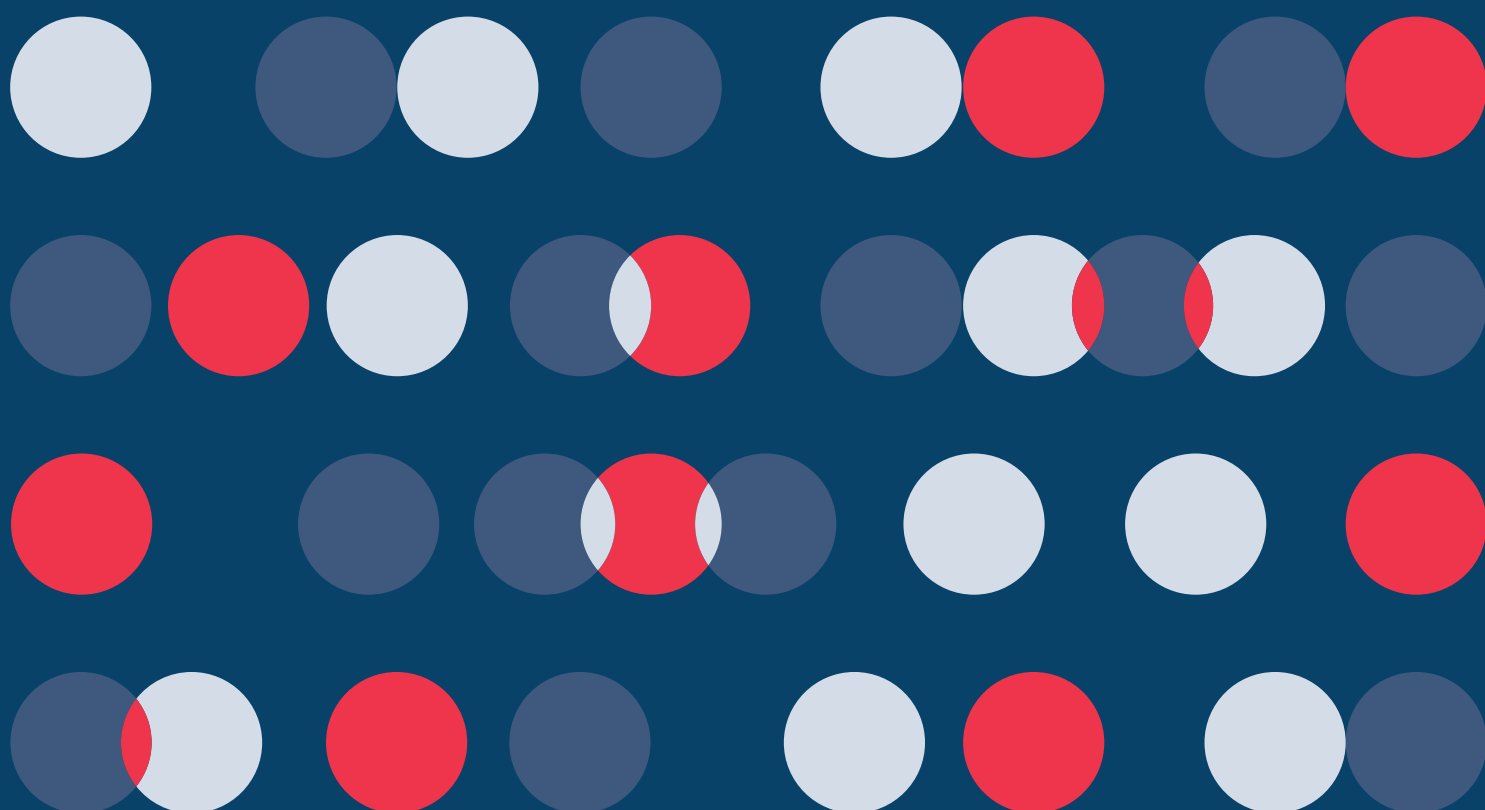


2018年4月

研究報告

雙重股權架構與生物科技行業的上市制度改革



目錄

頁數

摘要	1
1. 主要國家對「同股不同權」架構的運用.....	2
1.1 「同股不同權」架構在美國的演變過程及效果	2
1.2 「同股不同權」架構在其他國家的運用情況	3
2. 「同股不同權」架構為企業帶來哪些益處？	5
3. 完善對雙重股權結構公司監督機制的主要路徑	6
3.1 對超級表決權的運用進行適度限制.....	7
3.2 對超級投票權設置明確的退出機制和轉讓機制	8
3.3 加強企業管治，共同使用公司內部和外部替代性約束機制	9
4. 「同股不同權」架構在香港的運用和討論	9
5. 生物醫藥行業的上市制度創新和國際經驗	10
5.1 生物醫藥行業的行業特點和融資需求	10
5.2 各國針對生物醫藥行業所採取的上市安排	12
5.3 香港上市制度創新，助推中國生物醫藥行業發展	13

摘要

從全球發展趨勢來看，隨著互聯網、高科技、以及生物醫藥研發等成長型公司不斷增加，包括美國、英國、新加坡等全球各主要國際金融市場都提供或正考慮允許不同形式的不同投票權架構，為這些公司上市提供便利。

採用「不同投票權」架構的主要顧慮在於同股不同權使得控制權和現金流權分離，可能加劇公司代理問題，削減管理層對股東的問責程度。但是另一方面，雙重股權結構有利於初創企業的長遠發展，尤其是對高投入、高不確定性、高增長的科創型企業。具體表現在：雙重股權結構有利於實現創新公司的長期價值；可作為有效的激勵機制，促使創始人向企業投入更多創新能力和人力資本；可作為防止敵意收購的有效屏障；在金融市場機構投資者過度集中的情況下，雙重股權結構在一定程度上被視為新興企業規避市場短期行為而不得不採取的自我保護措施。另外，從一些實證研究結果來看，採用雙重股權架構後，企業價值和代理成本也會得到改善。

當然，雙重股權企業是否比單一股權結構企業帶來更高的代理成本，不利於股東權益保護，在理論上和實證上依然存在著大量爭論。如何完善雙重股權結構的公司內部監督機制，確保對公司具有控股權的股東進行有效監督？各界提出多種方式：第一，對超級表決權的運用進行適度限制，包括限定表決權的差額，以及規定上市公司在設計公司架構時，盡可能明確或劃定超級投票權的應用範圍。第二，對超級投票權設置明確的退出機制和轉讓機制，包括通常所提到的「日落條款」機制，以及超級表決權股轉讓限制。第三，加強企業管治，共同使用公司內部和外部替代性約束機制。

2018 年 4 月香港交易所提出的雙重股權架構安排，增加了相應措施對制度的適用加以限制和約束，比如要求申請人須具備特定的特點才可以不同投票權上市。香港交易所亦將保留權利，若申請人的不同投票權架構極端不符合管治常態（例如普通股完全不附帶投票權），可以不適合上市為由拒絕該等申請。同時，香港交易所也提出了不同投票權公司上市後的詳細的投資者保障措施，包括限制不同投票權權力、保障同股同權股東投票權的措施、加強企業管治和加強披露等要求。不同投票權發行人的股份名稱結尾將要加上標記「W」，與其他發行人區分開來。此外，不同投票權受益人必須擔任公司董事，使其對公司的經營承擔法律法規規定的董事責任。一旦不同投票權受益人轉讓其不同投票權股份，或他們身故或失去行為能力，又或他們不再為董事，其不同投票權即會失效，令不同投票權受限於「自然」日落條款，不會無限期存在。

