



# 我們如何處理 上市公司對比私人公司 的管治問題

私人投資有其獨特性，需要不同的盡責管理方針。

2020年6月

## 重點

- 由於私人公司擁有從初創公司發展為可持續成長公司的潛力，因此投資於私人公司能讓投資者參與創新業務，從而推動財富複合增長。
- 從大部分層面來說，當投資於一家私人公司時，我們作為投資者的責任與持有任何上市的投資相同。
- 然而，私人公司投資有其獨特性，須要不同的盡責管理活動及監察方針。



Donna Anderson

普徠仕企業管治主管

**鑑**於普徠仕是私人公司的重大投資者，因此我們通常收到客戶的查詢，希望了解我們對私人公司與上市公司的投資方針有何分別。為回答這個問題，便須了解私人公司的生命週期如何變化，以及隨著我們開始投資而須要承擔的盡責管理責任。

此外，私人公司投資亦可能提供其他優勢，例如洞悉潛在的行業顛覆因素，以及有機會在公司上市之前進行評估。

不過，投資於可能要在多年之後才會上市的私人公司難免面對挑戰。這些證券的流動性較低，風險亦高於發展較成熟及擁有較長往績的上市公司。

## 為何投資於私人公司？

考慮投資於私人公司時，我們致力識別那些能夠從初創公司發展為可持續增長公司，從而帶動財富複合增長的創新業務。與投資於上市公司比較，配置於發展初期、具動力的私人公司可以提供高於平均水平的回報潛力。

## 私人投資的週期



**物色投資：**普徠仕在過去 30 年來一直選擇性參與私募股權投資。我們在過去十年逐步增加及擴闊私人投資的範圍，以把握日漸增長的投資機會。

## 私人投資的週期

私募股權投資包括五個明確的階段



憑藉在這個領域的投資經驗，我們備受新興成長型公司的創辦人及顧問讚賞，成為首選的資金提供者之一。因此，普徠仕在過去一段時間所建立的企業家及私人公司董事網絡是我們現時獲得新私人投資機會的主要來源。



**盡職審查：**普徠仕的投資組合嚴格遵從本公司的私人投資監

察流程，所有相關投資均須獲得股票研究董事或適合的地區股票團隊主管批准。若我們最後決定承諾出資，便會委派普徠仕投資分析師就準投資項目進行分析，並跟進該公司迄今的進展及表現。



**購買：**購買私人公司的股份後，普徠仕將優先與公司管理團隊建立清晰的溝通途徑。與投資於上市證券不同，私人公司毋須定期披露財務資料。有鑑於此，我們制訂周詳的溝通制度，以便我們的分析師及估值專家取得該公司的最新資料及財務數據。



**持續監察：**一般來說，普徠仕持有私人公司投資至少為期數季，長則達到數年。期內，從大部

分層面來說，我們作為該公司投資者的責任與持有任何上市投資相近。我們的分析師將密切監察公司對比預期的進展，並會定期收到來自公司管理團隊的最新業務表現及策略執行成果報告。然而，在部分其他情況下，持有私人投資將為投資者帶來不同的責任，特別是在企業管治方面。



**流動性事件：**一般來說，當私人公司決定透過上市招股（IPO）於公開市場發售證券時，私人投資週期便進入最後階段。在大部分情況下，普徠仕在上市招股後將繼續持有投資，並經常會在上市招股期間買入更多股份。在若干情況下，由於公司在仍然屬於私人持有的狀態下被策略性買家收購，因此毋須進行上市招股。在我們投資私人公司的一段長期間內，只有少數企業因經濟上不可行的業務模型而倒閉，令投資者無法取回資本。

我們將於在本文的下一節集中討論投資於私人公司的持續監察階段。

# 私人公司不會舉行 週年股東大會，亦 不會進行代理投 票。

## 公司持續監察：深入剖析

從大部分層面來說，當普徠仕投資於一家私人公司時，我們作為投資者的責任與持有任何上市投資相同。我們須要履行對客戶的責任，審慎監察該公司的表現及策略。作為該公司證券的主動、具建設性及長期的持有人，是我們策略性投資方針的延伸。

