retrieved from https://www.jpmorgan.com/pages/what-we-do

8. JP Morgan Chase & Co. (2014). Company History. Retrieved from https://www.jpmorgan.com/pages/company-history

9. JP Morgan Chase & Co. (2014). JP Morgan China. Retrieved from http://www.jpmorganchina.com.cn/pages/jpmorgan/china/eng/home

10. JP Morgan Chase & Co. (2014). Code of Conduct. Retrieved from http://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/document/FINAL-2014CodeofConduct.pdf

11. Ibid.

12. Silver-Greenberg, J. & Protess, B. (2013, August 29). JP Morgan Hiring Put China's Elite on an Easy Track. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/08/29/jpmorgan-hiring-put-chinas-elite-on-an-easy-track/

13. Hibbard, S. D. (2014). Analysis of J.P. Morgan Princelings Investigation. Retrieved from http://www.academia.edu/8101537/Analysis_of_J._P._Morgan_Princelings_Investigation

14. Silver-Greenberg, J. & Protess, B. (2013, August 29). JP Morgan Hiring Put China's Elite on an Easy Track. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/08/29/jpmorgan-hiring-put-chinas-elite-on-an-easy-track/

15. Protess, B. & Silver-Greenberg, J. (2013, December 29). On Defensive, JP Morgan Hired China's Elite. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/12/29/on-defensive-jpmorgan-hired-chinas-elite/

16. Son, H. (2013, December 8). JP Morgan China Hiring Probe Spreads to Five More Banks, NYT Says. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-12-08/jpmorgan-china-hiring-probe-spreads-to-five-more-banks-nytsays.html

17. Levine, M. (2013, December 30). JP Morgan's Mistake Was Not Hiring Chinese Princelings Fast Enough. Bloomberg View. Retrieved from http://www.bloombergview.com/articles/2013-12-30/jpmorgan-s-mistake-was-not-hiringchinese-princelings-fast-enough

18. Barboza, D. (2013, August 20). Many Wall St. Banks Woo Children of Chinese Leaders. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/08/20/many-wall-st-banks-woo-children-of-chinese-leaders/

19. Warren-Gash, C. (2012, March 15). Want To Capitalize On China? You Better Have Good Guanxi. Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/languatica/2012/03/15/want-to-capitalize-on-china-you-better-have-good-guanxi

20. Anderlini, J. (2014, September 3). China Fraud Unit Questions Morgan Stanley Arm Over 'Princeling'. The Financial Times. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4debfe4e-336a-11e4-9607-00144feabdc0.html#axzz3H4NxQXWA

21. Levine, M. (2013, December 30). JP Morgan's Mistake Was Not Hiring Chinese Princelings Fast Enough. Bloomberg View. Retrieved from http://www.bloombergview.com/articles/2013-12-30/jpmorgan-s-mistake-was-not-hiringchinese-princelings-fast-enough

22. Protess, B. & Silver-Greenberg, J. (2013, December 29). On Defensive, JP Morgan Hired China's Elite. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/12/29/on-defensive-jpmorgan-hired-chinas-elite/

23. Cassin, R. L. (2014, May 23). JP Morgan Ex-China Chief Arrested in Hong Kong. The FCPA Blog. Retrieved from http://www.fcpablog.com/blog/2014/5/23/jpmorgan-ex-china-chief-arrested-in-hong-kong.html

24. Silver-Greenberg, J., Protess, B. & Barboza, D. (2013, August 17). Hiring in China by JP Morgan Under Scrutiny. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/08/17/hiring-in-china-by-jpmorgan-under-scrutiny/

25. Ibid.

26. Ibid.

27. Foreign Corrupt Practices Act. (n.d.) U.S. Department of Justice. Retrieved from http://www.justice.gov/criminal/fraud/fcpa/

28. Silver-Greenberg, J., Protess, B. & Barboza, D. (2013, August 17). Hiring in China by JP Morgan Under Scrutiny. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/08/17/hiring-in-china-by-jpmorgan-under-scrutiny/

29. Ibid.

30. Ibid.

31. Ibid.

32. Protess, B. & Silver-Greenberg, J. (2013, December 7). JP Morgan Tracked Business Linked to China Hiring. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/12/07/bank-tabulated-business-linked-to-china-hiring

33. FCPA. (2013, December 20). JP Morgan 'Sons and Daughters' Program Hit by Whistleblowers' Emails. Retrieved from http://www.fcpablog.com/blog/2013/12/20/jp-morgan-sons-and-daughters-program-hit-by-whistleblowers-e.html

34. Protess, B. & Silver-Greenberg, J. (2013, December 29). On Defensive, JP Morgan Hired China's Elite. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/12/29/on-defensive-jpmorgan-hired-chinas-elite/

