

# 概念文件

## 不同投票權架構

2014年8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 .....	5
第一章：投資者保障.....	16
第二章：香港現行情況.....	22
第三章：香港的競爭力.....	26
第四章：司法權區對照比較與實證研究.....	36
第五章：其他通用的不同投票權架構.....	38
第六章：其他考慮因素.....	41
第七章：問題 .....	46

## 附錄

附錄一：《公司法改革常務委員會第三份中期報告：B 股》（1987 年 7 月）  
（節錄）（香港交易所譯本）

附錄二：採用不同投票權架構的美國上市中國內地公司

附錄三：司法權區對照比較

附錄四：實證研究

附錄五：美國法律及監管特點

附錄六：首次公開招股資格規定比較—香港相對美國交易所

附錄七：雙類別股權架構的美國公司—市值最大的 25 家公司

附錄八：私隱政策聲明

---

## 如何回應本概念文件

香港交易所全資附屬公司聯交所誠邀有關人士在 **2014 年 11 月 30 日** 或以前，就本文件所討論事項或就其他或對本文件所討論事項有影響的相關事項提出書面意見。閣下亦可透過填妥載於以下連結的問卷回應本文件：

[http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082q\\_c.doc](http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082q_c.doc)

書面意見請以下列任何一種方式交回：

郵寄或派員送交

香港中環  
港景街 1 號  
國際金融中心一期 12 樓  
香港交易及結算所有限公司  
企業傳訊部  
**有關：不同投票權架構概念文件**

傳真

(852) 2524 0149

電郵

[response@hkex.com.hk](mailto:response@hkex.com.hk)  
請在郵件「主旨」欄內註明：  
**有關：不同投票權架構概念文件**

有關提交意見方面的查詢，請致電香港交易所：(852) 2840-3844。

回應者須注意，聯交所會在日後的諮詢總結內具名公開回應意見。若閣下不欲公開姓名／名稱，請於提交回應意見時註明。有關我們處理個人資料的政策，見本文件**附錄八**。

聯交所會將 **2014 年 11 月 30 日** 前諮詢期內收到的回應意見加以考慮後再決定下一步的適當行動，並於適當時刊發諮詢總結文件。

## 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）。

## 恒生行業分類

本文件中所有恒生行業分類皆由恒生指數有限公司提供。

## 釋義

詞彙	釋義
「章程細則」(articles)	公司的組織章程細則又或其章程文件
「澳洲交易所」(ASX)	澳洲證券交易所
「彭博行業分類」(BICS)	彭博行業分類系統
「‘B’股」(‘B’ Shares)	該等股份附帶的投票權利，與其於繳足股款時所應有的股本權益，是不成比例的
「意大利 CONSOB」(CONSOB)	意大利法定證券監管機構 Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
「委員會」(Committee)	聯交所上市委員會
「中國證監會」(CSRC)	中國證券監督管理委員會
「雙類別股權架構」或(dual-class share structure)或(DCS)	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
「金發局」(FSDC)	金融發展局
「創業板」(GEM)	聯交所的創業板
「政府」(Government)	中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
「恒生行業分類」(HSIC)	恒生指數有限公司提供的恒生行業分類系統
「在任管理人」(incumbent manager)	公司採納「不同投票權」架構時負責管理公司事務的人士
「資訊科技」或「資訊科技公司」(information technology) 或 (IT company)	見第 4 頁另表
「IRRCi 研究」(IRRCi)	美國投資者責任研究中心學院 (IRRC Institute) 2012 年 10 月發表的「標準 1500 綜合指數成分股中的受控制公司：十

詞彙	釋義
Study)	年表現及風險回顧」(Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500:A Ten Year Performance and Risk Review)
「ISS 報告」(ISS Report)	機構股東服務 (ISS)、Shearman & Sterling LLP、歐洲企業管治學會 (European Corporate Governance Institute) 2007 年發表的：「歐盟比例原則報告」(Report on the Proportionality Principle in the European Union)
「《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 <a href="#">連結</a> )
「南韓」(Korea)	大韓民國
「有限投票權股份」(limited voting shares)	其持有人在須經股東於股東大會批准的事宜上，每持有一股的可投票數少於一票的普通股
「《上市規則》」(Listing Rules) 或 (Rules)	聯交所的證券上市規則 (除非另有說明，否則聯交所概指主板及創業板)
「倫敦交易所」(LSE)	倫敦證券交易所
「日本經產省」(METI)	日本經濟產業省 (METI)
「新加坡 MOF」(MOF)	新加坡財政部 (MOF)
「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
「美國交商會」(NASD)	美國全國證券交易商協會
「納斯達克」(NASDAQ)	美國納斯達克證券市場有限公司(NASDAQ Stock Market, LLC)
「無投票權優先股」(non-voting preference shares)	其持有人在須經股東於股東大會批准的事宜上沒有投票權的優先股
「無投票權股份」(non-voting shares)	其持有人在須經股東於股東大會批准的事宜上沒有投票權的普通股
「紐約交易所」(NYSE)	紐約證券交易所
「經合組織」(OECD)	經濟合作與發展組織

詞彙	釋義
「經合組織原則」(OECD Principles)	經合組織的企業管治原則
「經合組織報告」(OECD Report)	經合組織 2007 年 12 月發表的「擁有權與管控權不符比例：概覽與討論事宜」(Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion)
「普通股」(ordinary shares)	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有優先追索權）的股份
「一股一票股份」(OSOV shares)	其持有人在須經股東於股東大會批准的所有事宜上，每持有一股可投一票的普通股
「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 <a href="#">連結</a> ）
「人士」(person)	個人、公司或其他團體
「中國」(PRC)	中華人民共和國
「優先股」(preference shares)	其持有人對股息擁有預定或優先的權利，及／或公司清盤時對公司的剩餘經濟價值擁有優先追索權的股份
「特權股」(priority shares)	其持有人對公司擁有特定決策權力或否決權（尤其較大或獨有的董事選任權）的普通股
「管控權下私利」(private benefits of control)	控股股東因其於公司的管控地位所享而非控股股東所無的金錢及非金錢利益（另見附錄四第 17 段）
「美國證監會」(SEC)	美國的證券交易委員會
「香港證監會」(SFC)	香港的證券及期貨事務監察委員會
「新交所」(SGX)	新加坡交易所
「中小企」(SME)	小型或中型企業
「上交所」(SSE)	上海證券交易所
「常委會」(Standing Committee)	公司法改革常務委員會
「《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》

詞彙	釋義
「收購委員會」(Takeovers Panel)	香港證監會的收購及合併委員會
「東京交易所」(TSE)	東京證券交易所
「多倫多交易所」(TSX)	多倫多證券交易所
「英國上市管理局」(UKLA)	屬英國金融市場行為監管局其中一部分的英國上市管理局
「世界銀行報告」(World Bank Report)	世界銀行和國際金融公司的《2014 年全球營商環境報告》有關中小型企業業務規例的計量

香港上市公司		海外上市公司	
按恒生行業分類系統屬於「資訊科技業」的公司		按彭博行業分類系統屬於下列業務類別、行業組別及行業的公司（括弧內為彭博行業分類代碼）。	
業務類別	業務子類別	業務類別	行業組別／行業
資訊科技器材	電訊設備	科技(18)	硬件(1811)
	電腦及週邊器材		
軟件服務	系統開發及資訊科技顧問		科技服務(1814)
	電子商貿及互聯網服務	非必需消費品(11)	非必需性電子商貿(111714)
		必需消費品(12)	必需性電子商貿(121211)
		通訊(10)	以互聯網為基礎的服務(101014)及互聯網媒體(101015)
軟件開發	科技(18)	軟件(1813)	
半導體		半導體(1812)	

表 1: 「資訊科技」或「資訊科技公司」釋義

---

## 摘要

---

### 目的

1. 本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」）。
2. 《上市規則》應「反映現時為市場接納的標準」<sup>1</sup>，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（見第二章）。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。為此，上市科於委員會 2013 年 4 月 15 日的政策會議上曾就有關事宜初步諮詢委員會。委員會支持上市科就此採取進一步行動，冀在這議題上制定文件進行公開諮詢。
3. 政府於 2013 年 1 月成立的金發局最近在其名為《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。」<sup>2</sup>
4. 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。然而，聯交所現階段不擬就具體《上市規則》修訂進行諮詢，而是先就不同投票權架構的概念諮詢市場意見，希望推動市場特別就此進行條理清晰的討論。本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。

### 概要

#### 投資者保障

5. 公平及平等對待股東是《上市規則》的一般原則<sup>3</sup>，聯交所在考慮新申請人是否適合上市時尤其重視這項一般原則<sup>4</sup>。根據此原則，新申請人及上市公司必須確保其股份的投票權力與該等股份的股本權益成「合理比例」，<sup>5</sup>意指一位股東若與另一股東在一家公司的權益相同，即不得擁有較另一股東更大的投票權力。此乃普遍所知的「一股一票」概念。

---

<sup>1</sup> 《主板上市規則》第 2.03 條。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 《主板上市規則》第 2.03(4)條。

<sup>4</sup> 《主板上市規則》第 2.06 條。

<sup>5</sup> 《主板上市規則》第 8.11 條。《創業板上市規則》第 11.25 條。



6. 此比例概念被廣泛視為公平及平等對待股東的合適原則，多年來一直被認定是香港投資者保障的重要內容，因此概念將控股股東的權益與其他股東的權益連繫，使持有公司最大股權的股東罷免表現不理想的在任管理人變成可行。有關這方面的更詳盡討論載於第一章（見第 54 至 63 段）。
7. 世界銀行和國際金融公司的《2014 年全球營商環境報告》有關業務規例的計量中，投資者保障方面香港排名第三（9.0 分，10 分為滿分），美國排名第六（8.3 分，10 分為滿分）。<sup>6</sup>美國的交易所紐約交易所及納斯達克在監管及法律體制俱與我們不同的情況下，容許公司以不同投票權架構上市。有關這方面的更詳盡討論載於第一章（見第 67 至 74 段）及附錄五。另外亦應參考經合組織於 2007 年發布（其後沒有更新）一份有關「擁有權與管控權不符比例：概覽與討論事宜」的報告。其就「比例限制措施」作一般性探討（非限於不同投票權架構），更詳盡討論載於第一章（見第 64 至 66 段）。
8. 論者及其他市場人士曾提出多項理據，一批主張維持現狀，另一批則提倡容許現時已在或擬在聯交所上市的公司採用不同投票權架構。有關論據概述於第一章。香港相對其他市場（主要為美國）的競爭情況大抵是這些理據中最需斟酌兼最具爭議的。因此，聯交所將會集中在這方面作較詳細的討論（見第三章）。但當然，回應人士亦可能希望提出其他同樣或更具說服力的理據（不論是反對或支持不同投票權架構），我們將細心聆聽所有回應本文件的意見。

## 香港現行情況

9. 香港《公司條例》（香港法例第 622 章）訂明，在成員大會上以投票方式表決時，公司每名親身或委派代表出席的成員就其所持有的每一股股份均有一票。然而，此條文受有關公司的章程細則的條文規限。<sup>7</sup>一家公司的章程細則或會容許發行每股附帶多於或少於一票的股份類別。<sup>8</sup>
10. 《上市規則》並無規定一家公司的每股股份均須附帶一票，這並非《上市規則》的訂明原則。然而，除聯交所同意的「特殊情況」<sup>9</sup>外，公司不得將並非附帶與其繳足股款時所應有的股本權益成合理比例的投票權的股份上市。<sup>10</sup>聯交所迄今不曾批准公司按此例外情況上市。

## 香港的競爭力

### 香港作為國際金融中心

11. 香港多方面的競爭力獲得多份國際評級報告的廣泛肯定。我們在全球金融中心方面位列世界第三<sup>11</sup>，在全球競爭力方面位列第四<sup>12</sup>，在金融發展方面位列第一<sup>13</sup>。

---

<sup>6</sup> 世界銀行和國際金融公司，《2014 年全球營商環境報告——美國》第 62 頁及《2014 年全球營商環境報告——中國香港特別行政區》第 58 頁。

<sup>7</sup> 《公司條例》（香港法例第 622 章）第 588(3)(a)及(4)條。

<sup>8</sup> 《公司條例》（香港法例第 622 章）第 588 條及《公司（章程細則範本）公告》第 50(4)條。

<sup>9</sup> 《主板上市規則》第 8.11(1)條。《創業板上市規則》第 11.25 條。見第 81 段。

<sup>10</sup> 《主板上市規則》第 8.11 條。《創業板上市規則》第 11.25 條。

<sup>11</sup> 《全球金融中心指數》第 15 期。

政府於 2006 年成立的金融服務專題小組總結，在其經濟已成為世界最大經濟體之一並仍在快速增長的時候，中國擁有一個自己的世界級國際金融中心有著極其重要的戰略意義。這樣的一個金融中心在金融服務和產品的規模及範圍方面應與紐約和倫敦看齊。

12. 政府及監管機構一直致力透過加強我們的監管機制提升香港對發行人及投資者的吸引力。近期的例子包括政府於 2013 年 1 月 1 日立法將上市公司披露內幕消息的責任賦予法定效力<sup>14</sup>及於 2013 年 10 月 1 日生效的新保薦人監管制度，旨在確保「…投資者能對保薦人工作的質素抱有信心，以維持香港作為主要國際金融中心的聲譽，至為重要。」<sup>15</sup>

### 競相爭取中國內地公司上市

13. 香港已確立其為中國內地企業在中國境外上市及買賣的領先金融中心。中國內地企業現時佔聯交所總市值的 57%及股票市場總成交額的 70%。<sup>16</sup>
14. 香港持續吸引廣泛內地發行人及其監管該等發行人的能力是確保香港切合內地金融市場未來自由化政策方向的重要因素。
15. 然而，於 2014 年 5 月 31 日，102 家中國內地公司在美國（紐約交易所或納斯達克）<sup>17</sup>而非香港作主要上市。該等公司中逾半（56%）於 2010 年初之後上市，其中近三分一（29%）設有不同投票權架構（有關公司名單載於附錄二）。這三分一卻佔美國上市的所有中國內地公司市值的 70%。在美國上市而設有不同投票權架構的中國內地公司大部分（70%）為資訊科技公司。
16. 中國內地公司使用不同投票權架構在美國上市已日趨普遍。自 2011 年起，中國內地公司以這類架構在美國上市的數目較並非採用這類架構上市的為多。2014 年至今 12 家在美國交易所作主要上市的內地公司中，9 家均設不同投票權架構。
17. 除美國外，我們在招攬中國內地公司上市方面亦與新加坡及英國競爭。這兩個司法權區也限制上市公司使用不同投票權架構，在該兩地作主要上市的中國內地公司概無採用不同投票權架構。
18. 在新加坡作主要上市的中國內地公司有 57 家；在英國作主要上市的有 11 家。<sup>18</sup>中國內地公司在這兩個司法權區上市的速度遠不及在美國上市的速度。在該兩地上市的合共 68 家內地公司中，2010 年初之後才上市的只佔 14 家。在英國上市的 11 家中國內地公司全均在倫敦交易所專為規模較小的增長型公司而設的另類投資市場上市。

---

<sup>12</sup> 國際管理發展學院(IMD)《2014 年世界競爭力年報》。

<sup>13</sup> 世界經濟論壇(World Economic Forum)《2012 年金融發展指數》。

<sup>14</sup> 《2012 年證券及期貨（修訂）條例》。

<sup>15</sup> 證監會，《有關監管保薦人的諮詢文件》（2012 年 5 月），第 34 段。

<sup>16</sup> 香港交易所於 2013 年 12 月 31 日的數據。包括 H 股公司、紅籌公司以及內地民營企業。H 股公司為在內地註冊，由內地政府實體或個人控制的企業。紅籌公司為於內地以外註冊，由內地政府實體控制的企業。內地民營企業則指內地以外註冊的內地個人控制企業。

<sup>17</sup> 總部設於中國內地、透過首次公開招股（不包括反收購）在相關交易所的主要或較初級板塊以發行普通股（或普通股的預託證券）作主要上市的公司。同時在香港或中國內地上市的公司以及於 2014 年 5 月 31 日已停牌或除牌的公司均不計算在內。資料來源：彭博。

<sup>18</sup> 見註 25 有關計算該等公司的準則。日期：2014 年 5 月 14 日。資料來源：彭博。

19. 中國內地公司選擇在也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,顯示這些公司選擇在香港以外地方上市尚有其他原因。公司選擇上市地時考慮眾多因素,包括在該市場上市可享有的知名度及聲譽、公司收入的地理位置與上市地是否相符、獲納入當地指數的可能性、有否已在該市場上市的基準公司及研究報告覆蓋度。<sup>19</sup>這些因素可促成更高的市場估值及流通量,最終吸引公司在個別市場上市。

### 競相爭取國際公司上市

20. 吸引海外公司上市一直是香港交易所的重點工作之一。我們亦取得若干初步成果。至 2014 年 5 月 31 日,海外發行人<sup>20</sup>透過在聯交所上市共集資 866 億港元。<sup>21</sup>其他司法權區如美國、英國及新加坡(可將中國內地公司分類成海外發行人)在吸引本身司法權區以外公司上市方面歷史悠久,成績斐然,涉及公司類別更為廣泛。在香港,海外公司發行證券向以來自天然資源、消費品牌及金融服務行業的公司為主。這些發行人大多在有關證券發行前已與中國有若干關連。全球公司本身與中國並無重大連繫而來港上市的,至今未見。金發局最近指出:

「...因為全球市場的競爭仍然激烈,而香港正面對過度依賴中國內地作為首次公開招股來源的風險。我們必須盡力使首次公開招股市場的『客戶基礎』更趨多元化,並積極對外開放予世界各地的優質公司。」<sup>22</sup>

21. 於 2014 年 4 月 10 日,香港證監會與中國證監會就原則上批准開展滬港股票市場交易互聯互通機制(滬港通)試點計劃發出聯合聲明。此試點計劃將會開通中國內地與香港股票市場交易的互聯互通機制。內地機構投資者及符合若干條件的個人投資者<sup>23</sup>將可透過試點計劃買賣合資格的聯交所證券。
22. 香港交易所指,若取得香港證監會及中國證監會的監管批准,滬港通可在未來擴容、擴量及擴市<sup>24</sup>,跨境集資最終或可透過此計劃實現。屆時,在香港上市等同有機會透過香港直接接觸內地投資者,香港作為海外公司上市地的吸引力將會出現根本性的轉變。
23. 有意在港上市的海外公司,或有不少都可能採用不同投票權架構,有些可能是已在容許該等架構的海外司法權區上市的公司。附錄七列出了採用附帶不同投票權的雙類別股權架構的 25 家市值最大的美國上市公司(自 2001 年上市),當中可見 Google、Visa、Mastercard 及 Facebook 等著名公司。設有雙類別股權架構的公司合共佔所有大型美國上市公司的總市值的 14%。<sup>25</sup>此外也可能有其他私有海外公司擬以不同投票權架構在香港作首次公開上市。

---

<sup>19</sup> 見 Philippe Espinasse, 《IPO: A Global Guide》(2011 年),第 12 至 20 頁。

<sup>20</sup> 在香港、中國、百慕達及開曼群島這些「認可司法權區」以外註冊成立的普通股本證券發行人。中國內地公司一般在認可司法權區註冊成立,因此並不視為海外發行人。

<sup>21</sup> 資料來源:香港交易所,「新上市公司報告——主板」。

<sup>22</sup> 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 5 節 總結」,第 60 頁。

<sup>23</sup> 證券賬戶及資金賬戶餘額合計不低於人民幣 50 萬元的個人投資者。

<sup>24</sup> 香港交易所傳媒研討會,2014 年 5 月 8 日(見[連結](#))。

<sup>25</sup> 總部設在美國、市值逾 20 億美元並於紐約交易所或納斯達克全球精選市場或納斯達克全球市場或納斯達克資本市場作主要上市的公司。不包括投資工具,私人有限合夥企業及有限責任公司。資料截至 2013 年 12 月 31 日。資料來源:彭博及美國證監會公司存檔。

## 司法權區的對照比較及實證研究

24. 紐約交易所自 1980 年代末起一直容許公司以雙類別股權架構上市。當時由於面對納斯達克的競爭壓力，紐約交易所屏棄了已實行 60 年的限制（見附錄三第 9 至 14 段），自此紐約交易所及納斯達克均容許公司以該等架構上市。
25. 聯交所已廣泛檢視海外司法權區的做法，亦已檢視及分析設有不同投票權的雙類別股權架構對公司表現的影響的實證研究（分別見附錄三及四）。
26. 海外司法權區的做法各有不同。有些司法權區設有較寬鬆的機制（譬如美國、加拿大及瑞典）。亦有司法權區透過公司法禁止上市及非上市公司採用不同投票權架構（譬如德國、西班牙及中國內地）。有些地方（如香港）容許非上市公司採用有關架構，但禁止已經或擬作主要上市的公司採用（譬如澳洲、新加坡及英國——有關「高級」（premium）上市公司）。我們發現全球並無明顯轉向或捨棄不同投票權架構的趨勢。
27. 實證研究亦無明確結論，不過市場普遍共識是投資者一般對設有雙類別股權架構的公司中附有較次等投票權的股份施加折讓。<sup>26</sup>學術研究有指，此現象反映控權人侵吞私利、公司表現欠佳和管理層保證特權等等的風險（見第 58 至 61 段）。然而，對於這些風險會否實際對公司表現產生負面影響尚未有共識。我們發現，不同的研究對採用雙類別股權架構的公司可以得出表現極佳、表現中等及表現差劣的實例（見附錄四第 22 至 37 段）。

## 其他通用的不同投票權架構

28. 在美國的典型例子是，公司於首次公開招股時採用不同投票權架構，發行兩類股份：附帶每股一票的「A」股在交易所上市；及附帶每股多票（最常見為每股 10 票）的「B」股發行予公司的在任管理人，此等「B」股一般不會上市。然而，這類架構可有多種其他變相方案。有些美國上市公司是在章程細則中授予若干人士委任一定人數（通常是過半數）的董事的權利（見第五章）。大體而言，這些權利都是由股份附帶，但亦可以純粹為合約。我們發現只有一家美國上市的中國內地公司（汽車之家）在其章程細則中給予其控股股東委任董事會成員的特權（見第 143 段）。

## 其他考慮因素

29. 常委會於 1987 年建議，若聯交所在「特殊情況」下容許發行「B」股，亦只可在公司首次上市時發生（見第 94 段），因為有關公司當時尚未有公眾股東。基於相類似原因，紐約交易所及納斯達克只容許新申請人採用雙類別股權架構，而不容許公司於上市後採用有關架構（若有關架構會減低或限制現有股東的權利）。
30. 按上文所述，在招攬中國內地公司上市這方面，現時我們主要與美國、新加坡及

---

<sup>26</sup> 大部分學術研究以雙類別股權架構為研究對象，因為這是最常見的不同投票權架構形式。

英國競爭（見第 121 至 125 段）。在美國上市的所有內地公司中，逾半採用不同投票權架構的公司屬於資訊科技行業。為應對此競爭問題及減低不同投票權架構所造成的風險，香港的其中一個可行方案是將不同投票權架構局限於個別行業（例如資訊科技行業）的上市公司或一些其他較廣泛層面的「創新型」公司。一旦對個別行業或公司類別實施限制，聯交所將要找一個能使香港市場人士接受和清晰的相關定義（見第 155 至 164 段）。

31. 在美國，許多行業的公司亦使用設有不同投票權的雙類別股權架構（見附錄七）。在考慮是否將這些架構局限於個別行業時，上述情況或許相關。假以時日，我們與美國市場的競爭或許會延伸至其他行業。然而，就我們所見，並無其他司法權區將不同投票權架構局限於個別行業或符合特定預設特徵的公司。
32. 我們亦注意到美國上市公司主動對不同投票權架構實施若干限制。當轉移多重投票權股份的實益擁有權至原持有人之非聯屬人士時，一般必須轉為一股一票股份。有些公司會要求多重投票權股份持有人在公司股本中維持若干百分比的實益擁有權，若持股下跌至低於該界線，其多重投票權股份會自動轉為一股一票股份（見第 153 段）。我們亦注意到至少有一家美國上市公司（Groupon, Inc）設有五年期的日落條款，期限屆滿後雙類別股權架構將失效（見第 49 頁之附註 124）。若香港容許上市公司採用不同投票權架構，聯交所可考慮加設此等或其他限制，我們亦歡迎有關意見。

## 創業板

### 背景

33. 香港特區政府於《1998 年行政長官施政報告》中承諾會「研究有關開設創業板股票市場的具體建議，該市場主要是為扶植有潛力的小型公司和創新科技公司而設」<sup>27</sup>，創業板其後於 1999 年 11 月成立。創業板的推出適逢 1999/2000 年的互聯網（dot-com）熱潮，科技公司受到熱烈追捧，支持該行業蓬勃增長。中小企以至主板公司分拆出來的科技公司紛紛申請在創業板上市。於 2000 年 3 月底，創業板推出四個月已吸引了 18 宗上市，當中多家為從事「新經濟」業務的公司。
34. 創業板推出當時為「第二板市場」，操作上以「加強披露」為本（譬如須提供季度報告），門檻要求較主板寬鬆，旨在鼓勵中小企及增長型公司上市。創業板的原本設計為限制散戶投資者參與，理由是投資該等公司股份涉及較高風險。創業板公司的上市文件須附載「買家注意」的風險警示，說明創業板旨在為帶有較高投資風險的公司提供一個上市的市場，可能比主板市場有更大的波幅、其股份流通性可能偏低，因此較適合專業及其他資深投資者。<sup>28</sup>
35. 至 2002 年底，部分創業板公司倒閉，數家公司捲入醜聞。此外，隨著科網泡沫爆破，許多創業板公司的股價大挫。部分創業板公司蒙受虧損及／或長期停牌，

---

<sup>27</sup> 《1998 年行政長官施政報告》（1998 年 10 月 7 日）第 42 段。

<sup>28</sup> 香港交易所《創業板證券上市規則》（第一版）（1999 年 7 月）第 2.20 條。

股份流通量經常是少之又少。市場普遍對創業板失去信心。

36. 在此前提下，聯交所於 2005 年開始檢討創業板，探討效法倫敦的另類投資市場 (AIM)，為增長型公司開闢全新另類市場的可行性，冀設立較具彈性的審批機制但較嚴謹的保薦人規定，亦可能僅限於專業投資者。聯交所於 2007 年 7 月刊發有關創業板的諮詢文件，結果顯示市場支持 AIM 模式。然而，聯交所與市場人士討論後發現，對於只限於專業投資者的市場需求微弱。聯交所指散戶投資者的參與一般是創業板成功的關鍵元素。
37. 2008 年 7 月，創業板重新定位為增長型中小企到主板上市的「踏腳石」，而非高科技增長型公司的 AIM 市場或第二板。類似的「踏腳石」板亦獲其他國際金融中心的交易所採納。舉例，上市公司一般由納斯達克的全球市場 (Global Market) 轉往較高級的全球精選市場 (Global Select Market)。於 2013 年 3 月 27 日，倫敦交易所在英國推出「高增長企業」板，旨在協助歐洲及英國的中型公司集資，作為 AIM 與倫敦交易所主板市場「標準」或「高級」上市之間的踏腳石。<sup>29</sup>

## 現況

38. 有些評論員建議，設有不同投票權架構的公司應獲准在創業板上市。然而，《創業板上市規則》現時大致與《主板上市規則》相應，同樣禁止創業板公司採用設有不同投票權的多重類別股份上市<sup>30</sup>。公平及平等對待股東亦為《創業板上市規則》的一般原則。<sup>31</sup>因此，若要容許採用不同投票權架構的公司在創業板上市，亦須對《創業板上市規則》作出修訂。
39. 我們亦留意到有建議指，設有不同投票權架構的公司可在新設、只限專業人士參與的板塊上市。就我們所見，尚未有任何市場將普通股本證券的買賣局限於專業投資者。<sup>32</sup>
40. 另一個值得注意的發展是，按中國證監會於 2014 年 3 月 7 日刊發的新聞發布會所述，上海證券交易所計劃為「戰略新興產業」推出新板方案。此方案已提交中國人民政治協商會議及中國證監會以待審批，<sup>33</sup>但此方案並非為准許不同投票權架構而設立。
41. 本概念文件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人士（或其他）的板塊等較廣泛的議題。這些議題需要進行更大型的諮詢，並非本概念文件可以處理。然而，我們會考慮市場就本文件所提交的任何意見，包括讓

