

## 关于取消《到境外上市公司章程必备条款》类别股东机制的探讨

近年来,《到境外上市公司章程必备条款》(以下简称“《必备条款》”)规定境外上市中国公司以上市地划分类别股东的机制,乃至《必备条款》本身愈发引起市场的重新审视和讨论。作为在上世纪九十年代初境内股份公司到香港上市之初的背景下制定的《必备条款》,其中有关类别股东的规定,与不少国家的类别股东机制相比存在着显著区别,有着鲜明的时代特色。随着近三十年来我国资本市场的快速发展,规则制度的逐渐完善,境外上市中国公司继续沿用《必备条款》项下的类别股东的相关规则,与时代发展脱节,与通常理解的类别股东机制不符,也对这些上市公司的日常运营增添不必要的困扰。

1、从《必备条款》形成的历史背景来看,《必备条款》类别股东机制是九十年代内地资本市场法律制度不完善的情形下内地公司赴港上市的产物;

2、《必备条款》以地域划分类别股东与国际上以及学术上通常的以股东权利划分类别股东的理论及实践相悖;

3、与三十年前相比,我国目前已在公司治理、投资者保护等方面形成较为完备的证券监管法律体系,资本市场国际化已有了长足的发展,内资股/外资股的划分不符合类别股东划分的国内外实践,并己不再具有其现实合理性和先进性,反而可能将成为境外上市中国企业发展之障碍。

因此,我们建议国内证券监管机构与香港证券及期货事务监察委员会、香港联合交易所有限公司(以下简称“香港联交所”)协调磋商,全面取消《必备条款》第九章“类别股东表决的特别程序”设置,并同步在香港联交所《主板上市规则》第19A章做出相应修订,以为我国资本市场进一步国际化消除制度障碍,进一步完善中国特色社会主义法律体系,统筹推进国内法治和涉外法治,深入贯彻落实习近平法治思想。

### 一、《必备条款》形成的历史背景—九十年代内地资本市场法律制度不完善的情形下内地公司赴港上市的产物

1990年开始,我国开始研究利用国内股票市场吸引外资的办法。在研究B股市场后,香港方面提出国企改组后到香港上市的方式。其后,香港联交所组织了三十多位专家,成立“中国研究小组”,专门研究内地企业到香港上市的有关问题,并在1991年邀请内地派人前往考察。

1992年至1993年,内地与香港方面组建的联合工作小组先后召开七次会议,并就会计、法律、外汇、上市方式等方面形成了包括《到香港上市公司章程必备条款》等一系列具体文件,目前A+H上市公司的类别股东大会机制正是在《到香港上市公司章程必备条款》中被正式提出、并沿用到目前适用的《必备条款》。<sup>1</sup>

根据香港联交所《主板上市规则》第19A.01(1)条款,包括A股、H股类别股东划分在内的《必备条款》特殊安排主要是基于以下考虑:

(1)中国的法律制度并非以香港所适用的普通法制度为基础;

(2)中国法律对于在国内使用外汇及将外汇汇出境外施加若干限制;

(3)根据当时中国法律,只有中国公民及法人方可获准拥有中国发行人的内资股(以人民币派息),以及只有外国投资者及香港、澳门及台湾地区的投资者方可获准拥有中国发行人的境外上市外资股(以外币派息)。因此,虽然根据中国法律,内资股及外资股均属于中国发行人的股份,但两种股份实际上会在不同市场买卖,受不同投资者的需求影响。

<sup>1</sup> 参见刘鸿儒:《中国企业海外上市回顾与展望》,中国财政经济出版社1998年版,第1-10页。

此外，当时中国资本市场还处在开始萌生，市场处于一种自我演进、缺乏规范和监管的状态<sup>2</sup>，有必要借鉴香港地区法律或通过诸如以上市地区类别股东的特殊安排以增强境外投资者对内地企业的投资信心，这也是当时《必备条款》按照内资股及外资股作出类别股东划分的考虑因素之一。

基于以上原因，《必备条款》尤其是第九章“类别股东表决的特别程序”对内资和外资类别股进行了区分并对有关类别股东大会表决程序进行了明确规定。

## 二、类别股的概念及国内外实践—《必备条款》以地域划分类别股东与国际上以及学术上通常的以股东权利划分类别股东的理论相悖

学界虽然对于“类别股”的定义没有标准答案，但一般均认为类别股是在普通股所载的权利基础上进行加减法，即扩大或缩小自益权（如利润分配和剩余财产分配权）或共益权（如表决权、董事选任方面的权利等）的权利内容。

《必备条款》对 A 股、H 股等类别股的区分仅是依据上市地域不同而做出，但实质上均属于普通股，所载股东权利义务是相同的，因此不符合传统意义上“类别股”的划分，国内现行法律法规有关优先股、注册制表决权差异安排的规定以及境外法域类别股的实践均可印证这一结论。

### （一） 中国

国内关于优先股、注册制表决权差异安排的相关规定

《公司法》第一百二十六条规定，“同种类的每一股份应当具有同等权利”；第一百三十一条规定，“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”。