因此，我們期望所投資公司能夠在財務和營運表現方面提供合理及可靠的透明度。

我們預期有能力勝任及經驗豐富的董事會可以負責監督公司，其中有若干合理數目的成員應獨立於管理層之外。我們期望公司能採用合乎情理的行政管理人員薪酬框架，與投資者權益保持一致，同時切合其發展階段及表現。最後，我們預期公司以誠信經營業務，根據適用的法例及規定履行責任。以上的普遍原則適用於我們的全部投資，涵蓋上市及私人範疇。

然而，在部分其他情況下，持有私人投資將為投資者帶來不同的責任，特別是在企業管治方面。

## 私人投資的盡責管理方針

以悉心及審慎的方式盡責管理客戶資本，是本公司投資理念及流程的重要支柱。這個方針適用於所有資產類別，亦涵蓋上市及私人投資。不過，私人公司投資有其獨特性，須要不同的盡責管理活動及監察方針。

私人公司董事會的組成正好反映隨著一家公司由私人資本市場轉至上市，其管治議題亦會有所變化。

在公司成立初期，董事會通常由少數行政人員、創業基金投資者及其他重要業務合作夥伴組成。由於在這個階段公司仍集中處理營運事務；建立業務規模、提升市場份額、研究及開發，因此這是一個合適的董事會組成。

可是，隨著公司接近上市，加上投資者基礎擴大，董事會須要對更多持份者負起受信責任，因此必須對公司投放一定程度的關注及監督。基於這個轉變，公司董事會須要引進獨立董事。他們應該與公司的交易或家族沒有任何聯繫，如能擁有帶領其他公司經歷相同發展初階的經驗則更為理想。

上市公司方面，我們認為獨立董事必須佔其董事會的大多數席位。不過，如果近期的上市公司能夠在首次公開招股之後兩年內達到這個獨立董事標準亦屬合理。

## 代理投票對比私人公司的書面同意

私人公司不會舉行週年股東大會，亦不會進行代理投票。這些公司反而會透過「書面同意」的機制，就企業事務取得股東的批准，例如董事選舉及股權薪酬計劃。

按照書面同意機制，公司可以選擇性知會投資者，要求他們就批准須要處理的事項。這些事項毋須知會全體股東，亦不須預先通知。公司可以簡單地逐一取得若干投資者的同意，直至達到 50% 的批准門檻，然後在事後才通知其他股份持有人相關決定。

對於我們不贊同  
在上市公司出現  
的措施，我們亦  
以相同的立場看  
待私人公司，不  
會表示同意。

## 私人持有公司較少受外部影響力所左右

私人持有公司及上市公司的管治方式存在明顯分別。



這個流程與上市公司的股東大會截然不同；上市公司必須在會議之前數週公開預先通知全體股份持有人，而所有股份持有人將同時得知有待投票的事項，各人亦有機會發表意見。

書面同意明顯減低舉行股東大會的複雜程度及成本，對須要迅速及有效率地獲得股東批准的私人公司來說相當重要。可是，對於那些公司沒有尋求其同意的投資者來說，此舉亦會削弱透明度。

有時候，我們的客戶或會發現普徠仕投資組合持有的私人公司在附帶異常或繁苛的企業管治條款下進行上市招股，例如容許公司創辦人擁有特別投票權的雙重股權結構，以便繼續控制公司，又或是附有大額上市招股獎金等特殊薪酬計劃。我們的客戶自然會就此提出疑問，不理解為何我們支持私人公司提出類似條款，但在上市公司的情況下則投票反對。

