

諮詢總結
不同投票權架構的概念文件

2015年6月



Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
香港交易及結算所有限公司

目錄

	頁次
釋義	1
摘要	3
第一章：引言.....	8
第二章：分析方法.....	10
第三章：市場回應及總結.....	14
第四章：議題.....	33
第五章：建議草案及下一步.....	37

附錄

附錄一：回應人士名單

附錄二：定量分析結果概要

附錄三：證監會行政總裁歐達禮於 2015 年 3 月 19 日傳媒聚會的開幕辭

免責聲明

香港交易所及／或其附屬公司竭力確保本文件所提供的資料準確可靠，但不保證該等資料絕對正確可靠，對於任何因資料不確或遺漏又或因根據或倚賴本文件所載資料所作決定、行動或不行動而引致的損失或損害，香港交易所及／或其附屬公司概不負責（不論是民事侵權行為責任或合約責任或其他）。

釋義

詞彙	釋義
「ACGA」	Asian Corporate Governance Association（亞洲公司治理協會）
「概念文件」(Concept Paper)	聯交所於2014年8月29日刊發的不同投票權架構概念文件
「雙類別股權架構」 (dual-class share structure)	法定及／或已發行股本中包括兩類於股東大會上享有不同投票權的普通股
「聯交所」(Exchange)	香港交易所全資附屬公司香港聯合交易所有限公司
「富達」(Fidelity)	富達國際投資
「富而德」(Freshfields)	富而德律師事務所
「金發局」(FSDC)	金融發展局
「創業板」(GEM)	聯交所的創業板
「政府」(Government)	中華人民共和國香港特別行政區政府
「香港交易所」(HKEx)	香港交易及結算所有限公司
「《海外公司聯合政策聲明》」或「《聯合政策聲明》」 (JPS for Overseas Companies) 或 (JPS)	《有關海外公司上市的聯合政策聲明》(2013年9月27日) (見香港交易所網站 連結)
「上市委員會」(Listing Committee)	聯交所上市委員會
「《上市規則》」(Listing Rules 或 Rules)	聯交所的證券上市規則（除非另有說明，否則概指《主板上市規則》及《創業板上市規則》）
「多重投票權股份」 (multiple voting shares)	其持有人在須經股東於股東大會批准的所有事宜上，每持有一股的可投票數多於一票的普通股
「Norges Bank IM」	Norges Bank Investment Management（挪威央行投資管理公司）
「普通股」(ordinary)	其持有人擁有公司的非優先經濟利益（即對股息沒有預定或優先的權利，以及公司清盤時對公司的剩餘經濟價值沒

詞彙	釋義
shares)	有優先追索權) 的股份
「海外公司」(overseas company)	《海外公司聯合政策聲明》適用的公司(《聯合政策聲明》第 16 段)(見香港交易所網站 連結)
「人士」(person)	個人、公司或其他團體
「專業團體」(professional body)	回應概念文件而自稱或被我們分類為業界協會／專業團體的人士
「贊同的回應」(pro-responses)	概念文件所得回應中，56 份支持某些情況下允許公司以不同投票權架構上市的獨特回應
「《上市規則》」(Rules)	聯交所的證券上市規則(除非另有說明，否則概指《主板規則》)
「香港證監會」(SFC)	香港的證券及期貨事務監察委員會
「《證券及期貨條例》」(SFO)	香港法例第 571 章《證券及期貨條例》
「《收購守則》」(Takeovers Code)	香港證監會的《公司收購、合併及股份回購守則》
「收購委員會」(Takeovers Panel)	香港證監會的收購及合併委員會
「獨特回應」(unique responses)	概念文件共 200 份回應中 104 份含原創內容的回應
「世界銀行報告」(World Bank Report)	世界銀行和國際金融公司一年一度有關中小型企業業務規例計量的《全球營商環境報告》
「不同投票權架構」(WVR structure)	給予若干人士與其持股量不成比例的投票權或其他相關權利的管治架構

摘要

簡介

1. 概念文件旨在就現時已在或有意在聯交所上市的公司應否獲准採用給予若干人士與其持股量不成比例的投票權或其他相關權利的管治架構（不同投票權架構）諮詢市場意見。
2. 我們接獲 200 份來自廣泛類別的回應人士對概念文件的回應意見(見附錄一)¹。其中 104 份回應意見載有原創內容（另外 96 份回應與其他回應意見的內容完全相同）。²
3. 審慎細閱所有回應意見後，聯交所按回應意見得出總結，認為就建議修訂《上市規則》以接納不同投票權架構展開第二階段的諮詢獲得支持。
4. 從回應意見可以見到，此課題仍明顯存在強烈且分歧的意見。因此，儘管我們認為展開第二階段諮詢獲得支持，我們預料提呈諮詢的修訂只會是循序漸進的性質，而非一蹴而就的革命性轉變。我們現正考慮建議：一般而言「一股一票」應為常規，但某些公司應可在若干情況及若干規限下獲許採用不同投票權架構。我們冀界定該等情況及規限。這些建議本質上乃將現時《上市規則》中已經存在的「特殊情況」概念（但實際操作上不曾有任何公司藉此成功在聯交所上市）進一步發展，延伸至可讓某些採用不同投票權架構的公司在提升投資者保障措施的前提下上市的「有限情況」。
5. 基於概念文件的性質及接獲的回應意見各式各樣，聯交所快將完成撰寫一份建議草案，旨在通過與持份者商討細化該草案，確保提出作正式諮詢的建議方案已包括他們的意見。我們會考慮在商討中獲得的意見以完善建議草案作第二階段諮詢。
6. 最後，我們採用了與我們過去沿用的、公開說明的常規一致、也相信符合香港及其他地區其他有關機構做法的適當方法去分析回應意見。有些人士對應採用的分析方法或有不同的意見。因此我們對所用分析方法保持很高的透明度，並在適用情況下加上其他分析。概念文件推出時已清楚說明，概念文件整項工作的目的是希望推動市場特別就此進行知情且條理清晰的討論，並利用回應意見幫助我們就著符合市場整體最佳利益及公眾利益的發展方向作出判斷，縱或須客觀及主觀兼容。

¹ 維權股東兼獨立股評人 David Webb 先生提交了一份回應意見，內有一份指由 349 人聯署的「保留一股一票」請願信。這些合計作一份回應意見（詳見下文第 52 至 54 段）。

² 104 份獨特回應意見中，有部分是代表一群回應人士提交的意見。易周律師行代表一批保薦人公司，富而德代表兩批銀行。22 份回應意見是專業團體代表會員提交。

市場回應及總結

是否接納不同投票權架構

7. 會計師行、保薦人公司/銀行、律師行及上市公司員工壓倒性地支持准許在某些情況下接受不同投票權架構。一家會計師行稱僅應在特殊情況下才准許不同投票權架構的公司上市。代表該等業界組別的專業團體亦表贊同。例如，香港律師會認為有些情況下適合接納不同投票權公司，並指在沒有具長遠戰略眼光的控股股東的情況下，簡單的「一股一票」架構或流於短視。
8. 上市公司也有強烈支持某些情況下可接納不同投票權架構，惟對那該是何種情況則分歧甚大。支持意見中有三分一認為僅可在特殊情況下接受。譬如，鷹君集團有限公司（股份代號：41）稱應堅持「一股一票」，「極特殊情况」除外，又認為若然有關上市能為香港經濟帶來重要價值及裨益，又得財政司司長批准，則聯交所當在個別情況下酌情批准。
9. 純從數字角度來看，投資經理對概念文件的回應意見分歧。有些認為所有情況下均不能接納不同投票權架構。另有相同數目的人士認為某些情況下可接納不同投票權架構。當中一家投資經理 Norges Bank IM 建議聯交所維持現有《上市規則》的規定，僅在特殊情況准許公司使用不同投票權架構。所有情況下均反對准許不同投票權架構的回應者包括擁有巨額環球管理資產的機構，如貝萊德及富達。支持某些情況下接納不同投票權架構的投資經理多為主要投資香港市場的小型公司，儘管數字中也包括一家希望不具名的大型環球投資經理。
10. 代表投資經理提出回應意見的四個專業團體中，有兩家（一為代表投資管理公司、不欲具名的本地協會，另一為 ACGA）均各自提出實質性的回應意見，說明為何不同投票權架構不利香港市場。ACGA 提供一份據稱涵蓋 54 名大量投資香港市場的機構會員的會員調查結果摘要，指調查的總結是 ACGA 會員「壓倒性地反對」不同投票權架構。第三個專業團體——香港創業及私募投資協會（代表香港本地私募股權經理的協會）支持准許採用不同投票權架構，認為該架構能夠為其投資的公司提供更多高品質的上市地點選擇。第四個專業團體——另類投資管理協會（Alternative Investment Management Association，一環球對沖基金協會）則稱，作為指引原則，流通量、透明度及穩健的企業管治俱是健康資本市場的重要元素，惟對不同投票權架構適合香港市場與否，該會未有提出明確的意見。
11. 我們收到三份來自香港交易所參與者的獨特回應。一份支持聯交所進一步研究就概念文件所載原因准許公司使用不同投票權架構，另兩名香港交易所參與者則不論任何情況一律反對採用不同投票權。此外，有四份來自代表香港交易所參與者的聯會的回應意見反對不同投票權架構的概念³。比如香港證券業協會關注該架構可能有損對所有股東一視同仁的原則並削弱投資者保障，又指美國投資者受到集體訴訟等制衡機制保障，但香港上市公司沒有此類機制。
12. 最明確反對不同投票權架構的回應意見來自散戶投資者及大部分香港交易所參與者僱員（以個人名義回應），表示所有情況下均一概反對接受不同投票權架構。維權股東兼獨立股評人 David Webb 先生提交了一份回應意見反對不同投票權架構，內附其表示由 349 人聯署的「保留一股一票」請願信。
13. 整體而言，概念文件的回應者中甚少認為可無條件接納不同投票權架構。許多支

³ 香港證券業協會、香港證券及期貨從業員工會、香港證券及期貨專業總會及證券商協會有限公司。

持某些情況下接納不同投票權架構的回應者均認為要設立某種形式的限制去決定甚麼公司可採用有關架構。部分回應者認為不同投票權架構的公司僅可在創業板或另外一個板塊上市。幾乎所有回應者都認為要設置保障措施限制不同投票權架構的使用以及不同投票權架構公司上市後的業務活動。數名回應者甚至說，只有在特殊情況下，又或同時改革香港法律及監管框架（譬如引進集體訴訟機制）的情況下，方可接納不同投票權架構。

14. 總括而言，不論支持或反對不同投票權架構的回應者均未見提出新的理據。⁴

其他問題

15. 對概念文件餘下問題2至7的回應來自支持某些情況下接納不同投票權架構公司上市的56份回應意見。
16. 大多數贊同的回應（尤其來自市場從業人士）認為，聯交所應僅准許新申請人採用不同投票權架構，並強調對採用該架構設置其他限制（譬如有關轉讓性的限制）的重要。對於僅准許個別行業公司或「創新型」公司採用不同投票權架構之論，則甚少回應支持。回應該問題者（尤其是市場從業人士）大多數支持僅准許符合具體預設特徵（譬如規模或歷史）的公司採用不同投票權架構。對於這一點，回應人士少有反對。
17. 贊同的回應中強烈支持（佔大多數回應者類別）應用於美國不同投票權架構上市公司的規限保障（比如轉讓後或持股低於最低規定時失去不同投票權）。大多數贊同的回應均支持應用概念文件中提述的部分或全部保障。大多數贊同以某些形式強制規定應用該等保障，但有小部分則認為應用該等保障與否應純屬自願性質，一如在美國的情況。
18. 提出意見的大多數贊同回應均支持靈活處理可接納的不同投票權架構類別。市場從業人士尤其強烈支持這一點。支持不同投票權架構公司僅限於在創業板、另外一個板塊或專業板塊上市的人士不多，主要擔心非主板的上市會矮化不同投票權架構公司而導致流通量不高。贊同回應中無人贊成只有海外公司可採用不同投票權架構。
19. 贊同的回應中，關於是否只在「特殊情況」下方可容許不同投票權架構公司上市，我們收到少量回應，贊成反對各半。有一半的回應（多為市場從業人士），認為應該取消這一限制，令《上市規則》規定更加清晰明確，另有一半的回應（來自多個類別的回應人士）贊成保留這「特殊情況」條文。至於「特殊情況」的定義，則未見有人特別界定。
20. 大多數贊同回應都認為，若要准許不同投票權架構公司上市，香港的法律及監管框架有必要修訂。當中，多數認為可能要修訂《上市規則》其他條文（譬如規管關連交易的條文）以及《收購守則》，另外有少數⁵認為引入集體訴訟制度是必要的先決條件，惟異議的也有兩倍之多，認為美國集體訴訟針對的事宜並非處理不同投票權架構的濫用。反對修訂香港法律及監管框架的回應人士中，以市場從業人士的反對尤為強烈，專業團體對是否有必要修訂香港法律及監管框架倒沒有一致意見。

