

## 境外资本市场差异化表决权 监管路径探究及启示\*

林海\*\* 常铮\*\*\*

**摘要:**差异化表决权架构又称双重股权架构(dual-class share structure),公司股份得以分为超级表决权股和普通表决权股。在境外,差异化表决权架构已经非常成熟,其整体趋势是从否定转为附条件的肯定。同时,境内企业对于差异化表决机制也确有需求。一方面,企业快速成长阶段需要大额融资;另一方面,正常的同股同权融资方式极易导致稀释甚至丧失控制权,导致创业成果旁落。建议在境内落地这一架构时,以保护投资者为第一要义,落地有关差异化表决权结构的安排。

**关键词:**差异化表决权 监管 境外比较

### 一、导言

2017年6月、12月,2018年2月和4月,香港

---

\* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

\*\* 北京大学法学博士,经济学博士后,现任职于全国中小企业股份转让系统有限责任公司。

\*\*\* 对外经贸大学法学硕士,现任职于全国中小企业股份转让系统有限责任公司。

联交所接连发布关于设立创新板的咨询文件、咨询总结以及新兴及创新产业公司上市制度咨询文件和总结,对其主板上市规则进行了修订,允许含有差异化表决权架构的创新产业公司上市。<sup>[1]</sup>这一举动也标志着我国香港地区成为继美国、新加坡之后另一拟突破传统“同股同权”原则、引进差异化表决权架构的区域,同时也呈现了我国香港地区争夺优质上市资源的决心。消息传至境内资本市场,引起监管机构、交易场所和市场主体的多方重视。

所谓差异化表决权架构,又称双重股权架构(dual-class share structure),最初源于公司控股股东用于对抗敌意收购,保持其对公司控制权的需求。通过设立差异化表决权,公司股份得以分为超级表决权股和普通表决权股。控股股东持有超级表决权股,每股表决权相当于普通股表决权的多倍。<sup>[2]</sup>这一安排既可保障控制权不被稀释,又可以使企业获得大量融资,抓住发展机遇,赢得市场先机。因此,差异化表

---

[1] 2017年11月,笔者赴香港联交所进行了访问交流,考察该市场差异化表决权监管思路与安排。据了解,在公布咨询文件后,香港联交所共接获100余份回应意见,回应人士包括上市公司、企业融资及顾问公司、专业机构、会计师行、香港交易所参与者及个别人士。根据公众建议、意见,联交所决定修订《香港联合交易所有限公司证券上市规则》,一方面,将主板上市申请人于上市时的预期最低市值由2亿元增至5亿元,最低公众持股价值由5000万元增至1.25亿元;另一方面,允许不同投票权架构的创新产业公司在主板上市。

[2] 从公司法理论上,股东有以下两种财产权利:一是对公司利润按持股比例进行分配的权利,即分红权。二是公司破产清算时,对公司残余资产进行分配的权利,即残余资产分配请求权。一般认为,“优先股”就是在财产权方面实施差异化安排的股权形态。不过,优先股本身到底是不是一种股权,也有不同的争议。在会计上优先股大多记为负债,而较少记为所有者权益。持有优先股的股东,优先以固定股息形式获得当期分红,且在破产清算时处于较普通股股东优先、较债权人劣后的顺位,因此其称为“优先股”。而差异化表决权则意味着,有些股东持有权重较大的表决权,有些股东持有权重较小的表决权。前者即互联网公司经常采取的“超级表决权(A/B股)”结构:创始人股东持有超级表决权股(A类股),每股相当于普通股(B类股)两倍甚至多倍的表决权。后者的典型代表为优先股,持有优先股的股东在大多数事项上没有表决权。仅在关乎优先股发行、分配、终止等事宜时,或符合条件转为普通股时,方可以进行表决。因此,优先股可以视为财产权优先、表决权受限的一种股权;超级表决权股,则是在决策时有多倍表决权的一种股权。这种超级表决权往往与持有人的身份职务密切相关。转让时,将首先转化为普通表决权。因此,超级表决权具有鲜明的人身性特质,在转让时受到严格限制。

决机制受到许多创新型企业的青睐。

经过初步摸底,我们发现,对于差异化表决机制有需求的,可能还不仅仅是较为成熟的大型企业。目前,除已在境外上市或搭建 VIE 架构拟赴境外上市的企业外,许多处于初创期或成长期的创新型科技企业也有类似需求。一方面,这些企业处于快速成长阶段,需要大额融资;另一方面,这些企业体量较小,采取正常的同股同权融资方式,极易稀释甚至丧失控制权,导致创业成果旁落。因此,现实中这些企业或是采取表决权委托,或是在章程中进行约定,或是采取有限合伙间接持股的方式,确保创始人在公司中的话语权。然而,这些架构或缺乏法律依据,或有滥用控制权之虞,或可能产生较高成本,目前整体上均未成为普遍、合规的实践。

而在境外,差异化表决权架构其实已经非常成熟。我们研究了美国、我国香港地区等国家和地区关于差异化表决权的市场实践,并就境内公司差异化表决权结构的现实需求进行了初步摸底。我们理解,目前在境内落地这一架构,有迫切的必要性,也有充分的可行性,建议先行先试,选择投资者保护较好的市场,开展有关差异化表决权结构的安排。

