

公司法修订草案系列解读 ——设立类别股制度对境内股权融资市场的影响

作者：范云鹏 郑燕

楔子

2021年12月24日，全国人民代表大会常务委员会公布《中华人民共和国公司法（修订草案）》（以下简称“修订草案”），向社会公众征求意见。修订草案共15章260条，在《中华人民共和国公司法（2018修正）》（以下简称“现行公司法”）13章218条的基础上，实质新增和修改70条左右。在完善公司资本制度方面，修订草案作出了诸多努力，例如确立并完善了出资义务加速到期制度、有限度的授权资本制度、类别股制度、无面额股制度和欠缴股东的失权制度。

本文将重点关注修订草案中与确立股份公司类别股制度相关的内容，并结合境内外交易的实践作法初步探讨类别股可能为境内股权融资交易带来的变化。相关规则修改前后对照如下：

核心条款（类别股的种类）：

现行公司法	修订草案	简析
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。	第157条： 公司可以按照公司章程的规定发行下列与普通股权利不同的类别股： （一）优先或者劣后分配利润或者剩余财产的股份； （二）每一股的表决权数多于或者少于普通股的股份； （三）转让须经公司同意等转让受限的股份； （四）国务院规定的其他类别股。 公开发行股份的公司不得发行前款第二项、第三项规定的类别股；公开发行前已发行的除外。	将类别股制度上升至法律层面，以“列举+兜底”的方式允许股份公司发行不同于普通股的类别股： ✓ 优先/劣后股 ✓ 差异化表决权股 ✓ 转让受限股 ✓ 其他由国务院规定 其中公开发行股份的公司不得发行差异化表决权股及转让受限股（但公开发行前已经发行的除外）。

配套条款（类别股股东保护机制）：

现行公司法	修订草案	简析
(无)	第96条： 股份有限公司章程应当载明下列事项：……（五） <u>发行类别股的，类别股的股份数及其权利和义务</u> ；	类别股的股份数及其权利义务需载入公司章程。
第103条： 股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权。但是，公司持有的本公司股份没有表决权。	第119条： 股东出席股东会会议，所持每一股份有一表决权， <u>类别股股东除外</u> 。公司持有的本公司股份没有表决权。	对类别股股东加以区别，其持有的类别股的表决权将依照该等股份的权利内容予以确定。
(无)	第158条： 发行类别股的公司，有本法第一百二十九条第三款规定的事项， <u>可能对类别股股东的权利造成损害的</u> ，除应当依照第一百二十九条第三款的规定经股东会决议外，还应当经出席类别股股东会的股东所持表决权三分之二以上通过。 公司章程可以对需经类别股股东会决议的其他事项作出规定。	对于涉及修改章程、增加或减少注册资本、公司合并、分立、解散或变更形式的事项且可能损害类别股股东权利的，需单独经过类别股股东所持表决权三分之二以上通过；同时允许公司章程规定其他需经类别股股东表决的事项。

引言

我国《公司法》于1993年通过，历经1999年、2004年、2005年、2013年及2018年五次修改，一直将公司区分为有限责任公司与股份有限公司两种类型，并将“同股同权”作为股份公司股份发行的基本原则。2005年公司法开始增加“同种类的每一股份”作为“同等权利”的限定，嵌入类别股的影子。

国务院于2013年出台《关于开展优先股试点的指导意见》，证监会随后颁布《优先股试点管理办法》，允许参与试点的发行人发行在分配利润和剩余财产方面具有优先性的股份，同时规定该等股份在参与公司决策管理方面受到一定限制。实践中根据该等安排发行优先股的多为A股上市公司或H股上市公司。近年来，随着注册制改革不断推进，科创板和创业板先后允许符合条件的发行人保留在上市前设置的表决权差异化安排。

相较于过去将“其他种类的股份发行”交由国务院另行规定，此次修订草案正式从法律层面确立股份公司类别股制度，为类别股正名，明确列举了优先/劣后股、差异化表决权股以及转让受限股三种可以区别于普通股的类别股特征，并增加公司章程法定载明类别股相关事项、类别股股东特别表决事项作为类别股股东权利的配套保护机制。值得注意的是，修订草案并没有将类别股制度适用于有限公司。