⁴ 另見第95至99段。

⁵ 28份贊同的回應中的五份（兩家律師行、兩家投資經理及一個專業團體）

分析方法

21. 我們刊發概念文件，是希望推動市場特別就此進行知情且條理清晰的討論，並嘗試拋磚引玉，尋求市場多個層面的意見。我們希望知道可有未曾得聞的意見，又或市場可有廣泛共識作出改變（或維持原狀），更重要的是作出改變（或維持原狀）的理由。我們希望能夠細加考慮各方意見，就著採取任何符合市場整體最佳利益及公眾利益的進一步行動得出中肯持平的論斷。
22. 這過程若要富有成效，必要有多方不同回應人士各自提出自身意見，並附以背後經審慎考慮的實質性理據。為此，我們的分析方法希望能將回應者準確分類，並準確辨識不同的立場。這方法也與我們過往沿用的、公開說明的政策一致。回應意見除需作定量評估外，亦要進行定性評估。
23. 基於諮詢的問題都是概念性質，又不涉及具體的規則修訂，定性分析也就尤其重要。透過定性分析，聯交所能夠適當考量廣泛層面的回應人士以及他們支持或反對不同投票權架構的意見，看看能否「中間落墨」而達成若干共識。此外，我們亦進行了全面的定量分析，結果載於附錄二。
24. 一如以往諮詢，定量分析中我們計算的是收到的回應意見數目，而非回應意見背後所代表的回應者數目。舉例而言，來自一個專業團體的回應，不論其會員多寡，均計作一份回應，個別人士或機構代表其他人士提出的回應也是計作一份回應。同樣遵循過往慣例的是，我們的定量分析僅計入載有原創內容的 104 份回應意見。⁶由於我們也進行定性分析，對於代表著眾多人士或機構的回應意見及其立場背後理據，聯交所亦能予以應有的適當考慮。就我們所使用的分析方法，第二章有詳細表述。我們知道若換作其他機構，可能會採用不同的分析方法。
25. 我們將專業團體自成一組，而沒有逐一歸入其他分類（譬如將經紀聯會列為「香港交易所參與者」類別）。這做法與我們過往的慣例一致。將專業團體個別歸類涉及主觀判斷，而且部分專業團體也不容易歸類。不過，是次編備總結時，對於部分專業團體的意見，我們嘗試在敘述與其最有切身關係的回應人士類別的部分特再提及，希望盡量準確反映市場不同層面的意見。
26. 換作其他機構，或會將投資經理的意見與他們所管理資產值的多寡掛鉤。我們沒這麼做，一來這不合我們的慣例，二來我們認為一家機構的全球資產規模並不代表我們要更重視其論點或意見。這做法亦會令我們處理代表團體（這類團體的會員數目和類別可以差別很大）時產生問題。然而，為了透明度，第 83 段中將會就所有對概念文件提出回應意見的投資經理的管理資產值作簡要分析。

⁶ 《有關企業管治事宜的上市規則修訂建議諮詢意見總結》（2003 年 1 月）遵循了這一慣例，見諮詢總結第 10 段。

議題、建議草案及下一步

27. 聯交所正在完成一份建議草案（為便利討論而編備的草擬方案）與持份者商討，冀能細化該建議草案，然後就不同投票權架構公司尋求上市展開第二階段有關《上市規則》修訂建議的正式諮詢。

議題

28. 回應人士及其他人士提出了有關規限、保障措施、競爭及第二上市的多個議題。我們在第四章中提供該等議題的更多詳情，並將在建議草案及第二階段正式諮詢中回應這些議題。第五章載有建議草案的更多詳情。
29. 為進一步探討與其他市場的競爭事宜（見概念文件第 11 至 23 段以及第三章），我們將就是否允許以不同投票權架構上市對公司選擇上市地點的相對重要性尋求市場意見。此外，我們亦會諮詢現時禁止「業務重心」在大中華區的公司第二上市的規定是否可以某程度上作有條件或無條件放寬。

建議草案與下一步

30. 我們預期於刊發本諮詢總結後不久將與持份者就建議草案進行初步討論，冀可於 2015 年第三季或第四季初開展正式諮詢，視乎市場回應。
31. 第五章將詳細闡述我們目前對建議草案的想法及建議中的下一步工作。

第一章：引言

背景

32. 概念文件旨在就以下概念諮詢市場意見：現時已在或有意在聯交所市場上市的公司應否獲准採用給予若干人士與其持股量不成比例的投票權或其他相關權利的管治架構（不同投票權架構）。

進行諮詢的理由

33. 《上市規則》應「反映現時為市場接納的標準」⁷，因此聯交所有責任定期檢討《上市規則》，以確保符合此規定。《上市規則》透過第 8.11 條明文禁限不同投票權架構已將近 25 年。上市科最近（在 2013 年及之前）曾收到市場參與者有關是否接納不同投票權架構的多項查詢。

34. 政府於 2013 年 1 月成立的金發局在其名為《定位香港為國際首選的首次公開招股中心》的文件（只提供英文版本，本文件的中文譯本僅供參考）中表示：

「... 「一股一票」的概念或可作更詳盡研究，並以公眾諮詢方式再度考慮..... 雖然恪守規則 [《上市規則》第 8.11 條] 可能有很充分的理據，我們相信政府及監管機構應繼續檢討市場的部分根本基礎，以及可能適合作出修訂或作部分放寬的程度。監管機構應繼續抱持開放態度，這對確保我們的市場與時並進尤其重要。」⁸

35. 聯交所認為將不同投票權架構列為檢討主題有充分理據，而此議題亦值得在香港作全面公開討論。

概念文件的目的

36. 概念文件就不同投票權架構的概念諮詢市場意見，希望推動市場在具備所需資訊下，就其極為關注及可能對香港甚為重要的議題進行條理清晰的討論。聯交所並不是主張維持現狀或作出改變，亦無提出具體《上市規則》條文進行諮詢。概念文件擬以中肯並純以事實及分析為依據的方式呈列相關事宜及考慮事項。聯交所表明其並無預設立場支持或反對不同投票權架構。

37. 概念文件表示，視乎概念文件收集所得的意見及建議，聯交所預期文件或會產生以下結果其中之一：

(a) 總結現時毋須對《上市規則》作出修訂，現行做法獲得支持。在此情況下，聯交所會刊發諮詢總結，闡釋相關結果的理據。

(b) 支持對《上市規則》作出重大修訂，以接納不同投票權架構。在該等情況下，聯交所亦會刊發諮詢總結。《上市規則》的任何修訂須進行第二階段的正式諮詢程序，包括有關任何建議《上市規則》修訂的範圍及用語等細節的諮詢。

38. 諮詢期於 2014 年 11 月 30 日完結，儘管在此日期後提交的回應意見亦為聯交所接受。

回應意見數目及回應人士的性質

39. 聯交所共接獲 200 份回應意見，回應人士的層面廣泛。104 份回應意見為原創內

⁷ 《主板上市規則》第 2.03 條。

⁸ 金發局《定位香港為國際首選的首次公開招股中心》（2014 年 6 月 18 日）第 4.9.2 段（第 58 頁）。

容（96份回應意見的內容與其他回應意見完全相同）。我們計算回應意見的方法載於第二章。

回應人士類別 ⁹	回應意見數目	佔回應意見百分比 ¹⁰
機構		
市場從業人士：	36	35%
投資經理	17	16%
保薦人公司／銀行	7	7%
會計師行	6	6%
律師行	6	6%
專業團體	22	21%
上市公司	9	9%
香港交易所參與者	3	3%
以上皆不是	1	1%
個別人士		
香港交易所參與者僱員	9	9%
散戶投資者	4	4%
機構投資者	2	2%
上市公司僱員	2	2%
以上皆不是	16	15%
總計	104	100%

表 1：各類回應人士回應意見數目及佔比¹¹

40. 所有回應意見均登載於香港交易所網站¹²，回應人士（要求不具名刊發意見者除外）的名單載於附錄一。我們感謝所有回應人士。
41. 本文件應與概念文件（登載於香港交易所網站¹³）一併閱讀。

⁹ 易周律師行代表一批保薦人公司，富而德律師事務所則代表兩批銀行。根據我們計算回應意見而非回應人士的方法（見第 52 至 54 段），該等意見作三份回應意見計。

¹⁰ 由於四捨五入，這欄百分比的總和不等於 100%。

¹¹ 表 1 所示的回應人士分類乃按第 44 至 48 段載列的方法區分。

¹² 概念文件的回應意見可往此瀏覽：

http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/responses/cp2014082r_c.htm

¹³ 概念文件可往此瀏覽：http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082_c.pdf

第二章：分析方法

分析方法的目的是

42. 我們刊發概念文件，是希望推動市場特別就此進行知情且條理清晰的討論，並嘗試拋磚引玉，尋求市場多個層面的意見。我們希望知道可有未曾得聞的意見，又或市場可有廣泛共識作出改變（或維持原狀），更重要的是作出改變（或維持原狀）的理由。我們希望能夠細加考慮各方意見，就著採取任何符合市場整體最佳利益及公眾利益的進一步行動達成中肯持平的見解。
43. 這過程若要富有成效，必要有多方不同回應人士各自提出自身意見，並附以背後經審慎考慮的實質性理據。為此，我們的分析方法希望能將回應者準確分類，並準確辨識不同的意見。這方法也與我們過往沿用的、公開說明的政策一致。回應意見除需作定量評估外，亦要進行定性評估。

識別回應人士的類別

44. 聯交所刊發概念文件時隨附問卷供回應人士填交。問卷中問及以下事宜：
 - (a) 回應人士的回應意見是代表所屬機構¹⁴的意見還是個人意見；及
 - (b) 請回應人士從下列類別選出最切合他們的描述：
 - (i) 機構：「香港交易所參與者」；「上市公司」；「專業團體」；「市場從業人士」；或「以上皆不是」。
 - (ii) 個別人士：「上市公司僱員」；「香港交易所參與者僱員」；「散戶投資者」；「機構投資者」；或「以上皆不是」。
45. 本總結文件中，回應人士概按此等描述歸類（如無明顯差錯）。遇上回應人士並無使用問卷作回應，或在問卷中沒選擇任何描述又或選了多於一項描述，聯交所已盡力按最合適的描述來將回應人士歸類。
46. 基於「市場從業人士」包含各類回應人士，聯交所將歸入「市場從業人士」的回應人士再細分為「會計師行」、「投資經理」、「律師行」及「保薦人公司／銀行」四類。
47. 我們將專業團體自成一組，而沒有逐一歸入其他分類（譬如將經紀聯會列為「香港交易所參與者」類別）。這做法與我們過往的慣例一致。將專業團體個別歸類涉及主觀判斷，而且部分專業團體也不容易歸類。不過，是次編備總結時，對於部分專業團體的意見，我們嘗試在敘述與其有最切身關係的回應人士類別的部分特再提及，希望盡量準確反映市場不同層面的意見。
48. 聯交所分析諮詢回應意見時，向來不以所管理資產值的多寡去區分「投資經理」，因為我們認為一家機構的全球資產規模並不代表我們要更重視其論點或意見。這做法亦會令我們處理代表團體（這類團體的會員數目和類別可以差別很大）時產生問題。我們向來不按會員的規模及性質區分專業團體。然而，我們明白部分分析方法可能會採取不同做法，因此在第 83 段就著提出回應意見的投資經理的管

¹⁴ 問卷中將機構稱為「公司」，以跟個別回應人士區分開來。

理資產值作了簡要分析。

定性分析

49. 聯交所進行了定性分析，好能兼顧眾多不同的回應人士及其支持或反對個別概念的意見。定性分析在此情況下特別重要，因為諮詢的問題都是概念性，完全沒有提出任何明確的《上市規則》變動。這意味部分回應人士提交的都只是寬泛的意見，而非就確切的問題給予實質答案。其次，一如第 52 段所述，部分回應人士聲稱是代表其各自的個人／公司會員，也有些聲稱代表多家機構（此等回應人士詳情見附錄一）。因此，定性分析令聯交所可對背後代表著更多人士或機構的回應意見以至他們立場背後的理據給予應有的重視。
50. 聯交所進行定性分析時就下列事宜作出評估：
- (a) 回應人士的性質——我們要看支持或反對聲音是來自多個類別的回應人士抑或只是個別的回應人士類別。
 - (b) 各回應人士所提出意見的理由——我們要看回應人士屬原則上或理論上支持或反對特定制度，還是基於推行該制度可能產生的實際後果，及監管機構盡可能減低或避免該等實際後果的能力。
 - (c) 新證據——我們要看回應人士支持本身論點的證據是否聯交所未曾注意到的資料，例如市場數據、研究調查、學術研究或司法例證等。

