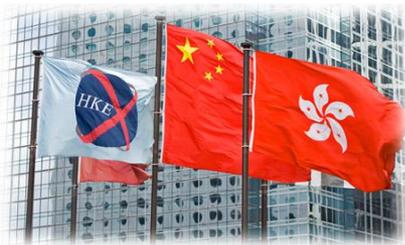




不同投票權架構 概念文件

2014年8月29日

集團監管事務總監兼上市主管 戴林瀚



大綱

1 目的

2 歷史

3 架構

4 問題

5 下一步

6 答問

聯交所今天刊發 有關不同投票權架構的概念文件

- 這是一份概念文件，因為當中：
 - 沒有提倡維持現狀或推行改變
 - 沒有提出任何具體《上市規則》修訂進行諮詢
 - 純就不同投票權架構的概念徵詢各方意見
- 這概念文件：
 - 就現時已在或有意在聯交所上市的公司應否獲准採用不同投票權架構¹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
 - 擬以中肯、並純以事實陳述及分析呈列相關事宜及考慮事項

聯交所並無預設立場支持或反對不同投票權架構

1. 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

刊發概念文件的理由

- 《上市規則》應「反映現時為市場接納的標準」²
- 《上市規則》明文禁限不同投票權架構已近25年³（1989年12月）
- 聯交所（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
- 金發局⁴最近表示：「...『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...」

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

2. 《主板上市規則》第2.03條
3. 《主板上市規則》第8.11條
4. 香港特別行政區政府於2013年1月成立的金融發展局。

概念文件的架構

- 第一章：投資者保障
- 第二章：香港現行情況
- 第三章：香港的競爭力
- 第四章：司法權區對照比較與實證研究
- 第五章：其他通用的不同投票權架構
- 第六章：其他考慮因素
- 第七章：問題
- 附錄包括：
 - 司法權區對照比較與實證研究——經廣泛及全面研究的成果——構成概念文件的重要背景資料

其他考慮事項

- 概念文件不擬就下列事項諮詢具體意見：
 - 創業板的重新定位
 - 為不同投票權架構的公司設立專業人士（或其他）的板塊
 - 中國公司應否獲准在聯交所作第二上市⁵
 - 海外公司應否獲准採用不同投票權架構來港上市
- 上述事項均須另作諮詢，但聯交所會聆聽回應人士擬在這些方面提出的意見

5. 見《有關海外公司上市的聯合政策聲明》（2013年9月）第88(c)及94段

第一章：投資者保障

- 公平及平等對待股東是《上市規則》的一般原則⁶
- 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」
- 此概念將控股股東的權益與其他股東的權益連繫，使罷免表現不理想的在任管理人變成可行
- 世界銀行在投資者保障方面將香港排名第三，美國排名第六
- 美國的交易所容許公司以不同投票權架構上市，但其監管及法律體制（例如美國的集體訴訟）俱與香港不同

6. 《主板上市規則》第2.03(4)條；《創業板上市規則》第2.06(4)條

第二章：香港現行情況

- 《公司條例》（香港法例第622章）訂明，若公司的組織章程細則允許，公司可發行每股附帶多於（或少於）一票的股份類別
- 《上市規則》不容許上市申請人或上市公司使用不同投票權架構，惟聯交所同意的「特殊情況」則作別論⁷
- 聯交所不曾批准公司按此例外情況上市

7. 《主板上市規則》第8.11條，《創業板上市規則》第11.25條

第三章：香港的競爭力

■ 香港作為國際金融中心

- 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

「...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。」⁸

■ 競相爭取中國內地公司上市：

- 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）而非香港作主要上市
- 其中近三分之一（**29%**）設不同投票權架構，並且愈見普遍
- 這三分之一卻佔美國上市的所有中國內地公司市值的**70%**

8. 政府於2006年成立的金融服務專題小組的總結。

第三章：香港的競爭力（續）

■ 競相爭取國際公司上市：

- 金發局：「…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。」⁹
- 滬港通可令香港作為海外公司上市地的吸引力出現根本性的轉變
- 設雙類別股權架構的公司，佔所有大型美國上市公司¹⁰總市值的14%
（如Google、Facebook、Visa及Mastercard）