35. Protess, B. & Silver-Greenberg, J. (2013, December 7). JP Morgan Tracked Business Linked to China Hiring. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/12/07/bank-tabulated-business-linked-to-china-hiring

36. Glazer, E., Fitzpatrick, D. & Eaglesham, J. (2014, October 23). J.P. Morgan Knew of China Hiring Concerns Before Probe. The Wall Street Journal. Retrieved from http://online.wsj.com/articles/j-p-morgan-was-aware-of-overseas-hiring-concerns-beforeu-s-probe-1413998056

37. Son, H. (2013, December 8). JP Morgan China Hiring Probe Spreads to Five More Banks, NYT Says. Bloomberg. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/2013-12-08/jpmorgan-china-hiring-probe-spreads-to-five-more-banks-nyt-says.html

38. Barboza, D. (2013, August 20). Many Wall St. Banks Woo Children of Chinese Leaders. The New York Times. Retrieved from http://dealbook.nytimes.com/2013/08/20/many-wall-st-banks-woo-children-of-chinese-leaders/

39. Pei, M. (2013, August 19). J.P. Morgan and The Pitfalls of Hiring China's Elite Offspring. Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2013/08/19/j-p-morgan-andthe-pitfalls-of-hiring-chinas-elite-offspring

40. Yahoo Finance. (n.d.). JP Morgan Chase & Co. (JPM) – NYSE. Retrieved from https://sg.finance.yahoo.com/echarts?s=JPM#symbol=JPM;range=1d

41. Alperovitz, G. (2012, July 22). Wall Street Is Too Big To Regulate. The New York Times. Retrieved from http://www.nytimes.com/2012/07/23/opinion/banks-that-aretoo-big-to-regulate-should-be-nationalized.html

42. The Financial Times. The Regulatory Cost of Being JP Morgan. (2014, January 10). Retrieved from http://www.ft.com/cms/s/0/a1b6bb7c-79ed-11e3-a3e6-00144feabdc0.html

43. Kaufman, T. (2013, May 7). Are Banks Too Big To Tolerate? Forbes. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/tedkaufman/2013/05/07/are-banks-too-big-totolerate/

44. SEC Seeks JP Morgan Data Related to Chinese Officials. (2015, May 29). Bloomberg. Taipei Times. Retrieved from http://www.taipeitimes.com/News/biz/archives/2015/05/29/2003619391

45. Chan, R. (2015, February 14). JP Morgan Executives Linked to Asia Hiring Probe to Leave Bank. South China Morning Post. Retrieved from http://www.scmp.com/business/banking-finance/article/1711694/2-jpmorgan-executives-connectedprinceling-probe-set-leave

46. Pei, M. (2013, August 19). J.P. Morgan and The Pitfalls of Hiring China's Elite Offspring. Fortune. Retrieved from http://fortune.com/2013/08/19/j-p-morgan-andthe-pitfalls-of-hiring-chinas-elite-offspring

47. Shankar, S. (2014, November 3). China To Set Up New Anti-Corruption Committee To Fight 'Unprecedentedly Serious' Cases. International Business Times. Retrieved from http://www.ibtimes.com/china-set-new-anti-corruption-committee-fightunprecedentedly-serious-cases-1717648

巴西石油貪汙案：非典型的洗車

個案大綱

2014 年 3 月 20 日，巴西國家石油公司 (Petroleo Brasileiro SA Petrobras，Petrobras，以下簡稱巴西石油) 的精煉部門前主管，被指控在這家巴西最大企業任職的期間涉嫌洗錢，並在「洗車行動」(Operation Carwash) 中遭逮捕。為了獲得檢察官指控的讓步，保羅羅伯托・科斯塔（Paulo Roberto Costa，以下簡稱科斯塔）同意進行認罪協商。許多內部消息，包括巴西石油、其商業夥伴、以及巴西政治圈高層人士之間精心設計的回扣計畫也因而曝光。巴西就此陷入有史以來最大宗的貪汙醜聞。本個案主旨為討論賄賂及貪污；公共治理（public governance）在企業內所扮演的角色；公共治理不佳的國家所面臨的貪汙風險；貪污活動猖獗的商業環境下，反貪污計畫的有效性。

巴西石油—曾經一度啟動巴西的未來

「巴西石油的狀況真的非常糟，我們不得不稱此為陰謀，而不是股票。」

—尼克斯聯合基金公司（Kynikos Associates LP）創始人吉姆・查諾斯（Jim Chanos）[1]

在巔峰時期，巴西石油曾經被視為巴西的驕傲，讓全世界眼紅。如今，巴西石油被玷汙的聲譽成了眾人茶餘飯後的笑柄，受盡奚落。曾被譽為全球能源生產者的標竿，自此陷入低迷。

我想念你，巴西石油！

巴西石油由巴西前總統熱圖利奧・瓦加斯（Getúlio Vargas）於 1953 年 10 月創立，總部位於里約熱內盧，是石油天然氣產

業的重要成員。1997 年於聖保羅證券交易所（Sao Paulo Stock Exchange）掛牌上市，之後也在紐約證券交易所以美國存託憑證形式上市。2011 年，巴西石油成為全球排名第四大能源企業，也是南美洲最大的公司。[2]