另外，此次香港交易所《上市規則》亦加入新的規則，為未能通過財務資格測試的初創公司（包括未有收益或盈利的生物科技公司）開闢上市途徑。生物醫藥行業呈現出高投入、高產出、高風險、高技術密集型的特點，使得股權融資（而非債務融資）成為生物醫藥企業成長期的重要融資方式。投資處於初創階段且先前並無任何收益業績記錄的生物科技公司對主板投資者而言將是新事物，不過，這些公司會受到國際認可機構（如美國食品和藥物管理局）的監管，其產品在不同研發階段亦需獲該等機構審批，這些都可助投資者了解該等生物科技公司的性質，以及判斷這些公司將付諸生產的受規管產品的發展階段。目前國際主要的證券市場已經逐步建立了適用於生物科技企業上市的證券市場規則。

香港交易所根據生物醫藥企業成長期獨有的財務特點（上市前後長期無盈利或收入），以及其風險特性，加入新的上市規則，以便更好地對接生物醫藥等新經濟企業的發展要求，吸引更多資金流向高風險、高回報的生物科技領域，推動生物醫藥行業長遠發展。通過建立適宜的上市規則，推動一批大型創新型生物科技企業的湧現，將大大助力區域內新經濟核心產業的發展，實現區域經濟升級和跨越發展，這正是資本市場改革為香港經濟帶來的長遠正面影響。

1. 主要國家對「同股不同權」架構的運用

「同股不同權」是指某些股東享有與其在企業中所持的經濟利益不成比例的投票權或其他相關權利，包括無投票權股份、優先投票權股份，及具有較大或獨有的董事選任權的股份等多種形式。較常見的股權架構為 A、B 股結構：A 類股份的投票權為每股一票；B 類股份的投票權則每股多票，持有這種較高投票權比例股份的股東，一般都是公司的創辦人、早年加入公司的合夥人、主要策略性投資者或公司高層。在具體運用中（以 Google、百度在美國的股權架構為例），大多數創新型公司於首次公開發行（IPO）時，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 股發行予公司在任管理人。B 類股可按照 1：1 的比例轉換成 A 類股，而 A 股卻不能轉換為 B 類股。

從本質上看，同股不同權架構是一種雙重股權架構的公司管治架構，通過不同投票權的股權設置，公司創始股東僅握有小比例但高投票權的股份，便可有效控制企業，使新經濟公司創始人在不受新投資者壓力的情況下追求創新，為股東謀取最高的增長及價值。從全球發展趨勢來看，隨著互聯網、高科技、以及生物醫藥研發等成長型公司不斷增加，全球各主要國際金融市場都提供考慮允許不同形式的不同投票權架構，為這些公司上市提供便利。

1.1 「同股不同權」架構在美國的演變過程及效果

美國是最早實行雙重股權架構的國家之一，同時也是雙重股權架構運行比較好的國家。雙重股權架構起源於 1898 年 International Silver Company 發行 900 萬股優先股和 1,100 萬股無投票權的普通股，開啟了歷史上股權和投票權分離的先河。19 世紀 20 年代，雙重股權架構在美國逐步流行，1927 至 1932 年間共 288 家公司發行了無投票權或限制投票權的股票¹。此後近 40 年的時間，雖然上市體系轉向一股一票的發行架構，但仍有小部分企業（如福特汽車）發行了不同投票權的股份。

1980 年代，企業收購兼併浪潮興起，交易所之間競爭加劇，極大地促使了雙重股權架構的採納和運用。當時美國三家主要證券交易機構（紐約證券交易所 NYSE、美國證券交易所 AMEX 和納斯達克股票交易所 NASDAQ）對雙重股權制度取態不一。NYSE 對不同投票權禁止得最為嚴格，要求借助股權重組實現同股不同權的公司強制退市，但 NASDAQ 對不同投票權股份發行則不設任何規定。AMEX 介於二者之間，有條件地允許兩類不同投票權的普通股上市。1984 年，NYSE 宣佈暫停對發行雙重投票權股份的公司實施摘牌措施，同時設立專門委員會重新評估其長期堅持的一股一票政策。經過數輪改革，1994 年美國證監會向美國三個證券交易所發出倡議，要求在雙重股權公司上市交易的問題上採用一致政策，得到了 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 的相繼認可。此後，各交易所達成協議：對已經發行的股票，公司不能通過任何行動或發行來減少或限制普通股股東的投票權，但是公司在發行新股時可以引入雙重股權結構²。美國對雙重股權結構的政策趨於統一，這之後的四年間（1994 年至 1998 年），使用雙重股權架構的企業逐步增加，佔 IPO 的 11.9%，佔首發融資金額的 24.9%（見表 1）。

2000 年以後，高科技網絡公司成為主要的上市發行主體，美國雙重股權架構的運用比重呈明顯增加趨勢，特別是 2004 年 Google 上市採用的雙重股權結構，被同行競相仿效。2003 年至 2008 金融海嘯之前，美國 681 宗 IPO 中有 64 家選擇了雙重股權架構，佔比為 9.4%，選擇雙層股權架構企業首發融資金額佔比達到 20.8%。而金融海嘯後至 2013 年，461 家 IPO 中有 76 家選擇了雙重股權架構，佔比為 16.5%，在首發融資金額中佔比達到 34.1%³。

¹ Ashton, D. C. (1994). "Revisiting Dual-Class Stock". *John's Law Review*, 第 68 期, 863

² 參見：蔣小敏，〈美國雙層股權結構：發展與爭論〉，《證券市場導報》，2015 年 9 月。

³ Howell, J. W. (2017) "The survival of the US dual class share structure", *Journal of Corporate Finance*, 第 44 期, 440-450 頁。