## 二、创新企业的差异化表决权架构设立热潮

根据美国泛伟律师事务所(Fenwick & West LLP)跟踪统计 2014 ~ 2016 年美国 31 家独角兽公司<sup>[3]</sup>的融资上市数据,<sup>[4]</sup>在 3 年内每家公司平均融资 4.1 次,融资额达 2.93 亿美元。在频繁融资,扩大业务规模的过程中,为了避免因股权稀释而导致公司控制权旁落,创始人团队纷纷采

---

[3] 根据中国科技部火炬高技术产业开发中心《2016 中国独角兽企业发展报告》的定义,“独角兽公司”是指那些具有发展速度快、稀少、是投资者追求的目标等属性的创业企业。标准是创业十年左右,企业估值超过 10 亿美元。

[4] Barry J. Kramer & Khang Tran, *Unicorn Survey – As of December 31, 2016*, <https://www.jdsupra.com/legalnews/unicorn-survey-as-of-december-31-2016-41308/>, accessed February 12th, 2018.

取差异化表决权架构以维持股权稳定。根据统计,采用差异化表决权架构的独角兽公司占比分别为 20%、32%、39%,占比逐年上升(见图 1)。

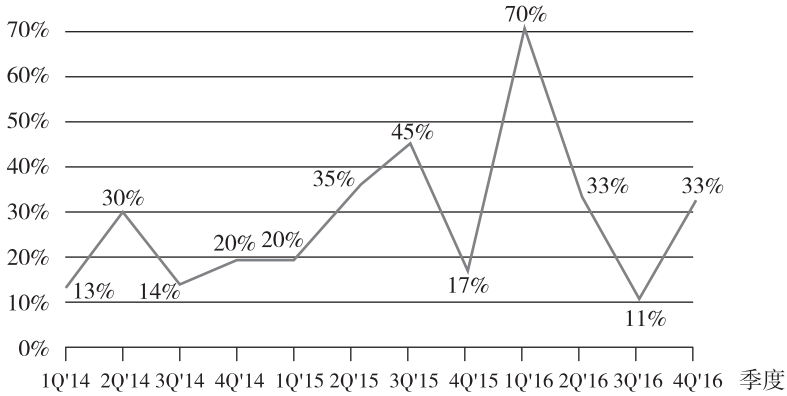


图 1 2014 ~ 2016 年采用差异化表决权架构独角兽公司占比

随着近年来的创业热潮,我国同样有一批迅速成长的互联网科技企业,如陌陌、聚美优品等,其平均成立时间不足 10 年,估值迅速上升,融资规模不断扩大。这些企业也大多采用差异化表决权架构并前往美国上市,可以看出差异化表决权架构对此类新兴企业的吸引力(见表 1)。

表 1 中国互联网公司上市时的差异化表决权结构〔5〕

序号	公司名称	成立时间(年)	上市时间(年)	超级表决权股持表决权比例(%)	上市时营业收入(亿元)	上市时净利润(亿元)	行业
1	百度	2000	2005	87.93	1.1	0.12	搜索引擎
2	人人网	2005	2011	56	4.88	-4.09	社交通讯
3	唯品会	2008	2012	62.50	233	7.5	电商
4	聚美优品	2010	2014	87.50	29.64	1.54	电商

〔5〕 数据来源:美国 EDGAR 信息披露网站。

续表

序号	公司名称	成立时间(年)	上市时间(年)	超级表决权股持表决权比例(%)	上市时营业收入(亿元)	上市时净利润(亿元)	行业
5	陌陌	2011	2014	77.80	0.19	-0.57	社交通讯
6	京东	1998	2014	83.63	696.9	-15.2	电商
7	搜狗	2004	2017	96.20	43.75	3.72	搜索引擎

这些中概股公司在采取差异化表决权架构的同时,大多采取了 VIE 架构,并且采取了发行美国存托凭证(ADR)的方式在境外上市。然而,差异化表决权结构、VIE 架构和发行存托凭证这三者之间,与其说有必然的因果关联,不如说是解决了这些中概股公司境外上市的不同方面的需求——差异化表决权结构,解决的是创新型互联网企业想大量融资却不愿稀释控制权的需求;VIE 架构解决的是其所属行业外商投资比例受限的问题,不得不搭建一个境外 SPV,与境内实体签署控制(而非控股协议);发行存托凭证则是因为这些公司相对于纳斯达克和纽交所而言,都属于境外公司,应当将股票托管在银行,由银行发行存托凭证以在美国境内上市交易。这三种工具并没有因果关系,也不必然要同时兼备。换句话说,差异化表决权的架构并不是 VIE 公司或境外注册公司的专利,境内创新型高科技公司也完全可以尝试这种架构。

值得一提的是,对于差异化表决权架构对于公司及股东权益的影响,人们并不是一边倒地表示支持。

支持的观点主要是以下三类:

一是能够更好地保护创始人的积极性。差异化表决权安排能在保持公司控制权的同时开展大幅度融资,可以保护创始团队的利益和积极性。创新型科技公司的孕育一般都与创始人的个人智力因素密不可分,如 Facebook、Snap,维护创始团队对于公司的控制是公司得以持续发展的保障。