定量分析

51. 聯交所進行分析，計算概念文件所提出各項概念獲得的支持數目。分析結果載於附錄二。

數算回應意見而非回應人士

52. 聯交所進行的定量分析只數算收到的回應意見數目，而不是該等意見背後代表的回應人士數目，意思是：
- (a) 一個專業團體提交的意見計作一份回應意見，即使該團體／組織可能代表了許多個人會員。
 - (b) 個別人士聲稱代表許多其他人提交的意見視作一份回應意見。維權股東兼獨立評論人David Webb先生提交概念文件的回應意見時，附帶在網上收集所得的349個聯署，要求維持「一股一票」制度¹⁵。根據我們先前已公開的既定政策，這計作一份回應意見。
 - (c) 一家律師行代表一批市場參與者（如保薦人公司／銀行）提交的意見計作一份回應意見。¹⁶

53. 然而，一如第49段所述，對回應意見進行定性分析時，我們已計及由其他回應人士代表的人士或公司的數目及性質。

54. 我們數算回應意見（而非其代表的回應人士）的方法是聯交所由來已久的公開既定政策。譬如2008年11月以及2009年7月及10月先後三份關於《綜合諮詢文件》的諮詢總結、《就礦業公司制定新《上市規則》的諮詢總結》（2010年5月）以及最近期於2014年12月及2015年2月兩份分別有關內部監控¹⁷及財務資料披露¹⁸的諮詢總結等，均曾明確指出這項政策。

處理相同意見的方針

55. 內容完全相同的意見計作一份回應意見。我們收到96份回應意見，其內容與另一項回應意見完全相同。不計該等回應意見，屬原創內容的回應意見有104份。
56. 在該96份回應意見中，有86份的內容均與香港證券及期貨專業總會提交的意見完全相同。該86份回應意見似乎均從該會的回應意見中抽選一段或以上內容，然後一字不易地當作本身的回應意見，完全沒有加添片言隻字。
57. 相同的回應意見計作一份回應意見的處理方法與我們的公開既定政策一致。譬如《有關企業管治事宜的上市規則修訂建議的諮詢總結》（2003年1月）就曾明確指出。¹⁹我們注意到，其他香港及海外團體編撰諮詢總結時亦會使用此方法計

¹⁵ 該等聯署見David Webb先生的網站：<http://webb-site.com/codocs/1share1votePetition.pdf>。

¹⁶ 富而德律師事務所及易周律師行均代表多批市場參與者（見附錄一）。

¹⁷ 《有關檢討企業管治守則及企業管治報告：風險管理及內部監控的諮詢總結》（2014年12月）

¹⁸ 《有關參照新〈公司條例〉及〈香港財務報告準則〉檢討〈上市規則〉的財務資料披露規定以及其他非主要／輕微的修訂建議的諮詢總結》（2015年2月）

¹⁹ 本文件第10段列明「我們收到了市場各界人士合共167份回應，其中有13份來自專業及商會組織，1份來自政黨。另有一份回應來自一個財經分析網站，該份回應代表了意見非常相近的337名人士，他們透過該網站間接表達意見。為便於統計分析，這份集體意見會被視作1份回應。」

算相同的回應意見。

問題 2 至 7

58. 只有認為存在個別情況可准許公司採用不同投票權架構的回應人士，方要回答該等問題。因此，就第 2 至 7 條問題而言，聯交所只計算贊同的回應意見，合共 56 份。

第三章：市場回應及總結

簡介

59. 在本章中，我們對概念文件中每個問題的回應意見按以下各項進行定性分析：
- (a) 回應人士的性質；
 - (b) 意見的理據；及
 - (c) 可有提出新的證據供我們考慮。
60. 此外，我們亦對回應意見進行純數字定量分析。如問題收到的回應較少，我們的分析也較少。有關我們用以分析回應意見的方法，詳見第二章。

問題 1

聯交所是否無論如何均不應准許公司採用不同投票權架構？

定性分析

按回應人士的性質分析

保薦人公司／銀行

61. 所有回應的保薦人公司均贊同在部分情況下採用不同投票權架構，當中我們收到三批保薦人公司分別提交的三份集體回應。最大一組來自大型銀行集團的七家保薦人公司表示，聯交所不應絕對禁止公司採用不同投票權架構，因香港必須有能力與其他環球金融中心競爭。這些保薦人公司表示，絕對禁止不符香港的利益，因為禁令將減少投資者的選擇，導致公眾若然投資海外上市證券，不但未能享有香港監管制度或執行機制和經驗的好處，一般還要付出更高昂的代價。這批保薦人公司表示，聯交所的發展路徑是要為香港投資者提供可把握當前市場機遇的投資選擇，而批准不同投票權架構將是符合這發展路徑的漸進改革。

會計師行

62. 所有會計師行的回應均支持在部分情況下採用不同投票權架構。譬如羅兵咸永道表示：
- 「隨著越來越多公司使用不同投票權架構及金融市場全球化，我們認為現時應探索和發展一個框架，容許有意在聯交所上市的公司採用不同投票權架構，同時維持股東保障措施的質量，保持香港作為主要上市之都的競爭力。」
63. 一家會計師行（安永會計師事務所）表示，應有適當保障措施確保投資者獲充分保障的原則不受影響，而且只有在特殊情況下方可批准不同投票權架構。
64. 兩家代表會計師專業的專業團體亦作出回應。²⁰ 特許公認會計師公會支持在某些情況下允許公司使用不同投票權架構，以便：為投資者提供更多投資選擇；吸引新的海外公司來港上市；及提升香港作為國際金融中心的競爭力和地位。香港會

²⁰ 香港會計師公會和特許公認會計師公會。

計師公會的回應較具警戒性，指雖然他們原則上並不反對香港交易所探討批准採用不同投票權架構公司上市的可行性，但考慮到香港股東對上市公司及其董事可採取的行動選擇有限，公會認為建議將對投資者保障及股東補償方面有很大影響，應全面仔細檢討。

律師行

65. 回應的律師行除了其中一家外，其餘全都支持在部分情況下批准企業使用不同投票權架構。例如，司力達律師事務所表示，香港受惠於高度發達的法律和監管制度，投資者受到保障，董事和大股東不能做出對本身或其關連人士有利但卻犧牲其他股東利益的行為。該律師事務所認為，具 A/B 股（不同投票權）架構的新申請人一般可融入香港現有法律和監管框架，香港投資者將會享有同等程度的保障，同時亦可自行選擇是否投資這種架構的公司。
66. 一家律師行(Davis Polk & Wardwell)沒有回應在部分情況下是否應批准企業採用不同投票權架構的問題。其回應僅涉及現有聯交所上市公司或尋求在聯交所上市的公司不應獲准採用不同投票權架構，是否主要因為香港沒有美式集體訴訟程序。他們的結論是，這不應該視作已在聯交所上市或尋求在聯交所上市的公司不應獲准採用不同投票權架構的主要原因。
67. 代表律師行的專業團體香港律師會亦回應了概念文件。他們認為應准許在適當情況下採用不同投票權架構。他們指出如沒有具長遠戰略的控股股東，簡單的「一股一票」架構可導致短視的行為，不大適合須集資以追求長期策略的新申請人。

上市公司

68. 以純數目而論，上市公司的回應平分三類。三家公司支持在部分情況（但不限於特殊情況）下採用不同投票權架構，三家支持只在特殊情況下採用不同投票權架構，三家在所有情況下均反對採用不同投票權架構。
69. 太古股份有限公司歡迎公開辯論不同投票權架構的優劣，並希望最終可令在聯交所上市的公司全面獲准採用不同投票權。他們承認公司也有不同投票權架構，即在聯交所上市的 A 股和 B 股兩類別股票，是 70 年代設置的安排。他們表示，不同類別股份是否應有不同投票權，概由公司股東通過協議（公司組織章程文件可資證明）決定。他們又表示，不同投票權架構的存在及後果須恰當披露，但只要恰當披露，他們不認為投資者會受到損害，因反對的大可選擇不投資。如反對者佔多數，他們指資金成本會上升，但這是市場而非監管方面須解決的問題。
70. 海通國際證券集團有限公司表示，根據概念文件所載的研究，在美國市場上市、採用不同投票權架構的公司包括多家規模龐大及質素優良的公司（如 Visa、萬事達卡、谷歌、Facebook 和 Groupon）。多家採用不同投票權架構的中資公司在美國市場上市後，股價已多次大幅上漲。這些例子也許能分別說明，不同投票權架構所牽涉的風險不一定就會導致企業管治不善或利潤減少／股價表現不佳。海通認為值得找出一個好方法，讓採用不同投票權架構的優質公司上市，同時列出條件盡量減少投資者與公司管理層之間的利益衝突以保障股東。
71. 長江實業（集團）有限公司表示，「一股一票」的原則應予維持，因這是香港許多有關投資者保障的企業管治常規背後的重要原則，也普遍認為是對股東公平和平等的措施。該公司指出，《上市規則》第 8.11 條容許不同投票權架構公司在「特殊情況」下上市；並要求聯交所給予指引，說明在充分顧及投資者保障以及維持現有上市發行人與新上市申請人之間公平競爭環境的重要性後，有甚麼因素可構成這樣的特殊情況。如果在特殊情況下批准不同投票權架構，上市申請人、投資大眾與現有上市發行人的利益必須平衡。同樣，鷹君集團有限公司亦表示，除非

是「極度特殊的情況」，否則「一股一票」應予維持，又指若有關上市計劃可為香港帶來顯著價值和利益，以及得財政司司長批准，聯交所應運用其酌情權個別考慮接受有關上市申請。

72. 中電控股有限公司是在所有情況下均反對不同投票權架構的上市公司。該公司表示，對投資者來說，公平對待所有股東具有根本的重要性。他們指，「一股一票」的結構仍然是促進良好企業管治的最佳方法，任何偏離這結構均可能危及少數股東利益，必須同時提供足夠保障予少數股東。他們相信，維持「一股一票」的結構符合香港作為國際金融中心對所有股東一視同仁的長遠利益。
73. 代表上市公司的專業機構香港上市公司商會就概念文件作出回應。他們也表示，「一股一票」原則應予維持，但亦指《上市規則》第 8.11 條容許不同投票權架構可在「特殊情況」及在聯交所規管下上市。他們認為，這樣做既可維持「一股一票」，有必要時又可保持靈活性，兩者之間可取得良好的平衡。他們認為，聯交所應按個別情況，以及只有在特殊情況下(但須提供指引說明何謂特殊情況)，方可批准不同投票權架構上市。他們還建議尋求財政司司長批准，以加強制衡。

投資經理

74. 純以數字計，投資經理對概念文件的回應分為支持在部分情況下接受不同投票權架構上市，與所有情況下均不接受不同投票權架構兩類。這些投資經理（沒有要求不具名者）的身份載於下表 2。

部分情況下接受不同投票權架構	任何情況均不接受不同投票權架構
翱騰投資管理(香港)有限公司	安本亞洲資產管理有限公司
中金香港資產管理公司	貝萊德
Norges Bank IM*	British Columbia Investment Management Corporation
Thai Hong Kong Investors Ltd	富達
不具名投資經理	Hermes Investment Management
不具名投資經理	道富亞洲有限公司
不具名投資經理	USS Investment Management Limited
不具名投資經理	不具名投資經理

* 建議只在特殊情況下接受不同投票權架構。

**表 2：投資經理：
對概念文件問題 1 可否接受不同投票權架構的回應意見**

75. 一不具名的投資經理表示，在其看來，香港大可在聯交所研究加設一些限制後容許不同投票權架構上市。其認為不同投票權架構的主要優點，在於公司可忠於創辦人的核心價值和目標，從而產生巨額股東回報。該投資經理指，不同投票權架構使公司在建設未來的時候，可毋須擔憂短線主導的股東迫使董事會及／或行政總裁更改公司方向。其又表示，增長快速的企業尋求首次公開招股時，或已曾進行一輪或以上股本融資，創辦人在公司的股權或已攤薄。若以不同投票權架構進

