

案例： 瑞幸咖啡的失败： 财务舞弊中的道德问题

梅 丹 南开大学

陆宇建

王志红

瑞幸咖啡是一家在美国纳斯达克上市的中国境外上市公司。瑞幸咖啡 2017 年上市后，深受资本市场投资者追捧，公司股价持续上涨；直至 2020 年 1 月，知名做空机构浑水公司发布做空报告，质疑公司业绩；2020 年 4 月，公司自爆销售收入严重虚增，随后审计机构表态、中国证监会和美国证监会 SEC 进行调查；2020 年 7 月，公司股票被纳斯达克摘牌。瑞幸咖啡的财务舞弊行为，违背了商业伦理与职业道德规范。

光速上市

瑞幸咖啡是由原神州优车集团 COO 钱治亚在 2017 年 6 月注册成立的国内新型咖啡品牌。瑞幸咖啡（中国）有限公司总部位于福建厦门，其自创立以来一直保持快速扩张态势。公司从 2017 年 10 月第一家门店在北京开业，到截至 2019 年底已有 4,507 家门店，全面超越星巴克，瑞幸咖啡成为中国最大的咖啡连锁品牌。

为实现海外上市目的，瑞幸咖啡（中国）有限公司在开曼群岛设立瑞幸咖啡有限公司。由该公司全资设立英属维尔京群岛（BVI）控股公司，后者再全资设立瑞幸咖啡香港有限公司。由香港公司全资设立并控制外商投资企业（WFOE）包括瑞幸咖啡（北京）有限公司、瑞幸咖啡（中国）有限公司、瑞幸咖啡电子商务（平潭）有限公司等，其中瑞幸咖啡（中国）有限公司下设 49 家子公司。原本拟上市的瑞幸咖啡（中国）有限公司与

香港公司、上市主体等签订一系列可变利益实体 / 协议控制模式（VIE）协议，把自己大部分利润以协议方式安排给上市公司。

上市架构搭建好后，瑞幸咖啡于 2019 年 5 月 17 日在美国纳斯达克股票市场上市，融资 6.95 亿美元。其从第一家门店开业到在纳斯达克“敲钟”成功仅历经 18 个月，成为世界范围内从成立到上市速度最快的公司，也是当年在纳斯达克上市融资规模最大的亚洲公司。瑞幸咖啡自上市初始就深受资本市场投资者追捧。2019 年 7 月，瑞幸推出小鹿茶、瑞即购及瑞划算等一系列新产品与新战略，并于 2020 年 1 月完成增发并发行可转债，融资规模超过 11 亿美元。2020 年 1 月 17 日，瑞幸咖啡股价最高达 51.38 美元，公司市值一度超过 120 亿美元。

一场处心积虑的做空

2020 年 1 月 31 日，知名做空机构浑水（Muddywater）发布针对瑞幸咖啡的长达 89 页的做空报告，认为瑞幸咖啡伪造了超过 3 亿美元的销售额。报告中指出：自 2019 年第 3 季度以来，瑞幸咖啡通过夸大其门店每日的销售额、每件商品的净售价、广告费用以及“其他产品”的收入贡献，营造出单店盈利的假象，掩盖单店亏损的事实。当日瑞幸咖啡股票最大跌幅超过 24%，截至收盘时公司股价跌幅达 10.74%。随着 2 月 3 日瑞幸咖啡回应，坚决否认做空报告中的所有指控，指出报告中的证据和

指控都是推测和对整个事件的恶意解释。随着瑞幸咖啡 B 轮投资者中金公司、海通国际的回应，以及此前摩根士丹利 30 倍增长预期、另一做空机构香椽对浑水报告的不支持，2 月 4 日公司股价上涨 15.6%，瑞幸咖啡似乎暂时度过做空危机。

一场猝不及防的自曝

然而让广大投资者始料未及的是，2020 年 4 月 2 日，瑞幸咖啡自曝：经公司特别委员会调查发现，公司通过虚增相关成本和费用，虚增了 2019 年度第 2 至第 4 季度销售额约 22 亿元人民币。同日，审计机构安永会计师事务所亦作出公司通过虚假交易虚增相关期间收入、成本及费用的相似表示。此番消息一出，公司股价当日即经历了多次熔断，并跌破发行价。其时已有超过 6 家律师事务所以遗漏重大信息及误导性陈述为由，宣布发起对瑞幸咖啡的集体诉讼。

