

上市公司中小股东分类表决、单独计票及类别股东分类表决机制历史沿革*

姜小勇**

摘要：中小股东分类表决机制始于股权分置时期，旨在平衡不同股东间的利益，历经四阶段演进。2002—2003年初创阶段，因公开增发乱象，2003年证监会引入流通股股东表决权，浙江天通电子等首用该机制，北汽福田等案例彰显其威力。2004—2008年体系化阶段，“国九条”奠定了制度基础，2004年证监会明确五类事项需社会公众股股东表决，三一重工等为股改提供样本。2013—2019年规则转变阶段，股改后机制退出，监管转向常态化保护，明确中小股东界定与单独计票，建立类别股东分类表决，针对特殊事项增设条款，交易所细化披露环节。2019年至今深化阶段，2023年公司法确立类别股制度，2025年证监会及深交所修订规则，降低参与门槛，实现从程序保障到实质赋能的升级。

关键词：中小股东 分类表决 单独计票 股权分置改革

上市公司在股权分置时期，为了平衡非流通股股东与流通股股东在公开增发事项的利益逐步引入了中小股东分类表决机制，后来逐步扩充到更多涉及中小投资者利益的重大事项，并在股权分置改革中扮演着极其重要的作用。分类表决机制既保障了中小股东的议价权，又为股权分置改革的全面推进扫清了障碍。随着股权分置改革的结束，分类表决机制作为一项应急措施逐步退出历史舞台，对中小投资者保护转向常态化。监管部门逐步细化了社会公众股股东的认定标准，引入中小投资者的单独计票机制，并要求强制披露中小投资者的单独投票情况；同时对于如上市公司主动退市、上市公司分拆所属子公司上市时存在上市公司董事、高级管理人员在拟分拆

* 本文仅代表作者个人观点，与所供职单位无关。

** 山东证监局党委委员，副局长。

所属子公司安排持股计划的等个别特殊事项再次引入中小股东分类表决机制。而如今,为适配类别股制度,不断扩展类别股分类表决适用场景。

一、制度初创阶段(2002—2003年):为抑制上市公司公开增发冲动催生分类表决机制

1998年,为丰富再融资方式,拓宽再融资渠道,中国证券市场开始引入了公开增发试点。2000年4月30日,证监会颁布了《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》(以下简称《暂行办法》)以及《上市公司向社会公开募集股份操作指引(试行)》等文件,并配套发布上市公司申请社会募集股份报送材料标准格式(试行)和招股意向书内容与格式。肯定了公募增发的形式,并对增发条件、发行方式等内容制定了指导性标准。它虽然明确规定具备增发新股资格者包括有重大重组的企业,有核心技术的高成长性企业,兼有A、B、H股的企业以及股本结构不达标的企业,但净资产收益率等财务指标要求门槛较低,只要求“公司在最近三年内连续盈利,本次发行完成当年的净资产收益率不低于同期银行存款利率水平;且预测本次发行当年加权计算的净资产收益率不低于配股规定的净资产收益率平均水平,或与增发前基本相当”;对于实施重大资产重组的上市公司,在部门规章层面规定“重组前的业绩可以模拟计算”,但要求重组后一般应运营12个月以上。自《暂行办法》颁布后当年共有20家公司实施公开增发,共募集资金194.47亿元。2001年3月,证监会出台《关于做好上市公司新股发行工作的通知》和《上市公司新股发行管理办法》,提高了公开增发的门槛,要求公开增发的公司满足“最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%,且预测本次发行完成当年加权平均净资产收益率不低于6%”的条件;但同时又规定“如公司最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均低于6%”的,只需满足“公司发行完成当年加权平均净资产收益率应不低于发行前一年的水平。”由于增发新股条件宽松,上市公司都盯上了公开增发这块肥肉。随后便有122家上市公司提出了大规模的增发预案。无论业绩好坏,只要勉强达标就可以提出增发方案。2001年后增发新股筹集的资金规模也开始赶上并且超过配股方式所筹集的资金规模。公开增发作为上市公司股权再融资的一种最重要的形式出现在证券市场上(当时还未推出非公开发行融资工具)。且由于当时存在流通股和非流通股,大股东持有的股份不能流通。公开增发往往按市价发行,发行价比配股高,而大股东配股认购的股份也定性为非流通股,没有动力拿出真金白

银参加配股,故往往选择放弃配股。因此同等条件下,公开增发后大股东持有的每股净资产比配股增厚更多,同等融资额股权的稀释比例更少,而当时增发盈利条件又比配股低(配股当时要求,公司最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%;扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据)。由于增发的诸多好处,许多上市公司也纷纷“弃配改增”。