正文

1、类别股的含义及其主要功能

股东权利是一种兼具财产属性与人身属性的民事权利，包括股东身份权、处分权（转让）、分配权（包括利润及清算后剩余财产）、表决权、知情权、诉讼权等诸多子权利。在修订草案中，“普通股”这一用词是作为参照基准尺度来使用的，即整体而言具有“完整”的股东权利和“正常”的权利顺位、并且没有“特殊”的权利负担的那一类股份。“类别股”指的是相较于普通股而言，其附带的股东权利存在优先、增强、受限或延迟等特殊情形的股份。因此，准确把握某一类类别股的内涵，并不是单纯依靠其称谓或命名，而是需要清晰完整地勾勒出该等股份的权利和义务，这也是修订草案和境外类似立法一样明确将类别股的权利和义务作为章

程必须记载事项的原因。

值得一提的是，在境外很多司法辖区或交易文件的语境下，普通股通常和优先股成对使用，主要是突显优先股在利润或剩余财产分配方面特别顺位，而此处的优先股在修订草案的语境下就构成类别股。在风险投资和私募股权投资交易中，优先股还会基于其发行先后顺序、特别是发行价格的不同而划分为若干轮次，这些不同轮次的优先股在修订草案的语境下也是类别股。对于在分配权方面并无优先、劣后之分而只是在表决权上存在差异的股份，境外文件很多时候统称为普通股（而不像境内语境下区分为普通股和特别表决权股），仅对其贴上诸如A类普通股和B类普通股之类的标签加以区分，其中具有超级投票权的那一类普通股在修订草案的语境下也构成类别股。

在公司的股权融资交易中，发行的股份具有何种权利属性直接关系到投资人对投资标的和潜在交易的评估、在投资完成后参与公司治理的能力以及退出公司取得回报的路径选择。随着我国股权融资市场的日益成熟，境内公司在股权融资时需要面对的投资人群体类型也呈现多样化的态势。境内和境外投资人对交易惯例理解的差异、私营和国有投资人对投资风险偏好的差异、财务和战略投资人对投资目标定位的差异、上市前和上市后投资人对目标公司了解程度的差异都促使融资主体针对不同投资人的需求提供合适的融资工具。另一方面，融资主体在不同时点针对创始人、员工和投资人等不同类别的股东群体也需要合理安排股权架构，使得公司能够成为凝聚各方利益的载体。例如，对公司估值的认可和实际的资金投入往往意味着对投资回报确定性和优先性的关注，对公司实际掌控能力的话语权通常伴随着对所持权益流动性的牺牲和主要风险的承担。类别股制度为融资主体满足各类投资人的利益诉求、最大程度实现融资功能提供了有效的法律基础，有助于交易参与方打造切实符合商业目的的股份类别。

2、类别股制度对境内股权融资市场可能带来的影响

本文拟以公司股权融资的生命线为轴，从私募股权融资、股份公司设立、A股各板块首发上市审核等方面探讨类别股制度实施后可能带来的变化。

（1）私募股权投资中更多特殊股东权利得以在公司章程中体现

现状：如以下表格所列，现行公司法为有限公司股东优先认购权、优先购买权、优先分红权、特殊表决权和其他股权转让限制预留了一定空间，允许公司章程和股东自行作出相关约定，但就股份公司而言，仅就优先分红权保留了灵活操作的可能性。

由于缺乏明确的类别股制度安排，公司和投资人即使在商业上同意对不同轮次或类别的权益进行差异化安排，也难以将其固定在相应的股权或股份标的之上，而是着眼于从相应股东的属人性权利角度予以约定。这其实是将本来可以标准化界定的类别股降格为需要依附于持股主体身份的权益类型，在同一股东持有不同轮次或类别权益的情况下则更加难以清晰地厘清各自的权利属性，对其流动性和可识别性造成负面影响。

在实践中，受限于各地市场主体登记管理部门在备案环节的掌握尺度，包括类别股性质安排的许多特殊股东权利往往难以直接在公司章程中体现，而需要通过公司和股东之间、或创始人和投资人之间的股东协议等合同安排予以落实。但是，公司章程才是公司的组织性文件，可以按照公司法的规定对公司、全体股东、董事、监事和高级管理人员具有普遍约束力，而股东协议等合同不是组织性文件，基于合同的相对性仅对相关协议的当事方具有约束力。即使股东协议为某些投资人持有的投资权益打上“优先股”的标签，其实质上仍然是当事方的合同安排，而不是被公司章程认可的安排。

