



不同投票權架構 諮詢總結

2015年6月19日

集團監管事務總監兼上市主管

戴林瀚



大綱

1

主要訊息

2

架構

3

第一至五章

4

總結

5

答問

主要訊息



- 聯交所審慎細閱概念文件的所有回應意見後，結論是市場支持就修訂《上市規則》以接納不同投票權架構的建議展開**第二階段諮詢**。在作出此決定時，聯交所已考慮到其須按市場整體最佳利益及公眾利益行事的職責
- 不同投票權架構不應在所有情況下均適用。聯交所現正考慮建議，一般而言「**一股一票**」應**視為常規**，但某些公司應可在若干情況及若干規限下獲許採用不同投票權架構。聯交所並不預期此等架構將在香港變得普遍
- 聯交所認為，允許不同投票權架構與否，是影響香港相對其他市場的**競爭力**的重要因素。為進一步探討此議題，第二階段諮詢中將會就允許不同投票權架構對公司選擇上市地的相對重要性諮詢市場意見
- 聯交所認為有不同投票權架構的公司作**第二上市**是另一個牽涉截然不同考量因素的重要議題；我們的第二階段諮詢將討論該事宜。此外，我們亦將諮詢市場意見，看看應否在若干程度上放寬現時對「**業務重心**」在大中華區的公司作第二上市的限制

諮詢總結的架構

- 第一章：引言
- 第二章：分析方法
- 第三章：市場回應及總結
- 第四章：議題
- 第五章：建議草案及下一步
- 附錄包括：
 - 回應人士名單
 - 定量分析結果概要
 - 證監會於2015年3月19日的發言稿

第一章：引言

背景

- **概念文件**：於2014年8月29日刊發，就現時已在或有意在聯交所市場上市的公司應否獲准採用不同投票權架構¹諮詢意見
- **進行諮詢的理由**：
 - 《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³已有25年
 - 上市科曾（在2013年及之前）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。

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

第一章：引言（續）

背景

■ 概念文件的目的是：

- 就不同投票權架構的概念諮詢市場意見，希望推動市場在具備所需資訊下，就其極為關注及可能對香港甚為重要的議題進行條理清晰的討論
- 不是主張維持現狀或作出改變，亦無提出具體《上市規則》條文進行諮詢
- 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
- 表明聯交所並無預設立場支持或反對不同投票權架構

聯交所預期概念文件或會產生以下結果其中之一：

- (a) 總結現時毋須對《上市規則》作出修訂以容許使用不同投票權架構，現行做法獲得支持；
或
- (b) 總結支持對《上市規則》作出重大修訂，以接納不同投票權架構，聯交所需就此進行第二階段的正式諮詢。

第一章：引言（續）

回應意見數目及回應人士的性質

回應人士類別	回應意見數目	佔回應意見百分比 ⁵
機構		
市場從業人士：	36	35%
投資經理	17	16%
保薦人公司／銀行	7	7%
會計師行	6	6%
律師行	6	6%
專業團體	22	21%
上市公司	9	9%
香港交易所參與者	3	3%
以上皆不是	1	1%
個別人士		
香港交易所參與者僱員	9	9%
散戶投資者	4	4%
機構投資者	2	2%
上市公司僱員	2	2%
以上皆不是	16	15%
總計	104	100%

5. 由於四捨五入，這欄百分比的總和不等於100%。

第二章：分析方法

- 按照過往沿用的、公開說明的政策，我們：
 - 將回應人士按其在問卷中選擇的類別分類
 - 將「專業團體」視為獨立一個類別
 - 計算的是回應意見數目，而非回應者數目（例：來自一個專業團體的回應，即使其會員眾多，亦作一份回應計算）
 - 內容完全相同的意見計作一份回應意見
 - 兼作定性分析及定量分析

第三章：市場回應及總結

問題 1：聯交所是否無論如何均不應准許公司採用不同投票權架構？

- 贊同在部分情況下採用不同投票權架構的回應人士包括：
 - 會計師行、保薦人公司/銀行、律師行及上市公司的員工；
 - 專業團體（大部分）；及
 - 上市公司（三分一支持，三分一反對，另三分一支持只在特殊情況下許可）
- 投資經理純以數字計，正反意見各半。所有情況下均不接受不同投票權架構的，與支持在部分情況下接受不同投票權架構上市的，兩者數目相同。
- 最明顯持反對意見的兩類個別回應人士為散戶投資者及大部分香港交易所參與者僱員。他們是在所有情況下均反對不同投票權架構
- 整體而言，回應者中甚少認為可無條件接納不同投票權架構