2001年度,共有12家上市公司完成公开增发,融资额为101.86亿元,而当年配股融资金额为162.87亿元。2002年共有31家实施了公开增发,融资额为193.09亿元。而当年配股融资金额仅为86.98亿元。公开增发融资额首次超过了配股融资金额。一时间公开增发往往被认为是大股东和上市公司从证券市场圈钱的代名词,市场反应激烈。中小投资者对此意见诟病较多,亟须引入一种机制来平衡非流通股和流通股股东的利益。

针对大规模增发新股引起较多市场问题的情况,2002年7月24日,证监会发布《关于上市公司增发新股有关条件的通知》,进一步提高公开增发门槛。通知规定,上市公司申请增发新股,必须符合“最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于10%,且最近一年加权平均净资产收益率不低于10%。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比,以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据”等条件。更为重要的是,通知还引入了“流通股股东表决权”这一创新约束模式,即中小股东分类表决机制,规定“增发新股的股份数量超过公司股份总数20%的,其增发提案须获得出席股东大会的流通股股东所持表决权的半数以上通过”。该规则的核心突破在于创设“流通股股东单独计票”机制:此前非流通股股东因持股比例高,可凭借“资本多数决”垄断决策;而单独计票要求下,中小股东的表决意见被单独统计并作为决议生效的必要条件,彻底打破了非流通股股东的绝对控制权,成为我国中小股东分类表决制度的“立法原点”。

浙江天通电子股份有限公司于2003年6月27日上午2002年度股东大会审议《关于公司本次公募增发符合增发有关条件的议案》及《关于公司增发人民币普通股(A)股发行方案的议案》,成为首家引入分类表决机制审议公开增发方案的公司。此外,当年北京航天长峰股份有限公司于7月31日召开的2003年第一次临时股东大会、浙江中国小商品城集团股份有限公司于11月29日召开的2003年第一次临时股东大会在审议公开增发方案时也均采用了分类表决机制。而北汽福田汽车股份有限公司于2004年9月27日召开2004年第一次临时股东大会审议公司增发议案,所有

涉及增发的议案包括募集资金的使用均因中小股东的反对而议案未获通过;重庆百货大楼股份有限公司于2004年12月27日召开2004年度第一次临时股东大会审议《关于重新确定本次发行方案的议案》也因社会公众股股东反对票占与会公众股股东所持社会公众股股份总数57.3576%而议案未获通过。上述两公司虽然总体赞成票分别高达86%、97.95%,但终未获得参会社会公众股股东的赞成票的2/3以上,相关议案被否决,彰显了中小股东分类表决机制的威力。

二、制度体系化阶段(2004—2008年):以股权分置改革为契机全面引入分类表决机制

2004年1月,《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(即“国九条”)首次将“积极稳妥解决股权分置问题”纳入资本市场顶层设计,明确指出流通股与非流通股的利益冲突需通过制度创新化解——这一导向为中小股东分类表决机制的诞生奠定了政策基础。

2004年12月7日,证监会发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,明确在股权分置情形下,作为一项过渡性措施,上市公司应建立和完善社会公众股对重大事项的表决制度,即分类表决机制。该规定明确,上市公司涉及以下五类直接影响中小股东权益的重大事项时,除需经全体股东表决外,还必须经“参加表决的社会公众股股东(即早期对中小股东的核心界定)所持表决权的半数以上通过”,具体包括:(1)上市公司向社会公众增发新股(含发行境外上市外资股或其他股份性质的权证)、发行可转换公司债券、向原有股东配售股份(但具有实际控制权的股东在会议召开前承诺全额现金认购的除外);(2)上市公司重大资产重组,购买的资产总价较所购买资产经审计的账面净值溢价达到或超过20%的;(3)股东以其持有的上市公司股权偿还其所欠该公司的债务;(4)对上市公司有重大影响的附属企业到境外上市;(5)在上市公司发展中对社会公众股股东利益有重大影响的相关事项。而当时的社会公众股基本等同于流通股(大股东持有的流通股除外)。

北京京西风光旅游开发股份有限公司于2004年12月27日召开2004年度第一次临时股东大会审议《将公司拥有的北京市门头沟区建设开发公司全部资产整体转让给国泰土地整理有限公司的议案》,成为《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》发布后首家出售资产使用分类表决机制审议的公司,最终该议案的表决结果

