

【實務新知】

新創獨角獸以雙重股權架構 首次上市之國際觀察

邱茗困（證期局稽核）

壹、前言

隨著經濟及資訊科技進展，傳統製造工業經濟型態，逐漸轉變成新的科技經濟型態，在這新經濟世代，各資本市場無不摩拳擦掌，抓住吸引新創獨角獸公司於其資本市場上市（Initial Public Offerings, IPO）募資的大好機會，台灣採建構多層次市場機制，於 2018 年 3 月推出大型無獲利企業之上市櫃新規定，爭取獨角獸企業在台上市櫃。

在朝氣蓬勃新經濟時代下，大型獨角獸公司如美國的 Facebook、Google、Snap 或大陸阿里巴巴、英國的曼聯足球等方興未艾，此類科技媒體娛樂新創事業，其創業者多偏好雙重股權經營模式，俾在公司 IPO 後仍能主導掌舵公司未來策略方向；緣此，2018 年 4 月香港聯合交易所有限公司（下稱聯交所）以「擁抱新經濟」為題，正式納入同股不同權的上市新制定，藉以吸引新創獨角獸，二個月後 2018 年 6 月新加坡交易所（Singapore Exchange）緊接著推出雙重股權（Dual class shares）公司之上市規則，正式為迎接新經濟作好法規上之準備。

相對於「雙重股權」，一般公司 IPO 係採「同股同權」原則，以保障股東權益；各資本市場監理機構在興利政策與保障投資人任務方面，需評估是否調整 IPO 規範，

至已決定採用「雙重股權」IPO 新制之資本市場監理機構，如何在吸納新創公司 IPO 採「雙重股權」新制，與「公司治理」保障股東權益間，取得衡平，對維護資本市場秩序及保障投資人利益具有直接而深遠之影響。

本文謹闡述及分析新創獨角獸公司 IPO 之重要國際趨勢，包括美國、香港、新加坡「雙重股權」IPO 之發展，及其相關投資者保護機構或監理機關因應措施等，以國際觀察此架構趨勢，俾供我國瞭解已採行「雙重股權」資本市場如何爭取新創獨角獸公司 IPO，及其如何衡平股東權益及維持公司治理，作為我國未來健全資本市場機制參考。

貳、美國「雙重股權」發展趨勢

一、同股不同權架構

相對於企業 IPO 採用「同股同權」或稱「一股一表權」(one share one vote) 方式，IPO 採「同股不同權」(Weighted Voting Rights) 方式，係指於資本市場募資 IPO 採用至少發行二類流通在外之股票及投票權，其中一類股票的投票權明顯高於另一類股票，通常以「雙重股權」(dual class share) 架構展現，此類 IPO 公司會發行兩種類股票，公司對該兩種普通股予以指定，通常是 A 股(Class A) 和 B 股(Class B)，其中一類普通股具有比另一類普通股更強大的投票權，例如 2012 年 IPO 的 Facebook 發行 Class A 為一股一投票權、Class B 股票為一股 10 投票權；雙重股權架構，允許一些股東持有更強大股份投票權，其股東主要係 IPO 公司創始人，其他投資人或股東信任由該 IPO 公司創始者控制董事會決策，更能使 IPO 公司的經濟利益更高。

新創社群媒體公司 Snap 於 2017 年於美國紐約證券交易所(NYSE) 上市，採「同股不同權」方式，更以「三重股權」(triple-class share) 架構 IPO，Snap 發行的三類普通股中 Class A 股東無投票權、Class B 股票為一股一投票權、Class C 股票為一股 10 投票權。

二、雙重股權之背景

按美國加州大學教授 Stephen Bainbridge 於 2017 年發表以歷史觀點瞭解雙重股權架構，早在 19 世紀中期，公司投票權已經於單獨公司章程中授權立法，使用三種不同系統，有些採一股一權，許多採每股股東一投票權且不考慮其持有股份數量，更大部分採介於上開系統方式之中間方式，限制大股東之投票權。在美國馬里蘭州經驗是大多數州所遵循的典型模式，而馬里蘭州立法機構在 1784 年至 1818 年間授予的憲章大都使用加權投票制度(weighted voting system，即同股不同權)，直至 1819 年後，大多數章程規定

每股一票。在 1852 年，馬里蘭州的第一個公司法採用了現代的每股一票「同股同權」標準。20 世紀大多數美國公司已經轉為每股一票，公司章程僅將一股一票制原則確立為默認規則，但公司可以自由地偏離法定標準，隨著越來越多的發行人採用雙重股權架構，在 20 世紀的前 20 年，每股一票的趨勢發生逆轉。

「雙重股權」IPO 轉捩點，為 1925 年紐約證券交易所（NYSE）決定同意 Dodge Brothers 公司上市，Dodge 公司公開發行約 1.3 億美元的債券、優先股和無投票權的普通股，Dodge 公司由一家投資銀行公司握有控制權，該控制公司僅為其具投票權之普通股支付了 225 萬美元。面對「同股同權」支持者之抗議，1926 年 1 月 NYSE 宣布新的立場回應表示，上市委員會在考慮公司申請 IPO 時，會仔細將投票控制權議題納入考量，在 1927 年至 1932 年間，至少有 288 家公司發行了無投票權或有限投票權的股票；於 1940 年 NYSE 正式宣布反對非「同股同權」IPO 原則。其間偶有例外，如 1956 年福特汽車公司以「雙重股權」上市案，但基本政策一直有效。

但在 20 世紀 80 年代的收購戰中，企業內部人士因避免敵意收購，1985 年 NYSE 改變了方向，逐步允許公司以「雙重股權」IPO，其他美國證券交易所如那斯達克（NASDAQ）、美國證券交易所（AMEX），則無堅持「同股同權」IPO 原則，並在 21 世紀的現今，眾所皆知更多新創公司以「雙重股權」架構 IPO。因此，回顧美國股票市場的現代歷史，早期採「雙重股權」上市案，大都係基於家族控制或媒體獨立性，例如福特汽車公司和紐約時報公司，現今則多為新創獨角獸公司，因此，Stephen Bainbridg 教授對於今日盛行的「雙重股權」架構，認為這種 IPO 型態的興起幾乎更像是美國過去歷史規範的復興運動。

