

首单 AB 股架构科创板上市公司的诞生之路

了解一件新事物最好的方法就是亲历它诞生的过程。

2020年1月20日上午，优刻得科技股份有限公司（“优刻得”或“公司”，688158.SH）在上海证券交易所（“上交所”）正式挂牌上市，成为科创板第75家上市企业，也成为中国公有云行业的第一家A股上市公司。在商业成就的背后，优刻得本次上市最引人关注的光环，是其在科创板制度及规则的框架下，于其股权架构层面首创的表决权差异安排设计（“AB股”），这一设计使其成为A股市场第一单真正意义上具备同股不同权股权架构的上市公司，开创了市场先河。

在优刻得上市过程中，君合律师事务所（下称“我们”或“本所”）作为发行人律师全程参与了公司AB股架构的论证与设计，执笔起草了公司AB股架构相关法律文件，并参与回复上交所及中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）对于公司AB股架构的问询问题。最终，本所有幸成为中国首单AB股架构的设计者及见证者。

我们相信，随着中国资本市场（包括私募投融资市场）的不断进步，越来越多的企业会呈现股权结构分散、创始人股份过度稀释等情形。作为一项增强企业控制权稳定性，优化企业股权结构的新兴工具，AB股架构势必会成为各方市场参与者关注及热捧的焦点。为此，我们特此准备本篇文章，希望我们的经验可以为关心AB股架构的各位带来有价值的信息和启发。

本文中，我们主要想谈谈以下几个问题：

- 一、什么是AB股，在中国设置AB股架构的法律依据是什么？
- 二、什么样的企业适合设置AB股架构？
- 三、在设置AB股时，监管部门最关心的问题是什么？
- 四、A股（科创板）、港股及美股的AB股架构制度有哪些差别，对企业选择境内或境外上市时有哪些影响？
- 五、我们对于科创板AB股的几点思考。

一、什么是AB股，在中国设置AB股架构的法律依据是什么？

AB股（设置AB股安排的企业股权架构）是指一家企业的股本结构中包含两类代表不同投票权数量的股权架构，其中具有“特别表决权的股份”和“普通股份”分别被习惯性称之为（或定义为）A类股和B类股。实践中，公司在普通股份（“B类股”）之外，发行一批拥有特别表决权的股份（“A类股”）。每一单位A类股拥有的表决权数量在规则允许的范围内大于每一单位B类股拥有的表决权数量。以科创板为例，依照《上海证券交易所科创板股票上市规则》第4.5.4条，每一单位A类股最高可以代表每一单位B类股表决权的10倍（美国资本市场允许的比例更高）¹。

¹ 根据《中国证券登记结算有限公司上海分公司科创板股票登记结算业务指南》，AB股架构股份登记为“G”类。

AB 股是资本市场的舶来品。在科创板引入表决权差异安排制度（科创板对于 AB 股的定义）以前，这个制度在海外主流证券市场已有不同程度的实践。在美股市场，美国证券交易委员会早在 1988 年即通过 19C-4 规则，以专门规管采用“双层股权结构”（美国版“AB 股架构”）的上市公司；在中国香港市场，为避免再次错失如阿里巴巴这样的优秀科技互联网企业，联交所也于 2018 年 4 月发布对《香港主板上市规则》的第 119 次修订，正式引入“不同投票权架构”（香港版“AB 股架构”）。

在科创板之前，在中国境内设立的股份公司（无论上市公司或非上市股份公司）均无设置 AB 股机制的先例，其中主要原因在于中国《公司法》在制订之初就明确了股份公司需遵守“同股同权”基本原则。《公司法》第 103 条规定：“股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权...”；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”。不过，立

法者也为今后的制度创新留了口子，依照《公司法》第 131 条，“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”。依照这一条款，国务院首先于 2018 年 9 月 18 日颁布《国务院关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》（国发[2018]32 号），提出“...推动完善公司法等法律法规和资本市场相关规则，允许科技企业实行‘同股不同权’治理结构...”的改革要求。而后在 2019 年 1 月 28 日，证监会颁布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，确定“...允许科技创新企业发行具有特别表决权的类别股份，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...”，正式明确了科创板拟上市企业在符合条件的情况下可以设置 AB 股。从此以后，有关科创板 AB 股制度的法律法规和监管规则陆续出台，形成“中国版”AB 股的法律基础。为方便参考，我们将相关法规梳理如下：

