

# “同股不同權” 再生是非！成為 TVB 股份回購攔路虎

## [Maninvest 宏傑](#)

藝術來源於生活，又高於生活；這對於推出過無數經典商戰電視劇的 TVB（電視廣播有限公司，電視廣播 00511）來說，無疑是一個真實寫照。TVB 的股份收購大戰，自今年 1 月開始，連載數月，劇情卻一路上揚；隨著本周香港證監會收購及合併委員會發出清洗交易寬免裁定結果，更是進入了關鍵時期。



TVB2016 年台慶

- 1) 1 月 25 日，TVB 發佈股份回購計畫，計畫以每股價格 30.5 港幣，以現金方式回購 1.38 億股，總額 42 億港幣。
- 2) 2 月 9 日，TVB 表示傳奇影業及娛樂集團向 TVB 發出函件，擬收購 TVB29.9%已發行股份。
- 3) 2 月 14 日，TVB 提高回購股份價格至 35.075 港幣，回購股份減少到 1.2 億股，涉及總金額不變。
- 4) 3 月 8 日，傳奇影業及娛樂集團撤回收購 TVB 要約。

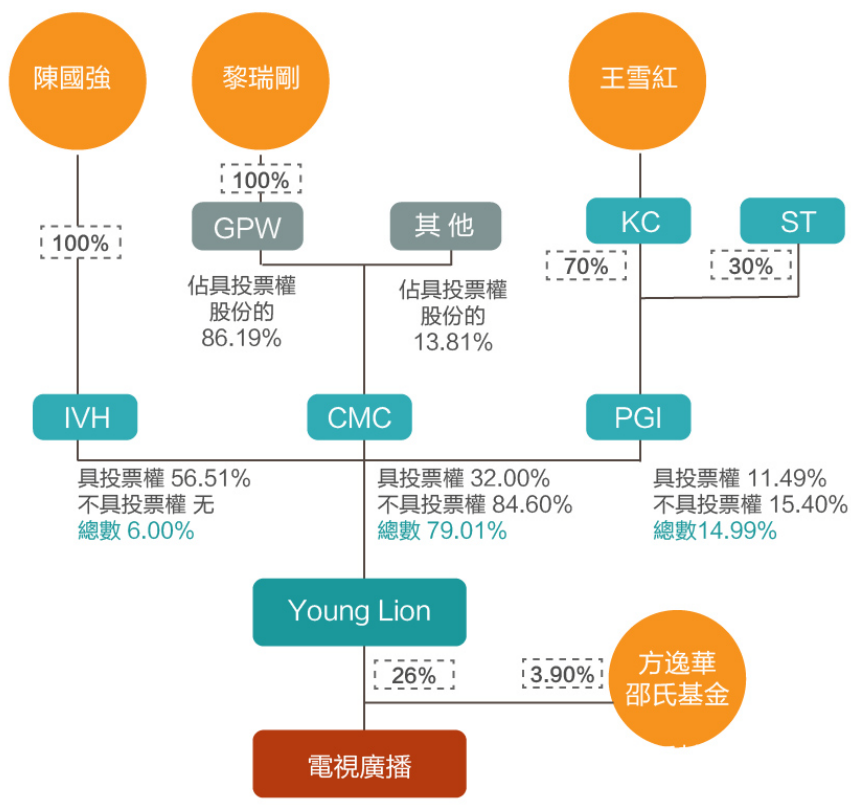
- 5) 4月28日，TVB 停牌，香港證監會就回購清洗交易寬免進行聆訊。
- 6) 5月10日，香港證監會提出有條件授予 TVB 回購清洗交易寬免。

外界對於半路殺出的程咬金——傳奇影業及娛樂集團到底是“何方神聖”，幕後推手究竟是誰？以及為何突然提出收購計畫又突然反悔？有種種猜測.....

但，這不是我們今天討論的重點。

我們先來看一張經過簡化的股權架構圖，如下：

### Young Lion 經簡化的股權架構



IVH: Innovative View Holding Limited  
 GPW: Gold Pioneer Worldwide Limited  
 CMC: CMC Holdings Limited  
 PGI: Profit Global Investment Limited

電視廣播: 電視廣播有限公司  
 KC: Kun Chang Investment Co., Ltd.  
 ST: Shin Tong Investments Ltd  
 邵氏基金: 邵氏基金(香港)有限公司

(來源：香港證監會網站)

## | 您需要瞭解的背景知識

TVB 于 1967 年成立，80 年代後由邵氏掌控。2005 年，香港商人陳國強曾斥資 3.5 億港幣收購 TVB 旗下收費電視 51% 的股份，但因為業績欠佳，在 2009 年又以 2 億港幣將股份售回 TVB。2011 年，陳國強和臺灣女首富王雪紅組成財團 Young Lion，以 62 億港幣購入 26% TVB 股份，陳國強出任董事局主席。2015 年，在陳國強的牽頭下，引入黎瑞剛旗下的華人文化傳媒投資公司，TVB 擁有了首個中資主要股東。



從目前的股權架構來看，Young Lion 持有 TVB 26% 的股份，其一致行動人士方逸華及邵氏基金持有 3.9% 的股份，兩者均已經明確表態不會交回股份，那麼若 TVB 提出的股份回購計畫得以實現，他們的持股比例將會從 29.9% 上升至 41.19%，這樣便會觸發強制全面要約責任。

