

香港交易所IPO新规解读及思考

◎鲁桐

摘要：今年4月30日，香港交易所新修订的《上市规则》生效，为迎接“独角兽”企业在香港上市做好了准备。“同股不同权”的使用，一方面保障了创始人和高管层的控制权，另一方面也埋下了管理层滥用职权的隐患。未来内地修订上市规则，应注意在市场效率和投资者保护之间寻找必要的平衡。

关键词：“独角兽”企业；同股不同权；上市规则

中图分类号：F830

文献标识码：A

今年最热门的词汇之一当属“独角兽”。人们一般将成立时间小于10年，市场估值超过10亿美元的创业公司，统称为“独角兽”。美国和我国的“独角兽”企业数量远远超过其他国家。据统计，在最近5年中，美国共有118家，我国有62家，分别占全球“独角兽”企业的50%和26%。从市场估值看，美国和我国企业的市场估值差别不大，远高于排在第三位的英国公司。电子商务、软件服务、金融科技和大健康是“独角兽”企业主要分布的行业。阿里巴巴、京东等纷纷赴美国上市曾引起大众热议，未来蚂蚁金服、美团和大众点评等“独角兽”企业是否依例而行，人们拭目以待。

香港上市新规起航

香港的资本市场监管者早在4年前就着手修订上市规则，为迎接“独角兽”在香港上市做准备。今年4月30日新修订的《上市规则》生效，这是香港资本市场25年来最大的改革。港交所新政的出台，将有利于其接纳A股市场无法包容的创新企业及“独角兽”企业，同时对接并打通新三板挂牌公司赴港“第二上市渠道”。改革措施主要涉及三项内容：

1.新上市制度容许拥有不同投票权架构的公司上市

不同于“同股同权”公司的一股一票，“同股不同权”公司有高、低投票权两种股票，高投票权的股票每股有2-10票的投票权，称为B类股，一般由管理层持有；一股一票甚至没有投票权的称为A类股。同股不同权又称双重股权结构。

2.容许未能通过主板财务资格测试的生物科技公司上市

生物科技公司由于其行业特点，即产品研发期较长，研发期内需要大量资金投入却又缺乏收入，除了少数可以选择在境内新三板或者美国纳斯达克（NASDAQ）上市以外，几乎只能长期依赖风险投资基金、私募股权投资基金等各类私募投资机构。而新三板与NASDAQ亦分别存在着资金规模有限、企业在境外受认可程度不足等问题。本次港交所开始接受尚未有收入的生物科技公司申请上市，不仅为此类生物科技公司提供了更有吸引力的平台，同时也为生物科技公司背后的投资人提供了一个在香港资本市场上市的更早期退出渠道。

3.为寻求在香港上市的大中华及国际公司设立新的、便利的第二上市渠道

第二上市的合格发行人包括：在纽约证交所、NASDAQ及伦敦证交所主市场挂牌的新兴及创新产业公司。

同股不同权规则带来的机会和挑战

为了保护中小投资者的利益，港交所对采用同股不同权的公司设置了门槛并对其治理结构提出了要求。如“同股不同权”公司的市值不能低于100亿港元，且在最近一个会计年度获得至少4亿港元收益；生物科技公司上市需要通过概念开发流程。港交所制定了管理风险的特别措施：要求公司主营业务的根本变动必须得到联交所的同意；较短的除牌流程（须在12个月内重新遵守有关规定）；在股份名称结尾加上股份标记“B”予以特别提示。此外，对于超级投票权人在上市时享有的经济权益不得低于10%，但最多不超过50%。对于修改公司章程，变更股东权利，选举和罢免独立董事及审计人员，以及主动终止公司这些重大事项必须实行一股一票的投票方式。港交所还要求采用同股不同权的公司必须设立公司治理委员会，该委员会需由独立董事占多数并由独董出任主席。这个委员会的职责包括审查监督公司为全体股东的利益运营情况，确保拥有超级投票权的股东符合资格要求等。