二是可以使创新型科技公司摆脱稀释控制权的后顾之忧。互联网行业奉行“赢家通吃”,唯有积极融资“烧钱”,才能在激烈的市场竞争中

存活成长;然而,假如采取通常的股权融资手段,创始团队的控股权则难免被稀释,甚至创业成果旁落。因此,需要采取创始人、投资人和企业共赢的融资模式。

三是能进一步发挥投资人所珍视的“人的因素”的作用。对于外部投资人而言,进行种子轮、天使轮投资时,创始团队的“人的因素”至关重要。差异化表决权的安排,有助于保持创始团队对公司的掌控,减少资本对“人的因素”的干扰,维护投资预期的稳定。

同时,人们也对差异化表决权提出质疑:一是可能会增加代理成本。差异化表决权直接导致收益权和投票权的不匹配,拥有少数股权的股东获得极大权力的同时却无须直接承担与其超级表决权相适应的经营失败成本,可能导致其在决策时产生懈怠,急于做出最有利于公司的决策。部分实证研究则进一步指出,当控股股东在公司的经济利益减少时,他们反而更有可能为自己谋利,牺牲其他股东的利益。二是增加了收购难度,阻隔了控制权竞争。控制权竞争是悬在上市公司管理层头顶的“达摩利克斯”之剑,起到督促公司管理层勤勉尽职的作用。若公司采用差异化表决权架构,其管理人则没有被罢免的顾虑,原始管理人团队可以长期控制上市公司,不受敌意收购的制约。〔6〕

### 三、境外差异化表决权监管实践比较

近年来,法律体系是否支持差异化表决权的问题,一度被上升到了“一国资本市场能否积极拥抱新经济”的高度。如前所述,差异化表决权因为能够契合创新型企业融资同时保持控制权的需要,因而大量地为互联网企业所采用。然而,由于差异化表决权架构维护创始人团队对公司控制权客观上存在损害中小股东风险,并不是所有的国家与地区在公司法层面和上市规则层面都支持差异化表决权的架构。我们整理了各

---

〔6〕 公司经营业绩直接反应在公司股价上,倘若公司经营策略失败或者急于履职,公司股价则会被低估,增加被敌意收购的可能性,从而激励公司管理层勤勉尽责;另外,若原有管理团队不再具有运营能力,外部收购者也可以出手替换管理层,拯救公司。

国对于差异化表决权架构的不同监管态度(见表2)。

表2 域外差异化表决权监管态度对比表

序号	国家	监管态度
1	美国	公司可以在IPO完成前设立差异化表决权架构,IPO以后不得发行超过原表决权股票的股份
2	加拿大	超级表决权不得超过4倍;应具备日落条款(具体时间由董事会确定,不超过5年);转让视同转换为普通股
3	日本	公司应当附着日落条款、冲破条款,设立特别委员会,并在并购重组等重大事项的决策中分组表决
4	北欧	瑞典、芬兰、丹麦允许差异化表决权架构公司上市。瑞典要求超级表决权不得超过10倍。芬兰允许自由约定表决权比例
5	法国〔7〕	除非公司章程排除,持有超过2年的股东可以经注册获得2倍的表决权
6	意大利〔8〕	经股东大会批准,持股超过2年的股东可以获得2倍的表决权
7	新加坡	公司法允许设立差异化表决权结构,上市规则不允许
8	澳大利亚	公司法允许设立差异化表决权结构,上市规则不允许
9	我国香港地区	公司法允许设立差异化表决权结构,上市规则不允许(2018年4月30日生效的新规则已允许,且特别投票权不得超过普通投票权的10倍)
10	德国	不允许设立除优先股外的类别股

### (一) 全盘否定与部分否定

传统的公司法监管逻辑要求公司治理应当严格准守“一股一权”原

〔7〕 <https://www.issgovernance.com/file/publications/impact-of-florange-act-france.pdf>.

〔8〕 Latham & Watkins Capital Markets Practice, *New Italian Legislation Allows Enhanced Voting Rights Capital Structures*, <https://www.lw.com/thoughtLeadership/LW-New-Italian-Legislation-Capital-Structures>, accessed February 12th, 2018.

则。无投票权的优先股一般被认为其具有更强的固定收益色彩,不对“一股一权”原则产生挑战,因而广泛被认可。相比之下,差异化表决权架构则不被认可,典型国家和地区包括德国、我国台湾地区。除全面否定的态度外,部分国家和地区如英国、我国香港地区、新加坡、澳大利亚对差异化表决权架构持部分否定的态度,即在公司法层面允许公司设立差异化表决权架构,而在交易所不允许此类公司上市。

### 1. 德国

德国《股份公司法》第 12 条规定:(1)每一份股份都享有一个投票权。根据本法规定,优先股可以作为无投票权股份发行;(2)不允许超过一个投票权的股份。

### 2. 我国台湾地区

台湾地区“公司法”第 179 条规定:公司各股东,除非有第 157 条第 3 款的情形外,每股有一表决权。第 157 条第 3 款规定:“公司发行特别股时,应就左列各款于章程中定之:……三、特别股之股东行使表决权之顺序、限制或无表决权。”

根据我国台湾地区“经济部”对“公司法”的解释,<sup>[9]</sup>同股同权原则是股份公司的本质,第 157 条的“限制或无表决权”的例外指的是特别股的表决权数目不如普通股,而不得发行复数表决权。

### 3. 英国

英国《公司法》第 284 条规定公司章程可以对同股同权原则做出不同的规定。而伦敦交易所(LSE)则在其主板上市规则<sup>[10]</sup>中对该原则进行了否定。其上市规则表明,如果拟上市公司设有类别股:一是每一类股票内部的表决权应该相同;二是不同类别的股票所持有的表决权比例应当与其持有的股份权益相一致。<sup>[11]</sup>这表明伦交所对差异化表决权所持的反对态度。

[9] 1983 年 3 月 23 日台湾地区“经济部”商字第 11159 号。

[10] U. K. Listing Rule 7.2.1A, Premium Listing Principles 3 and 4.