第三章：市場回應及總結（續）

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

第三章：市場回應及總結（續）

問題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？

- **總結：**應只限於接受新申請人採用不同投票權架構，並當採取反規避措施，防止公司規避此限制

問題2(c)(i)&(ii)：聯交所應否僅容許來自個別行業的公司（例如資訊科技公司）或「創新型」公司採納不同投票權架構？

- **總結：**不同投票權架構的採用不應限於個別行業或「創新型」公司

問題2(c)(iii)：聯交所應否僅容許符合其他具體預設特徵的公司（譬如規模或歷史）採納不同投票權架構？

- **總結：**不同投票權架構的公司應有若干預設特徵，並須符合較高的資格標準

第三章：市場回應及總結（續）

問題2(d)：聯交所應否只有在「特殊情況」下方批准採納不同投票權架構？

- **總結：**不應該僅在「特殊情況」下批准不同投票權架構公司上市，因為這只會實際上禁止不同投票權架構公司上市

問題3：如上市公司採納雙類別股權架構，聯交所應否規定實施美國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？

- **總結：**不同投票權架構公司應強制遵守美國所應用的多項限制（以及可能施加的其他限制）以保障投資者

問題4：應否容許其他的不同投票權架構？如是，又應是哪些及在甚麼情況下？

- **總結：**通過股份提供不同投票權的架構應該是最理想方法，因為這類架構較容易融入香港現行法律及監管框架（如《收購守則》）

第三章：市場回應及總結（續）

問題5：閣下是否認為，香港若要容許公司採用不同投票權架構，必要修改其企業管治及監管架構？

- 五份回應意見指有必要引進集體訴訟機制
- 十份回應意見認為沒有必要。部分回應人士認為，在美國，透過集體訴訟尋求補救的事宜，多數並不牽涉不同投票權架構可能引起的控制權濫用問題
- 回應人士並無提出任何其他重大的監管或法例修訂建議
- 總結：
 - 聯交所不認為集體訴訟機制是接受不同投票權架構的先決條件

第三章：市場回應及總結（續）

問題6(a)：對於採納不同投票權架構的公司，在創業板、其他板塊或專業板上上市，閣下可有任何其他意見或建議？

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

■ 回應人士的意見：

- 我們應吸引優質公司，而要求這些公司在其他板塊上市意味其比不上主板公司
- 在其他板塊上市將令股份流通量減少，投資者較難離場

■ 聯交所的初步意見：不同投票權架構的公司不應在創業板、其他板塊或專業板上市，但應以其他方法（比如在股份名稱加上標記）區別開來

第三章：市場回應及總結（續）

問題6(b)：對於海外公司申請以不同投票權架構在聯交所作首次上市或來港作進一步主要或第二上市的可能性，閣下可有任何其他意見或建議？

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

- 回應人士的意見：
 - 贊同給予第二上市公司更大彈性
 - 沒有回應人士贊同將不同投票權架構僅限於第二上市公司
- 聯交所的初步意見：不同投票權架構的採納不應僅限於海外公司，但應就第二上市另外進行諮詢

第三章：市場回應及總結（續）

問題7：對於不同投票權架構，閣下可有任何其他意見？

- 回應人士的意見：重新審視現時禁止「業務重心」在大中華區的公司在香港第二上市的規定
- 聯交所的初步意見：將於第二階段諮詢中就此尋求意見

第四章：議題



簡介

- 從概念文件的回應意見可見，支持容許不同投票權架構的人士大部分並不支持所有公司在所有情況下均可使用，聯交所亦如是
- 諮詢總結的第四章列出了概念文件回應意見中以及證監會個別提出的多個議題，也載述了聯交所的初步概念，讓市場對我們現時有關第二階段的方向及想法有所了解

第四章：議題（續）



規限

- 僅限於新公司（制定適當的「反規避」措施）
- 僅限於某個「公司類別」（確切界限將於第二階段諮詢中制定）

第四章：議題（續）

保障措施

- 可容許的不同投票權架構——我們預期諮詢收購委員會的意見，研究不同的不同投票權架構在《收購守則》下的涵意
- 限制權利的範圍，例如轉讓限制，以及最低持股權益規定
- 加強獨立非執行董事的角色
- 披露及區別規定

第四章：議題（續）

競爭

- 證監會行政總裁在其2015年3月的發言稿中提出問題：容許不同投票權架構會否提升香港作為上市地的競爭力
- 聯交所認為，容許不同投票權架構與否，是影響香港相對其他市場（主要為美國）吸引中國內地公司上市的競爭地位的重要元素
- 概念文件指出，論者及其他人士提出了多項論點作為維持現狀或容許不同投票權架構的理據，當中最需斟酌議論的應為有關香港的競爭地位的論點。因此，概念文件集中在這些議題作較詳細討論，其中提出：
 - 聯交所面對不同交易所競相爭取中國內地公司的上市，當時有102家內地公司選擇了在美國（紐約交易所或納斯達克）而非香港作主要上市
 - 當中近三分之一（29%）設有不同投票權架構，這三分之一卻佔美國上市的所有中國內地公司市值的70%