---

<sup>29</sup> 見倫敦交易所網站「High Growth Segment」網頁。

<sup>30</sup> 《創業板證券上市規則》第 11.25 條。

<sup>31</sup> 《創業板證券上市規則》第 2.06(4)條。

<sup>32</sup> 於 2009 年，香港證監會對 United Company Rusal（股份代號：486）的股份在聯交所上市買賣施加條件，（其中）包括：(a)其首次公開發售僅限於願意認購或購買最少價值 100 萬港元該公司股份的專業投資者；及(b)要求公司實施最低每手買賣單位，即該公司於上市日期的最低每手買賣單位交易價值為 200,000 港元。該公司的首次公開招股上市文件須在當眼處訂明，該公司的股份僅供熟識投資事宜並有能力承擔投資損失的人士購買及買賣（見連結）。

<sup>33</sup> [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)：2014 年 3 月 7 日新聞發布會。



不同投票權架構的公司在創業板、其他供個別類別或符合特定特徵的公司的板塊、或專業板上市的接納程度或合適性（見問 6(a)）。這需顧及創業板現時的定位、創業板現有上市公司的性質以至其他板塊或專業板的更深層意義。

## 大中華實體的第二上市

42. 我們亦注意到，公眾討論提及應否接納設有不同投票權架構並已在美國交易所上市的中國公司在港作第二上市。聯交所及證監會刊發的《海外公司聯合政策聲明》（於2013年9月27日更新）載列公司獲考慮為適合第二上市所必須符合的條件，當中聲明聯交所不會批准「業務重心」<sup>34</sup>位於大中華區內的公司申請第二上市。聯交所是內地及香港公司上市的自然之選，「業務重心」測試反映此理念。這是聯交所長久以來的政策立場。
43. 因此，若此政策不改，美國上市的中國公司只可在聯交所申請雙重第一上市，而不可選擇第二上市。按《聯合政策聲明》所述，我們的長遠目標是，待在有關海外公司上市方面累積進一步實際經驗後修訂《上市規則》。<sup>35</sup>我們擬將檢討中國公司應否獲准作第二上市列入該諮詢的一部分。

## 海外公司

44. 香港在招攬海外公司在聯交所上市方面已取得若干初步成果。至2014年5月31日，33家海外發行人透過在香港上市共集資866億港元。
45. 金發局指：
- 「隨著滬港通試點計劃的推出及香港與內地開通股票市場交易的互聯互通機制，香港正具備優勢，可在進一步鞏固其作為中國走向全球的門戶方面發揮更大作用。更重要的是這或會成為另一個吸引海外公司到香港上市，從而同時進入香港及內地資本市場的因素。監管機構應著手考慮我們的市場可如何把握此獨一無二的增長機遇。」<sup>36</sup>*
46. 金發局近期發表的文件載有多項他們建議應作詳細檢討甚至可考慮改革的建議。聯交所將與香港證監會個別及共同地考慮這些建議，屆時可能會進行進一步的諮詢。
47. 按上文（見第43段）所述，我們已計劃修訂《上市規則》，以加入我們在對海外公司應用《聯合政策聲明》時所獲得的進一步經驗。然而，自《聯合政策聲明》於2013年9月修訂以來，只有兩家海外公司在港上市<sup>37</sup>。有見及此，我們傾向將海外公司應否獲准採用不同投票權架構納入日後諮詢的一環，屆時將對海外公司

---

<sup>34</sup> 釐定公司「業務重心」的考慮因素（其中）包括：公司的註冊成立地點；其總部、中央管理及控制所在地；其主要業務營運及資產所在地；以及其管理人員及控股股東的國籍或居住國家（見[連結](#)）。

<sup>35</sup> 香港證監會及香港交易所，《有關海外公司上市的聯合政策聲明》，第12段（見[連結](#)）。

<sup>36</sup> 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），「1.4 日後的可行方案」，第8頁。

<sup>37</sup> 在英屬維爾京群島註冊成立的飛尚無煙煤資源有限公司（股份代號：1738），以及在日本註冊成立的迅銷有限公司（股份代號：6288）。

的上市機制作出全盤檢討，而本概念文件並不擬就此問題徵詢具體意見。該進一步的諮詢不單涵蓋首次申請上市的公司，亦將包括已在海外交易所上市並擬作進一步主要或第二上市的公司（見問 6(b)）。然而，我們會聆聽回應人士擬在這方面提出的意見。

## 問題

48. 從近期媒體評論可見，市場大眾對不同投票權架構是否合適有不同意見。透過以下問題，我們就應否准許已在或擬在聯交所上市的公司採納不同投票權架構諮詢市場意見。

閣下作出回應前，敬請先細閱以下所有問題。

**問 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？

請說明理由。

如閣下認為應有個別情況可准許公司採用不同投票權架構，請回答以下其餘問題。

**問 2：** 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（見第 147 至 152 段）；或
- (c) 僅限於：
  - (i) 來自個別行業的公司（例如資訊科技公司）（見第 155 至 163 段），請註明哪些行業及應如何界定該等公司；
  - (ii) 「創新型」公司（見第 164 至 165 段），請註明應如何界定該等公司；或
  - (iii) 符合其他具體預設特徵的公司（譬如規模或歷史），請註明理由。
- (d) 只有在現行《上市規則》第 8.11 條<sup>38</sup>准許的「特殊情況」下（見第 81 段）；如是，請列舉例子。

請說明理由。

閣下亦可選擇多於一個上述選項(b)、(c)及(d)，以表明閣下屬意的選項組合。

**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（見第 153 段所述之例子），或增加其他額外限制或以其他限制取替任何

---

<sup>38</sup> 《創業板上市規則》第 11.25 條。



限制？

請說明有關限制及理由。

**問 4：** 應否容許其他的不同投票權架構（見第五章所述之例子）？如是，又應是哪些及在甚麼情況下？

請說明理由。特別是，閣下會如何就所述的此等架構回應問 2 及問 3？

**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（見第 67 至 74 段及附錄五）？如是，請說明該等修訂及原因。

**問 6：** 對於本文件第 33 至 47 段所述的額外事項，閣下可有任何其他意見或建議：

(a) 採納不同投票權架構的公司於創業板、其他板塊或專業板上市（見第 33 至 41 段）；及

(b) 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（見第 44 至 47 段）？

**問 7：** 對於不同投票權架構，閣下可有任何其他意見？

## 建議時間表及下一步

49. 回應本概念文件或就任何其他可影響本文件所提出事項的相關事宜發表意見請於 2014 年 11 月 30 日前向我們提交。聯交所於決定採取任何進一步合適行動前會仔細考慮所有回應及意見。
50. 如上文所述，市場大眾對不同投票權架構一題有不同意見及立場。因此，回應本概念文件的意見也未必反映市場對採取個別行動的強烈共識。不過，聯交所仍然希望透過諮詢程序向市場廣泛層面的人士徵詢意見及建議，使聯交所可就是否採取任何進一步行動作出平衡各方意見的決定，以符合市場整體最佳利益。
51. 視乎本概念文件收集所得的意見及建議，我們預期本文件或會產生以下兩個可行結果其中之一：
  - (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。

52. 不同投票權架構可影響收購事項，因此須要特別考慮。聯交所編備本概念文件時尚未諮詢收購委員會。進行本諮詢時，聯交所會就多種不同投票權架構對《收購守則》項下收購事項的影響徵詢收購委員會的意見。若諮詢結果為上文(b)所述，屆時或須就《收購守則》的任何可能修訂或聯同任何跟進諮詢活動諮詢公眾意見。

## 本文件範圍以外的事項

53. 現階段我們不擬就下列事項諮詢意見：
- (a) **無投票權優先股**：發行這些股份是香港及其他司法權區的常見做法。公司發行這些股份一般有清晰的商業理由，持有人因欠缺投票權而獲得更大的現金流權利作為補償。公司發行無投票權優先股一般不是為了確保在任管理人的控制權，因此牽涉的考慮因素有異於不同投票權架構。
  - (b) 「**黃金股**」：這是由政府持有以保障其擁有公司主權的股份。典型特徵是對個別決定（譬如公司清盤或更改業務）享有否決權。現時只有一家聯交所上市發行人（Vale SA (6210)）有發行「黃金股」，由巴西政府持有。
  - (c) **給予首次公開招股前投資者的特別權利**：我們要求大部分該等權利於上市時失效，包括首次公開招股前投資者提名或委任董事的權利。我們已就此事宜在香港交易所網站刊發指引。<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> 見香港交易所《有關首次公開招股前投資的指引 (HKEx-GL43-12)》（2012年10月）（於2013年7月更新）（見[連結](#)）及《有關首次公開招股前投資可換股工具的指引(HKEx-GL44-12)》（2012年10月）（見[連結](#)）。

---

## 第一章：投資者保障

---

### 現行《上市規則》及原則

54. 公平及平等對待股東是《上市規則》的一般原則。《上市規則》第 2.03(4)條訂明<sup>40</sup>：「《上市規則》反映現時為市場接納的標準，並旨在確保投資者對市場具有信心，尤其在下列幾方面：...上市證券的所有持有人均受到公平及平等對待。」
55. 聯交所研究個別發行人是否適合上市時，會「特別考慮」這些一般原則。《上市規則》第 2.06 條訂明<sup>41</sup>：「上市申請人是否適合上市，須視乎多項因素而定。上市申請人應了解到符合“本交易所的上市規則”是不能確保其適合上市。本交易所保留酌情決定接納或拒絕申請的權利，而於作出決定時，本交易所會特別考慮《上市規則》第 2.03 條所列的一般原則。...」。
56. 「一股一票」政策透過《上市規則》第 8.11 條（見第 81 段）實行，旨在確保投票權與股本權益對等，股東獲得公平及平等對待。下文就此探究提出的部分原因。

#### 比例

57. 股東一般每持有一股普通股就享有一票投票權。這是因為每多持一些普通股，股東在公司所投放的資金風險亦相應增加，亦令他們享有公司更大比例的未來現金流。每股所賦予的額外票數確保股東在誰管理公司以產生未來資本收益及現金流（主要透過董事選舉或罷免）的事宜上擁有更大影響力，亦代表其在有關現金流將否用以支付股息的事宜上也擁有合比例的影響力。<sup>42</sup>股東在此等事項上有相同利益時，其必須在影響有關價值的事項上亦有平等的影響力，方屬公平。

#### 股東權益對等

58. 實證研究認為，控股股東於公司的經濟利益下降時，較可能為本身利益榨取公司利益（如過高的工資和津貼），犧牲其他股東利益。<sup>43</sup>這是基於他們可全數拿取公司的好處，但承受的損失卻相對較小（因榨取私利而致其於公司的股權價值減少）。這類觀點認為，在雙類別股權架構下，控股股東即使持有公司較少股權亦可保持公司管控權，導致沒有太多因素能阻退他們榨取管控權下私利（見附錄四第 15 至 20 段）。

---

<sup>40</sup> 《創業板上市規則》第 2.06(4)條。

<sup>41</sup> 《創業板上市規則》第 2.09 條。

<sup>42</sup> Iain G MacNeil, 《An Introduction to the Law on Financial Investment》(2012 年), ISBN:978-1-84946-050-7, 第 134 頁。

<sup>43</sup> 譬如 Rafael La Porta、Florencio Lopez-de-Silanes、Andrei Shleifer 及 Robert W. Vishny, 《Investor Protection and Corporate Governance》(1999 年)、Stijn Claessens、Simeon Djankov 及 Larry H.P. Lang, 《The separation of ownership and control in East Asian Corporations》(2000 年)以及 Mara Faccio 及 Larry H.P. Lang, 《The ultimate ownership of Western European corporations》(2002 年)。

59. 此外，控股股東擁有較少股權亦可能產生誘因，促使控股股東將上市公司的優質資產移至他們擁有較高股權的其他公司，反之亦然（稱為「掘隧道」或「價值轉移」）。<sup>44</sup>這對《上市規則》中欲要防止這種行動的關連交易規則或會造成較大負擔。在香港，上市公司常進行大量關連交易，主要是上市公司與其大股東控制的集團之間進行。<sup>45</sup>

### 保證特權風險

60. 另一個提出來的原因為，要股東集體決定日常事務難免不切實際，因此股東須將這個決策權授予管理人員，股東本身只投票決定最重要的事情，如選舉或辭退「管理人員」（指董事）等。理論上，管理人員知道可被股東辭退，就會以公司整體最佳利益行事及表現良好。
61. 如公司設高級投票權架構，其管理人員就沒有被辭退的威脅（一定程度上取決於所採用的不同投票權架構的性質）。例如，具有高級投票權的「少數」股東有較大的權力可於股東大會上否決收購建議，這意味無論他們表現多麼不濟，公司亦難以不經管理層同意而引入外界買家取代現有管理層以拯救公司（見附錄四第 21 段）。

### 高水平監管標準的重要

62. 長期以來，不斷改善市場質素以促進香港發展成為主要國際金融中心一直是政府其中一項施政目的。財經事務及庫務局在其政策措施中訂明「健全而有效的監管制度，對維持投資者信心及香港作為卓越金融中心的地位至為重要。多年來，政府一直致力根據運作經驗、市場發展及不斷演變的國際標準去加強金融市場的監管制度。」<sup>46</sup>
63. 投資者保障是香港高水平監管標準的重心。多年以來，「一股一票」政策一直被視為以公平及平等原則對待股東以減輕前述風險進而保障股東的重要一環。

## 經合組織報告中有關比例的論述

64. 經合組織<sup>47</sup>的企業管治指導小組於 2007 年 12 月發布一份有關上市公司擁有權與管控權比例的文件。<sup>48</sup>經合組織報告有以下結論：
- (a) 在符合若干條件（見下文第 65 段），將擁有權與控制權脫鉤不一定(a priori)<sup>49</sup>麻煩費力，但獲得高於正常比例控制權的人士或會因此興起不顧非控股股東利益而謀取私利的動機；

---

<sup>44</sup> Simon Johnson、Rafael La Porta、Florencio Lopez-de-Silanes 及 Andrei Shleifer 《Tunneling》, (2000 年), American Economic Review 90, 22–27。

<sup>45</sup> 佔 2011 年公布的關連交易的 75% 左右。資料來源：香港交易所數據。

<sup>46</sup> 香港立法會網站：立法會財經事務委員會（文件），《立法會財經事務委員會有關財經事務及庫務局的政策措施的資料文件》CB(1)35/07-08(01)（2007 年 10 月）第 20 段。

<sup>47</sup> 經合組織為致力於促進經濟發展及世界貿易的國際組織，有 34 個成員國，包括來自南北美洲、歐洲及亞太地區的國家。

<sup>48</sup> 經合組織「擁有權與管控權不符比例：概覽與討論事宜」(Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion)，（2007 年 12 月）。

- (b) 全面規管均等比例代價不菲，而欲簡單地排除公司股份的投票權差異亦不會有效或具效率，因為尚有好些其他「比例限制機制」亦可達致相同結果；
  - (c) 加強企業管治架構是較佳的取代方案；及
  - (d) 具體問題可透過審慎及針對性的規例處理。
65. 經合組織報告列出三個其認為非常重要的條件：
- (a) 流通兼訊息靈通的資本市場，能就「比例限制機制」或對外界股東構成的不利因素提供正確定價；
  - (b) 法律及法規，防範謀取私利不致達到社會不容的程度；及
  - (c) 適當實施機制，包括所有股東均有及時和可負擔的途徑訴諸法律。<sup>50</sup>
66. 關於上文第 (b) 及 (c) 點，經合組織建議若干防範措施，包括關連交易法規、優先權、若干股東決策須經合資格大多數意見通過以及少數股東有召開股東大會的能力。經合組織又建議若干事後補救措施，包括衍生及集體訴訟，以及監管機構的執法及調查（見下文第 67 至 74 段的討論）。

## 香港及美國的投資者保障方式

### 概述

67. 如第三章所述，與我們競奪中國內地企業上市業務的主要是美國的交易所。那些交易所都接受不同投票權架構。然而，美國機制的包容性需連同其他因素一併考慮，比如投資於美國上市公司的股東在美國相關企業及證券法規下可享的權利，香港與美國市場之間的不同特點等等。
68. 世界銀行和國際金融公司的《2014 年全球營商環境報告》有關業務規例的計量中，投資者保障方面香港排名第三，美國排名第六，並對香港在規管關連交易冀防範控股股東透過「價值轉移」謀取私利（見第 59 段）方面給予特別高分，10 分滿分給予 9 分。<sup>51</sup>所有經合組織高收入經濟體在此措施方面的平均評分為 10 分的 7 分。
69. 然而，《世界銀行報告》在股東可就損失取得法律賠償的便捷程度方面，美國的排名則較香港為高：美國為 10 分有 9 分，香港為 10 分有 8 分；經合組織富裕經濟體在此方面平均評分則為 10 分有 5 分。由此看來，美國及香港在透過私人訴訟為股東提供法律補救措施方面實際上相去不遠。
70. 美國及香港都高度重視投資者保障，只是做法不同。美國的機制側重令股東可在權益受侵犯後易於採取私人訴訟以就損失取得賠償。美國證監會作為美國聯邦證券監管機構，肩負確保上市公司披露投資者作出知情投資決定所需一切資料的重責。在香港，披露亦是我們《上市規則》規定的重點，私人法律行動亦是可行，只是實施較為困難，原因載於下文。香港市場較依賴《上市規則》在控制權遭濫

<sup>49</sup> 在無實際經驗的情況下作出推論。

<sup>50</sup> 經合組織報告第 40 頁第 7.3 段。

<sup>51</sup> 世界銀行和國際金融公司，《2014 年全球營商環境報告——美國》第 62 頁及《2014 年全球營商環境報告——中國香港特別行政區》第 58 頁。

用事件發生前預先（例如透過《上市規則》中關連交易的規定）加以防範，而事後法律行動方面則（有關上市公司）主要由證監會代表股東作出。

71. 在香港，證監會作為香港的法定證券監管機構，曾按《證券及期貨條例》第 212 至 214 條賦予其的多項權力代表上市公司股東採取不少行動，按金發局的說法，就是「透過執行「代理」行動，一再開拓新領域」：<sup>52</sup>
- (a) 根據第 212 條，於 2013 年，證監會向法院申請頒令將中國金屬再生資源（控股）有限公司（股份代號：773）清盤，以保障該公司股東、債權人及投資大眾的權益。法院授予臨時清盤人廣泛權力調查及接管該公司事務；
  - (b) 根據第 213 條，證監會取得臨時命令，凍結洪良國際控股有限公司（現已除牌）的資產，並取得法院進一步頒令該公司進行一項由股東批准及法院管理的 10.3 億港元股份回購計劃；及
  - (c) 根據第 214 條，證監會向法院申請就損害上市公司股東權益的不公平事件進行賠償，法院頒令取消有關董事資格。<sup>53</sup>《證監會 2012-13 年年度報告》指出，證監會根據第 214 條向 19 人採取法律行動，並完成針對 5 人的法律行動。<sup>54</sup>

### 股東的私人訴訟權利

72. 在香港，少數股東針對上市公司的私人訴訟的兩個主要方式為不公平損害補救及衍生訴訟。在前者的情況下，若公司處理事務的方式不公平地損害全部或部分股東利益，公司（包括非香港註冊成立的上市公司）股東可向法院提出呈請申請適當的判令。在衍生訴訟的情況下，公司股東可代表公司針對過錯方（如：董事）進行訴訟。<sup>55</sup>這兩種補救方式均具有法定效力。<sup>56</sup>
73. 在美國，股東訴訟相對普遍。私人原告人可就違反聯邦證券法而展開集體訴訟，這比美國證監會的法規執行行動還普遍。香港現時沒有集體訴訟機制，私人展開法律行動（見上文）需要大量時間金錢和人力物力，以致實際上並不太可行。在美國，股東可按判決金額收費的原則聘請律師，而衍生訴訟若然勝訴，公司須向股東支付其中相關律師費。關於這些差異，附錄五有較詳細闡釋。美國的集體訴訟機制雖說也有為人詬病之處，但普遍公認其能收加強審察公司行動之效，一般可作為防範管治失當的方法之一。

---

<sup>52</sup> 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44頁第4.4.3段。

<sup>53</sup> 2012年3月，原訟法庭頒令，大凌集團有限公司創辦人兼前主席及其妻子（公司前執行董事）須就兩人的失當行為，向公司賠償合共逾8,500萬港元。2012年9月，原訟法庭頒令神州醫療科技有限公司（現稱神州東盟資源有限公司）前行政總裁須就其所犯的失當行為，向該公司支付1,070萬港元的賠償。

<sup>54</sup> 《證監會 2012-13 年年度報告》，第 127 頁表 9。

<sup>55</sup> 股東代表公司針對第三方（通常為董事）所採取的訴訟。董事對公司有合約及受信責任。公司對股東有合約責任。然而，董事及股東之間並無直接的合約關係。若董事對公司犯有過錯從而損害股東的權益，則應由公司（而非股東）來採取訴訟，但公司可能因為受董事控制而不願這麼做。

<sup>56</sup> 《證券及期貨條例》第 214 條（不公平損害）及前身《公司條例》第 168BA 至 168BK 條（新《公司條例》第 731 至 738 條（衍生訴訟））。

## 美國及香港市場的不同特點

74. 與美國相比，香港公司的少數股東仍以個人投資者佔大部分。香港交易所《個人投資者調查 2011》發現，香港成年人口中有相對大比例（34%，或 2,035,000 人）為股東<sup>57</sup>，相對於美國 15% 的家庭為股東。<sup>58</sup> 在香港，個人投資者佔 2012 年 10 月至 2013 年 9 月這十二個月期間全部現貨市場交易的 22%。<sup>59</sup> 在美國，個人投資者的交易平均佔紐約交易所上市公司在該所的交易量不足 2%。<sup>60</sup>

## 其他考慮因素

75. 經合組織報告（見第 64 至 66 段）尚有以下結論：
- (a) 多數投資者都足夠成熟，能夠評估不同投票權架構或會產生的風險及預期損失。該報告指實證據顯示，投資者自會以折讓形式收取承擔該等風險的價格（另見附錄四）。
  - (b) 若所有將擁有權與管控權分離的架構（如金字塔架構、交叉持股及股東投票協議）都要禁止，規管比例的成本可能會超過其得益，得不償失。
76. 為求周全，我們提及到有論者及其他市場人士提出多項理據，提倡容許現時已在或擬在聯交所上市的公司採用不同投票權架構。該等論據包括：
- (a) 不同投票權架構或具促進長線考量的效果，因為在任管理人可自由經營業務，長遠而言為股東謀取最高的增長及價值，並可對抗市場短視帶來的壓力。
  - (b) 限制不同投票權架構等同連帶限制投資者投資於不同投票權架構公司的能力，令聯交所在確保投資者資金有效分配予上市公司方面較為低效，也妨礙控股股東將財富分散至其他企業項目而惠及整體市場。
  - (c) 尋求首次公開招股的高速增長公司可能已進行過一輪或多輪的私募股權或債務融資活動而無法再透過私人投資獲得增長，以致創辦人或要因此而攤薄本身在公司中的股權。若能以不同投票權架構進行首次公開招股，有關公司即可進一步增長而同時維持管理上的持續性。
77. 總括而言，「一股一票」概念在香港被視為投資者保障的重點，背後亦有充分理由。但另一方面，它並非保障投資者的唯一通用準則，論者對其適切性又或是否任何情況下均可硬性套用亦意見紛紜。
78. 現時金融市場國際化，尋求以不同投票權架構集資的中國公司及海外公司大可選擇在香港以外的地區上市。同樣，香港投資者亦可透過經紀或使用網上服務在海外交易所買賣股票。按此而言，市場最需要考量及討論的論點，可能還是有關聯

---

<sup>57</sup> 香港交易所《個人投資者調查 2011》（2012 年 4 月）第 1 及 5 頁（見[連結](#)）（只提供英文版）。

<sup>58</sup> 來源：Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bulletin, 《Changes in U.S. Family Finances from 2007 to 2010: Evidence from the Survey of Consumer Finances》（2012 年 6 月）第 28 頁。該報告中「家庭」的定義包括無子女的單身人士。

<sup>59</sup> 香港交易所《現貨市場交易研究調查 2012/13》（2014 年 2 月）第 7 頁（見[連結](#)）（只提供英文版）。

<sup>60</sup> Alicia Davis Evans, 《A Requiem for the Retail Investors?》, Virginia Law Review, 第 95, No. 4:1105 卷，（2009 年 6 月）。

交所相對其他市場（主要是美國，但亦包括新加坡及英國）的競爭能力；因此，第三章將會更詳細討論這方面問題。



---

## 第二章：香港現行情況

---

### 限制

79. 香港《公司條例》（香港法例第 622 章）容許在香港註冊成立的公司章程細則中訂明公司可發行多種級別、具有不同投票權的股份<sup>61</sup>。不過，股份的投票權與股本權益不成合理比例的公司不得在聯交所上市。
80. 這項限制於公司上市後也適用，其效果是禁止具有多重投票權股份、較低面值股份及無投票權的普通股的公司上市，以及禁止現有上市發行人將這些新類別股份上市。只有在「特殊情況」下，公司方可將這些股份上市。迄今為止，聯交所不曾批准公司按此例外情況上市。
81. 《上市規則》第 8.11 條訂明：
- 「新申請人的股本不得包括下述股份：該等股份擬附帶的投票權利，與其於繳足股款時所應有的股本權益，是不成合理比例的（「B 股」(B Shares)）。本交易所不會批准上市發行人已發行的新 B 股上市，亦不會允許上市發行人發行新 B 股（無論該等股份尋求的是在本交易所或其他證券交易所上市），但下列情況則作別論：
- (1) 本交易所同意的特殊情況；或
- (2) 如該等擁有已發行 B 股的上市公司，通過以股代息或資本化發行的方式，再次發行在各方面與該等 B 股享有同地位的 B 股；但經此次發行後的已發行 B 股的總數，與已發行的其他有投票權股份總數的比例，須大致維持在該次發行前的水平。」<sup>62</sup>
82. 雖然這上市規則指的是「投票權力」，但我們將此詮釋為對所有不同投票權架構作出限制，包括那些提供附加或獨有的遴選董事權利的架構（見第五章）。如這些權利包含在有關公司的章程細則內，而所透過的機制不涉及設立兩類股份，不過效果相同，則此上市規則亦適用。

### 限制緣由

#### 1970 年代 — 首批「B」股的發行

83. 上述限制在《上市規則》的 1989 年版本中實施。實施有關限制的十多年前，擁有房地產、航運和其他權益的綜合企業會德豐洋行旗下五家公司，於 1972 年 1

---

<sup>61</sup> 《公司條例》（香港法例第 622 章）第 588(4)條及《公司(章程細則範本)公告》第 50(4)條。

<sup>62</sup> 《創業板上市規則》第 11.25 條大致與《主板上市規則》第 8.11 條相同，但沒有豁免擁有已發行 B 股的公司。沒有一家創業板上市公司擁有已發行 B 股。

月至 8 月間曾發行「B」股集資。<sup>63</sup> 另外兩家公司 Local Property and Printing Company Limited 與太古股份有限公司（股份代號：19/87）亦步會德豐後塵，先後在 1972 年及 1973 年發行「B」股。

84. 這些「B」股給予持有人每股一票的權利，因此與公司當時的「A」股在須於股東大會上由股東投票決定的事宜上，擁有平等的投票權利。然而，「B」股的票面價值較低，因此其持有人只享有「A」股股東可獲分派股息的一部分。「B」股的權利為「A」股股息的五分之一或十分一。這意味「B」股的成交價因「B」股派息較低而低於「A」股。例如，太古股份有限公司的「B」股以「A」股價約五分之一的價格成交，這符合就派息而言五股「B」股等同一股「A」股的事實。<sup>64</sup>
85. 「B」股發行人當時表示是希望集資以購買房地產及擴充業務。例如，會德豐旗下連卡佛有限公司表示計劃使用「B」股供股所得部分資金重建連卡佛大廈。<sup>65</sup>此外，會德豐有限公司亦指他們發行「B」股是「為了吸引較小型的投資者及擴大公司股票市場」。<sup>66</sup>同樣，Local Property and Printing Company Limited 亦稱，其「相信低面額的新類別「B」股[將]增加公司財務的靈活性，而透過吸引較小型的投資者，亦可為公司股票創造更廣大的市場。」<sup>67</sup>