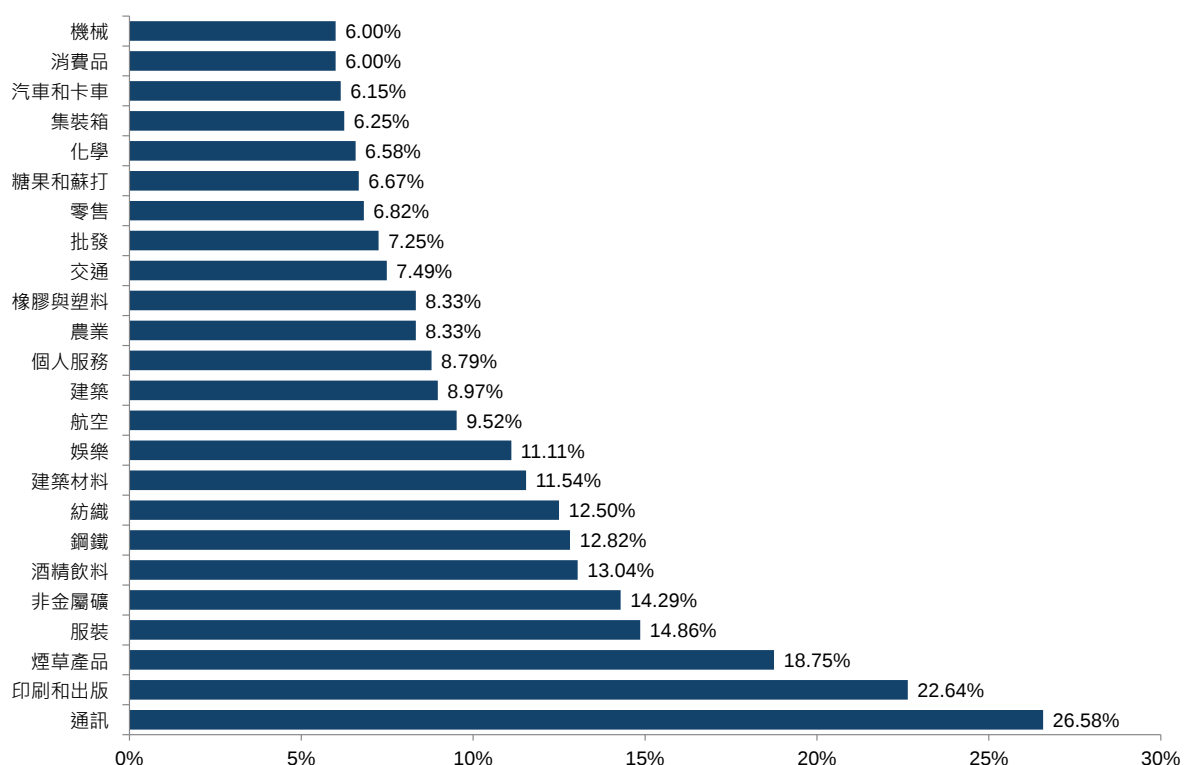
表 1：1980 年代以後美國運用雙重股權結構的演變過程

年期	使用情況
1985 年	有 180 家上市公司使用雙重股權結構，佔上市公司總數 2.8%
1988 年 — 1992 年	使用雙重股權結構的公司佔 IPO 比重為 5.4%
1994 年 6 月 — 1998 年 9 月	使用雙重股權架構的公司佔 IPO 比重為 11.9%，佔首發融資金額的 24.9%
2003 年 — 2008 年	使用雙重股權架構的公司佔 IPO 比重為 9.4%，佔首發融資金額的 20.8%
2008 年 — 2013 年	使用雙重股權架構的公司佔 IPO 比重為 16.5%，佔首發融資金額的 34.1%

數據來源：Howell, J. W. (2017). "The survival of the US dual class share structure", *Journal of Corporate Finance*, 第 44 期, 440-450 頁。

從行業分佈上看，雙重股權架構在美國運用十分廣泛。美國上市公司 44 個行業中，只有 6 個行業中沒有企業使用雙重股權架構，圖 1 顯示使用雙重股權架構的企業佔比超過 6% 的行業達到 24 個（2010 年）。機械、零售、農業等傳統行業使用雙重股權架構的企業佔比在 6%-8%，而在通訊、印刷和出版行業的分佈則分別達到了 26.58% 和 22.64%，是所有行業中最廣泛使用雙重股權架構的行業，說明使用雙重股權架構與行業特性高度相關。信息化、電子化程度越高的行業，或組織結構更需符合新經濟行業發展特點的公司，投資者對雙重股權架構的接受度越高。

圖 1：美國使用雙重股權的上市公司在不同行業中的比例（比例超過 6% 的行業）（2010）



數據來源：Arugaslan, O., Cook, D. O. 與 Kieschnick, R. (2010). "On the decision to go public with dual class stock", *Journal of Corporate Finance*, 第 16(2)期, 170-181 頁。

1.2 「同股不同權」架構在其他國家的運用情況

英國在 1960 年代中期，由於機構投資者廣泛參與股票投資，並對公司管治及股東權益保護提出更多要求，雙重股權架構股票在英國發行量下降，90 年代後雙重股權架構又得到了廣泛使用。表 2 顯示，1996 年英國企業使用雙重股權架構的企業佔比達到了 23.9%。與美國略有不同的是，目前英國僅允許在部分板塊中運用雙重股權架構。英國主板市場分為高級上市（Premium Listing）和標準上市（Standard Listing）兩種形式。其中高級上市的要求較為嚴格，發行人須

符合嚴謹的英國超等同規則 (super-equivalent rules) 進行信息披露，例如，申請人必須能夠證明自己是經營獨立業務、提供三年收入業績紀錄、有充足的營運資金及無保留意見的財務報表，給投資者更多信心。而標準上市的規則，主要運用於股份、預托證券和債券，適用歐盟最低要求 (而非英國的超等同規則) 。2014 年 5 月英國修訂了《上市規則》，規定同股不同權的上市架構形式只適用於標準上市。

在新加坡，雙重股權結構曾一度被抵制，根據新加坡公司法 Section 64(1)規定，除報業公司根據《報紙和印刷出版法案》發行的管理層股票外，一股普通股應具有相應的一票表決權。2011 年，監管部門對此條例進行了修訂，取消了原先對一股只包含單一投票權的限制，允許公眾公司發行包含不同投票權的股票。2016 年，新加坡上市諮詢委員會建議新加坡交易所可接受兩級投票制股份結構 (dual-class shares) 的公司上市，並提出需同時推出合適保障措施以限制該結構帶來的風險。2018 年 3 月 28 日新加坡交易所就雙重股權結構的運用推出第二輪市場諮詢，包括考慮公司商業模式、由事件觸發的日落條款機制、是否有資深投資者參股等。

從全球範圍來看，雙重或多重股權架構得到了廣泛運用，全球最大的 46 個國家股票市場中有 30 個國家有或曾經使用過雙重股權架構的公司上市⁴，尤其是在歐洲地區，包括芬蘭、瑞典、法國、愛爾蘭在內的主要歐洲國家都曾廣泛使用過雙重股權架構 (見表 2)。這些國家在引入雙重股權結構制度的同時，也增加了相應的股東保障措施，以促進資本市場健康發展。據世界經合組織的公司管治原則：投資者購入公司任何股份前，應得到有關各類別股份所附有權利的資料；倘若投票權有任何改變，必須得到受負面影響的股份持有人通過，務求所有股東均得到公平待遇。說明雙重或多重股權架構的運用在一定程度上取決於投資者的投資認知水平、信息披露完善性，以及相關約束機制，這些將在下文中詳細討論。

表 2：各國使用雙重股權結構的企業所佔比例

國家	百分比	統計截止年度
瑞典	66.10%	1998
瑞士	51.20%	1999
意大利	41.40%	1996
芬蘭	37.60%	1999
愛爾蘭	28.10%	1999
英國	23.90%	1996
澳大利亞	23.30%	1999
德國	17.60%	1996
挪威	13.20%	1998
加拿大	10.20%	1998
美國	6.10%	2002
法國	2.60%	1996