新规则最为引人注目的是“同股不同权”规则的使用，它曾经是美国资本市场的优势之一，这次终于在亚洲资本市场落地。通过二元股权结构来保持公司创始人对公司的控制权在美国高科技公司较为普遍。谷歌、福特汽车、华盛顿邮报、纽约时报、伯克希尔哈撒韦和Facebook等都采用双层股权结构。Facebook招股书中设计的双层股权结构，将普通股分为A系列普通股和B系列普通股，其中一个B系列普通股对应十个投票权，而一个A系列普通股对应一个投票权，A级股和B级股在分红派息以及出售时的现金价值上完全一致，唯一的区别就是代表的投票权不一样。扎克伯格等Facebook的高管通过持有B系列普通股来放大其对公司重大决策的控制权。考虑到投资者的需求，Facebook的双层股权设计对比其他公司的方案作了部分改进。如在Google的双层股权方案中，只有高管和公司内部人才能够持有B级股，外部投资者无论何时成为公司股东，一律只能持有A级股票。而Facebook对于上市前的股东

给予B级股，这样更能够赢得机构投资者的欢迎。

阿里巴巴的二元股权结构的表现方式是采用“合伙人制度”，阿里巴巴赋予合伙人以超越董事会的权力，半数以上的董事必须由阿里巴巴合伙人提名，而且，合伙人制和多层股权制不同的是，在多层股权制之下，创始人如果卖掉了公司的股票，投票权就相应减少，而阿里巴巴合伙人的地位，不受持股多少的影响。

科技企业之所以喜欢二元股权结构，是因为创始人可以在上市融资后依然把握企业发展方向。二元股权结构是一把“双刃剑”，一方面它有利于确保公司创始人和高管层的领导权和绝对控制，使他们能够按照既定的战略实施对公司的管理。另一方面，双层股权结构下，管理层往往拥有比董事会更大的权利，必须做好防止管理层滥用职权的制度设计，防止内部人控制。与此同时，双层股权结构还会使公司的相关信息缺乏透明，影响到市场投资者对公司前景的信心。

“独角兽”企业和新经济的到来引发了资本市场机制和监管的变革。一直以来，几乎世界各地的证券交易所都需要面对一个共同的问题，即在自身的效率、多元性以及投资者特别是中小投资者的保护之间不断寻找一个动态的平衡点。同股不同权制度也对交易所的投资者保护提出了新的挑战。

港交所的新上市规则对于提高其资本市场的包容性和投资者保护方面都作出了一些建设性的努力，值得赞许。但还留有遗憾，主要在于缺少一套有关公司控股股东和高管信义义务的审查标准。信义义务也称忠实义务，主要指董事或控股股东管理经营公司业务时，毫无保留地代表全体股东为公司最大利益努力工作，自身利益与公司整体利益发生冲突时，后者优先。它源于作为受信人的董事、控股股东与作为受益人的公司之间的信任关系。信义义务是一项在英美法系普遍适用的规则，它要求受托人要以委托人的最大利益行事，是一种利他性的义务，其核心是公司董事不能利用其身份侵占和损害公司利益而谋求私利。

法律法规对于那些不可避免的董事与公司之间

有利益冲突的交易事项，基本采取“批准”和“公平”两项检验标准。所谓“批准”就是要事先通过一套程序来把关，包括有利害冲突的董事回避投票。而“公平”标准是在缺少事先的程序标准的情况下，如果能够证明该项交易对公司是公平的，就是有效的。

控股股东与中小股东利益冲突首当其冲的就是关联交易。通过控制董事会，控股股东可以方便地实施对其有利却有损其他股东的关联交易。虽然港交所规定了独立董事选举需一股一票，但并不要求独立董事占董事会多数席位。面对拥有控股权的大股东，即使完全由独立董事组成的公司治理委员会也有可能无法抵御有利于大股东却不利于其他股东的交易方案。控股股东凭借手中的投票权，足以否决公司治理委员会推荐的其他交易方案，从而让其处于两难的境地。

考虑到我国公司股权集中的特性，强化控股股东和董事的信义义务是健全我国企业公司治理的重要内容。无论是国有企业还是民营企业，控股股东在公司治理中都具有举足轻重的地位，好的一面是它有利于股东对公司的监督和控制，不利的一面是当发生控股股东与中小股东的利益冲突时，依靠何种机制对控股股东加以制衡，还需要在公司法和上市规则等层面增加必要的条款和规则。目前，正在进行的《公司法》修订和《上市公司准则》修订就是在有关控股股东的责任和义务方面作出进一步规定，这是符合我国国情的重要改革。在新经济条件下，资本市场的监管规则应在保持市场效率和投资者保护方面寻求必要的平衡，这应该是内地修订上市规则所应把握的方向。

(作者单位：中国社会科学院公司治理研究中心)

DOI: 10.13561/j.cnki.zggqgl.2018.06.008 ■编辑：田佳奇



■彩凤知音 | 赵来清/摄