

同股不同權上市可酌情放寬？

企業管治

何順文、李元莎

國內電子商貿龍頭企業阿里巴巴，數月前決定放棄香港，改為在紐約成功上市，並創出集資額的歷史新紀錄，也令香港損失「千億大刁」。

但這個舉動和其後的激烈爭論亦帶來一連串問題，也引發了港交所（00388）提出對「同股不同權」的改革諮詢。究竟「一股一票」或「同股同權」是否為外部小股東帶來最佳利益？應否修改《公司法》或《上市規則》？應否讓政府按情況行使豁免權，讓特殊股權結構公司在港上市？

雖然美國的披露及監管要求高過香港，加上美國法律容許集體訴訟，阿里選擇紐約為上市地，主要是由於港交所近年不願意放寬《上市規則》對股權結構的要求。換句話說，港交所只容許相同股份享有相同投票權，即所謂「一股一票」或單層股權結構（single-class stock structure），而阿里就是要求類似雙重股權結構（dual-class stock structure），讓少數股東比其他股東擁有更多的投票權。

阿里稱其特殊股權結構為「合夥人制度」（這與合夥企業法例中的合夥制完全不一樣），旨在允許其28位創辦人兼高管（上市時總股份只約14%）出任「合夥人」掌決策控制權，有權提名大多數的董事。這種所謂「可變權益實體」結構令外間投資者幾乎變成沒有話語權。

確保創辦人領導權

一如其他創辦人主導的創新科技公司（如Google、Facebook等），這些創辦人有許多生財大計，清楚知道整個行業的發展方向，如何屢創高峰。雙層股權可確保公司創辦人可完全控制公司的領導，讓他們能集中公司的長遠策略性發展（包括如不斷研究開發創新產品和服務），而毋須顧慮來自外部股東對短期利潤的壓力。很多外間股東對企業投入大量R&D成本回報感到憂慮。因此創新科技或科網公司有更大誘因（或藉口）爭取這種不平等的股權結構以為企業創造最大長期價值。

日籍韓國華僑孫正義控制阿里第一大股東（日本軟銀）及第二大股東（雅虎）（兩公司共擁有約56%阿里股權），但因雅虎其他股東不滿意孫而把他踢出董事局。有報道阿里的馬雲與其合夥人因學懂教訓，在仍有議價能力時爭取自己的最大保障，以免被投資者「驅逐」創業團隊的歷史重演。大股東軟銀和雅虎不在合夥人名單上，但相信兩家公司因利益考慮對阿里之特殊股權計劃沒有意見。

恐為私利犧牲股東利益

阿里的所謂「合夥人」，並非合夥經營中的合夥人一樣，需要對企業的債務承擔連帶責任。此制度亦容易造成甚至擴大代理人問題，即公司外部股東（作為委託人）與經理人（作為代理人）之間的利益矛盾，後者會從事對自己（而非外部股東）利益最大化的行為。有美國證實研究發現具雙層股權的公司，其高管有較大傾向謀取私利而犧牲外部小股東利益（如CEO一般收取更高的薪酬、進行不利股東價值的收購或資本投資等）。



■ 阿里巴巴因雙重股權結構棄港赴美上市。當局應是時候檢討同股不同權公司的結構了。（新華社資料圖片）

雙層結構也造成創辦人的投票權與現金股權有更大的差異，而這個差異也加劇了經理人與外部股東的代理人矛盾。因前者受其決策而承受的財務損失較小。創辦人持少數股權，卻擁有絕對話事權，的確為外部股東所憂慮。假若「合夥人」做出不符外部股東滿意的決策（如低價私有化），會令企業管治及股東關係陷入危機。再者，香港仍未有集體訴訟權，一旦發生問題，小投資者自然更難向創辦人追討。

雙層結構弊大於利

近期有市場人士建議為不損香港的企業管治基石，並同時令香港資本市場增加國際競爭力，可考慮讓政府按情況行使豁免權，讓AB股公司在創業板上市。但這個所謂「按情況」卻可引至更大的爭議，包括上市公司的行業（如何界定何謂「創新型」）、歷史、聲譽、是否設日落條款（即上市5至7年後改回同股同權制），是否有額外企管治機制要求等，以能制衡特權和保障小股東。單憑收緊新股審批、限制創辦人買賣股份、增加條款保障股東利益和加強投資者教育以自行抉擇等措施並不足夠。為減少小股東的疑慮，很多這類企業會設置額外企業管治機制，以減少雙層結構帶來的潛在弊端，例如增加透明度、利用媒體與分析員的監察、增加重大外部股東董事數目等。這都可以減少經理人剝削外間股東以自肥的機會。

另一方面，如設立太多限制，卻會打擊來港上市的意欲。另外香港創業板交投量低，很多基金不能投資創業板，而赴美上市的價值亦往往較高。因此容許特殊股權架構，不一定令香港多了機會，反而為了幾家內地大企業大開方便之門，會令香港市場承擔頗高的名譽與估值風險，得不償失。雙重結構也會影響不少本地財團的利益。權衡這把雙刃劍，筆者認為在可見將來雙重結構弊大於利，廢時失事。雖仍抱開放態度，但已有的實證研究結果不容忽視。人們總要在公義與效益之間作出抉擇。

何順文 (simonhoshunman@gmail.com)

李元莎 (yuansha_li@um.edu)