为：非流通股 77250000 股同意，占出席会议有表决权股东所持非流通股股份的 100%，反对 0 股，弃权 0 股；流通股 33800 股同意，占出席会议有表决权股东所持流通股股份的 100%，反对 0 股，弃权 0 股。

2005 年 4 月 29 日，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，改革试点期间，三一重工、清华同方等首批试点公司在表决股权分置改革方案时也完成引入该机制，成为该机制的“实践样本”。这些公司通过分类表决机制，与中小股东协商确定“送股+派现或+承诺”的对价方案（如三一重工推出“10 股送 3.5 股+派 0.8 元”），最终中小股东投票通过率均超 90%。分类表决机制在此过程中既保障了中小股东的议价权，又为股权分置改革的全面推进扫清了障碍，验证了其制度可行性。

在此期间除明确规定的上述四项重大事项外，部分上市公司在召开股东大会时按照第五项兜底规定的精神审议对涉及社会公众股股东利益有重大影响的相关事项也引入了中小股东分类表决机制。比如上海飞乐股份有限公司于 2004 年 12 月 28 日召开 2004 年第一次临时股东大会审议《关于收购上海精密科学仪器有限公司 100% 股权的议案》及《关于变更部分募集资金投资项目的议案》、安徽恒源煤电股份有限公司于 2005 年 1 月 10 日召开 2004 年第一次临时股东大会审议《关于修改〈公司章程〉部分条款的议案》以及选举部分董事、监事议案、太原煤气化股份有限公司于 2005 年 1 月 12 日召开 2005 年第一次临时股东大会上审议《关于租赁经营太原城市煤气工程气源厂部分资产的关联交易议案》以及选举部分董事、独立董事议案、中国高科集团股份有限公司于 2005 年 1 月 17 日召开 2005 年第一次临时股东大会审议《关于修改公司章程的议案》以及更换公司部分董事议案时均采用了中小股东分类表决机制。广东科龙电器股份有限公司于 2005 年 1 月 15 日召开 2005 年第一次临时股东大会审议董事会、监事会换届选举以及《关于提请 2005 年第一次临时股东大会授权董事会利用本公司自有资金进行 H 股回购的议案》时则采用了流通股股东和非流通股股东、内资股股东和外资股股东多重分类表决机制。

三、规则转变阶段（2013—2019 年）：建立类别股东分类表决机制，对同一股份侧重于中小股东的单独计票以及披露情况，并逐步完善社会公众股标准及细化操作

随着股权分置改革的完成，市场迎来了全流通时代，已不存在流通股与非流通股

之分,大股东与中小股东利益趋于一致,中小股东分类表决机制作为股权分置的一个“应急工具”逐步退出舞台。监管部门对中小股东的保护转向常态化保护。制定完善中小投资者分类标准,建立中小投资者单独计票机制,保障中小投资者依法行使权利。而随着优先股等新的证券品种的出现,逐步引入了类别股东分类表决机制。监管层同时通过修订核心法规、细化操作流程,逐步构建起系统化规则体系:

(一) 明确“中小股东”界定与强制中小股东单独计票^①要求

2013年国务院办公厅发布《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》(国办发[2013]110号),要求制定完善中小投资者分类标准,健全中小投资者投票机制,建立中小投资者单独计票机制,保障中小投资者依法行使权利。2014年5月,证监会修订《上市公司股东大会规则》,强化了中小股东单独计票的刚性约束:一是首次明确“影响中小投资者利益的重大事项”需强制单独计票,^②且“单独计票结果应当及时公开披露”;二是间接界定“中小股东”范围(即除控股股东、实际控制人及持股5%以上股东外的其他股东),为后续规则细化提供统一标准。而在之前2006年的沪深交易所《关于〈股票上市规则〉有关上市公司股权分布问题的补充通知》首次确定了社会公众股股东是指除了以下股东之外的上市公司其他股东:持有上市公司10%以上股份的股东及其一致行动人;上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。2014年5月《上市公司股东大会规则》修订的关键意义在于,将单独计票从“特定事项适用”扩展至“所有涉中小股东利益的重大事项”,且通过“强制披露”确保表决结果透明,避免规则被规避。同年颁布的《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第23条明确规定:“中小投资者表决情况应当单独计票”。2014年新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》第24条规定:“除上市公司的董事、监事、高级管理人员、单独或者合计持有上市公司5%以上股份的股东除外,其他股东的投票情况应当单独统计并予以披露”。2016年颁布的《上市公司股权激励管理办法》第41条规定:“除上市公司董事、监事、高级管理人员、单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东以外,其他股东的投票情况应当单独统计并予以披露”。爱康科技在2014年3月14日召开2014年度第三次股东大会审议公司非公开发行