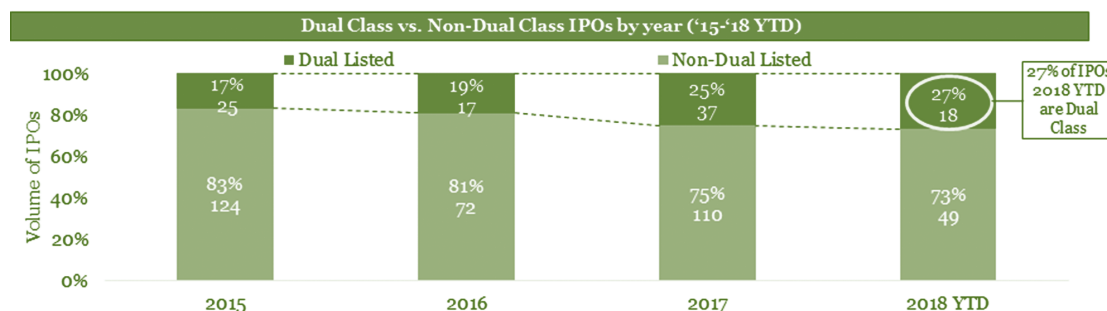
新上市公司發行具雙重股權，不同或超級投票（super voting stock）權，美國交易所如 NYSE 或 NASDAQ 原則規範較為彈性，也未違反相關證交法規，主要係其由投資人選擇是否投資此種架構之公司；按美國 NYSE 上市規定 313「投票權」規定，Nasdaq 上市規定（listing rules）5640 段投票權（Voting Rights），二者規定大致相同，均闡明投票權政策，基於資本市場及交易所隨著時間變化之情況和需求，Nasdaq 在上市規定更進一步表示其投票權政策係靈活彈性，考慮包括此類行為或發行的經濟性及投票權架構。

三、新創獨角獸公司及雙重股權 IPO 之興起

近年來新創獨角獸科技公司，考量維持創業者領導策略，多朝「雙重股權」IPO 方式，以在公司上市後仍由創業者主導新創公司，美國各交易所無不極力爭取未來資

本市場之明日之星公司，NASDAQ 搶下以「雙重股權」IPO 的新創公司包括 2012 年 Facebook、2014 年上市之 Google，NYSE 則於 2012 年爭取到英國的曼聯足球、2014 年大陸阿里巴巴等，2017 成功爭取 Snap 上市，更以「三重股權」架構，讓一般投資者甚至根本沒有投票權。

按 2018 年 7 月美國 PwC 資本市場諮詢長 Daniel Klausner 統計美國採『雙重股權』架構 IPO 佔 IPO 總量之比例逐年增加，由 2005 年的比重 1%，2017 年增加 25%，2018 年上半年美國 IPO 採雙重股權比例 27% 已較 2017 年全年 25% 成長快速。



資料來源：PwC 資本市場觀察及國際資料庫 Dealogic. (2018 年統計數據截至 6/20/2018)

參、香港與新加坡「雙重股權」發展趨勢

一、香港雙重股權 IPO 發展

(一) 香港對同股不同權的討論

大陸搜尋引擎「百度」於 2005 年在 NASDAQ 上市，阿里巴巴於 2014 年在 NYSE 上市，2018 年 3 月視頻媒體愛奇藝在 NASDAQ 上市。面對大陸採同股不同權之資訊科技公司紛紛轉往美國掛牌潮，香港聯交所因此再次檢視其規範「同股同權」IPO 原則是否適應此波新經濟潮流，尤以流失 2014 年阿里巴巴雙重股權 IPO 案後，香港即開始研究是否開放同股不同權架構，陸續對外徵求意見，香港聯交所 2018 年 2 月 23 日提出徵詢意見，就於採用不同投票權架構的創新產業公司，應證明其具備採該不同股權 IPO 之條件，聯交所亦提出相對應投資者保護方案，如加強其公司治理及揭露規範等，為強化香港國際競爭力，以吸引大陸新創獨角獸公司以同股不同權架構掛牌，回應大陸不斷西進美國 IPO 風潮，給予市場僅 1 個月回應時間，並迅速於 2018 年 4 月 24 日由香港聯交所發布 IPO 新制，香港聯交所推出新上市規則，

於 2018 年 4 月 30 日正式生效，宣告邁入開放「同股不同權」IPO 制度之資本市場。

（二）香港同股不同權的新制

香港聯交所 2018 年 2 月 23 日提出徵詢意見，於「上市規則」規範採「同股不同權」公司之 IPO 條件，及為保障投資者，該類型公司應執行保障投資者之措施，聯交所共收到 283 份外界意見，就「不同投票權」新制，獲得約 84% 支持。

香港聯交所於「上市規則」增訂第八 A 章「股本證券 - 不同投票權」，其於引言中『股東投票權與股權比例相對稱的概念（常稱為「一股一票」原則）是投資者保障的重要一環…本交易所認為「一股一票」原則仍然是賦予股東權力及使股東權益一致的最理想方法，但若有偏離此原則的公司提出上市申請，如滿足本章所載條件及具備本章所載保障措施，本交易所亦會加以考慮。要合資格及適合以不同投票權架構上市，申請人預期須證明其具有所需的創新及增長元素，及證明其建議的不同投票權受益人的貢獻…』，開宗名義說明「不同投票權」新制非常態原則，而屬符合其規範條件公司適用，強調香港在及引新創獨角獸公司開放「同股不同權」之同時，亦加強股東權益保障之機制。

香港推出創新產業公司以「不同投票權」IPO 相關規定，說明如下：

1. IPO 申請條件：

- (1) 申請公司規定：只限「新」申請人、創新產業、業務成功（其有高增長業務的紀錄）、外界認可（第三方相當數額投資）、高市值（400 億港元或 100 億港元及 10 億港元收益）。謂「創新產業」，聯交所於其指引中敘明，應具備多於一項下列特點：a. 能證明公司成功營運有賴其核心業務應用了 (a) 新科技；(b) 創新理念；及或 (c) 新業務模式，亦以此令該公司有別於現有行業競爭者；b. 研究及開發為公司貢獻一大部分的預期價值，亦是公司的主要活動及佔去大部分開支 c. 能證明公司成功營運有賴其獨有業務特點或知識產權 d. 相對於有形資產總值，公司的市值／無形資產總值極高。
- (2) 不同投票權受益人：只限「個人」（對推動公司業務增長具重大貢獻）、董事（上市時及其後須一直擔任董事）、持股量（上市時持股至少