序号	相关法规	主要内容
1.	《公司法》第 131 条	规定国务院可以对《公司法》规定以外的其他种类的股份，另行作出规定。
2.	《国务院关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》（国发[2018]32 号）第二十六条	规定“...推动完善公司法等法律法规和资本市场相关规则，允许科技企业实行‘同股不同权’治理结构。（证监会、发展改革委、科技部、人民银行、财政部、司法部等按职责分工负责）”。
3.	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》第（五）条	规定“依照《公司法》第 131 条规定，允许科技创新企业发行具有特别表决权的类别股份，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。特别表决权股份一经转让，应当恢复至与普通股份同等的表决权。公司发行特别表决权股份的，应当在公司章程中规定特别表决权股份的持有人资格、特别表决权股份拥有的表决权数量与普通股份拥有的表决权数量的比例安排、持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围、特别表决权股份锁定安排及转让限制等事项。 存在特别表决权股份的境内科技创新企业申请发行股票并在科创板上市的，公司章程规定的上述事项应当符合上交所有关要求，同时在《招股说明书》等公开发行文件中，充分披露并特别提示有关差异化表决安排的主要内容、相关风险及对公司治理的影响，以及依法落实保护投资人合法权益的各项措施。”
4.	《上海证券交易所科创板股票上市规则》（简称“《上市规则》”）第 4.5.2 条 ²	规定“发行人首次公开发行并上市前设置安排的，应当经出席股东大会的股东所持三分之二以上的表决权通过。发行人在首次公开发行并上市前不具有表决权差异安排的，不得在首次公开发行并上市后以任何方式设置此类安排。”

² 《上市规则（征求意见稿）》中曾要求 AB 股制度需在公司上市前设置且有效运营一年（即额外运营时间）。经多方征询意见。上交所在最终颁布的《上市规则》中，将该额外运行时间的要求予以删除。

序号	相关法规	主要内容
5.	《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第二十四条	规定“存在表决权差异安排的发行人申请股票或者存托凭证首次公开发行并在科创板上市的，其表决权安排等应当符合《上海证券交易所科创板股票上市规则》等规则的规定；发行人应当至少符合下列上市标准中的一项，发行人的《招股说明书》和保荐人的上市保荐书应当明确说明所选择的具体上市标准： (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。”
6.	《上市公司章程指引》(2019)第十五条	规定“存在特别表决权股份的上市公司，应当在公司章程中规定特别表决权股份的持有人资格、特别表决权股份拥有的表决权数量与普通股份拥有的表决权数量的比例安排、持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围、特别表决权股份锁定安排及转让限制、特别表决权股份与普通股份的转换情形等事项。公司章程有关上述事项的规定，应当符合交易所的有关规定。”
7.	《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》	(1) 规定“科创板上市公司在上市前进行差异化表决权安排的，人民法院要根据全国人大常委会对进行股票发行注册制改革的授权和《公司法》第 131 条的规定，依法认定有关股东大会决议的效力。科创板上市公司为维持创业团队及核心人员稳定而扩大股权激励对象范围的，只要不违反法律、行政法规的强制性规定，应当依法认定其效力，保护激励对象的合法权益。 规定“依法审理公司纠纷案件，增强投资者对科创板的投资信心。积极调研特别表决权在科创板上市公司中可能存在的‘少数人控制’‘内部人控制’等公司治理问题，对于以公司自治方式突破科创板上市规则侵犯普通股东合法权利的，人民法院应当依法否定行为效力，禁止特别表决权股东滥用权利，防止制度功能的异化。案件审理中，要准确界定特别表决权股东权利边界，坚持‘控制与责任相一致’原则，在‘同股不同权’的同时，做到‘同股不同责’”。

二、什么样的企业适合设置 AB 股架构？

并非所有企业都有设置 AB 股架构的必要。AB 股架构的立法本意在于加强创始人对于上市公司（目前暂时仅适用于科创板上市公司）的控制力，以保障企业经营战略的稳定性和连续性。因此，创始人控制力强弱是核心考量标准。若创始人通过其所持股份已经能够全面、有力地保证对公司的控制力（如持股比例超过 51%），则在上市时一般无需设置 AB 股架构，而若创始人持股比例较低，则可以采用考虑 AB 股架构。以优刻得为例，公司决定设置 AB 股架构主要基于以下两点考虑：