[11] Premium Listing Principle 4: Where a listed company has more than one class of equity shares admitted to premium listing, the aggregate voting rights of the shares in each class should be broadly proportionate to the relative interests of those classes in the equity of the listed company.



#### 4. 我国香港地区

香港地区《公司条例》第7分部第179条规定:“公司发行不同类别的股份应在股份证明书中明示其类别即该类别股份所附带的表决权”。由此可知,香港公司法层面允许公司设立差异化表决权架构。而香港联交所现行上市规则曾经规定,发行此类每股附带多于一票的股份类别的公司不得上市,除非联交所特许。2018年4月30日,港交所修订《主板上市规则》,允许符合条件的差异化表决权架构企业上市。

#### 5. 新加坡

新加坡《公司法》原先坚持同股同权原则,并曾就此原则拒绝了曼联的上市要求。<sup>[12]</sup>2016年在各方的意见下,新加坡《公司法》对原股份权利条款进行了修改,现61A条规定:“满足以下条件的公众公司可以发行不同种类的股份:(1)公众公司发行的类别股种类应为公司章程所明确载明的股份;(2)公司发行包含不同投票权的股票(特别是包含超级投票权的股票)的事项必须经过股东大会不少于三分之二绝对多数的表决通过批准才可以实施。(3)在提出发行超过一种类型的普通股提案时,必须附带提供一份关于每种类型股票投票权的特别说明以供股东大会表决时参考。”新加坡证券交易所(Singapore Exchange Limited, SGX)现行上市规则不允许差异化表决权架构的公司上市。<sup>[13]</sup>

#### 6. 澳大利亚

澳大利亚《公司法》(2001年)250E条规定:“除非股份公司对于任何股份类别有规定,股东以1股形式1表决权”。由此可知,澳大利亚公司法允许公司设立差异化表决权架构。澳大利亚证券交易所(Australian Securities Exchange, ASX)上市规则6.2、6.9规定,上市公司仅可发行同股同权的普通股。1993年,一家澳大利亚上市公司向ASX咨询发行一股代表25表决权的类别股的可能性。该种发行方案被认为

---

[12] 陈彬:《双重股权结构制度改革评析——新加坡公司法的视角》,载《证券市场导报》2016年第7期。

[13] Singapore Exchange, *Consultation Paper: Possible Listing Framework for Dual Class Share Structures*, available at [https://www.rajahtannasia.com/media/2716/sgx\\_dcs\\_consultation\\_paper\\_-\\_sgx\\_20170216-final.pdf](https://www.rajahtannasia.com/media/2716/sgx_dcs_consultation_paper_-_sgx_20170216-final.pdf), accessed February 12th, 2018.

是反收购的工具,会损害公众股东权益,ASX 否定了该项方案。<sup>[14]</sup>

## (二) 附条件肯定

部分国家对差异化表决权架构持支持态度,其倾向于将公司股权架构安排作为市场自治领域,不做过多干涉。然而,对于直接面向公众投资者证券交易所市场,持支持态度的国家均设置一定程度的限制条件以维持公司控制层和公众股东的权利平衡。此类国家和地区主要包括美国、加拿大和日本。

### 1. 美国

美国公司股权权利安排及公司股权架构设置属于州法规制范围,目前一些相对保守的州仍坚持同股同权原则。不过从联邦层面倾向于在允许公司对股权架构进行自行安排,如美国《示范公司法》第 6.02 条规定,公司章程可以授权董事会发行各种类别的股份,不同种类的股票可以在包括投票权在内的各项权利上有所不同。

在上市规则层面,目前美国三大全国性证券交易所允许带有差异化表决权架构的公司上市。这一监管原则经历了曲折的发展变化。差异化表决权源于 20 世纪 80 年代,由于敌意收购活跃,发行分类股份作为一种防御收购手段,被越来越多的公司所采用;创业团队也希望发行不同表决权的股份,避免控制权被稀释。对此,各证券交易所态度不一。AMEX 和 NASDAQ 较为宽松,吸引了大批有上述需求的公司到这两家交易系统挂牌上市。1985 年,纽约证券交易所也拟对上市条件做出调整,规定上市公司可以发行表决权不等的普通股。<sup>[15]</sup>然而,美国证券交易委员会(SEC)却不认同这三家证券交易所的上市标准调整,于 1988 年颁布了证券交易委员会规则 19c-4 (Rule 19c-4),禁止上市公司采

---

[14] Institutional Shareholder Services (ISS), *Analysis: Differentiated Voting Rights in Europe*, available at <https://www.issgovernance.com/analysis-differentiated-voting-rights-in-europe/>, accessed February 12th, 2018.