10%)、禁止轉讓(即落日條款)。

2. IPO 規定及股東保障措施：

- (1) 投票權管控 :IPO 後不同投票權者之投票權比例不得更改或增加，賦予其投票權的權力上限為普通股投票權力 10 倍；同股同權者持有至少投票權總票數之 10%。
- (2) 明訂相等投票權議案：「不同股權者」與「同股同股權者」在下列重大股東會議案均依「一股一票」方式表決，包括組織章程、股份所附帶權利之變動、委任或罷免獨立董事、核數師、自願清盤。
- (3) 加強公司治理、成立「企業管治委員會」：企業管治委員會成員須由所有「獨立非執行董事」組成，主要職權在於確保公司按不同投票權保障規範執行，並確保涉「不同股權者」相關事宜充分對外揭露。

(三) 香港新制後之成效

香港為爭取新創獨角獸公司上市，自 2018 年 4 月 30 日開放「不同投票權」新制後，截至 2018 年 12 月中，共有 2 家大陸公司小米及美團點評以「雙重股權」架構在香港 IPO，簡述其上市相關資訊如下表。

香港 IPO 公司	小米	美團點評
上市日期	2018 年 7 月 9 日	2018 年 9 月 20 日
股權架構	雙重股權 :A/B 類股 A 類 : 每股 10 票 B 類 : 每股 1 票	雙重股權 :A/B 類股 A 類 : 每股 10 票 B 類 : 每股 1 票
業務	智能手機、物聯網、生活消費品	美食餐廳評論及餐飲配送平台
發行承銷價	HK\$17	HK\$69
上市首日股價	HK\$16.8 (-1.18%) /	HK\$72.65 (+5.29%) /
上市市值	HK\$3759 億	HK\$3989 億
上市後 2018.12.14 股 價 (vs 首日股 價) / 市值	HK\$13.54 (-19.40%) / HK\$3057 億	HK\$52.60 (-27.60%) / HK\$2889 億

資料來源：本研究整理自香港交易所及小米 / 美團公告上市文件公司章程

(四) 香港「雙重股權」新制對新創獨角獸 IPO 之吸引力？

2018年12月12日大陸線上音樂娛樂平台「騰訊音樂」於美國紐約交易所（NYSE）上市，以雙重股權架構 IPO，上市首日收盤價為 US\$14 元（上漲 7.7%），市值為 US\$229 億元，此時香港已自 2018 年 4 月開放「雙重股權」新制生效後逾半年，大陸新創媒體騰訊音樂既採「雙重股權」為何未選擇鄰近的香港市場？

騰訊音樂選擇 NYSE 上市，係考量美國上市後其知名度、營運、募資情形或上市後股價表現 / 成交量等因素，或係香港聯交所上述明訂「不同投票權」限制，騰訊公司未對外說明；因此，吸引新創公司 IPO 因素，是否單純開放「雙重股權」IPO 制度，即有成效？現行香港新制仍開放不到一年，成效仍待觀察。

二、新加坡雙重股權 IPO 發展

（一）新加坡對同股不同權的討論

新加坡立守「同股同權」IPO 立場，失去英國曼聯英超足球（Manchester United）上市案，曼聯 2012 年於美國 NYSE 上市，新加坡政府 2014 年重新檢視公司法相關規定，2016 年就將公司法中對公開發行公司「一股一權」限制移除，至 IPO 限制是否併同移除，新加坡交易所（SGX）於 2016 年舉辦座談會對 (1) 是否開放雙重股權在新加坡上市？(2) 若採雙重股權，配套保障措施為何？，並討論雙重股權對 (1) 投資人保護 (2) 公司治理 (3) 新加坡成為亞洲金融中心 (4) 優先必要安全保障措施，結論建議似可採雙重股權架構，SGX 於 2017 年 2 月 16 日提出徵詢意見徵詢，獲得大部分外界回應贊同，並於 2018 年 3 月 28 日提出第二次詳細新制規定諮詢，與香港聯交所競賽般，亦給予市場僅 1 個月回應時間，在香港聯交所發布 IPO 新制 2 個月後，2018 年 6 月 26 日 SGX 推出新上市規則，並即刻生效，新加坡宣示以「雙重股權」IPO 新制迎接新經濟。

（二）新加坡雙重股權新制

SGX 雙重股權（Dual Class Share, DCS）架構，主要係增訂於其主板證券上市規則（Main Board Listing Rules），第二章權益證券下明定 DCS 結構，說明如下：

1. IPO 申請條件：限制每個多層投票權（multiple voting，MV，即香港聯交所

上市規定中的「不同投票權受益人」) 上限為以每股 10 票，SGX 可允許一組自然人或企業個體被為不同股權持有人，惟其持有人範圍必須在 IPO 指定中不得變更。

2. 日落條款：IPO 後，不同股權持有人 (MV) 股票轉換或出售其股份或停止擔任董事 (無論是否死亡、喪失工作能力、退休，辭職等)，將自動轉換為普通投票 (ordinary voting, OV) 股票 (一股一權)。
3. 加強投票程序 (enhanced voting process)：在重要議案包括任命和罷免獨立董事 / 會計師、任何類別股份所附權利的變更、反向收購、清盤或下市，不分股權均依「一股一票」方式表決。
4. 大部分獨立董事組成委員會：要求審計委員會、提名委員會及薪酬委員會及其各自主席，應大部分成員為獨立董事。

三、香港 vs 新加坡雙重股權新制

在新經濟大浪下，香港和新加坡 2018 年中陸續進出的「同股不同權」上市新措施，尋求在亞洲競爭激烈市場，獲得新創公司青睞，衝出資本市場新 IPO 家數量。香港與新加坡於 2018 年提出的同股不同權制度，大致相同，惟其資本市場交易市值本有差異，吸引力新經濟獨角獸的效果因此有差異，如下表：

同股不同權 (DCS) 制度	香港	新加坡
諮詢時間	2018.3.23~4.23	2018.3.28~4.27
新制生效日	2018.4.30	2018.6.26
IPO 申請條件	1. 只限「新」申請人、創新產業、業務成功、外界認可、高市值 (HK\$400 億元) 2. 不同投票權受益人：只限“個人”、董事、持股量、日落條款	1. 未訂有特別限制 2. 不同投票權受益人：與香港大致相同，但開放“企業個體”
DCS 投票權規範	上限每股 10 票	同香港 (每股上限 10 票)