數據來源：Howell, J. W. (2017). "The survival of the US dual class share structure", *Journal of Corporate Finance*, 第 44 期, 440-450 頁。

⁴ Nenova, T. (2003) "The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, 2003 年, 第 68 期, 325-351 頁。

2. 「同股不同權」架構為企業帶來哪些益處？

採用「同股不同權」架構的主要顧慮在於，此種雙重股權結構導致控制權和現金流權分離，使得公司內部管理層擁有更多投票權，在管理項目時有可能不是以公司的最佳利益出發而是出於一己私利，因而違反公平原則，加劇公司代理問題（agency problem），具體問題包括：內部管理者對私人利益的攫取、管理層過高的薪酬和津貼待遇、對公司重大決策不負責履行等問題⁵。

此外，「同股不同權」架構有可能削減股東對管理層的問責程度。由於大多數股東擁有次等投票權，即使管理層的表現不佳，股東也沒有能力撤換。如果出現收購建議而創辦人或管理層持反對意見的話，股東也可能無法接受收購建議，因此，雙重股權架構被不少投資者（特別是機構投資者）所詬病⁶。

但是另一方面，雙重股權結構對初創企業的長遠發展，尤其是對於高投入、高不確定性、高增長的科創型企業來說，具有明顯優勢。具體表現在：

第一，雙重股權結構有利於實現創新公司的長期價值。

面對創新行業飛速變化和外部環境的巨大不確定性，科創型企業創始人及其團隊擁有深入專業知識和行業判斷力，能夠作出更快、更有效率的決策，對企業發展擁有很強的影響力。雙重股權結構可使得創始人通過較高比例的投票權控制公司運作，專注於提升公司的長遠收益，而不會因為短期股價波動或短期收益而改變公司發展方向，對執行商業模式和長遠戰略佈局具有重要的推動作用。

以 2014 年 2 月 Facebook 收購 WhatsApp 事件為例，Facebook 僅耗時 11 天，就斥資 190 億美元天價收購了只有 50 多名員工的 WhatsApp。包括投資者在內的大多數市場人士認為 Facebook 收購價格過高，並不看好這筆交易，以致收購翌日股價下跌，市值縮水 30 多億美元。但是，Facebook 認為 WhatsApp 在多個國家（地區）覆蓋率超過 90%，將為 Facebook 帶來以數十億計的活躍用戶；而且，Facebook 認為通過收購將獲取對方優秀人才，減少潛在競爭對手，彌補 Facebook 在移動社交平台的劣勢。在一定程度上，雙重股權結構使 Facebook 管理層避免市場短視壓力，選擇了有利於公司長期發展的決策，進而可望為中小投資者提供可持續的投資利益。收購後一年內，Facebook 股票收益率超過同期 Google 和納斯達克指數，收購後近三年時間內，Facebook 股票累計收益率超過 Google 和納斯達克指數⁷。可見採用雙重股權結構應有助創新公司的商業決策運用，達致公司的長遠增值。

第二，雙重股權結構可作為有效的激勵機制，促使創始人向企業投入更多創新能力和人力資本。

新興企業最大的特徵是其創新性，而這在很大程度上依賴創始人的原創能力、精神感召力與趨勢洞察力。如果管理層發生變動，創始人投入的知識產權和人力資本可能無法獲得回報，這對於長週期的生物醫藥企業、需要複雜知識的新經濟企業來說，會無法完成足夠的知識積累和創新。與外部股東相比，創始人在投資目的、資源基礎，企業發展方面承擔了更大風險。因此，從本質上看，雙重股權結構更類似於一種激勵機制，通過對創始人權益的保護，幫助創始人專注投入不斷創新，增加企業的歸屬感和凝聚力，使得創始人團隊為公司創造更大價值⁸。

⁵ 詳見：Howell, J. W. (2010) *The dual class stock structure in the United States*.

⁶ 詳見：Jarrell, G. A. 與 Poulsen, A. B. (1988). "Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent evidence", *Journal of Financial Economics*, 第 20 期, 129-152 頁。

⁷ 有關 Facebook 這一個案的描述，具體參見：李海英、李雙海、畢曉方 (2017)〈雙重股權結構下的中小投資者利益保護——基於 Facebook 收購 WhatsApp 的案例研究〉，《中國工業經濟》，2017 年第 1 期。

⁸ He, L. (2008) "Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance", *Journal of Business Venturing*, 第 23(3)期, 257-279 頁。

第三，雙重股權結構可作為防止敵意收購的有效屏障

敵意收購一般指在未經目標公司董事會同意、或者未與目標公司股東談判的情況下，對目標公司作出股權收購，繼而更換公司管理層，獲取公司經營權的行為。在雙重股權結構中，集中的投票權使擁有超級投票權的股東擁有重要交易權，即使因為敵意收購而獲得了普通股股票，往往不能獲得足夠多的決策權影響公司行為，亦不足以更換管理者，很難成為敵意收購的目標，這也成為家族公司傾向採用雙重股權架構的主要原因之一。

第四，在金融市場機構投資者過度集中的情況下，雙重股權結構在一定程度上被視為新興企業規避市場短期行為而不得不採取的自我保護措施。

研究顯示⁹，具有主要投票權的團體大多由管理他人資金的基金管理者組成。這些人的動力來自短期投資結果，從中獲得報酬，所以，機構投資者更關注短期股票價值的上漲。過度「金融化」改變了股本投資性質：長期以來認為股權資本更傾向於長期投資，會關注公司長期發展，但是由於當前壟斷股權市場的是眾多的機構投資者，更注重股東的回報而不是企業長期的健康發展。為了規避這種過度「金融化」給企業帶來的負面影響，雙重股權結構成了應對機構投資者、公眾市場僅關注短期利益問題的主要出路。

第五，從一些實證研究結果來看，採用雙重股權架構後，企業價值和代理成本¹⁰也會得到改善。

比如，Dimitrov and Jain (2006)¹¹使用了 176 家美國企業樣本，發現從單一股權轉向雙重股權後帶來了 23.11% 的超額回報，如果是新發行低投票權股票的企業，超額收益更大。Jordan, Liu, Wu (2014)¹²則發現雙重股權公司比單一股權公司會支付更多的現金股息，並且常規股息支付要多於特別股息和回購，這表明企業雖然採取了雙重股權架構，但仍考慮了外部股東利益，發放更多股息兌現事先承諾。Howell (2017)¹³對於美國雙重股權企業的存續時間進行了調研，認為雙重股權結構為眾多企業創下良好業績提供股權結構上的保障，是保障創新型企業成功存活的重要原因。石曉軍等 (2017)¹⁴利用在美國上市的全球互聯網企業的數據，發現雙重股權架構對高科技企業創新有顯著促進作用，尤其是在發達國家外部制衡監督機制較完善時，使用雙重股權並且創始人擔任主要管理者，將會更加促進企業的創新研發投入。

3. 完善對雙重股權結構公司監督機制的主要路徑

當然，雙重股權企業是否比單一股權企業帶來更高的代理成本，不利於股東權益保護，在理論上和實證上依然存在著大量爭論，研究採用的樣本不同，企業發展週期不同，都會得出不同結果。