[15] 然而,纽约证券交易所对同股同权的放宽也是有条件的,要其遵守以下四个条件:(1)所有有投票权股东的 2/3 批准发行第二种类普通股。(2)如果发行公司董事会就发行该种股份进行投票时,独立董事占据董事会多数席位,应得到这些独立董事的多数批准。如果独立董事在董事会不占多数席位,应得到所有独立董事批准。(3)低表决权股份的表决权不能低于 10 股 1 票表决权。(4)表决权受限股份的其他权利在本质上与高表决权股份相同。

用投票权封顶计划、限制投票权行使时间、限制高表决权股分红权利等措施,来限制外部股东的表决权。

Rule 19c-4 引起了广泛社会争议。反对者认为,SEC 侵入了传统上属于各州政府规范的领域。于是,著名的 CEO 组织商业圆桌会议(Business Roundtable, BRT)向哥伦比亚特区上诉法院提起诉讼,请求法院判决 Rule 19c-4 无效,1990 年 6 月 12 日法院做出判决,宣布撤销该条款。理由有两项:一是 SEC 的行政之手伸得太长,介入了公司自治的范围。二是公司治理属于各州公司法规范范围,SEC 无权干涉。<sup>[16]</sup> 经此判决,有关差异化表决权合法性的判断权又回到了各证券交易所和各州手中。Rule 19c-4 被撤销后,SEC 改变立场,经同纽交所、纳斯达克多方协商,在 1994 年明确了统一监管原则,并纳入交易所的上市规则,<sup>[17]</sup> 具体原则如下:

(1) 现存根据《1934 年证券交易法》第 12 条注册的,公开交易的普通股股东的表决权不得以任何方式被减少或限制。<sup>[18]</sup> 被禁止的方式包括但不限于公司所采取的任何发行或其他公司行为,如采用基于持有时间的表决权方案、限制表决权方案、发行超级表决权等。

根据该原则可知:一是公司在首次公开发行前和首次公开发行时,可以发行投票权不同的股票。<sup>[19]</sup> 此后的路演和招股说明书中,公司应当对此进行说明,公众股东基于对公司股权结构的了解,自行判断风险,做出认购决策。二是公开发行并上市后,不得再发行含有较高表决权的股票。否则,将构成对那些已经持有普通表决权股的股东的侵害,也可能出现管理层对自己发行较高表决权股,破坏公司治理结构的问题。三

---

[16] The Business Roundtable, Petitioner v. Securities and Exchange Commission, Respondent, 905 F.2d 406 (1990).

[17] 参见纳斯达克《上市规则》第 5640 条、纽交所《上市公司手册》第 313 条。

[18] 《1934 年证券交易法》对发行人提出持续性的“注册”义务,也被叫做交易注册。该法 S12 规定:一是所有在全国性证券交易所交易的证券都需在 SEC 注册;二是所有符合特定股东数目和资产金额的证券应当注册

[19] 参见纳斯达克《上市规则》第 5640 条。原文如下:“The restriction against the issuance of super voting stock is primarily intended to apply to the issuance of a new class of stock, and Companies with existing dual class capital structures would generally be permitted to issue additional shares of the existing super voting stock without conflict with this policy.”

是首次公开发行后,可以发行较低表决权的股份。其中最为典型的是优先股。由于发行较低表决权的股份,不会稀释现有股东的表决权,而且还会增加公司可用资金,因此股东们往往支持这一安排。

(2)事先获得交易所批准。违背交易所对于表决权的有关规则将成为公司的上市障碍,因此,交易所上市规则要求含有差异化表决权的公司应当在上市前就其差异化表决权是否符合交易所监管要求与交易所进行咨询。

## 2. 加拿大

加拿大《商业公司法》第 140 条规定:“除非章程另有规定,公司每股股东在股东大会上享有 1 份表决权。”可见,加拿大公司法以同股同权为原则,允许公司章程做例外规定。

多伦多证券交易所(Toronto Stock Exchange, TSX)《上市公司手册》第 624 条规定:(1)已上市公司发行超级表决权股的,该项方案应当由股东大会批准(a majority of the votes),此外,发行的超级表决权股仅可由创始人、董事、高管、其他发行人的内部人所持有;(2)上市时所附着的“衣尾”条款(coat - tail provision)应当被清理。(3)超级表决权股应被特别标识。<sup>[20]</sup>

## 3. 日本

日本公司法严格执行一股一权的原则,而其通过建立股份单元制度(unit share system),实质上允许设立差异化表决权架构。

日本《公司法》规定,股份公司可以在其章程中规定,一定数量的股份代表一股份单元,以确保在股东大会上一个股东可以投一票(which entitles a shareholder to cast one vote at a shareholders meeting)。2001 年日本《公司法》修订前,其对股份单元的权利适用范围规定较为严格,只允许使股份单元与股利分配权挂钩,即实质上起到发行优先股和劣后股的作用。<sup>[21]</sup> 2001 年日本对公司法进行修改,扩大了类别股的适用范围,

---

[20] TSX Company Manual Part VI Changes in Capital Structure of Listed Issuers (L), available at [http://tmx.com/compinet.com/en/display/display\\_main.html?rbid=2072&element\\_id=299](http://tmx.com/compinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2072&element_id=299), accessed February 12th, 2018.