同股不同權 (DCS) 制度	香港	新加坡
保障措施	1. 明訂相等投票權議案：包括組織章程、股份所附帶權利之變動、委任或罷免獨立董事、核數師、自願清盤 2. 加強公司治理、成立「企業管治委員會」：須由所有「獨立非執行董事」組成	1. 加強投票程序：與香港相同，並新增反向收購、下市議案 2. 加強公司治理：大部分獨立董事組成委員會
2018.12 中 DCS IPO 家數	2	0

資料來源：本研究整理自香港聯交所、SGX 上市規則及其官網

路透社 (Reuters) 2018 年 12 月 10 日報導，香港於 2018 推出同股不同權新制，期望刺激新創公司 IPO，按 Dealogic 統計，截止 2018 年迄今香港發行了 US\$314 億元股票，為近 8 年來新高，高於美國 NYSE 發行 US\$302 億元；但 IPO 後行情似乎不如預期，香港 IPO 交易規模前 20 大中，僅 6 家 IPO 公司之上市後股價於一個月後高於發行價，NYSE 則有 16 家、Nasdaq 有 10 家 IPO 後股價上漲；香港以同股不同權上市的二家公司，小米及美團點評自 2018 年 7 月及 9 月上市後，股價分別下跌 19% 及 26%。

肆、雙重股權近期之國際趨勢

2018 年香港及新加坡推出雙重股權 IPO 架構新制前，其市場對「雙重股權」制度討論許多，「雙重股權」與「同股同權」制各有其優缺點，因近期新創獨角獸公司在美國 IPO 籌資金額屢創新高，更吸引外國獨角獸公司赴美上市，緣此，對近期新創公司採「雙重股權」IPO 之國際趨勢，相關資本市場相關利益係人，包括美國市場之投資人機關、國際大型指數公司及主管機關等，對「雙重股權」爭議之近期意見各有異同。

一、機構投資人積極檢討「雙重股權」制度

(一) 國際大型指數應排除「同股不同權」公司之成分股

2017 年 3 月美國社交媒體 Snap 公司在 NYSE 以「同股不同權」掛牌上

市，Class A 為每股 0 投票權、Class B 為每股 1 票、Class C 每股 10 票，美國機構投資者委員會（Council of Institutional Investors，CII）主張 Snap 公司此 IPO 將使行無投票權股東之權益嚴重受損，旋即於 2017 年 3 月及 4 月致函國際指數公司富時羅素（FTSE Russell）、MSCI、標普道瓊斯指數（S&P Dow Jones Indices）希望將其股票指數之投資組合中排除如 Snap 無投票權之成份股（non-voting equities）。

（二）美國交易所應限制「同股不同權」IPO 公司及對已 IPO 之退場機制（轉換為同股同權之日落條款）

除要求國際指數公司不納入「雙重股權」公司為其成份股外，2018 年 10 月 24 日 CII 致函美國二大交易所 NYSE 及 NASDAQ，要求交易所限制上市公司採用「雙重股權」架構，包括新 IPO 公司採「同股同權」，若決定採「雙重股權」架構 IPO，則上市公司在 IPO 後 7 年內「雙重股權」退場（wind-down）。

自 2004 年以來，CII 追蹤了 25 家美國「雙重股權」IPO 公司，這些 IPO 公司訂有日落條款，日落條款所訂期限範圍從 3 年到 20 年不等，大多數是 7 年或 10 年，2004 年至 2018 年間有 5 家公司訂定 5 年或更短日落期限，截至 2018 年的平均日落期限為 7 年。

CII 統計數據，發現 2017 年在美 IPO 共 195 件排除 45 家外國公司、20 家特殊目的購併公司（SPAC）、6 家業主有限合夥公司（MLP），101 家同股同權，23 家採 DCS（其中 4 家包括 Snap、Altice、Blue Apron 及 Cadence Bancorporation 有「無投票權」股票架構，6 家有日落條款）。2018 年 1 月至 9 月底在美 IPO 共 197 件排除 48 家外國公司、33 家 SPAC，101 家同股同權，15 家採 DCS，其中 1 家 Dropbox 有「無投票權」股票，5 家有日落條款。

（三）CFA 協會提出對「雙重股權」IPO 之建議

CFA（特許金融分析師）協會係支持『同股同權』，認為允許一組股東每股投票權不成比例的結構，可能使得少數擁有較高投票權股東為了個人利益決策，而不顧多數股東的意願。CFA 協會於 2018 年 8 月發布「雙重股權：好、壞及其醜陋」報告，提出擔心允許雙重股權將導致公司治理受到侵蝕。

CFA 協會報告指出，日本東京證交所在 2008 年引進「雙重股權」，日

本目前僅 1 家生技公司 Cyberdyne 於 2014 年以「雙重股權」上市，並以個案審查方式評估 IPO 案，顯見日本似乎並不鼓勵此「雙重股權」架構。新加坡 2018 年開放雙重股權後，截至 2018 年底尚無以 DCS 上市案件。

CFA 協會於其報告，針對亞洲區開始此架構開放的競爭，提出二大方面的建言，其一為「保障措施」、二為「加強投資者認知」，建議已採行「雙重股權」制之資本市場監理機關及交易所相互合作，建構強化對投資者保護機制，如落日條款、落實公司治理機制、限制雙重股權上限為每股 10 票等保障措施，至於投資人需對「雙重股權」架構瞭解監理機關及交易所應確保公司經營與公司治理執行之衡平及確實、建置協助散戶集體訴訟之機制等投資者教育及保護措施。

CFA 協會建議應有強制的期間基礎之日落條款，以 IPO 後 5 年時間為限，此係根據學術實證研究渠等公司之生命週期，如 2018 年 Cremers, Lauterbach, 及 Pajuste 研究發現「雙重股權」公司在 IPO 後 6 至 9 年間有折價情形，且按該協會對亞太區會員問卷調查結果，顯示約 48% 認為日落條款應在 IPO 後 3 至 5 年間轉回同股同權，44% 認為在 IPO 後 5 至 10 年間，顯示 CFA 大多認同 IPO 後 5 年內應強制「雙重股權」公司轉換為「同股同權」之日落條款。