雙重股權架構一方面可能對創始人和管理者產生激勵效應，提升公司長遠價值，但另一方面也可能弱化公司內部治理監督機制，產生更大的信息不對稱和代理問題，從而降低公司價值。如

⁹ 參見：David Berger. (2018) *Why Dual-Class Stock: A Brief Response to Commissioners Jackson and Stein*. Wilson Sonsini Goodrich & Rosati, 2018 年 2 月 22 日。

¹⁰ 代理成本是由所有權和經營權分離造成的。所有者和股東希望管理層按股東財富最大化的目標儘力經營管理企業，但由於管理層本身不是股東，或持有股份比例小，往往從自身的利益出發從事企業的日常經營管理。比如通過在職消費獲取除工資報酬外的額外收益，從而造成股東利益受損。而且股東和管理層之間存在著較為嚴重的信息不對稱。管理層在第一線從事經營活動，掌握著企業貨幣資金的流入流出，處於相對的信息優勢，而股東則處於信息劣勢，難以判定管理層行事是否符合股東財富最大化的目標。

¹¹ Dimitrov, V. 與 Jain, P. C. (2006) "Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns", *Journal of Corporate Finance*, 第 12(2)期, 342-366 頁。

¹² Jordan, B. D., Liu, M. H. 與 Wu, Q. (2014) "Corporate payout policy in dual-class firms", *Journal of Corporate Finance*, 第 26 期, 1-19 頁。

¹³ Howell, J. W. (2017) "The survival of the US dual class share structure", *Journal of Corporate Finance*, 第 44 期, 440-450 頁。

¹⁴ 石曉軍、王驚然 (2017) 〈獨特公司治理機制對企業創新的影響——來自互聯網公司雙層股權制的全球證據〉，《經濟研究》，第 1 期，149-164 頁。

何完善雙重股權結構公司的內部監督機制，確保對公司擁有控股權的股東進行有效監督？在具體實際運作中，各國嘗試從多個角度加以控制。以下分節論述各種有關措施。

3.1 對超級表決權的運用進行適度限制

這主要體現在以下兩方面：

一是限定表決權的差額，將具有超級表決權股份所享有的表決權限定在同等數量普通股表決權的 10 倍以內。從國際做法來看，雖然美國股市並沒有對投票權設定加以限制，但最普遍的結構安排是超級表決權普通股每股有不超過 10 倍的投票權（10：1 的表決權差異），如 Google、Facebook、百度等（表 3 列出部分在美國上市的中國內地公司使用的不同投票權倍數和架構）。其他地區，如瑞典等歐洲交易所，亦要求企業的額外投票權股份，最多 1 股擁有相當於 10 股普通股的投票權。此前新加坡交易所諮詢引入雙重股權架構（Dual-Class Share）時，也建議倍數投票權股份（multiple vote shares）以 10 倍投票權為限。

表 3：部分在美國上市的中國內地公司的不同投票權倍數和架構				
公司	IPO 日期	業務	股份架構	控股股東
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。
邁瑞醫療國際有限公司 (Mindray Medical International Ltd)	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。
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。
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。
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。
鳳凰新媒體 (Phoenix New Media Limited)	12/05/2011	媒體內容提供商	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。
優酷土豆網 (Youku Tudou Inc)	優酷網與土豆網於 23/08/2012 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。
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 20.1%的股權及 43.0%的投票權。

表 3：部分在美國上市的中國內地公司的不同投票權倍數和架構

公司	IPO 日期	業務	股份架構	控股股東
汽車之家 (Autohome Inc.)	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。
愛康國賓 (iKang Healthcare Group, Inc.)	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 • 35.9%的投票權
JD.com	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。

資料來源：2014 年 8 月香港交易所「不同投票權架構」諮詢文件。

二是，公司在設計公司架構時，盡可能明確或劃定超級投票權的應用範圍。當公司事務涉及到公司或其控制人的經營管理（如敵意收購）、戰略決策（如企業文化或經營理念傳承）、國家安全與社會公共利益等重大事項時，創始人及部分股東可擁有較多的投票權。但是，如果表決事項直接關係到外部投資者的切身合法權益（如公司進行關聯交易或對外擔保等對公司財產重大處分、對其核心信息強制披露、監事或獨立董事提名等），則可以考慮將超級投票權和普通投票權的比例縮減或恢復到「一股一票」的投票機制¹⁵，讓普通股東在公司的重大交易和關聯交易決策上有更多發言權，這樣既不會違背雙重股權結構創制的初衷，防止控制權稀釋，也可以使股東的監督職能得以恢復。

3.2 對超級投票權設置明確的退出機制和轉讓機制

其中一種自動轉換機制體現在超級表決權股份的轉讓。普通股東接受投票權受限條件，主要基於對創始人的信任，包括對創始人創新實力、經營水平以及綜合能力，這些作為讓渡投票權的附屬條件。當這些創始人或者控制股東退出公司或將其股票轉讓給第三人時，對公司控制、經營的狀況發生改變，票權讓渡的附屬條件不再具備，就需要考慮恢復原狀。

從各國實際運用的情況來看，不同國家對超級表決權股轉讓也設有一定限制，美國規定超級表決權股一般不能流通，即使轉讓也會自動轉換為一股一票的普通股。加拿大多倫多證券交易所則要求給外部股東提供「燕尾保護」（coat-tail protection），即擁有超級表決權股權架構的公司應當確保提出要約購買超級表決權股的購買方在同等條件下提出要約購買次級表決權股，以防止內部股東將公司的控制權出售並獲得大量溢價，掠奪其他股東利益。新加坡交易所在近期的諮詢文件中，則建議在特定條件下超級投票權股須轉為普通股，例如股東辭任董事、轉讓手上股份等。

另一種機制則為「日落條款」機制。有研究表明，在 IPO 之後一段時間內，採用雙重股權結構的公司會產生交易溢價，但隨著公司不斷成熟發展，這種公司溢價最終會消失，說明雙重股權架構對企業帶來的成本和收益在企業不同的生命週期是不斷變化的：在公司發展早期，基於創新能力對企業競爭力構建的重要性，保護創立者的控制權會有利於公司，是明智選擇，但是在某個時間點（這一個時間點通常被稱作「日落（sunset）」）之後，雙重股權架構的有效性需要重新考慮¹⁶。基於此邏輯，公司在採用雙重股權架構進行 IPO 時，有時會對其永續雙重股權結構適用的標準加以一定限制，表明管理層願意在某一天把投票權「還給」股東。

¹⁵ 參見：曹陽 (2017)《中國雙層股權結構的引入與規制》，2017 年 12 月。

¹⁶ 詳見：Robert J. Jackson. (2018) *Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty*，2018 年 2 月 15 日。

在實際運作中，「日落條款」機制並不常見，表 4 列明了近年來部分公司對「日落條款」機制的運用，即以創始人最低持股佔公司總發行股本比重為強制其回轉的下限，或以上市達到一定年限為界，將超級投票權轉換為普通投票權。