#### （1） 国内关于优先股的相关规定

《国务院关于开展优先股试点的指导意见》（国发〔2013〕46 号）中的“一、优先股股东的权利与义务”对优先股的含义作出了规定，“优先股是指依照公司法，在一般规定的普通种类股份之外，另行规

定的其他种类股份，其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制”。该指导意见同时在优先分配利润、优先分配剩余财产、优先股转换和回购、表决权限制、表决权恢复以及与股份种类相关的计算等方面对优先股作出了具体规定。

《优先股试点管理办法》（中国证券监督管理委员会令 97 号）在《国务院关于开展优先股试点的指导意见》的基础上对优先股作出了进一步系统化的规定。

#### （2） 国内关于注册制表决权差异安排的相关规定

《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）（2020 修正）》第四十一条规定，“存在特别表决权股份的境内科技创新企业申请首次公开发行股票并在科创板上市的，发行人应当在招股说明书等公开发行文件中，披露并特别提示差异化表决安排的主要内容、相关风险和对公司治理的影响，以及依法落实保护投资者合法权益的各项措施”。

《上海证券交易所科创板股票上市规则（2020 年 12 月修订）》2.1.4 条款规定，“发行人具有表决权差异安排的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于人民币 100 亿元；（二）预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元。发行人特别表决权股份的持有人资格、公司章程关于表决权差异安排的具体规定，应当符合本规则第四章第五节的规定。本规则所称表决权差异安排，是指发行人依照《公司法》第一百三十一条的规定，在一般规定的普通股份之外，发行拥有特别表决权的股份（以下简称特别表决权股份）。每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量，其他股东权利与普通股份相同。”同时，《上海证券交易所科创板股票上市规则（2020 年 12 月修订）》设置了“第五节 表决权差异安排”的专门章节，对特殊表决权的安排等作出的具体的规定。

《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第四十二条规定，“符合相关规定、存在特别表决权股份的企业申请首次公开发行股票并在创业板

<sup>2</sup> 参见中国证监会：《中国资本市场发展报告》，中国金融出版社，2008 年，第 9 页。

上市的，发行人应当在招股说明书等公开发行人文件中，披露并特别提示差异化表决安排的主要内容、相关风险和对公司治理的影响，以及依法落实保护投资者合法权益的各项措施”。

《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年12月修订)》2.1.4条款规定，“发行人具有表决权差异安排的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于100亿元，且最近一年净利润为正；（二）预计市值不低于50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于5亿元。发行人特别表决权股份的持有人资格、公司章程关于表决权差异安排的具体要求，应当符合本规则第四章第四节的规定”。同时，《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年12月修订)》设置了“第四节 表决权差异安排”的专门章节对特殊表决权的安排等作出的具体的规定。

根据上述规定，国内实质上已采取了与国际上通常的类别股东划分相同的理论，并设置了因利润和财产分配权利差异而产生的类别股东以及因表决权差异而产生的类别股东两个类型类别股东的划分标准。

## （二） 美国

### 1、 美国类别股与类别股东的相关规则

《美国标准商事公司法》第6.2节规定，公司董事会在公司章程有授权的情况下可设置“类别股”，也可设置“系列股”；第10.4节规定，“如果公司有超过一类的发行在外的股票，一类发行在外的股票的持有者有权作为一个单独的投票团体就所提议的关于公司章程的修改进行表决。如果该修改将：（1）影响到所有或者部分该类股票与另一类股票进行的交换或者被重新归类成另一类股票；（2）影响到所有或者部分另一类股票与该类股票进行的交换或者创设交换的权利或被重新归类成该类股票；（3）改变所有或者部分该类股票的权利，优先级，或者权利的限制；（4）把所有或者部分该类股票改变成同类但数量不同的股票；（5）创设一类新的股票使其在分配或者公司解体时享有优先于或者高于该类股票的权利或者优先权；（6）增加任意类别股票的权利、优先权或者被授权股票的数量，使其在修改的条款生效之后在

分配或者公司解体时拥有优先于或者高于该类股票的权利或者优先权；（7）限制或者否定所有或者部分该类股票的既存的优先购买权；或者（8）撤销或者以其他方式影响全部或者部分该类股票的已累计的但尚未经授权的分配权。”<sup>3</sup>

### 2、 美国类别股东的设置标准<sup>4</sup>

美国类别股东通常按照以下标准进行划分：

#### （1） 因利润和财产分配权利差异而产生的类别股东

美国根据股东对于公司利润和财产分配权利的差异将股东分为优先股股东、级差利润分配股股东、跟踪股股东。级差利润分配股股东是在普通股中再次细分的在利润分配方面存在优先次序的类别股东。而跟踪股股东在盈余与剩余财产方面获得分配的多寡取决于公司某一部门的业绩或公司子公司的业绩，不是根据公司整体的经营情况来确定。