第四章：議題（續）



競爭（續）

- 聯交所認為，有關數據及其過往所聞及其他意見均支持這項「競爭」論點
- 然而，概念文件亦指公司選擇上市地時考慮因素眾多，並列舉了其中多項
- 作為第二階段建議進行諮詢的一部分，我們仍會向市場從業人士及其他人士詢問公司選擇上市地時的考慮因素，以至容許不同投票權架構對該決定的重要性

第四章：議題（續）



第二上市

■ 容許不同投票權架構公司作第二上市：

- 這是一項重要事宜，相對不同投票權架構對擬在聯交所作主要上市的公司的影响這個**主要問題**，這是在若干程度上涉及**截然不同的考慮因素**的另一議題。因此，我們在第二階段諮詢亦將留意這事宜
- 第二階段諮詢中將會研究此事

第四章：議題（續）

第二上市（續）

■ 容許中國公司作第二上市：

- 概念文件注意到，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
- 部分回應人士請聯交所重新探討聯交所現時對「業務重心」在大中華區的公司在香港作第二上市的限制
- 聯交所同意適宜就此檢討「業務重心」的限制，並將於第二階段諮詢中尋求意見並提出相關建議方案

第五章：建議草案及下一步

下一步

- 聯交所快將完成撰寫建議草案作第二階段諮詢，包括：
 - 先與持份者商討，確保正式提出建議諮詢前能先聽取他們的意見
 - 然後進入正式諮詢程序，確保方案得到適當支持
- 聯交所預期將於刊發諮詢總結後不久展開有關討論，冀可於**2015年第三季或第四季初**開展正式諮詢

第五章：建議草案及下一步（續）

建議草案的特點

- 為了令市場對目前構思中的建議草案有概括了解，方案的特點羅列如下：

規限：

- 僅限於新申請人（附設適用的反規避措施）
- 在目前主板上市的資格條件之上，增加非常高的預計市值測試
- 「加強適當性」要求，識別聯交所預期這些公司應有的（有關其業務及創辦人貢獻的）特徵
- 限定任何時候只有哪些人可持有不同投票權，以及該等人士在公司上市前可持有的股權比例

第五章：建議草案及下一步（續）

建議草案的特點（續）

保障措施：

- 只限於不同股份類別形式的不同投票權架構（雖然該等股份可以附帶不同程度的不同投票權）
- 認可的不同投票權受益人須符合的要求包括上市後須維持最低持股量
- 將不同投票權受益人視為《上市規則》下的「關連人士」（不論其本來是否符合有關定義）
- 採用不同投票權架構的公司將須：
 - 在股票名稱中加上標記清晰區分；
 - 清晰並持續地披露其不同投票權架構的資料；及
 - 詳細披露不同投票權持有人表決的具體資料

第五章：建議草案及下一步（續）

建議草案的特點（續）

企業管治措施：

- 採用不同投票權架構的公司應設有若干加強的企業管治措施，包括有關以下事宜的措施：
 - 獨立非執行董事；
 - 成立企業管治委員會；
 - 合規顧問的角色；及
 - 與股東溝通

第五章：建議草案及下一步（續）

建議草案的特點（續）

第二上市及「業務重心」：

- 採用不同投票權架構的公司，即使其架構不符合在聯交所主要上市的條件，仍可在聯交所作第二上市
- 在本諮詢總結文件日期（即今天）前已在認可交易所主要上市的大中華公司*（不論是否採用不同投票權架構）可獲豁免，無須受「業務重心」測試限制。

* 聯交所用以釐定個別公司「業務重心」是否在大中華區的因素包括但不限於：總部及業務所在地以及管理層國籍。

- 決定進入第二階段諮詢時，聯交所已考慮到其有責任按市場整體最佳利益及公眾利益行事
- 吸引優質公司來港上市、向投資者提供更多選擇，明顯都符合公眾利益，但要有規限措施及保障措施，適當保障公眾股東利益
- 我們認為，根據美國上市數據以及過去所聞又或其他意見，均支持可否採用不同投票權架構上市是發行人選擇上市地的考慮因素之一
- 聯交所將就以下事宜作諮詢：第二上市發行人申請以不同投票權架構上市的適當規定；以及有限度放寬「業務重心」限制
- 聯交所快將完成撰寫一份建議草案，可能仍有修改。基於任何《上市規則》修訂均須經證監會董事局通過，他們的意見對我們推出作第二階段正式諮詢的最終方案將有重大影響。

答 問