表 4：部分企業使用「日落條款」的觸發條件		
公司	IPO 年份	「日落條款」觸發條件
Groupon	2011	上市後 5 年（2016 年已轉為一股一權）
Kayak Software	2012	上市後 7 年
Yelp	2012	上市後 7 年或超級投票權股份低於 10% 普通股
Workday	2012	上市後 20 年或超級投票權股份低於 9% 普通股
Apptio	2016	上市後 7 年或超級投票權股份低於 25% 普通股
Nutanix	2016	上市後 17 年
Hamilton Lane	2017	上市後 10 年或創始人及僱員持有的投票權低於所有投票權的 25%
MuleSoft	2017	上市後 5 年或超級投票權股份低於 15% 普通股

資料來源：Council of Institutional Investors。

3.3 加強企業管治，共同使用公司內部和外部替代性約束機制

公司內部建立有效防範雙重股權架構企業內部代理人問題（agency problem）的措施，包括：強制信息披露機制，比如規定公司要明確披露其不同投票權架構及與此有關的風險。此外也可能要求公司披露不同投票權持有人的身份，和構建控制股東的激勵和懲罰機制等。

公司外部存在約束機制也會對企業管理層具有替代性制約作用。比如 IPO 價格方式可體現資本市場本身懲罰機制，如果投資者預見到管理層存在內部代理問題，企業上市價格就會折扣很大，以覆蓋投資者未來可能遭到的損失。另外，市場也會自發選擇企業合適的股權架構。Howell（2017）¹⁷發現，美國 61 家雙重股權公司從雙重股權模式轉向一股一票模式，而股權架構變化後，資本市場做出了正向的反應，表明市場自身的約束能力發揮著決定性作用。

雙重股權結構有利有弊，一方面來自於控制權人的戰略眼光和企業家精神推動企業長遠發展，而不利之處在於對外部股東權利的削弱和對公眾投資者利益的潛在危害。通過對企業內部控制制度完善，並在企業外部設置靈活適宜的法律架構，使得公司根據自身情況對股權結構作出最有利於公司未來發展的安排，那麼就能在一定的制約機制下充分發揮雙重股權結構的優勢。

4. 「同股不同權」架構在香港的運用和討論

歷史上，香港曾有 5 家公司使用過雙重股權架構，此後隨著公司私有化或退市，太古集團是目前港股市場唯一發行 B 股的上市公司¹⁸。香港於 1987 年禁止採用不同投票權架構的公司在香港上市，上市架構轉為「一股一權」安排，即所有上市公司股東所持有的每一股都享有相同的投票權（voting rights），以確保投票權與股本對等，股東權益獲得平等對待。

2004 年以美國 Google 為代表，開啟了科創企業、創新型公司以「同股不同權」架構的上市浪潮，除 Twitter 之外的美國大多數高科技公司上市都採用了雙重股權結構，相當一部分在美國上市的中國概念股也採取了類似的架構。2017 年 6 月 116 家在美國上市的內地公司中，33 家（28%）採用了不同投票權架構，市值高達 5,610 億美元，佔所有美國上市內地公司市值的 84%，其中 18 家（55%，市值佔比 84%）為科創型公司¹⁹。此外，美國採用的雙重股權結構也

¹⁷ Howell, J. W. (2017) "The survival of the US dual class share structure", *Journal of Corporate Finance*, 第 44 期, 440-450 頁。

¹⁸ 太古 B 的投票權與太古 A 相同，但股值為 A 股的五分之一。

¹⁹ 有關數據見香港交易所刊於其網站的《有關建議設立創新版的框架諮詢文件》，2017 年 6 月。

引領了其他國家競相仿效，英國、德國、加拿大等國家已成功採納劃分多個不同上市板塊或在上市板塊內細分不同市場的方法以引入「同股不同權」架構。

在此背景下，2014 年香港針對阿里巴巴上市訴求，曾就「同股不同權」架構進行了廣泛討論，2017 年香港交易所再次推出設立創新板的市場諮詢，為引入「同股不同權」架構探索新的可能性。2018 年 4 月發表的雙重股權架構諮詢意見總結，提出了相應措施對制度的適用加以限制和約束，比如要求申請人須具備若干特點方可以不同投票權上市。香港交易所亦將保留權利，若申請人的不同投票權架構極端不符合管治常態（例如普通股完全不附帶投票權），可以不適合上市為由拒絕該等申請。同時，香港交易所也提出了不同投票權公司上市後的詳細的投資者保障措施，包括限制不同投票權權力、保障同股同權股東投票權的措施、加強企業管治和加強披露要求等。不同投票權發行人的股份名稱結尾將要加上標記「W」，與其他發行人區分開來等。此外，不同投票權受益人必須擔任公司董事，使其對公司的經營承擔法律法規規定的董事責任。一旦不同投票權受益人轉讓其不同投票權股份，或他們身故或失去行為能力，又或他們不再為董事，其不同投票權即會失效，令不同投票權受限於「自然」日落條款，不會無限期存在²⁰。

就是否需要引入集體訴訟權來保障投資者的議題，2015 年 6 月香港交易所在不同投票權架構諮詢及 2017 年有關建議設立創新板的諮詢中發現，只有少數回應者認為引入集體訴訟機制該是准許不同投票權的先決條件，同時市場的回應也顯示在美國的大多數集體訴訟是涉及信息披露問題，而不是在不同投票權架構下可能發生濫用控制權的問題。實際上，研究表明香港與美國一樣都高度重視投資者保障，只是做法不同。美國的投資者保護重點在於事後保護，投資者對於其自身權益侵犯方面較易採取訴訟並獲得賠償，司法成本較之香港要低。而香港對於投資者保護更側重於前端防護，其披露要求主要基於《上市規則》，儘量對可能產生的控制股東濫權的情況加以預先防範，香港證監會亦代表股東做出事後法律行動²¹。

另外，隨著雙重股權架構的不斷演化，有可能出現類似阿里巴巴「中國合夥人制」的非典型雙重股權架構，甚至可能加入中國特色的雙重股權架構。如果進一步強制信息披露，或仿照美國進一步引入「吹哨者計劃」(Whistle-blower Program)，鼓勵內部舉報，將可能對市場產生震懾作用，使企業從內部得到淨化，防止採用雙重股權結構公司的實際控制人及管理人團隊觸碰欺詐和內幕交易的紅線。

從 2016 年起香港交易所開始醞釀上市架構改革方案，最主要的長遠目的在於利用同股不同權結構，為創投產業的高增長公司、或尚未有盈利的生物醫藥公司掃清上市障礙，提供上市渠道，回應全球新經濟行業的發展趨勢。對香港來說，也可從上市集資的國際企業及內地公司中獲得龐大商機，成為鞏固香港全球金融中心的地位的重要保證。「同股同權」雖然運作多年，一直被認為是香港投資者保障的重要內容，但隨著市場機制進一步完善，上市架構不應該成為企業創新、經濟增長的阻礙，而是應為制度創新提供更大空間，由市場檢驗制度的創新性和生命力。