#### （2） 因表决权差异而产生的类别股东

美国根据股东对于特定的事项是否拥有表决权，将股东分为无表决权股东或限制表决权股东、特别表决权股东。在美国，公司根据需要可以发行每股赋予两个以上的表决权的复数表决权股或只给予部分表决权的部分表决权股。

#### （3） 因董事选任权利差异而产生的类别股东

美国根据股东是否有权选任代表其利益的董事，将股东分为附董事选任事项的类别股股东和普通股股东。附董事选任事项的类别股意味着持有该类别股的股东能够根据持股比例或出资比例选任代表他们利益的董事，实质上是类别股东之间就控制权分配的契约安排。

#### （4） 因偿还权利差异而产生的类别股东

美国根据股东是否有权得到偿还，将股东分为偿还股股东和普通股股东。偿还股的偿还通常是因股东或公司的请求或者一定事由的发生而进行，偿还时退还股东的价款通常以某一规定的公式进行计算。在美

<sup>3</sup> 参见沈四宝：《最新美国标准公司法》，法律出版社2006年版，第158-159页。

<sup>4</sup> 参见陈思：《类别股法律制度研究——以类别股东权益保护为视角》，华东政法大学，2015年，第19-20页。

国,不仅在优先股上可以设置偿还事项,对普通股也可以设置偿还事项。对于偿还发生的条件,美国公司法对此没有限制,可以是公司或股东的要求,也可以是一定事由的发生。与其他国家不同的是,美国偿还股的偿还通常依董事会的裁量而进行,其他国家一般是以股东大会作为偿还与否的裁量主体。

#### (5) 因转换权利差异而产生的类别股东

美国根据股东是否有权转换股份,将股东分为转换股股东和普通股东。转换股是根据章程的相关规定,以公司、股东或第三人的请求,或者一定事由的发生为条件,根据之前确定的价格或者约定的计算方法,将某种股份转换成另一种类的股份。转换股有两种,一种是向上转换(转换为权利相对优先的股份),另一种是向下转换(转换为权利相对劣后的股份)。

基于上述内容并经检索纽约证券交易所相关上市监管规则,未见美国有以上市地域区分股东类别的相关规定,如汇丰控股有限公司(香港联交所、纽约证券交易所、伦敦证券交易所等多地上市)等在纽约证券交易所上市的公司未对不同上市地的股东作出类别区分,亦不存在区分统计不同上市地股东的投票通过率并以此判断议案是否通过的实践。

### (三) 英国

#### 1、英国类别股与类别股东的相关规则<sup>5</sup>

英国2006年《公司法》第9章“股份种类和类别权”中,第629条第(1)项规定,如果依附于股份的权利在所有方面都是相同的,则该股份属同一类别。第630条至第640条规定了类别权的变动。而类别股份所表现出的“类别权”,就是指特定种类的股东在诸如股息和表决权以及清算时的权利等方面所享有的特别权利。公司不同种类的权利规定于公司的章程,一般不得擅自变更。

#### 2、英国类别股东的设置标准<sup>6</sup>

英国公司法与美国公司法关于类别股东的设置标准较为相似,同样包括因利润和财产分配权利差异、表决权差异、偿还权利差异而产生的类别股东;

其中,黄金股为英国类别股中较为特殊的概念,黄金股股东在持有股份的期间享有特定权利,包括复数表决权、附选任董事权、否决权等。

基于上述内容并经检索伦敦证券交易所相关上市监管规则,未见英国以上市地域区分股东类别的相关规定,如汇丰控股有限公司(香港联交所、纽约证券交易所、伦敦证券交易所等多地上市)、亚洲果业控股有限公司(香港联交所及伦敦证券交易所上市)等在伦敦证券交易所上市的公司未对不同上市地的股东作出类别区分,亦不存在区分统计不同上市地股东的投票通过率并以此判断议案是否通过的实践。

### (四) 德国

#### 1、德国类别股与类别股东的相关规则<sup>7</sup>

《德国股份法》第11条规定,股票可以赋予持有人以不同的权利,特别是在分配利益和公司财产时,持有人可被赋予不同的权利。股票具有相同权利的,其为一个种类。该法又在第四部分“股份有限公司的组织”第4章“股东大会”中第六节“没有表决权的优先股票”部分,对类别股份中优先股的股东权利与义务加以规制;第139条规定对于在分配赢利时具有优先支付的股票,可以排除其表决权;第140条规定,如果在1年内没有支付或者没有完全支付优先款项,并且在下一年度除了该年度的全部优先股票外不能补交拖欠款项,那么优先股股东在补交之前有表决权。

#### 2、德国类别股东的设置标准<sup>8</sup>

德国类别股东通常依照以下方面的差异进行划分:利润和财产分配权利差异、剩余财产分配优先权利差异、表决权差异、董事选任权利差异、偿还权利差异、特惠权利差异。

基于上述内容并经检索法兰克福证券交易所相关监管规则,未见德国有以上市地域区分股东类别的相关规定,如俄罗斯铝业联合公司(香港联交所及法兰克福证券交易所上市)等在法兰克福证券交易所上市的公司未对不同上市地的股东作出类别区分,亦不