2020 年 4 月 3 日，中国证监会对瑞幸咖啡的财务造假行为给予强烈谴责，并于随后的 4 月 27 日派驻调查组对瑞幸咖啡进行调查。4 月 5 日下午，瑞幸咖啡发布道歉声明并表示已停职调查涉事高管，且已成立内部特别委员会进行内部调查。在自曝后几日内瑞幸咖啡股价连续大跌，至停牌前的 2020 年 4 月 6 日，公司股价报收 4.39 美元，较发行价 17 美元 / 股已然跌去 74.18%，总市值仅存约 11.05 亿美元。

摘牌和行政处罚

2020 年 5 月 15 日，纳斯达克上市资格审查部门发出书面通知，由于未能公开披露有效信息并通过此前的商业模式进行了虚假交易，决定对瑞幸咖啡施行摘牌处理。6 月 23 日，瑞幸咖啡公告称，由于未能提交截至 2019 年 12 月 31 日的年报，收到了纳斯达克给出的第二份退市通知。6 月 29 日，公司正式停牌并进行退市备案。

7 月 1 日，瑞幸咖啡官网公告称，内部调查基本完成，瑞幸咖啡特别委员会发现，伪造交易始于 2019 年 4 月，2019 年净营收被夸大了约 21.2 亿元，2019 年成本和费用被夸大了 13.4 亿元。7 月 13 日，瑞幸咖啡股票被纳斯达克摘牌。

2020 年 9 月 18 日，中国市场监管总局通报了对瑞幸咖啡的行政处罚，瑞幸咖啡（中国）有限公司及协助其造假的 40 多家涉案公司机构被罚共计 6,100 万元，其中对瑞幸咖啡（中国）有限公司和瑞幸咖啡（北京）有限公司作出行政处罚，罚款人民币 200 万元整。12 月 17 日，瑞幸咖啡发表声明称同意支付 1.8 亿美元罚款，与美国证券交易委员会 SEC 就其会计欺诈指控达成和解。1.8 亿美元罚款的分量有多重呢？它几乎是瑞幸咖啡同期 9.47 亿美元市值的 20%，也是同期 SEC 开出的最高罚单。瑞幸咖啡同时回应声称，目前公司和门店运营稳定、经营正常。瑞幸咖啡将持续配合监管，将合规工作视为重中之重。

瑞幸的财务舞弊

根据相关公开披露的资料，瑞幸咖啡涉嫌的财务舞弊主要包括：

- 虚增销售收入。**瑞幸咖啡虚增夸大了影响销售收入的全部环节：订单量、每个订单的商品数量以及销售单价。瑞幸咖啡通过控制线上支付的取餐码生成顺序，使得取餐码不是顺序而是跳跃出现，人为提升 APP 在线订单的数量，进而夸大门店订单量；瑞幸咖啡还夸大了商品的净售价和每笔订单的商品数量。此外，瑞幸咖啡的非咖啡收入也被夸大 400%。
- 虚增成本费用。**根据瑞幸咖啡 2019 年前三季度的财务报告和浑水公司的做空报告，瑞幸咖啡虚构了 150% 的广告费用，其中仅第三季度的广告虚增金

额就达到 3 亿多人民币。瑞幸咖啡虚增的广告费用集中在分众传媒上的广告支出，且 2019 年前三季度虚增的广告费用与门店虚高的收入非常接近，推测可能是把相应的支出收回后填入门店收入，同时也使得报表上广告支出与销售收入在金额上更匹配，使得因虚构而大增的销售收入显得合理可信。

3. **隐蔽的关联方交易。**瑞幸咖啡曾通过隐蔽的关联交易制造虚假销售。如瑞幸咖啡曾将自有资金转移到北京氢动益维科技股份有限公司（是神州租车的子公司），再以销售收入方式转回。瑞幸咖啡大量收入造假的方式是“刷单”，具体方式是由与董事长陆正耀有关联关系的企业大量购买瑞幸咖啡代金券。例如 2019 年 5 月至 11 月，青岛的志炫商务咨询有限公司共购买 100 余次、金额将近 100 万元的代金券，而该公司的电子邮箱是神州优车的公司邮箱，且神州优车的董事长正是陆正耀。且事后查证，该公司事实上与陆正耀的亲属、神州租车高管、瑞幸咖啡其他高管都有关联关系。