## 1980 年代 — 禁止「B」股上市

86. 1987 年 3 月底，怡和控股有限公司、長江實業（集團）有限公司（股份代號：1）及和記黃埔有限公司（股份代號：13）各自宣布計劃通過發行紅股發行「B」股。如同會德豐集團之前發行的一樣，這些「B」股具有與公司當時的普通股相同的投票權利，但面值及股息權利就只佔一部分。這些建議公布後，恒生指數跌 3.7%。1987 年 3 月 27 日星期五怡和公布發行「B」股當日，恒生指數收報 2,799 點；1987 年 3 月 31 日星期二和記黃埔公布發行「B」股，翌日 4 月 1 日星期三恒生指數收報 2,696 點。
87. 1987 年 4 月 8 日，聯交所與當時證券監理專員辦事處發出聯合公告，稱不再容許「B」股上市。公告發出後市場反彈，恒生指數 4 月 9 日升至全月最高 2,785 點（較前一日收報 2,730 點升 2.0%，較聯合公告前一日 4 月 7 日的低點 2,665 點升 4.5%）。該公告指出，作出這決定是「因為這些股票上市可能產生問題及香港及海外經紀強烈反對」。<sup>68</sup>

## 公司法改革常務委員會

88. 繼 1987 年 4 月的事件後，當時的財政司翟克誠爵士要求常委會研究「B」股的問

---

<sup>63</sup> 會德豐有限公司、會德豐船務國際有限公司、香港置業信託(Hong Kong Realty and Trust Company Limited)、聯邦地產有限公司及連卡佛有限公司。

<sup>64</sup> 太古股份有限公司網站「投資者關係」項下「股票價格」。

<sup>65</sup> 連卡佛有限公司 1972 年年報第 5 頁。

<sup>66</sup> 會德豐有限公司 1972 年年報第 11 頁。

<sup>67</sup> Local Property and Printing Company Limited 1972 年年報第 5 頁。

<sup>68</sup> 香港聯合交易所證券月刊(Securities Bulletin) 1987 年 5 月號第 32 頁。

題。常委會在 1987 年 7 月公布研究結果。<sup>69</sup> 該報告載於附錄一。

89. 常委會的報告指，當時有五家公司採用雙類別股權架構。<sup>70</sup> 常委會稱政府要求其研究「.....現時公司有*能力發行投票權與面值不成比例的股份，是否符合股東整體利益及公眾利益，如不符合，須指出現行法律框架應否改變。*」

### 美國證券交易委員會的調研

90. 常委會的報告並指出，美國證監會 7 個月前開始研究紐約交易所提出改變長期禁止具有雙類別股權架構公司上市的建議。常委會指已取得該調研收到的多份回應意見。有關這項調研的詳情，見附錄三第 9 至 14 段。

### 常委會的建議

91. 常委會的報告表示，在上述情況下，公司發行「B」股可能是要防範敵意收購。由於當時香港公司發行的「B」股給予每股一票，但成交市價較低（因其派息較低），「B」股因此是控制人購買投票權及鞏固本身管控權的一種廉價的方式。常委會指，由創辦人家族或企業家控制的公司必然希望保留管控權之餘，又想仍然有機會在需要時進行股本融資，是可以理解之事。
92. 常委會的報告又指，在 1997 年香港主權就要回歸中國的背景下，發行「B」股可讓持有多數權益的股東一方面將大部分資金釋放出來並將之轉移海外，一方面又可保持在香港的實際管控權。控制人只要出售「A」股而同時購入相等比例的「B」股即可。這做法若被廣泛採用，可能「輕易導致人們對香港作為主要金融中心的信心減弱」。為此，常委會反對濫發「B」股。
93. 常委會的報告認為很難透過立法有效管控不同投票權，而且這樣做將嚴重偏離香港及相類司法權區固有的立法政策。此等法例所蘊含的非靈活性也可能帶來其他不可預見的問題。
94. 常委會的報告指其「.....反對濫發這類型的股票。不過，*其覺得在上文提到的該種特殊情況下，又或在另一些情況下，這類型的股票有繼續存在的合理需要（粗體以作強調）。*」報告在前文提出的情況計有：

「此外，基於其他因素如國家安全或社會整體利益，最終管控權在特定情況下亦可能適合集中在特定人士手中，雖然有意見認為 B 股獲接受作這些用途，通常只限於公司首次申請上市而不存在保障少數股東問題的時候。」<sup>71</sup>

---

<sup>69</sup> 《公司法改革常務委員會第三份中期報告：B 股》(Third Interim Report of the Standing Committee on Company Law Reform: B Shares)，1987 年 7 月。

<sup>70</sup> 太古股份有限公司、香港置業信託 (Hong Kong Realty and Trust Co. Ltd)、連卡佛有限公司、Local Property Co. Ltd 及聯邦地產有限公司。會德豐有限公司（見第 83 段）於 1985 年由 World International 創辦人包玉剛爵士購入及私有化。

<sup>71</sup> 見附錄一第 8 及 12 段。

95. 常委會認為，「B」股架構可根據《上市規則》按個別情況給予批准而進行管控。數家公司和機構就此課題提交的意見均主張採用此解決方案。常委會還建議「B」股的發行須經由公司中相當數目的股東（除控股股東外）批准。

#### 納入《上市規則》的限制

96. 其後，1987年4月8日公布的「B」股上市限制（見第87段）連同常委會的大多數建議一同納入《主板上市規則》1989年12月版，成為第8.11條，<sup>72</sup>至今未曾有變。該規則採用了1983年《紐約交易所上市公司手冊》的字句，指出新申請人的股本不得包括建議投票權「與股本權益不成比例」的股票（見第81段），<sup>73</sup>以防止「特殊情況」以外的情況下有新的「B」股上市或發行。

---

<sup>72</sup> 聯交所與證券事務監察委員會也曾於1988年9月14日發布聯合公告，指出「作為一般規則」，除經聯交所及證券監理專員同意的特殊情況外，聯交所不會批准任何新「B」股上市，亦不允許上市公司發行任何新「B」股。此公告與《上市規則》第8.11條大體相同。

<sup>73</sup> 《紐約交易所上市公司手冊》§3(1983)規則313.00(D)。

---

## 第三章：香港的競爭力

---

### 香港作為國際金融中心

97. 香港已成功確立自身為國際金融中心及領先的股份上市地。聯交所上市公司總市值在過去十年增長逾四倍，至 2013 年 12 月 31 日達約 24 萬億港元<sup>74</sup>，在過去五年，每年香港均躋身全球首四大集資額最高的首次公開招股市場。<sup>75</sup>
98. 2006 年政府在《「十一五」與香港發展》經濟高峰會後成立了金融服務專題小組。該小組的報告結論是，在其經濟已成為世界最大經濟體之一並仍在快速增長的時候，中國擁有一個自己的世界級國際金融中心有著極其重要的戰略意義。這樣的一個金融中心在金融服務和產品的規模及範圍方面應與紐約和倫敦看齊。<sup>76</sup>
99. 促成香港成功的主要因素包括我們的普通法制度、獨立司法機關維護法治、穩健的監管機制，以及簡單兼具透明度的稅制。<sup>77</sup>政府及監管機構一直致力透過加強我們的監管機制提升香港對發行人及投資者的吸引力。近期的例子包括政府於 2013 年 1 月 1 日立法將上市公司披露內幕消息的責任賦予法定效力。<sup>78</sup>2013 年，有關內幕消息的公司公告及盈利預告和警告分別較 2012 年增加了 52% 和 16%。<sup>79</sup>此外，新保薦人監管制度於 2013 年 10 月 1 日生效，旨在確保「*…投資者能對保薦人工作的質素抱有信心，以維持香港作為主要國際金融中心的聲譽，至為重要*」。<sup>80</sup>
100. 2013 年 1 月，政府成立金發局，為如何推動香港金融服務業的更大發展及金融產業策略性發展路向提出建議。金發局留意到，香港仍面臨來自紐約、倫敦以及新加坡等其他金融中心的激烈競爭。
101. 金發局在 2013 年 11 月刊發的一份報告中指出，香港的監管制度及方針一直能夠有效保障投資者、維持健全市場，以及保持金融穩定。然而，金發局的結論是，由於金融服務業的發展日趨複雜及多樣化，當局應定期檢討本港監管制度的若干範疇，確保我們能夠緊貼市場發展趨勢。<sup>81</sup>金發局近期在其名為《定位香港為國際首選的首次公開招股中心》的文件中表示：

---

<sup>74</sup> 資料來源：《香港交易所市場資料 2013》，「市價總值（1986 年至 2013 年）」，第 27 頁。2003 年及 2013 年底市值數字分別為 54,780 億港元及 239,090 億港元（見[連結](#)）。

<sup>75</sup> 資料來源：國際證券交易所聯會網站，每月數據，表 1.5。

<sup>76</sup> 《金融服務專題小組報告》（2007 年 1 月）第 1.09 至 1.10 段。

<sup>77</sup> 香港特區政府刊發的《香港：中國的全球金融中心》（2013 年 11 月）。

<sup>78</sup> 《2012 年證券及期貨（修訂）條例》。

<sup>79</sup> 證監會網站，新聞稿，「*內幕消息法定披露制度實施一年後的回顧*」，（2014 年 1 月 9 日）。

<sup>80</sup> 證監會，《*有關監管保薦人的諮詢文件*》（2012 年 5 月），第 34 段。

<sup>81</sup> 金發局 1 號研究報告《*鞏固香港作為全球主要國際金融中心的地位*》（2013 年 11 月）第 9(b)及(g)以及 31 段。

「若可在市場效益與高監管標準兩者之間取得適當平衡，在規例中加入適度靈活性或可吸引更多不同類別的企業參與市場，使香港上市的公司種類更趨多元化。」<sup>82</sup>

## 競相爭取中國內地公司上市

102. 香港是中國內地企業境外上市及交易的主要證券市場。中國農業銀行股份有限公司 2010 年在聯交所上市（股份代號：1288），是全球最大宗首次公開招股，透過在香港發行 H 股和在上海發行 A 股集資 220 億美元。過去十年，中國內地公司的首次公開招股平均佔聯交所首次公開招股集資額的 73%。2013 年年底，該等公司佔香港所有上市公司數目的 50%、總市值的 57% 以及股票市場總成交額的 70%。<sup>83</sup>
103. 地緣政治相近是香港成功招攬內地發行人的關鍵之一，但國際監管標準亦功不可沒，因為能協助鞏固投資者對我們市場的信心。政府發表的小冊子指：
- 「香港…一直是國際投資者分享內地經濟增長成果的首選之地，因為他們可根據國際監管標準在香港投資內地股票。」<sup>84</sup>
104. 香港理應是中國內地公司向國際投資者及本地投資者集資的當然首選交易所，因為這裡的投資者都熟識他們的產品和服務。然而，金融服務專題小組於 2007 年也留意到，在金融市場日趨全球化的大背景下，所有的國際金融中心都急切地希望能夠吸引內地的國際金融活動去當地開展，以增強自身國際金融中心的地位。
105. 金發局最近建議，香港應確保本港的上市規例具有競爭力，同時維持優質標準，以鞏固本身作為中國內地國有及私人企業的國際資金籌集中心的首屈一指的地位。<sup>85</sup>

---

<sup>82</sup> 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），「1.4 日後的可行方案」，第 8 頁。

<sup>83</sup> 資料來源：香港交易所。包括 H 股公司、紅籌公司以及內地民營企業。H 股公司為在內地註冊，由內地政府實體或個人控制的企業。紅籌公司為於內地以外註冊，由內地政府實體控制的企業。內地民營企業則指內地以外註冊的內地個人控制企業。

<sup>84</sup> 香港特區政府刊發的《香港：中國的全球金融中心》（2013 年 11 月）。

<sup>85</sup> 金發局 1 號研究報告《鞏固香港作為全球主要國際金融中心的地位》（2013 年 11 月）第 9(b)及(g) 以及 31 段。

## 中國內地公司在美國上市

106. 儘管香港的戰略是成為中國內地公司在國際金融中心集資的首選地點，仍有多家公司選擇美國作為第一上市地。於 2014 年 5 月 31 日，在美國交易所作主要上市的中國內地公司共 102 家，其中近三分之一(30 家)設有不同投票權架構(見圖 1)。

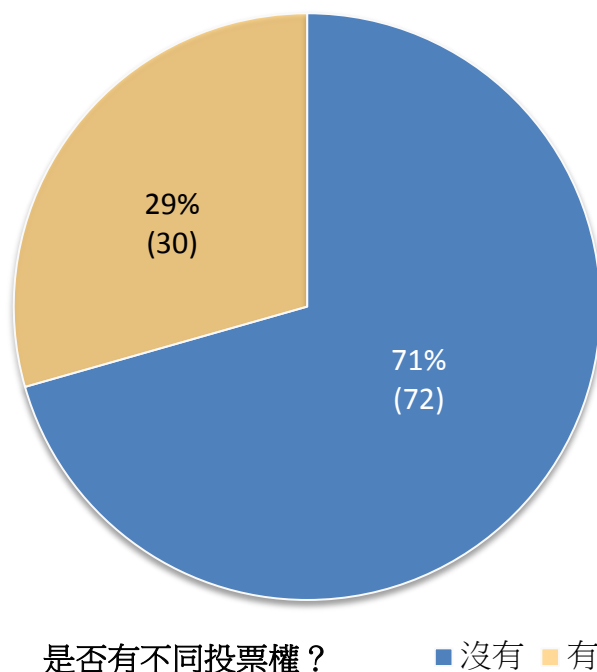


圖 1：採用不同投票權架構的美國上市中國內地公司百分比<sup>86</sup>

107. 中國內地公司使用不同投票權架構在美國交易所上市近期已日趨普遍。由 2011 年至 2014 年 5 月 31 日，內地公司以不同投票權架構在美國上市的數目較並非採用這類架構上市的為多(見圖 2)。2014 年至今 12 家在美國上市的中國內地公司中，9 家均設不同投票權架構。

<sup>86</sup> 總部設於中國內地而透過發行普通股(或普通股的預託證券)進行首次公開招股(不包括反收購)在紐約交易所或納斯達克的主要或較初級板塊作主要上市的公司。不包括同時在香港或中國內地上市的公司，也不包括於 2014 年 5 月 31 日已停牌或除牌的公司。資料來源：彭博。2014 年 5 月 31 日數據。

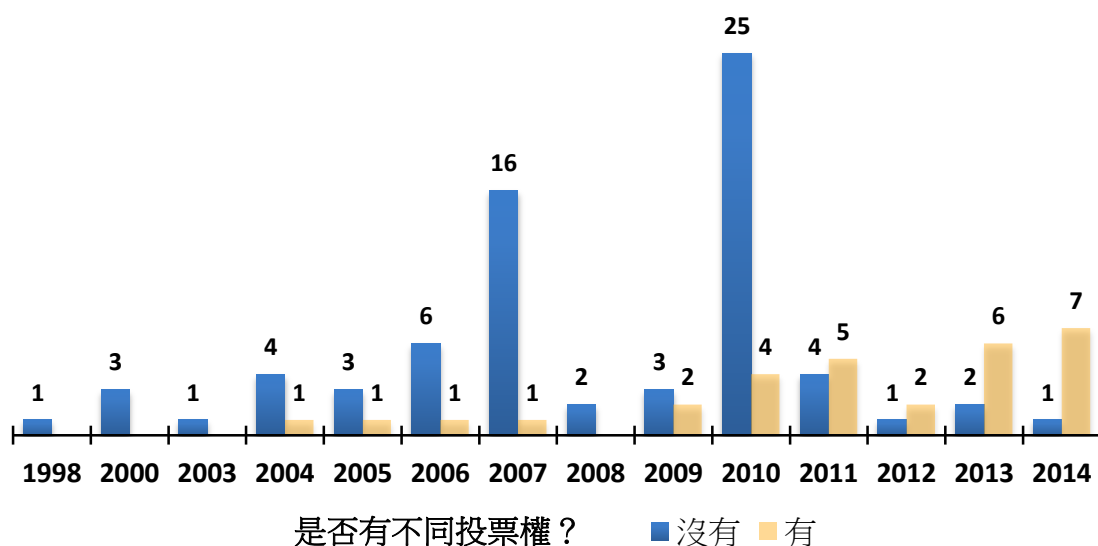


圖 2：採用不同投票權架構  
在美國交易所上市的內地公司數目：1998 年至 2014 年<sup>87</sup>

108. 採用不同投票權架構在美國上市的內地公司雖然數字上只佔三分之一（見圖 1），但市值合計達 1,513 億美元，佔所有美國上市的中國內地公司總市值的 70%（見圖 3）。這些公司透過其美國首次公開招股集資 85 億美元，佔美國上市的內地公司首次公開招股總集資額近半（48%）（見圖 4）。

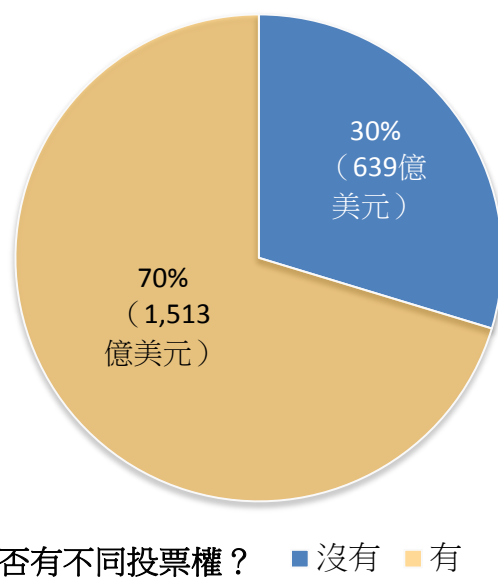
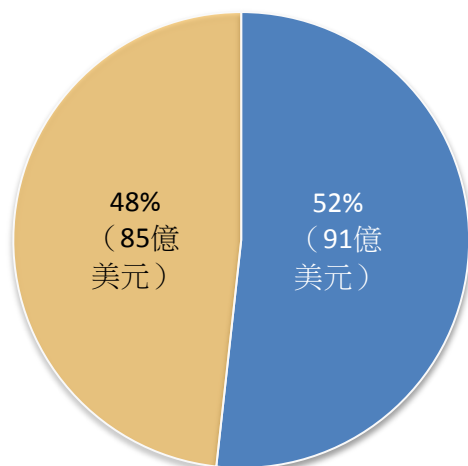


圖 3：美國上市的中國內地公司市值<sup>88</sup>

<sup>87</sup> 資料來源：彭博。2014 年 5 月 31 日數據。有關數計該等公司的準則見註 86。

<sup>88</sup> 資料來源：彭博。2014 年 5 月 31 日數據。有關數計該等公司的準則見註 86。





是否有不同投票權？ ■ 沒有 ■ 有

圖 4：美國上市的中國內地公司集資額<sup>89</sup>

109. 採用不同投票權架構在美國上市的中國內地公司大部分（70%）來自資訊科技行業（見圖 5）。這些資訊科技公司佔所有採用不同投票權架構在美國上市的中國內地公司市值的 90%（1,367 億美元）（見圖 6）。其餘採用不同投票權架構的公司來自廣泛類別的其他行業。

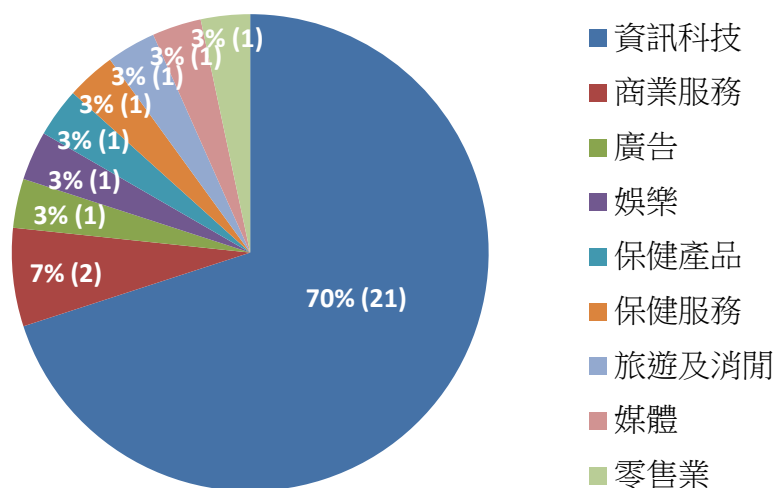


圖 5：採用不同投票權架構在美國上市的中國內地公司：業務類別百分比<sup>90</sup>

<sup>89</sup> 資料來源：彭博。2014 年 5 月 31 日數據。有關數計該等公司的準則見註 86。

<sup>90</sup> 資料來源：彭博。2014 年 5 月 31 日數據。有關數計該等公司的準則見註 86。由於四捨五入，數值的總和未必相等 100%。「保健」包括屬於彭博行業分類的「心血管器械」及「保健服務」行業組別的公司。

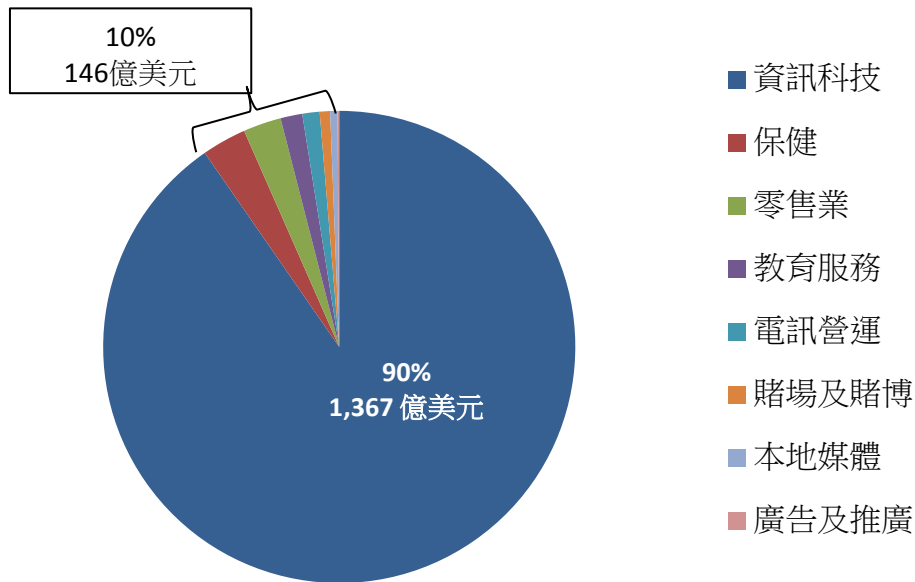


圖 6：採用不同投票權架構在美國上市的中國內地公司：行業總市值百分比<sup>91</sup>

## 資訊科技業在聯交所旗下市場的代表

110. 資訊科技業僅佔香港所有上市公司總市值的 7%（見圖 7）。金融及地產建築業為市值最大的兩個行業。
111. 代表聯交所主板上市股份中最大及最具流動性股份的恒生指數 50 隻成份股中，屬資訊科技公司的僅兩家——騰訊控股有限公司（股份代號：700）及聯想集團有限公司（股份代號：992）。
112. 2010 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日期間在香港上市的 343 家公司中，僅 22 家 (6%) 來自資訊科技業。<sup>92</sup>

<sup>91</sup> 資料來源：彭博。2014 年 5 月 31 日數據。有關數計該等公司的準則見註 86。「保健」包括屬於彭博行業分類的「心血管器械」及「保健服務」行業組別的公司。

<sup>92</sup> 於主板及創業板新上市的普通股權公司，不包括在此兩板之間轉板的公司。行業分類按上市日期的資料。資料來源：香港交易所。

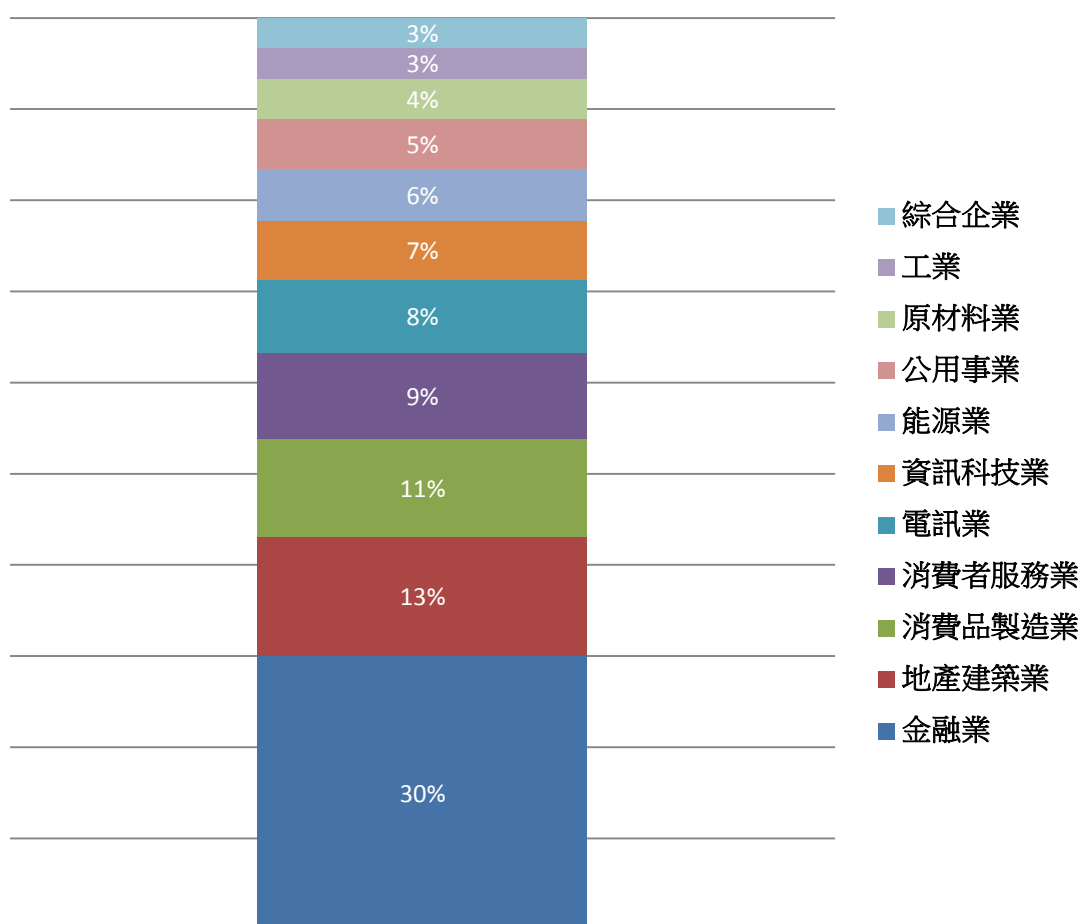


圖 7：按行業劃分的香港上市公司市值<sup>93</sup>

113. 於 2014 年 5 月 31 日，在美國上市的中國內地資訊科技公司的總市值幾同香港上市的資訊科技公司總市值（見圖 8），但背後所牽涉的公司數目要少許多。於 2014 年 5 月 31 日，美國上市的中國內地資訊科技公司平均市值為 38 億美元，香港的相應平均市值僅為 12 億美元。
114. 於 2014 年 5 月 31 日，在香港上市的資訊科技公司共 172 家，總市值為 2,110 億美元。假若在美國上市的中國內地資訊科技公司全部均在香港而非美國上市，香港市場上這行業的公司數目及市值可分別增加 27% 及 84%。

<sup>93</sup> 資料來源：香港交易所 2014 年 5 月 31 日數據。行業分類 (恒生行業分類) 由恒生指數有限公司提供。由於四捨五入，數值的總和未必相等 100%。