<sup>5</sup> 参见尹红强《我国类别股份制度现代化研究》,载《证券法苑》2011年第五卷,第1331页。

<sup>6</sup> 参见陈思:《类别股法律制度研究——以类别股东权益保护为视角》,华东政法大学,2015年,第20-21页。

<sup>7</sup> 参见尹红强《我国类别股份制度现代化研究》,载《证券法苑》2011年第五卷,第1332页。

<sup>8</sup> 参见陈思:《类别股法律制度研究——以类别股东权益保护为视角》,华东政法大学,2015年,第21页。

存在区分统计不同上市地股东的投票通过率并以此判断议案是否通过的实践。

## （五） 日本

### 1、 日本类别股与类别股东的相关规则

《日本商法典》第 222 条允许“公司就盈余分配、股息分配、剩余分配、以盈余消除股份等，发行内容不同的数种股份”。在日本就有优先股、劣后股及偿还股份等类别股的存在。<sup>9</sup>《日本公司法》第 108 条规定：“股份公司可以发行以下列不同规定为内容的两个以上不同类别的股份，主要包括关于盈余金的分红、剩余财产的分配、在股东大会上的可行使表决权的事项、对转让取得该类别股份是否需要该股份公司的承认、股东是否可以向公司请求取得该类别股份、股份公司是否可以发生一定事由为条件取得该股份、股份公司是否可依股东大会决议可全部取得的股份、应在股东大会上决议的事项中，除该决议之外须是否可依该类别股份的类别股东组成的类别股东大会决议者和在由该类别股份的类别股东组成的类别股东大会上是否可选任董事或监事这九个规定内容来进行类别股份的划分。”<sup>10</sup>

### 2、 日本类别股东的设置标准<sup>11</sup>

日本类别股东通常依照以下方面的差异进行划分：剩余财产分配权利差异、利润分配权利差异、表决权差异、转让权利差异、请求取得权利差异、附条件偿还权利差异、全部偿还权利差异、否决权利差异、董事选任权利差异。

基于上述内容并经检索东京证券交易所相关监管规则，未见日本有以上市地域区分股东类别的相关规定，如丰田汽车公司（东京证券交易所、名古屋证券交易所、纽约证券交易所和伦敦证券交易所上市）等在东京证券交易所上市的公司亦未对不同上市地的股东作出类别区分。

从以上境外国家基于以上国家或地区的类别股东实践，类似《必备条款》以上市地划分类别股东的

实践在国际资本市场显然是十分罕见的。

## 三、 废止《必备条款》内资股/外资股类别股东划分的理由

随着中国资本市场近三十年的发展，与《必备条款》出台时的大环境相比，我国资本市场相关法律制度建设已发生极大改变，《必备条款》项下具有鲜明时代标识的类别股东机制也到了需要重新评估的时候。

### （一） 我国已形成较为完备的证券监管法律体系

我国目前已形成了由《公司法》《证券法》等法律法规及证券交易所相关规则构成的系统监管规则体系并建立了以中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）、上海证券交易所和深圳证券交易所为核心的证券监管体系，我国企业公司治理水平与三十年前相比得到了极大提高；与此同时，我国也已建立起了针对投资者的系统性保护措施，切实维护中小投资者权利。《必备条款》制定之时境外监管机构所顾虑的中国资本市场监管体系（包括投资者保护机制）的缺失，在今日中国已发生了实质性变化：

#### 1、 公司治理

从公司治理的角度来看，在立足中国国情、借鉴国际经验的思路指导下，我国《公司法》《证券法》等法律法规及证券交易所层面颁布的各项规则、指引在近三十年得到了极大的完善。

就《公司法》而言，在 1992 年国家经济体制改革委员会出台的《有限责任公司规范意见》和《股份有限公司规范意见》突破意识形态桎梏，推动国有企业公司化改制的基础上，我国于 1993 年 12 月 29 日颁布了第一部《公司法》，为公司治理提供有效的法律基础。2005 年，随着公司经济体制改革和对外开放的深入，我国对《公司法》进行全面修订。此次修订在公司治理方面强化了董事、监事和高管人员的责任、引入了揭开公司法人面纱制度、明确了股东的知情权、异议股份回购请求权、选举董事的累积投票权、提案权和质询权等权利并完善了股东诉讼制度。其后，《公司法》于 2013 年配合注册资本认缴登记制改革进行修订，于 2018 年配合股份公司回购制度改革