巴西石油的營運共分為五大部門：探勘與製造；石油天然氣煉製、運輸與行銷；石油化學產品；分銷衍生產品、電能與生物燃料；其他可再生能源[3]。巴西石油希望透過這些部門，提供各種自家生產能源加工而成的優質產品

董事會組成

董事會主席一職自 2003 年到 2010 年之間，由迪爾瑪・羅賽芙（Dilma Rousseff，以下簡稱羅賽芙）擔任。她在 2011 年贏得總統大選，可說是歷史性的一刻，成為巴西有史以來首位的女總統。2012 年 1 月，瑪麗亞格拉卡斯・福斯特（Maria das Graças Foster，以下簡稱福斯特）被控股股東—巴西政府—任命為執行長[4]，並為董事會成員。

巴西石油一共有十位董事，任期一年，連選得連任。其中七位是由控股股東所任命，其他三位分別由少數股東、特別股股東、以及員工所選出[5]。在十位董事中，有四位是獨立董事。

持股型態

巴西石油發行兩種股票—普通股與特別股，後者沒有投票權且主要提供給投資者。截至 2015 年 2 月止，巴西政府握有過半的投票權，另外還有 11% 投票權是被政府掌控的組織所擁有。除此之外，政府對於公司的重大決策擁有否決權。[6]

西裝筆挺的新貴

「終結貪腐是尚未掌權者的最終目標。」

—保羅羅伯托・科斯塔[7]

科斯塔擁有一切，或者是說，他以為自己擁有一切。引領著上流生活風格，他擁有高級名車，銀行戶頭裡有數十億存款。[8] 在能源巨擘裡步步高升的過程中，他時常沉迷於上流社會的歡樂世界，而那是一個鼓勵追求金錢與追求自我利益的地方。

最終，利慾薰心的科斯塔遮蔽了自己的良心，踏上歧途。在巴西石油任職滿三十五年的時候，他透過一項縝密的貪汙受賄計畫，將公司一筆金額可觀的款項放進了自己的口袋。他壓根沒有想到詐欺的日子，連同他奢侈的生活，會那麼快結束。

鋃鐺入獄

2014 年 3 月 20 日，看似平凡的一天，暗潮洶湧。

在命運降臨的那一天，科斯塔在豪華舒適的門禁社區中遭到聯邦警察逮捕，以協助非法洗錢案的相關調查。這項出其不意的突擊搜查行動，讓科斯塔的女兒與女婿驚慌失措，手忙腳亂地將現金、罪證性文件、筆電裝進行李箱與背包，避免讓檢察官搜出。對科斯塔家族來說，很不幸的是這些過程全部都被監視器錄了下來，影片也被上呈給主審法官。[9]

大嘴巴

在 2004 年與 2012 年間，科斯塔在巴西石油擔任精煉與供應部門主管。證據顯示，他在職涯顛峰時期，曾擔任洗錢者與政府之間的中間人。惡名昭彰的阿爾貝託・尤瑟夫（Alberto Youssef，以下簡稱尤瑟夫）則譜出這起犯罪二重奏的另一段篇章。他在洗錢案中擔任黑市貨幣交易商，並在 2014 年 3 月 17 日被捕。在此

之前，他前後被逮捕共九次，洗錢金額超過一百億雷亞爾。[10]

2014 年 8 月 27 日，科斯塔現身在巴拉納州（Parana）聯邦法院，懇求從寬發落。作為認罪協商的一部分，他供出巴西石油近十年來的非法活動，包括所有相關人員的姓名、銀行帳戶、政治連結、與涉入人員的聯絡方式。尤瑟夫也同樣對這起巴西史上規模最大的政治貪污案提供許多細部資料。[11] 科斯塔與其他幾個人讓巴西石油承包商虛報工程合約款項，在至少七年的時間內，侵占了數百萬元公款做為回扣。除此之外，他們也透過中間人賄賂政客，確保他們的投票與執政黨一致。[12] 在一次的法庭聆訊中，科斯塔形容他從承包商收到的回扣為「百分之三的政治捐」，相當於數千萬美元。[13]

肥貓伸手，國家倒楣

根據巴西的法律，對國會議員與政府高層官員的調查必須經過最高法院的核准，方可進行，之後若要對這些人提起刑事訴訟或是審判，也需獲得最高法院的批准與判決。因此，涉及巴西石油醜聞案人士的司法程序預期將會持續數年。[14]