行首次公開招股，公司可進一步增長壯大而不影響管理層連續性及保留創辦人的願景。

76. 中金香港資產管理公司表示，當投資一家控股公司時，他們是根據該公司的業務及其管理團隊，作出一項主要是經濟上的投資，並知道要改變公司業務及其管理團隊，不論是單獨或與其他投資者一起，他們的影響力均很有限。他們認為這本質上與投資不同投票權架構的公司相同，從投資者權利的角度看，他們並不覺得身為不同投票權架構公司的投資者處境較差。此外，基於香港和中國內地投資者在應付控股公司及其風險方面經驗豐富，他們認為這些投資者有足夠能力評估不同投票權架構公司及相關風險。
77. 一名贊成在部分情況下批准不同投票權架構的不具名投資經理在回應中表示，一些中國內地公司選擇在美國市場而非香港上市或有各種各樣的原因，但可以推測，香港禁制不同投票權架構應對這些公司的決策過程中肯定起著重要作用。該投資經理表示，多樣性及選擇是自由市場的核心價值。香港是全球頂尖金融中心之一，推廣選擇自由及增加投資機會和產品將繼續是這個市場增長和發展的關鍵因素。該投資經理表示，「全盤」拒絕不同投票權架構似乎不符選擇和多樣性的重要原則，但與此同時，與多樣性相關的風險亦應評估和處理。
78. Norges Bank IM 建議聯交所保留現有《上市規則》，只在特殊情況下方容許公司使用不同投票權架構上市。他們表示，股東按其持股比例享有相等投票權，可確保少數股東擁有一定影響力，在大多數情況下，還可減少利益衝突的可能性。不過他們承認世界各地法律、傳統和常規各有不同。他們雖然提倡平等對待股東及股東享有平等權利，但如不同股東組別均確信不同權亦顯然帶來好處，他們亦可接受不同權。因此，他們認為不同投票權架構公司的董事會應就支持不平等待遇的假設定期進行測試。
79. 大型投資經理富達在回應中表示反對引入不同投票權，並認為公司不應獲准引入這制度，理由是這種架構有可能減低控股股東與少數股東之間的利益趨同，在香港這樣一個自由流通股份甚低的市場中削弱了一項重要的「軟性」保障。此外，富達又指，在不同投票權架構下，股東集體監督管理層及與管理層溝通的誘因亦大減，因屆時少數股東再無有意義的方法影響重要決定的結果。另一家大型投資經理貝萊德的回應稱，聯交所任何情況均不應准許企業使用不同投票權架構。貝萊德表示，「一股一票」是重要的股東保障，必須在聯交所的上市要求中保留。貝萊德不支持引進任何形式的不同投票權，指這機制會進一步損害香港上市公司的少數股東。他們認為，若與香港市場的其他特點一併考慮，引進不同投票權將降低香港對少數股東和外國投資者的吸引力。
80. 代表投資經理提交回應的四個專業團體中，兩家（ACGA²¹，及不希望具名、代表投資管理公司的一家本地協會）各自提出了實質性的回應，列明不同投票權架構為何會危害香港市場。概念文件刊發之前，ACGA曾於2014年4月15日公布其就此課題進行的會員調查結果總結，ACGA的回應意見載有該總結²²。ACGA表示，該調查的受訪者包括54家在香港市場有大額投資的ACGA機構投資者會員。ACGA指，調查的主要結果得出的結論之一，是公平對待所有股東對香港市

²¹ ACGA的成員包括在亞洲營業或涉足亞洲的100多家全球及地區性退休金和投資基金、金融機構、上市和非上市公司、律師和會計師事務所、商業協會和教育機構。

²² 調查的連結：

http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Survey_Alibaba_and_Non-standard_Shareholding_Structures_April2014.pdf

場的機構投資者仍然具有根本重要性。他們的調查稱，若然非標準的股權結構變得普遍，投資者對香港市場的估值或會給予平均 13% 左右的折讓。ACGA 表示，這樣的結果將對香港作為國際金融中心的長遠定位造成極大損害。反對不同投票權架構的投資經理（見表 2）中，有三名表示支持 ACGA 的回應或在本身的回應中隨附 ACGA 的回應。

81. 另一方面，第三個專業團體——代表香港私募股權管理人的香港創業及私募投資協會則支持批准使用不同投票權架構，以使其會員投資的公司可有更多優質的上市地點選擇。第四個專業團體——全球對沖基金協會 AIMA 表示，作為指導原則，流動性、透明度和良好的企業管治均是健康的資本市場的重要元素，但香港市場是否適宜接受不同投票權架構，該會並無提出意見。

管理資產值

82. 聯交所分析諮詢文件的回應時，向來不以所管理資產值的多寡去區分「投資經理」，因為我們認為一家機構的全球資產規模並不代表我們要更重視其論點或意見。這做法亦會令我們處理代表團體（這類團體的會員數目和類別可以差別很大）時產生問題。
83. 但為了透明度，我們還是要指出：全球管理資產值偏高的投資經理的大部分回應均認為，聯交所任何情況均不應批准不同投票權架構。那些支持在部分情況下批准不同投票權架構的多是本地公司，主要投資香港市場，所管理資產值較小。

代表投資經理的專業團體

84. 我們過去的做法是將專業團體自成一組，而沒有逐一歸入其他分類。不過，上文第 80 和 81 段也摘述了會員主要是投資經理的專業團體的意見。

香港交易所參與者

85. 我們收到三份來自香港交易所參與者的回應。其中一份支持聯交所進一步研究批准公司採用不同投票權架構，但另外兩份則認為聯交所任何情況均不應批准公司採用這種架構。
86. 來自代表香港交易所參與者的專業團體的四份回應也反對採用不同投票權架構²³。譬如香港證券及期貨專業總會表示其會員強烈反對，而列舉的原因之一是，這可能意味著持有不同投票權架構公司過半數股權的人士也不能委任董事挑戰公司管理層，但前大股東卻可套現大部分股份而仍持有公司控制權。他們還認為，如果股東權益被削，投資者將不願參與香港市場，而批准不公平架構公司在香港上市將損害香港的聲譽，窒礙其經濟發展。
87. 香港證券業協會擔心接納不同投票權架構有違公平及平等對待所有股東的原則及減少投資者保障，並表示若干制衡機制（如集體訴訟）只適用於美國投資者而非香港上市公司。

專業團體

88. 專業團體組別的回應摘要（並按團體會員數目排列）載於下文表 3。

²³ 香港證券業協會、香港證券及期貨從業員工會、香港證券及期貨專業總會及證券商協會有限公司。

部分情況下接受不同投票權架構	任何情況均不接受不同投票權架構
特許公認會計師公會（170,000+ 會員）	證券商協會有限公司（2,000+ 會員）
香港會計師公會（35,000+ 會員）	香港證券業協會（1,000+ 會員）
香港律師會（8,500+ 會員）	香港專業及資深行政人員協會（600+ 會員）
香港財經分析師學會（6,000+會員）*	香港證券及期貨從業員工會（600+ 會員）
香港董事學會（2,000+ 會員）	亞洲公司治理協會（100+ 會員）
英國總商會（1,200+ 會員）	不具名經紀組織
香港創業及私募投資協會（300+ 會員）	不具名投資經理組織
香港投資者關係協會（280+ 會員）	
香港上市公司商會（200+ 會員）*	
公共專業聯盟（100+ 會員）	
證券登記公司總會有限公司（20+ 會員）	
不具名專業團體	

* 建議只在特殊情況下接受不同投票權架構。

**表 3：專業團體：
對概念文件問題 1 的回應**²⁴

89. 與另一類別回應人士有密切關係的專業團體已於上段提及。部分專業團體不輕易歸入另一類別的回應人士，當中英國總商會、證券登記公司總會、香港董事學會、香港投資者關係協會及公共專業聯盟全部支持在部分情況下批准採用不同投票權架構。
90. 以香港董事學會為例，該會指出雖然會員中反對聲音很大，但該會認為在部分情況下公司應獲准採用不同投票權架構。該會質疑，在香港很多上市公司已受到嚴密控制情況下，「一股一票」是否還有實際效用，並指出全面禁止所有分開擁有權和控制權的措施（譬如投票協議）並非有效率的做法。該會還認為對公司不滿的股東應有「用腳投票」的權利，因此不同投票權架構公司股份的流通性很重要。公共專業聯盟表示不會支持不同投票權架構，除非有足夠保障保護所有大小股東。
- 個人**
91. 最明顯反對不同投票權架構的有兩類個別回應人士，分別為散戶投資者及香港交易所參與者僱員。這些類別的回應人士幾乎全部是在所有情況下均反對不同投票

²⁴ 表內所示會員數字來自回應意見所載資料或相關專業團體網站刊發的資料。三個專業團體對概念文件問題 1 並無表達“贊成”或“反對”的意見。

權架構。這些個別人士大部分都是原則上反對，沒有詳細解釋意見。

92. 維權股東兼獨立評論員David Webb先生表示，其網上請願已收集 349 個簽名，支持保留「一股一票」²⁵。David Webb先生還詳論接納不同投票權架構可帶來的實際問題。他表示，控股股東股權與投票權的比例若不相符，控股股東就傾向透過高價收購、低價出售、持續供應或銷售商品及服務又或給予自己特高的董事酬金等等途徑圖謀個人利益。David Webb先生還指不同投票權架構將會：助長更多內幕交易出現；讓控股股東得以迴避《收購守則》內的自由增購率條文；並容許控股股東以較低價將公司私有化。

意見理據

贊成接納公司採用不同投票權架構的論點摘要

93. 贊成容許公司以不同投票權架構上市的回應意見有以下理據(按提出次數多寡排列)。(a)及(b)項原因最多提及，在回應意見中提出的次數大致相等：
- (a) 通過確保設有適當保障措施，減輕不同投票權架構的潛在風險，可以在上市申請人的目標與投資者保障之間取得平衡。
 - (b) 為了香港的全球競爭力，讓香港可維持其領先國際金融中心的地位，不同投票權架構應予接受。
 - (c) 不同投票權架構有助確保公司上市後管理層的連續性。如在聯交所申請上市前已經過多輪股權融資，創辦人原有的持股已被攤薄，這項功能或有必要存在。
 - (d) 容許公司以不同投票權架構上市可增加聯交所上市公司選擇的多樣性。聯交所一直未能吸引眾多資訊科技公司及社交媒體公司，這些公司傾向以不同投票權架構在美國上市。
 - (e) 大部分聯交所上市公司均由單一名股東或一批股東控制。如實際結果相同，控制的方式如何並不重要。香港現有監管框架就是為了解決控制人的潛在舞弊(如「價值轉移」)而制定。
 - (f) 若中國企業因採用不同投票權架構而無法在香港上市，使香港投資者須求諸於其他或間接渠道方可投資這些股票，情況絕非理想。香港機構投資者在這些公司的首次公開招股中獲分配股份的機會較少，香港散戶投資者更加根本沒有機會。此外，香港投資者投資海外上市企業不享有香港法律和監管制度的保障。

反對接納公司採用不同投票權架構的論點摘要

94. 反對容許公司以不同投票權架構上市的回應意見有以下理據(按提出次數多寡排列)。這些回應意見大部分是原則上反對不同投票權架構(直接見下文(a)項原因)：
- (a) 原則上，經濟風險與投票權不應分開。兩者分開並不公平，控股股東與少數股東的利益會出現錯配。這可導致增加控制股東利用本身地位在公眾股

²⁵ 這些簽名可於 David Webb 先生的網站上瀏覽：<http://webb-site.com/codocs/1share1votePetition.pdf>。

東承擔不成比例的代價下，從公司提取私人利益（例如透過高價收購或低價出售）的風險。

- (b) 美國與香港的整體監管和法律制度並不可比。與香港不同，在美國，律師可勝訴時始收費，股東又可發起集體訴訟，集體採取法律行動向公司索賠。
- (c) 「一股一票」的原則可視為競爭優勢。香港沿用這原則三十年，一直運作良好，超過 1,500 家公司按這原則成功上市。若這原則受到損害，香港對少數股東和外國投資者以及優質上市申請人的吸引力可能減少。
- (d) 不同投票權架構可被用作反收購工具以鞏固現有管理層、令股東不能盡享戰略或財務合併的利益。
- (e) 股東監督管理層及與管理層溝通的集體動力或會減少，因少數股東再無有意義的途徑去影響重要決策的結果。
- (f) 容許公司以不同投票權架構上市將令事情變得複雜，投資者將較難確定潛在投資的確實價值。這或會令散戶投資者於整體市場的參與減少，使當中部分人士有更大機會誤判相關風險。

新證據

- 95. 大體上，回應人士沒有提出新的證據來支持或反對使用不同投票權架構²⁶，但以下提及的回應人士在他們各自提交的意見中提供了以下資料。
- 96. 香港律師會提供了有關美國證券集體訴訟類型的數據，目的在表明這些訴訟通常不是用以解決管治問題中最有可能因不同投票權架構而引起的問題（見第 146 段）。
- 97. ACGA 報道了 2014 年 11 月在其周年大會舉行的辯論結果，當中 63% 的票數反對概念文件有關接受不同投票權架構的建議（21% 贊成，16% 沒有決定）。
- 98. 金融服務培訓機構香港證券及投資學會向我們報告了其會員調查。調查顯示，71% 的受訪者有興趣投資或會考慮投資不同投票權架構的股票，66% 認為不同投票權架構的主要涵義在於該架構會損及少數股東權益，66% 希望不同投票權架構設有限制。
- 99. 貝萊德表示，其分析顯示選擇在美國上市的中國內地企業在美國上市的原因各有不同，最顯著的原因是作為「外資私人發行人」，他們可遵守較寬鬆的企業管治及申報要求，而非因為容許他們採取不同投票權架構。