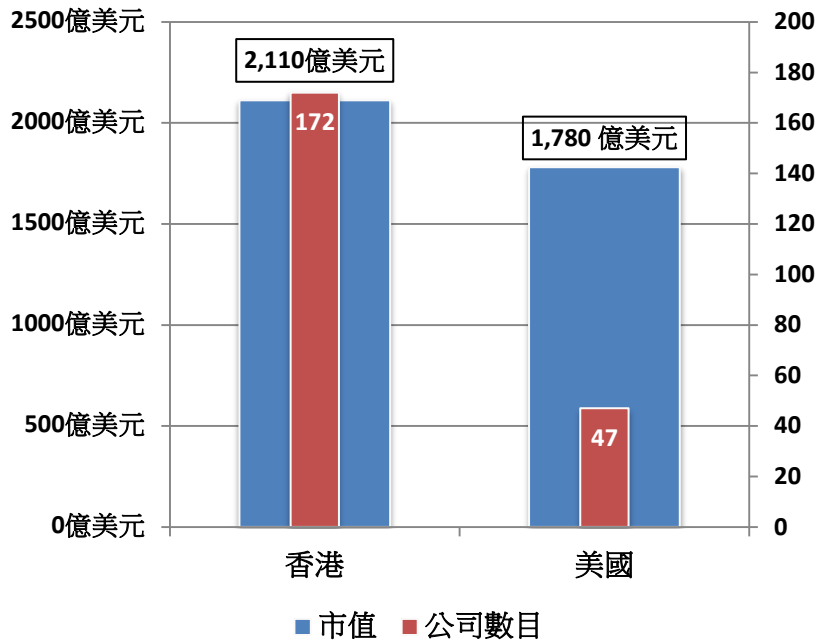


圖 8：香港 vs 美國：中國內地資訊科技公司市值及數目<sup>94</sup>

## 競相爭取國際公司上市

115. 香港在招攬海外公司在聯交所上市方面已取得若干初步成果。至 2014 年 5 月 31 日，海外發行人<sup>95</sup>透過在香港上市共集資 866 億港元。<sup>96</sup>然而，這些發行證券向以來自天然資源、消費品牌及金融服務行業的公司為主。這些發行人大多在有關證券發行前已與中國有若干關連。全球公司本身與中國並無重大連繫而來港上市的，至今未見。
116. 於 2014 年 4 月 10 日，香港證監會與中國證監會就原則上批准開展滬港股票市場交易互聯互通機制（滬港通）試點計劃發出聯合聲明。此試點計劃將會開通中國內地與香港股票市場交易的互聯互通機制。內地機構投資者及符合若干條件的個人投資者<sup>97</sup>將可透過試點計劃買賣合資格的聯交所證券。
117. 香港交易所指，若取得香港證監會及中國證監會的監管批准，滬港通可在未來擴容、擴量及擴市<sup>98</sup>，跨境集資最終或可透過此計劃實現。屆時，在香港上市等同有機會透過香港直接接觸內地投資者，香港作為海外公司上市地的吸引力將會出

<sup>94</sup> 資料來源：香港交易所及彭博。香港數據包括主板及創業板。美國數據包括紐約交易所及納斯達克市場。2014 年 5 月 31 日數據。

<sup>95</sup> 在香港、中國、百慕達及開曼群島這些「認可司法權區」以外註冊成立的普通股本證券發行人。

<sup>96</sup> 資料來源：香港交易所，「新上市公司報告——主板」。

<sup>97</sup> 證券賬戶及資金賬戶餘額合計不低於人民幣 50 萬元的個人投資者。

<sup>98</sup> 香港交易所傳媒研討會，2014 年 5 月 8 日（見[連結](#)）。

現根本性的轉變。金發局指：

「隨著滬港通試點計劃的推出及香港與內地開通股票市場交易的互聯互通機制，香港正具備優勢，可在進一步鞏固其作為中國走向全球的門戶方面發揮更大作用。更重要的是這或會成為另一個吸引海外公司到香港上市，從而同時進入香港及內地資本市場的因素。監管機構應著手考慮我們的市場可如何把握此獨一無二的增長機遇。」<sup>99</sup>

118. 因此，亦應從確保香港市場可為內地投資者提供廣泛的國際投資機遇方面作出考量。附錄七列出採用雙類別股權架構的 25 家最高市值美國上市公司，包括 Google、Facebook、Visa 及 Mastercard 等全球公司。設有雙類別股權架構的公司合共佔所有大型美國上市公司的總市值的 14%。<sup>100</sup>現在我們對不同投票權架構加以禁限，這些公司也就無從來港上市。
119. 再者，隨著內地金融市場繼續走向自由化，香港作為投資者進出中國內地的主要門戶的地位將繼續面對多個競爭考驗，當中包括：國際公司日後若可直接在內地的證券交易所上市，也就不再需要香港市場，及／或國際及內地投資者可更直接進入對方市場。

## 採用其他不同投票權架構

120. 於 2014 年 5 月 31 日，採用不同投票權架構在美國上市的 30 家中國內地公司中，29 家均設有兩類附帶不同的股東大會投票權的股份（見附錄二）。<sup>101</sup>然而，其他美國上市公司尚會採用其他不同投票權架構，這些在第五章有詳細論述。IRRCi 與機構股東服務公司（Institutional Shareholder Services）於 2012 年的一份報告發現，賦予若干人士有特別權利委任公司董事會若干董事（通常為大多數）的架構在媒體公司中尤為常見。<sup>102</sup>同樣地，內地公司亦有可能採用有別於傳統雙類別股權架構的其他架構往美國上市。有關美國上市的中國內地公司採用或擬採用的其他架構載於第 142 至 146 段。

## 與其他司法權區的競爭

121. 競逐中國內地公司上市業務上，除美國之外，聯交所的對手主要是新加坡及英國。

---

<sup>99</sup> 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），「1.4 日後的可行方案」，第 8 頁。

<sup>100</sup> 總部設於美國、市值逾 20 億美元並於紐約交易所或納斯達克全球精選市場或納斯達克全球市場或納斯達克資本市場作主要上市的公司。不包括投資工具，私人有限合夥企業及有限責任公司。資料截至 2013 年 12 月 31 日。資料來源：彭博及美國證監會公司存檔。

<sup>101</sup> 蘭亭集勢為單類別股份架構。然而，對於涉及控制權變動而須經股東大會投票表決的決議案，其控股股東每股有三票（蘭亭集勢章程細則（2013 年 5 月 23 日存檔的 F-1/A 表格附件 3.2）第 21.2 段）。

<sup>102</sup> IRRCi 及 ISS《Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review》，（2012 年 10 月）。

## 新加坡

122. 新加坡的新交所並不允許主要上市公司採用不同投票權架構（見附錄三第 82 至 84 段）。
123. 於 2014 年 5 月 31 日，在新交所作主要上市的中國內地公司共 57 家。<sup>103</sup>於 2010 年，現已上市的 7 家中國內地公司在新交所透過將普通股作主要上市集資合共 3.68 億美元。2011 年並無該等上市，2012 年有 1 家，上市的公司為礦業公司新開集團有限公司，此乃最近期一家在新交所透過首次公開招股集資作主要上市的中國內地公司。

## 英國

124. 英國禁止那些能將權力集中於少數人手上的「高級上市」股份上市。<sup>104</sup>「標準上市」股份（包括第一上市）可以採用不同投票權架構，但英國的機構投資者大多敵視反對此等架構（見附錄三，第 55 至 64 段）。
125. 倫敦交易所近期成功招攬中國內地公司透過主要上市集資。2013 年上市的 3 家內地公司共集資 5,640 萬美元。中國內地公司在倫敦交易所作主要上市的總數合計有 11 家，全部均在倫敦交易所市場專為規模較小的增長型公司而設的 AIM 上市。<sup>105</sup>全部均無不同投票權架構。

## 其他監管考慮

126. 按上文提述的研究及統計，聯交所限制不同投票權架構可能是一些中國內地公司決定在香港以外市場上市的一個因素。有指我們主板對上市申請人往績的業務紀錄規定（例如盈利測試<sup>106</sup>）及（情況較少）創業板的同類規定亦或會令非大型公司放棄在聯交所上市集資。
127. 然而，紐約交易所及納斯達克的最高等市場（全球精選市場(Global Select Market)）對財務資格及股份分布的規定一般要比聯交所旗下市場的規定嚴格。故這些規定未必是一個重要因素。有關聯交所上市資格規定與紐約交易所及納斯達克規定的比較概要載於附錄六。附錄二所示的 30 家美國上市的中國內地公司中，25 家也達到《上市規則》所載在主板或創業板上市的量化門檻。<sup>107</sup>

---

<sup>103</sup> 資料來源：彭博。2014 年 5 月 31 日數據。有關數計該等公司的準則見註 86。

<sup>104</sup> 高級上市是成為若干富時指數（包括富時 100）成分股的先決條件。

<sup>105</sup> 資料來源：彭博。2014 年 5 月 31 日數據。有關數計該等公司的準則見註 86。

<sup>106</sup> 《主板上市規則》第 8.05(1)條。

<sup>107</sup> 此結論僅基於將這些公司在美國上市招股章程中所列的財務數據對照《主板上市規則》第 8.05(1) 至(3) 條及《創業板上市規則》第 11.12A(1)條所載的量化財務資格標準而作出。我們並無測試這些公司能否符合適合上市與否的規定又或非財務的資格準則（包括管理層及擁有權的持續性規定）。優酷網及土豆網於 2012 年 8 月 23 日合併，故於計算數據時被視為一家公司。

---

## 第四章：司法權區對照比較與實證研究

---

128. 聯交所廣泛地檢視過其他司法權區的規則及常規做法，也檢視並分析了關於不同投票權架構對公司表現影響的實證研究（分別見附錄三及四）。

### 司法權區對照比較

129. 我們發現世界各地對不同投票權架構有許多不同的處理方式。有些司法權區（如美國、加拿大及瑞典）是透過公司法規及上市規則容許不同投票權架構存在。有些司法權區（如英國、澳洲及新加坡）的公司法制允許公司採用不同投票權架構，但如香港般會對上市公司設限。也有些司法權區（如德國、西班牙及中國內地）的公司法嚴禁不同投票權架構，意即上市及非上市公司均不許採用。

130. 英國已採取行動收緊制度，規定可採用不同投票權架構的只限於「標準上市」股份（見附錄三第 55 至 61 段）。意大利最近發表報告，指某些情況下不同投票權架構或有其益處（見附錄三第 36 段）。新加坡已宣布修訂公司法，刪除要求公眾公司發行的股份每股附有一票投票權；但新交所目前仍然禁止在其作第一上市的公司採用（見附錄三第 82 至 84 段）。在瑞典，很多上市公司採用雙類別股權架構，但據我們了解，現在已少有如此股權架構的公司上市（見附錄三第 49 至 52 段）。

### 實證研究

131. 在附錄四，我們提供有關多項實證研究的主要概覽，當中探討雙類別股權架構所產生的影響；有關研究普遍集中於這類股權架構的公司在表現上的差異。雖說有關研究結果的差異相當大，但學術界人士一般同意以下幾點：

- (a) 首先，控制權的價值定高於控權人所持股本權益的價值。
- (b) 第二，這價值的來源包括：(i) 控權人能夠享用其他股東無法獲取的私利；及 (ii) 抗衡控制權轉變的能力。
- (c) 第三，雙類別股權架構令投票權與現金流權利之間關係背離，使得與「一股一票」結構比較起來，會減少抗拒侵吞私利的能力，使在絕對投資金額減少下也能抗衡控制權轉變。

132. 投資者似乎一般對雙類別股權架構中附有較次等投票權的股份會施加折讓，反映了控權人侵吞私利、公司表現欠佳和管理層自保等風險，但到底這些風險是否真的對公司表現造成不良影響，則仍然沒有共識。

### 研究結果

133. 實證研究（附錄四）對於不同投票權架構對公司表現影響是好是壞並無明顯共識，但一致的看法是，不同投票權架構的存在，會令上市公司公開交易的股份價格下降。

134. 我們的司法權區對照比較（見附錄三）顯示，世界各地對不同投票權架構有許多不同的處理方式，也未見任何轉用或棄用這些架構的一致趨勢。



---

## 第五章：其他通用的不同投票權架構

---

### 引言

135. 我們檢視美國的做法時發現，好些美國上市公司的不同投票權架構有別於雙類別股權架構（見第 28 段）。具體而言，有些公司的股權架構會使在任的控權人有更大或獨有的權利任命公司董事會（通常是過半數）的董事。
136. 至 2014 年 5 月 31 日，我們發現只有一家美國上市的中國內地公司（汽車之家）將委任董事會過半數董事的權利授予其在任管理人（見第 143 段）。在此描述這些另類的股權架構，是因為可能會有中國內地公司以這些股權架構或其他變相版本在美國上市。因此，我們希望所諮詢的不同投票權架構種類盡可能多且廣。究竟應否考慮接受香港上市公司或尋求在港上市公司採用此等另類股權架構，我們現徵詢市場的意見。

### 董事遴選分兩組進行

137. IRRCi 與機構股東服務（提供企業管治分析的公司）以 2012 年 1 月 1 日的標普 1500 綜合指數成分股中的「受控制公司」<sup>108</sup>為對象進行聯合調查。<sup>109</sup>IRRCi 研究發現，有 45 家公司（佔該指數 3%）是通過若干股份而受控制，此等股份的持有人能夠任用固定人數或百分比（通常是過半數）的董事會成員。
138. 其中 21 家公司的董事會分成兩組，每組關乎一個股份類別（即「A 類」董事及「B 類」董事）。股東大會上選任董事時，「A 類」股東投票遴選「A 類」董事，「B 類」股東投票遴選「B 類」董事。其中一類股份的持有人（通常是公司的創辦人）將較另外那類股東有權提名較多人數的董事進入董事會。
139. 像耐克(Nike Inc)及紐約時報公司(New York Times Company)就是此類。

### 無投票權普通股

140. IRRCi 研究找到 14 家設無投票權普通股的公司，這些公司也有發行每股可投一票的股份，但大部分均由內部人士持有，意味外界投資者對公司的主要決定鮮有發言或參與決策的機會。美國上市公司中，阿波羅集團公司(Apollo Group Incorporated)及聯邦投資者公司(Federated Investors Inc)就是此類。

---

<sup>108</sup> 按 IRRCi 研究的界定，「受控制公司」指公司中有一名人士或一個群組共同：

- (a) 擁有該公司 30% 或以上的投票權；或
- (b) 能夠任用相當數量的董事（佔董事會成員 40% 或以上）。

此釋義很接近《上市規則》對「控股股東」的釋義。

<sup>109</sup> 此指數是三隻指數的綜合指數，分別是標普 500（市值最大的美國上市公司）、標普 400（美國中型上市公司基準指數）及標普 600（美國小型上市公司基準指數）。

## 混雜型

141. IRRCi 研究也找到一些混雜模式的股權架構。有 9 家公司所設的股份類別，其持有人每持有一股可投多於一票，並獨有遴選董事會大部分董事的權利。著名例子包括 Expedia Inc、好時公司(The Hershey Company)及 Ralph Lauren Corporation。

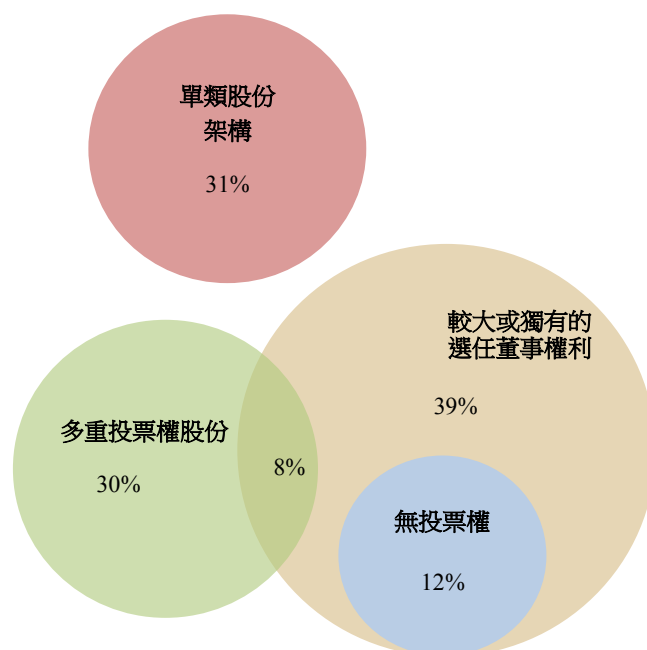


圖 9：標普 1500 綜合指數成分股當中的受控制公司所採用擁有權架構分析<sup>110</sup>

## 其他可能架構

142. IRRCi 研究所檢視的並不包括美國所有上市公司，而只是從中找出具代表性者進行研究，另外研究中亦無詳細描述所研究公司的控制權架構，故可能尚有其他有公司使用而本章未有敘述的架構也說不定。
143. 在美國上市的公司利用不同投票權架構向特定人士授予特別控制權，亦可能只是通過公司章程細則的條文，而沒有將相關權利附加於某類股份。像 2013 年 12 月在紐約交易所上市的中國內地網上汽車銷售公司汽車之家，其章程細則表明，公司的現任控股股東持有其普通股股本總額至少 39.3%，他們有權（但沒有責任）委任至少過半數董事進入董事會。若他們所委任的董事被罷免，他們也有填補該空缺的特別權利。由控股股東委任的董事不須輪值退任。<sup>111</sup>
144. 我們也留意到，JD.com（中國內地網上直銷公司）向一美國交易所申請上市時所存檔的章程細則中訂明，公司舉行董事會議時，若創辦人未克出席，即作不符法

<sup>110</sup> 2012 年 1 月 1 日數字。所顯示的百分比為每個類別在標普 1500 綜合指數成分股中 114 家「受控制公司」所佔的百分比數字。資料來源：IRRCi 研究。

<sup>111</sup> 汽車之家章程細則（2013 年 11 月 27 日存檔的 F-1/A 表格附件 3.2）第 87(1)、87(5)及 88(1)段。

定人數論。<sup>112</sup>若董事贊成與反對某項事宜的票數相同，創辦人可投決定性一票。填補臨時空缺而委任董事時也須經創辦人批准。<sup>113</sup> JD.com 亦設雙類別股權架構（見附錄二），創辦人持有的「B」股賦予其每股有 20 票的投票權。

145. 於紐約交易所上市的中國內地網上零售商蘭亭集勢設單類股份架構，大部分須經股東於股東大會上批准的決議案，股東每持有一股可投一票；但章程細則訂明，若決議案涉及公司控制權變動，公司創辦人每股可投三票。<sup>114</sup>
146. 阿里巴巴在申請美國上市時的存檔披露，其於上市時將具有單一類別普通股。普通股持有人在所有普通股可享有投票權的事宜上，每持有一股可投一票。阿里巴巴合夥（Alibaba Partnership）可享有獨有權提名過半數董事會成員。每名獲提名的董事候選人將需於周年股東大會上獲得過半數股東投票支持才可當選。<sup>115</sup>

---

<sup>112</sup> 百度的章程細則也有類似條文，訂明董事會議須有公司創辦人之一的李彥宏出席方符合法定人數論（百度章程細則（2005年7月12日存檔的F-1/A表格附件3.1）第89段）。

<sup>113</sup> JD.com 章程細則（2014年3月19日存檔的F-1/A表格附件3.2）第90(e)、112及114段。

<sup>114</sup> 蘭亭集勢章程細則（2013年5月23日存檔的F-1/A表格附件3.2）第21.2段。

<sup>115</sup> 阿里巴巴於2014年5月6日存檔的F-1表格第187頁及206頁。此F-1表格於2014年7月11日的修訂本（第206頁）指出，若在任何時候因任何原因阿里巴巴合夥提名或委任的董事人數少於董事會簡單多數，則阿里巴巴合夥將有權（全權及毋須額外股東行動）另行向董事會委任所必要人數的董事，以令阿里巴巴合夥提名或委任的董事人數佔董事會的簡單多數。

---

## 第六章：其他考慮因素

---

### 能否只限於新申請人

147. 我們注意到常委會於 1987 年 7 月的報告指，附帶不成比例投票權的普通股份（當時稱為「B」股）「…獲接納的情況，通常只限於公司首次申請上市而不存在保障少數股東問題的時候。」（只有英文版，中文譯本僅供參考）<sup>116</sup>（見附錄一第 8 段）。若容許公司於上市後實施不同投票權架構以保障控股股東，其他股東的權利或會受到不公平的限制或削弱。
148. 在首次公開招股階段實施不同投票權架構的公司，其投資者完全知悉所買入股份的權利較其他股份權利為少，並在該基礎上進行投資，而其後於交易市場投資該公司的股東亦然。他們一般在事前並無該公司權益，因此於首次公開招股階段實施不同投票權架構不會限制或削弱他們已有的權利。
149. 在美國，紐約交易所及納斯達克容許新申請人以不同投票權架構上市。然而，他們禁止可損害公司現有股東權益的股份在其市場上市。紐約交易所上市公司手冊（NYSE Listed Company Manual）訂明（只有英文版，中文譯本僅供參考）：
- 「根據《交易所法》（Exchange Act）第 12 條登記的公開買賣普通股，其現有股東之投票權不得被任何公司行動或股份發行不公平地削弱或限制。該等公司行動或股份發行的例子包括（但不限於）採納與持股時間長短掛鈎的投票計劃、採納設有上限的投票權計劃、發行附帶超級投票權的股份，又或透過交換發售發行投票權少於現有普通股每股投票權的股份。」<sup>117</sup>
150. 納斯達克的證券市場規則（NASDAQ Stock Market Rules）訂明（只有英文版，中文譯本僅供參考）：
- 「根據投票權規則，公司不得新增投票比率較現有證券類別高的證券類別，亦不得採取任何其他能限制或削弱現有證券類別的投票權的行動。」<sup>118</sup>

### 規避風險

151. 若聯交所實施限制，只容許新申請人設立不同投票權架構，可能要面對現已上市公司或會企圖規避此限制的風險。舉例而言，他們可能會轉移資產或業務到私人公司，再將該私人公司以不同投票權架構上市；又可能嘗試分拆資產或業務，再以不同投票權架構申請為新上市公司，又或以該等架構進行反收購行動；甚至可能取消上市再於稍後以不同投票權架構重新上市。

---

<sup>116</sup> 見附錄一第 8 段。

<sup>117</sup> 《紐約交易所上市公司手冊》第 313(A)條。

<sup>118</sup> 《納斯達克證券市場規則》第 5640 條。

152. 聯交所可在《上市規則》中加入通用的反規避條文，阻礙及防止現已上市公司故意規避該限制。然而，這做法也不保證萬無一失。聯交所須就個別交易會否構成規避限制作出主觀判斷。聯交所以外人士與聯交所對個別個案不一定持相同意見。

## 美國市場實施的限制

153. 美國上市公司所用的雙類別股權架構，常見特徵為限制多重投票權股份持有人所享有的權利。表 2 概述附錄二所載 30 家在美國上市的中國內地公司於首次公開招股時所提出的限制特徵，另亦包括一些非中國公司的例子。

特徵	限制	中國內地公司常見程度	非中國公司例子
轉讓限制	<p>多重投票權股份的實益擁有權轉讓予原持有人之非聯屬人士時，一般必須轉為一股一票股份。<sup>119</sup></p> <p>三家公司（當當網、奇虎 360 及去哪兒網）亦規定，若聯屬人士於取得實益擁有權後六個月內轉讓股份，有關股份須轉為一股一票。</p> <p>一家公司（邁瑞醫療）規定，若聯屬人士於取得實益擁有權後任何時間轉讓股份，有關股份須轉為一股一票。</p>	30 家公司中有 27 家（所有公司，盛大遊戲、藝龍及蘭亭集勢除外）	Facebook、谷歌、LinkedIn、Zynga
創辦人或其他人士須持有最低持股量	<p>若公司創辦人於任何時間持有多重投票權股份少於 5%，所有已發行的多重投票權股份必須轉為一股一票股份。</p> <p>一家公司（汽車之家）將此持股下限訂為所有類別股份的總數的 39.3%，另一家（人人）訂為創辦人於首次招股上市時持有所有類別股份總數的 50%。愛康國賓將此持股下限訂為公司已發行普通股總數的 8%。</p>	30 家公司中有 13 家（58 同城、汽車之家、百度、當當網、愛康國賓、JD.com、聚美優品、網秦、完美世界、人人、好未來、微博及歡聚時代）	AMC 院線公司（已發行股份總數的 30% 為下限）

<sup>119</sup> 「聯屬人士」一般指：(a)持有人的直系親屬、以其為受益人設立的信託及該等親屬全部或部分擁有的公司；及(b)持有人控制的公司。

特徵	限制	中國內地公司常見程度	非中國公司例子
	<p>JD.com 規定，若創辦人並無持有任何 B 股，須轉換 B 股。</p> <p>兩家公司（網秦及歡聚時代）除上述創辦人持股下限外，若非創辦人持有人持股量改變達 50% 以上，須轉換多重投票權股份。人人則要求，若非創辦人持有人於首次招股上市時持有之普通股跌至 50% 以下，須轉換多重投票權股份。</p>		
控制權變更事件	一家公司（汽車之家）規定，若公司控制權有變，所有多重投票權股份須轉為一股一票股份。	30 家公司中有 1 家（汽車之家）	無例子
創辦人退休／喪失工作能力／去世	一家公司（JD.com）規定，若創辦人不再受僱為行政總裁或因健康及／或精神狀況永久不能再出席董事會會議，須轉換所有多重投票權股份為一股一票股份。	30 家公司中有 1 家（JD.com）	谷歌 <sup>120</sup> 、Zynga、LinkedIn、Groupon
已發行股份下限	一家公司（邁瑞醫療）規定，若已發行的多重投票權股份低於其股本的 20%，須將多重投票權股份轉為一股一票股份。	30 家公司中有 1 家（邁瑞醫療）	LinkedIn、Zynga（低於股本 10% 時轉換）
股東投票	若多重投票權股東投票贊成將多重投票權股份轉為一股一票股份，須進行轉換。	沒有	<p>Facebook（只須多重投票權股東大比數通過）</p> <p>Groupon（須經多重投票權股東 66.6% 批</p>

<sup>120</sup> 除非有關多重投票權股份是轉讓予另一創辦人，或轉讓予創辦人離世前所提名的信託人並經董事會批准（見谷歌 2004 年 8 月 9 日提交的 S-1/A 表格附件 3.01.2 公司註冊證書章程細則第 IV 條第 2(f)(iv) 節）。Groupon 在其公司註冊證書亦載有相似條款。（見 Groupon 2011 年 11 月 1 日提交的 S-1/A 表格附件 3.2 公司註冊證書章程細則第 IV 條第 4(f) 節）。

特徵	限制	中國內地公司 常見程度	非中國公司例子 (准)
日落條款	在特定日期，多重投票權股份須轉換為一股一票股份。	沒有	Groupon (於五年後轉換為一股一票股份 <sup>121</sup> )

表 2：美國上市公司對多重投票權股份架構實施的限制<sup>122</sup>

154. 聯交所旗下市場若容許公司採用不同投票權架構，或適宜施加額外限制。這可能包括規定在其所有公司通訊中加上警示、在其證券簡稱加上「X」記認、對每股可附帶投票權數目設立上限，以及加強獨立非執行董事的權力等等。聯交所亦可考慮表 2 所載以外的其他情況，規定在該等情況下公司即須終止其於股東或董事會層面的不同投票權架構。

## 能否只限於特定行業

155. 第三章闡釋了聯交所正與美國的交易所競逐中國內地公司的上市。以不同投票權架構在美國上市的中國內地公司中，大多數(70%)是資訊科技業的公司，佔該等公司總市值的90%（見第109段以及圖5及圖6）。

156. 資訊科技公司在香港上市公司的比例相對較低。代表聯交所主板上市股份中最大及最具流動性股份的恒生指數 50 隻成份股中，屬資訊科技公司的僅兩家——騰訊控股有限公司（股份代號：700）及聯想集團有限公司（股份代號：992）。

157. 要應對該等競爭事宜及限制雙類別股權架構所構成的風險，我們可將不同投票權架構的使用局限於特定行業（如資訊科技行業）。然而，我們不覺有其他司法權區將不同投票權架構局限於個別行業。

158. 雖然不同投票權架構在資訊科技行業更為常見，很多不同類型行業的公司也有採用此類架構。2001 年至 2013 年 12 月 31 日間，美國涉及雙類別股權架構的首次

<sup>121</sup> Groupon 的兩個普通股類別將於 2016 年 11 月 9 日（其向特拉華州提交第六次修訂及重述的公司註冊證書後滿五年）自動轉換為單一普通股類別（資料來源：Groupon 2011 年 11 月 1 日提交的 S-1/A 表格附件 3.2 公司註冊證書；章程細則第 IV 條第 4(a)(iii)節「最後轉換日(Final Conversion Date)」及(d)「A 類普通股及 B 類普通股最後轉換(Final Conversion of Class A Common Stock and Class B Common Stock)」；以及於 2013 年 4 月 29 日提交的 2013 年委任代表聲明(2013 Proxy Statement)(DEF 14A 表格)，「有關主要股東、董事及管理人員實益擁有權的資料(Information Regarding Beneficial Ownership of Principal Shareholders, Directors and Management)」註 1）。

<sup>122</sup> 資料來源：公司在美國的交易所進行首次公開招股前向美國證監會提交註冊聲明時以附件形式刊登的章程細則。

公開招股中，80%都不是資訊科技公司<sup>123</sup>，而主要屬於能源、金融及通訊行業。

159. 附錄七列載美國採用雙類別股權架構的25家最高市值上市公司。這些公司當中，逾半均非資訊科技業。若與美國的交易所競爭是香港接納雙類別股權架構的合理原因，將其用途限於個別行業或會考慮欠周，因為假以時日有關的競爭或會延至其他行業。