变化：修订草案引入类别股制度，为股份公司创设某些类型的特殊股东权利提供了明确的法律依据。可以预见的是，在私募股权投资交易中，投资人的特殊权利会更加清晰明确地作为类别股的权利和义务反映到公司章程，相关当事方也会更加注重公司章程和股东协议有关条款的一致性。这既有利于有关特殊权利附着

于类别股上，随着类别股的发行或转让而在不同持股人之间更高效地流转，也会提高类别股权利和义务在公司内部组织规范中的效力位阶，有助于公司的各利益相关方直接依据公司章程主张相应的权利。

实践中，不少公司在每一融资轮次与相应的投资人单独签署股东协议约定该轮次股东的权利和义务，经常出现多份股东协议之间的冲突，极易产生纠纷和操作上的难题。公司章程对类别股的规定会促使不同轮次的股东更加关注其权利义务的明确性，借助公司章程的权威确保其应有的权利不被减损，也能减少一些事项在不同协议中反复约定容易产生的矛盾。另外，出于各种原因，公司部分股东从未签署任何股东协议或者没有签署股东协议的后续修订版本的情况也时常发生，类别股的安排可以借助有效通过的公司章程对此类公司股东也产生约束力。

当然，修订草案中的类别股制度也并不能解决私募股权投资实践中的所有问题。其一，类别股制度还不适用于有限公司，这意味着对于大量的有限公司，通过股东协议等合同安排约定特殊股东权利仍将是通行的作法。我们亦期待立法者能够最终将类别股制度适用到有限公司，毕竟大量在上市前进行股权融资交易的有限公司对类别股有更迫切和现实的需要。其二，诸如回购权在内的一些常见的投资人权利仍未明确作为修订草案列举的类别股类型。回购权涉及公司减资规则的适用，也与保护债权人的诉求密切相关，一直是市场作法和司法实践反复磨合的问题。对于此类尚无明确定论的权利安排，融资主体和投资人恐怕还需要继续沿用现有的操作方式。其三，并不是所有的投资人权利都需要归结到类别股的范畴中。对于信息权或者某些依附股东人身属性的转让限制，完全归属到类别股的机制中可能会造成类别股的过度复杂化和资本结构的支离破碎，不妨借助合同安排或者公司法的其他授权机制在公司章程中予以规定。

特殊股东权利	现行公司法	修订草案
有限公司：		
优先认购权	第34条（可由全体股东另行约定）	第223条（可由全体股东另行约定）
优先购买权	第71条（可由公司章程另行规定）	第85条（可由公司章程另行规定）
优先分红权	第34条（可由全体股东另行约定）	第205条（可由全体股东另行约定）
特殊表决权	第42条（可由公司章程另行规定）	第60条（可由公司章程另行规定）
优先清算权	/	/
其他股权转让限制	第71条（可由公司章程另行规定）	第85条（可由公司章程另行规定）
回购权	/	/
反稀释权	/	/
拖售权	/	/
股份公司：		
优先认购权	/	第223条（可由公司章程另行规定）
优先购买权	/	第168条（可由公司章程另行规定）
优先分红权	第166条（可由公司章程另行规定）	第157(1)、205条（可由公司章程另行规定）
特殊表决权	/	第157(2)条
优先清算权	/	第157(1)条
其他股份转让限制	/	第157(3)条、第168条（可由公司章程另行规定）
回购权	/	/
反稀释权	/	/
拖售权	/	/

（2）股份公司的设立可能进一步普及

现状：对于我国明确规定的两种公司形式，一般认为，有限公司侧重人合性，股份公司侧重资合性。现行公司法第42条亦从立法层面为有限公司设置不同表决权的同类股留下空间，而受限于境内监管机构对公司资本的强管控常态，“同股同权”原则一直如同达摩克利斯之剑悬于股份公司额上。在此环境下，同时结合股份公司发起人人数、发起人和董监高股东的锁定期（参见我们前期的文章：《海问·观察 | 公司法修订草案系列解读——股权交易相关规则的变化》）等方面的考量，创始人早期设立公司时往往会选择有限公司形式。由于境内公司在境内上市或境外直接上市均需要采用股份公司的形式，境内公司在启动上市程序之前往往需要先进行有限公司整体变更为股份公司（俗称“股改”）的流程，其中既涉及评估、审计、创立大会等程序，也涉及主体更名、产权变更、合同继受等安排，对企业而言比较繁琐。上述这种市场通行作法往往造成一种股份公司属于有限公司进化形态的错觉。