9. 金融發展局的結論。

10. 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。

第四章：司法權區對照比較

- 聯交所廣泛及全面地檢視過其他司法權區的常規做法
- **14**個司法權區採用的方式詳細說明載於概念文件附錄三
- 常規做法各異：
 - 有些容許（如美國、加拿大及瑞典）
 - 有些立法嚴禁（如德國、西班牙及中國內地）
 - 有些允許非上市公司採用不同投票權架構，但嚴禁上市公司採用（如香港、澳洲、新加坡以及英國（「高級」(premium)上市公司））

第四章—實證研究

- 聯交所深入地檢視過探討雙類別股權架構所產生影響的學術文獻（見概念文件附錄四）
- 實證研究無明確結論（表現極佳、表現中等及表現差劣的實例俱有）
- 市場普遍共識：投資者一般對雙類別股權架構中附有較次等投票權的股份施加折讓
- 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
- 這些風險會否實際對公司表現產生負面影響，則尚未有共識

第五章—其他通用的不同投票權架構

- 在美國，「雙類別股份」為最常見的不同投票權架構：
 - 兩類股份（「A」及「B」股），其中一類每股票數較多（最常見為每股10票）
- 變相方案：
 - 最常見的變相方案—委任董事會一定人數（通常是過半數）的董事的權利
 - 董事委任權通常由股份附帶，但亦可以純粹合約性質（如：汽車之家（Autohome, Inc）—其章程細則中給予董事委任權）

第六章—其他考慮因素

- 能否只限於新申請人：
 - 公司法改革常務委員會於1987年建議，若在「特殊情況」下容許發行「B」股，亦只可在公司首次上市時發生，因為有關公司當時尚未有公眾股東
 - 紐約交易所及納斯達克只容許新申請人採用不同投票權架構
- 能否只限於「資訊科技公司」：
 - 在美國上市的所有內地公司中，採用不同投票權架構的逾半（70%）屬於資訊科技公司
 - 然而，在美國，許多行業的公司亦使用雙類別股權架構

第六章：其他考慮因素（續）

- 美國上市公司**主動**對不同投票權架構實施若干限制：
 - 轉移實益擁有權至原持有人之非聯屬人士時，大多必須轉為一股一票股份
 - 有些公司會要求持有人在公司股本中維持特定百分比以上的實益擁有權（如百度（ Baidu, Inc ）要求其創辦人維持5%的權益）
 - 有些公司設日落條款，期限屆滿後雙類別股權架構將失效（如Groupon, Inc設有五年期的日落條款）
 - 聯交所可考慮其他可行限制，我們亦歡迎有關意見

- **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？

回應者如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；或
 - (c) 僅限於：
 - (i) 來自個別行業的公司（例如「資訊科技」公司）；
 - (ii) 「創新型」公司；
 - (iii) 符合其他具體預設特徵的公司（譬如規模或歷史）；或
 - (d) 一如現行《上市規則》第8.11條¹¹，只在「特殊情況」下准許？回應者亦可選擇多於一個上述選項(b)、(c)及(d)，以表明其屬意的選項組合

11. 《創業板上市規則》第11.25條。

- **問3**：如公司採納在股東大會享有不同投票權的雙類別股權架構，聯交所應否規定實施美國對該等架構所應用的任何或全部限制，或增加其他額外限制或以其他限制取替任何限制？
- **問4**：應否容許其他的不同投票權架構？如是，又應是哪些及在甚麼情況下？
- **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？

- **問6**：對於額外事項，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；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？

- **問7**：對於不同投票權架構，閣下可有任何其他意見？

下一步

- 聯交所：
 - 注意到市場大眾有不同意見及立場
 - 希望向市場廣泛層面的人士徵詢回應意見
 - 預期概念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
- 進行諮詢時，聯交所會徵詢收購委員會的意見

回應概念文件請於2014年11月30日前提交

答 問