### 分類事宜

160. 若聯交所要將不同投票權架構限於資訊科技公司或其他行業，我們須清楚界定該等公司。以恒生行業分類系統<sup>124</sup>作為界定釋義之本可以是方法之一。
161. 但是，此方法可能包括不了普羅大眾亦視為「科技行業」的若干公司類別。舉例而言，生物科技公司及屬於「清潔能源」行業的公司均不在恒生行業分類的「資訊科技」定義內（見第4頁表1）。另外，此定義不包括來自電訊業的公司。
162. 若擬將可採用不同投票權架構的公司規限於其他行業的公司亦可以出現類似的定義問題，因此或有必要根據各行業本身具體情況而對源自恒生行業分類的定義作出調整。一旦決定了合適的定義，聯交所可能仍須保留權力，在申請人並非清楚符合協定定義時因應個別情況指定申請人為合資格公司。另外，每個定義也或需因應個別行業的變化而不時修訂。

### 能否只限於「創新型公司」

163. 論者曾建議的方案之一，是或只容許「創新型」公司使用不同投票權架構，用意是可望促進一些或對行業本身或整體社會有革新性作用，假以時日亦對市場整體以至公眾帶來重大裨益的特殊公司上市。
164. 儘管我們可以為「創新」<sup>125</sup>下定義，但要界定一家公司是否符合此定義可能非常主觀。有關的定義亦無可避免地不時轉變，因為成功的創新很快就會變得稀鬆平常。

---

<sup>123</sup> 於2001年1月1日至2013年12月31日期間於紐約交易所或納斯達克全球精選市場或納斯達克全球市場或納斯達克資本市場作首次公開招股的公司，其發行股本包括兩類於股東大會上帶有不同投票權的普通股。資料來源：彭博

<sup>124</sup> 見恒生指數有限公司網站。

<sup>125</sup> 根據牛津英語辭典，「創新」指「形容（產品、想法等）帶新意或具新方法的形容詞；先進及原創的。」



---

## 第七章：問題

---

165. 我們就應否准許已在或擬在聯交所上市的公司採納不同投票權架構諮詢市場意見。

閣下作出回應前，敬請先細閱以下所有問題。

**問 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？  
請說明理由。

如閣下認為應有個別情況可准許公司採用不同投票權架構，請回答以下其餘問題。

**問 2：** 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（見第 147 至 152 段）；或
- (c) 僅限於：
  - (i) 來自個別行業的公司（例如資訊科技公司）（見第 155 至 163 段），請註明哪些行業及應如何界定該等公司；
  - (ii) 「創新型」公司（見第 164 至 165 段），請註明應如何界定該等公司；或
  - (iii) 符合其他具體預設特徵的公司（譬如規模或歷史），請註明理由。
- (d) 只有在現行《上市規則》第 8.11 條<sup>126</sup>准許的「特殊情況」下（見第 81 段）；如是，請列舉例子。

請說明理由。

閣下亦可選擇多於一個上述選項(b)、(c)及(d)，以表明閣下屬意的選項組合。

**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（見第 153 段所述之例子），或增加其他額外限制或以其他限制取替任何限制？

---

<sup>126</sup> 《創業板上市規則》第 11.25 條。

請說明有關限制及理由。

**問 4:** 應否容許其他的不同投票權架構（見第五章所述之例子）？如是，又應是哪些及在甚麼情況下？

請說明理由。特別是，閣下會如何就所述的此等架構回應問 2 及問 3？

**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（見第 67 至 74 段及附錄五）？如是，請說明該等修訂及原因。

**問 6:** 對於本文件第 33 至 47 段所述的額外事項，閣下可有任何其他意見或建議：

- (a) 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（見第 33 至 41 段）；及
- (b) 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（見第 44 至 47 段）？

**問 7:** 對於不同投票權架構，閣下可有任何其他意見？

---

## 附錄一：《公司法改革常務委員會第三份中期報告：B 股》 (1987 年 7 月)(節錄)(香港交易所譯本)

---

「B」股乃用以方便描述一家公司中雖構成普通股一部分但被賦予較多或較少投票權的股份，賦予不同投票權的方法一是直接分配，一是發行的面值有別於其他普通股(或稱「A」股)。這個情況有時稱為「雙類別資本結構」(dual class capitalisation)，尤其在美國。

2. 現時在聯合交易所上市而有此資本結構的公司有五家 —

1. 太古股份有限公司
2. 香港置業信託 (Hong Kong Realty and Trust Company Limited)
3. 連卡佛有限公司
4. Local Property Co. Ltd
5. 聯邦地產有限公司

3. 最近再有三家知名的公司(怡和控股有限公司、和記黃埔有限公司和長江實業(集團)有限公司)亦擬跟隨這五家公司的做法，在香港引起很大關注。有關建議現已撤回，但政府要求常委會研究有關情況，特別是「現時公司有能發行投票權與面值不成比例的股份，是否符合股東整體利益及公眾利益，如不符合，須指出現行法律框架應否改變。」

4. 常委會已向有關公司及向專業及商業團體徵求意見，並已收到回應。我們透過傳媒向公眾諮詢後，亦接獲三名關注此議題的個別人士回覆。

5. 紐約證券交易所曾建議取消禁止附帶不同投票權的普通股類別的公司上市的規定。透過金融公司的協助，常委會取得了美國證券交易委員會在研究該建議的過程中收到的多份詳細回應意見。(我們知道美國證券交易所的投票權規定較為寬鬆，美國交商會在這方面則全無限制。)

6. 所提及的在倫敦證券交易所上市公司中有發行 B 股的公司(據悉有 55 家，包括 Reuters Holdings P.L.C., Great Universal Stores P.L.C. 及 Whitbread & Co. P.L.C.) 以及在紐約證券交易所上市的少數 B 股公司(如 Ford、General Motors 及 Dow Jones) 主要是歷史性的。但發行 B 股的做法在美國其他市場及在加拿大均很普遍。我們知道歐洲大陸許多國家的法例均容許企業透過發行完全沒有投票權的證券進行股本融資。

7. 反對 B 股的主要論點是 B 股違反一股一票的民主理念，助長了由少數人士組成及可自我延續的群體對公司的管控。美國證券交易委員會收到的學術意見相當重視這點，並相信若管理層毋須向任何人負責，於公司又只有很少財政權益，則公司的經濟表現必定下滑，一般股東要蒙受損失。美國的研究顯示，當現有上市公司以發行 B 股重整資本時，A 股股價幾乎必跌，跌幅通常為 5%。另一更直接的結果是，一般股東將無法從收購活動通常產生的股價上升中得益，因為競投方通常傾向集中購入的是附有較多投票權的股份，且多數願意以較高價格購入，競投方甚至可能不會就其他類別的股份提出要約。但在香港，這個情況多數不會出現，因《公司收購及合併守則》第 22 條訂明「要約人必須作出安排，確保所有類別的權益股本的持有人的權益...獲得保障，並須向該等持有人作出適當要約或建議。」此外，該守則第 33(1)條亦指明任何人士購入的股份若佔公

司總投票權 35%或以上，其有責任就其已持有的附帶投票權的任何類別的股份，向其他持有該等類別股份的人士提出要約，而且「必須向其他類別的權益股本的持有人提出相若的要約，不論股本是否附帶投票權」。第 33(4)條規定要約價如何計算，及特別指明「在涉及多於一類股本的情況下亦須諮詢（收購及合併）委員會」。

8. 就目前的情況而言，公司發行「B」股可能是要防範敵意收購。這些股份可有效用以建立穩健（雖然未必無敵）的防禦，抵抗該類型的攻擊。此外，可以理解，由創辦人家族或企業家控制的公司必然希望保留管控權之餘，又想仍有機會在需要時進行股本融資。此外，基於其他因素如國家安全或社會整體利益，最終管控權在特定情況下亦可能適合集中在特定人士手中，雖然有意見認為 B 股獲接受作這些用途，通常只限於公司首次申請上市而不存在保障少數股東問題的時候。除這些情況外，富彈性的做法（非一股一票可提供）亦可能有利公司重組及合併。

9. 香港法例第 32 章《公司條例》第 114A(1)(e)條訂明「若公司原本有股本，每名股東每持有一股或每 100 元的股份有一票，若是其他情況，每名股東有一票。」表 A 第 64 條反映這規定，該條訂明「除卻暫時附於任何股份類別的任何權利或限制，以舉手方式表決時，每名親身出席的股東有一票，以投票方式表決時，每名股東每持有一股有一票。」

10. 不過，個別公司可按其意願於本身的章程細則中自訂投票權的分配方法。如屬這情況，明確訂明的條文將取代法例所載的條文。此外，公司永遠有權修改其章程細則，因此隨時可以修改任何特定股份類別附帶的投票權；有關方法由組織大綱或章程細則規管，也有其他法定條文載於該條例第 63A 條。目前法定條文及普通法均保障公司章程細則不會被人不公平運用權力修改。首先，《公司條例》第 64 條規定，佔特別股份類別持有人 10%的人士可就章程細則任何更改其權利的條文修訂向法庭提出上訴。第二，根據該條例第 168A 條，任何股東認為其權益被不公平損害，均可向法庭申請保護。第三，普通法規定，公司章程細則任何修訂不但須按《公司條例》的技術條文作出，也須真正符合公司整體利益。《公司條例》第 63A 條的條文極為複雜，其本身已足見透過制定法規有效管控不同投票權的難度，而且這樣做將嚴重偏離香港及相類司法權區固有的立法政策。再者，此等法例所蘊含的非靈活性也可能帶來其他不可預見的問題。

11. 若立法管控如投票權這樣一種基本的權利在原則上是合理的，理論上其應適用於根據該條例註冊成立的所有公司，但常委會堅信私人及非上市公眾公司應可繼續根據本身需要及意願自由安排其組織章程。常委會所諮詢並曾思考此方面問題的人士均表達了類似的看法。

12. 常委會必須承認，在 1997 年香港主權就要回歸中國的特定背景下，發行「B」股可讓持有多數權益的股東一方面將大部分資金釋放出來並將之轉移海外，一方面又可保持在香港的實際管控權。這做法若被廣泛採用，可能輕易導致人們對香港作為主要金融中心的信心減弱。為此，常委會反對濫發這類型的股份。不過，常委會覺得在上文提到的該種特殊情況下，又或在另一些情況下，這類型的股票有繼續存在的合理需要。基於這些原因，常委會不認為修改法例可有效施行適當的限制，反而在證券委員會按香港法例第 333 章《證券條例》第 14 條所頒布的上市規則的規管下，監管機構可按個別情況給予批准而管控「B」股的發行。數家公司及機構向常委會提交的意見均主張採用此方案。

13. 常委會不欲讓人誤會其越俎代庖，企圖褫奪證券委員會在制定適當準則方面的功能，其意不過在提出建議希望獲得考慮，當中包括 B 股的發行須先經大量股東（不包括在公司持有控股權益的人士）批准，又或 B 股與其他股份之間須有特定比例等等。（當然，這些建議是否獲得採納，取決於 1985 年 12 月我們在首份中期報告提出建議後，上月刊發的《證券（公開權益）條例草案 1987》建議的那種法例是否獲得通過）。公司發行新 B 股在任何情況下均須按比例提供予所有現有股東的規定，與我們收到的多份意見的看法一致。

14. 常委會不認為有必要就已發行 B 股的五家公司採取任何特定行動。這些 B 股已獲現行市場接受及已注入市場。再者，干預既定合約權利違反一般原則，或會引來賠償的問題。當然，這些公司日後再發行 B 股就須按建議方式先取得有關批准。

15. 基於上述理由，常委會不建議對主法例作任何修改。

主席

D. Cons

1987 年 7 月

## 附錄二：採用不同投票權架構的美國上市中國內地公司

公司	首次公開招股日期	業務	股份架構	控股股東	股價 (於 30/5/2014 之 最新股價)	市值 (十億美元) (30/5/2014)
<b>納斯達克</b>						
<b>JD.com</b>	21/05/2014	互聯網直銷公司	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 20 票	創辦人持有： - 20.7%的股權；及 - 83.7%的投票權。	招股價： 19.00 美元 最新股價： 26.58 美元	30.7
<b>途牛旅遊網 (Tuniu Corporation)</b>	09/05/2014	互聯網休閒旅遊公司	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	全體董事及行政人員作為一個組別(包括兩名共同創辦人)持有： - 75.2%的股權；及 - 85.7%的投票權。	招股價： 9.00 美元 最新股價： 16.30 美元	0.8
<b>新浪微博(Weibo Corporation)</b>	16/04/2014	社交媒體平台	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 3 票	新浪公司持有： - 59.8%的股權；及 - 81.7%的投票權。	招股價： 17.00 美元 最新股價： 18.54 美元	3.7
<b>愛康國賓 (iKang Healthcare)</b>	08/04/2014	民營體檢提供者	類別 A (上市): 1 票 類別 C (非上市): 15 票	創辦人持有： - 14.3%的股權；及	招股價： 14.00 美元 最新股價：	0.9

公司	首次公開招股日期	業務	股份架構	控股股東	股價 (於 30/5/2014 之 最新股價)	市值 (十億美元) (30/5/2014)
<b>Group, Inc.)</b>				- 35.9%的投票權。	16.50 美元	
<b>達內科技 (Tarena International, Inc.)</b>	03/04/2014	專業培訓提供者	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	創辦人持有： - 26.3%的股權；及 - 28.3%的投票權。 高盛持有： - 21.5%的股權；及 - 30.7%的投票權。	招股價： 9.00 美元 最新股價： 9.90 美元	0.5
<b>久邦數碼(Sungy Mobile Limited)</b>	21/11/2013	移動互聯網產品及 服務提供者	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	全體董事及行政人員作 為一個組別(包括兩名共 同創辦人)持有： - 59.0%的股權；及 - 73.1%的投票權。	招股價： 11.22 美元 最新股價： 12.98 美元	0.4
<b>去哪兒(Qunar Cayman Islands Limited)</b>	01/11/2013	旅遊網站	類別 A (非上市): 3 票 類別 B (上市): 1 票	百度持有： - 54.1%的股權；及 - 58.6%的投票權。	招股價： 15.00 美元 最新股價： 24.02 美元	2.7

公司	首次公開招股日期	業務	股份架構	控股股東	股價 (於 30/5/2014 之 最新股價)	市值 (十億美元) (30/5/2014)
歡聚時代(YY Inc.)	20/11/2012	網上社交平台	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	全體董事及行政人員作為一個組別(包括兩名共同創辦人)持有: - 38.4%的股權; 及 - 79.2%的投票權。	招股價: 10.50 美元 最新股價: 65.21 美元	3.6
世紀互聯(21Vianet Group, Inc.)	20/04/2011	互聯網數據中心服務提供者	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	全體董事及行政人員(包括一名共同創辦人)集體持有: - 22.0%的股權; 及 - 62.8%的投票權。	招股價: 15.00 美元 最新股價: 27.43 美元	1.8
昌榮傳播有限公司(Charm Comms. Inc)	04/05/2010	廣告公司	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 5 票	創辦人持有: - 57.9%的股權; 及 - 69%的投票權。	招股價: 9.50 美元 最新股價: 4.50 美元	0.2
盛大遊戲有限公司(Shanda Games Ltd)	24/09/2009	網上遊戲開發商及運營商	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	盛大網絡(Shanda International)持有: - 70.8%的股權; 及 - 96.0%的投票權。	招股價: 12.50 美元 最新股價: 6.70 美元	1.8
暢遊有限公司(Changyou.com Ltd)	01/04/2009	網上遊戲開發商及運營商	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	搜狐(Sohu)持有: - 67.9%的股權; 及	招股價: 16.00 美元	1.5



公司	首次公開招股日期	業務	股份架構	控股股東	股價 (於 30/5/2014 之 最新股價)	市值 (十億美元) (30/5/2014)
				- 83.0%的投票權。	最新股價： 26.64 美元	
完美世界網路技術有限公司 (Perfect World Co Ltd)	25/07/2007	網上遊戲開發商及 運營商	類別 A (非上市): 10 票 類別 B (上市): 1 票	創辦人持有： - 17.1%的股權；及 - 56%的投票權。	招股價： 16.00 美元 最新股價： 18.17 美元	0.9
百度(Baidu, Inc.)	04/08/2005	網上搜索引擎	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	創辦人持有： - 15.9%的股權；及 - 53.5%的投票權。	招股價： 27.00 美元 最新股價： 172.34 美元	58.1
藝龍旅行網 (eLong Inc)	27/10/2004	中國的網上旅遊服務提供者	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 15 票	Expedia Asia Pacific 持有： - 65.0%的股權；及 - 82.4%的投票權。	招股價： 13.50 美元 最新股價： 13.66 美元	0.5
紐約交易所						
聚美優品 (Jumei International Holding Ltd)	16/05/2014	網上化妝品零售商	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	創辦人持有： - 35.6%的股權；及 - 75.7%的投票權。	招股價： 22.00 美元 最新股價： 29.69 美元	3.9

公司	首次公開招股日期	業務	股份架構	控股股東	股價 (於 30/5/2014 之 最新股價)	市值 (十億美元) (30/5/2014)
<b>Cheetah Mobile Inc</b>	8/05/2014	安全軟件製造者	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	Kingsoft Corporation Limited (股份代號: 3888) 持有: - 48.5%的股權; 及 - 53.5%的投票權。	招股價: 14.00 美元 最新股價: 19.75 美元	2.5
<b>汽車之家 (Autohome Inc.)</b>	10/12/2013	網上汽車銷售	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 每股 1 票, 但若控制人持有該公司總股權低於 51%但高於 39.3%, 則可有 51%的投票權	澳洲電訊(Telstra)持有: - 65.4%的股權; 及 - 65.4%的投票權。	招股價: 17.00 美元 最新股價: 35.71 美元	3.6
<b>500 彩票網 (500.com)</b>	22/11/2013	網上體育彩票服務提供者	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	全體董事及行政人員(包括一名創辦人)集體持有: - 33.8%的股權; 及 - 39.7%的投票權。	招股價: 13.00 美元 最新股價: 33.98 美元	1.1
<b>58 同城(58.com)</b>	30/10/2013	網上分類廣告網站	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	全體董事及行政人員(包括一名創辦人)集體持有: - 70.3%的股權; 及	招股價: 17.00 美元 最新股價: 40.84 美元	3.3

公司	首次公開招股日期	業務	股份架構	控股股東	股價 (於 30/5/2014 之 最新股價)	市值 (十億美元) (30/5/2014)
				- 89.5%的投票權。		
蘭亭集勢 (LightInTheBox Holding Co., Ltd)	06/06/2013	全球網上零售公司	單一類別股份，股份持有 人在大多數事宜上每股有 一票。 創辦人在控制權變動方面 每股有 3 票。	在控制權變動方面事 宜，創辦人持有 43.0% 的投票權及 20.1%的股 權。	招股價： 9.50 美元 最新股價： 5.32 美元	0.3
優酷土豆網 (Youku Tudou Inc)	優酷網與 土豆網於 23/08/12 合 併	網上視頻	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 4 票	創辦人持有： - 21.3%的股權；及 - 51.5%的投票權。	不適用。上市時 為兩家公司	3.3
鳳凰新媒體 (Phoenix New Media Limited)	12/05/2011	媒體內容提供者	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 1.3 票	鳳凰衛視持有： - 52.8%的股權；及 - 59.2%的投票權。	招股價： 11.00 美元 最新股價： 10.07 美元	0.8
網秦(NQ Mobile Inc.)	04/05/2011	移動及互聯網安全 產品	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	三名創辦人持有： - 21.6%的股權；及 - 44.8%的投票權。	招股價： 11.50 美元 最新股價： 9.35 美元	0.5
人人網(Renren Inc.)	04/05/2011	社交網絡互聯網平 台	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	創辦人持有： - 25.7%的股權；及	招股價： 14.00 美元	1.3

公司	首次公開招股日期	業務	股份架構	控股股東	股價 (於 30/5/2014 之 最新股價)	市值 (十億美元) (30/5/2014)
				- 47.2%的投票權。 Softbank 持有： - 37.6%的股權；及 - 42.4%的投票權。	最新股價： 3.33 美元	
奇虎 360(Qihoo 360 Technology Co. Limited)	29/03/2011	互聯網以及移動安全產品	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 5 票	全體董事及行政人員(包括兩名共同創辦人)集體持有： - 40.4%的股權；及 - 64.9%的投票權。	招股價： 14.50 美元 最新股價： 85.54 美元	11.6
當當網(eCommerce China Dangdang Inc)	07/12/2010	網上 B2C 商貿平台	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	創辦人持有： - 35.3%的股權；及 - 83.3%的投票權。	招股價： 16.00 美元 最新股價： 10.39 美元	0.8
學而思教育集團(TAL Education Group)	19/10/2010	K-12 學業指導服務	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	全體董事及行政人員(包括兩名共同創辦人)集體持有： - 46.5%的股權；及 - 82.8%的投票權。	招股價： 10.00 美元 最新股價： 24.64 美元	1.8
搜房網(SouFun Holdings)	16/09/2010	網上地產營銷	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 10 票	創辦人持有： - 27.8%的股權；及	招股價： 42.50 美元	4.9

公司	首次公開招股日期	業務	股份架構	控股股東	股價 (於 30/5/2014 之 最新股價)	市值 (十億美元) (30/5/2014)
				- 72.1%的投票權。	最新股價： 11.19 美元	
<b>邁瑞醫療國際有限公司(Mindray Medical International Ltd)</b>	25/09/2006	全球醫療設備研發、製造及推廣公司	類別 A (上市): 1 票 類別 B (非上市): 5 票	全體董事及行政人員集體持有： - 28.8%的股權；及 - 64.2%的投票權。	招股價： 13.50 美元 最新股價： 31.00 美元	3.7

除另有所述，於 2014 年 5 月 31 日的資料。資料來源：上市地點、首次公開招股日期、股價以及市值資料來自彭博。業務描述、股份架構及控股股東資料來自美國證監會公司存檔。股權資料為於該公司上一份股東會議說明書、年報或首次公開招股章程的日期（以較遲者為準）的數字。

---

## 附錄三：司法權區對照比較

---

1. 本節描述已發展有成熟上市證券交易市場的司法權區對不同投票權架構的監管處理。

### 美洲

#### 美國

##### 多重投票權股份

2. IRRCi 研究顯示，標普 1500 綜合指數的公司中，43 家(3%)有發行多重投票權股份。<sup>127</sup>
3. 特拉華州公司法將「一股一票」概念訂為預設規則，但公司可選擇不採用<sup>128</sup>。設有多重投票權股份的美國公司在紐約交易所或納斯達克進行首次公開招股時一般採納此資本架構。這兩家交易所容許本已設有不同投票權架構的公司在其市場上市，但不容許發行人於上市後實施會削弱或限制現有股東權益的不同投票權架構（見本文件主要內容第 149 及 150 段）。

##### 有限／無投票權股份

4. IRRCi 研究發現，標普 1500 綜合指數的公司中，18 家(1.2%)有發行有限或無投票權股份。該等股份亦可能附帶較大或獨有的董事選任權（見本附錄第 8 段）。<sup>129</sup>
5. 特拉華州公司法容許發行無投票權股份<sup>130</sup>，紐約交易所的規則訂明容許本已發行無投票權股份的公司的普通投票權股份上市。無投票權股份亦可上市，但須對上市的無投票權股份持有人提供若干保障：
  - (a) 無投票權股份須符合普通股適用的上市標準；
  - (b) 無投票權股份須具有與普通股大致相同的權利（投票權除外）；及
  - (c) 無投票權股份持有人即使無權投票，亦必須可接收寄發予普通股股東的所有通訊，包括委任代表投票資料。<sup>131</sup>

---

<sup>127</sup> 標普 1500 綜合指數公司中有 43 家。IRRCi 研究第 4 及 5 頁（34 家設有「超級投票權股份」另加 9 家設有「超級投票權股份」兼附帶「較大或獨有的董事選任權」）。

<sup>128</sup> 《特拉華州一般公司法》(Delaware General Corporation Law)第 212(a)條訂明：「除非公司註冊證書另有訂明…每名股份持有人每持有一股資本股份享有一票投票權。」(只有英文版，中文譯本僅供參考)。

<sup>129</sup> IRRCi 研究，第 5 頁（14 家設立無投票權股份，另 4 家設立有限制投票權股份）。

<sup>130</sup> 《特拉華州一般公司法》第 151(a)條。

<sup>131</sup> 《紐約交易所上市公司手冊》(NYSE Listed Company Manual)第 313(B)條。

---

6. 納斯達克規則並無具體處理無投票權股份。
7. 上市公司亦可發行有限投票權股份。一個顯而易見的例子是巴郡(Berkshire Hathaway Inc.)，其發行的股份有兩個類別：「A類」股份賦予持有人每股一票；「B類」股份只有 1/10,000 票。

### 較大或獨有的董事選任權

8. IRRCi 研究顯示，有 45 家(3%)標普 1500 綜合指數公司，持有其至少一個股份類別的持有人可享有選任既定數目或百分比的董事會成員。控制人所持股份使其可選任大部分董事會成員的公司則有 15 家（另見第五章）。<sup>132</sup>

### 美國的經驗及歷史

9. 1920 年代，市場對不同投票權架構的反對聲音漸強。<sup>133</sup>紐約交易所於 1925 年決定批准 Dodge Brothers, Inc 上市後，反對聲音更到達頂峰。該公司由一投資銀行控制：該投行以 225 萬美元購入該公司普通投票權股份，同時向公眾發售合共 1.3 億美元無投票權的債券、優先股及普通股。這樣，投行控制該公司全部投票權，但所付出的資金比例佔其公眾集資額不足 2%。此舉引發公憤，激化原已存在的反銀行家情緒。<sup>134</sup>
10. 美國的證券交易所其後開始陸續拒絕以不同投票權架構上市的公司。紐約交易所於 1926 年 1 月實施非正式的禁制。此政策逐步加強，至 1940 年紐約交易所正式宣布禁止有關上市的官方規則。<sup>135</sup>
11. 1985 年，納斯達克成功躋身與紐約交易所競爭之列。1985 年 6 月 12 日，美國交商會總裁 Gordon Macklin 表示約有 600 至 700 家納斯達克證券符合在紐約交易所上市的財務條件，但仍選擇在納斯達克掛牌。<sup>136</sup>納斯達克的規則並無規定上市公司須採納附同等投票權的股份類別。
12. 1985 年 1 月，紐約交易所針對此競爭威脅提出建議，冀保留旗下市場對於擬防範敵意收購的公司的吸引力。紐約交易所董事會建議，已在其市場上市的證券發行人若採納憲章規定設置兩個附不同投票權的普通股類別，也可毋須除牌，條件是有關建議獲三分之二有權投票的股份持有人通過，以及兩個類別的投票權比率

---

<sup>132</sup> 這些公司包括 K-Swiss Inc、耐克公司(Nike Inc)、好時食品集團(The Hershey Company)、紐約時報及華盛頓郵報公司。IRRCi 研究第 19 至 22 頁。

<sup>133</sup> 哈佛政治經濟學教授 William Z. Ripley 為當時提倡同等投票權機制最突出兼最直言不諱的人物。他在一系列演講及文章中指出，無投票權股份是連串企圖剝奪公眾投資者權益的發展中「最大黑手」(crowning infamy)（見 Stephen M. Bainbridge, 《The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights》（2007 年 5 月）第 6 頁）。

<sup>134</sup> 見 Stephen M. Bainbridge, 《The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights》（2007 年 5 月）第 6 頁。

<sup>135</sup> 見 Stephen M. Bainbridge, 《The Scope of the SEC's Authority over Shareholder Voting Rights》（2007 年 5 月）第 6 頁。

<sup>136</sup> Joel Seligman, 《Equal Protections in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy》, (1986 年 8 月) 54 Geo.Wash.L.Rev.687。

不超過 1 比 10。<sup>137</sup>紐約交易所表示其實也希望保留當時的禁止條文，但前提是其他交易所亦採納或被聯辦法規強制規定採納同樣的禁限。<sup>138</sup>