調查的過程中，聯邦警方發現共有 750 項建造工程與公共工程涉及巴西石油的醜聞 [15]。科斯塔向總檢察長總共供出 54 個名字，其中許多人都是羅賽芙的巴西勞工黨（Workers Party）黨員，或是其在國會的盟友 [16]。雖然回扣計畫在羅賽芙擔任巴西石油董事會主席期間便如火如荼地進行，她卻強烈否認知情，最終她的名字被檢察官從名單上移除 [17]。然而，民意調查顯示大部分的巴西人相信她對此案有所了解 [18]。

隨著調查持續進行，更多不可告人的秘密與不光彩的行徑都浮上檯面。進一步的調查顯示，巴西有最大的九家基礎建設工程公司皆涉及此案 [19]。知名企業如勞斯萊斯（Rolls Royce），以及新加坡企業，如吉寶集團（Keppel Corporation）也被指控賄賂巴西石油以換取有利合約 [20]。三個政黨，包括勞工黨、巴西民主運動黨（Brazilian Democratic Movement ）與進步黨（Progressive

Party），則因被指控收受國營企業的好處而登上報紙頭條。2015 年 3 月 6 日，12 名參議員與 22 名眾議員正式地接受調查。[21]
2014 年 10 月 14 日，自 2012 年以來負責巴西石油審計工作的普華永道會計師事務所（PwC，以下簡稱普華永道），拒絕查核其第三季季報，並揚言將此案提交美國主管機關 [22]。巴西石油承認，若要以「正確、完整、明確的方式」衡量醜聞為公司帶來的損失的確是不可行的 [23]。普華永道則拒絕評論並要求更進一步的調查。

2014 年 11 月 24 日，巴西石油收到美國證券交易委員會（US Securities and Exchange Commission，以下簡稱 SEC）的傳票，要求提供相關文件協助一項進行中的調查，而巴西石油應 SEC 要求配合辦理。另一方面，美國司法部（US Department of Justice）也就巴西石油是否涉嫌違反《海外反貪污行為法》（US Foreign Corrupt Practice Act）進行調查。據稱，美國主管機關早在 2014 年初便進行調查。[24]

身陷財務危機

2014 年 10 月 21 日，有鑒於巴西石油貪污醜聞纏身與其龐大負債，穆迪投資者服務公司（Moody's Investors Service，Moody's，以下簡稱穆迪 ）將其全球外幣與本國貨幣債務評級，從 Baa1 調降至 Baa2[25]。再加上油價下跌，當地貨幣走弱，巴西石油的前途一片渺茫。儘管不被看好，羅賽芙仍然在巴西總統大選中贏得 51.6% 選票，以些微差距勝出。然而，巴西石油的投資者對此一消息的反應並不樂觀，股價在 2014 年 10 月 27 日下跌了 16.4%[26]。

在普華永道表達不願查核的情形下，巴西石油在 2015 年 1 月 27 日發布了未經查核的 2014 年第三季季報。由於此消息，股價在隔天交易日下跌了 11.6% 來到每股 6.59 美元 [27]。2015 年 1 月 29 日，穆迪調降巴西石油所有的信用評級，包括優先無擔保債務（senior unsecured debt）的信用等級從 Baa2 降至 Baa3，基礎信用評等（Baseline Credit Assessment）則從 ba1 降至 ba2。[28]

讓事態更惡化的是，巴西石油因為違反美國聯邦證券法規，同時面臨十二起美國投資人提起的集體訴訟，當中包括俄亥俄州（Ohio）的退休基金。[29]

雪上加霜的是，緊接著穆迪再次調降其長期公司債信評等從 Baa3 到 Ba2（垃圾債券）後[30]，2015 年 2 月 25 日，股價再度下跌超過 8% 來到每股 6.29 美元。公司也向各方的利益關係人解釋信用評級可能被調降的原因，其中包括貪污調查、潛在流動性的壓力，以及穆迪對其未來幾年償債能力持負面看法。[31]

這起醜聞對巴西的經濟造成嚴重的傷害，幾乎沒有人全身而退。因為合約解除與延遲付款，許多營造公司面臨信用調降與破產。而石油產業首當其衝，上千名員工被資遣，使得該國失業狀況更加惡化。[32]

來得容易去得快

回到 2012 年，福斯特被任命為巴西石油執行長一事遭到反對。因為福斯特與羅賽芙往來甚密，許多人質疑福斯特將迎合羅賽芙的政治理念，而非將公司價值極大化，造成利益衝突的發生。雖然沒有被指控直接參與此案，但根據報導，福斯特忽視內部吹哨人舉發貪汙醜聞一案。前巴西石油的經理韋尼娜韋洛薩達・方茜卡（Venina Velosa da Fonseca）表示，她曾在 2008 年就虛報合約價格問題提醒過數位主管，包括當時主管天然氣和能源部門的福斯特，但福斯特卻極力地否認知情。[33]