定量分析

- 100. 所有回應均回答了概念文件的問題 1。過半數²⁷表示，聯交所在部分情況下應容許公司使用不同投票權架構。略低於半數的回應²⁸表示，聯交所任何情況均不得

²⁶ 我們在諮詢期內另外獲悉，在《世界銀行 2015 年報告》中，投資者保障方面香港排名第二，美國排名二十五。據概念文件所載，在《世界銀行 2014 年報告》中，投資者保障方面香港排名第三，美國排名第六。美國排名下降是因為世界銀行使用的考量方法有變。新的方法計及新的投資者保障指標（但與不同投票權架構無關，譬如自動優先權），而美國在這些指標的得分甚低。

²⁷ 104 個獨特回應中的 56 個。

²⁸ 104 個獨特回應中的 40 個。

接受公司使用不同投票權架構。部分回應²⁹就問題作出評論，但無表示支持或反對。

總結

101. 支持及反對使用不同投票權架構的回應人士均認為，這些架構可增加投資者保障方面的風險，主要是控股股東利用本身地位在公眾股東承擔不成比例的代價下，從公司提取私人利益的風險。不過，對於可否制定足夠保障減輕這些風險，支持者和反對者意見不一。不同投票權架構的支持者相信增加的風險可透過加強保障加以制衡。這些保障措施可包括美國上市發行人自願施加的任何或全部限制（見第 130 段），亦可包括加強其他防止「價值轉移」的《上市規則》條文。
102. 接受不同投票權架構對香港市場來說將帶來競爭優勢與否，支持者和反對者的共通點較少。支持者指，如香港繼續將不同投票權架構的上市限於「特殊情況」，很大數目的中國內地企業上市或會放棄香港而改赴美國及其他司法管轄區，而部分棄港的公司可能是中國內地知名度最高及增長最快的品牌。反對不同投票權架構的人士反對的部分理由是高標準的投資者保障可以是競爭優勢，因為願意奉行高標準的公司股價會較高，可以吸引公司上市。以 ACGA 調查的受訪者為例，他們表示若非標準的股權結構變得普遍，投資者或會對香港市場的股價平均給予 13% 左右的折讓。
103. 在此競爭力的問題上，聯交所並不認為這兩種論點互相排斥，也不同意個別公司實施不同投票權架構，若設適當防護及保障措施，將導致香港整體市場聲譽下降。投資者應可根據個人和獨特風險及收益準確計算一項投資的價格，當然有關資料必須充分披露。如整體市場聲譽風險確實需要關注，確保只有符合高資格標準的公司方可採用不同投票權架構上市當可舒緩這類風險。如第 180 段所述，聯交所將尋求在第二階段諮詢過程中，與持份者對此作進一步討論。
104. 經考慮概念文件的回應意見後，聯交所的結論是，整體而言，市場支持聯交所就不同投票權架構是否可接受而提出的《上市規則》修訂建議進行第二階段諮詢。這是基於聯交所相信其可引入措施減輕不同投票權架構的潛在風險，以及其有能力推出設有所需投資者保障的制度。我們相信，這些保障可透過《上市規則》執行，而毋須修改法律（見第 144 至 150 段）。

餘下的問題，只有認為某些情況下應可接受公司採用不同投票權架構的回應人士需要回答。

問題 2(a)及(b)

聯交所應否容許以下公司採納不同投票權架構：(a) 所有公司，包括現已上市公司；或 (b) 僅限於新申請人？

²⁹ 104 個獨特回應中的 8 個。

定性分析

按回應人士的性質分析

105. 大部分市場從業人士及專業團體支持不同投票權架構僅限於新公司。大部分上市公司贊成接受所有公司採用不同投票權架構。大部分個別回應人士不就此問題作出評論。作出評論的人士中，稍多贊成僅限於新公司。

意見理據

106. 回應人士指批准上市發行人實行不同投票權架構將不公平地降低及限制了現有股東的權益。他們認為實行不同投票權架構後，普通股東持有股票的相對價值和投票權將低於重組前。
107. 相反，新申請人上市時，新申請人並無公眾股東。因此，回應人士認為公眾股東的權益不會因實行不同投票權架構而被不公地降低及受到限制。在首次公開招股中認購股份的人士認購股份時完全知悉不同投票權架構的存在及條款以及任何相關風險。
108. 一份代表四名中資保薦人公司的回應意見表示，不同投票權架構較適合發展初期的公司，創辦人可藉此維持對公司的控制及確保公司盡展所長。他們表示不同投票權架構提供的高級投票權應隨公司變得成熟而減少。現有上市公司較成熟，因此並不適宜採用不同投票權架構。
109. 回應人士普遍支持一般性的反迴避條文，以防止現有上市公司規避禁止其採用不同投票權架構的規則。不過，部分人士贊成容許上市公司除牌後再以不同投票權架構重新上市，或分拆公司以不同投票權架構上市，前提是須為少數股東設立足夠保障，如偏高的股東批准界線（如 75%）及少數票數（如 10%）也可否決建議等。

定量分析

110. 大部分贊同的回應回答此問題³⁰。大部分回答此問題的意見表示聯交所應僅接受新申請人以不同投票權架構上市。部分表示所有公司均應獲准採用不同投票權架構。³¹

總結

111. 經考慮回應意見後，聯交所的結論是，不同投票權架構應僅限於新申請人採用，理由如第 106 至 107 段所述，而在《上市規則》中制訂反迴避條文當可防止於本文件日期時已上市或其後上市的公司規避此限制。

問題 2(c)(i)及(ii)

聯交所應否僅容許來自個別行業的公司（例如資訊科技公司）或「創新型」公司採納不同投票權架構？

定性分析

按回應人士的性質分析

112. 所有作出評論的上市公司及大部分作出評論的市場從業人士及專業團體均不同意僅容許個別行業的公司或「創新型」公司採納不同投票權架構。就此問題作出評論的個別人士中，則大部分同意不同投票權架構僅限於個別行業的公司或「創新型」公司。

意見理據

113. 回應人士表示，其他行業（如媒體及時裝）的公司常採用不同投票權架構，而「創新型」也非個別行業獨有。部分人士認為若只限於個別行業（例如資訊科技）僅能解決短期問題。日後香港亦可能在爭取其他行業的公司上市面臨競爭壓力。許多回應人士亦指出分類的潛在問題。他們表示聯交所的行業分類多數高度主觀及武斷。此外，部分公司亦可能在很多不同行業有業務，很難將他們標籤為某個類別。

定量分析

114. 大部分贊同的回應均有回答此問題³²。大部分回答此問題的意見均表示聯交所不應僅容許個別行業或「創新型」公司採納不同投票權架構。少數回應意見（大部分為個別人士）贊成有此限制。³³

³⁰ 56 個贊同的回應意見中的 45 個。

³¹ 56 個贊同的回應意見中的 11 個。

³² 56 個贊同的回應意見中的 35 個。

³³ 56 個贊同的回應意見中的 9 個。

總結

115. 經考慮回應意見後，聯交所的結論是不同投票權架構的採用不應限於個別行業或「創新型」公司，理由如第 113 段所述。

問題 2(c)(iii)

聯交所應否僅容許符合其他具體預設特徵的公司（譬如規模或歷史）採納不同投票權架構？

定性分析

按回應人士的性質分析

116. 贊成不同投票權架構僅限於符合具體預設特徵的公司者，主要是市場從業人士、上市公司及專業團體。大部分提供意見的個別人士亦贊同此限制。

意見理據

117. 許多回應人士認為不同投票權架構的公司市值應較大，監管合規紀錄應長期保持良好。部分人士強調不同投票權架構的公司須有廣泛分散的股東基礎，股份買賣須高度流通，股東如認為不同投票權架構的相關風險高於投資價值，其可輕易離場。
118. 部分回應人士建議申請以不同投票權架構上市的公司應有具說服力的理據說明為何採用這種架構。他們表示，申請人應能根據其個別情況說明其需要這種架構的原因，並解釋為何不選用傳統的架構。

定量分析

119. 幾乎半數的贊同回應均回答此問題。³⁴回答此問題的人士多數³⁵贊同聯交所容許符合具體預設特徵的公司採納不同投票權架構，而部分³⁶則不同意此限制。

總結

120. 經考慮回應意見後，聯交所的結論是不同投票權架構的公司應有若干預設特徵，並須符合較高的資格標準。這將減輕回應人士擔憂接受不同投票權架構在香港將變得普遍及可能損害香港市場聲譽繼而競爭力的疑慮（見第 175 段）。

問題 2(d)

聯交所應否只有在現行《上市規則》第 8.11 條准許的「特殊情況」下方批准採納不同投票權架構？

³⁴ 56 個贊同的回應意見中的 26 個。

³⁵ 56 個贊同的回應意見中的 20 個。

³⁶ 56 個贊同的回應意見中的 6 個。

定性分析

按回應人士的性質分析

121. 贊同按「特殊情況」條文批准不同投票權架構公司上市的回應者計有兩名市場從業人士、三分一的上市公司及兩個專業團體。很少個別人士就這問題作出評論。就這問題作出評論的個別人士均贊同使用「特殊情況」條文。
122. 反對保留「特殊情況」條文的主要是市場從業人士。

意見理據

123. 贊同「特殊情況」條文限制的人士表示，聯交所應否批准公司以不同投票權架構上市，應按個別情況考慮並由上市委員會酌情作出決定，而有關公司的上市須為香港帶來顯著價值及好處。兩份回應意見（來自鷹君集團有限公司及香港上市公司商會）建議財政司司長在這些情況下批准有關公司上市。
124. 反對保留「特殊情況」條文的人士表示，25 年來，此條文一直被視為全面的禁制，因此保留此條文不會增加不同投票權公司上市的機會。這些回應人士表示，此條文有礙制定清晰的不同投票權公司資格準則，令這些公司成功申請上市的機會出現不確定性。
125. 四份回應意見贊同取消「特殊情況」條文，除非可給予聯交所彈性批准不符若干不同投票權公司資格準則的公司上市（譬如非 A/B 股架構的公司）。

定量分析

126. 約三分一的贊同回應回答此問題³⁷。半數回答此問題的人士表示聯交所只可在「特殊情況」下批准不同投票權架構，半數不同意。

總結

127. 經考慮回應意見後，聯交所的結論是不應該僅在「特殊情況」下批准不同投票權架構公司上市。我們同意回應人士指此條文長久以來有效禁止不同投票權架構公司上市。我們亦同意即使在「特殊情況」的意思上提供更多指引，保留此條文仍會為計劃上市的公司帶來太多不確定性。
128. 聯交所亦認為不宜為了提供彈性讓聯交所可批准不符若干不同投票權架構資格準則的公司上市而保留「特殊情況」條文，因為聯交所有能力亦會保留有關能力在個別情況下根據《上市規則》第 2.04 條豁免公司遵守資格準則。有關豁免可按常根據公司情況給予。

問題 3

如上市公司採納在股東大會享有不同投票權的雙類別股權架構，聯交所應否規定實施美國對該等架構所應用的任何或全部限制，或增加其他額外限制或以其他限制取替任何限制？

³⁷ 56 份贊同的回應意見中的 18 份。

定性分析

按回應人士的性質分析

129. 回答此問題的大部分類別的回應人士多數贊成施加概念文件所述的一項或以上的保障措施。
130. 以下為概念文件所載的限制中接獲回應人士最多支持的各项限制（按支持度排列）：
- (a) 轉讓限制 — 多重投票權股份轉讓予原持有人之非聯屬人士時失去高級投票權；
 - (b) 創辦人或其他人士須持有最低持股量 — 如受益人持有少於特定比例的公司股權，將失去高級投票權。回應人士對適當的持股量界線並無共識。
 - (c) 日落條款 — 在預設的未來日期失去高級投票權。
 - (d) 股東投票 — 獨立股東投票後失去高級投票權。
 - (e) 創辦人（不同投票權架構的受益人）持續積極參與公司的管理。
 - (f) 每股投票權數目上限 — 持有人每股可投票數設有上限。
131. 部分回應人士亦建議規定不同投票權架構公司的董事會須有較大比例的獨立非執行董事。³⁸ 回應人士提及的其他限制包括：更嚴格的股份禁售規定、偏高的買賣單位、將《企業管治守則》的要求升級及限制上市後再發行高級投票權股份等。