变化：此次修订草案在股份公司资本制度改革方面引入了无面额制（参见我们前期的文章：《海问·观察 | 公司法修订草案系列解读——无面额股制度的引入》）和授权资本制，还取消了至少2人的股东人数要求以及发起人股东锁定期的要求。在上述松绑的基础上，类别股的设立更是为股份公司增添了比较优势。尽管还不能说股份公司在各方面都具有优越性，但相信越来越多的初创公司和创始人会更全面地评估有限公司和股份公司两种企业组织形式，从而选择更符合商业目标和市场预期的公司类型。特别是在类别股制度仅能适用于股份公司的背景下，投资人很可能出于有效保护自身权益的需要而敦促标的公司更早地完成股改，以股份公司的形态来接受投资发行类别股，创始人或许也会考虑从一开始就设立股份公司而不是将股改作为上市前的标准动作。

（3）A股各板块对特殊投资条款及表决权差异设置审核要求有望放松

现状：现行A股资本市场中，出于发行人控制权稳定、对中小股东权利保护以及股份公司“同股同权”等要求及考虑，审核机构往往要求发行人在申报前与相关股东对特殊投资条款进行不同程度的处理（参见我们前期的文章：《海问·观察 | 投后管理实务之A股IPO投资人特殊权利终止与恢复》）。

变化：修订草案第157条第2款规定，公开发行股份的公司不得发行差异化表决权股和转让受限股，公开发行前已发行的除外。结合《证券法》对公开发行的界定，我们理解，如果以公开发行作为这两类类别股是否得以存在的分界点，目前新三板挂牌及定增股东人数累计未超过200人的情况，不属于公开发行，因此，在该等情况下实施这两类类别股安排应不构成实质障碍；对于新三板挂牌及定增超过200人及上交所/深交所首发上市的情况，则这两类类别股只能在超过200人之前或首发上市前已经设置的才能予以在公开发行后保留。

另外，如果类别股制度在公司法层面获得接纳，上市监管审查机构是否能够适当放宽投资人特殊权利的终止范围和时点的要求也是值得关注的问题。上市审核机构允许上市申请人在完成上市前最大限度地保留类别股安排，将有助于回应投资人的关切，也减少市场中不一致作法产生的不确定性，提高规则的可预期性。上市申请人的公司章程中可以明确地规定类别股将在上市时自动转换为普通股，以满足某些类别股权利不应在上市后继续存续的法律或监管要求。

3、与类别股制度实施有关的若干问题

· **类别股和普通股的转换**：通常而言，普通股不能转换为类别股，但类别股应当有转换为普通股的渠道和触发条件。建议公司法认可类别股与普通股的可转换性，并授权公司章程对该等转换机制作出规定。例如，对于分配权方面优先股，持股主体可以在任何时候自愿转换为普通股，并且在合格上市或该类类别股特定多数比例股东做出决议等转换事件发生时自动转换为普通股。对于具有特殊投票权的类别股，其超级投票权主要取决于持股主体的身份（如创始人等），因此通常会约定该等主体转让相关股份后，这些股份就自动

丧失超级投票权而成为普通股。对于受到转让限制或享有某些其他特殊权利的类别股，可能也会规定在合格上市或整体出售时自动转换为普通股或者相关的限制不再有效。

· **反稀释权的设置**：投资人通常对于融资主体以低于本轮价格进行新股发行比较排斥。部分投资人可以通过对新股发行行使否决权来避免低价发行，但更多的投资人需要借助反稀释权对公司的低价发行形成威慑效应。在现行公司法的框架下，反稀释权的实现路径通常包括公司向相关投资人定向增发新股或者创始人向相关投资人转让老股，并且均按照法律允许的最低价格来完成该等发行或转让。这两种模式均会涉及公司股权结构的即时调整，在实际操作中既涉及注册资本缴纳和税负承担的考量，也会受到公司和其他股东配合程度的制约。如果类别股向普通股的转换性可以实现，则有望参照适用境外法域中优先股的反稀释权安排：在每次融资刚结束时，新发行的类别股和普通股的转换比例均为1：1，即该类别股的初始转换价格和发行价格保持一致；一旦公司低于该类别股发行价格发行新股，该类别股的转换价格会根据完全棘轮（full ratchet）或加权平均（weighted average）公式计算出的数值进行调整，随之其与普通股的转换比例也相应变动，使得每一类别股可以转换得到的普通股数量发生变化。在确定投票权和分配权时，每一类别股享有的权益都将以其届时可以转换的普通股数量予以确定，通过适用计算公式达到了反稀释权的效果。这种安排不需要立即改变公司实际发出的总股数或者在不同股东之间调整股份的数量，也无需实际完成类别股和普通股的转换。