2015 年 2 月 4 日，福斯特遞出辭呈，這項舉動被普遍受到市場歡迎，但投資者也擔心董事會是否能及時地提出適當的接替人選。而巴西石油其他五位高階主管也一同辭職。[34]

領導中空

「今天我們看到了藐視巴西石油董事會的事情上演，控股股東（政府）再一次地強加其意志在公司利益之上，忽視長期投資人的訴求。」

—巴西石油少數股東代表董事毛羅・古尼亞 (Mauro Cunha) [35]

在高階主管集體辭職下台後，羅賽芙利用私人關係為這些重要職缺找到接替者。2015 年 2 月 6 日，五個空缺在兩天內旋即被填補，而他們都是巴西石油的員工，且對工程與石油天然氣產業皆擁有豐厚的經驗。[36]

除此之外，羅賽芙還提名國營巴西銀行（Banco do Brazil）總裁艾德米爾・班迪尼（Aldemir Bendine，以下簡稱班迪尼）接替執行長。然而，她並沒有向獨立董事諮詢，這項任命也並未得到全體董事會的支持。結果並不令人意外，因為班迪尼並無石油產業相關經驗，也並非其專長 37。另外，這項任命也讓投資人失望，因為他與羅賽芙關係匪淺，且巴西銀行是巴西石油與其承包商的主要債權人。如預期地，股市反應不佳，巴西石油股價下跌 9%。[38]

董事會再次改組

巴西的前財政部長吉多・曼特加（Guido Mantega），自 2010 年 3 月起擔任巴西石油董事會主席，一直到巴西跨國鐵礦石生產商淡水河谷（Vale SA）的執行長穆里羅・費雷拉（Murilo Ferreira，以下簡稱費雷拉）接棒為止。眾人則引頸企盼著費雷拉能夠複製他在淡水河谷解決「極為嚴重資金配置問題」的經驗，來幫巴西石油解決問題 [39]。另外，任命費雷拉與其他兩位來自淡水河谷的高階主管，被視為擺脫任命巴西政府內閣部長與其盟友的傳統。[40]

然而，2015 年 11 月 30 日，費雷拉在就任不到八個月便辭職了。無論巴西石油或是淡水河谷的媒體部門都沒有對此事件加以說明，但據說是因為他與班迪尼對於「如何營運」的理念不一

而造成衝突[41]。路易斯尼爾森・格德斯德卡瓦略（Luiz Nelson Guedes de Carvalho）則在之後擔任代理主席，並在 2016 年 4 月 28 日改選後連任主席。[42]

然而，事件至此發生令人意外的轉折。羅賽芙因被指控「非法操縱國家帳目」[43]，被迫下台。米歇爾・泰梅爾（Michel Temer）代理總統職務，在「政府高層職位大洗牌」的考量下，任命巴西國家社會經濟發展銀行（BNDES）及巴西銀行等國有銀行的領導人，而巴西石油當然也不例外。[44]

拉丁美洲最大證券交易所，也就是巴西期貨證券交易所（BM&Fbovespa SA）董事會主席—佩德羅・帕倫特（Pedro Parente，以下簡稱帕倫特）接替班迪尼，成為巴西石油兩年內第三位執行長。雖然帕倫特從來沒有管理過石油公司，但他在商場與政府部門的經驗獲得了投資者的肯定，因為在 2002 年巴西遭逢乾旱時，他擔任能源部長，監督能源配給，帶領巴西走出了國家危機。[45]

塞翁失馬，焉知非福？

產業專家預測，巴西石油與其他受牽連企業被列入黑名單，無法執行合約工作，會將機會給予先前因為「政治壁壘阻礙公開出價」而無法獲得大型合約的中型與國際營造工程公司。[46]

2015 年 3 月 20 日，巴西石油的執行委員會核准了一項計畫，同意由班迪尼帶領修改公司治理與管理規則。目標是「使公司治理適用於新的商業環境與修正後的投資計畫」。[47]

儘管巴西石油身陷麻煩，仍然有一些投資者對其保持希望。例如：Skagen AS ——家斯堪地那維亞員工所有的投資公司[48]—持續投資巴西石油股票，因為它預期巴西石油在貪汙調查案過後能重新站穩腳跟，處於更有利的位置。短期而言，現金流因為巴西油價下跌與零售產品價格的固定而似乎有改善。[49]

厲法嚴施

揭發醜聞的檢察官要求更嚴厲的刑期與更強大的司法權力，以遏止「比由納稅人買單支付每年教育與醫療預算還多的貪污」[50]。隨著醜聞一步步地被揭發，許多巴西石油的高階主管，甚至勞工黨的政治人物都鋃鐺入獄或被起訴。[51]