瑞幸咖啡与供应商之间也存在一些未经披露的关联交易。例如关联方王百因是瑞幸董事长陆正耀的同学。陆正耀曾通过收购宝沃，将 1.37 亿元人民币从神州优车转移给王百因。王百因曾先于 2019 年 8 月成立征者国际贸易有限公司并持有 95% 的股份，后于 2019 年 12 月短暂担任过中成世纪供应链管理有限公司的法定代表人。而这两家公司的注册地均非常临近瑞幸厦门总部，主营业务范围均为咖啡机销售、食物原材料供应等，与瑞幸的产品链高度吻合，是瑞幸咖啡的重要供应商。但瑞幸咖啡的财报中并未披露与这些供应商之间的关联方关系，也并未对与这些供应商之间的交易是否存在利益输送进行说明。

冰冻三尺非一日之寒

作为上市公司，追求经营业绩、实现股东财富和公司价值的最大化自然是瑞幸咖啡的重要目标。瑞幸咖啡的管理层所作所为也随着新闻的披露进一步展示在世人面前：从瑞幸咖啡的公司治理和内部控制状况，以及公司管理层的背景、经历、行为等方面也许能发现更多线索。

1. 公司存在严重的内部人控制

瑞幸咖啡的主要股东情况如下表 1 所示。

表 1：瑞幸咖啡的股东情况

股东名称	持股比例	股东情况
陆正耀家族信托	30.53%	陆正耀是瑞幸咖啡的董事长，也是神州优车的 CEO
钱治亚家族信托	19.68%	钱治亚是瑞幸咖啡的 CEO
Mayer Investments Fund	12.34%	Sunying wong 控制，她是陆正耀的姐姐
大钲资本	11.84%	黎辉控制，是神州优车的投资人
愉悦资本	6.75%	刘二海控制，是神州优车的投资人

由上表可知，瑞幸咖啡的股权高度集中，其中以陆正耀为核心的一致行动人持有 42.87% 的股份；以陆正耀家族和钱治亚家族为中心的“神州系”合计持有 62.55% 的股份。这种大股东之间的联合足以控制公司决策，很容易形成内部人控制，并使得公司治理结构形同虚设。

2. 高管直接指令财务造假

2020 年中国国内对于瑞幸造假事件的调查中已证实，陆正耀对于公司造假发出过多条指令性电子邮件，即陆正耀极可能是公司内部造假事件的知情人。

3. 高管曾有被起诉或其他不光彩职业经历

公司联合创始人兼首席营销官杨飞在担任北京口碑营销策划有限公司总经理期间，因非法经营罪被判处有期徒刑 18 个月。而北京口碑营销策划有限公司后与北京氢动益维科技股份有限公司（是神州租车的子公司）成为关联方。

公司独立董事邵孝恒曾担任过 18 家在美上市中国公司的董事。而上市以来这 18 家公司中有 9 家亏损超过 50%，8 家濒临破产；有 4 家被指控存在欺诈行为，有 5 家存在反向收购等欺诈迹象。这些公司的公众股东都蒙受了巨大损失。

4. 管理层进行关联交易和股票质押套现

如前所述，瑞幸咖啡管理层与供应商和客户之间进行了大量的关联交易。

浑水在针对瑞幸咖啡的沽空报告中，调查人员用了长达 31 页的篇幅详细披露了瑞幸咖啡核心高管人员的个人行为，这些行为对外界传递出公司高管人员可能企图利用公司套现的危险信号。此前，瑞幸董事长陆正耀的另一家公司神州租车曾申请在纳斯达克上市，申请失

败后转而登陆香港证券交易所，上市后公司股价迎来了一段时间的上涨，从 IPO 时的 8.5 港元涨至 2015 年 5 月的 20 港元，而在此之后陆正耀开始暗中套现所持有的股票，他并没有通过公开市场买卖，而是将股票出售给了一家公司——优车科技，而这家公司正是神州优车的子公司，最终陆正耀以 9.2 港元每股套现 34 亿港元。同时，陆正耀、黎辉背后的君联资本和刘二海背后的联想控股也抛售了大量股本套现，小股东遭受巨额损失。