<sup>9</sup> 参见杨正洪：《论流通股与非流通股分类表决制度的建立》，载《金融法苑》2004 年第 59 期，第 49-50 页。

<sup>10</sup> 参见沈朝晖：《公司类别股的立法规制及修法建议——以类别股股东权的法律保护机制为中心》，载《证券法苑》第 5 卷，第 745 页。

<sup>11</sup> 参见满喆：《日本的类别股份制度及启示》，载《全国商情（理论研究）》2012 年第 23 期，第 33-34 页。

完善了相关条款。<sup>12</sup>

而在上市公司层面，中国首部《证券法》于1999年7月施行，以法律形式确认了证券市场地位，标志着中国资本市场进入了规范发展的阶段。其后在2005年《证券法》的全面修订中，我国结合资本市场发展经验、借鉴境外各法域的相关规则，从证券发行、证券上市、证券交易、证券登记结算、投资者保护、市场监管等各个方面对《证券法》进行了大幅度修改，其中强化上市公司控股股东或实际控制人以及高管人员的诚信义务和法律责任是此次修改的亮点之一。<sup>13</sup>2018年，中国证监会秉承“立足中国国情、借鉴国际经验，着力推动上市公司规范运行、改善治理、提高质量，保护投资者尤其是中小投资者合法权益，促进资本市场稳定健康发展”的指导思想，对《上市公司治理准则》进行全面修订。此次修订提出了“创新、协调、绿色、开发、共享”的发展理念，确立了环境、社会责任和公司治理（ESG）信息披露的基本框架；同时加强对控股股东约束，保护中小投资者合法权益，要求上市公司明确利润分配办法，尤其是现金分红政策。<sup>14</sup>于2019年修订完成并于2020年3月1日起实施的《证券法》除了通过法律明确证券发行注册制的巨大进步外，也围绕投资者保护的立法宗旨对以往相关规定进行了梳理、调整，如专章规定“信息披露”及“投资者保护”章节、重新配置各证券市场主体的责任、明确投资者保护机构的法律地位以及创设证券集体诉讼制度等。<sup>15</sup>

经过三十年的摸索与总结，我国针对上市公司建立了系统全面的法律法规体系，除《证券法》及《上市公司治理准则》之外，还有诸如确定公司股票公开发行并上市条件的《首次公开发行股票并上市管理办法》、规范上市公司证券发行行为的《上市公司证券发行管理办法》、指导上市公司信息披露的《上市公司信息披露管理办法》等相关规定及指引，以规范上市公司之合规上市和运行。而在此基础上，上海证券

交易所和深圳证券交易所更是以股票上市规则、信息披露指引、相关问答等多种形式对前述规定做了进一步细化。

## 2、投资者保护<sup>16</sup>

在中国资本市场三十年发展的过程当中，我国证券投资者保护工作也取得了极大的进步。

在国家立法及具体制度层面，历次《公司法》及《证券法》的修订均对投资者保护的立法宗旨加以强调并落实到具体条款当中。在此基础上，我国通过国务院文件、司法政策、部门规章、规范性文件等多个层级，基本覆盖投资者保护领域各方面的制度体系夯实投资者保护制度。如2013年的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》首次在国务院层面构建了专门的投资者保护制度体系，2016年发布实施的《证券期货投资者适当性管理办法》构建了证券期货市场统一的适当性管理体系。此外，中国证监会发布了投资者教育基地建设指导意见、“12386”证监会服务热线公告、持股行权指引等十余项投资者保护专项业务规则，并在发行融资、并购重组、停复牌、退市等资本市场多项制度规章中，全面嵌入中小投资者保护的具体要求。

在组织机构层面，为保障相关制度的顺畅运行，中国证监会形成了一套投资者保护局统筹协调，投保基金公司和投资者服务中心等专门投保机构示范带动，中国证监会各部门、交易所、行业协会、派出机构等各单位共同参与，市场经营主体履行主体责任的投资者保护组织体系。

在投资者行权维权层面，我国建立了多项具有中国特色的投资者权利救济制度：一是多元纠纷化解机制，即依据最高人民法院与中国证监会联合印发的《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》，利用调解等纠纷化解机制以作为证券诉讼的有益补充。截至2019年7月底，共有证券期货调解组织56家，各调解组织共受理纠纷案件1.5万余件，成功化解纠纷1.15万件，投资者获得约70.2亿元补偿。在新冠疫情期间，最高人民法院与中国证监会推动“人民法院调解平台”与“中国投资者网证券期货

<sup>12</sup> 参见朱慈蕴：《论中国公司法本土化与国际化的融合——改革开放以来的历史沿革、最新发展与未来走向》，载《东方法学》2020年第2期，第92-96页。

<sup>13</sup> 董安生，潘李美：《关于〈证券法〉修改的若干看法》，载《中国金融》2005年第22期，第51页。

<sup>14</sup> 中国证券监督管理委员会：“《上市公司治理准则》（征求意见稿）修订说明”，中国证券监督管理委员会官方网站：<http://www.csrc.gov.cn/zjpublic/zjh/201806/P020180615655618058597.pdf>

<sup>15</sup> 参见叶林：《〈证券法〉修改：中国资本市场法制建设的一次飞跃》，载《投资者》2020年第1期，第15-23页。

<sup>16</sup> 参见赵敏：“不忘初心、牢记使命 谱写投资者保护事业新篇章”，中国金融新闻网：[https://www.financialnews.com.cn/pl/zj/201909/t20190904\\_167323.html](https://www.financialnews.com.cn/pl/zj/201909/t20190904_167323.html)