5. 生物醫藥行業的上市制度創新和國際經驗

5.1 生物醫藥行業的行業特點和融資需求

近年來，內地人口老齡化、可支配收入持續增加促使醫療健康潛在需求不斷擴大，健康醫療行業邁入黃金髮展期。2011-2016 年，內地藥品市場規模持續上升，年複合增長率達到 15%²²。2016 年內地《「健康中國 2030」規劃綱要》推出，將建設「健康中國」上升為國家戰略，預計 2030 年內地健康服務業總規模將達到 16 萬億元人民幣²³。其中，基因工程等科學技術迅猛發展，現代生物技術在疾病治療領域廣泛應用，生物醫藥產業逐步成為健康醫療行業中發展最快、技術含量最高的產業。以全球範圍計，最大的 18 個製藥公司的生物藥在研品種超過 900 種，

²⁰ 詳見香港交易所刊於其網站的 2018 年 4 月諮詢意見總結。

²¹ 詳見香港交易所刊於其網站的 2014 年 8 月《不同投票權架構的概念文件》。

²² 數據來源：麥肯錫《中國醫院藥品報告：深度洞察》，2017 年 8 月。

²³ 參見中國國務院《健康中國 2030 規劃綱要》，2016 年 10 月。

市場規模有望從 2016 年的 2,020 億美元上升到預計 2022 年的 3,260 億美元²⁴，行業發展前景巨大。

與傳統行業相比，生物醫藥行業呈現出高投入、高產出、高風險、高技術密集型的特點。從生產週期來看，新藥推出前須經過多個階段臨床試驗，分別對藥物的安全性、治療作用、風險和不良反應四個層級作驗證，並獲得監管機構批准才可面市。美國生物技術創新組織（BIO）發佈的新藥臨床試驗通過率報告顯示，一款候選藥物由一期臨床試驗到最終獲得美國 FDA²⁵批准並上市的概率僅為 10%，大部分藥物無法通過二期向三期臨床試驗的過渡階段，導致整個研發過程失敗。因此，根據海外一些較具規模的生物醫藥企業發展經驗，投資生物醫藥企業時間漫長、代價昂貴且充滿風險，平均融資規模 2.5 億美元、產品推出時間為 8-10 年左右，年度虧損平均 3,000 萬美元²⁶。

生物醫藥行業的上述特點決定了股權融資（而非債務融資）成為生物醫藥企業成長期的重要融資方式。其成長期獨有的下述財務特點（上市前後長期無盈利）和高投資風險需要設置適宜的上市標準，才能幫助生物醫藥行業完成股權資本運作，推動生物醫藥行業長遠發展。

第一，傾向使用風險投資和股權資本運作是滿足生物醫藥企業財務需求的主要途徑。

創立初期，生物醫藥類企業一般通過風險資金解決其融資需求。此時醫藥企業還處於藥品研發成功前和市場開發初期階段，未實現穩定營業收入，也無一定規模的固定資產，故難以獲得銀行體系融資。而盈利之後，生物醫藥企業盈利大多出現非線性增長，與風險投資的投資訴求契合。至一般藥品研發基本成型後，公開市場上市融資開始介入融資環節，以降低企業的股權融資成本。研究顯示，一家研發型生物醫藥企業融資總量中，私募股權類融資（及創業風險投資）、企業合作融資、證券市場融資和其他方式融資（政府項目、天使基金等）所佔比例分別為 24%、22%、54%和 0.2%²⁷。可見，在生物醫藥企業發展中後期，證券市場融資是除了私募股權類融資（及創業風險投資）和企業合作之外最主要的融資渠道。不同性質資金和融資根據生物醫藥類企業不同時期的發展特點分批介入，將更有利於資本的有效配置。

第二，生物醫藥企業產品研發性質決定了企業上市前及後均有較長時期處於未盈利狀態。

生物醫藥企業上市前及後長期處於未盈利狀態，是其於申請藥物產品專利的過程需時較長的必然結果。一般來說，仿製藥研發週期是 3-5 年，創新藥研發週期為 8-10 年，因此，生物科技企業在上市之前和之後的相當長一段時期內都會出現不能產業化的現象，又或者雖然有產品上市，但研發投資還在持續增加並長期未有盈利。研究²⁸顯示，2000-2014 年期間，向美國提交上市申請的 4,900 家企業中，1,019 家為申請前一年無盈利的企業，其中，生物醫藥企業佔 9.81%，是僅次於互聯網行業的第二大類未盈利上市企業的行業，這與一般主板的上市規則要求的盈利、營業額為正等原則相悖。在實踐中，許多已經有一定發展規模的生物醫藥企業，直到上市後 10 年才開始盈利，如 2004 年上市的 MannKind，主要進行糖尿病胰島素以及抗腫瘤藥物的研發。2002-2004 年該公司沒有任何收入，但此前研發投入和虧損額均呈持續增加趨勢，直至 2014 年 6 月公司仍無實質性的收入，其新藥研發卻已取得階段性進展。因此，針對生物醫藥企業設定特定的上市條件以符合其產業融資需求，並設立與之配套的風險披露和投資者保護條款，才能推動這些生物醫藥企業實現由小到大、由虧損到有盈利的發展，也為多層次資本扶助生物醫藥企業，更充分地為此等企業提供平台、容許其發揮並實現盈利後爆炸式增長的潛能。

²⁴ 數據來源：Evaluate Pharma。

²⁵ 美國食品和藥物管理局（U.S. Food and Drug Administration，FDA）是由美國國會即聯邦政府授權，專門從事食品與藥品管理的最高執法機關。

²⁶ 數據來源：中國外商投資企業協會藥品研製和開發行業委員會等，《推動臨床研究體系設計與實施，深化醫藥創新生態系統構建》，2017 年 12 月。

²⁷ 數據來源：王小理（2009）《中小研發型生物醫藥企業發展及與資本市場》，2009 年 6 月 1 日。

²⁸ 資料來源：劉洋、陳政（2015）〈美股未盈利企業上市及其運行機制分析〉，《證券市場導報》，2015 年 2 月。

第三，雙重股權架構適合行業實際運作模式，可促進藥物研發團隊長期持續投入。

藥物專利排他性導致創始人對生物醫藥企業發展處於決定性地位，但是醫藥企業從開始立項到最終臨床，投入週期長，也需要大量資金支持。經過多輪融資後，創始人團隊持股可能降低至不到 10%。如何確保自身對研發項目的控制權，不偏離創始人選定的方向，又需要獲得發展所需資源，對企業進行長期投資，適宜的股權安排和激勵機制至關重要。在創始團隊不希望發生控制權變化的情況下，同股不同權的股權結構是一種非常有效的安排，能夠幫助創立者更有效地收回其前期投入並且已經沉沒的成本，更好地激勵藥物研發團隊進行持續性的開發研究，滿足生物醫藥公司的上市要求。

5.2 各國針對生物醫藥行業所採取的上市安排

國際主要的證券市場已經逐步建立了適用於生物技術企業上市的證券市場規則。美國的納斯達克市場是全球生物醫藥企業上市的主要市場，近年來吸引多家中國企業逐步登陸。萬得數據庫顯示，截止 2017 年底，中國共有 12 家內地生物醫藥企業在美上市，總市值達到 162 億美元。其中，和黃中國醫藥、百濟神州股價較發行價上漲 2.5 倍和 5.6 倍²⁹，有利於企業再融資以支持產品開發和成果產業化。