意見理據

132. 支持概念文件所載限制的回應人士表示，這些限制可從企業管治方面適當制衡不同投票權架構，因此有其必要。
133. 少數反對實行強制限制的人士指，這些限制在美國屬自願性質。他們表示，這些限制應由公司與初期的機構投資者商議。如不同投票權架構的性質及有關限制均全面披露，投資者可據此衡量有關投資的價值。
134. 兩名回應人士（富而德及中金香港資產管理公司）採中間路線，表示聯交所應實行強制性的限制，但亦應享有高度彈性，可豁免限制及按個別情況引入額外責任確保投資者獲得保障的同時，又不會對發行人造成過份繁瑣的限制。

定量分析

135. 大部分贊同的回應均有回答這問題³⁹，當中大部分意見表示聯交所應規定不同投票權架構公司須受限於概念文件所載有關雙類別股權架構的部分或全部限制以及其他限制⁴⁰。少數回應意見反對強制性的限制，並認為概念文件所載的限制應自願採納，如同在美國上市的不同投票權架構公司一樣。⁴¹

³⁸ 56份贊同的回應意見中的7份。

³⁹ 56份贊同的回應意見中的46份。

⁴⁰ 56份贊同的回應意見中的38份。

⁴¹ 56份贊同的回應意見中的8份。

總結

136. 經考慮回應意見後，聯交所的結論是不同投票權架構公司應強制遵守第 130 段所列的多項限制及可能還有的其他限制。這將減輕不同投票權架構公司支持者和反對者對這些架構增加投資者保障方面風險的憂慮。

問題 4

應否容許其他的不同投票權架構？如是，又應是哪些及在甚麼情況下？

定性分析

按回應人士的性質分析

137. 就此問題作出評論的所有上市公司及大部分市場從業人士及專業團體均支持雙類別股權架構公司上市。反對意見來自部分市場從業人士及一個專業團體。幾乎所有個別人士的回應者對此問題均無意見。

意見理據

138. 回應人士認為如其他的不同投票權架構達到與雙類別股權架構大致相同的結果，這些架構原則上應予批准，這當中要視乎有關的不同投票權架構、其影響及風險等是否獲全面披露。一位回應人士司力達律師事務所表示，若香港投資者保障機制是否適用於某種不同投票權架構並不明確（例如可能不屬於收購委員會規則所界定的「控制」涵義），可規定公司提供詳盡分析及補救（如透過組織章程細則）。⁴² 部分回應人士亦贊同專門設計投資者保障措施以適應不同架構。

定量分析

139. 剛超過一半的贊同回應回答此問題⁴³。大部分表示聯交所不應為可批准的不同投票權架構類別設限。⁴⁴ 少數回應表示，只有採用雙類別股權架構的不同投票權架構公司方可獲准上市。⁴⁵

總結

140. 經考慮回應意見後，聯交所同意，若然兩種不同投票權架構形式的結果相同，批准一種而禁止另一種並不合理。
141. 話雖如此，那些通過數類股份提供不同投票權的架構更容易融入香港現行法律及監管框架（包括《上市規則》及《收購守則》），若無其他有力的因素，這應該是引進不同投票權架構的最理想方法，因香港的法律及監管框架主要建基於假設公司的控制權是透過股份附帶的投票權於股東大會上行使。
142. 以股份為基礎的不同投票權架構可賦予很穩健的控制形式。譬如，傳統雙類別股

⁴² 《海外公司聯合政策聲明》載有相同方針，以確保海外公司須遵守等同香港的股東保障措施。

⁴³ 56 份贊同的回應意見中的 32 份。

⁴⁴ 56 份贊同的回應意見中的 27 份。

⁴⁵ 56 份贊同的回應意見中的 5 份。

權架構的受益人可以左右股東大會及董事會上的決策。這是因為每股多於一票的人士通常可確保股東大會上所有他們可投票的普通決議(包括選舉他們提名的人選為董事會董事)均獲通過。

143. 不過,也可能會有公司實施給予股權較少權利及受較多限制的不同投票權架構。譬如,以股份為基礎的不同投票權架構可以只賦予董事會提名董事的權利,而非給予能在股東大會上行使的全面高級投票權。這種不同投票權架構可適應香港現有法律及監管機制,須額外遵守的監管限制也多會因應股東權利相對弱勢而少些。

問題 5

閣下是否認為,香港若要容許公司採用不同投票權架構,必要修改其企業管治及監管架構?

定性分析

按回應人士的性質分析

144. 市場從業人士在這問題上分正反兩派,每個類別正反均有支持者。就此問題作出評論的大部分專業團體、上市公司及香港交易所參與者均支持更改法律及監管框架。大部分回答的個別人士均贊同改變。

意見理據

145. 反對更改企業管治和監管框架的回應人士表示,香港擁有高度發達的法律及監管制度,投資者享有保障,可免受董事及大股東為本身或其關連人士圖利而犧牲其他股東利益所影響。這些回應人士指關連交易規則、收購委員會規則及董事誠信責任已足以保障投資者。他們亦指證監會在法例下擁有代股東尋求補償所必需的權力,也曾在多宗觸目的個案中運用這權力。
146. 部分回應人士認為,集體訴訟機制是容許公司以不同投票權架構上市的主要先決條件。其他回應人士則質疑集體訴訟機制是否與此相關。這些回應人士指,在美國,集體訴訟個案多數用以為資料披露事宜(譬如在註冊報表中提供虛假消息、未有在公開紀錄中披露重要的不利資料等)尋求補救,而非為不同投票權架構可能引起的控制權濫用問題而提出。此外,部分人士亦擔心一旦實行集體訴訟機制,就瑣碎個案進行訴訟的機會也會較大。

定量分析

147. 大部分贊同的回應均回答這問題。⁴⁶大部分回應指香港的企業管治及監管框架有必要改變以批准公司以不同投票權架構上市。⁴⁷這些回應指《上市規則》(如那些規管披露及/或關連交易的規則)及/或《收購守則》或有必要修改。少量回應⁴⁸指引進集體訴訟機制是公司以不同投票權架構上市所必要的先決條件,但雙

⁴⁶ 56份贊同的回應意見中的45份。

⁴⁷ 56份贊同的回應意見中的28份。

⁴⁸ 28份認同修改有其必要的回應意見中的5份(兩家律師行、兩家投資經理及一個專業團體)。

倍數目的人士指不需要。⁴⁹

148. 但也有不少回應人士不同意必須改變香港企業管治及監管框架。⁵⁰

總結

149. 經考慮回應意見後，聯交所的結論是其他《上市規則》條文及可能還有《收購守則》有必要作出修訂以容許公司以不同投票權架構上市。聯交所已全盤檢討《上市規則》，並將在第二階段的諮詢過程中提出《上市規則》修訂建議。聯交所將透過證監會或與證監會一起，再次諮詢收購委員會有關對《收購守則》作出所需修訂的適當路向。
150. 聯交所不認為集體訴訟機制是接受不同投票權架構所需的先決條件，理由如第146段所述。

問題 6(a)

對於採納不同投票權架構的公司，閣下可有任何其他意見或建議？

概念文件表明不擬探討將創業板重新定位或為不同投票權架構的公司設立專業（或其他）板塊等較廣泛議題，但表示會考慮市場就概念文件所提交的任何意見，包括讓不同投票權架構的公司，在創業板、其他專供特定行業或符合特定特徵的公司上市的獨立板塊又或專業板上市，的接納程度或合適性方面的意見。

定性分析

按回應人士的性質分析

151. 反對這概念特別強烈的是市場從業人士及專業團體。上市公司在這問題上正反意見各半。個別人士回應者大部分對此問題並無意見，提出意見的正反各半。

意見理據

152. 回應人士指修改《上市規則》以容許不同投票權架構上市，原是要吸引優質公司捨棄其他上市地來港上市。要這些公司在其他板塊上市意味其比不上主板公司，反弄巧成拙。
153. 一名回應人士（香港董事學會）表示，如不同投票權架構公司在其他板塊上市，股份流通量會減少，不滿的投資者較難離場。另一回應人士（富而德）表示，過去一直無需要為特定類別上市公司另創其他板塊，現在也不見得有何理由要作出改變。
154. 與其使用其他板塊，許多回應人士更支持透過股份代號前加上特定數字及／或股份名稱前加上標記（如「X」），來將不同投票權架構公司與其他公司劃分開來。

⁴⁹ 28份認同修改有其必要的回應意見中的10份。

⁵⁰ 56份贊同的回應意見中的17份。

定量分析

155. 大部分贊同的回應回答此問題。⁵¹大部分不同意不同投票權架構公司在創業板、其他板塊或專業板上市。⁵²

我們的意見

156. 經考慮回應意見後，聯交所的初步意見是不同投票權架構的公司不應在創業板、其他板塊或專業板上市，理由如第 152 及 153 段所述⁵³。聯交所的初步意見是，這些公司應以其他方法（比如在股份名稱加上標記）區別開來。

問題 6(b)

對於海外公司申請以不同投票權架構在聯交所作首次上市或來港作進一步主要或第二上市的可能性，閣下可有任何其他意見或建議？

概念文件表示我們傾向將應否接受海外公司採用不同投票權架構上市的具體問題納入日後諮詢的一環，屆時才對海外公司的上市機制作出全盤檢討，故概念文件不擬就此問題徵詢具體意見。然而，我們會聆聽回應人士擬在這方面提出的意見。

定性分析

157. 若第二上市的公司已於擁有可信監管標準的市場上市，回應人士贊同給予第二上市公司更大彈性採納不同投票權架構。不過，一份來自四家中資保薦人公司的回應指，聯交所應重新考慮是否提供所有自動豁免予採納不同投票權架構的第二上市公司。

定量分析

158. 五分一的贊同回應回答此問題。⁵⁴大部分認為海外公司須跟其他公司一樣遵守相同的有關不同投票權架構的《上市規則》條文。沒有回應人士贊同將不同投票權架構僅限於第二上市公司。

我們的意見

159. 經考慮回應意見後，聯交所的初步意見是不同投票權架構的採納不應僅限於海外

⁵¹ 56 份贊同的回應意見中的 40 份。

⁵² 56 份贊同的回應意見中的 30 份。

⁵³ 我們知道概念文件中餘下的問題只需認為某些情況下應可接受不同投票權架構的回應人士回答，包括不同投票權架構的公司應否在創業板、其他板塊或專業板上市的問題。如上文所述，我們初步的意見是這方面的支持很少，但我們仍打算在第二階段的諮詢中再就此事宜尋求進一步意見。

⁵⁴ 56 份贊同的回應意見中的 12 份。

公司。

問題 7

對於不同投票權架構，閣下可有任何其他意見？

160. 回應人士回答此問題時一般提出的均是本文件或概念文件中已有所述的論點。
161. 一名不具名的投資經理、富而德及畢馬威會計師事務所要求聯交所重新審視其禁止「業務重心」在大中華區的公司在香港第二上市的規定。這規定現載於《海外公司聯合政策聲明》第 94 及 95 段。聯交所計劃在有關不同投票權架構的第二階段諮詢中就此尋求意見（見第 181 至 184 段）。

第四章：議題

簡介

162. 從概念文件的回應意見可見，支持容許不同投票權架構的人士大部分並不支持所有公司在所有情況下均可使用，聯交所亦如是。就此提出了大量不同的意見及建議。為此，這不會見於聯交所第二階段諮詢的建議。
163. 此外，於 2015 年 3 月 19 日的證監會傳媒聚會上，證監會行政總裁清晰縷述了其認為就任何明確建議變更而進行的任何第二階段諮詢所必須回應的關鍵問題（其發言全文見附錄三（原文只備有英文版））。因此，制定第二階段建議作公開諮詢時，聯交所將探討如何處理概念文件的回應意見及證監會所提出的議題。
164. 我們現以概要方式將其中若干議題及聯交所的初步概念一一列出，讓市場對我們現時的方向及想法有所了解。在因應市場意見而調整第二階段建議後，這些想法或會有變或加以調節。

規限

僅限於新公司

165. 基於概念文件的回應意見，我們預期任何第二階段建議會將不同投票權架構限於首次在聯交所尋求上市的新公司。衍生的問題是如何確保現已上市公司不會設法規避，譬如重新註冊成立又或進行其他重組、分拆、反收購或其他的公司行動。因此，我們會制定適當的「反規避」措施，並就此諮詢市場。

公司類別

166. 按照概念文件的回應意見，明顯並不支持容許所有新公司均可以不同投票權架構在聯交所上市。然而，回應人士一般不贊成將不同投票權架構局限於任何個別行業又或所謂的「創新型」公司。取而代之，整體回應人士傾向支持以其他具體預設特徵（譬如公司規模）加以規限。
167. 部分回應概念文件的人士建議，申請以不同投票權架構上市的公司應有令人信服須實施該架構的理據。回應人士指，申請人應可基於其個別情況解說需要有關架構的原因，並解釋為何不採用傳統架構。
168. 將不同投票權架構規限於某「公司類別」的確切界限將因應市場回應而制定。須留意的是，就此制定完全明確界限測試不大可能亦不應該，另聯交所及證監會亦必須在若干原則及規則的基準上保留若干酌情權及判斷。