13. 1986 年 12 月 16 日及 17 日，美國證監會就紐約交易所的建議舉行兩日公開聆訊。<sup>139</sup>約 50 名證人出席聽證。<sup>140</sup>美國證監會時任主席 John Shad 表示，出席聽證者「強烈反對」紐約交易所的建議，理由是此舉將減低管理人員對股東的問責。
14. 美國證監會貫徹反對紐約交易所的決定，並於 1988 年採納第 19c-4 條，禁止上市公司透過發行多重投票權股份剝削現有股東權益。1990 年，哥倫比亞特區聯邦巡迴上訴法院宣布美國證監會的該規則無效，理由是美國證監會並無權力頒布該禁令。<sup>141</sup>其後，美國的證券交易所自願同意採納與第 19c-4 條相似的上市標準，但有較大的彈性。<sup>142</sup>

## 加拿大

### 多重投票權股份

15. 於 2013 年 7 月，多倫多交易所 1,555 家上市公司中，41 家(3%)有個別類別的上市股份在股東大會上的投票權低於同一公司發行的另一類別股份。<sup>143</sup>
16. 根據加拿大的公司法，<sup>144</sup>「一股一票」的概念適用，公司的章程細則另有規定除外。<sup>145</sup>公司可在章程細則中訂明多重類別股份，並載列賦予每個股份類別的權利、特權、限制及條件。<sup>146</sup>每股股份可附帶的票數並無限制。
17. 多倫多交易所容許「次級投票權股份」的上市，即於股東大會的投票權低於同一公司所發行另一類別的股份。<sup>147</sup>

---

<sup>137</sup> Joel Seligman, 《Equal Protections in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy》, (1986 年 8 月) 54 Geo.Wash.L.Rev.687。

<sup>138</sup> Daniel R. Fischel, 《Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock》, (1987 年), 第 121 頁。

<sup>139</sup> 美國證監會新聞簡報 86-237, 1986 年 12 月 10 日。

<sup>140</sup> 美國交商會新聞稿「87-32 Request for Comments on Shareholder Voting Rights Proposal For NASDAQ Companies」, 1987 年 6 月 30 日。

<sup>141</sup> *Business Roundtable v. SEC.*, 905 F2d 406 (D.C.Cir.1990)。另見 Stephen M. Bainbridge, 《The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4》, (1991 年)。

<sup>142</sup> 紐約交易所會考慮(其中包括)該等行動或發行的經濟因素及所給予的投票權。紐約交易所的詮釋將具彈性，顧及資本市場以至上市公司的情況及需要均會隨時間轉變。(只有英文版，中文譯本僅供參考)(紐約交易所上市公司手冊)第 313.00(A)條)。

<sup>143</sup> 多倫多交易所 2013 年 7 月 eReview, 第五章第 1 頁。

<sup>144</sup> 加拿大公司法機制受省級法律和聯邦法律規管。本節載列聯邦公司法《加拿大商業公司法》(Canada Business Corporations Act)的規定。加拿大證券市場受省級法律規管。

<sup>145</sup> 《加拿大商業公司法》第 140(1)條。

<sup>146</sup> 《加拿大商業公司法》第 6(1)(c)及 24(3)至(4)條。

<sup>147</sup> 《多倫多交易所公司手冊》(TSX Company Manual)第 I 部分「詮釋」及第 VI(H)部分第 624 條。



18. 多倫多交易所不允許公司於上市後發行投票權大於其他已上市具投票權證券類別的證券，除非有關證券乃向現已上市具投票權證券的所有持有人按持股比例發售。此舉旨在防範透過發行具較高投票權的股份削弱現有股東投票權的交易。<sup>148</sup>

### 有限／無投票權股份

19. 根據加拿大公司法，公司可向公眾發行不附帶在股東大會上投票的權力或只有受限制投票權的證券類別。<sup>149</sup>
20. 多倫多交易所規則容許以下股份上市：
- (a) 無投票權股份；及
  - (b) 受限制投票權股份（所附帶的投票權受到若干限制）。<sup>150</sup>
21. 於 2013 年 7 月，31 家多倫多交易所上市公司有發行無投票權股份，<sup>151</sup> 3 家發行了「有限投票權」股份，7 家發行了「可變投票權」股份。多倫多交易所 1,555 家上市公司中，合計共有 41 家(3%)發行了「受限制投票權」股份。

### 較大或獨有的董事選任權

22. 「受限制投票權」股份（見本附錄第 20(b)段）或會限制個別股東類別可選任的董事人數。
23. 於 2014 年 3 月 11 日與 JLL/Delta Canada Inc 合併前，Patheon Inc（一家多倫多交易所上市醫藥公司）的非上市「特別優先投票權股份」持有人有獨家權利可選舉公司 9 名董事中的 3 名，但無權在股東周年大會上就任何其他事宜投票。該公司的上市「受限制投票權」股份持有人可在股東周年大會上就選舉公司餘下董事及其他事項投票。<sup>152</sup> Patheon Inc 的「受限制投票權」股份現已在多倫多交易所除牌，其「特別優先投票權股份」則被其購回以註銷。

---

<sup>148</sup> 《多倫多交易所公司手冊》第 VI (H)部分第 624(m)條。

<sup>149</sup> 《加拿大商業公司法》第 6(1)(c)、24(4)(b)及 176(1)條。

<sup>150</sup> 《多倫多交易所公司手冊》第 I 部分「詮釋」及第 VI(H)部分第 624 條。

<sup>151</sup> 多倫多交易所 2013 年 7 月 eReview，第五章第 1 頁。

<sup>152</sup> 見 Patheon, Inc 2014 年 2 月 4 日呈交美國證監會的股東會議說明書(Proxy Statement) (DEFM14A 表格) 第 169、201、208 及 210 頁。

# 歐洲

## 法國

### 多重投票權股份

24. ISS 報告<sup>153</sup>顯示，其抽樣的 40 家法國公司中，58%發行了多重投票權股份。<sup>154</sup>除了 1 家公司外，所有該等公司的多重投票權均源自下述忠誠計劃。<sup>155</sup>
25. 在法國，股東名下的繳足股份可隨時間（一般在持股至少兩年後）累積成最多每股兩票（稱為「忠誠股」）。<sup>156</sup>股份擁有權轉移時，雙投票權隨即取消，<sup>157</sup>惟因繼任或分拆配偶共同擁有的財產而轉讓、又或在生人士向配偶或有權繼承捐贈者遺產的親屬進行饋贈則除外。
26. 這些「忠誠股」與傳統多重投票權股份有別，因為這些股份並非自成一個股份類別，亦非控制人專有。然而，控制人作為長期投資者，亦可從長期持股獲得額外投票權而受惠。
27. 「忠誠股」以外的多重投票權股份均被禁止。<sup>158</sup>

### 有限／無投票權股份

28. 法國法律並無具體關於無優先權的無投票權股份的條文。法國法律是否容許發行該等股份仍具爭議<sup>159</sup>。就我們所知，並無法國上市公司發行了有限或無投票權股份。

### 較大或獨有的董事選任權

29. 公司可發行賦予不同類別特權的優先股（按個別公司章程細則的定義），包括較高的董事提名或委任權。賦予優先股的權利或會於指定或可釐定期內增加。<sup>160</sup>我們並無發現有任何法國上市公司授予較大或獨有的董事選任權。

---

<sup>153</sup> ISS 報告（見釋義）研究不同投票權架構在歐盟極其普遍的現象以及各成員國的相關法規，以決定歐盟是否需要劃一其對該等架構的處理。根據其研究結果及來自其他歐盟機構的報告，歐盟內部市場與服務委員會委員(European Commissioner for the Internal Market and Services) Charlie McCreevey 決定歐盟層面上毋須就此事採取行動。

<sup>154</sup> ISS 報告第 38 頁。

<sup>155</sup> 餘下的公司為 L'Air Liquide S.A.，該公司發行了具同等投票權的雙類別股份（普通股及優先股）（見 ISS 報告第 68 頁）。

<sup>156</sup> 《法國商業守則》(French Commercial Code)第 L.225-123 條。

<sup>157</sup> 《法國商業守則》第 L.225-124 條。

<sup>158</sup> 《法國商業守則》訂明，除與持股時間長短掛鈎的雙投票權股份外，賦予股本或股息股份的投票權必須與所佔股本比例成正比，另每股須賦予持有人至少一票（第 L.225-122 條）。

<sup>159</sup> ISS 報告附件 C（第 I 部），第 244 頁。

<sup>160</sup> 《法國商業守則》第 L.228-11 至 L.228-20 條。

## 德國

### 多重投票權股份

30. 德國法律不允許多重投票權股份。<sup>161</sup>
31. 德國公司法於 1937 年禁止推出新的多重投票權股份。此前，許多公司給予個別股東極高投票權，有時每股超過 1,000 票甚至 10,000 票。多重投票權股份的濫用導致管理人員為自身利益及自保而剝削及侵犯股東權利。<sup>162</sup> 即使在 1937 年的改革後，有關的德國商務機關也可以公眾利益為由而就發行多重投票權股份作出特殊批准。<sup>163</sup> 至 1998 年德國再行立法，自 1998 年 5 月 1 日起廢除該例外情況。<sup>164</sup>
32. 先前已存在的所有多重投票權股份於 2003 年 6 月 1 日起失效，除非於該日之前舉行的股東大會上以佔股本至少四分三的絕大多數票通過決議案批准繼續沿用該等股份。多重投票權股份持有人不得在該決議案中投贊成票。<sup>165</sup>

### 有限／無投票權股份

33. 德國法律禁止不附優先股息權的無投票權股份。<sup>166</sup>

### 較大或獨有的董事選任權

34. 根據德國法律，指定股東或若干股份持有人可獲授權根據公司的章程細則委任監事會成員。在後者的情況下，該等股份必須登記，並只可在公司同意下轉讓股份。該等權利賦予受益人可委任不超過監事會內三分一股東代表的人數。<sup>167</sup> ThyssenKrupp AG（一家綜合企業）為授出此權利的德國註冊成立上市公司的典型例子。

## 意大利

### 多重投票權股份

35. 意大利法律禁止股份有限公司（上市公司的標準類型）發行多重投票權股份。<sup>168</sup>

---

<sup>161</sup> 《德國股份公司法》(German Stock Corporation Act)第 12(2)條。

<sup>162</sup> Wolf-Georg Ringe, 《*Deviations from Ownership-Control Proportionality—Economic Protectionism Revisited*》, (2010 年), 第 217-218 頁。

<sup>163</sup> 《1937 年德國股份公司法》第 12(2)條, (見 Wolf-Georg Ringe, 《*Deviations from Ownership-Control Proportionality—Economic Protectionism Revisited*》, (2010 年), 第 226 頁)。

<sup>164</sup> Corporate Sector Supervision and Transparency Act 第 1(32)條(見 ISS 報告附件 C(第 I 部), 第 95 頁)。

<sup>165</sup> Introductory Act to the German Stock Corporation Act 第 5(1)條, 規管有關現有較高投票權的過渡條文(見 ISS 報告附件 C(第 I 部), 第 95 頁)。

<sup>166</sup> 《德國股份公司法》第 12(1)及 139 至 141 條。

<sup>167</sup> 《德國股份公司法》第 101(2)條。

<sup>168</sup> 《意大利民法典》(Italian Civil Code)第 2351 (4)條。

36. 2014年1月13日，意大利 CONSOB 宣布刊發其法律期刊(legal journals)第五期「*偏離『一股一票』原則及多重投票權股份(Deviation from the "one share - one vote" principle and multiple-vote shares)*」。<sup>169</sup>該文件評估在意大利立法引入多重投票權股份所牽涉的好處及成本。意大利 CONSOB 指「*基於已進行的檢討，容許發行附帶多重投票權的特別股份類別或可利便在證券交易所上市及提高資本重整操作效益；*」，該文章並建議推出「忠誠股」(見本附錄第 25 段)。意大利 CONSOB 指，推出該等「創新」規則的同時應要引入若干限制，以及加強監察以保障非控股股東。

### 有限／無投票權股份

37. 意大利法律容許不具投票權或附帶有限投票權（例如在個別議題或特定情況下）的股份，只要該等股份合計不超過公司股本的一半。<sup>170</sup>這些股份通常稱為「優先股」（preferred 或 savings shares）。
38. 意大利證券交易所規則訂明，無權投票的股份類別只可在同一發行人的普通股經已上市，又或兩類股份均同時申請上市的情況下方可上市。<sup>171</sup>然而，就我們所知，尚未有意大利上市公司發行不附帶優先經濟權利的無投票權股份。<sup>172</sup>

### 較大或獨有的董事選任權

39. 《意大利民法典》(Italian Civil Code)訂明，公司的章程細則可規定容許設立投票權只限於特定事項或視乎若干條件方可作實的股份。<sup>173</sup>原則上，法律也容許具否決權的特權股，但當地律師普遍認為這些權利不適用於有關委任或罷免董事的決議案，而任何委任董事的權利概不應詮釋為委任大多數董事的權利。我們並無發現任何意大利註冊成立上市公司授予該等權利的例子。

## 荷蘭

### 多重投票權股份

40. ISS 報告顯示，其抽樣檢視的荷蘭上市公司中有 42% 有發行多重投票權股份。<sup>174</sup>
41. 在荷蘭，每股票數由其面值釐定。《荷蘭民法典》(Dutch Civil Code)訂明，若公司的法定股本分為不相等面值的股份，每名股東的票數相等於其所持股份總面值除以公司已發行最小股份面值。零碎票數不予計算。<sup>175</sup>

---

<sup>169</sup> CONSOB, S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, Quaderni giuridici 「*“La deviazione dal principio ‘un’azione – un voto’ e le azioni a voto multiplo”*」 (2014年1月)。

<sup>170</sup> 《意大利民法典》第 2351(2)條。

<sup>171</sup> 意大利證券交易所經營及管理的市場規則(Rules of the markets organised and managed by Borsa Italiana) 第 2.2.2(5)條。

<sup>172</sup> ISS 報告附件 C (第 I 部)，第 322 頁。

<sup>173</sup> 《意大利民法典》第 2351(2)條。

<sup>174</sup> ISS 報告第 26 頁。

<sup>175</sup> 《荷蘭民法典》第 2:118(3)條。

42. 公司可要求股份認購人就一個股份類別支付面值，但就另一類別支付面值加股份溢價，換言之即使股份類別賦予的每股票數不同，認購人仍可能須就每個股份類別支付相同金額。
43. 舉例，公司可將法定股本分為面值 100 歐元的「A」股及面值 1,000 歐元的「B」股。面值 100 歐元的股份附帶每股一票的權利，面值 1,000 歐元的股份附帶每股 10 票的權利。公司可要求認購人就「A」股支付 100 歐元另加 900 歐元的股份溢價，而只就「B」股支付面值 1,000 歐元。通過此方法，即使「B」股給予持有人 10 倍投票權，但兩個股份類別的認購價均可以是 1,000 歐元。「A」股向公眾發售，「B」股則保留予控制人。<sup>176</sup>

#### 有限／無投票權股份

44. 根據《荷蘭民法典》，荷蘭上市公司每名股東至少有一票投票權，因此公司不可能發行有限或無投票權股份。<sup>177</sup>

#### 較大或獨有的董事選任權

45. ISS 報告發現，其抽樣檢視的荷蘭上市公司中有 11% 有發行特權股。我們發現阿姆斯特丹證券交易所（NYSE Euronext – Amsterdam）上市的 99 家當地公司中，有 4 家(4%)的章程細則載列容許給予特權股股東較大或獨有的董事選任權的條文。發行有特權股的公司例子包括 Heineken Holding N.V.（啤酒公司）及 Akzo Nobel N.V.（塗料及化工公司）。

## 西班牙

#### 多重投票權股份

46. 西班牙上市公司不可發行多重投票權股份。當地公司法禁止設立可扭曲股份投票權與面值（即股本權益）之比例的股份。<sup>178</sup>

#### 有限／無投票權股份

47. 不得發行無優先股息權的無投票權股份。<sup>179</sup>然而，公司的章程細則可限制股東有關特別決議案的投票票數。

#### 較大或獨有的董事選任權

48. 不可透過特權股等架構授出較大或獨有的董事選任權，因為此舉會破壞上述西班牙公司法的比例規定。<sup>180</sup>

---

<sup>176</sup> ISS 報告附件 C（第 II 部），第 113 頁。

<sup>177</sup> 《荷蘭民法典》第 2:118(1)條。

<sup>178</sup> 《西班牙公司企業法 2010》(Spanish Corporate Enterprises Act 2010)第 IV 部第 II 章第 96(2)條。

<sup>179</sup> 《西班牙公司企業法 2010》第 IV 部第 II 章第 99 條。

<sup>180</sup> ISS 報告附件 C（第 I 部），第 210 頁。

# 瑞典

## 多重投票權股份

49. 我們發現，納斯達克 OMX 斯德哥爾摩 262 家上市公司中，122 家(47%)設有「A」股或「B」股或同時有這兩種股份上市<sup>181</sup>。ISS 報告顯示，其抽樣的 9 家近期上市公司中只有 1 家(11%)發行該等股份。該報告隨附的對照法律研究指，現時新上市瑞典公司發行多重投票權股份較不常見。<sup>182</sup>
50. 瑞典公司法訂明「平等原則」，規定一家公司的所有股份須附帶相同權利，<sup>183</sup>但若公司章程細則的條文另有規定則除外(章程細則可設定發行賦予不同投票權的不同股份類別)。<sup>184</sup>然而，股份的投票權概不得超過任何其他股份投票權的 10 倍。<sup>185</sup>ISS 報告所檢視的設有多重投票權股份的公司全部均充分利用 10 比 1 的投票權比例上限。<sup>186</sup>
51. 於 2007 年及 2009 年，一行 24 個瑞典及國際投資小組去信瑞典工商證券交易所委員會(Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee)<sup>187</sup>，提出有關賦予不同投票權的股份可用於抗衡收購的批評，其中有指「*影響須與投資於公司的風險資本成比例*」。<sup>188</sup>
52. 瑞典證券交易所(納斯達克 OMX 斯德哥爾摩)於 2012 年 7 月作出回應，實施經修訂的收購規則，支持所有股東類別均一視同仁而不理會每個股份類別附帶不同的權利。<sup>189</sup>收購規則的規定概述如下：
  - (a) 若被收購公司設有不同股份類別，向所有類別股東提出的代價形式必須劃一(譬如收購人不得向一類股東支付股份代價，但向另一類股東支付現金)；
  - (b) 若不同股份類別附帶不同經濟權利(譬如普通股及優先股)，收購人可向每個股東類別提供不同價值的代價，只要有關差額合理；及
  - (c) 若不同股份類別附帶不同投票權，收購人須就所有股份類別支付同等價值的代價。然而，若所有股份類別均已上市而上市價有別，收購人可向瑞典

---

<sup>181</sup> NASDAQ OMX – Nordic 網站，2014 年 8 月 22 日。

<sup>182</sup> ISS 報告附件 C (第 II 部)，第 233 頁。

<sup>183</sup> 《瑞典公司法》(Swedish Companies Act)第四章第 1 條。

<sup>184</sup> 《瑞典公司法》第四章第 2 至 3 條。

<sup>185</sup> 《瑞典公司法》第四章第 5 條。

<sup>186</sup> ISS 報告第 120 至 121 頁。

<sup>187</sup> 瑞典企業管治理事會(Swedish Corporate Governance Board)於 2010 年接掌瑞典工商證券交易所委員會的職責。

<sup>188</sup> 見 Financial Times 的報道「Sweden to outline new takeover rules」(2009 年 8 月 23 日)，只有英文版，中文譯本僅供參考。

<sup>189</sup> 《納斯達克 OMX 斯德哥爾摩證券市場收購規則》(Rules concerning Takeover Bids on the Stock Market - NASDAQ OMX Stockholm)第 II.11 條(2012 年 7 月 1 日)。

證券委員會(Swedish Securities Council)<sup>190</sup> 申請批准向每個類別支付不同價值的代價。

### 有限／無投票權普通股

53. 《瑞典公司法》(Swedish Companies Act)並無訂明容許或禁止無投票權股份。然而，ISS 報告所進行的法律研究指，法律訂明投票權 10 比 1 的上限已顯示並不允許發行無投票權股份。<sup>191</sup>

### 較大或獨有的董事選任權

54. 瑞典法律可容許特權股。公司可在章程細則中訂明，可由股東以外人士在股東大會選任一名或以上董事，而委任權可以是附帶於指定股份類別。<sup>192</sup>然而，這在上市公司中甚為少見，可能是由於瑞典公司法委任董事的一般規則中規定，董事成員須有逾半由大多數股東投票委任。<sup>193</sup>我們並無發現任何設有較大或獨有的董事選任權的瑞典上市公司例子。

## 英國

### 多重投票權股份

55. ISS 報告發現在其抽樣的英國公司中，並無公司發行多重投票權股份。<sup>194</sup> 我們亦無發現英國上市公司有該等股份的例子。
56. 「一股一票」概念是英國公司法下的預設標準，但公司可以選擇不採用。<sup>195</sup>英國上市管理局的上市規則並無規定公司須自限於單類別股份。然而，按上市規則的原則要求，就股份所附權力而言，上市公司必須對具相同地位的同一類「高級上市」股份的所有持有人一視同仁。<sup>196</sup>
57. 英國機構投資者強烈支持「一股一票」概念已有多年歷史。<sup>197</sup> 在 20 世紀 60 年代中之前，多類別股份架構於英國原是相當盛行，及至 20 世紀 60 年代及 70 年

---

<sup>190</sup> 瑞典證券委員會（與瑞典企業管治理事會及瑞典財務報告理事會(Swedish Financial Reporting Board)）是瑞典證券市場公認原則委員會轄下三個機構之一，負責監察瑞典上市公司的公司行動，有權就規則詮釋方法發出聲明及判決，以及就遵守收購規則授出豁免。

<sup>191</sup> ISS 報告附件 C（第 II 部），第 235 至 236 頁。

<sup>192</sup> 《瑞典公司法》第八章第 8 條。

<sup>193</sup> 《瑞典公司法》第八章第 47 條。

<sup>194</sup> ISS 報告第 125 頁。ISS 報告只說英國石油公司(BP plc)有發行優先股，投票權較該公司的一股一票股份為少。

<sup>195</sup> 《2006 年英國公司法》第 284 章。

<sup>196</sup> 《英國上市規則》第 7.2.1A 條高級上市原則 5。

<sup>197</sup> Wolf-Georg Ringe，〈*Deviations from Ownership-Control Proportionality—Economic Protectionism Revisited*〉，(2010 年)，第 228 頁。

代，英國公司中由機構投資者擁有的股份比例急劇上升，多類別股份架構方始消失。<sup>198</sup>

58. 在 2012 年諮詢之後，於 2014 年 5 月 16 日，英國上市管理局為「高級」上市股份引入以下兩個原則：

「原則 3：獲准高級上市的股份類別中的所有股權股份，須在任何股東投票中擁有同等數目的票數。

原則 4：若上市發行人有超過一個類別的股權股份獲准高級上市，每個類別股份的合計投票權須大致與該類別股份佔上市發行人股本權益的相對比例一致。」<sup>199</sup>

59. 英國上市規則列明，英國上市管理局就原則 4 的比例而言將會考慮多項因素，包括：
- (a) 除投票權以外，不同類別股份的權利相異程度，比如：股息權或清盤時享有任何剩餘資本的權利；
  - (b) 不同類別的分散性及相對流動性的程度；及 / 或
  - (c) 權利不同的商業理據。
60. 英國上市管理局的目標為防止任何為使少數股東掌握控制權而堆砌出來的架構上市。然而，英國上市管理局亦無意窒礙上市公司於有正當商業理據情況下使用該等股份架構。
61. 該等新原則僅適用於「高級上市」股份。英國上市管理局已就擬為少數擁有與新原則不一致的架構的高級上市公司提供兩年過渡期一事進行諮詢。<sup>200</sup>

### 有限／無投票權股份

62. 在英國，公司可發行無投票權股份，但會被視為不尋常及具爭議性的做法，尤其若有關股份是向公眾發行，而一股一票的股份則全由在任控制人持有，因為在此情況下，控制人可能就是股東大會上唯一有投票權的股東。
63. 機構投資者通常並不受落無投票權股份，但有大量家族持股的公司傳統上則較為傾向於此類股份。我們僅發現四個英國上市例子：Daily Mail and General Trust plc<sup>201</sup>（1932 年上市）、Hansa Trust plc（1951 年上市）、Schroders plc（1959 年上

---

<sup>198</sup> Wolf-Georg Ringe，〈*Deviations from Ownership-Control Proportionality—Economic Protectionism Revisited*〉，(2010 年)，第 226 及 228 頁。

<sup>199</sup> 見英國金融市場行為監管局 CP12/25 《*Enhancing the effectiveness of the Listing Regime and feedback on CP 12/2*》(2012 年 10 月)第 7.145 至 7.148 段。

<sup>200</sup> 見英國金融市場行為監管局 CP13/15 《*Enhancing the effectiveness of the Listing Regime: feedback to CP12/25 and further consultation on related issues*》(2013 年 11 月)第 9.2 至 9.4 段。英國上市管理局指出，僅有小部分發行人（約十家）擁有不符合建議新規定的股份類別或架構。

<sup>201</sup> 於 2013 年 9 月 30 日，Daily Mail and General Trust plc 主席 Viscount Rothermere 於該公司 19,886,472 股一股一票股份中擁有 17,738,163 股的實益權益(89.1%) 及於該公司 373,687,330 股無投票權股份中擁有 68,570,093 股的實益權益 (17.4%)。資料來源：Daily Mail and General Trust plc 2013 年年報第 67 及



市) 及 Dee Valley Group plc (2002 年上市)<sup>202</sup>。多數擁有無投票權股份的公司已於 90 年代註銷那些股份。<sup>203</sup>

#### 較大或獨有的董事選任權

64. 在英國，理論上而言，可透過在公司細則的條文中設立特權股，賦予特定類別證券的持有人在特定情況下有特殊投票權或否決權。然而，這有悖市場慣例，「機構投資者的壓力將令該等股份的發行在現實中不可行。」<sup>204</sup> 我們並不知悉有任何英國註冊上市公司授出較大或獨有的董事選任權予股東。

---

152 頁。這意味著，於 2013 年 9 月 30 日，主席 Viscount Rothermere 持有該公司全部已發行股本僅 21.9% 即可行使 89.2% 的投票權。

<sup>202</sup> 資料來源：英國金融市場行為監管局網站—「官方名單」及倫敦證券交易所網站—「全部公司名單」。

<sup>203</sup> 經合組織報告，第 19 頁。

<sup>204</sup> ISS 報告附件 C (第 II 部)，第 272 頁。

## 亞太地區

### 澳洲

#### 多重投票權股份

65. 《澳洲公司法》(Australian Corporation Act)採納投票權平等<sup>205</sup>的假定（即「一股一票」），但亦授予公司釐定股份所附權利及限制的權力。<sup>206</sup>
66. 在澳洲，上市公司適用的有關投票權平等的規定較嚴格。澳洲交易所的上市規則列明公司僅可有一類普通股股份（除非澳洲交易所批准所增設類別的條款），另按股數投票表決時，各普通股股東有權就每股繳足證券投一票。<sup>207</sup>
67. 1993年時，一家澳洲上市及註冊公司（News Corporation<sup>208</sup>）尋求引入多重投票權股份，向澳洲交易所提交建議書，擬增設每股 25 票的新類別股份。該建議書普遍被批評為管理層自保及反收購的工具，只會削弱一般股東權利。<sup>209</sup> 有見於此，該公司重新考慮其建議書，後於 1994 年改為發行有限投票權的優先股。<sup>210</sup>
68. 1993 年 12 月，律政部長(Federal Attorney General)設立專家小組檢視上市公司發行多重投票權股份的能力。<sup>211</sup> 專家小組建議澳洲交易所規則應繼續遵守「一股一票」概念，澳洲交易所對此亦表同意。<sup>212</sup>

#### 有限／無投票權股份

69. 澳洲交易所的上市規則禁止上市公司發行有限或無投票權的股份，澳洲交易所另行批准者除外（見本附錄第 66 段）。<sup>213</sup> 如上文所述，澳洲交易所於 1994 年同意 News Corporation 發行有限投票權的優先股。後來此公司於 2004 年遷冊美國特拉華州，並改於紐約交易所作第一上市，於澳洲交易所及倫敦交易所則作為第二上市。透過一項協議計劃，其現有有限投票權優先股的持有人接受無投票權的