*我們必須澄清：普徠仕並無對私人公司及上市公司採取不同的標準。*

對於我們不贊同上市公司出現的措施，我們亦以相同的立場看待私人公司，不會表示同意。

令人遺憾的是，我們對私人公司的影響力受到書面同意機制所限，因為公司管理層可以輕易向其他投資者或公司內部人士取得所需的同意。

### 企業管治的演進

對於若干我們認為存在問題的管治結構，我們必定會向投資組合持有的私人公司管理層及其外部顧問表達關注。我們採用的方式是拒絕同意這類結構，並與公司管理團隊直接討論我們關注的議題。

不過，較常見的情況是普徠仕擔任私人公司的非正式顧問，就企業管治、資本配置、投資者關係及業務策略等事項提供意見。例如，我們可能為隨著時間推移建立公司管治方針提供指導。在上市招股後第一年，公司須要的管治條款、收購防禦措施及公司董事會結構可能與五年或十年之後截然不同。

## 可能出現的轉捩點

展望未來，我們相信 2020 年將成為私人公司生態系統的轉捩點。

過去十年，來自創業基金及普徠仕等傳統公開市場投資者的大量資金流入私人公司。由於對具潛力的增長型投資的需求相當龐大，令權力出現轉移：由資本提供者轉移至公司創辦人。結果，投資者難以磋商保護條款或可以保障其權益的股東權利，因為公司創辦人只須尋找其他急不及待希望提供資金的投資者。

可是，有跡象顯示這種權力失衡的情況開始出現改變。在過去數季，一些主要投資者 / 資本提供者要求收緊對尋找資金的公司的規定，令這方面出現重要的發展。於 2020 年初發生的新冠肺炎疫情，以及隨後的經濟錯位，導致私人公司在當前環境下爭相尋找資金，使這股趨勢加速進行。

## 我們將注視的主題

若我們的預測正確，2020年成為私人公司生態系統的轉捩點，對增長主導的私人公司來說，形成更健康及均衡的動態，我們將密切監察這些發展。

INVEST WITH CONFIDENCE<sup>SM</sup>

普徠仕專注於為投資者提供長遠及可信賴的  
卓越投資管理服務。

## T.RowePrice®

### 重要資訊

本資料僅作為一般資料 / 市場推廣用途而提供，並不構成或承諾給予任何性質的意見，包括受信投資意見。本資料亦不旨在作為投資決定的主要基礎。潛在投資者在作出任何投資決定前，務必尋求獨立的法律、財務及稅務意見。普徠仕集團包括 T. Rowe Price Associates, Inc. 及 / 或其聯屬公司均可收取有關普徠仕投資產品及服務之收益。過往表現並非未來表現的可靠指標。投資價值及自其產生的任何收入可升可跌。投資者取回的金額可能低於所投資的金額。

本資料並不構成於任何司法權區出售或購買任何證券，或進行任何特定投資活動的分銷、要約、邀請、個人或一般推薦或招攬。本資料並未經任何司法權區的任何監管機構審閱。

本資料所呈列的資訊及意見取自或源自被認為屬可靠及當前的資料來源；然而，我們無法保證資料來源是否準確或完備。概不保證所作出的任何預測將會發生。本資料所載的觀點乃截至本資料所標示之日期且可予修改而毋須給予通知；此等觀點可能與其他普徠仕集團公司及 / 或其員工的觀點有別。倘未獲普徠仕同意，於任何情況下概不得複印或轉發本資料的全部或任何部分。

本資料不擬供禁止或限制本資料派發的司法權區的人士使用，而於若干國家，投資者於提出特定要求後方可獲提供本資料。

**香港：**由普徠仕香港有限公司（地址為香港中環干諾道中 8 號遮打大廈 6 樓）於香港刊發。普徠仕香港有限公司獲證券及期貨事務監察委員會發牌及受其監管。

© 2020 T. Rowe Price。版權所有。T. ROWE PRICE、INVEST WITH CONFIDENCE 及大角羊設計共同及 / 或單獨為 T. Rowe Price Group, Inc 之商標。

如中英文版本存在任何不一致，概以英文版為準。