· **类别股的权利义务内容是否可以定制化安排**：除了兜底条款外，修订草案明确列举了三种类别股。这种列举到底是固定化的菜单选项，还是就类别股可能的属性进行的描述，有待相关规则的最终完善和市场实践的发展。股东权利是具有多种维度和子项的，不一定需要将某一类类别股和普通股的差异局限于一个维度或权利特征。在法律允许的类别股范围内，如果公司和股东可以进行自由组合和搭配，能够形成多种量身定制的类别股安排，最大限度地丰富类别股的制度供给。例如，分配权方面的优先股，可能同时也需要具有特别表决权的属性；具有特别表决权的股份，可能也要受到某些转让方面的限制。

· **类别股制度的效果取决于对公司自主安排的尊重**：类别股制度属于授权性规范，是充分给予市场主体选择权和回应市场需求的体现。在类别股制度的实施上，给予公司和股东的自主性越高，相关制度安排的效果也就能在更大程度上得以显现。在类别股条款的设计上，应当允许和鼓励公司在类别股的类型、转换机制、权利和义务的内容、行使条件和方式等方面更多地自主约定，在强制性规范之外充分发挥公司章程的自治功能。市场主体登记管理部门在对公司章程进行备案审查时，可以主要着眼于形式审查和对强制性规范的把握，对于未超越法律边界的规定尽量尊重市场主体的意思自治。例如，对于转让受限制的类别股，除了修订草案中明确提及的需要公司同意的情形外，可以尝试在公司章程中提及向竞争对手转让的限制、对转让方附加随售权的限制、需要事先取得特定股东同意的限制、预设锁定期安排等内容。又如，需要类别股股东单独表决的事项，修订草案中提及的“可能对类别股股东的权利造成损害”的标准利益平衡色彩比较明显，但在实际操作中会具有较强的模糊性。结合市场实践中关于股东保留事项的规定以及境外示范性立法的指引，公司章程中可以更加明确列举需要类别股股东表决的事项，例如增加或减少某一类别股的数量，改变某一类别股的名称、权利或限制，创设一种在权利上优先于或等于某一类别股的股份等。

· **差别化对待非上市公司和上市公司的类别股安排**：我国在类别股制度方面的尝试起步于为上市公司设计的某些制度，也积累了不少有益的经验。但既然修订草案在引入类别股制度时并没有局限于上市公司，就不应把当前适用于上市公司的各种类别股规则默认为非上市公司今后实施类别股安排也必须遵守或者参照适用的准则，毕竟上市公司可能会在类别股制度方面设置额外的要求以体现对于公众投资者更多的保护。这些规则和相应的惯例可以经过一些非上市公司的自主选择成为其公司章程的规定，但不应当被过度地渲染成为非上市公司应该对标适用的规则，否则就没有实现从公司法层面确立类别股制度的价值。例如，科创板和创业板的差异化表决权制度从保护公众投资者的角度设置了若干条件，包括普通股比例的要求、不得适用于特定表决事项的要求等，这些内容就不一定要成为非上市公司设定相关类别股时需要遵守的规则。如果确实需要对上市公司采用类别股的方式和范围进行监管，完全可以将相应规则的起始点设定在上市完成之时，而将上市前的类别股安排更多地交由市场主体去设计和安排。

结语

常言道，“君子和而不同”。公司作为成熟的市场主体，在股权融资时能够聚拢不同类型的股东，也应当向各类股东提供差异化的公司权益。类别股安排既为满足这种多样化的需求提供了制度供给，也在公司法的框架内为不同的股东维持利益平衡施加法定保护机制。类别股的最大生命力不在于授权实施类别股的规范，而在于每一家公司及其股东在相关规范允许的范围内不断创设出回应市场需求的交易安排。当然，立法者和司法实践对具体而鲜活的类别股安排进行必要的回应、认可和校正，也将有利于相关制度和实践的完善，这也是许多早已实施类别股的境外法域仍然在经历的过程。

2022-01-21