^① 中小股东单独计票,并不影响表决结果,即议案是否通过取决于总的表决结果(普通决议过半数,特别决议过三分之二)。单独计票的结果虽不具备直接否决权,其核心作用为信息披露,向监管机构和全体投资者揭示中小股东的真实态度,形成舆论与监管压力。该制度的核心要求为“结果公开,间接监督”。

^② 2006年颁布的《上市公司股东大会规则》第39条第2款规定:“发行境内上市外资股的上市公司,应当对境内资股股东和外资股股东出席会议及表决情况分别统计并公告。”这是境内最早关于单独计票的规定。

议案时,就根据国办发〔2013〕110号文件精神,股东大会首次采用中小投资者单独计票。而在实践中,上市公司的所有股权再融资议案在股东大会表决时,公开发行人、非公开发行等所有形式的股权再融资也均披露了中小股东的单独计票情况。如浦发银行2016年4月28日召开的2015年度股东大会审议公司非公开发行及董事会、监事会换届选举事项,新泉股份2018年11月15日召开的2018年第五次临时股东大会、拓斯达2018年11月召开的2018年第三次临时股东大会、能科股份2019年2月召开的第一次临时股东大会分别审议公司公开增发事项均披露了中小股东的单独投票情况。

(二) 针对优先股品种的推出,建立类别股东分类表决机制

2014年4月,证监会颁布《优先股试点管理办法》,正式推出优先股这个特殊证券品种。发行优先股的上市公司除了有普通股之外,还有优先股。优先股股东在股息和剩余财产分配上享有优先权,但在表决权上受限,其分类表决权主要用于保护其自身的优先权利。为平衡普通股股东和优先股股东的利益,监管层明确推出了类别股东分类表决机制。^①《优先股试点管理办法》第10条规定:“下述事项的决议,除须经出席会议的普通股股东(含表决权恢复的优先股股东)所持表决权的三分之二以上通过之外,还须经出席会议的优先股股东(不含表决权恢复的优先股股东)所持表决权的三分之二以上通过。”

- (1) 修改公司章程中与优先股相关的内容;
- (2) 一次或累计减少公司注册资本超过百分之十;
- (3) 公司合并、分立、解散或变更公司形式;
- (4) 发行优先股;
- (5) 公司章程规定的其他情形。”

(三) 针对特别事项,增加中小股东特殊表决机制

2014年10月17日,为贯彻落实《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发〔2014〕17号)相关要求,进一步健全资本市场基础功能,增强市场主

^① 国务院证券委员会、国家体改委1994年制定的《到境外上市公司章程必备条款》要求A+H股上市公司在公司章程中按照上述文件第79—84条规定在重要事项上建立严格的类别股东(即内资股东和外资股东)的分类表决机制。2023年3月31日,证监会发布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》正式施行,同步废止《到境外上市公司章程必备条款》。这些A+H股上市公司开始修订公司章程,拟删除“类别股东条款”,但截至2025年9月底,在41个涉及“删除类别股东会条款”的章程修改案例中,约37%的公司H股类别股东会否决了该议案。因此,目前A+H股上市群体中,“保留类别股东条款”与“删除类别股东条款”的公司继续并存。

体活力,提高市场竞争能力,惩戒重大违法,实现优胜劣汰,引导理性投资文化,证监会在总结市场实践经验、借鉴成熟市场有益做法的基础上,启动了新一轮退市制度改革,发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称《退市意见》),并自2014年11月16日起正式施行。这标志着证监会自2012年退市制度改革以来又发起新一轮的退市制度改革。本轮退市制度改革的最大亮点是引入了主动退市制度。《退市意见》明确“上市公司拟决定其股票不再在交易所交易,或者转而申请在其他交易场所交易或者转让的,应当召开股东大会作出决议,须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过,并须经出席会议的中小股东所持表决权的2/3以上通过”。9月,沪深交易所同步修订了《股票上市规则》,针对“主动终止上市”极端特殊事项增设分类表决特殊条款:一是明确“上市公司主动撤回上市申请、决定不再在交易所交易”和“主动撤回其股票在本所上市交易,并转而申请在其他交易场所交易或转让”的决议,除需经全体股东表决外,还必须经“出席会议的除董事、监事、高级管理人员,以及单独或者合计所持表决权的持股5%以下股东(即核心中小股东群体)三分之二以上通过”;二是要求独立董事就主动终止上市事项发表意见前,必须通过网络平台、投资者说明会等方式“充分征询中小股东意见”,确保独立董事的监督意见真正反映中小股东诉求。