纠纷在线解决平台”实现数据交换、互联互通，以便利投资者和市场主体低成本、高效率解决纠纷。<sup>17</sup>二是持股行权机制，即由投保专门机构以股东身份示范引导中小投资者依法行权维权，督促完善公司治理。三是支持诉讼机制，这是针对中小投资者法律知识欠缺、诉讼成本高的实际情况推出的一项务实举措。四是先行赔付机制，这是上市公司、上市公司大股东、中介机构等市场经营主体在违法违规后，主动拿出补偿金，先于民事赔偿诉讼判决，及时弥补投资者损失的有效做法。五是推动法院试点示范判决机制，这是针对证券市场群体性案件存在的多方起诉、重复审理、诉讼效率不高等问题，推动法院建立“类似案件类似处理”的机制。如上海金融法院首次在方正科技虚假陈述责任纠纷案推行适用的证券纠纷示范判决机制，目前该案已终审判决且原告胜诉。

我国在投资者保护事业上的成就也获得了国际上的广泛认可，根据世界银行发布的《2019 年营商环境报告》及《2020 年营商环境报告》，我国的“保护中小投资者”指标从 2018 年度的 119 名提升至 64 名，并在 2020 年度提升至第 28 名。经国际证监会组织（IOSCO）批准，中国证监会牵头组织英、美、法等 15 个成员，开展全球中小投资者诉求处理与权益救济项目，这是我国首次在投保领域牵头国际文件制定工作。2017 年 12 月，国际货币基金组织和世界银行评估认为，中国证监会基于中国证券市场中小投资者众多的实际情况，采取了建立投保专门机构、实施了多元纠纷化解、持股行权等诸多具有独创性的措施，成效显著，值得其他市场借鉴。

## （二）我国资本市场国际化已有了长足的发展

首先，在经济全球化的影响及 WTO 金融开放时间表的倒逼下，中国金融开放及人民币国际化迈出了坚实的步伐。按照国际货币基金组织（IMF）的标准，资本项目共有 41 个科目。截至目前，中国大部分科目已经能够实现或基本实现可兑换，只有三个资本行为主体科目还存在着实质性管制：一是外商对华用外币投资；二是中国居民不得对外以外币负债；三是除通过如合格的境外机构投资者（QFII）等特殊管道外，

外资不可以用外币投资中国资本市场，特别是二级市场。<sup>18</sup>因此，中国虽有相对较为严格的外汇管理制度，但根据《服务贸易外汇管理指引》《经常项目外汇业务指引（2020 年版）》《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实性真实性审核的通知》等规定，对于真实合规的股息、红利对外支付和转移，中国企业可凭真实有效的交易单证直接到商业银行办理。2017 年中国人民银行曾称，中国已实现经常项目可兑换，真实合规的经常性国际支付和转移，包括货物贸易、服务贸易及股息、红利等对外支付和转移，企业凭真实有效的交易单证直接到商业银行办理。<sup>19</sup>因此，目前针对境外上市公司向境外投资者支付股利并不存在严格限制，近三十年来亦未听闻境外投资者因为外汇管制原因而未能收到所分配股利的情形。

其次，中国也不断拓宽境外投资者投资中国资本市场的渠道：依据《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》建立起来的沪港通、深港通以及依据《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》建立起来的沪伦通等交易所互联互通机制，不仅增强了中国企业能够在国际资本市场的融资能力，同时也为境外投资者投资中国资本市场企业提供了便捷。国务院金融稳定发展委员会办公室于 2019 年发布的《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年，大力支持外资参与中国资本市场投资。中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局于 2020 年发布并实施的《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》亦从制度层面明确境外机构投资者进行境内证券期货投资的相关权利及程序。

同时，在 A 股不断推进国际化的政策背景下，我国推进红筹企业回归 A 股的具体政策陆续出台：2018 年，《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》正式允许试点红筹企业在境内资本市场发行股票或者

<sup>17</sup> 中国证券监督管理委员会：“证监会和最高人民法院建立证券期货纠纷在线诉调对接机制”，中国证券监督管理委员会官方网站：[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202003/t20200313\\_372038.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202003/t20200313_372038.html)

<sup>18</sup> 曹远征：《大国模型下的金融开放及主权货币国际化的思考》，载《国际经济评论》2021 年第 1 期，第 80 页。

<sup>19</sup> 新华社：“央行：外商投资企业可正常办理利润汇出”，新华网：[http://www.xinhuanet.com/fortune/2017-02/28/c\\_1120543992.htm](http://www.xinhuanet.com/fortune/2017-02/28/c_1120543992.htm)