1、优刻得主营公有云计算服务，是一家典型的科技互联网企业，在创业初期需要巨额的资金投入产品研发，因而不可避免地需要进行多轮直接融资。这就导致优刻得在上市前的股权结构较为分散，创始人股权稀释情况较为明显。在上市之前，优刻

得三名创始人合计直接持有发行人 26.8347% 的股份（低于 30%），按照优刻得设计 AB 股架构时的发行方案计算（不含采用超额配售选择权发行的股票数量），三名创始人上市后合计持有发行人的股份被稀释至约 20.12%^⑨，若公司后续实施再融资则前述比例将进一步被稀释。在这种情况下，除采用一致行动协议等传统增强公司控制权的手段之外，公司有充分的动力来寻求其他可行的保障措施；

2、优刻得秉持“中立、安全、可信赖”的经营理念，这也是公司能在巨头林立的云计算行业脱颖而出的重要原因。公司控制权稳定对于保障其经营策略（尤其是“中立”理念）不受影响具有十分重要的意义。上市之后，公司股票因挂牌交易而具有高流通性，同时创始人持股比例进一步被稀释，为

^⑨ 按照最终发行方案，优刻得发行股份比例为 13.85%，即三名创始人上市后合计持有发行人的股份被稀释至约 23.12%。为呈现设计方案时的考虑，除非另有说明，本文中使用的原发行方案的相关数据。

避免因股权分散而带来的潜在风险（如恶意收购、恶意掣肘等），优刻得需要借助 AB 股架构提高创始人对商业决策的表决权、以确保公司发展战略得以长久贯彻。

通常情况下，AB 股架构适用于那些高成长性的企业，包括科技创新型企业、医疗企业、互联网企业、媒体企业等，都可能涵盖在内。这类企业在业务和资产上具有一些共性特征：（1）在创业时期需要巨额资金进行产品研发和市场拓展；（2）一般具备技术集约、研发投入高、获客成本高等特点；（3）往往都是轻资产类型企业，没有可用作银行抵押的资产（如土地房产）。因此，这类公司在其创业初期不可避免地需要引进各类天使投资、风险投资等外部机构投资者。而在融资过程中，创始人的股权将随着新的外部投资者的进入而大比例稀释，甚至出现创始人持股比例远低于公司机构股东的情形。如此，这类企业在决定上市时（例如科创板），AB 股架构的作用就得以体现，创始人可以通过这样的表决权特别安排实现在经营上“控盘”企业的目的，使企业的发展战略和商业决策得以贯彻，避免因创始人与其他股东之间商业决策矛盾而产生“股东会僵局”，从而影响企业发展。

同时，AB 股架构增强了企业在内部保护和外部扩张上的能力：（1）就内部保护而言，若企业在上市前得以设立 AB 股架构，则可以使得企业的控制权相对集中，企业上市后很好地抵御敌意收购行为，这对于一些秉承“中立”经营原则的企业而言尤为重要；（2）就外部扩张而言，由于 AB 股架构能有效确保企业商业决策的制订及实施不受外界因素干扰，因此更便于企业落实对外投资的决策（例如投资、收购、业务扩张等），并确保公司发展战略得以长久贯彻。

当然，每个新事物总有其两面性。投资人所持股票价值本身由收益权和投票权组成，由于 AB 股架构使得普通股股东的投票权比例一定程度上受到限制，从市场角度来看，该上市公司的市场估值和股票流动性理论上会受到影响的。举例而言，在美国证券市场，AB 股架构上市公司就经常会面临发行估值压力和二级市场投资人对于股票流通性的顾虑。但是，由于 AB 股架构的采用，使得企

业长期战略更具有稳定性，有利于企业的长远发展和稳定盈利，在一定程度上亦能够弥补前述价值折扣和流动性受限带来的影响。

因此我们认为，股权较为分散且创始人持股比例较低的企业（特别是科技创新型企业）在科创板上市过程中，可以考虑设置 AB 股架构。

三、在设置 AB 股时，监管部门最关心的问题是什么？

优刻得于 2019 年 3 月设置特别表决权（AB 股架构），其《公司章程》对 AB 股架构具体内容进行了约定。该章程通过公司内部决议程序，在上海市市场监督管理局的支持下，该《公司章程》于 2019 年 5 月首先完成了工商备案手续。