(四) 公司治理機構提出對「雙重股權」IPO 之警語

回應 2018 年亞洲香港及新加坡兩交易所推出的 IPO「同股不同權」新制，2018 年 12 月 5 日亞洲公司治理協會 (Asian Corporate Governance Association, ACGA) 及中信里昂證券 (CLSA) 公布「公司治理觀察報告」(CG Watch 2018)，該報告就 12 個亞洲市場進行評估調查，提出『亞洲面對公司治理改革的艱難抉擇』，特別提及亞洲市場面臨『雙重股權架構』與『同股同權』原則的選擇，與監管機構權力與少數股東權益的對峙，ACGA 就亞洲 2018 年引進的「同股不同權」制度，創造非常不公平的股權系統，此制度少數股權股東可以完全控制公司，擔憂損及股東權益之公平性，並擔心此風潮可能「漫延渲染」至其他亞洲國家，如南韓及大陸已著手相關研究考量是否採用，影響亞洲區域各資本市場之公司治理。CG Watch 2018 報告指出，香港及新加坡因引進「同股不同權」制度而流失部分公司治理評比分數，惟在其他評比項目如香港的監管執法、新加坡的健全上市公司財務報告等表現具優勢，2018 年亞洲公司治理總分香港、新加坡名次為第 2、3 名，

相較前屆 2016 年排名第 3、2 名，無重大變動。

二、國際指數公司 MSCI 與 S&P、FTSE Russel 意見不同：

* S&P 未來成份股不納入雙重股權公司：2017 年 7 月 31 日宣布 S&P Composite 1500 指數（包括 S&P500、MidCap 400、SmallCap 600 指數）將不再增加具有「同股不同權」（多重股權架構）公司，惟現行已納入如 Facebook、Google 等成份股則不受影響。

* FTSE Russell 未來成份股會考量雙重股權適宜性：2017 年 7 月 27 日亦提出、9 月適用，未來納入指數之成份股公司，要確保可投票權掌握在無限制權之股東手至少超過 5%，至於現已納入之公司建議在 5 年內（即 2022 年 9 月）改變其股權架構，此新制適用於 FTSE Russell 所有指數。

* MSCI 維持現在及未來均納入雙重股權公司：經對外諮商後，最終選擇不排除「同股不同權」成份股。2017 年 6 月提出諮詢意見，包括 MSCI 是否應排除「無投票權」上市公司如 Snap 公司、IPO 投票權低於 25% 是否應予剔除等。惟 2018 年 10 月 30 日考量各利害關係方回饋意見，MSCI 認為全球可投資市場指數，應該旨在代表基於潛在市場可投資性的國際機構投資者可獲得的最廣泛的投資機會，可投資的市場基準不應受特定投資者意見、偏好或約束（包括治理問題）的限制，應有適當平衡。MSCI 強調對「同股同權」的支持，也瞭解機構投資人對 IPO 投票權公平性之重視與關注，MSCI 預計在 2019 第 1 季推出新創建的指數系列，納入 2017 年 6 月諮詢提案中涉股權架構考量因素，此一新指數系列可用作 MSCI 全球可投資市場指數的替代品，提供國際機構投資者重視「同股同權」投資組合之另一選擇。

三、主管機關對「雙重股權」監理趨勢

（一）香港及新加坡開放「雙重股權」IPO 新制以增加市場競爭力

香港及新加坡資本市場主管機關聯交所及 SGX，均於 2018 年修改上市規定，開放「雙重股權」IPO 新制。按 2018 年 12 月 5 日 ACGA 提出對其新制可能損耗公司治理，CNBC 採訪香港聯交所回應，「雙重股權」新制係加強香港成為全球金融中心之競爭力，且香港上市規則中因此新制納入額外投資者保障措施；新加坡在同年 6 月發布聲明中宣布其「雙重股權」規則，表示新加坡此舉係加入「加拿大、歐洲和美國的全球性交易所」採取之制度，同時亦實施保護措施來應對相關風險。

（二）美國 SEC（證管會）檢討「雙重股權」、交易所尚未回應

*美國 SEC :

1. SEC 投資諮詢委員會 :2017 年 12 月美國 SEC 投資諮詢委員會就「雙重股權」提出討論草案，2018 年 3 月對正式 SEC 提出建議，認為 SEC 應要求『雙重股權』公司揭露更多資訊。按該委員會 2017 年討論草案，美國自 1980 年以來，採用「同股不同權」架構上市公司數量急劇增加，2005 年至 2015 年增加了 44%；另按現行 SEC 規定，渠等公司無需揭露所有權和控制權之量化數據，使投資者難以確定股份所有權與投票權之間量化差距值，且「雙重股權」具公司通常未提供詳細股東所面臨的潛在風險之曝險說明，爰該委員會對 SEC 的企業金融部門（Division of Corporate Finance，負責確保公司對投資者提供及揭露資訊完整性及重要性）提出下列之建議：

(1) 應新增規範要求「同股不同權」公司揭露資訊：

- a. 具 5% 以上股份所有者權益（ownership interests），與其投票權（voting rights）間之量化關係。
- b. 較高投票權者有權可通過『擴大其所有者權益 vs 投票權間差異』之風險，及 (b) 最低所有權益數量（即無需其他股東同意，該股東可保留大多數投票權之的控制權益）。
- c. 因其控制權架構而被主要指數公司排除或有限包含為其成份股之潛在風險及影響，與指數公司剔除該公司對股票流動性和股值的潛在影響。
- d. 若控制人根據州或其他組織法律行使表決權來增加或減少其相對投票權時，股票交易所可能要求公司下市之風險。

(2) SEC 企業金融部門應監督「同股不同權」治理架構引起的股東權益相關爭議，辨識相關利益衝突可能產生風險之長短期趨勢，並持續改善對公司揭露規範。

(3) 更明確地定義「普通股」以適用於證券法規範之相關揭露，以區分具有不同投票權的股票。SEC 企業金融部門應考慮要求公司在 IPO 公開說明書的第一頁上更加明顯標示如「無投票權」（non-voting）之類的文字以提醒投資人。

2. SEC 委員 Robert Jackson Jr. 提議美國證券交易所限制「永久雙重股權」：2018 年 2 月美國證管會委員 Robert Jackson Jr.（下稱 J 君）演講提出 2005 年約 1%「雙重股權」公司在美上市，2015 年遽增至 14%，愈來愈多美國