保障措施

可容許的不同投票權架構

169. 概念文件的回應人士大部分認為，容許不同投票權架構不應限於雙類別股權架構。然而，正如部分人士所提出，特別是 David Webb 先生（見第 92 段），只透過公司組織章程文件授予不同投票權的不同投票權架構對《收購守則》產生更多令人關注的事宜。聯交所預期進行第二次諮詢時，將透過證監會或與證監會一起，就不同的不同投票權架構在《收購守則》下的涵意更全面諮詢收購委員會的意見。

投票權範圍限制

170. 對概念文件所述美國上市公司以自願性質採取的保障措施，許多回應人士均支持強制實施一項或以上。具體而言，回應人士認為聯交所應至少規定：
- (a) 轉讓限制：不同投票權的受益人向非關聯人士作出轉讓即失去有關投票權；及
 - (b) 不同投票權的受益人須持續持有公司股權的某個比例，否則即失去其不同投票權。
171. 聯交所將探討這些規定（及其他規定）實際上如何操作以及計算最低股權規定的確實界線。

加強獨立非執行董事的角色

172. 數名回應人士認為聯交所應加強獨立非執行董事於董事會的角色（見第 131 段）。聯交所擬探討若干規定，包括但不限於獨立非執行董事的角色、提名及選任。我們會研究將《上市規則》附錄十四《企業管治守則》及《企業管治報告》內有關此等事宜的內容升級為強制規定。

檢討現有《上市規則》

173. 許多回應人士認為，要容許公司使用不同投票權架構，必須先更改香港的企業管治及監管架構。具體而言，有些回應人士指聯交所須檢討現行《上市規則》中旨在防止控股股東透過剝削少數股東權益取得私利的條文。我們已進行此項檢討，並將在第二階段建議中提出可能修訂的建議（如有）。

披露及區別規定

174. 大部分回應此問題的人士不支持聯交所為以不同投票權架構上市的公司另設市場板塊或專業板塊，但許多都支持對使用這些架構的公司施加經加強的披露規定。數名回應人士亦同意，這些公司應在其股票名稱中加上標記，又或以其他方式與其他公司區分。聯交所將在第二階段建議中就必要披露及區別規定進行諮詢。
175. ACGA 在其回應中加入的一項調查結果顯示，如果非標準股權架構在香港盛行，投資者很可能對香港市場平均採取約 13% 的折讓。ACGA 指，這後果將對香港長遠定位為國際金融中心大打折扣。聯交所並不預期其提出的任何建議會導致此類公司在香港變得普遍，但會在第二階段諮詢中與持份者進一步討論如何回應此類關注，及 ACGA 表達的此類關注是否有普遍支持或具充分理由。

競爭

176. 證監會行政總裁在其 2015 年 3 月的發言稿中提出以下問題（原文只備有英文版，中文譯本僅供參考）：
- 「如果我們所擔心的，是本港的首次公開招股市場的競爭力會落後於海外的證券交易所，那麼我們是否充分肯定，對規則作出重大修改以容許不同投票權架構便可大幅提升本港長期的競爭力？...從某些打算上市的公司角度來看，不同投票權架構會否成為令它們選擇香港而放棄在海外證券交易所上市的靈丹妙藥？這方面的難處在於挑選上市地點涉及許多因素，當中包括相對估值、研究覆蓋範圍、不同交易所專注的不同行業、宏觀的法律及監管環境、當地投資者基礎的深度等。」

(If the fear is that our IPO market is losing out to foreign stock exchanges, are we sufficiently certain that a major rule change allowing weighted voting rights will in fact increase our competitiveness significantly and for many years to come? ... [F]rom the viewpoint of some companies wanting to go public, would a weighted voting rights proposal be the magic bullet that would cause them to choose Hong Kong over a foreign stock exchange? A difficulty here is that the choice of listing venue involves a lot of factors. These include relative valuations, research coverage, exchanges that specialise in sectors, the broader legal and regulatory environment, the depth of a local investor base and so on.)

177. 概念文件指出，論者及其他人士提出了維持現狀或容許不同投票權架構的多項理據，當中有關香港相對其他市場(主要為美國)的競爭情況的理據最需斟酌議論。因此，概念文件集中在這些議題作較詳細討論，其中提出聯交所面對不同交易所競相爭取中國內地公司的上市，當時有 102 家內地公司選擇了在美國(紐約交易所或納斯達克)而非香港作主要上市。當中近三分之一(29%)設有不同投票權架構，這三分之一卻佔美國上市的所有中國內地公司市值的 70%。
178. 然而，概念文件亦指出，有些中國內地公司選擇在同樣限制使用不同投票權架構的海外市場(例如新加坡及英國)作主要上市，就顯示這些公司選擇在香港以外上市尚有其他原因。概念文件指公司選擇上市地時考慮因素眾多，並列舉了其中多項。⁵⁵
179. 概念文件的回應人士一般並無質疑聯交所現時限制不同投票權架構是某些中國公司決定到美國而非香港上市的因素之一。貝萊德在回應時指，要說中國公司選擇到美國市場上市純粹基於這些市場接受不同投票權架構(聯交所可不曾這樣說過)，他們所找到的證據不多，反而提出這些中國公司獲給予「外資私人發行人」地位、豁免他們不用遵守多項規定(包括季度匯報)，可能是這些公司選擇到美國而非香港上市的更強烈監管理由(見第 99 段)。
180. 聯交所認為，概念文件所提供的數據及其過往所聞均支持這項「競爭」理據。然而，作為第二階段建議進行諮詢的一部分，我們仍會向市場從業人士及其他人士詢問公司選擇上市地時的考慮因素，以至容許不同投票權架構對該決定的重要。

第二上市

181. 這是一項重要事宜，相對不同投票權架構對擬在聯交所作主要上市的公司的影響這個主要問題，這是在若干程度上涉及截然不同的考慮因素的另一議題。因此，我們在第二階段諮詢亦將留意這事宜。
182. 概念文件的回應人士贊成在若干情況下，例如一家公司已在具有可信監管標準的市場上市，則可就其第二上市在不同投票權架構上給予若干較大彈性。一批中資保薦人公司的回應指，聯交所應重新考慮是否提供所有自動豁免予採用不同投票權架構的第二上市公司。我們將於制定第二階段建議時考慮這兩方面的事宜。
183. 一名不記名投資經理、富而德及KPMG請聯交所重新探討聯交所現時對「業務重心」在大中華區內的公司在香港進行第二上市的限制。《海外公司聯合政策聲明》聲明，聯交所不會批准「業務重心」位於大中華區內的公司申請第二上市⁵⁶。釐

⁵⁵ 概念文件第 8、15 及 19 段。

⁵⁶ 《海外公司聯合政策聲明》第 94 及 95 段。

定公司「業務重心」的考慮因素包括：總部所在地、營運所在地以及管理人員的國籍等等。此規定旨在防止主板「空洞化」，免得香港及中國內地的發行人都往另一交易所（中國內地或海外）作主要上市集資，再於香港作第二上市。制定該政策時認為發行人可能如此轉折地規避《上市規則》中針對主要上市發行人的較嚴格規定，也利用給予第二上市發行人的豁免。

184. 聯交所同意適宜就此檢討「業務重心」的限制，並將於第二階段諮詢中尋求意見並提出相關建議方案。

規則形式

185. 我們現時考慮透過修訂上市規則及發出一份指引信載列對於設有不同投票權架構的公司的規定。大部分規定將為附有清晰界限的規則，確保規定清楚明確。
186. 我們將於第二階段諮詢中就不同投票權架構公司的規定形式諮詢持份者的意見。

第五章：建議草案及下一步

187. 按上文摘要（第 3 及 4 段）所述，我們的意向是要就正式建議進行第二階段的諮詢。
188. 我們現時正在完成一份建議草案（為便利討論而編備的草擬方案），旨在先通過與持份者討論細化該草案，以確保我們在提出作正式諮詢的方案前可整合他們的意見，然後再進入正式諮詢程序，以確保方案得到適當支持。我們預期將於刊發本諮詢總結後不久與持份者進行有關討論，冀可於 2015 年第三季或第四季初開展正式諮詢。
189. 在制定建議草案的初步討論階段以及正式進行第二階段諮詢時，我們將尋求探討第四章中識別的議題及任何其他衍生的事宜。
190. 為了令市場對目前構思中的建議草案有概括了解，方案的特點羅列如下：

規限

- (a) 不同投票權架構只限於新申請人採用，並將有適當的「反規避」條文以防止目前已上市的公司（於本文件日期已上市或其後上市的公司）規避此限制。
- (b) 在目前主板上市的資格條件之上，增加非常高的預計市值測試。
- (c) 「加強適當性」要求：不會限制個別行業或市場板塊的公司方可採用不同投票權架構，但聯交所將識別其預期採用不同投票權架構的公司應有的（有關其業務及創辦人貢獻的）特徵；該等特徵將載於一份指引信，以補充目前指引信 HKEx-GL68-13。
- (d) 將限制任何時候只有哪些人可以持有不同投票權，及該等人士在有關公司上市前持有的股權比例，並制定該等人士上市後為保留不同投票權而須符合的要求。

保障措施

- (e) 為回應有關《收購守則》操作的關注，不同投票權架構一般只限於不同股份類別形式，雖然該等股份可以附帶不同程度的不同投票權。
- (f) 制定不同投票權受益人上市後為保留該等權利須符合的要求，包括在有關公司維持不低於一定持股量。
- (g) 將不同投票權受益人視為《上市規則》下的「關連人士」（不論該人士本身是否因其他原因構成關連人士）。
- (h) 採用不同投票權架構的公司將須：在股票名稱中加上標記清晰區分；清晰並持續地披露其不同投票權架構的資料；並詳細披露不同投票權持有人表決的具體資料。

企業管治措施

- (i) 預期採用不同投票權架構的公司應設有若干加強的企業管治措施，包括有關獨立非執行董事、成立企業管治委員會、合規顧問的角色及與股東溝通等措施。

第二上市及「業務重心」

- (j) 採用不同投票權架構的公司，即使其架構不符合在聯交所主要上市的條件，將可在聯交所作第二上市，但前提是該等公司能夠符合《海外公司聯合政策

聲明》的要求。

(k) 在本諮詢總結文件日期前已在認可交易所主要上市的大中華公司(不論其是否採用不同投票權架構)可獲豁免，無須受「業務重心」測試限制。

191. 為免生疑，聯交所編擬的建議草案：目前正在完善當中；且可能在與持份者商討前仍有修改。此外，基於任何《上市規則》修訂均須經證監會董事局通過，他們的意見對我們推出作第二階段正式諮詢的最終方案將有重大影響。

附錄一：回應人士名單

具名回應人士⁵⁷

名稱	類別	代表
機構		
安本資產管理（亞洲）有限公司	市場從業人士	不適用
友邦保險控股有限公司	上市公司	不適用
Alternative Investment Management Association （另類投資經理協會）	專業團體	在超過 50 個國家有 1,400 名企業會員。所管理全球資產合計 1.5 萬億美元（2014 年 3 月數字）
AM Capital Limited	市場從業人士	不適用
Asian Corporate Governance Association （亞洲公司治理協會）	專業團體	100+ 名企業會員（其中三分二為管理資產值約 180 億美元的機構投資者）
特許公認會計師公會	專業團體	170,000+ 名會員
翱騰投資管理（香港）有限公司	市場從業人士	不適用
貝克·麥堅時律師事務所	市場從業人士	不適用
美國銀行美林集團	市場從業人士	不適用
貝萊德	市場從業人士	不適用
香港英商會	專業團體	1,200 名會員，包括 66 家金融服務界的公司
British Columbia Investment Management Corporation	市場從業人士	不適用
Cadwalader, Wickersham & Taft LLP 聯同 Joseph P.C. Lee & Associates	市場從業人士	不適用
國泰航空有限公司	上市公司	不適用
香港上市公司商會	專業團體	200+ 名會員
易周律師行	市場從業人士	浩德融資有限公司 英高財務顧問有限公司

⁵⁷ 表內所示會員數字來自回應意見所載資料或相關專業團體網站刊發的資料。

名稱	類別	代表
		創越融資有限公司 華富國際控股有限公司 齊魯國際融資有限公司 新百利有限公司
長江實業（集團）有限公司	上市公司	不適用
中國國際金融（香港）有限公司	香港交易所參與者	不適用
中國國際金融香港資產管理有限公司	市場從業人士	不適用
中電控股有限公司	上市公司	不適用
達維律師事務所	市場從業人士	不適用
的近律師行	市場從業人士	不適用
安永會計師事務所	市場從業人士	不適用
證券登記公司總會有限公司	專業團體	20+名會員
富達	市場從業人士	不適用
富而德	市場從業人士	中銀國際亞洲有限公司 招商證券（香港）有限公司 中信証券國際有限公司 工銀國際控股有限公司
富而德	市場從業人士	Citigroup Global Markets Asia Limited Credit Suisse (Hong Kong) Limited Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch HSBC Corporate Finance (Hong Kong) Limited 摩根士丹利亞洲有限公司 野村國際（香港）有限公司 UBS Securities Hong Kong Limited
富而德	市場從業人士	代表自身回應
鷹君集團有限公司	上市公司	不適用
海通國際證券集團有限公司	上市公司	不適用
Hermes Investment Management	市場從業人士	不適用