[21] 平力群:《日本公司法修订及其对公司治理制度的影响》,载《日本学刊》2010 年第 5 期。

允许发行具有不同表决权的股份。因此,现《公司法》第 308 条规定:“在股东大会上,每 1 股份拥有 1 表决权。若公司章程中对股份单元 (share unit) 进行了规定,则 1 股份单元代表 1 表决权。”<sup>[22]</sup>

2008 年以前,东京交易所(TSE)不允许任何包括特殊投票权结构的公司上市。<sup>[23]</sup> 21 世纪初期,为了满足上市公司对于防范敌意收购的需要,2008 年 TSE 修订其上市规则,允许公司在 IPO 中设置差异化表决权结构。为了防范差异化表决权的弊端,TSE 设定了系列适用要求:<sup>[24]</sup>

一是“打破规则”(breakthrough rule)。“打破规则”,即当公司的章程应当规定,当要约收购者持有的股份超过一定数量时,公司超级表决权股转化为普通股,以避免公司完全由内部人所把控。二是日落条款,当超级表决权股满足被转让、其持有人原有身份丧失、死亡等条件时,超级表决权股自动转换为普通股。三是公司应当成立一个有外部董事组成委员会,关联交易等涉及利益冲突的事项应获得该委员会许可。四是在一些重大决策的决议时,应当对普通股和超级表决权股进行分类表决。这些重大决策包括修订章程、股份分拆、并购重组等。

根据 TSE 监管要求,2014 年首家采用差异化表决权架构的公司 Cyberdyne 在 TSE 成功上市。Cyberdyne 是由筑波大学教授 Sankai 设立的一家知名的外骨骼机器人制造公司,根据 Cyberdyne 的说明,其采用差异化表决权架构的原因是为了让 Sankai 教授始终保有对公司的控制力,以避免其外骨骼机器人技术被用于军事及其他破坏性领域。Cyberdyne 共发行两种类别的股份,1085 万 Class A 股票和 777 万 Class B 股票。其中,每 1 股份单元等于 100 股 Class A 股票以及 10 股 Class B 股票。每 1 股份单元享有 1 表决权。根据这一安排,Sankai 教授所持有的 41.7% 股权比例的 Class B 股票获得了 87.7% 的表决权。<sup>[25]</sup>

---

[22] Companies Act (Act No. 86 of July 26, 2005) Article 308, available at [http://www.wipo.int/wipolex/en/text.jsp?file\\_id=338223](http://www.wipo.int/wipolex/en/text.jsp?file_id=338223), accessed February 12th, 2018.

[23] 唯一的例外是国际石油开发帝石控股公司,日本政府作为股东拥有一票否决权。

[24] Koji Toshima, *Cyberdyne's Dual-class IPO*, International Financial Law Review, Jan. 2015, <http://www.mhmljapan.com/content/files/00017537/Cyberdyne's%20dual-class%20IPO.pdf>, accessed February 12th, 2018.

[25] 同上注。

为符合 TSE 的监管要求, Cyberdyne 章程规定:一是当外部要约收购者获得股份比例达 75% 时, Class B 转换为 Class A 股票;二是当 Sankai 教授不再担任公司高管、死亡或转让其 Class B 股票时,其 Class B 股票转换为 Class A 股票;三是成立一个由外部董事和审计师组成的特别委员会,对于公司涉及 Sankai 教授和筑波大学的交易,应由该委员会决策通过;四是对于公司合并分立、并购重组等事项, Class A 和 Class B 股票应当分组表决。

2014 年,结合 Cyberdyne 上市审查的经验, TSE 再次修改上市规则,增加了差异化表决权架构的适用条件。TSE 表明,并非只要符合前述的几项要求就可以设立差异化表决权架构,还要证明设立该架构的合理理由,且该理由应从一般股东的利益出发。

#### 四、近年境外对差异化表决权架构监管态度发展趋势

以动态视角观察,域外公司立法及交易所监管对于差异化表决权架构的态度,可以发现越来越多的国家和地区转变原有强硬的同股同权监管原则,研究探索认可差异化表决权架构的可能性。典型的例子便是我国香港地区和新加坡,其分别在 2017 年 2 月和 6 月发布关于差异化表决权的咨询文件,讨论将差异化表决权纳入上市规则的可能性。香港联交所更是在 2017 年 12 月、2018 年 2 月、4 月连续发布咨询文件和总结,修订了主板上市规则,有条件地采纳差异化表决权架构。

##### (一) 我国香港地区

原有香港联交所对于同股同权原则的坚持对于优质创新公司上市选择(如阿里巴巴)的影响促使联交所重新考虑其上市条件。为了吸引优质上市资源,联交所 2014 年、2015 年连续发布咨询文件,讨论允许含有不同投票权体系的公司上市的可能性。2017 年 6 月 16 日联交所发布设立创新板的咨询文件,提到香港地区拟设立的创新板允许“采用非传统管治架构的公司”。2017 年 12 月 15 日、2018 年 2 月 23 日、4 月 24 日联交所分别发布“设立创新板的咨询总结”“新兴及创新产业公司上市制度咨询文件”和“新兴及创新产业公司上市制度咨询总结”,4 月 30 日

正式修订生效的新《主板上市规则》允许不同投票权架构的创新产业公司在主板上市。

联交所认为,由于含有不同投票权体系的公司存在缺乏外部监督、增加代理成本等原因,因此若允许上市公司采取不同投票权,监管机构应当对其施加一定的限制条件,具体包括:

#### 1. 联交所核准。

一是申请人必须向联交所证明其本身具有符合不同投票权架构上市的资质。提交的证明材料包括不限于证明其属于创新产业公司、<sup>[26]</sup>公司业务的高速增长性、<sup>[27]</sup>持有不同投票权的股东为担任董事的个人<sup>[28]</sup>且对公司业务的增长具有的重大贡献、<sup>[29]</sup>公司应当具有金融机构等资深投资者实质性的投资,且该投资的50%上市时限售6个月。