股票质押融资是在不直接出售股权情况下获得资金的一种常见方法。尽管它不如直接出售股权对公司的负面影响大，但大量股票质押仍可能带来股价暴跌的恶性循环。尽管瑞幸咖啡的高管声称，他们从没有出售过名下的任何一份股份。但根据浑水公司的报告，瑞幸咖啡部分管理层已经质押了 49% 的股票持有量，质押股份占瑞幸总股份的 24%，质押股票价值约 25 亿美元。可见，在公司持续发展难以为继，新的增长点迟迟难以发掘的情况下，套现所持有股份是瑞幸咖啡管理层的惯用手法，而这将给公司的其他投资者带来巨大的股票暴跌风险。此外，大量的套现行为也可能解释了管理层财务舞弊的目的在于，以财务舞弊拉高公司股价然后质押套现，割中小股东的“韭菜”。

瑞幸咖啡上市后，其创始人钱治亚以及投资人大钰资本和愉悦资本分别利用股票质押、减持股份等方式进行套现。2020 年 1 月，大钰资本减持 3,840 万股，持股比例下降到 8.59%，套现 2.3 亿美元；同时，愉悦资本也开始撤离瑞幸咖啡。新加坡政府投资机构旗下的其他股东通过减持股份，套现达 100 亿。瑞幸的管理层虽未减持股份，实际控制人陆正耀和钱治亚通过将自己持有的股票在银行抵押了 30% 和 47%，达到套现目的。

此外，瑞幸曾通过增发和可转换债券发行筹集了 8.65 亿美元，以发展其“无人零售”策略。外界质疑这更可能是管理层从公司吸纳大量现金的一种便捷方式。

5. 严重的管理层内斗事件

2021 年 1 月初，有爆出消息称前创始人陆正耀开始率旧部创业共享空间相关项目，且该项目已经持续很长时间。陆正耀被指意欲直接把瑞幸咖啡的技术团队挖过去，如同瑞幸当年从神州挖人一样。

2021 年 1 月 6 日晚间，瑞幸咖啡 7 位副总裁、分公司总经理和核心业务高管签署联名信，要求公司董事会和大股东之一大钲资本表态罢免现有董事会主席和 CEO。转天，时任董事长郭谨一发内部信回应称“前董事长陆正耀、前 CEO 钱治亚等组织并主持起草举报信攻击现任管理层，部分当事员工不明真相，被裹挟签字。已第一时间提请董事会成立调查组，就所述事件对其本人进行调查，以还原事实真相”。最终，这场“陆正耀系”与“郭谨一系”隔空互怼的管理权之争以陆正耀败北而告终。双方分手后，两人境况迥异。2021 年，陆正耀已三次被列为被执行人，累计执行标的超过 34 亿。而郭谨一治理下的瑞幸咖啡正逐渐摆脱阴霾。

6. 公司因不正当市场竞争行为被处罚

瑞幸咖啡曾在 2018 年 5 月 15 日公布致星巴克的公开信，控诉星巴克不正当竞争、搞行业垄断，表示将在全国各地起诉。这种上来就和行业老大叫板的行被外界称为“碰瓷营销”。而且，2020 年 9 月中国市场监管总局等对瑞幸咖啡共计 6,100 万元的行政处罚，恰恰是针对瑞幸咖啡的不正当竞争行为。如行政处罚决定书所指，瑞幸咖啡通过多种渠道对外广泛宣传使用虚假营销数据，欺骗、误导相关公众，违反《中华人民共和国反不正当竞争法》第八条第一款规定，构成虚假宣传行为。