无论对于企业还是监管部门（上交所和证监会），AB 股架构都是一个新事物。在上市过程中，监管部门对公司的 AB 架构表示出了全方面的关注，其在对公司的第一、第二次问询，以及审核中心落实函等环节均进行了问询。删繁就简，我们认为监管部门对于 AB 股架构拟上市企业的核心关注点有如下几点：

（一）设置 AB 股架构的必要性

作为 A 股市场上第一家采用 AB 股架构的拟上市公司，优刻得不可避免地需要回答这个问题，即优刻得的特殊性在哪里，为什么优刻得需要设置 AB 股架构？

如前所述，本次上市发行前，优刻得三位创始人合计持有 26.8347% 的股份，并通过委派董事会多数席位来实际控制公司的运营、决策；本次上市发行完成后，创始人在公司的持股比例进一步降低，按照原发行方案，优刻得三位创始人合计将最低仅持有 20.12% 的股份，而在董事会层面，按照“同股同权”原则，三位创始人未来在优刻得上市后可能无法控制公司董事会多数成员的提名。同时，考虑到公有云所在市场的激烈竞争及 BAT 等云计算巨头对云计算服务市场的瓜分，为确保优刻得在上市后不会因实际控制权减弱对优刻得的生产经营产生重大不利影响或受到竞争类企业的恶意收购，优刻得确有必要通过引入 AB 股制度以增强创始人对

公司的控制，提升优刻得治理效率、保障公司稳定运行，从而保护优刻得及其全体股东的利益。

（二）设置 AB 股架构的合理性

这个关注点涉及表决权比例设计的合理性及持有 A 类股份的人选合理性两个层面。

1、AB 股表决权比例设置为 1: 5 的合理性

优刻得于 2019 年 3 月 17 日召开了 2019 年第一次临时股东大会设置 AB 股架构，每 1 份 A 类股份对应 5 份 B 类股份。最终确定 1:5 的表决权差异

安排，并非随意决定，是结合优刻得股权结构特点，与优刻得股东充分协商、反复测算和系统论证后的结果。在本次上市发行过程中，监管部门也重点关注了优刻得表决权比例差异设置的合理性。

按照原发行方案的安排，根据测算，若优刻得将每 1 份 A 类股份分别对应 2 份至 10 份 B 类股份（即法律法规允许的表决权数量范围内），公司实际控制人在公司上市前及上市后（假设按照原计划本次发行 121,400,000 股进行测算，并考虑了行使超额配售选择权）的表决权比例情况如下：

每 1 份 A 类股份对应 B 类股份表决权份数	季昕华		莫显峰		华琨		合计		
	表决权比例(%)		表决权比例(%)		表决权比例(%)		表决权比例(%)		
	上市前	上市后	上市前	上市后	上市前	上市后	上市前	上市后	上市后（若行使超额配售选择权后）
对应 2 份	22.02	17.43	10.15	8.04	10.15	8.04	42.31	33.51	32.49
对应 3 份	27.26	22.40	12.56	10.32	12.56	10.32	52.39	43.05	41.92
对应 4 份	30.94	26.12	14.26	12.04	14.26	12.04	59.47	50.20	49.04
对应 5 份	33.67	29.01	15.52	13.37	15.52	13.37	64.71	55.75	54.62
对应 6 份	35.78	31.32	16.49	14.43	16.49	14.43	68.76	60.18	59.08
对应 7 份	37.45	33.21	17.26	15.30	17.26	15.30	71.97	63.81	62.75
对应 8 份	38.81	34.78	17.89	16.03	17.89	16.03	74.58	66.84	65.81
对应 9 份	39.94	36.11	18.41	16.64	18.41	16.64	76.75	69.39	68.42
对应 10 份	40.89	37.25	18.84	17.17	18.84	17.17	78.58	71.59	70.64