CDR（存托凭证）上市；2019年7月，随着科创板落地，红筹企业科创板上市政策逐步出台，拓宽了红筹企业在A股市场发行股票或者CDR实现上市的途径。2020年4月出台的《创业板改革并试点注册制总体实施方案》正式允许红筹企业在创业板上市，并且明确了对已上市和未上市的境外红筹企业赴创业板上市的标准。随即，中国证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，显著降低了已境外上市红筹企业的市值要求。截止目前，境外企业华润微（688396.SH）、复旦张江（688505.SH）、九号智能（689009.SH）已通过发行股票或CDR的形式实现A股上市。

### （三）内资股/外资股的划分不符合类别股东划分的国内外实践

《必备条款》当中设定类别股东机制的其中两点理由在于，针对同一上市公司的两种股份实际上会在不同市场买卖，受不同投资者的需求影响，以及中国的法律制度并非以香港所适用的普通法制度为基础，对比观察其他境外国家或地区的实践，我们认为，这两点理由缺乏说服力。

首先，如前文所论述，从境外其他法域的类别股理论及实践来看，类别股通常以股东享有不同的权利、承担不同的义务为基础进行划分，而内资股及外资股的分类仅以其上市地域进行区分，但两种股份从其上附着权利来看均属于普通股，显然与国际上通常的类别股划分理论及实践相悖，亦与国内现行法律法规有关优先股以及注册制表决权差异安排的类别股规定相悖。

其次，同一上市公司的两种股份在不同市场买卖这一理由的实质关注点其实在于这两部份股票在两个不同的市场进行交易将形成两种不同的价格，因而导致股份不同的利益。<sup>20</sup>然而，在不同地区交易市场之间不存在证券自由互换机制的前提下，考虑到不同交易市场中投资者在相关上市企业接受度及未来预期、证券投资方式偏好、活跃度等方面的差异以及投资者在境外交易市场进行投资所需付出的成本，同一上市企业在不同交易市场间的价格差异总会客观存在。就目前香港联交所相关上市规则而言，除注册于

中华人民共和国的公司之外，香港联交所并未要求诸如英属开曼群岛、百慕大、维京群岛等以宽松、自由著称的离岸法域注册的公司或其他法域注册的境外公司以上市地为基础设置类别股东大会的特殊表决程序。因此，仅以在不同市场进行交易为由要求划分内资股及外资股股东同样与国际实践不符。

此外，当年立法者制定《必备条款》和香港联交所《主板上市规则》时所顾虑的内资股东和外资股东所持有的股票“在两个不同的市场进行交易，形成两种不同价格，因而也有不同的利益”，<sup>21</sup>在近些年来也已发生显著变化：目前沪深股市与香港股市已经依据《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》建立起了沪港通、深港通的互联互通机制，沪深股市和香港股市的投资者在满足一定条件的情况下可根据自身需求自由买卖对方市场的股票。《必备条款》和香港联交所《主板上市规则》第19A.01（1）条款有关“只有中国公民及法人方可获准拥有中国发行人的内资股（以人民币派息），以及只有外国投资者及香港、澳门及台湾地区的投资者方可获准拥有中国发行人的境外上市外资股（以外币派息）”的表述不符合目前的实际情况。

再者，经检索在香港联交所上市的、区别于香港普通法系的在大陆法系国家—日本注册的上市公司，如NIRAKU（01245.HK）、DYNAMIC JAPAN（06889.HK）等公司，其章程中同样不存在类似内资股/外资股的类别划分，因此因公司注册地所处法系不同而要求按上市地进行股东类别划分的理由同样缺乏说服力。

综上所述，基于在多个交易市场交易、所处法系不同而要求以上市地划分类别股的做法不符合类别股划分的国际实践，香港联交所也并未以此要求其他国家或地区的赴港上市公司。

### （四）内资股/外资股的类别划分将成为境外上市中国企业发展之障碍

就内资股/外资股的类别划分机制而言，在内资股和外资股均为普通股的前提下，内资股/外资股的类别划分以及以此为基础的类别股东大会的特殊程

<sup>20</sup> 刘鸿儒：《资本市场与利用外资——中国企业海外上市的背景和经过》，载《资本市场》1997年第3期，第42页。

<sup>21</sup> 刘鸿儒：《中国企业海外上市回顾与展望》，中国财政经济出版社1998年版，第42页。

序将违反同股同权及资本多数决的公司法基本原则，进而导致境外上市的中国公司在公司运作的重要决策上受限于少数类别股东的意愿（无论是内资股还是境外上市外资股），加大决策成本和风险，影响公司发展。

全国政协委员张红力曾在 2016 年中华人民共和国全国人民代表大会和中国人民政治协商会议上提出关于修订《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》等境外上市法律法规的提案，其中提到，实践中，《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》和《必备条款》已对公司的运作形成了不合理的制约，弱化了公司的运营决策效率和国际竞争力。例如，45 天股东大会通知期限、类别股东表决机制等规定，严重影响了公司决策效率，为公司在进行并购重组等时效性强的重大事项时带来了不少困难<sup>22</sup>。