开启自救模式

资本泡沫破灭后，瑞幸咖啡开始自救，调整原有的烧钱模式，重新回归门店经营本身。2020 年 5 月 12 日，

瑞幸宣布调整董事会和高管层，曾因创造“瑞幸速度”格外受资本圈宠幸的 CEO 钱治亚被免职，COO 刘剑及另外 6 名涉事员工也被辞退或停职。陆正耀被从“提名及公司治理委员会”中退出，其位置由郭谨一接任。2020 年 7 月，瑞幸咖啡及联合清算人共同制定了新的业务计划草案，将战略重点从快速扩展转为有针对性的扩张，以及提高盈利能力和现金流。瑞幸咖啡关闭了部分表现不佳的门店，同时新开部分分店，虽门店总数量有所减少，但业绩已在正向提升。7 月 5 日，瑞幸咖啡事件相关董事被免职，解除了董事陆正耀、黎辉、刘二海及独立董事 SeanShao 的任命。7 月 14 日，瑞幸咖啡宣布了董事会人事变动，任命公司原董事兼代理 CEO 郭谨一为新任董事长兼 CEO，YangCha 和 Fengliu 被任命为独立董事。陆正耀退出董事会。经历了近一年自救举措后，瑞幸咖啡的命运终于在今年迎来一线转机。

请结合案例资料回答以下问题：

问题 1：什么是道德、商业伦理和（会计）职业道德？如何理解它们之间的关系？企业管理层（包含会计师）应遵循的主要商业伦理和职业道德有哪些？

问题 2：从瑞幸咖啡案例中，你认为财务舞弊与商业伦理和职业道德的关系如何？你认为瑞幸咖啡的管理层（包含会计师）违背了哪些商业伦理和职业道德？

问题 3：关于财务舞弊动因的代表性理论——“舞弊三角”理论指出，导致舞弊发生的三要素（即“舞弊三角”）分别是动机（压力）、机会和借口（自我合理化）。由于财务舞弊是一种违反伦理道德的机会主义行为，试用“舞弊三角”理论分析瑞幸咖啡案例中，管理层（包含会计师）从事财务舞弊和违反伦理道德行为的动机（压力）是什么？

问题 4：继续沿用“舞弊三角理论”进行分析，有哪些机会（条件）使得管理层（包含会计师）从事财务

舞弊和违反道德行为？

问题 5：自我合理化使得具有相应动机的行为主体，会利用相关条件去实施舞弊行为，是使舞弊行为主体从“敢想”到“敢做”、起转折性作用的重要推动因素。如果你是瑞幸咖啡的管理层，你如何对自己违背伦理道德、实施财务舞弊的行为进行自我合理化呢？

问题 6：本问题将把职业会计师从管理层中区分开，专门讨论职业会计师的职业道德问题。作为职业会计师通常对本公司的违反职业道德的财务舞弊承担什么责任？结合瑞幸咖啡案例，在面临公司高管要求虚增业绩的压力下，财务舞弊公司的会计师们可能面临什么样的职业道德困境或威胁？特别地，相比非上市公司的会计师，上市公司的会计师做出职业道德选择应有什么特别的考虑？

问题 7：关于道德如何发挥匡正人类行为的作用，以及如何促进人类个体对道德的遵守，存在“功利主义道德观”还是“道义论道德观”。这两种道德观的主要思想各是什么？它们在促进个体遵守道德的发挥作用方面有什么联系和区别？

问题 8：理性经济人从事任何行为的决策出发点或标准均遵循收益大于成本。结合瑞幸咖啡案例，分析管理层（包含会计师）遵守伦理道德的成本和收益分别是什么？体现在哪些方面？这种成本和收益在其持续性、波动性和可计量性方面有哪些特征？此外，这种成本和收益的大小关系如何，且这种关系在短期和长期的表现是否会有差异？从成本和收益角度分析管理层（包含会计师）是否遵守伦理道德的选择，体现了问题 7 中的“功利主义道德观”还是“道义论道德观”？

问题 9：结合问题 8 中对遵守伦理道德的成本和收益及其特征的分析，为促进公司的管理层（会计师）遵守伦理道德，你能提出哪些系统性举措？

联络 IMA 中国

电话：8610-85534600 4000 462 262

邮箱：imachina@imanet.org

网址：www.imachina.org.cn



扫描二维码关注官方微信



扫描二维码关注 CMA 订阅号



扫描二维码关注官方微博



扫描二维码关注 SF 小程序



扫描二维码关注官方抖音号



有关 IMA 案例的任何问题，请扫描二维码添加微信，
或发邮件至：judy.liu@imanet.org