如每股 A 类股票对应每股 B 类股票表决权低于 5 倍（不含本数），则可能使得上市后创始人表决权比例低于 1/2；如每股 A 类股票对应每股 B 类股票表决权高于 5 倍（不含本数），则使得上市前共同实际控制人表决权比例超过 2/3。经优刻得股东的充分协商，在综合考虑各方意见和要求的基础上，全体股东一致同意创始人持有的每 1 份 A 类股份对应 5 份 B 类股份。因此，设置每一份 A 类股份对应 5 份 B 类股份，将使得三位创始人可以在强化其对公司的控制权以及保护其他股东的表决权比例之间形成较好的平衡，且有利于增强公司股权结构和治理结构的稳定性。

此外，优刻得曾在历史上搭建红筹架构下设置特别表决权，每 1 份 A 类股份对应 3 份 B 类股份，监管部门也重点询问了本次 A 股上市与境外红筹架构项下的表决权比例差异的原因。优刻得决定终止红筹架构后，先后经历了多次增资，在优刻得设置 AB 机构前，三位创始人优刻得中直接持有权益的份额合计稀释约 15%。因此，从表决权结果上看，优刻得按照每 1 份 A 类股份对应 5 份类股份的设置安排，与红筹架构下设置 AB 股架构后三位创始人人合计持有的表决权比例相当，便于增强公司股权结构和控制权结构的稳定性，具有合理性。最后，优刻得在红筹设置期间积累的相关公司治理经验，

也成为其在科创板设置 AB 股架构能够稳步运行的有效证明。

2、持有 A 类股份的股东设置人选合理性

由于持有 A 类股份的股东具有超额表决权，监管部门也重点关注该等股东的选取理由是否充分、合理。优刻得由三位创始人持有其 A 类股，三位创始人自优刻得设立之初就共同创业，在技术、业务和整体发展方向上共同决策，为公司发展或者业务增长等作出重大贡献，并且在优刻得上市前及上市后持续担任公司董事职位，其对于优刻得发展及业务增长的贡献及意义显著大于其他股东，是优刻得的灵魂人物，应当且可以享有特别表决权。

（三）优刻得设计 AB 股架构对中小股东的影响及采取的保障措施

出于保护中小股东利益的原则立场，这个问题也是监管部门关心的重点。对此，公司作出了较为全面的答复。

首先，虽然 AB 股架构是创始人加强公司控制与投资人股东监管公司运营之间进行博弈的产物，但从优刻得及其中小股东的长远利益角度出发，AB 股架构有利于公司和全体股东整体利益的最大化。AB 股架构使得优刻得持有 A 类股票的股东作为公司的创始及核心管理团队能够集中公司表决权，有利于维持和巩固三位创始人对优刻得的实际控制权，使优刻得治理效率提升，能够更好地实现创始人对优刻得战略的长远布局，支持优刻得作为科创企业的稳定发展，符合公司及全体股东（包括中小股东）长远利益。

其次，优刻得设计 AB 股架构时设置了保护中小股东利益的一系列措施，包括：（1）将 AB 股比例固定设置为 5:1，在控股股东控制权和其他股东表决权之间形成适中、合理的平衡；（2）严格限制 A 类股份适用的权限范围；（3）对 A 类股份施加更严格的减持限制；（4）设置 AB 股机制的议事及表决程序广泛、审慎、自主。

最后，享有特别表决权的三位创始人在最低持股比例、股份锁定及减持方式等重大方面受到更严格约束：（1）三位创始人在优刻得持有股份合计应

当达到优刻得全部已发行有表决权股份 10%以上；

（2）自股票上市交易之日起 36 个月内，三位创始人承诺不转让或者委托他人管理本人在本次发行及上市前直接或间接持有的优刻得股份，也不要求优刻得回购该部分股份；（3）创始人持有的 A 类股份可以按照交易所有关规定进行转让，但不得在二级市场进行交易。该等措施均将使得创始人与优刻得的利益进一步绑定，促使创始人兢兢业业为公司服务，为中小股东创造更多的价值。

（四）有关 AB 股架构的信息披露要求

监管部门要求优刻得就 AB 股架构的相关安排以平实易懂的语言进行全面、透彻的披露。

对此，公司在申报文件中充分披露了 AB 股架构的风险、对中小股东权益可能的具体影响，详细说明了 AB 股架构的设置程序、投资人股东对 AB 股制度的认识，系统论证了 AB 架构设置的必要性、AB 股表决权比例差异的合理性，并明确承诺了保护中小股东利益的具体措施等。相关信息可进一步参考优刻得于上交所网站公布的招股书和相关法律意见书。