公司選擇以「雙重股權」IPO，J君針對「一旦採用『雙重股權』，是否永久持續下去？」議題提出問題，研究過去15年，近一半的「雙重股權」IPO公司給予企業內部人「永久的」超額投票權，此種「永久雙重股權」要求投資者信任有遠見的新創獨角獸公司之創始人，還要求投資者相信創始人子孫，合理性堪慮，似應有「雙重股權」日落條款。J君解釋美國一般散戶投資人大部分通過「指數公司」投資上市公司，若禁止「指數公司」成份股納入「雙重股權」公司，美國一般散戶投資人可能會失去最具創新公司高成長如下一個 google 或 Facebook 所帶來的驚人報酬率，平衡投資人投資「雙重股權」公司有機會參與新經濟成長、避免投資人陷入永久信任公司內部人迷思，J君建議美國證券交易所盡速考慮提出的上市規定解決「永久雙重股權」問題。

* 美國交易所 NYSE 及 NASDAQ 未回應相關機關之建議：對機構投資人 CII 於 2018 年 10 月致函，建議美國交易所應限制「雙重股權」IPO，或 SEC 委員 J 君提議毋須限制「雙重股權」但應禁止「永久」雙重股權 IPO，NYSE 及 NASDAQ 似乎都是已讀不回，另 2018 年 12 月大陸騰訊音樂於 NYSE 以雙重股權架構 IPO。

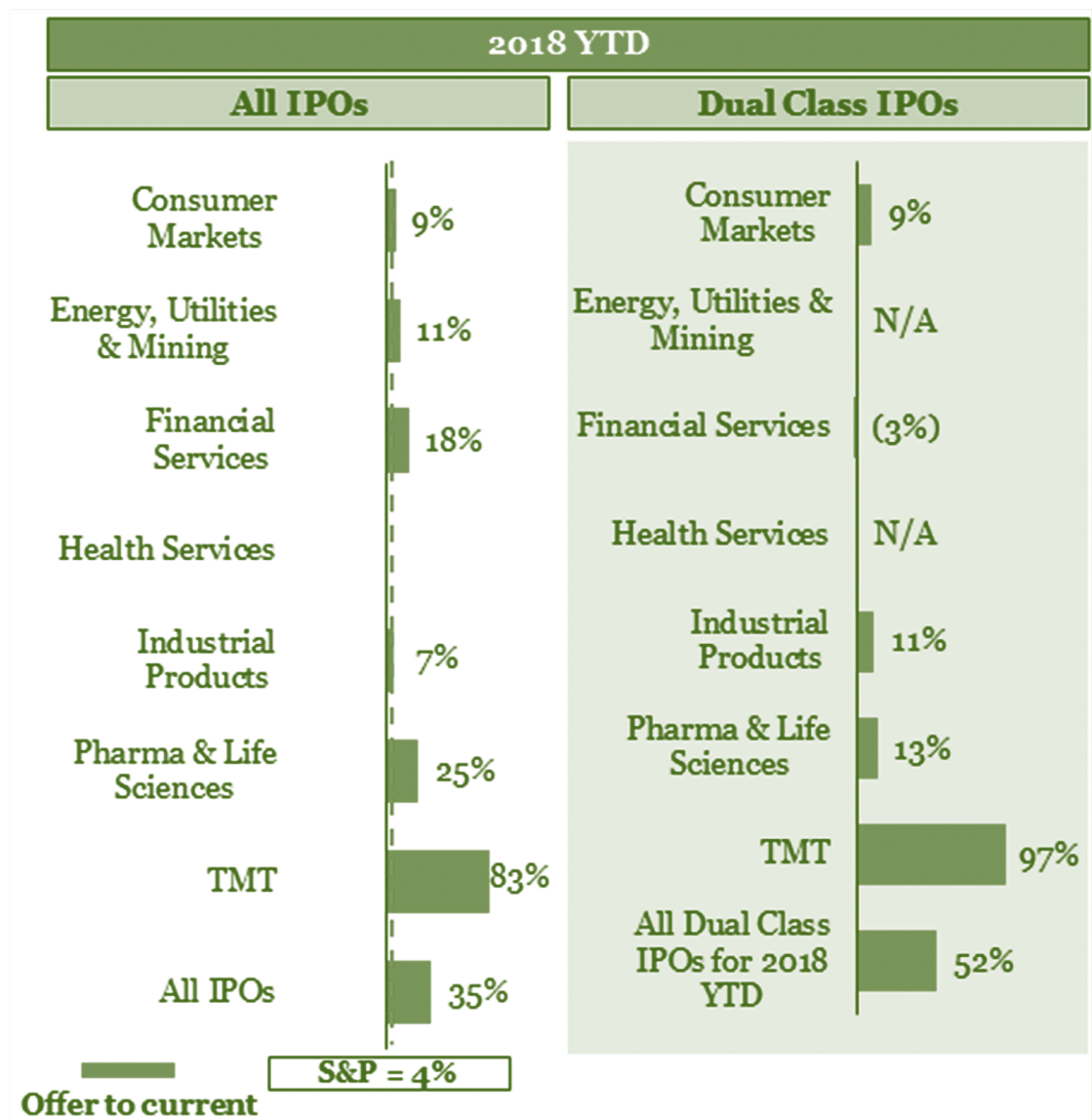
四、同股不同權 IPO 後績效表效

按學術上對「雙重股權」IPO 之公司之績效優劣之研究成果分歧，有些研究發現，與「同股同權」公司相比，「雙重股權」公司的股東報酬率較低，股價較低，更高的主管薪酬等，亦有研究顯示，「雙重股權」可能是最佳績效的，主要係大部分早期採此架構者為如為維持經營權的福特汽車等家族企業，及近期熱門新創的積極成長型獨角獸公司，研究成果有更高的長期股東報酬率。近年來採用「雙重股權」IPO 之公司，多為新創獨角獸企業，其創業者通常希望在 IPO 後保留其較高投票權（MV），可以保護他們免受市場壓力而短視於近期營收或業務績效，使獨角獸企業能夠專注於長期經營，然而在這些如 snap 公司甚至發行無投票權股票，卻仍有許多投資者趨之若鶩願意捧錢投資，必然是「雙重股權」IPO 之新創公司有其經濟效益吸引投資者之處；惟社群媒體如 Snap 於 2017 年「多重股權」IPO，面對 Instagram 等新起之秀競爭，股價由 \$24 到 2018 年 12 月中僅 \$5.92，此種架構公司之績效是否能長期維持，是否應設定日落條款，亦為近期頗受國際爭論議題。