二是联交所按原则性标准对每宗申请进行评估,只有“真正”符合标准的申请人才可以上市。表面上符合上述考虑要点的公司未必一定符合资质要求。<sup>[30]</sup>

---

[26] 《设立创新板的咨询总结》第249段、《新兴及创新产业公司上市制度咨询文件》第106段规定:现阶段,联交所认为新经济公司应具备以下多于一项的特点:(1)能证明公司成功营运有赖其核心业务应用了新的:①科技;②创新理念;③业务模式,亦令该公司有别于现有上市公司,与众不同。(2)研发将为公司贡献一大部分的预期价值,并以研发为主要业务及占去大部分开支。(3)能证明公司成功营运有赖其专利业务特点或知识产权。(4)相对于有形资产总值,公司的市值/无形资产总值极高。

[27] 《设立创新板的咨询总结》第259段、《新兴及创新产业公司上市制度咨询文件》第106段规定:申请人必须能证明其有高增长业务的记录,可利用业务活动、用户、客户、单位销售、收益、盈利及/或市场价值(如适用)等营运数据客观计量,及证明预期可持续的高增长轨迹。

[28] 目前咨询文件限定为个人,但是在《新兴及创新产业公司上市制度咨询文件》第159段中,联交所表明其将在新规则实施3个月后重新评估法人担任不同投票权收益人的可能性,并征求意见。

[29] 《设立创新板的咨询总结》第259段、《新兴及创新产业公司上市制度咨询文件》第106段规定:……(c)公司价值主要来自或依赖无形的人力资源,每名不同投票权受益人的技能、知识及/或战略方针均对推动公司业务增长有重大贡献;(d)不同投票权受益人的角色:(i)每名不同投票权受益人必须为个人,并积极参与业务营运的行政事务,为业务持续增长作出重大贡献;及(ii)发行人上市时,每名不同投票权受益人必须都是其董事。

[30] 《设立创新板的咨询总结》第260~263段、《新兴及创新产业公司上市制度咨询文件》第107~109段。

三是应该达到一定的预期市值要求,即除了符合拟修改上市规则条件的生物科技公司外(预期市值不低于15亿港元),<sup>[31]</sup> 联交所拟核准公司的预期市值应不低于100亿港元;预期市值低于400亿港元的,最近一年经审计财报收入不低于10亿港元。这是为了在初期让发展成熟及知名度高、某程度上已受公众关注的公司上市。确保个别不同投票权受益人于公司持有的经济利益不致过少。

## 2. 不同投票权架构约束性要求。

一是架构时点要求。只有新申请人才可以采用不同投票权价格上市。上市后,不同投票权架构发行人不得提高已发行的不同投票权比重,不得增发任何不同投票权股份。<sup>[32]</sup>

二是持有人身份要求(“日落条款”)。不同投票权的受益人应承担任发行人的董事。当其不再为董事(包括被联交所视为不再适合担任董事的情形<sup>[33]</sup>)、身故或失去行为能力、转让给他人,<sup>[34]</sup> 其差异化表决权将失效。

## 三是不同投票权的权利限制。

(1) 不同投票权架构的实现需发行不同类别的股份;且不同投票权股份与普通股附带的权利仅有投票权的差异。

(2) 不同投票权的受益人有公司上市时持股(直接或间接)数量至少达到公司已发行股份的10%(最多不超过50%)。表决权比重不得高于普通股份表决权的10倍。持有不少于10%投票权的同股同权股东必须有权召开股东大会。

---

[31] 《新兴及创新产业公司上市制度咨询文件》第110段、附件一《上市规则》修订草稿本18A.03条规定:生物科技类公司上市市值至少15亿港元,至少两个会计年度现有业务不变,公司现有资金(包括IPO融资)可覆盖未来12个月内所有开支(包括一般主营业务成本、费用、研发支出)的125%。

[32] 在维持不同投票权比例不提升的前提下,不同投票权受益人可按比例认购不同投票权股份维持投票权。

[33] 联交所若因下列原因认为不同投票权受益人不再具有符合其身份的品格及诚信,联交所将视该受益人为不再符合董事规定:(a) 受益人被判或曾被判犯上欺诈或不诚实行为的罪行;(b) 有管辖权的法院或法庭向受益人发出取消资格令;或(c) 联交所裁定受益人未遵守须按“一股一票”基准进行若干公司行动的规定。

[34] 质押不视为转让,除非被执行;可以通过合伙、信托等方式间接持有不同投票权股份。



(3)部分重大事项需按一股一票的原则决定:包括章程、类别股相关权利变动、委任/罢免独立非执行董事、委聘/辞退审计师、清算等。

(4)不同投票权股的转换:不同投票权收益人可按1:1的比例将不同投票权股转换为普通股。申请人申请公开发行附有不同投票权股票时,其申请内容包括:一是批准发行不同投票权股票;二是事先批准不同投票权股票转换后的股份上市。

### 3. 信息披露。

一是联交所规定不同投票权架构发行人以独特的股份代号/标记(股份代号结尾标记“W”),将公司与其他公司区分开来;

二是在其所有上市披露文件、定期报告、临时的通知公告的首页显眼处标识“具有不同投票权架的公司”警示语句,并在披露文件中详述该架构、依据与风险,以及披露受益人的身份。