四、A 股（科创板）、港股及美股的 AB 股架构制度有哪些差别，对企业选择境内或境外上市时有哪些影响？

（一）港股及美股采用 AB 股制度的典型案例

如前所述，A 股科创板采用 AB 股架构，其主要受赴港及/或美上市的中国红筹企业的影响。目前，在香港联交所于 2018 年正式采纳“不同投票权架构”（香港版“AB 股架构”）后，较为著名的市场案例包括小米集团（01810.HK）和美团点评（03690.HK）的首次公开发行。以小米集团为例，根据其招股书披露，其股本由 A 类股份和 B 类股份组成，其中 A 类股份每人每股可投 10 票，而 B 类股份每人每股可投 1 票，于其上市后，不同投票权受益人共掌握了小米集团约 81.0%的表决权（必须一股一票表决事项除外），从而实现了对小米集团运营决策的控制。

相较于港股市场，美股市场对表决权差异安排的规管更为宽松。以京东集团（JD）为例，根据其

招股书披露，其股本由 A 类股份和 B 类股份组成，其中 A 类股份每人每股可投 1 票，而 B 类股份每人每股可投 20 票。该安排使得公司管理团队在京东上市后通过约 20.3% 的持股比例掌握了约 83.6% 的投票权。在近年的其他案例中，著名社交软件 Snapchat (SNAP) 在纽约证券交易所上市时甚至首次发行了不含任何投票权的股份。如此安排，上市发行新股将不会稀释企业创始人的表决权，从而使其保持对公司的完全控制。

(二) A 股、港股及美股的 AB 股架构制度的主要差别

那么，科创板所采用的 AB 股架构与港股市场和美股市场有什么主要差别？这对企业选择境内或境外上市可能会构成什么样的影响？对此，我们整理科创板、港股及美股针对表决权差异安排的主要规定总结如下表，以供参考：

监管事项	科创板	港股市场	美股市场
发行人资格	(1) 市值指标： -不低于人民币 100 亿元；或 -不低于人民币 50 亿元且最近年度营业收入不低于人民币 5 亿元 (2) 仅允许在上市前设置表决权差异安排	(1) 市值指标： -至少 400 亿港元；或 -至少 100 亿港元且最近年度收入不低于 10 亿港元 (2) 仅允许新申请人以不同投票权架构提交上市申请； (3) 申请人必须是“创新产业”公司，业务成功且曾获资深投资者注资	无类似规定，且在上市后，上市公司仍可修改双层股权结构
股东资格	(1) 持有特别表决权股份的股东应占全部表决权的 10% 以上； (2) 持有特别表决权股份的股东应为对公司发展或业务增长作出重大贡献，且上市前后持续担任公司董事的人员或该等人员控制的主体	(1) 持有不同表决权股份的股东应占全部表决权的 10% 以上，但预期市值若超过 800 亿港元可酌情降低； (2) 持有不同表决权股份的股东须对公司业务增长有重大贡献，且上市时须担任公司董事	无类似规定，投票权较多的 B 股一般由公司创始人、管理层持有
特别规定	(1) 每份特别表决权股份的表决权数量不得超过每份普通股的十倍； (2) 除表决权外，特别表决权股份的其他权利与普通股相同； (3) 普通表决权比例不低于 10%； (4) 特别表决权股份不得在二级市场进行交易	(1) 每份不同表决权股份的表决权数量不得超过每份普通股的十倍； (2) 除表决权外，不同表决权股份的其他权利与普通股相同； (3) 同股同权股东所持表决权比例不低于 10%； (4) 不同表决权股份转让后不同表决权即行终止	无类似规定
新发行限制	除配股、转增股本外不得发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例	除同比例配股、以股代息和不会提高不同表决权股份比例的资本重组外，不得发行不同投票权股份	与科创板、港股规定基本相同
必须一股一票表决事项	(1) 修改章程； (2) 改变特别表决权股份的表决权数量； (3) 聘请或解聘独立董事； (4) 聘请或解聘会计师事务所； (5) 公司合并、分立、解散或者变更公司形式	(1) 修改组织章程文件； (2) 改变类别股份权利； (3) 任免独立非执行董事； (4) 任免审计师； (5) 上市发行人自愿清盘	无类似规定