（一）雙重股權績效佳 -PwC 及 MSCI 研究

* PwC 研究：按美國 PwC 資本市場觀察，科技、媒體及電信（technology, media

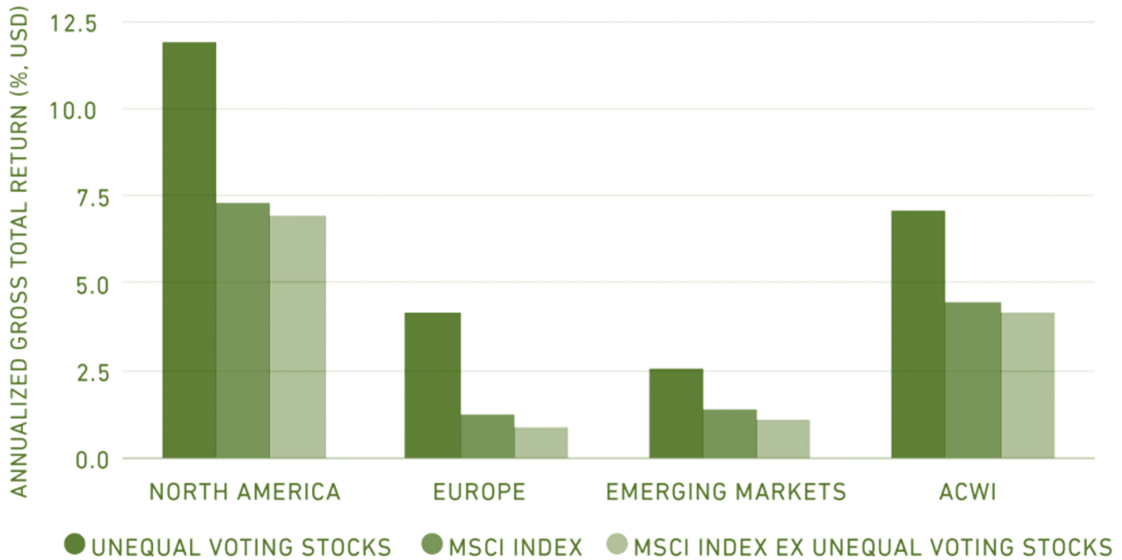
and telecom ,TMT) 產業別在美國整體 IPO 公司及「雙重股權」IPO 公司均持續領先其他 IPO 產業，「雙重股權」IPO 交易額平均大於「同股同權」IPO，主因科技業多以雙重股權 IPO。在 2017 年和 2018 年的年初至今，「雙重股權」IPO，表現優於整體 IPO，可能與大多數「雙重股權」IPO 都是 TMT 產業有關，而 TMT 產業通常具有較高的報酬率。



資料來源：PwC 資本市場觀察及國際資料庫 Dealogic。(2018 年統計數據截至 6/20/2018)

*MSCI 研究：依 2018 年 4 月 MSCI 研究顯示，在 2007 年 11 月至 2017 年 8 月期間，「同股不同權」投票 (unequal voting stocks) 表現優於市場，若將其市場指數中排

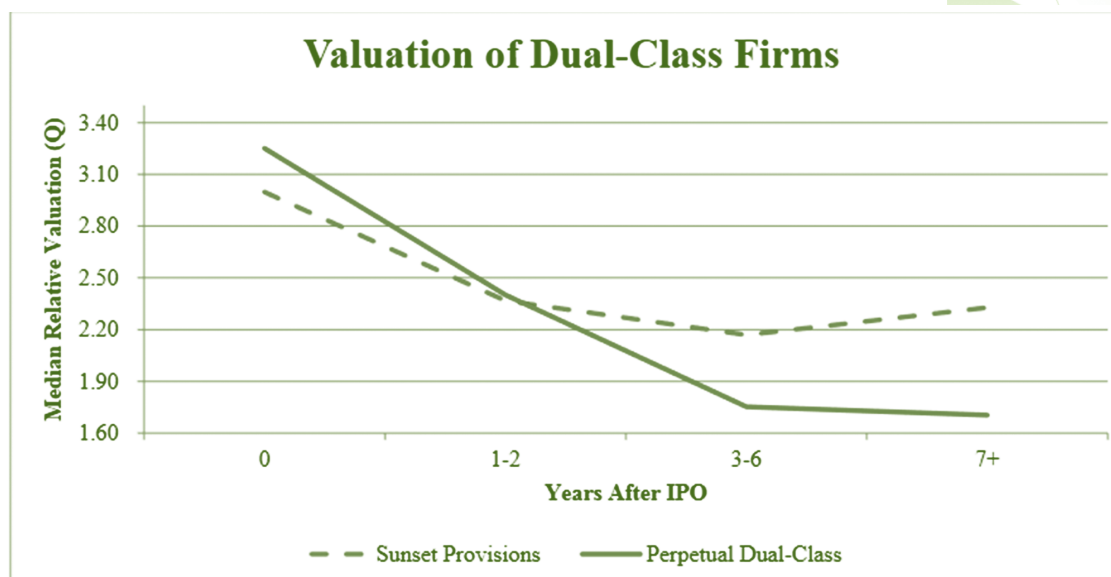
除這些「同股不同權」股票將使樣本期間每年的指數總報酬減少約 30 個基點（0.3%）。MSCI 研究了全球股票市場中「同股不同權」投票股票的特徵，以確定其表現優異的背後因素。MSCI 觀察到這些股票的國家、產業和曝險因素的一些共通性，但是，主要影響因素為個股的獨特性因素。



資料來源：” 2007 年 11 月至 2017 年 8 月數據擷自 MSCI 專欄 2018.4.3 全球核心股權研究董事總經理 Dimitris Melas 於” 聚焦 Spotify：為什麼擁有同股不同投票權的股票表現優異？”

（二）「雙重股權」長期績效劣於「同股同股」-SEC 委員研究

SEC 委員 J 君就過去 15 年中發生的 157 件「雙重股權」IPO，71 家「有日落條款」公司，與 86 家「永久雙重股權」公司之間公司績效存在顯著差異。從 IPO 起 2 年內，「永久雙重股權」之公司績效比「日落條款」公司為佳，惟 IPO 後 7 年或更長時間，訂有「日落條款」公司顯著呈現比「永久雙重股權」公司更高的績效。基於上述研究發現，SEC 委員 J 君提出建議美國交易所上市規則應就「雙重股權」IPO 公司新增訂定「日落條款」，既可保障