---

<sup>205</sup> 《2001 年澳洲公司法》(Australian Corporation Act 2001) 第 250E 章。

<sup>206</sup> 《澳洲公司法》第 124、254A 及 254B(1) 章規定一家公司可決定其股份發行的條款以及股份所附的權利或限制。

<sup>207</sup> 《澳洲交易所上市規則》第 6.2 及 6.9 條。

<sup>208</sup> 其後 News Corporation 遷冊往美國德拉威州並將其第一上市移至紐約交易所。

<sup>209</sup> ISS 報告附件 C（第 II 部），第 381 頁。

<sup>210</sup> Business Spectator，《Risk without rights》，2008 年 1 月 2 日。

<sup>211</sup> 上市公司超級投票權股份探究專家小組(Expert Panel of Inquiry into Desirability of Super Voting Shares for Listed Companies)的報告《Corporations Law: Super Voting Shares》(1994 年 1 月)。

<sup>212</sup> ISS 報告附件 C（第 II 部），第 381 頁。

<sup>213</sup> 澳洲交易所，《Guidance Note 3 Cooperatives and Mutual Business Entities》(2001 年 9 月)。該指引討論澳洲交易所在何種情況下可行使酌情權允許合作社及互助業務實體採用不同投票權架構。這並不限制澳洲交易所對其他個案給予允許不同投票權架構的豁免。澳洲交易所不時授出該等豁免，儘管通常是為了技術原因而授出，而非要造就一個機制令股東獲得與其經濟利益不成比例的投票權。該指引的計劃是讓澳洲交易所除可就較大或獨有的董事選任權或優先股份授出豁免外，也可給予豁免容許涉及若干事情的特殊投票權——例如該指引第 34 段所述的可就涉及公司章程細則／組織章程變動以及收購事宜享有特殊權利的創辦人股份。

優先股，及於 2008 年起失去優先股息權利，並變成持有該公司的無投票權普通股。<sup>214</sup>

70. 為回應權益人的要求，澳洲交易所於 2007 年 12 月發出諮詢文件，諮詢市場對允許無投票權普通股的意見。<sup>215</sup> 市場參與者在回應中表達了強烈的關注，澳洲交易所尚未發表諮詢總結。

#### **較大或獨有的董事選任權**

71. 澳洲交易所曾豁免遵守「一股一票」以令上市基建基金在合訂實體架構的少數情況下，其外部經理可以持有特別投票權股份，令他們得以選舉大多數董事加入有關基建基金的董事會。<sup>216</sup>

## **中國內地**

#### **多重投票權股份**

72. 儘管《中華人民共和國公司法》第 127 條為在中國內地註冊成立的公司發行不同類別的股份提供法律依據，但公司不得發行多重投票權股份。根據中國證監會刊發的《上市公司章程指引（2006 年修訂）》，公司的章程細則必須載列條文，列明附投票權的股份每股享有一票表決權（第 78 條）。

#### **有限／無投票權股份**

73. 在中國內地註冊成立的上市公司不可發行有限投票權股份及無股息優先權的無投票權股份，理由如上段所載。

#### **較大或獨有的董事選任權**

74. 根據《中華人民共和國公司法》第 100 條以及《上市公司章程指引》第 40 條，股東有權選舉或替換董事及監事。公司可在不偏離《公司法》第 100 條的情況下，在其章程細則中自由載列如何提名董事或監事以及提名程序的詳情。<sup>217</sup> 我們並不知悉有任何內地上市公司在其章程細則中授予特定人士特殊的董事會提名或委任權。

---

<sup>214</sup> News Corporation, 《Information Memorandum in relation to a proposal to “re-incorporate” in the United States and to acquire from Murdoch family interests their shareholding in Queensland Press Pty Limited》(2004 年 9 月 15 日), 第 A-4 頁(見 2004 年 9 月 15 日向美國證監會提交的 6-K/A 表格附件 B)。

<sup>215</sup> 澳洲交易所《Non-Voting Ordinary Shares: ASX Public Consultation》(2007 年 12 月 14 日)。

<sup>216</sup> 澳洲交易所《Non-Voting Ordinary Shares: ASX Public Consultation》(2007 年 12 月 14 日), 第 2.5 段。

<sup>217</sup> 《上市公司章程指引（2006 年修訂）》第 82 條。

## 日本

### 多重投票權股份

75. 在日本，東京交易所的上市規則不允許上市公司有多重投票權股份。

### 有限／無投票權股份

76. 日本上市公司的章程細則可列明某類股份具有限制投票權或無投票權。<sup>218</sup> 但是，該等股份的數目不得超過該公司已發行股份總數的一半。<sup>219</sup> 東京交易所的上市規則列明無投票權的股份可在其主板市場上市<sup>220</sup>，但我們找不到例子。

### 較大或獨有的董事選任權

77. 在日本，《公司法》允許發行就委任董事有特別權力的特權股。然而，東京交易所的規則禁止公司在上市後發行該股份類別。

## 韓國

### 多重投票權股份

78. 韓國《公司法》不允許股份公司發行多重投票權股份<sup>221</sup>。

### 有限／無投票權股份

79. 韓國《公司法》於 2012 年作出修訂，允許股份公司發行無投票權股份以及僅就若干事宜（如修訂註冊章程、委任或罷免董事、合併或業務轉讓）有投票權的有限投票權股份<sup>222</sup>。
80. 無投票權及有限投票權股份不得超過該股份公司已發行股份總數的 25%。根據總統令授權發行的無投票權股份在若干情況下可不受此限。<sup>223</sup>

### 較大或獨有的董事選任權

81. 韓國《公司法》不允許發行對特定事宜有較大投票權或否決權的股份。

---

<sup>218</sup> 日本《公司法》第 108(2)(iii)條。

<sup>219</sup> 日本《公司法》第 115 條。

<sup>220</sup> 東京交易所規則—主板市場—上市標準—正式規定（國內股），第 11 段「股票類別」。

<sup>221</sup> 《韓國商業法規》(Korean Commercial Code)第 369(1) 條訂明股東人人一股一票。

<sup>222</sup> IFLR, 《South Korea: Fundamental Changes》, 2012 年 4 月 1 日; Conventus Law 《Jurisdiction – Korea: Reports and Analysis》, 《Korea – Introduction to Amendments to the Korean Commercial Code》, 2012 年 2 月; Byoung-Ki Lee 及 Sun-Hee Park、Bae, Kim & Lee LLC, 《Recent Amendments to the Korean Commercial Code》, 2012 年 11 月 1 日; Shin 及 Kim《Share Classes Under the Amended Korean Code》, 2011 年 6 月 14 日。

<sup>223</sup> 《韓國金融投資服務及資本市場法》(Korea Financial Investment Services and Capital Markets Act), 第 165-15 條。

## 新加坡

### 多重投票權股份及無投票權股份

82. 根據新加坡現行公司法，公眾公司須遵守「一股一票」概念。<sup>224</sup>然而，新加坡上市報業公司（如 Singapore Press Holdings）獲法律豁免（見本附錄第 84 段）。新交所於 2011 年 9 月 20 日發出指引，列明新加坡不允許公司以不同投票權的雙類別股權架構上市。<sup>225</sup>
83. 於 2012 年 10 月，新加坡 MOF 公布修改新加坡《公司法》，除去公眾公司發行股份須一股一票的規定。<sup>226</sup>新加坡 MOF 稱，新交所及新加坡金融管理局將分別評估應否准許多類別股份架構的公司上市，以及應否准許上市公司發行多重投票權股份及無投票權股份。新加坡 MOF 頒布修訂法例草案並於 2013 年 5、6 月間進行諮詢，計劃於 2013 年最後一季刊發所收到的回應概要以及其回應。<sup>227</sup>

### 較大或獨有的董事選任權

84. 《新加坡報刊及印刷機法案》(Singapore Newspaper and Printing Presses Act)強制規定新加坡上市報業公司（如 Singapore Press Holdings）必須發行各有不同投票權的個別類別股份。每間報業公司必須有兩類股份：「管理層股份」及普通股。管理層股份在任何與該報業公司的董事或任何員工的任免有關的決議案中，每股必須附有 200 票。管理層股份只可發行或轉讓予經新加坡政府書面批准的新加坡居民或企業。新加坡政府也可撤銷持有管理層股份的許可。<sup>228</sup> 我們並不知悉有任何其他新加坡上市公司有較大或獨有的董事選任權。

---

<sup>224</sup> 新加坡《公司法》第 64 條。

<sup>225</sup> 新加坡交易所，監管專欄 (Regulators Column) –《The Capital Structure of Listed Companies in Singapore》，2011 年 9 月 20 日。

<sup>226</sup> 新加坡財政部《Review of the Singapore Companies Act — Ministry of Finance's Responses to the Report of the Steering Committee for Review of the Companies Act》，2012 年 10 月 3 日，第 70 至 75 段。

<sup>227</sup> 在本文件日期尚未刊發。

<sup>228</sup> 新加坡法例第 206 章《新加坡報刊及印刷機法案》第 10 條。

---

## 附錄四：實證研究

---

### 引言

1. 學界曾對雙類別股權架構之影響進行實證研究。我們在本附錄中概述部分研究結果。
2. 學者有關雙類別股權架構的主要討論如下：
  - (a) 私利及管理層保證特權如何對雙類別股權架構公司的價值及表現產生不利影響？
  - (b) 雙類別股權架構的好處（如免受短期利益影響，使管控人可分散財產及使資本架構更富彈性等）有否抵銷其壞處，？
  - (c) 與其他管控機制相比（如金字塔架構<sup>229</sup>），雙類別股權架構的影響何在？
3. 本節總結了試圖回答這些問題的部分實證學術研究。學者意見分歧的一項主要原因是，要分析雙類別股權架構及其如何對不同公司產生影響，困難不少。因此，在討論實證研究結果之前，我們首先討論分析工作的若干難處。

### 分析工作的難處

4. 雙類別股權架構的影響難以分析的根源是，公司表現及股東回報隨時間而變更。在任何特定的時間，公司可能具有雙類別股權架構，亦可能沒有。因此，要在真正對等的基礎上分析雙類別股權架構對特定公司的實際影響是不可能的。
5. 學者因此比較同一時間不同公司的表現，或在不同時間同一公司的表現，以作出推斷及結論，而每個情況根據公司有無雙類別股權架構進行分析。不過，即使是這樣的推斷，也未必能夠確定公司表現及股東回報有所不同的真正原因。例如，A 公司較 B 公司更有利可圖，原因可能是 A 公司出售的產品更好，而非 B 公司採用雙類別股權架構而 A 公司沒有採用。同樣，A 公司 2005 年較 2007 年更有利可圖，可能因為 2005 年競爭較小，與其資本結構無關。
6. 為減輕這種風險，學者採用大量公司樣本，以期在樣本足夠多及種類多元的情況下，這些因素可被抵銷。不過，問題始終仍然存在，而且由於多數公司都不採用雙類別股權架構，在有些情況下，樣本數目實際上很少。

---

<sup>229</sup> 如果控股股東擁有 51% 股權的公司本身亦擁有一間附屬公司 51% 股權，該控股股東實際僅須 26% 股權已可管控該附屬公司。這就是所謂金字塔架構，而這些結構可具有多個層次。

7. 樣本的選擇還有另一問題，就是被分析的樣本中的公司可能無法代表所有採用雙類別股權架構的公司。例如，公司擁有人無正式管理角色，與公司擁有人同時管理公司日常業務，兩者肯定有分別，因為後者的管理層有更多機會向自己發超額報酬，或從公司的商機中榨取個人利益。這些研究一般假設具有雙類別股權架構的公司由管控人管理<sup>230</sup>。研究者嘗試找來更多樣本以解決問題，但正如上文所指，樣本數量實際上往往不多。學術界的另一方法是，按個別情況作出調整，例如因應雙類別股權架構較常見於特定行業而作出調整。不過，這些調整在應用和幅度上往往受到相當大的主觀因素影響。
8. 較少公司採用雙類別股權架構亦在若干程度上造成另一問題：樣本偏向某些司法權區。雙類別股權架構在不同司法權區的影響有明顯差異。例如，某些司法權區可能有更嚴厲的法規和執法程序，有減低人們提取私利的效果。多數研究只分析在美國的公司，少數分析亞洲公司的研究一般集中研究金字塔控制的架構多於雙類別股權架構，因為亞洲公司較少見採用雙類別股權架構。其他架構的影響及源由可能與雙類別股權架構甚為不同。
9. 另一問題是內生的因素，即推動企業採用雙類別股權架構的是低估值及其他顯示不良業績（或相反，視乎閣下的觀點）的指標，而非雙類別股權架構本身產生不良業績。例如，業績欠佳公司的管理人建立雙類別股權架構可能是為了防範公司被人收購以保持本身的地位（及任何管控權下私利）；在這種情況下，企業表現欠佳就是導致雙類別股權架構的原因，而非相反情況。
10. 內生因素是研究一股一票結構轉至雙類別股權架構（或相反情況）之影響的特定課題，對研究雙類別股權架構公司上市後的表現亦有關。這是因為雙類別股權架構往往是為了首次公開招股或計劃進行首次公開招股而設立。有些研究會因應個別情況作出調整，嘗試解決內生的問題，同時分析外來衝擊對公司的影響。然而，一如搜集樣本方面作出的調整，這些調整在應用和幅度上亦往往受到相當大的主觀因素影響。

## 實證研究

### 管控有價

11. 有權管控公司的價值遠高於管控人持有的任何普通股權，這是一般共識。Dyck 與 Zingales 在 2004 年的論著<sup>231</sup>中，透過觀察 39 個國家中 393 批控股權經私下協商轉讓的個案，對管控權的價值作出估計。他們認為，管控權的溢價應相等於公司股本價值平均 10% 至 14%。<sup>232</sup>在雙類別股權架構中，具有高級投票權股份的持有人與持有普通投票權股份的持有人不同，前者以較小的股本投資即能對公司施

---

<sup>230</sup> 當然，管控人還是可能間接獲得私利（即使他們並非日常管理者），譬如管控人可建立管控人信賴其決定將有利管控人（例如不競投管控人計劃競投的合約）的董事會。

<sup>231</sup> Alexander Dyck 與 Luigi Zingales，《*Private Benefits of Control: An International Comparison*》，（2004 年 4 月）。

<sup>232</sup> 雖然國與國之間有很大差異，但最高溢價為 65%，而香港在最低溢價之列，約 3%。

加控制。在所有其他因素相等的情況下，這項特點應使高級投票權股份的價值高於普通投票權股份。<sup>233</sup>

12. 這個結論似乎得到實證研究支持。Smart、Thirumalaib 與 Zutter 於 2007 年的論著<sup>234</sup>對 1990 年至 1998 年間美國 253 家採用雙類別股權架構並進行首次公開招股的公司進行研究，並將這些公司與剛剛超過 2,000 家採用「一股一票」架構的公司作一比較。他們發現，雙類別股權架構公司的上市股份（具有較次等投票權）股價往往低於非雙類別股權架構公司的股份。首次公開招股後的五年內，股價折讓中位數相當於市盈率有 18% 的差異。<sup>235</sup>此外，在研究的企業中，有 37 家將雙類別股權架構與「一股一票」架構結合，而研究發現，兩種架構結合後，該等公司股價的平均漲幅導致股價折讓水平縮減至原來估值差距的三分之一至五分之一。
13. Masulis、Wang 與 Xie 於 2008 年的論著<sup>236</sup>，對 1995 年至 2002 年具有雙類別上市股份的 457 家美國公司進行了研究。因應股票現金流權利的差異作出調整後，兩個類別的股份之間的平均折讓為 3.6%，中位數為 2.4%。同樣，在少數在香港上市的雙類別股權架構例子（見主要論文第 83 和 85 段）中，因應股票現金流權利的差異作出調整後，具普通投票權的股份的成交價，較具高級投票權的股份的成交價平均有輕微折讓。
14. Pajuste 於 2005 年的論著<sup>237</sup>對七個歐洲國家（丹麥、芬蘭、德國、意大利、挪威、瑞典和瑞士）中 493 家公司進行了研究，其中 108 家公司在 1996 年至 2002 年間曾結合雙類別股權架構。研究發現，曾結合雙類別股權架構的公司不僅較未結合雙類別股權架構前具有較佳的經產業調整的市場對賬面價值，而且相比在研究期整段期間都採用雙類別股權架構的公司，有關公司還因這項結合不同架構的措施而獲得較高評價。

### 管控權下的私利

15. 所有權和控制權分開產生了所謂「代理問題」。擁有人倚賴擔任管理人的代理人經營業務，但擁有人的利益是盡量提高業務價值，與管理人的利益可能有衝突。例如，擁有人的利益是向管理人支付妥善管理業務所需的最低薪酬，但管理人的利益卻是盡量提高本身的薪酬和福利。

---

<sup>233</sup> 雖然一般來說，當不同投票權架構是通過收購（見註 253 及 257 提及 Bauguess、Slovin 及 Sushka 在 2011 年的論著）或股份合併（例如過去具雙類別股份及現在具單類別股份的多家香港上市公司）而終結，則不論所附帶的是甚麼投票權，所有股東均可就所持股份收取相同金額（視乎現金流權利的差異）。

<sup>234</sup> Scott B. Smart、Ramabhadran S. Thirumalai 及 Chad J. Zutter，《*What's in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values*》，（2007 年 7 月）。

<sup>235</sup> 他們亦進一步分析，以期消除可能出現的偏見，如產業集中及內生問題等，但結果仍顯示不同投票權架構公司在統計上有重大股價折讓。

<sup>236</sup> Ronald W. Masulis、Cong Wang 及 Fei Xie，《*Agency Problems at Dual-Class Companies*》，（2008 年 6 月）。

<sup>237</sup> Anete Pajuste，《*Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares*》，（2005 年 3 月）。



16. 更極端的例子是，企業遇上利潤豐厚的商機，但管理人不但沒有為企業爭取該商機，還將商機轉給管理人本身控制的另一家公司。假設擁有人知道這情況，他們理論上應會辭退該管理人，改聘新的管理人。這份危機感促使管理人不敢輕舉妄動。但若管理人控制公司並可阻止本身被辭退，則情況不會一樣。採用這方法提取的資源稱為私人利益，因有關資源只提供予管控人。
17. 管控權下私利可分兩類：
  - (a) 「金錢」利益 — 例如：為個人利益買賣公司資產、將公司的商機轉給管理人控制的實體、過高的薪酬、昂貴的津貼（例如公司的豪華轎車、私人飛機等）、盲目擴充 — 增加公司規模而非價值 — 及投資於管理人個人熱愛但不增加公司價值的項目；及
  - (b) 「非金錢」利益 — 例如：因為是企業的管控人而產生自我滿足感；社會、政治權力和名聲所賦予的尊重和自尊。
18. Adams 與 Ferreira 在 2008 年的論著<sup>238</sup>指，經審閱多項不同的實證研究後，結果顯示管控權產生的溢價，有力證明龐大私人利益存在及控股股東犧牲非控股股東權益獲得私人利益的假設合理。
19. 在一股一票資本架構的公司中，兼任管理人的擁有人必須持有足夠大量的股權，方能阻止任何人罷免他們出任管理人<sup>239</sup>。在這情況下，有關人士沒有太大誘因提取私利，因為提取公司價值對控制人本身股份的價值將產生負面影響，況且要維持控制權還需要投入更大投資金額。
20. 但這些缺乏誘因的因素可透過使用雙類別股權架構而消減。例如，管控人可持有每股附帶 10 票的 1 港元「A 類」股份，而其他擁有人可持有每股附帶 1 票的 1 港元「B 類」股份。在這個例子中，假設股本為 100 港元，管控人即可以 10% 的經濟權益享有大部分的投票權。因此，在具有雙類別股權架構的公司中，管控人犧牲少數股東利益謀取私利的風險較大。

### 保證特權

21. 由於非控股股東無力罷免管理層，保證特權可延續私利的提取。此外，即使管理人誠實，沒有提取任何私人利益，他們亦未必會以盡量提高企業價值和業績，或以其他符合大多數股東意願的方式（如派息時間、進行重要收購及出售交易等等）管理業務。因此，保證特權被視為控股公司一項潛在風險，而且如上文所述，雙類別股權架構往往有助管控人保持控制權。

---

<sup>238</sup> Renée Adams 與 Daniel Ferreira，*《One Share, One Vote: The Empirical Evidence》*，（2007 年 12 月）。

<sup>239</sup> 技術上一般是 50% 加一票，但事實上較低的控股亦可，而且如上文所述，金字塔結構可進一步降低所需的實際經濟權益。

## 表現不佳及中性表現的證明

22. 採用雙類別股權架構的公司因保證特權和私人利益而表現欠佳的說法，在多項比較不同公司長期業績的研究中均獲普遍支持；這些研究主要根據企業是否採用雙類別股權架構，及附帶高級投票權的股份的投票權與現金流權利之間的偏差程度作出比較。不過，專門研究公司上市後業績的研究一般顯示，雙類別股權架構對公司表現並無影響。儘管如此，如上文所述，採用雙類別股權架構公司的股票的成交價一般依然低於沒有採用雙類別股權架構的公司。
23. Gompers、Ishii 及 Metrick 於 2008 年的論著<sup>240</sup>，曾將美國 1995 年至 2002 年約 300 至 500 家採用雙類別股權架構的企業與約 6,000 至 7,000 家沒有採用雙類別股權架構的企業作一比較，發現管理人投票權對現金流權利的比率較高，公司估值通常就較低（根據 Tobin 的 Q 值）<sup>241</sup>，而管理人現金流權利對投票權的比率較高，公司估值亦往往較高。若公司管理人擁有投票控制權但現金流權利少於 50%，上述結果在統計上就更為明顯。
24. Masulis、Wang 及 Xie 於 2008 年的論著<sup>242</sup>，使用 Gompers、Ishii 及 Metrick 使用的同一批公司作為樣本進行研究，發現管理人投票權佔較高比率，會導致公司現金資源的使用效率通常較低、行政總裁薪酬較高（可用以估量私人利益）、收購交易較難成功及資本開支回報較低。
25. Li、Ortiz-Molina 及 Zhao 於 2007 年的論著<sup>243</sup>，研究 1995 年至 2002 年間美國 614 家採用雙類別股權架構的企業及 8,360 家沒有採用雙類別股權架構的企業後，發現採用雙類別股權架構的企業的機構投資者股東大幅少於沒有採用雙類別股權架構的企業。<sup>244</sup>除了投資者對這類公司股票的需求減少可能不利這類公司的股價外，研究員亦指出雙類別股權架構可能對企業爭取股本資本造成限制。<sup>245</sup>

---

<sup>240</sup> Paul A. Gompers、Joy L. Ishii 及 Andrew Metrick，《*Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Companies in the United States*》，（2008 年 5 月）。

<sup>241</sup> Tobin 的 Q 值是公司股票市值與股本賬面值之間的比率，是市場對公司價值的衡量。就所審閱的實證研究而言，Tobin 的 Q 值按行業之間的差異而調整 — 例如高科技公司可能因為所創造的知識產權未有按市值在公司的資產負債表中反映出來，而具有相對較高的 Tobin 的 Q 值。

<sup>242</sup> Ronald W. Masulis、Cong Wang 及 Fei Xie，《*Agency Problems at Dual-Class Companies*》，（2008 年 6 月）。

<sup>243</sup> Kai Li、Hernan Ortiz-Molina 及 Xinlei Zhao，《*Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms*》，（2007 年 11 月）。

<sup>244</sup> Li、Ortiz-Molina 及 Zhao 的論文（見註 243）是上文第 7 和 8 段所述調整如何影響研究結果的好例子。根據未經調整的合計數據，他們發現機構投資者於雙類別股份架構公司的投資，較於單類別股份架構公司的投資多出 3.24%。不過，根據控制變量作出多項調整後，他們推翻先前的研究結果，反認為機構投資者於雙類別股份架構公司的投資少 3.6%，相等於樣本中機構股東持股量的 11%（因為機構持股佔市場總持股量的 33%）。此結果的方向獲得他們的其他研究結果支持，使他們可作出上述結論。

<sup>245</sup> Li、Ortiz-Molina 與 Zhao（見註 243）亦研究了樣本中 79 家由不同投票權架構轉為一股一票架構的公司，並發現機構投資者的持股量上升。

26. Smart、Thirumalaib 及 Zutter 於 2007 年的論著<sup>246</sup>（本附錄第 12 段所提及有關採用雙類別股權架構的公司的首次公開招股的研究），嘗試指出為何採用雙類別股權架構的企業的附帶較低級投票權的上市股票的市價有所折讓。該研究指，折讓水平反映了與沒有採用雙類別股權架構的企業比較，採用雙類別股權架構的企業的股票持有人的股票收益水平（即股價變動及派息），但採用雙類別股權架構和沒有採用雙類別股權架構的公司的運作表現則大致相同。<sup>247</sup>研究員認為股價折讓因此反映管理層保證特權的存在風險，該研究又提供公司更換行政總裁前後的業績數據以支持這項假設。
27. Holmén<sup>248</sup> 2011 年一份工作文件對 1985 年至 2005 年間 208 家非金融性質的瑞典公司進行了分析，集中研究企業不許外資持有的禁令於 1993 年被解除的影響。研究發現 1993 年以前具有雙類別股權架構的公司與一股一票結構的公司比較，前者股價沒有折讓，但從 1993 年起，具有雙類別股權架構的公司的平均股價折讓 12%（根據 Tobin 的 Q 值）。該研究指沒有證據顯示這是營業表現欠佳、管理層更積極使用雙類別股權架構，或公司被提取更多私人利益所致。結論是，具有雙類別股權架構的公司的股價有所折讓是因為外國投資者對這類公司股票估值較低，與公司是否被實際提取私利無關。這與前段 Smart、Thirumalaib 及 Zutter 所假設的風險折讓相同。
28. Pajuste 在 2005 年的論著<sup>249</sup>（本附錄第 14 段所述的研究）對曾結合雙類別股權架構的公司進行研究，得出相類結果。研究發現，與未結合雙類別股權架構之前公司本身比較，及與研究期整段期間都採用雙類別股權架構的公司比較，於研究期內曾結合雙類別股權架構的公司都具有較佳的經產業調整市場對賬面價值，惟這項發現未獲較高的銷量增長（因應增長前景而作出調整後），或其他經營業績數據支持。該研究指，價值上升是因為結合雙類別股權架構的公司增發新股、收購更多項目及結合雙類別股權架構後公司行業具有較高的增長機會。一股一票結構公司的股本融資成本較低，可支持這個說法。
29. Bebchuk 在 2013 年的論著<sup>250</sup> 分析其他有關激進投資者對美國上市公司影響的研究的實證，其得出的結論認為，激進投資者的介入一般對公司有正面影響，並據此再作推論，指出賦予管理層保證特權及防止激進投資者介入（或至少令管理層可不理會他們）的措施（包括採用雙類別股權架構），對公司有負面影響。在另

---

<sup>246</sup> Scott B. Smart、Ramabhadran S. Thirumalai 及 Chad J. Zutter，《*What's in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values*》，（2007 年 7 月）。

<sup>247</sup> 此題目另有兩項研究值得提及。最近期的是 2006 年 Judith Swisher 的《*Dual Class Companies: Do Inferior Voting Shares Make Inferior Investments?*》。該研究調查了 1990 年至 2003 年 72 家在美國具有雙類別股票並進行首次公開招股的公司，研究發現上市後三年來，與一股一票公司比較，雙類別股票公司的表現並無顯著差異。不過，1996 年，Ekkehart Böhrer、Gary C. Sanger 及 Sanjay B. Varshney 的《*The effect of consolidated control on firm performance: The case of dual-class IPOs*》，分析了 1984 年至 1988 年 98 家雙類別股票的首次公開招股，發現上市後三年內，以雙類別股票進行首次公開招股的公司較以一股一票進行首次公開招股的公司表現較佳。

<sup>248</sup> Martin Holmén，《*Foreign Investors and Dual Class Shares*》，（2011 年 2 月）。

<sup>249</sup> Anete Pajuste，《*Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares*》，（2005 年 3 月）。

<sup>250</sup> Lucian A. Bebchuk，《*The Myth that Insulating Boards Serves Long-term Value*》，（2013 年 9 月）。

一項研究中，Bebchuk 聯同 Brav 及 Jiang 在 2013 年<sup>251</sup> 表示，有證據顯示激進投資者介入後，五年內公司營運表現有所改善。

30. Lemmon 及 Lins 在 2003 年的論文<sup>252</sup> 分析了亞洲金融危機對 8 個東亞國家中 800 家透過金字塔架構進行管控的公司之影響。儘管這項研究不直接牽涉雙類別股權架構，但因為這項研究有考慮外來衝擊的影響，不容易產生內生的問題（見本附錄第 9 段），所以我們決定加入這項研究。Lemmon 及 Lins 發現，若公司管理層的管控權與其於金字塔架構下的經濟權益比較相對偏高，公司在亞洲金融危機後的表現遜於大市約 20%。