根據香港《公司收購、合併及股份回購守則》，當某人或其一致行動人士買入一間上市公司 30%或以上具投票權股份；或已經持有一間上市公司 30%以上，但不多於 50% 具投票權股份，並在隨後 12 個月期間內，再增持 2%以上具投票權股份，就必須向其餘股東提出全面收購建議。如果新股東因為某些原因不進行全面收購，則必須向證監會申請清洗交易寬免。

因此，Young Lion 一致行動人士集團向收購執行人員申請了清洗交易寬免。

香港證監會收購及合併委員會（委員會）於 5 月 10 日公佈了對此的裁定結果：有條件授予其清洗交易寬免，其中最受關注的是：需要在股東通函中，披露有關 Young Lion 股權架構的全部詳情；同時取消股東表決清洗交易豁免的動議！

### 實際控制人撲朔迷離

從目前披露的股權架構中，可以看出：

- 1) Young Lion 中發行的具投票權股份占其實際權益的 10.61%；而不具投票權股份占實際權益的 89.39%。
- 2) 陳國強持有的 IVH 持有 Young Lion 具投票權股份的 56.51%，但僅持有 6%的實際權益，雖為董事局主席，卻只間接持有 TVB1.56%的股份。
- 3) 黎瑞剛持有具投票權 86.19%股份的 CMC，持有 Young Lion 32%具投票權股份、84.6%不具投票權股份以及 79.01%的實際權益，間接持有 TVB 的 20.5%股權。

同時，委員會還披露了 Young Lion 股東之間簽訂了兩份協議：股東協定和關係協定。在這兩份協議中約定：

- 1) 雖然陳國強擁有 Young Lion 大多數的具投票權股份，但黎瑞剛持有的 CMC 實際對委任 TVB 董事具有最大影響力，陳無法控制 Young Lion 董事局大多數成員組成，也無法左右投票。
- 2) CMC 擁有大多數不具投票權的 Young Lion 股份，在很多情況下附帶提名權、批准或否決權（等同于實際投票權）。
- 3) CMC 有權要求陳國強向 CMC 選擇的常居香港的協力廠商出售持有的 Young Lion 所有股份。

這樣一來，委員會發現表面上的實際控制人，並非真實的實際控制人；更加值得注意的是在 CMC 的股權披露上，僅僅只披露了具投票權的股份，並未披露沒有投票權的實際權益情況，因此委員會懷疑黎瑞剛可能也並非是 TVB 的實際控制人。

正是因為誰是真正的實際控制人撲朔迷離，委員會才提出了該有條件的清洗交易寬免。



## 攔路虎——同股不同權

委員會表示，這是一起罕見並且難以處理的個案。因為 TVB 既是上市公司也是一家電視臺，所以同時受《證券及期貨條例》和《廣播條例》的監管；在《廣播條例》中接受以不同投票權的 AB 股方式來解決跨媒體持股問題；但證監會卻一直堅持“同股同權”的原則。

何為同股不同權？一般來說，公司的股權採取的是同股同權（一股一票）的一元制結構。但在很多股票市場會採取一種 AB 股權結構（雙重股權結構）。即：將公司的股票分為高、低兩種投票權，高投票權的股票每股具有 2-10 票的投票權，為 B 類股，由主要管理層持有；低投票權的股票每股具有 1 票或沒有投票權，為 A 類股，由一般股東持有。作為補償，B 類股的流通性通常較差，一出售就會從 B 類股轉為 A 類股。這樣可以保證管理層以少量資本控制整個公司。

除了股權上的分配之外，股東之間可以通過簽訂股東協定和關係協定，來保證管理層或者實際控制人對整個公司的絕對控制！

TVB 目前披露的股權架構，可以很明顯的看出其“同股不同權”的情況。到底是披露詳細股權架構？還是放棄清洗交易寬免申請？成為了 TVB 回購股份計畫中的攔路虎。

## 香港交易所和香港證監會關於“同股不同權”的糾纏過往

這已經不是第一次香港證監會與“同股不同權”死磕到底了。

2014 年，為了促成阿裡巴巴在香港上市，香港交易所就曾不遺餘力地呼籲對上市規則進行修訂，接受“同股不同權”的公司在香港上市；面對這樣一個互聯網巨頭，香港證監會卻沒有妥協。最終，阿裡巴巴棄港投美。

2015 年，香港交易所又再次提出：擬有條件容許公司採用“同股不同權”架構在香港上市，但香港證監會依舊表示“一致決定不支持”。

作為決定企業在香港上市的兩大巨頭：香港交易所和香港證監會之間是相互獨立又相互制衡的關係。香港交易所作為上市公司，需要更多的優質公司來香港上市，以維持其國際證券市場地位；但香港證監會致力於促進及維持證券期貨市場的競爭力、效率、公平性、秩序及透明性。

因此面對香港交易所不斷努力，香港證監會始終認為這種制度有害公司治理機構，並可能損害投資者，尤其是中小投資者的利益；堅持對“同股不同權” **say No !**正如對 TVB 的清洗交易寬免的裁定中所說：“否則股東將無法對公司的控制權會如何行使作出充分有根據的決定”。