投資者權益，亦有較佳長期績效。

資料來源：SEC 委員 Robert Jackson Jr. 2018 年 2 月演講稿，其研究樣本為 2001 至 2016 年間雙重股權 IPO 公司，排除外國公司，16 年合計 157 件，公司績效以 Tobin's Q 衡量。

五、同股不同權制度下之配套措施

美國 NYSE 保障無投票權股東取得股東會議案資料之權益：按美國二大交易所對同股不同權 IPO 制度規範較為彈性，NYSE 係在上市公司手冊（Manual）313 段、Nasdaq 上市規定（listing rules）5640 段投票權（Voting Rights）均闡明投票權政策，NYSE 的上市手冊 313（B）無投票權普通股（Non-Voting Common Stock）段，敘明 NYSE 的投票權政策允許有無投票的普通股公司上市，但需對無表決權普通股東提供「保障措施」，包括（1）除表決權外，無表決權普通股東的權益應與公司有表決權的普通股東的權益大致相同（2）雖無投票權普通股東無權就股東決議行動之議案事項進行投票，但該無投票權普通股東必須收到所有會發送給上市公司有表決權股東之股東相關會議資料。

香港及新加坡 2018 年「不同投票權」新制，提出保障投資者措施，明訂重大事項應以相同投票權表決、加強公司治理等措施，惟部分香港及新加坡仍認為監理機關對投資者保障不夠完整。

新加坡建議加重高投票權股東忠實義務責任、少數投票權股東集體訴訟權：新加坡亞洲電視台新聞 2018 年 1 月引述新加坡國立大學商學院教授 Mak Yuen Teen 意見，認

為 SGX 應解決「為何無法吸引公司上市的實質原因」，Mak 教授建議採取保護股東權益之相關措施，例如對具控制權股東施加忠實義務（fiduciary duty），並允許有較少投票權股東於控制股東濫用權利時對控制股東提出集體訴訟，惟 Mak 教授提出若有太多的保障措施亦可能破壞雙層股權架構的目的。

香港及 CFA 協會建議日落條款設 5 年限期、集體訴訟及投資人教育等：就 2018 年 CFA 協會公布的雙重股權報告，對亞太區會員進行調查，454 位 CFA 回覆，有 97% 會員認為應行額外的投資人保障措施，香港南華早報 2018 年 10 月 10 日引述 CFA 亞太協會倡議總監 Mary Leung Ka-yan 評論亞洲市場以散戶投資人居多，應有相關規範協助投資人並提醒投資人認知及教育，香港缺乏投資人集體訴訟相關完整規範，另香港 2018 年「雙重股權」新制中之日落條款係事件驅動（event-based sunset），即若創始人股權轉讓或離開公司時雙重股權即隨之消滅，CFA 協會報告認為日落條款應有期限（time-based sunset）且以 IPO 後 5 年為佳。

近期美國學者建議應從 IPO 家數成本因素、投資者意願、新創公司生命週期不一等角度思索一更靈活彈性的股權架構：2018 年 12 月哈佛商業評論 Vijay Govindarajan、Shivaram Rajgopal、Anup Srivastava 及 Luminita Enache 學者就現行美國已盛行的「雙重股權」IPO 提出不同見解，他們認為禁止此 IPO 架構會產生「成本」，如美國 IPO 案逐年下降，部分原因即科技公司愈來愈不願上市，倘禁止「雙重股權」制度，將會使新創獨角獸公司持續成為私人企業，投資人也因此沒有購買此類科技股票（雖投票權較創始人為低）而喪失投資收益；至於日落條款強制設定時間年限，學者持反對意見，CII 建議 7 年、CFA 建議 5 年日落年限，理論基礎為「雙重股權」IPO 新創公司之生命週期由成長步入成熟階段，經學者研究發現公司步入成熟階段逐年下降，1990 年代約為 7.6 年，21 世紀約降至 5 年，考量公司因各自技術及經營模式不同而步入成熟期年限不一，且數位時代創新破壞速度加快，爰不宜訂定單一日落條款年限。學者建議更靈活彈性的股權架構，雙重股權公司在一定期限時，可經大部分股東同意繼續採用，並允許已上市之同股同權公司在面臨重大企業改造或轉變時，得以轉換為「雙重股權」架構而毋須按現美國交易所規定下市。

按新經濟公司如 google 2004 年上市後至今時間僅約 10 幾年，學術相關實證結果是否具代表性，在快轉的創新時代，昔日創新明星公司，或許成為明日落伍黃花，「雙重股權」IPO 之長短期績效及日落條款年限以 5 年或 7 年為佳，亞洲市場投資人結構及新創公司市場變化等與美國市場不同，是否適用亞洲市場似乎仍待實證。

伍、結論與建議

新經濟創新獨角獸公司之崛起，引領「雙重股權」IPO 架構風潮在 2018 年來亞洲香港、新加坡市場，本文進一步研析近期國際對「雙重股權」IPO 趨勢，瞭解國際資本市場各參與者對以同股不同權上市的觀點，其中國際機構投資人主張應保障股東權益，交易所傾向放寬及持續支持此同股不同權架構以增加 IPO 衝量案，投資人願付出投票權成本以取得利得，指數公司 MSCI 認為不宜剝奪投資人對新創「雙重股權」公司投資之機會，爰在已實施「雙重股權」架構下，國際間對保護股東及確保公司治理之因應配套措施尤為重要，美國 SEC 投資諮詢委員會提出『雙重股權』公司揭露更多資訊如投票權量化及潛在曝險等，CFA 協會提出日落條款年限、集體訴訟及投資人教育等，至亞洲市場日本、香港、新加坡之實際個案仍少，建議我國持續觀察同股不同權在亞洲資本市場之實務運作，如大陸騰訊音樂 2018 年仍選擇 NYSE 上市，究其考量上市地點除雙重股權外，上市資本市場相關籌資額或股市交易量、市值等，均為獨角獸公司考量因素，爰未來我國研議如何爭取新創公司在台 IPO 以擴大資本市場胃納量，應考量各項影響因素，同時兼顧股東權益機制，以健全台灣資本市場參酌。

~ 期貨交易提醒 ~

期貨交易具保證金或權利金交易之槓桿特性，風險較高，開戶前應審慎考慮本身的財務能力及經濟狀況是否適合從事，並應詳讀相關風險預告書。