总体来看，可以发现科创板和港股市场对表决权差异安排制度的规管十分类似且严格，而美股市

场的相应规定则较为宽松。除上表外，科创板和港股市场的监管部门亦制订了诸多条文以进一步保

护同股同权股东和中小投资者的权利，例如：（1）设置“日落条款（Sunset Clause）”，使特别表决权股份在持有人身故、离职等条件下转为普通股份；及（2）使上市公司内外之机构和个人发挥监管作用，保障表决权差异安排制度公平运行。可以说，科创板和港股市场为表决权差异安排这一新生制度搭建了层层防线。这一安排既有历史原因，也有现实目的。

作为最早采纳表决权差异安排制度的证券市场之一，美股的制度构建很大程度上受到了市场因素的影响。在美国证券交易委员会通过专门规则以前，美国的证券交易所出于市场竞争的需要，即根据自身需求制定了各异的表决权差异安排制度。美国证券交易委员会出台的19C-4规则，从法理上认可了表决权差异安排制度的合法性，但美国证券监管部门未能在包括纽约证券交易所、纳斯达克、美国证券交易所在内的各家市场机构间设置一致的表决权差异安排制度。尽管如此，表决权差异安排制度在美国已有相对长久的运行历史，基础较为稳固，同时依靠证券集体诉讼等保障制度，美股市场的表决权差异安排制度仍能良好运转。相反，表决权差异安排制度对境内和香港证券市场而言尚属新鲜事物。除科创板的特例外，我国《公司法》仍原则性明确实行同股同权的公司股权结构制度，而香港联交所在实行“不同投票权架构”制度之初，亦曾明确表示“一股一票”原则仍是赋予股东权利及使股东权利一致的最理想方法。表决权差异安排制度为两地证券市场注入了更多活力，但考虑到这一制度的复杂性和特殊性，科创板和港股市场均针对这一制度设置了一系列规则要求，以实现相对严格、细致、全面的监管。

因此，就对比科创板AB股制度与港股和美股AB股制度而言，科创板AB股制度与港股AB股的安排比较接近，且相关市场经验积累也相差不多；而相比之下，美股市场的相应规定为上市发行人根据自身需求设置不同投票权架构留下了调整的空间，赋予了上市发行人足够的灵活性。对于有志冲击资本市场的拟上市企业，这无疑是一针强心剂。对于类似京东一类的企业而言，如果没有AB股架构保障控制权，其创始团队恐怕难以力排众议，实

现公司的中长期发展蓝图。但同时，市场的反应同样敏锐。设置了超常不同投票权架构的上市公司，亦面临着发行价格和上市后股价走势的双重压力，如何取舍得失将成为拟上市企业考虑的关键因素。企业在选择境内或境外上市时，若考虑各个市场AB制度的影响，可以关注我们的上述分析。

五、我们对于科创板AB股的几点思考

（一）AB股结构执行后，若企业未能成功上市，或转至其他版块上市，则AB股结构及其项下决策的法律效力如何认定

目前中国版AB股架构仅限于科创板。根据《上市规则》的安排，发行人首次公开发行并上市前设置表决权差异安排的，应当经出席股东大会的股东所持三分之二以上的表决权通过；发行人在首次公开发行并上市前不具有表决权差异安排的，不得在首次公开发行并上市后以任何方式设置此类安排。这就意味着，企业需要在上市前设置AB股机制。

但前述要求带来的一个问题是，目前A股市场中仅允许科创板拟上市企业采用AB股制度，假若企业在采用AB股机制后，未能成功上市，或者根据特定情况的需求转至A股其他版块上市，则其已经设计并执行的AB股机制是否应当终止？假若需要终止，则在终止前，企业依据AB股机制所作出的相关股东大会决议的法律效力应当如何认定？这是我国A股项下AB股制度所面临的问题，其根源仍旧是现有公司法及证券法项下，股份公司总体上应当按照“同股同权”运营所导致的问题。