在实践中，境外上市中国公司也在寻求突破这一机制的方法，如在推行 H 股“全流通”政策过程中，香港上市中国公司申请 H 股“全流通”中将非上市股份转换为境外上市股份的行为，虽属于《必备条款》第八十条规定的“变更或者废除某类别股东的权利”的情形之一，本应当依照《必备条款》第七十九条规定经股东大会特别决议和经受影响的类别股东表决通过，但由于此种实践将增加 H 股“全流通”程序的复杂性及不确定性，不利于 H 股“全流通”的实际执行及落地，因此试点企业如威高股份(01066.HK)、中航科工(02357.HK)等在其章程中做出了突破性的例外规定，直接就“内资股转变为外资股、内资股股东股份转让给境外投资人并在境外交易所交易”等明确为不需经过股东大会或类别股东大会审议通过的事项，在实质上对《必备条款》的类别股东大会特别程序进行了修改。而中国证监会也允许此种做法。在中国证监会新闻发言人就全面推开 H 股“全流通”改革答记者问时，其表示“公司申请 H 股‘全流通’，应当依法合规、公平公正，充分保障股东知情权和参与权，并依照《公司法》等法律规定和《公

司章程》约定，履行必要的内部决策程序。根据试点经验，三家试点公司均在公司章程中明确了‘全流通’事项相关程序，以及不适用于股东大会/类别股东会的表决程序等内容。相关事项同时也应当符合香港联交所上市决策（HKEx-LD56-1）等规则要求。”<sup>23</sup>

#### 四、小结

在 2020 年 11 月召开的中央全面依法治国工作会议上，习近平总书记发表重要讲话，对当前和今后一个时期推进全面依法治国要重点抓好的工作提出了 11 个方面的要求，坚持全面推进科学立法、严格执法、公正司法、全民守法，坚持统筹推进国内法治和涉外法治便是其中两个方面的要求。

科学立法作为全面推进依法治国工作格局的前提，具体要求包括完善中国特色社会主义法律体系，加强重点领域、新兴领域、涉外领域立法。鉴于此，资本市场领域相关法律法规的修改与更新与习近平法治思想相契合，而《必备条款》类别股东机制涉及到境内外资本市场的衔接与协调发展，从加强涉外领域立法、统筹推进国内法治与涉外法治的角度来看也应成为全面推进依法治国工作格局中的一项重要议题。

近年来，我国相关主管部门也意识到《必备条款》中相关特殊安排已不合时宜，并尝试根据中国资本市场的发展更新完善相关条款。《国务院关于调整适用在境外上市公司召开股东大会通知期限等事项规定的批复》，明确在中国境内注册并在境外上市的股份有限公司召开股东大会的通知期限、股东提案权和召开程序的要求统一适用《中华人民共和国公司法》相关规定，而不再适用《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》相关规定便是一个很好的印证，这一实践也为后续进一步完善到境外上市公司的相关法律规定提供了宝贵的工作经验。

此外，内资股/外资股的类别划分以及以此为基础的类别股东大会的特殊程序已经导致境外上市的中国公司在公司运作的重要决策上受限于少数类别股东的意愿（无论是内资股还是境外上市外资股），影响中国企业更好的经营发展。

<sup>22</sup> 参见“张红力：建议将境外上市相关法规纳入《证券法》”，中国网财经频道：<http://finance.china.com.cn/news/special/2016hcjzt/20160305/3615178.shtml>；又见熊锦秋：“推动 H 股全流通改革应进一步夯实法律基础”，中国经济网：[http://finance.ce.cn/stock/gsgdbd/201911/18/t20191118\\_33627478.shtml?ivk\\_sa=1023197a](http://finance.ce.cn/stock/gsgdbd/201911/18/t20191118_33627478.shtml?ivk_sa=1023197a)

<sup>23</sup> 中国证券监督管理委员会：“中国证监会新闻发言人就全面推开 H 股‘全流通’改革答记者问”，中国证券监督管理委员会官方网站：[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201911/t20191115\\_366035.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201911/t20191115_366035.html)

基于以上论述及相关主管部门对《必备条款》的重新评估审视,我们建议国内证券监管机构与香港证券及期货事务监察委员会、香港联交所协调磋商,全面取消《必备条款》第九章“类别股东表决的特别程序”设置,并同步在香港联交所《主板上市规则》第

19A章做出相应修订,以为我国资本市场进一步国际化消除制度障碍,进一步完善中国特色社会主义法律体系,统筹推进国内法治和涉外法治,深入贯彻落实习近平法治思想。

魏 伟          合 伙 人          电 话: 86 755 2939 5286  
陈珊珊        律 师          电 话: 86 755 2939 5215  
郑衍基        律 师          电 话: 86 755 2939 5251

(实习生陈晨、邹倪珈对本文亦有贡献)

邮箱地址: [weiwei\\_raymond@junhe.com](mailto:weiwei_raymond@junhe.com)

邮箱地址: [chenshsh@junhe.com](mailto:chenshsh@junhe.com)

邮箱地址: [zhengyanji@junhe.com](mailto:zhengyanji@junhe.com)

---

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息,敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