顯然地，有些人認為貪汙醜聞會讓巴西石油的公司治理更好，長遠來說，這將會是整個國家的進步。然而，許多事情有待觀察，全世界也將密切地注意這事情的發展。

問題與討論

1. 巴西石油現有的防治貪污賄賂措施有哪些？它們是否奏效？若答案為否，您認為還有哪些方法可用？

2. 據報導，巴西石油的貪汙受賄計畫在羅賽芙擔任董事會主席期間便已經發生。請討論董事會對於防治這些情形所應扮演的角色與職責。您認為她是否盡了身為董事會主席應盡之職責？

3. 據報導，吉寶集團(Keppel Corporation)與勝科海事(Sembcorp Marine）都與巴西石油有商業往來。如果您是這兩間公司的董事，或身為其高階主管，您會有哪些擔憂與顧慮？

4. 您認為吉寶集團與勝科海事等公司的管理階層在海外從事商業活動時，應如何將貪汙及賄賂的風險降到最低？

5. 前世界銀行副總裁兼財務主管朱爾斯・慕伊斯（Jules Muis）曾說：「公部門及私部門就如飛機的兩隻機翼。」以巴西石油為例，國家的公共治理對於該國企業的公司治理有多大程度的影響？

6. 國際透明組織（Transparency International）自 2005 年以來，

每年都會針對各國「貪汙」發布報告，評量 41 個簽署國的執法狀況。當本國的執法力低落時，是否就表示貪汙行為被抓的風險就低？請說明。

附註

1. Business Insider Singapore. (2014, October 21). Jim Chanos Tanked Brazil. Retrieved from http://www.businessinsider.sg/jim-chanos-tanked-brazil-2014-10/#.V1LJRIShniA

2. Business Insider. (2011. October 25). The 15 Biggest Energy Companies In The World. Retrieved from http://www.businessinsider.com/the-15-biggest-energy-comapnies-in-the-world-2011-10?IR=T&op=1?r=US&IR=T#petrobras-brasileiro-12

3. Reuters. (2016). Petroleo Brasileiro Petrobras SA Profile. Retrieved from http://www. reuters.com/finance/stocks/companyProfile?symbol=PETROBRAS.N

4. Petrobras. (2014, February 9). Our Board of Directors elects Graça Foster as CEO. Retrieved from http://www.petrobras.com/en/magazine/post/our-board-of-directors-elects-graca-foster-as-ceo.htm

5. Petrobras. (2016). Board of Directors. Retrieved from http://www.investidorpetrobras.com.br/en/corporate-governance/governance-bodies/board-directors

6. Aswath Damodaran. (2015, February 10). How low can you go? Doing the Petrobras Limbo! Retrieved from http://aswathdamodaran.blogspot.sg/2015/02/how-low-can-you-go-doing-petrobras-limbo.html

7. Bloomberg. (2014, October 21). Brazil Fixated as 'Human Bomb' Revelations Rock Elections. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-21/brazil-fixated-as-human-bomb-revelations-rock-elections

8. Ibid.

9. Ibid.

10. The Guardian. (2015, March 20). Brazil elite profit from $3bn Petrobras scandal as laid-off workers pay the price. Retrieved from http://www.theguardian.com/world/2015/mar/20/brazil-petrobras-scandal-layoffs-dilma-rousseff

11. Ibid.

12. The Guardian. (2015, 10 July). Brazil oil giant faces $98bn shareholder lawsuit in US over corruption scheme. Retrieved from http://www.theguardian.com/world/2015/jul/10/brazil-petrobas-lawsuit-corruption-scheme-shareholders-us

13. The Financial Times. (2014, October 14). Evidence of Paulo Roberto Costa. Retrieved from http://blogs.ft.com/beyond-brics/evidence-of-paulo-roberto-costa

14. The Wall Street Journal. (2015, March 3). Brazil Attorney General Seeks Probes of Politicians in Petrobras Corruption Case. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/brazil-attorney-general-seeks-probes-of-politicians-in-petrobras-scandal-1425430790

15. Latin Correspondent. (2014, December 9). Operation Car Wash uncovers Brazil's biggest-ever corruption scandal. Retrieved from http://latincorrespondent.com/brazil/operation-car-wash-uncovers-biggest-corruption-scandal-history-brazil/

16. Mercopress. (2015, March 4). Petrobras corruption: top prosecutor hands the Supreme Court names of 54 politicians. Retrieved from http://en.mercopress.com/2015/03/04/petrobras-corruption-top-prosecutor-hands-the-supreme-court-names-of-54-politicians

17. Reuters. (2014, July 23). Petrobras board cleared of refinery wrongdoing – prosecutor. Retrieved from http://af.reuters.com/article/commoditiesNews/idAFL2N0PY2CF20140723

18. Reuters. (2015, March 18). Rousseff declares war on corruption in midst of Petrobras scandal. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2015/03/18/us-brazil-petrobras-rousseff-idUSKBN0ME2NT20150318