2019年颁布的《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》明确:“上市公司董事、高级管理人员在拟分拆所属子公司安排持股计划的,该事项应当由独立董事发表专项意见,作为独立议案提交股东大会表决,并须经出席股东大会的中小股东所持表决权的半数以上通过。”

(四) 交易所自律规则层面:细化单独计票披露要求

2014年9月,深圳证券交易所发布《上市公司股东大会网络投票实施细则》,将“单独计票”与“网络投票”深度绑定:明确“上市公司审议影响中小投资者利益的重大事项时,必须提供网络投票渠道,且中小股东的网络投票结果需单独统计并披露”。统一网络投票的时间、流程(如投票时间覆盖现场会议前后,支持通过交易系统、互联网平台投票),解决了此前中小股东“出席难、投票难”的问题,为中小股东参加股东大会提供便利,为单独计票机制的落地提供了技术支撑。

此阶段的规则演进呈现“从粗到细”的特征:不仅明确了“哪些事项要表决”“谁来参与表决”,更通过“网络投票+强制披露”解决了“如何有效表决”的问题,单独计票机制的可操作性大幅提升。

四、深化发展阶段(2019年至今):注册制改革与单独计票机制的全面升级

2019年以来,随着注册制改革启动,部分存在表决权差异安排的科技创新企业登陆资本市场,资本市场对中小股东保护的需求从“程序参与”转向“实质赋能”,分类表决机制围绕“权利聚合”“类别股适配”“参与门槛降低”三大方向实现升级:

(一) 公司法层面:适配类别股制度,扩展分类表决适用场景

2023年修订的《中华人民共和国公司法》首次在法律层面确立“类别股制度”,并将分类表决作为类别股制度的核心配套机制:要求发行类别股(如优先股、特别表决权股)的公司,必须在章程中载明“保护中小股东权益的具体措施”;明确“修改公司章程、增加或减少注册资本,公司合并、分立、解散,或变更类别股股东权利公司形式”等可能影响类别股股东权利的重大事项,除需经出席股东会的全体股东特别决议外,还必须“经出席类别股股东会议的股东所持表决权的三分之二以上通过”。这一修订的核心价值在于,将分类表决从“普通股中小股东保护”扩展至“类别股股东保护”,尤其是在特别表决权公司中,通过类别股分类表决,可防止特别表决权股东滥用优势损害普通股中小股东利益,实现“同股不同权”下的利益平衡。

(二) 监管规则与自律指引层面:进一步降低中小股东参与门槛

2025年,证监会修订《上市公司股东会规则》,针对类别股股东分类表决增设细化条款:明确“可能影响类别股股东权利的事项(如类别股股息调整、转换机制变更),除需经股东会特别决议外,必须同步经出席类别股股东会议的股东所持表决权三分之二以上通过”;同时,该规则规定“股东会审议影响中小投资者利益的重大事项时,对中小投资者的表决应当单独计票,单独计票结果应当及时公开披露”。同期部分监管规则相应明确中小股东的单独投票要求。如《上市公司证券发行注册管理办法》第20条明确规定“股东大会就发行证券事项作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过,中小投资者表决情况应当单独计票”。《上市公司独立董事管理办法》第12条规定“上市公司股东会选举两名以上独立董事的,应当实行累积投票制。鼓励上市公司实行差额选举,具体实施细则由公司章程规定。中小股东表决情况应当单独计票并披露”。

同时,深圳证券交易所修订《上市公司自律监管指引第2号——创业板上市公司

规范运作》,在中小股东权利保障上实现两大亮点:一是明确“股东会审议影响中小投资者利益的重大事项时,必须对‘除董事、高级管理人员及单独或合计持股5%以上股东以外的其他股东’的表决情况单独计票,并披露”,进一步细化中小股东的统计范围;二是与2024年7月实施的新公司法保持一致,降低临时提案权门槛:将中小股东提出临时提案的持股比例从3%降至1%,同时禁止公司通过章程提高该门槛,使更多中小股东具备“提出议案、推动表决”的权利,从“被动参与表决”转向“主动发起议题”。

此阶段的制度升级,标志着我国中小股东分类表决机制已从“程序保障”转向“实质赋能”,形成了“法律保障+权利聚合+场景扩展+门槛降低”的立体化制度体系,更适配注册制下多元化的市场结构与中小股东日益增长的参与需求。

(责任编辑:刘霄鹏 沙 含)