### 雙類別股權架構可能產生的良好後果

31. 雖然保證特權及私人利益的風險是眾所周知，但有學者認為雙類別股權架構的正面影響可抵銷這些風險。特別是，雖則在公司因管理不善而表現欠佳的情況下，管理層的保證特權對投資者有害，但許多人認為，管理層在一定程度上具有保證特權實屬好事，因一般股東可能要求公司爭取不符合公司長遠利益的短期回報，保證特權就可將管理層與這些壓力隔離。
32. 具有雙類別股權架構還有其他潛在優點，管控人可透過使用此架構分散本身財產。有人指這對公司有利。首先，增加資本結構的靈活性，因管控人控股權被攤薄（例如透過進一步發行「一股一票」股份募集資金）的空間較少。其次，盲目擴充（即進行好大喜功但股東價值可疑的項目）的意欲減少，因管控人可將本身金錢投資公司集團以外機構。最後，有更大意願投資及進行較高風險的正數淨值項目，因管控人不再僅僅依賴其於公司的持股增加財富。<sup>253</sup>
33. 此外，實證<sup>254</sup>亦證明可透過監管及其他措施減少提取私利的次數及幅度。Dyck 與 Zingales 在 2004 年的論著（見本附錄第 11 段）發現，如司法權區在少數投資者保障、稅制執行、會計信息披露規則及執法等方面較完善，及較大媒體壓力，管控權產生的股價溢價（著者認為這可顯示管控權下的私利水平）往往較低。管控人謀取私利的風險減少，使用雙類別股權架構的影響就可由負面轉為正面。

---

<sup>251</sup> Lucian A. Bebchuk、Alon Brav 及 Wei Jian，《*The Long-term Effects of Hedge Fund Activism*》，（2013 年 7 月）。

<sup>252</sup> Michael L. Lemmon 與 Karl V. Lins，《*Ownership Structures, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis*》，（2003 年 8 月）。

<sup>253</sup> Scott W. Bauguess、Myron B. Slovin 及 Marie E. Sushka，《*Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights*》，（2011 年 10 月）。

<sup>254</sup> 此說法亦有理論支持 — Thomas J. Chemmanur 及 Yawen Jiao 在《*Dual Class IPOs: A theoretical analysis*》（2011 年）指，透過限制高級投票權與低級投票權票數的最高比率，及制定規例防止管理人提取管控權下私利，股東價值可提高至最高水平。

## 表現出色的證明

34. 實證研究證明，現有上市公司由一股一票架構轉為雙類別股權架構後，公司表現出色。<sup>255</sup>但須注意，與探討具有雙類別股權架構及沒有雙類別股權架構的公司的研究相比，這些研究的樣本規模相對較小。此外，這些研究本質上更容易受內生因素影響（見本附錄第 9 段），因為每個個案都有觸發公司轉為雙類別股權架構的因素存在。這些因素均可能減低結果的可靠度。
35. Dimitrov 與 Jain 在 2006 年的論著<sup>256</sup> 將 1978 年至 1998 年間美國 178 家採用雙類別股權架構的公司與廣大市場作一比較。大部分公司未採用雙類別股權架構前已有控股股東。著者發現在公布採用雙類別股權架構後的首年，這些公司在股票市場的回報較沒有採用雙類別股權架構的公司約高 5%，而公布後的四年則高 23%（後者在統計上的重要性較弱）。
36. 他們發現，若公司轉用雙類別股權架構的同時或之後不久發行股本，公司公布雙類別股權架構後表現轉好的情況更為明顯，統計上的重要性也更大。Dimitrov 與 Jain 亦發現，公布雙類別股權架構後，雖則公司盈利水平無重大差異，但公司的收入及資產往往較非雙類別股權架構公司上升速度更快。他們亦發現，如公司轉用雙類別股權架構的同時或之後不久進行集資，其營運收益的上升速度較非雙類別股權架構的公司來得更快。這項研究證明了多個論點，其中包括雙類別股權架構透過提供更具彈性的資本結構可為公司帶來不少裨益。
37. Bauguess、Slovin 與 Sushka 在 2011 年的論著<sup>257</sup> 探討 1978 年至 1998 年間美國 142 家採用雙類別股權架構的公司的情况。他們發現，若公司（69 家）是被收購的對象，其股東獲得的平均收購溢價較一股一票結構的公司為高。他們亦發現，採用雙類別股權架構後，公司營運表現多數不會下跌；而若控股股東在公司採用雙類別股權架構後減持或股權被攤薄，公司營運表現更有所提高。此外，公司轉用雙類別股權架構後資本開支亦往往增加。他們推論，這是因為新的架構使控股股東可釋放本身於公司的財產，控股股東因而有更大意願在公司的層面進行投資及承擔較高風險的正數淨值項目。

---

<sup>255</sup> 雖然公司由不同投票權架構轉為一股一票架構的有關研究未有提供證明。Beni Lauterbach 與 Yishay Yafeh 的論文《Long Term Changes in Voting Power and Control Structure following the Unification of Dual Class Shares》（2009 年 4 月）研究 1990 年代以色列 80 家由不同投票權架構轉為一股一票架構的公司，並將這些公司與保留不同投票權架構直至 2000 年代的公司作一比較，發現轉為一股一票架構的公司表現沒有明顯改善或轉壞，雖然著者認為部分原因可能是，儘管資本架構有變，但控股股東在有關期間一般仍能維持控股股東的身分。Scott B. Smart、Ramabhadran S. Thirumalai 及 Chad J. Zutter 的論文《What's in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values》（2007 年 7 月）發現，37 家美國公司將不同投票權架構與一股一票架構結合後，出現股價向上反應，使不同投票權架構公司上市前後較非不同投票權架構公司的股價折讓收窄至介乎五分一至三分之一之間。

<sup>256</sup> Valentin Dimitrov 與 Prem C. Jain，《Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-class: Growth and Long-run Stock Returns》，（2004 年）。

<sup>257</sup> Scott W. Bauguess、Myron B. Slovin 及 Marie E. Sushka，《Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights》，（2011 年 10 月）。

## 結論

38. 透過觀察本節所述的實證，我們得出以下部分結論，但謹此強調，下述意見只屬聯交所的意見。
39. 一般來說，投資者似乎對雙類別股權架構中附帶較次等投票權的股票的估值較低，原因是股價須反映公司被提取私利、公司表現欠佳及管理層保證特權的風險。不過，這些風險是否確實產生了不利公司表現的影響，則尚欠共識。
40. 共識欠奉部分是因為對雙類別股權架構之影響的分析方法不盡相同。在比較具有雙類別股權架構及沒有雙類別股權架構的不同公司的研究中，部分人士認同雙類別股權架構對公司表現有不利影響，但這項結論並未獲得其他多項研究支持，包括探討首次公開招股後一段期間上市公司表現的研究（一般顯示中性影響）、對曾結合雙類別股權架構的公司的研究（一般顯示中性影響），或探討現有上市公司轉用雙類別股權架構之影響的研究（一般顯示正面影響）。即使採用同一分析方法，不同研究之間一般亦有很大差異。
41. 分析雙類別股權架構之影響涉及很大難度，上述所有研究結果均須從這個背景觀之。這些難度令人對研究結果的可靠性存疑，這或可解釋雙類別股權架構的分析意見為何不盡相同。內生（見本附錄第 9 段）的因素尤其引人關注，而認同雙類別股權架構有正面影響或全無影響的研究較受內生因素影響。
42. 最後，部分研究舉證說明法律及規例可限制雙類別股權架構之負面影響。Dyck 與 Zingales 在 2004 年的論著（見本附錄第 33 段）估計，在投資者保障及稅例執行較完善，以及媒體壓力較大的司法權區，因管控權而產生的股價溢價往往較低。這也許不足為奇，因關連交易規則等措施的目的就是要減少可提取某些私利的空間。

---

## 附錄五：美國法律及監管特點

---

### 集體訴訟

1. 美國採納「集體訴訟」程序，讓多名人士針對同一被告人提出的申索在單一法院訴訟中一併裁決。在集體訴訟中，原告代表人是代表自己和所有其他人士（「集體」）提出訴訟。這些人所指稱及有權提出申索的是相同（或相近）的過失，而他們的申索帶出相同的法律或事實問題。原告人集體申索的合計總額可以相當龐大，對比可能產生的訟費，令人覺得興訟還是值得。
2. 在美國，私人原告人可就違反聯邦證券法的事宜提出集體訴訟，意指美國證監會及個別人士均可採取行動執行證券法，以應對附有不同投票權架構的公司可能出現的任何管理層不當行為。私人訴訟較美國證監會的執法行動更為常見。1997年至2012年12月31日期間，美國每年平均有193宗集體訴訟個案。<sup>258</sup>2007年美國一項有關財務失實陳述法律懲處的研究指，「至少在美國，私人及公開執法活動均對管制管理層的投機取巧起著重要作用。」<sup>259</sup>
3. 香港並無集體訴訟機制。2009年11月，香港法律改革委員會就引入該機制刊發諮詢文件。2012年5月，委員會刊發報告，建議採納集體訴訟機制。在該報告中，「涉及證券的案件」列為可能適合採用集體訴訟程序的案件類別之一。<sup>260</sup>律政司已成立跨界別工作小組，研究和考慮報告書的建議。<sup>261</sup>

### 香港的私人訴訟

4. 聯交所上市公司的少數股東可在香港法院對上市公司提出私人訴訟，請求法院頒令不公平損害補救辦法，或提出衍生訴訟。如屬前者，公司（包括非香港註冊成立的上市公司）股東可以公司處理事務的方式正在或曾經對所有或部分股東造成不公平損害為由，請求法庭頒發適當命令。在衍生訴訟中，公司任何股東在法庭許可下，可代表公司就另一方（例如董事）對公司作出的不當行為採取法律行動。<sup>262</sup>兩種訴訟均具有法定效力支持。<sup>263</sup>

---

<sup>258</sup> Cornerstone Research, 《Securities Class Action Filings – 2012 Year in Review》第3頁。

<sup>259</sup> Johnathan M. Karpoff、D. Scott Lee 及 Gerald S. Martin, 《The Legal Penalties for Financial Misrepresentation》, (2007年), 第4頁。只有英文版, 中文譯本僅供參考。

<sup>260</sup> 香港法律改革委員會, 《報告書——集體訴訟(2012年5月)》附件1, 第275頁。

<sup>261</sup> 香港法律改革委員會就建議的落實情況向立法會提交的2014年度報告書指, 工作小組已在2013年2月、5月、7月及11月及2014年2月及5月舉行首六次會議。此外, 又在工作小組下成立小組委員會, 以協助工作小組解決討論過程中可能出現的技術問題。小組委員會於2014年4月舉行了首次會議。政府當局會根據工作小組所提出的建議, 定出未來路向。

<sup>262</sup> 股東代表公司對第三方（通常是董事）提出訴訟。董事須對公司承擔合約及誠信責任。公司對股東有合約責任。然而, 董事與股東之間並無直接的合約關係。若董事對公司做出不當行為而損害股東利益, 應是公司而非股東採取行動。但公司或不願意如此行事, 因為公司由董事控制。

<sup>263</sup> 《證券及期貨條例》第214條（不公平損害）及《公司條例》（香港法例第622章）第723至727條（不公平損害）及第731至738條（衍生訴訟）。

5. 提出該等私人訴訟需要付出高昂成本、時間及精力，因此實際上只有最堅決兼富裕的股東方會提出。大型上市公司或其控股股東一般遠較少數股東具備更雄厚的財務及法律資源以採取或抗辯法律訴訟。再者，私人訴訟的訟費不會由其他股東攤分，因此並無參與訴訟的股東或可「免費」坐享訴訟成果。在衍生訴訟中，法院裁定的賠償歸公司（而非提出訴訟的少數股東）所有。此外，少數股東一般無法輕易或全面取得公司資料以開展合適的行動。基於上述原因，私人訴訟於上市公司中十分罕見。<sup>264</sup>

## 美國的股東訴訟

6. 在美國，股東訴訟（包括集體訴訟及衍生訴訟）相對較常見，原因包括：
  - (a) 美國股東可以按判決金額收費的原則聘請律師；若衍生訴訟勝訴，公司須向股東支付相關律師費；
  - (b) 集體訴訟的好處是，即使賠償金額個別計算不足以值得付出訟費（此乃少數股東申索常見情況），少數股東仍可提出訴訟；及
  - (c) 美國的懲罰性損害賠償及廣泛的資料發現能力亦鼓勵股東提出私人訴訟。

---

<sup>264</sup> Gordon Jones，《*Corporate Governance and Compliance in Hong Kong*》，(2012年)，ISBN:978-988-8146-23-9，第19章第451至477頁。Jones指出「提出法定衍生訴訟的案件壓倒性地用於私人公司，而涉及檢查及禁令的案件幾乎所有並非用於私人公司。」只有英文版，中文譯本僅供參考。



## 附錄六：首次公開招股資格規定比較——香港相對美國交易所

最低標準	香港		美國		
	主板	創業板	紐約交易所 (國內發行 <sup>265</sup> )	納斯達克 (全球精選市場 <sup>266</sup> )	納斯達克 (全球市場)
交易記錄	三個財政年度	兩個財政年度	<b>盈利測試</b> 三個財政年度 <b>估值／收益／現金流測 試</b> 三個財政年度 <b>估值／收益測試</b> 一個財政年度 <b>資產及權益測試</b> 無	<b>盈利標準</b> 三個財政年度 <b>現金流資本標準</b> 三個財政年度 <b>收益資本標準</b> 一個財政年度 <b>資產權益標準</b> 無	<b>收入標準</b> 無 <b>權益標準</b> 兩個財政年度 <b>市值標準</b> 無 <b>總資產／收益標準</b> 無

<sup>265</sup> 國外私人發行人(Foreign Private Issuer) (定義見《證券法》C 規例規則第 405 條) 可選擇根據紐約交易所所有關國外私人發行人的另類上市標準(Alternate Listing Standards)的資格上市，或根據美國國內上市標準的資格上市。美國國內發行人標準較為寬鬆，故在此列示。所示測試為與首次公開招股有關的上市。

<sup>266</sup> 納斯達克營運三個不同市場：納斯達克全球精選市場（「精選市場」）、納斯達克全球市場（「全球市場」）以及納斯達克資本市場（「資本市場」）。精選市場的規定最為嚴格，而資本市場的規定最為寬鬆。附錄二所示 12 家在納斯達克上市的中國內地公司中有 8 家在精選市場上市。餘下 4 家在全球市場上市。

最低標準	主板	創業板	紐約交易所 (國內發行 <sup>265</sup> )	納斯達克 (全球精選市場 <sup>266</sup> )	納斯達克 (全球市場)
財務標準	<p><b>溢利測試</b></p> <p>市值≥2 億港元 (2,580 萬美元) + 最近一個財政年度溢利≥2,000 萬港元 (258 萬美元) + 先前兩個財政年度溢利合共 ≥3,000 萬港元 (387 萬美元)</p> <p>或</p> <p><b>市值/收益/現金流測試</b></p> <p>市值≥20 億港元 (2.6 億美元) + 最近一個經審核財政年度收益≥5 億港元 (6,451 萬美元) + 先前三個財政年度現金流正數合共≥1 億港元 (1,290 萬美元)</p> <p>或</p>	<p><b>現金流測試</b></p> <p>市值≥1 億港元 (1,290 萬美元) + 先前兩個財政年度現金流正數合共≥2,000 萬港元 (258 萬美元)</p>	<p><b>盈利測試</b></p> <p>最近三個財政年度稅前盈利合共≥1,000 萬美元 + 最近兩個財政年度各年 ≥200 萬美元 + 全部三個年度正數額</p> <p>或</p> <p>最近三個財政年度稅前盈利合共≥1,200 萬美元 + 最近一個財政年度≥500 萬美元 + 第二個最近的財政年度 ≥200 萬美元</p> <p>或</p> <p><b>估值/收益/現金流測試</b></p> <p>市值≥5 億美元 + 於最近 12 個月期間收</p>	<p><b>盈利標準</b></p> <p>最近三個財政年度稅前盈利合共≥1,100 萬美元 + 最近兩個財政年度各年 ≥220 萬美元 + 全部三個年度正數額</p> <p>或</p> <p><b>現金流資本標準</b></p> <p>最近 12 個月平均市值 ≥5.5 億美元 + 最近三個財政年度現金流合共≥2,750 萬美元，全部三個年度均為正數額 + 最近一個財政年度收益 ≥1.1 億美元</p> <p>或</p> <p><b>收益資本標準</b></p> <p>最近 12 個月平均市值</p>	<p><b>收入標準</b></p> <p>(最近一個財政年度或過去三個財政年度中的兩年) 稅前盈利合共 ≥100 萬美元 + 股東權益≥1,500 萬美元</p> <p>或</p> <p><b>權益標準</b></p> <p>股東權益≥3,000 萬美元</p> <p>或</p> <p><b>市值標準</b></p> <p>上市證券市值≥7,500 萬美元</p> <p>或</p> <p><b>總資產/收益標準</b></p> <p>(最近一個財政年度或過去三個財政年度中的兩年)</p> <p>總資產≥7,500 萬美元 總收益≥7,500 萬美元</p>

最低標準	主板	創業板	紐約交易所 (國內發行 <sup>265</sup> )	納斯達克 (全球精選市場 <sup>266</sup> )	納斯達克 (全球市場)
	<p><b>市值／收益測試</b></p> <p>市值≥40 億港元 (5.2 億美元)+</p> <p>最近一個經審核財政 年度收益≥5 億港元 (6,452 萬美元)</p>		<p>益≥1 億美元+</p> <p>最近三個財政年度現金 流合共≥ 2,500 萬美元， 全部三個年度均為正 數額</p> <p>或</p> <p><b>純估值／收益測試</b></p> <p>市值≥ 7.5 億美元+</p> <p>最近一個財政年度收益 ≥7,500 萬美元</p> <p>或</p> <p><b>資產及權益測試</b></p> <p>市值≥ 1.5 億美元+</p> <p>總資產≥ 7,500 萬美元+</p> <p>股東權益≥ 5,000 萬美元</p>	<p>≥8.5 億美元+</p> <p>最近一個財政年度收益 ≥9,000 萬美元</p> <p>或</p> <p><b>資產權益標準</b></p> <p>市值≥ 1.6 億美元+</p> <p>總資產≥ 8,000 萬美元+</p> <p>股東權益≥ 5,500 萬美元</p>	
分布	最少 300 名股東	最少 100 名股東	持有 100 股或以上的 股東 400 名+	持有 100 股的股東≥450 名或股東合共≥2,200 名 +	持有 100 股或以上的 股東 400 名+
			公眾持有的股份 110 萬股	公眾持有的股份 125 萬股	公眾持有的股份 110 萬股

最低標準	主板	創業板	紐約交易所 (國內發行 <sup>265</sup> )	納斯達克 (全球精選市場 <sup>266</sup> )	納斯達克 (全球市場)
公眾持有 股份的市 值	≥5,000 萬港元 (645 萬美元)	≥3,000 萬港元 (387 萬美元)	≥ 4,000 萬美元	≥ 1.1 億美元 (或≥1 億美元 (如公司 股東權益最少≥1.1 億 美元))	收入標準 ≥800 萬美元 權益標準 ≥1,800 萬美元 市值標準 ≥2,000 萬美元 總資產/收益標準 ≥2,000 萬美元
最低買盤 價	《上市規則》無規定	《上市規則》無規定	≥4 美元	≥4 美元	≥4 美元

## 附錄七：雙類別股權架構的美國公司——市值最大的 25 家公司

彭博行業分類行業組別	公司	業務描述	首次公開招股年份	市值(百萬美元)
互聯網站	Google	互聯網搜索引擎	2004	\$374,415
	Facebook	社交網絡平台	2012	138,820
	LinkedIn	社交網絡平台	2011	25,891
	Groupon	電子商務	2011	7,860
	Zulily	電子商務	2013	5,129
	Yelp	網絡 B2C 平台	2012	4,846
	Zillow	互聯網地產市場	2011	3,210
軟件	VMware	虛擬化基礎設施解決方案供應商	2007	38,608
	Workday	管理軟件開發商	2012	14,536
	Tableau Software	電腦軟件公司	2013	4,077
	Veeva Systems	能為基礎軟件解決方案供應商	2013	4,000
	SS&C Technologies Holdings	財務服務軟件供應商	2010	3,759

彭博行業分類行業組別	公司	業務描述	首次公開招股年份	市值(百萬美元)
商業服務	MasterCard	支付服務供應商	2006	100,571
	Vantiv	支付服務供應商	2012	6,329
零售	Dick's Sporting Goods	體育及健康用品零售商	2002	7,308
	DSW	鞋履及配件專業零售商	2005	3,877
多元化金融服務	Visa	支付服務供應商	2008	141,756
服裝	Under Armour	運動服飾及配件公司	2005	9,222
住宿	Hyatt Hotels	酒店集團	2009	7,744
化妝品/個人護理	Coty	香水及化妝品製造商	2013	5,860
航天/國防	Spirit Aerosystems Holdings	商用飛機結構代工商	2006	4,930
食品	WhiteWave Foods	植物性飲食零售商	2012	3,978
娛樂	Dolby Laboratories	娛樂事業音頻系統供應商	2005	3,929
廣告	Clear Channel Outdoor Holdings	戶外廣告供應商	2005	3,636
運輸	Swift Transportation Company	運輸服務供應商	2010	3,124
合計				<b>927,416</b>

2001年起上市及已發行股本包括雙類別股權架構的美國公司在美國的所有首次公開招股，不包括投資工具、有限合夥企業及有限責任公司。資料來源：彭博及公司存檔。市場數據截至2013年12月31日。

---

## 附錄八：私隱政策聲明

---

### 私隱政策聲明

香港交易及結算所有限公司以及其不時的附屬公司、受其控制或與其受共同控制的聯屬公司及其合資公司（在本私隱政策聲明中，各此等實體不時稱為「香港交易所」、「我們」或「聯屬公司」，視適用情況而定）明白根據香港法例第486章《個人資料（私隱）條例》（「《條例》」）其在收集、持有、處理、使用及／或轉移個人資料方面的責任。個人資料的收集只限作合法且相關的用途，並會採取一切實際可行方法去確保香港交易所持有的個人資料準確無誤。香港交易所將會根據本私隱政策聲明使用閣下的個人資料。

我們定期檢討這項私隱政策聲明，並可能不時加以修訂或加入具體指示、政策及條款。本私隱政策聲明如有任何重要修訂，我們會通過閣下提供給我們的聯絡方式通知閣下，也會按該《條例》的規定，讓閣下可以透過屆時通知閣下的途徑選擇拒絕接收此類修訂通知。此外，關於通過香港交易所網站而提供給我們的個人資料，閣下繼續使用香港交易所網站即被視為同意並接受此項私隱政策聲明。

如對這項私隱政策聲明或我們如何使用閣下的個人資料有任何疑問，請通過以下任何一個通訊渠道與我們聯繫。

香港交易所會採取一切實際可行方法確保個人資料的安全，以及避免個人資料在未經授權或意外的情況下被取用、刪除或作其他用途。這包括在實物具體上、技術上及程序上的適當安全措施，確保只有經授權人士才能取用個人資料。

請注意：如閣下沒有向我們提供個人資料（或有關閣下代理人的個人資料），我們可能無法提供閣下要求的資訊、產品或服務又或無法處理閣下的要求。

### 目的

我們或會為了以下目的而不時收集閣下的個人資料（如姓名、郵寄地址、電話號碼、電郵地址和登入名稱）：

1. 處理閣下的申請、訂購及登記使用我們的產品及服務；
2. 履行香港交易所以及任何由其作為認可控制人（定義見香港法例第 571 章《證券及期貨條例》）的職能；
3. 提供我們的產品和服務，以及與此相關的賬戶管理；
4. 進行研究和統計分析；及
5. 與上列任何一項有直接關聯的其他目的。

### 直接營銷

除非閣下已經拒絕或將會拒絕，否則我們也可能會使用閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼和電郵地址，用以寄送宣傳資料，就我們以及各聯屬公司的金融和資訊服務進行直接營銷活動。



如不希望收到香港交易所的宣傳和直接營銷資料，或不希望收到某類宣傳和直接營銷資料，又或不希望在某種途徑收到此類材料，請通過下述其中一種渠道聯絡我們。

## 身份證號碼

我們也可能會根據適用法律或規例又或任何對我們有管轄權限的監管者的規定而收集並處理閣下的身份證號碼，另外亦可能因為需要識別閣下的身份而（在不抵觸該《條例》的前提下）收集並處理閣下的身份證號碼。

## 轉移個人資料作直接營銷

除非閣下已經拒絕或將會拒絕，否則我們可能會將閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼和電郵地址轉交各聯屬公司，使其可向閣下寄送宣傳資料，就其金融和資訊服務進行直接營銷活動。

## 轉移個人資料作其他用途

為了以下一個或多於一個目的，個人資料可能：

1. 會轉交我們各聯屬公司，而使我們（在香港或其他地方）的聯屬公司的相關人員獲得有關個人資料；就此，閣下同意將閣下的個人資料移交香港以外的地方；及
2. 會提供予任何向香港交易所及/或我們在香港或其他地方的聯屬公司提供行政或其他服務的代理、承判商或第三方。

## 我們如何使用 cookies

閣下通過香港交易所網站查閱我們的資訊時，應當留意到網站有使用cookies。Cookies是指儲存在閣下瀏覽器內的資料檔。閣下進入香港交易所網站時，網站即在閣下瀏覽器內自動安裝並使用 cookies。香港交易所的網站使用兩種cookies：

*Session Cookies*：一種只在閣下瀏覽香港交易所網站期間留存於瀏覽器內的短暫性質 cookies，用處在於取得並儲存配置資訊及管理網站，包括「攜帶」資訊以隨閣下瀏覽網站的不同版頁，譬如以免閣下每到一個版頁也要重新輸入資訊。Session cookies也會用來編備關於香港交易所網站使用的匿名統計資料。

*Persistent Cookies*：一種留存於瀏覽器內較長時間的 cookies，用以收集關於香港交易所網站使用的匿名統計資料，或追蹤和記錄使用者的習慣偏好。

香港交易所網站所用的 cookies 不包含個人資料。閣下也可以更改瀏覽器或網路安全軟件中的設定，拒絕接受瀏覽器內的cookies。不過，這樣或會令閣下不能使用或啟動香港交易所網站中的某些功能。

## 法律與法規的遵守

閣下同意香港交易所及其聯屬公司或要為了遵守適用法律及規例，或遵守法院指令、傳票或其他法定程序，又或遵從政府機關、執法機構或類似機構（無論位於香港或其他地方）提出的要求，而必須保留、處理及/或披露閣下的個人資料。閣下也同意香港交易所及其聯屬公司或須披露閣下的個人資料，以履行與閣下的協議，或保護我們或我們聯屬公司及僱員的權利、財產或安全。

## 公司重組

隨著香港交易所持續發展業務，我們可能會重組集團架構或出現控制權易手或業務合併。在這些情況下，閣下的個人資料或會按這份私隱政策聲明或另一份將會通知閣下的私隱政策聲明而移交繼續運營我們業務或類似服務的第三方。此等第三方或在香港以外的地方，就此等收購或重組而使用閣下個人資料的地點也可能不在香港。

## 查閱及更正個人資料

根據該《條例》，閣下有權查明香港交易所是否持有閣下的個人資料、取得資料的備份及更正任何不確資料，也可以要求香港交易所通知閣下其持有資料的種類。如欲查閱有關資料，須使用個人資料私隱專員（私隱專員）指定的表格提出；表格可於私隱專員公署的官方網站下載。

如欲查閱和更正個人資料，或查閱有關政策與常規以及香港交易所所持有資料種類，應以書面及郵遞形式提出要求（見以下聯繫方式）。

我們或會因應閣下查閱資料要求對香港交易所產生的行政及實際成本而收取合理的費用。

## 終止或取消

任何時候如果閣下在我們的賬戶被取消或終止，我們會隨即在合理情況下盡快終止處理閣下的個人資料，但也可按合理需要而保留有關資料，合理的需要包括：資料歸檔；解決實際或潛在的爭議；遵守適用法律及規例；履行與閣下的任何協議；保障我們或各聯屬公司或僱員的權利、財產或安全等。

## 聯繫我們

郵寄：

香港中環港景街 1 號  
國際金融中心一期 12 樓  
香港交易及結算所有限公司  
個人資料私隱主任

電郵：

[pdpo@hkex.com.hk](mailto:pdpo@hkex.com.hk)