19. Latin Correspondent. (2014, December 9). Operation Car Wash uncovers Brazil's biggest-ever corruption scandal. Retrieved from http://latincorrespondent.com/brazil/operation-car-wash-uncovers-biggest-corruption-scandal-history-brazil/

20. The Telegraph. (2015, February 16). Rolls-Royce caught up in Petrobras bribery claims. Retrieved from http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/engineering/11415194/Rolls-Royce-caught-up-in-Petrobras-bribery-claims.html

21. Reuters. (2015, March 7). Top Brazilian politicians investigated in Petrobras scandal. Retrieved from http://www.reuters.com/article/us-brazil-petrobras-politicians-idUSKBN0M22GV20150307

22. Reuters. (2014, November 1). Auditor refuses to sign off Brazil Petrobras' Q3 results -Estado. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2014/11/01/petrobras-pwc-results-idUSL1N0SR0CM20141101

23. The Financial Times. (2015, January 28). Petrobras draws a blank on cost of fraud scandal. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/98674a12-a6d5-11e4-9c4d-00144feab7de.html#axzz4AgHcTC3m

24. Reuters. (2014, November 24). Brazil's Petrobras says received SEC subpoena for documents. Retrieved from http://www.reuters.com/article/us-brazil-petrobras-sec-idUSKCN0J826G20141124

25. Moody's Investor Service. (2014, October 21). Rating Action: Moody's downgrades Petrobras' ratings to Baa2. Retrieved from: https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Petrobras-ratings-to-Baa2--PR_310942

26. Bidness Etc. (2014, October 27). Petrobras Down On Re-Election Of Dilma Rousseff AsBrazilian President. Retrieved from: http://www.bidnessetc.com/28034-petrobras-down-on-reelection-of-dilma-rousseff-as-brazilian-president/

27. TheStreet. (2015, January 28). Petrobras (PBR) Stock Plunges Today After Releasing Unaudited Third-Quarter Financial Results. Retrieved from https://www. thestreet.com/story/13025756/1/petrobras-pbr-stock-plunges-today-after-releasing-unaudited-third-quarter-financial-results.html

28. Moody's Investors Service. (2015, January 29). Rating Action: Moody's downgrades Petrobras' ratings to Baa3; maintains review for further downgrade. Retrieved from https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Petrobras-ratings-to-Baa3-maintains-review-for-further--PR_316803

29. The Wall Street Journal. (2015, February 9). Ohio Attorney General Files Motion to Join Suit Against Brazil's Petrobras. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/ ohio-attorney-general-files-motion-to-join-suit-against-brazils-petrobras-1423508513

30. The Street. (2015, February 25). Petrobras (PBR) Stock Plunges Today on Moody's Downgrade. Retrieved from http://www.thestreet.com/story/13058043/1/petrobras- Petrobras-stock-plunges-today-on-moodys-downgrade.html

31. Moody's Investors Service. (2015, February 24). Moody's downgrades Petrobras' ratings to Ba2; maintains review for downgrade. Retrieved from https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Petrobras-ratings-to-Ba2-maintains-review-for-downgrade--PR_319021

32. Forbes. (2015, April 5). Here's How The Petrobras Scandal Is Helping Destroy Brazil's Job Market. Retrieved from http://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2015/04/05/heres-how-the-petrobras-scandal-is-helping-destroy-brazils-job-market/ #32072eac4e7c

33. The Financial Times. (2015, February 4). Petrobras chief and 5 executives resign over scandal. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/995ce64a-ac78-11e4-9d32-00144feab7de.html#axzz4Ao1BsStd

34. Ibid.

35. Reuters. (2015, February 6). Petrobras directors say new CEO does not have support of full board. Retrieved from http://www.reuters.com/article/brazil-petrobras-protest-idUSL1N0VG1VT20150206

36. Petrobras. (2015, February 6). New CEO and Executive Officers. Retrieved from http://www.petrobras.com.br/en/news/new-ceo-and-executive-officers.htm

37. Reuters. (2015, February 6). Petrobras directors say new CEO does not have support of full board. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2015/02/06/brazil-petrobras-protest-idUSL1N0VG1VT20150206

38. The Financial Times. (2015, February 7). Petrobras shares fall after Aldemir Bendinenamed new CEO. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9891aaa4-ae06-11e4-919e-00144feab7de.html#axzz3Vuwt58jW

39. World Oil. (2015, April 30). Petrobras appoints Vale head Ferreira as chairman. Retrieved from http://www.worldoil.com/news/2015/4/30/petrobras-appoints-vale-head-ferreira-as-chairman

40. Bloomberg. (2015, November 30). Petrobras Dream Team Splits on Approach to Turnaround. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-30/petrobras-chairman-murilo-ferreira-resigns-from-board

