

## 美國：投資人向 NYSE、Nasdaq 請願限制 IPO 公司同股不同權

美國機構投資者委員會(Council of Institutional Investors 或 CII) 於 2018/10/24 向紐約證交所(NYSE)及 Nasdaq 提出請願，要求限制上市公司的同股不同權架構。

矽谷企業家讚揚破壞現狀，但當談到他們的公司時，許多創始人都擁抱對抗變革的屏障。近年來大量新創(大多為科技)公司公開發行具不平等投票權的雙重甚至三級股權架構，藉此保證即使股權減少，創始人及內部人投票控制權仍可持續數十年。當 2017 年 Snap 上市時，甚至出現外部股東零投票權的情況。

2017 年在美國交易所上市的公司中，19%至少有兩類不同投票權之股別，較 2005 年僅 1%大幅成長。多數情況下，優先級別每股有 10 票投票權，而次等級別則每股僅有 1 票。不同權倡者認為這使創業家能關注長期、抵制投資者的壓力、確保每季收益增長。但這種「創始人最了解」的模式，也挑戰了「一股一票」的投票權與股權等比例之公司治理基本原則。由於一般股東缺乏影響董事會或管理層的投票權，多重股權結構剝奪一般股東對公司運營方式的聲音。

該請願特別要求交易所進一步修改其上市標準，藉此要求尋求上市且目前已具重股權架構公司，將不同投票權於 IPO 後 7 年內轉換為一股一票之規定納入其治理文件內，確保投票權與投資人風險資本一致。

CII 作為退休金和其他長期投資人之代表，一直呼籲交易所反對上市公司不同權股票之風潮。不同權股票將成為剝奪股東要求管理層及董事負責之工具。CII 主席 Ash Williams 表示：「雖然一些公司經特殊投票權，受善良的獨裁控制而受惠，我們看到其他因董事會假公濟私、缺乏戰略規劃且無效率而表現不良者，一旦問題浮現，外部股東求助無門。目前投資人、公司、律師事務所及其他 IPO 把關機構已逐漸有共識，即為解決日益嚴重、對越來越多公司長期穩健造成威脅的不同股權問題，有期限之落日條款為一合理解決方案。」

身為全球資產管理公司，BlackRock 表示相信一股一票制為公開發行公司之較佳制度、支持有期限的公司多重股權落日條款，並相信交易所需扮演重要角色。共同創辦人兼副主席 Barbara Novick 表示：「BlackRock 認為平等投票權為良好公司治理之基本原理。多重股權相關人員，包括上市交易所與政策制定者，須參與設置公司治理標準來保護投資人權益。我們鼓勵美國交易所藉由要求公司自動轉換或給股東延長多重股權架構之權利，在投票權上展現全球領導力，此將可向所有公開發行股東再度確立平等投票權之重要性。」

資產管理公司 T. Rowe Price 副總裁兼公司治理主管 Donna Anderson 表示：「一連串事件使我們相信關於不同股權之議題已有逐漸形成之共識。我們希望美國交易所能領導尋找符合市場長期參與者利益之解決方案。」

加州教師退休金系統(California State Teachers' Retirement System, CalSTRS) 執行長 Jack Ehnes 表示：「美國經濟優勢之一在於美國公司之動態性。成功的美國公司持續改變、重新改造他們的經營方式，所以他們應該擁抱最終將可強化股東價值的本身治理改變。」

加州公務員退休金系統(California Public Employees' Retirement System, CalPERS) 公司治理主管 Simiso Nzima 表示：「CalPERS 認同一股一票，然而我們也理解在公司公開發行初期，或許需要保護管理層來專注於建立公司願景及創造永續的股東長期價值，這也是我們身為投資人所追求的。我們強烈認為這種保護不應為永久，強制的有期限落日條款，應成為對抗管理壕溝的重要防護。」

CII 執行長 Ken Bertsch 認同對美國交易所落日條款以 IPO 後 7 年內為限之共識已出現，他認為 7 年已足以讓公司運用多重股權結構所提供的好處及控制，之後則開始變得像管理壕溝的手段：

1. 近期學術研究顯示：雖然雙重股權公司在 IPO 時平均有估值溢價，該優勢在 IPO 後 6~9 年內消散並在之後消失。
2. 越來越多首次走向公開公司設有落日條款。在 2017 年及 2018 年有多重股權結構的 38 家美國公開發行公司中，CII 追蹤到 11 家(29%)納入落日條款。
3. 成功運用落日條款的多重股權結構 IPO 公司雖少但比重增加，例如 Groupon (5 年後轉換)、Texas Roadhouse(5 年後轉換)及 MaxLinear(7 年後轉換)。
4. 投資人已開始對 Snap 及其他以零投票權 IPO 的高姿態公司(Altice USA、Blue Apron)不友好。
5. 一些成熟的雙重股權結構公司(著名範例如 CBS 和 Viacom)已陷入爭奪控制權的紛擾中，甚至連私有的 Uber，在醜聞撼動公司後，也決定走向一股一票。

(資料來源：CII, "Investors Petition NYSE, NASDAQ to Curb Listings of IPO Dual-Class Share Companies", 2018 年 10 月 24 日，  
[https://cii.membershipsoftware.org/files/issues\\_and\\_advocacy/correspondence/FINAL%20Dual%20Class%20Petition%20Press%20Release%20Oct%202018.pdf](https://cii.membershipsoftware.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/FINAL%20Dual%20Class%20Petition%20Press%20Release%20Oct%202018.pdf) )