表 5：部分在海外上市的中國生物醫藥企業

公司	IPO 年份	企業概況
百濟神州	2016	專注於癌症治療的創新型分子靶向和腫瘤免疫藥物，2016 年 2 月在納斯達克上市。
和黃中國醫藥	2016	專注於發現和開發腫瘤及自身免疫性疾病的創新療法，公司曾於 2006 年 5 月在英國倫敦證券交易所 AIM 市場成功上市。2016 年 3 月在納斯達克二次上市。
藥明生物	2017	藥明生物脫胎於藥明康德，是中國最大的生物製劑研發服務商，2017 年 6 月 13 日在香港聯合交易所上市。
再鼎醫藥	2017	主要從事腫瘤、自身免疫、傳染性疾病藥物研發，雇員人數 52 人。2017 年 9 月在納斯達克上市。

資料來源：根據公開資料整理。

其他國家證券交易所也不斷修改其主板上市制度，推動生物科技產業發展。從 1993 年起，英國倫敦證券交易所（LSE）對其主板進行多次證券制度改革，1995 年推出另類投資市場（AIM），促進英國生物科技產業迅速發展，成為世界上最發達和增長最快的生命科技市場之一，英國遂成為僅次於美國的生物科技產業大國。據統計，目前英國匯聚了世界上一流的生物醫藥開發人才，不僅鞏固了英國生物醫藥企業的研發實力，也為生物科技公司的資本運作聚集了必要的評估能力。2014 年，英國生物科技企業募集的風險投資數量和金額在全歐洲位列第一，2016 年 LSE 的主板和 AIM 板塊共有 11 家和醫療大健康相關的公司成功掛牌。其中生物醫療領域迎來了 ConvaTec（康維德）上市，融資 14.65 億英鎊，成為歐洲醫療板塊近 20 年來最大一筆 IPO³⁰。

德國法蘭克福證券交易所為了解決具有高成長性的科技型企業的融資難題，曾在主板市場之外建立了「新市場」（Neuer Markt），對上市公司的市場准入標準與信息披露要求均有所放寬。2003 年又嘗試引進新的股票市場劃分³¹，採用不同的透明度標準。2005 年建立了針對中小板塊公司的初級市場板塊。這些制度創新不僅促進了上市生物技術企業的研發和企業發展，也帶動了德國生物產業整體飛速發展。目前在歐洲國家當中，德國在新藥研究與開發方面居歐洲第一，

²⁹ 資料來源：Wind。

³⁰ 資料來源：Beyond Laboratory。

³¹ 包括將市場分割為兩個獨立的板塊(Prime Standard、General Standard)和構建新的行業指數，只有高級市場(Prime Standard)發行人才能獲納入法蘭克福證交所各項指數；市值大、交易額高的大企業列入 DAX 指數；傳統工業領域的中小企業被納入 MDAX 和 SDAX 指數；科技行業的中小企業則納入 TecDAX 指數。

生產的藥物佔歐洲市場份額的 40%以上³²。2018 年 1 月 19 日，法蘭克福證券交易所迎來首間中國生物科技型企業上市³³。

5.3 香港上市制度創新，助推中國生物醫藥行業發展

相較美國和歐洲市場，亞洲區內生物科技產業還處在初步發展階段。一方面，區域內缺乏大型的生物製藥公司，國際排名前二十的醫藥公司大都集中在歐美地區，如默克、強生、羅氏、諾華等，也缺乏類似英國劍橋桑格研究院等國際級的生物技術研發中心，將生物醫藥研究轉化為商業用途，這不僅限制了區域內生物科技研發集群的形成，也不利於知識、人才匯聚，投資者和分析師對製藥公司缺乏足夠的評估經驗和專業知識。

但是有利之處在於，中國生物和生命健康產業快速發展，創新產出和能力都在快速提高，初步形成了以長三角、珠三角、環渤海為中心的生物醫藥產業集群。其中，深圳的生物醫藥產業規模於 2016 年達到 2,000 多億元，已建成華大基因、邁瑞、北科生物等創新型企業 319 家³⁴。

香港市場針對生物醫藥產業發展特性修改上市規則，可更好地對接生物醫藥等新經濟的發展要求，成為生物科技行業發展的助推器。具體因素有以下三點。

第一，相較納斯達克，港股投資者對國內相關法規與市場狀況有更好的理解，有助評估內地生物醫藥企業的風險；內地投資者可通過互聯互通機制購買於港上市的生物科技公司的股票，為有活力、有發展前景的生物技術企業營造良好的投資者基礎和投融資環境。

第二，在此次新推出的上市條例中認可中國國家食品藥品監督管理總局（China Food and Drug Administration，CFDA）為有資格評判生物科技產品開發階段的監管機構，與美國的 FDA 及歐洲藥物管理局（European Medicine Agency, EMA）同儕，反映出對中國藥物標準的認可。過去兩年，CFDA 藥審效率和質量大為提高，使越來越多創新、高質在研項目得到批准，逐步被市場所接受，有利於中國標準在國際市場的運用和推廣。

第三，香港交易所上市平台所提供的「退出渠道」或可有利吸引更多創投資金流向高風險、高回報的生物科技領域，推動行業進一步發展。根據 ChinaBio 的統計，2015 年至 2017 年上半年，投入到中國生物科技產業的資金達到 120 億美元，是同期中國風險投資和私募基金總集資額（450 億美元）的 27%。香港市場對生物醫藥企業提供新的融資平台³⁵，可為創投資金於此等企業的投資提供出路，有利於推動風險投資和私募基金增加在生物醫藥領域的投資，促進醫藥企業根據臨床試驗進展及企業最新規劃，通過公開募股的方式籌措新的資金。

如果眾多研發型、科創類新經濟企業、以及尚未盈利的生物技術企業無緣利用公開資本市場，既不利於風險投資為他們提供大規模的資金支持，也難於幫助中小型企業進一步和國際企業建立戰略關係，不利於創新性企業的進一步成熟和行業集群的形成。因此，根據這些企業在成長期不同財務特點和投資風險，設置相應的上市標準，將在最大程度扶持行業發展。鑒於科創企業、生物醫藥等新經濟行業在未來國民經濟中具有舉足輕重的地位，以及這些行業研發投入大、盈利週期較長的特性，建立適宜上市規則，將引導更多創業風險投資和私募股權類投資進入產業和企業內部，最終推動一批大型創新型生物科技企業的湧現，從而促進區域內新經濟核心產業的發展，實現區域經濟升級和跨越發展，這正是資本市場改革為香港經濟帶來的長遠正面影響。

³² 資料來源：〈2017-2022 年中國醫藥工業行業市場行情動態與投資戰略研究報告〉，《智研諮詢網》。

³³ 該企業為貝羅尼集團有限公司。

³⁴ 資料來源：〈深圳生物產業規模超 2000 億元〉，《中國經濟日報》，2017 年 3 月 31 日。

³⁵ 新平台的框架詳見香港交易所刊於其網站的《新興及創新產業公司上市制度諮詢文件》的諮詢意見總結，2018 年 4 月。

免責聲明

本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