41. Ibid.

42. Bloomberg. (2016, April 29). Petrobras Board May Be Changed by Possible Temer Government. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-29/ petrobras-board-may-be-changed-by-possible-temer-government

43. The Wall Street Journal. (2016, May 12). Brazil Senate Votes in Favor of Dilma Rousseff Impeachment Trial. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/brazil-senate-votes-in-favor-of-dilma-rousseff-impeachment-trial-1463046110

44. The Wall Street Journal. (2016, May 31). Brazil's Petrobras Board Names Pedro Parente as New CEO. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/brazils-petrobras-board-names-pedro-parente-as-new-ceo-1464695426

45. Bloomberg. (2016, May 20). Petrobras Gets Brazil Stock Exchange Chairman for CEO Job. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-19/brazil-s-temer-to-invite-parente-as-petrobras-chief-executive

46. Engineering News-Record. (2015, March 27). Petrobras Pay-To-Play Probe Makes Room for Global Firms. Retrieved from http://enr.construction.com/business_management/companies/2015/0327-petrobras-paytoplay-probe-makes-room-for-global-firms.asp

47. Reuters. (2015, March 25). Brazil's Petrobras says to revise corporate governance. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2015/03/25/petrobras-governance-idUSE4N0VD00Q20150325

48. Bloomberg. (2016). Company Overview of Skagen AS. Retrieved from http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=27422771

49. Bloomberg. (2015, March 29). Skagen Bets on Petrobras as Producer Seen Emerging Stronger. Retrieved from http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-29/skagen-bets-on-petrobras-as-oil-producer-seen-emerging-stronger

50. Reuters. (2015, March 20). Petrobras scandal prosecutors seek tougher anti-corruption laws. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2015/03/20/us-brazil-petrobras-corruption-idUSKBN0MG2CN20150320

51. Reuters. (2016, February 22). Timeline: Key moments in Brazil corruption probe. Retrieved from http://www.reuters.com/article/us-brazil-petrobras-timeline-idUSKCN0VV2E3

關于編輯

陳宇紳副教授 (Vincent Y.S. Chen)

陳宇紳博士現為台灣政治大學 (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一職。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。他現為美國聖母大學 (University of Notre Dame) 會計研究教育中心諮詢委員，曾任新加坡國立大學商學院亞洲會計研究中心榮譽研究員，以及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，也擔任台灣及香港政府研究計畫的審查工作。

陳宇紳博士的研究領域為資本市場研究，專長於財務會計、公司治理與評價。他的著作發表在許多國際知名的會計、財務及管理類期刊，曾獲得多個學術獎項，包括科技部吳大猷先生紀念獎、玉山銀行玉山學術獎、政治大學學術研究優良獎、澳洲紐西蘭會計及財務年會財務會計類最佳論文獎以及台灣會計師全國聯合會論文金獎。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) 學程及企家班教授公司治理。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)

麥潤田教授現為新加坡國立大學 (National University of Singapore) 國大商學院副教授，曾任國大商學院副院長。他擁有一等榮譽會計與財務學士及碩士學位，為會計博士，也是澳洲會計師公會 (CPA Australia) 的資深會員。

麥教授曾多次參與制定新加坡上市公司公司治理準則委員會，包括最近在 2018 年 8 月公布的公司治理準則。他也參與慈善理事會 (Charity Council) 並擔任其中一委員會主席，負責制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 Nations) 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。

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，以及為董事、監管機關及專業機構組織提供公司治理訓練課程。他常被政府、監管機關、專業機構組織、及私人企業委託引領研究，並對不同公司治理的問題獻策。他的著作也廣泛地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

Beijing

307 - 308B Level 3, Office Tower C2,
Oriental Plaza
1 East Chang An Avenue
Dong Cheng District
Beijing 100738, China

中國北京市東城區東長安街1號
東方廣場中2座307–308B
郵編：100738

P: +86 10 8518 5575
E: beijing@cpaaustralia.com.au

Shanghai

Suite 4003-4004,CITIC Square
1168 Nanjing West Road
Shanghai 200041,China

中國上海市南京西路1168號
中信泰富廣場40樓4003–04室
郵編：200041

P: +86 21 2213 9850
E: shanghai@cpaaustralia.com.au

Guangzhou

Room 2504 Tower A, GT Land Plaza
85-87 Huacheng Avenue,
Zhujiang New Town, Tianhe District
Guangzhou 510623, China

中國廣東省廣州市天河區珠江新城花城大
道85–87號
高德置地廣場A座2504室
郵編：510623

P: +86 20 8393 0610
E: guangzhou@cpaaustralia.com.au

Singapore

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

P: +65 6671 6500
E: sg@cpaaustralia.com.au

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

ISBN 978-981119013-1

cpaaustralia.com.au