（二）AB股制度下的累积投票制

对比科创板《上市规则》和香港上市规则，针对采用AB股架构的上市公司，两地监管规则明确要求在任免独立董事时进行同股同权表决。但对于独立董事外的其他董事、监事，两地监管部门并未要求上市公司必须遵循同股同权原则。因此，对于选举独立董事以外的其他董事，是否可以在采用特别表决权安排的同时适用AB股机制，存在一定的不确定性，在实践中造成了一定的困惑。

尽管小米集团未采纳累积投票制，但其在选举董事上的实践仍然值得参考。根据小米集团的公司

章程，小米集团每年须退任及重选部分董事。于2019年5月14日，小米集团召开股东会重选了两位非执行董事及一位独立非执行董事。在选举非执行董事时，特殊表决权受益人每一股享有10份表决权，而在选举独立非执行董事时，则按同股同权进行表决。这也与香港上市规则的有关规定相符。

我们初步理解，如一家采用AB股架构上市公司按照监管规定（如《上市公司治理准则》）必须适用累积投票制，则其在选举独立董事时仅适用累积投票制，而在选举其他董事、监事时同时适用AB股差异投票和累积投票制。这样既可以在一定程度上发挥累积投票制的作用，同时不违背AB股制度的设计初衷。

（三）A类股份相对B类股份的表决权数量能否进一步提高

根据科创板《上市规则》的规定，每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍。相比之下，作为最早实行特别表决权制度的国家，同时也是双层股权结构运行比较成熟的国家，美国并未就其上市公司每份特别表决权股份对应普通股份的表决权比例作出限制。根据已成功在美国上市的公司所披露表决权架构来看，美国上市公司的特别表决权制度多赋予享有特别表决权股份10-20倍于普通表决权股票的超级投票权。那么，未来A股市场是否也有可能允许设置超过普通表决权股份10倍表决权的特别表决权？

综合科创板AB股制度的设置条件及我们的实践经验，我们理解，短时间内监管部门不会放开允许设置高于普通表决权10倍的特别表决权的上限，

但随着市场实践经验的积累，未来不排除进一步突破10倍最高倍数的要求。

（四）可否同时持有A类股份和B类股份

创始人虽为上市公司主要经营者，但其亦有退出套现的资金需求，这是人之常情。以小米集团为例，创始人团队除持有特别表决权股票外，亦保留部分普通表决权股票，以满足其减持套现的需求。

虽然科创板现行法律法规并未明文禁止持有特别表决权股票的股东在公司上市前同时持有普通表决权股票，但根据我们的观察和体会，就目前而言，监管部门对于同时持有A类股份和B类股份的设置是有一定顾虑的。特别表决权制度设置的本意，系由投资人股东及公开发行人后的中小股东基于对创始人经营管理能力的信任，让渡出自己的部分投票权，以增强创始人对公司的控制、提高公司治理的效率。如果创始人同时持有普通表决权股票，锁定期满后可随时减持退出，仅通过剩余少量特别表决权股票控制公司经营决策，对上市公司股权结构的稳定和投资人及中小股东对公司持续经营发展的信心都可能会产生一定负面的影响。未来是否会出现“同时持有”的案例，有待观察。

（五）总结

在中国，AB股架构作为一项崭新的公司治理工具，其目的是使得股东和管理层可以更为高效、合理地管理和运营上市公司，但就像每个新事物的成长轨迹一样，AB股架构的发展还需要更多的思考和实践。衷心希望这一新事物可以在中国资本市场生根发芽，为更多优秀的企业创造价值。

王 毅 合 伙 人 电 话：86 21 2208 6282 邮 箱 地 址：wangyi@junhe.com
蒋文俊 合 伙 人 电 话：86 21 2208 6357 邮 箱 地 址：jiangwj@junhe.com
尚世鸣 合 伙 人 电 话：86 21 2208 6203 邮 箱 地 址：shangshm@junhe.com
何廷财 律 师 电 话：86 21 2208 6027 邮 箱 地 址：hetc@junhe.com
王沪宁 律 师 电 话：86 21 2208 6143 邮 箱 地 址：wanghn@junhe.com
张力娇 律 师 电 话：86 21 2283 8342 邮 箱 地 址：zhanglijiao@junhe.com
赵丹妮 律 师 电 话：86 21 2283 8293 邮 箱 地 址：zhaodn@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”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