### 4. 公司治理。

联交所强制不同投票权架构发行人设立由非执行董事组成的企业管治委员会,以确保发行人的营运和管理符合全体股东的利益;委任合规顾问,要求董事、高管接受有关不同投票权及相关风险的培训。

### 5. 监督管理。

不同投票权持有人若存在以下情况则被认为不适合持有不同投票权股份:一是不再为董事、身故或失去行为能力或转让给他人;二是在本应履行一股一票原则的重大事项中未履行一股一票原则;三是欺诈或不诚实行为;四是法院吊销董事资格。若发行人违反相关不同投票权的保障措施或触发可能失去不同投票权的情形,联交所将考虑采取纪律处分。

## (二)新加坡

2017年2月16日,新加坡证券交易所SGX发布《关于将双重股权架构纳入上市规则可能性的咨询文件》,就允许含有差异化表决权架构的公司上市的可能性进行了讨论。该文件认为若允许含有差异化表决权架构的公司上市,则应附加一定的限制条件,具体包括:

1. 时点要求。符合主板上市要求的申请公司可以含有差异化表决权架构。现存的同股同权公司不得转化为差异化表决权架构公司(无论股东大会是否批准)。

2. 公司资质。根据 IPO 的发行价格,公司市值不低于 5 亿新加坡元(24 亿元人民币)。<sup>[35]</sup>

3. 成熟投资者<sup>[36]</sup>投资。申请人应当满足一定程度的成熟投资者持股数量比例,如规定:(1)市值在 5 亿~10 亿新加坡元以上的,成熟投资者持股占比不低于 13.5%;(2)市值在 10 亿新加坡元以上的,持股占比不低于 10.8%。

4. 最大差异比例:表决权最大差异比例为普通股的 10 倍。

5. 日落条款。(1)差异化表决权股的交易将视为转换为普通股。(2)允许公司在发行时设定日落条款,即一定期间后或一定条件后转为普通股。

6. 公司治理和信息披露。(1)董事会的独立性要求。至少 1/2 的董事应为独立董事;(2)批准发行差异化表决权的股东会决议应当以特殊多数的方式作出;(3)公司应当在章程和各种文件中明确表述不同种类股份的权利;(4)交易所对带有差异化表决权的证券进行特殊标识。

## 五、对于我国监管实践的启示

综观域外市场对于差异化表决权架构的监管实践及演进,重视科技企业创业团队的作用,通过类别股的方式,在一定程度上允许“一言堂”,充分发挥创业团队“人的因素”,渐渐成为主要国家和地区证券监管机构的共识。从独角兽公司的上市选择看,交易所对差异化表决权架构的态度也成为其上市地选择重要因素。因此,在世界主要交易所争夺优质企业上市资源风潮越演越烈的今天,谨慎探究在我国现有制度框架下推进差异化表决权架构的可能性便有了其独有意义。

不过,我国目前的《公司法》仍坚持同股同权原则,对于差异化表决

---

[35] 要求公司具备一定的市值,是因为允许 DCS 架构上市的理由是增加投资者的投资机会。为了平衡潜在的风险,应当具备相当数量的投资者需求。市值是一个可以作为代表的需求判断指标。

[36] 成熟投资者包括机构投资者,获许投资者即关联方。

权的态度仍不明朗。有关股份有限公司的股东表决权规定于《公司法》第103条:“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。”不过,同股同权原则以“同次发行的同种类股票”为限。《公司法》第126条规定:“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格应当相同;任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额。”

此外,《公司法》第131条还规定,国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定。例如,根据国务院《关于开展优先股试点的指导意见》(以下简称《优先股指导意见》)开展的优先股试点。这就为实施差异化表决权安排留出了空间,明晰了路径。通过比较境外监管实践,我们建议从以下几个方面加以把握:

一是在准入环节做好特殊股权结构公司的审核。规定申请上市/挂牌公司应当是创新创业公司,持有超级表决权股的股东应当担任董事,且对公司业务的增长具有的重大贡献。

二是明确超级表决权股与普通表决权股的比例区间,以及超级表决权股的可代表的表决权上限。对此,可参考联交所的规定,规定超级表决权股不得超过总股数的5%~10%,并且规定超级表决权股投票权不得高于普通股的10倍。

三是上市/挂牌后做好证券代码管理和登记存管安排。建议对采取差异化表决权的公司以独特的股份代码/标记将该类公司与其他公司区分开来;做好超级表决权股的登记存管和限售安排。超级表决权股也可以进行转让,但在转让前应当先转为普通表决权股。

四是严格做好信息披露引导与公司治理监管。制定有关差异化表决权公司的专项信息披露模板与指引,引导其在披露文件中详述差异化表决权架构、依据与风险;架构发生调整的,作为重大事项及时进行披露。

五是加强投资者适当性管理和投资者保护力度。由于差异化表决权股权结构客观上将影响中小投资者的表决权,因此建议对其进行较为严格的投资者适当性管理要求,设立较高的投资者准入门槛;并且,要求该公司就投资者知情权、决策权的保护制定专门方案,定期接受券商督导和监管检查。

六是加强对超级表决权股持有人违法违规行为的追责。如其存在内幕交易、操纵市场和虚假陈述等违法违规行为,或利用其表决权方面的优势地位,对投资者利益造成损害的,应当严格追究其行政、刑事和民事责任,同时暂停或终止其行使超级表决权的资格。

(编辑: 阎俊忆)