名稱	類別	代表
香港飛機工程有限公司	上市公司	不適用
香港會計師公會	專業團體	35,000+名會員
香港特許秘書公會	專業團體	5,700+名會員
香港董事學會	專業團體	2,000+名會員
香港投資者關係協會	專業團體	280+名會員 (70%為上市公司)
香港專業及資深行政人員協會	專業團體	640+名會員
香港證券及期貨從業員工會	專業團體	其回應意見或網站上可公開查閱的欄目中並無載述
香港證券及期貨專業總會	專業團體	其回應意見或網站上可公開查閱的欄目中並無載述
香港證券及投資學會	專業團體	就一份調查的 540 份回應
香港證券業協會	專業團體	1,000+名會員
香港財經分析師學會	專業團體	120,000+名會員
香港創業及私募投資協會	專業團體	300+名會員 (165 名為香港私募股權經理)
證券商協會有限公司	專業團體	2,000+名會員
Keywise Capital Management (HK) Limited	市場從業人士	不適用
畢馬威會計師事務所	市場從業人士	不適用
香港律師會	專業團體	8,500+名會員
Norges Bank IM (挪威央行投資管理公司)	市場從業人士	不適用
The Ontario Teachers' Pension Plan	市場從業人士	不適用
公共專業聯盟	專業團體	100+名會員
羅兵咸永道會計師事務所	市場從業人士	不適用
QBS System Limited	不詳	不適用

名稱	類別	代表
Rosefinch Global Asset Management (HK) Limited	市場從業人士	不適用
信永方略風險管理有限公司	市場從業人士	不適用
司力達律師事務所	市場從業人士	不適用
State Street Asia Limited	市場從業人士	不適用
太古股份有限公司	上市公司	不適用
太古地產有限公司	上市公司	不適用
Thai Hong Kong Investors Limited	投資經理	不適用
USS Investment Management Limited	市場從業人士	不適用
個人		
Brian Lo 先生	上市公司僱員	不適用
Chan Mofiz	不詳	不適用
Chaw Cho Tung	上市公司僱員	不適用
立法會議員張華峰	立法會議員 (金融服務界)	不適用
Chung Mei Lin 女士	散戶投資者	不適用
David Paterson	不詳	不適用
David Webb	獨立股評人	「保留一股一票」呈請中的 349 名聯署人
George Hongchoy	上市公司僱員	不適用
J S Wadhvani	不詳	不適用
Jianghuawhu	不詳	不適用
Kevin Chan	上市委員會成員	不適用
Lau Wong Oi Lai	香港交易所參與者僱員	不適用
LEE Legend	散戶投資者	不適用
Ng Yuk Peng	香港交易所參與者僱員	不適用

名稱	類別	代表
Qing YE	不詳	不適用
Suen Chi Wai 先生	散戶投資者	不適用
Tian Shu Chen	不詳	不適用
Trevor G Cooper	不詳	不適用
Tsui Siu Lung	香港交易所參與者僱員	不適用
Vincent Kwan	不詳	不適用
Wong Kong Chi	不詳	不適用
Wong Kwan Chung	香港交易所參與者僱員	不適用
劉觀霞	不詳	不適用
楊海峰	不詳	不適用
涂榮萍	香港交易所參與者僱員	不適用
黃先生	香港交易所參與者僱員	不適用
黃有成	散戶投資者	不適用

不具名回應人士

回應人士類別	數目
機構	
市場從業人士	12
香港交易所參與者	5
上市公司	3
專業團體	2
個人	
香港交易所參與者僱員	58
散戶投資者	18
機構投資者	5
上市公司僱員	4
以上皆不是／不詳	6
合計：	113

附錄二：定量分析結果概要

項目	問題	回應
問 1	聯交所是否 <u>無論如何均不應</u> 准許公司採用不同投票權架構？	同意（無論如何均不應准許） 40 (38%)
		不同意（某些情況可准許） 56 (54%)
		無表達「贊同」或「反對」 8 (8%)
對餘下問題提出回應意見的，都是贊同某些情況下可以接受不同投票權架構的回應人士。所示百分比為佔該部分人士的百分比，而非佔回應人士總數的百分比。		
問 2 (a)& (b)	聯交所應否容許以下公司採納不同投票權架構： (a) 所有公司，包括現已上市公司；或(b) 僅限於新申請人？	准許所有上市公司（包括現已上市公司） 11 (20%)
		僅限於新申請人 34 (61%)
		無意見 11 (20%)
問 2(c)(i) &(ii)	聯交所應否僅容許來自個別行業的公司（例如資訊科技公司）或「創新型」公司採納不同投票權架構？	同意 9 (16%)
		不同意 26 (46%)
		無意見 21 (38%)
問 2(c)(iii)	聯交所應否僅容許符合其他具體預設特徵（譬如規模或歷史）的公司採納不同投票權架構？ <i>（有關回應人士提及的預定特徵概要見第 117 段）</i>	同意 20 (36%)
		不同意 6 (11%)
		無意見 30 (54%)

項目	問題	回應
問 2(d)	聯交所應否僅在現行《上市規則》第 8.11 條准許的「特殊情況」下容許採納不同投票權架構？	同意 9 (16%)
		不同意 9 (16%)
		無意見 38 (68%)
問 3	如上市公司採納在股東大會享有不同投票權的雙類別股權架構，聯交所應否規定實施美國對該等架構所應用的任何或全部限制，或增加其他額外限制或以其他限制取替任何限制？	同意 38 (68%)
		不同意 8 (14%)
		無意見 10 (18%)
問 4	應否容許其他的不同投票權架構？如是，又應是哪些及在甚麼情況下？ <i>(有關回應人士提出的情況概要見第 138 段)</i>	同意 27 (48%)
		不同意 5 (9%)
		無意見 24 (43%)
問 5	閣下是否認為，香港若要容許公司採用不同投票權架構，必要修改其企業管治及監管架構？ <i>(有關回應人士提出的修改概要見第 145 至 146 段)</i>	同意 28 (50%)
		不同意 17 (30%)
		無意見 11 (20%)
問 6(a)	對於採納不同投票權架構的公司在創業板、其他板塊或專業板上市，閣下可有任何意見或建議？	同意以創業板、其他板塊或專業板作為不同投票權架構公司的上市平台 10 (18%)
		不同意以創業板、其他板塊或專業板作為不同投票權架構公司的上市平台 30 (54%)
		無意見

項目	問題	回應
		16 (29%)
問 6(b)	對於海外公司申請以不同投票權架構在聯交所作首次上市或來港作進一步主要或第二上市的可能性，閣下可有任何意見或建議？	僅限海外公司可採用不同投票權架構上市 0 (0%)
		海外公司應與其他公司一樣受相同的有關不同投票權架構的《上市規則》條文規管 12 (21%)
		無意見 44 (79%)

附錄三：證監會行政總裁歐達禮於 2015 年 3 月 19 日傳媒聚會的開幕辭

(譯文)

演講辭

證監會傳媒聚會開幕辭

行政總裁

歐達禮 (Ashley Alder)

2015 年 3 月 19 日

不同投票權架構這項議題在最近引起了公眾的廣泛評論。

證券及期貨事務監察委員會與香港交易及結算所有限公司 (香港交易所) 均認為，我們需要成熟、冷靜地研究這個議題，以便掌握及權衡任何改革建議的潛在裨益和風險。

我要澄清的是，證監會並非對新的意念充耳不聞——事實恰好相反。不論任何時候，我們都應該以謹慎的態度考量那些在未來數年間，能夠令香港成為真正國際性的金融中心的建議方案。滬港通就是一個很好的例子。我們應該時刻保持開放的心態，就像我們對待不同投票權架構這個議題的態度一樣。

香港交易所近期就不同投票權架構的“概念文件”所進行的諮詢就是一個很好的起步點，而香港交易所亦將會在適當時候發表諮詢總結。

那麼，問題是：首輪諮詢結束後，下一步會是怎樣？由於這涉及修改香港聯合交易所有限公司 (聯交所) 的《上市規則》，故聯交所及上市委員會將會繼續牽頭，而我顯然不想喧賓奪主，以免影響他們日後的工作。

不過，我可以和大家分享的是，一些在落實任何具體的改革建議前必先解答的關鍵性問題。

第一條問題相當簡單。如果我們所擔心的，是本港的首次公開招股市場的競爭力會落後於海外的證券交易所，那麼我們是否充分肯定，對規則作出重大修改以容許不同投票權架構便可大幅提升本港長期的競爭力？

因此，在一方面而言，我們需要預計投資者對任何不同投票權架構建議的反應，因為我們的市場建基於其深厚的投資者基礎。會否有部分投資者對改變感到吸引，而另一些則感到抗拒？基金經理會否對股價打個“管治折扣”，或調低香港市場在其投資組合中的比重，抑或保持中立？

另一方面，從某些打算上市的公司的角度來看，不同投票權架構會否成為令它們選擇香港而放棄在海外證券交易所上市的靈丹妙藥？這方面的難處在於挑選上市地點涉及許多因素，當中包括相對估值、研究覆蓋範圍、不同交易所專注的不同行業、宏觀的法律及監管環境、當地投資者基礎的深度等。在這節眼上我們只會研究美國的情況，因為其他主要市場均沒有不同投票權架構此一特點。

顯然地，美國的上市環境 (大量的證券訴訟、散戶參與率偏低) 與香港的有極大差別。雖然美國的披露標準甚高，但與我們在香港習以為常的企業管治規則可資比較的地方不多。可以說，香港所採用的該等規則，通常均取決於股東批准 (不論是根據《上市規則》或《收購守則》)。

在美國，事實上只有少數上市公司使用不同投票權架構，但當地亦設有多項措施保障公司的管理層，例如毒丸計劃（poison pills）及其他機制，故即使股東有不滿或有不受歡迎的收購建議出現時，公司的管理層也會得到保障。有些公司甚至不會舉行股東周年大會；而公司的估值總是存在差異。以上不過舉出一些例子。重點是，我們在比較不同市場的競爭力時要謹記觀察全貌。此外，每個市場的相對估值亦可能反映投資者對整體規管環境（包括容許不同投票權架構）的看法。

第二個問題在概念上同樣簡單，這就是假如不同投票權架構對某些特定類別的公司的業務及持份者來說更為合適的話，不同投票權架構是否應限於這些公司。這個問題對香港來說尤為重要，因為香港有很多上市公司的股權已經由大股東所控制。此外，既然一家普通的工業、金融或服務公司即使沒有不同投票權架構亦會上市的話，很難想像到為何還要給它們採用不同投票權架構的選擇權。

有很多意見指，假如企業的整體價值完全與創辦人的身分掛鉤，採用不同投票權架構是合理的。但問題是如何辨別出這些公司？有些人建議為有意採用不同投票權架構的公司設立一個獨立的交易所板塊，而其他人則有不同看法。可是，如何只在某些限定的情況下實施不同投票權架構是一個很重要的課題，而當出現任何特定的修訂建議時，便需要進行詳盡的研究。

下一個問題是關於投資者保障。即使未預覽聯交所將要發表的諮詢總結，都已可猜想到反對作出任何改變的人士大多數為投資大眾，但亦有少部分人士認為“不同投票權架構可能適用於香港，不過……”。這產生另一個問題——“不過”甚麼呢？

這關乎的純粹是有否保障措施以確保任何足以攤薄股東的發表意見權的不同投票權架構的建議都是持平和相稱的。事實上，於美國使用不同投票權架構的少數公司一般都採納各類保障措施。有關的保障措施各有不同，包括日落條文、不同投票權架構會於創辦人離開時取消、創辦人需要持有的最少股權等。

此外，我們需審視目前將投資者保障與股東批准連繫起來的《上市規則》的未來發展，例如涉及關連人士交易的規則。因此，若香港考慮更改規則，我們需探討應在該等建議內加入哪些保障。

以上問題只是推行不同投票權架構需先審慎探討的多項課題當中的一小部分而已。我衷心希望就此課題作出評論的各界人士可以更全面地掌握其所涉及的實際問題，這樣便能協助他們以更成熟、清晰的態度，就這個關乎香港作為國際金融中心的未來發展的重大議題進行溝通。

